

# 특수관계자 거래의 공정성 담보를 위한 소수주주의 다수결 도입의 필요성

방 문 옥 선임연구원 (moonoki@cgs.or.kr)

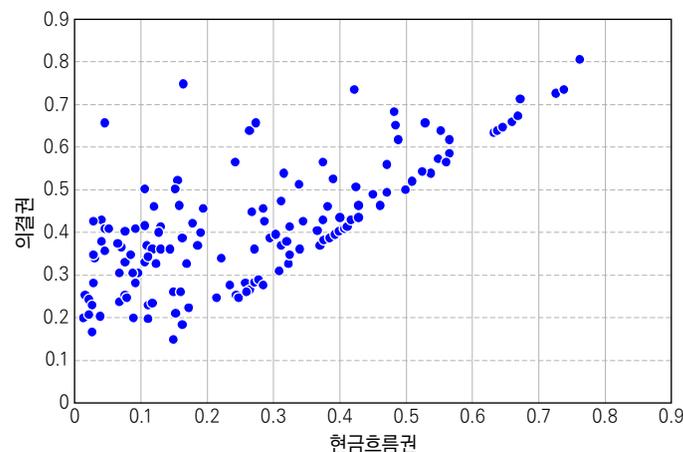
- ▶ 지배주주가 존재하는 회사에서 특수관계자 거래는 지배주주의 이해상충으로 인해 지배주주의 사익편취 수단이 될 유인이 있고 그 거래가 모든 주주의 이익에 부합할 것이라 기대하기 어려움
- ▶ 개인 지배주주가 존재하는 KOSPI 200 기업 중 과반수가 지배주주의 이해가 상충하는 특수관계자 거래에 노출되어 있는 것으로 나타남
- ▶ 미국에서는 특수관계자 거래에 대해 공정성 입증 책임을 지배주주에게 부여하고, 영국에서는 소수주주의 승인을 득하도록 상장규정에서 정하고 있음
- ▶ 현행 규제는 주주에게 충분한 정보를 전달하지 못하고 있으며 사후적 구제비용 또한 크므로, 특수관계자 거래에 대해 소수주주의 승인을 얻도록 하는 방안이 논의될 필요가 있음

- 통상의 제3자 거래와는 달리 특수관계자 거래는 이해상충으로 인해 그 거래가 모든 주주의 이익에 부합할 것이라 기대할 수 없기 때문에 문제가 됨
  - 특수관계자 거래의 이해상충은 그 거래의 조건 및 성사여부를 결정할 수 있는 권한을 가진 사람(지배주주)이 각 거래 당사자 모두에 경제적인 이해관계를 갖고 있을 때, 특히 그 이해의 정도가 차이가 날 때에 발생함
  - 따라서, 모회사와 100% 자회사의 거래처럼 특수관계자 거래일지라도 이해상충이 있다고 보기 어려운 경우가 있으며 각 회사에 대한 지배주주의 경제적 이해관계 수준을 파악하는 것이 중요함
  - 이 글에서는 KOSPI 200 기업<sup>37)</sup>을 대상으로 지배주주의 경제적 이해관계의 정도와 이해상충이 있는 특수관계자 거래에 얼마나 노출되어 있는지 살펴보고, 이러한 이해상충으로부터 주주의 권리를 보호할 방안을 제시하고자 함
    - 특수관계자 거래는 매출·매입, 자금대여, 신용공여, 자산거래, 합병 등 다양한 형태로 나타날 수 있는데, 이 글에서는 일감몰아주기의 전형적인 형태인 조사대상 회사의 상품·서비스 매입거래로 한정함

37) 2017년 말 기준, 개인 지배주주가 존재하는 비금융업 142사를 대상으로 함

- 조사결과, 조사대상의 과반수가 이해상충이 있는 특수관계자 거래에 직면해 있는 것으로 나타남
- 먼저, 지배주주가 갖는 경제적 이해관계의 수준을 알아보기 위해 현금흐름권<sup>38)</sup>을 활용했을 때, 조사대상의 평균 현금흐름권은 26.2%로 나타남
    - 가장 높은 현금흐름권은 76.4%, 가장 낮은 현금흐름권은 1.6%로 나타남
    - 한편, 조사대상에 대해 지배주주가 갖는 직간접적 의결권<sup>39)</sup>은 평균 41.2%로 나타났고 현금흐름권과 의결권의 차이가 10% 이상인 회사가 55.6%로, 소유·지배 괴리가 흔하게 발견됨([그림1] 참조)
    - 이론적으로 현금흐름권과 의결권의 괴리가 커질수록 배당이나 자본이득을 통한 수익보다 특수관계자 거래를 통해 얻을 수 있는 수익이 커지고 지배주주가 회사의 이익을 전용할 유인도 커지므로 특수관계자 거래에 특히 유의할 필요가 있음
  - 둘째, 조사대상이 소속된 기업집단<sup>40)</sup> 내에 지배주주의 현금흐름권이 20% 이상 더 높은 계열 회사가 있는지, 이 회사들과 조사대상 사이에 거래가 있는지를 확인함
    - 지배주주의 현금흐름권이 해당 회사보다 20% 이상 높은 계열회사가 존재하는 경우는 조사대상의 73.9%였고, 이러한 회사와 거래가 있는 경우, 즉 지배주주의 이해가 상충하는 계열회사와 거래하고 있는 경우는 조사대상의 59.9%임
    - 이러한 특수관계자 거래의 상대방 회사의 경우, 계열회사에 대한 매출이 총매출에서 차지하는 비중이 평균 43.2%로 나타났는데 이처럼 높은 계열회사 의존도는 이해상충을 심화시킬 수 있음

[그림 1] KOSPI 200 기업의 현금흐름권과 의결권 분포



38) 현금흐름권은 어떤 회사가 이익의 100%를 배당하고 세금이 없다고 가정했을 때에, 최초 배당금 대비 지배주주가 그 회사로부터 인식하는 최종 배당금의 비중을 의미함

39) 직접 소유지분 및 계열회사 소유지분의 합

40) 조사대상 142사는 80개 기업집단으로 분류하였고, 이 중 대규모기업집단은 34개임. 대규모기업집단은 공정거래위원회의 자료를 토대로 하였고, 그 외 기업집단은 각 회사의 사업보고서 및 감사보고서를 토대로 임의설정함

- 특수관계자 거래는 지배주주가 소수주주의 부를 희생하면서 지배주주 스스로의 부를 추구할 여지가 있기 때문에, 해당 거래의 공정성을 담보하는 것이 주주권익보호 측면에서 상당히 중요하며 해외에서는 이를 엄격하게 다루고 있음
  - 미국에서 특수관계자 거래를 바라보는 시각은 EZCorp의 소수주주가 제기한 주주대표소송에 대한 각하신청 판결문<sup>41)</sup>에서 찾아볼 수 있음
    - EZCorp는 단기대출 등 금융업을 영위하는 나스닥 상장회사로 차등의결권을 도입하고 있으며, 지배주주인 Cohen이 복수의결권 주식을 전부 소유하여 6% 정도의 주식으로 사실상 모든 의결권을 행사함
    - EZCorp는 Cohen이 소유한 투자회사와 자문계약을 체결하고 있었는데, 그 중 2011-13년에 체결한 자문계약이 소수주주의 주주대표소송 대상이 되었으며, 소수주주는 세 건의 자문계약이 회사로부터 사익을 편취한 사례임을 주장하며 이사의 배임 등으로 주주대표소송을 제기함
    - 법원은 EZCorp의 소유·지배 괴리가 지배주주의 사익편취 유인이 될 수 있음을 인정하면서 해당 거래가 지배주주의 이해가 상충하는 거래이기 때문에 완전공정성(entire fairness) 심사 대상에 해당하고, 지배주주가 거래의 공정성을 입증할 책임<sup>42)</sup>이 있다고 밝히며 각하신청을 기각함
  - 영국의 경우, 금융감독원(Financial Conduct Authority)의 상장규정에서 프리미엄 상장회사<sup>43)</sup>로 하여금 특수관계자 거래에 관한 정보를 주주들에게 제공하고 이해관계자를 배제한 소수주주의 승인을 얻도록 하고 있음<sup>44)</sup>
- 국내 상장회사는 개인 지배주주가 존재하는 경우가 많고, 계열회사와의 거래 또한 빈번하게 일어나므로 이해상충이 있는 특수관계자 거래에 노출된 사례 또한 쉽게 발견할 수 있음
  - 특히, 많은 특수관계자 거래가 수익계약으로 이뤄지고 있는 점<sup>45)</sup>을 고려할 때, 거래의 공정성을 담보하고 주주가치훼손을 방지할 장치가 필요함
  - 현행 상법 및 공정거래법 등에서 특수관계자 거래에 대한 이사회 결의 및 공시의무를 정하고 있으나, 공시되는 정보의 구체성이 떨어져 주주가 특수관계자 거래의 이해상충 정도 및 공정성을 파악하기 어렵고, 주주대표소송 등 사후적 구제추구 또한 상당한 비용과 시간을 필요로 하므로 그 활용이 저조해 공정성 담보 장치로서 실효성이 떨어짐
  - 지배주주의 이해가 상충하는 특수관계자의 거래에 대하여 지배주주 및 특수관계인의 의결권을 배제한 나머지 주주의 과반수 승인을 얻도록 하는 것은 공정한 거래를 통해 주주의 권익을 보호하는 한편, 자재수급의 안정 등 계열회사 간 거래가 갖는 이점도 유지할 수 있는, 효과적인 기업지배구조 장치가 될 수 있음

41) *In re EZCORP Inc. Consulting Agreement Deriv. Litig.*, 130 A.3d 934, 948 (Del. Ch. 2016).

42) 지배주주가 공정성 입증의 책임을 소제기자에게 전가시키기 위해서는 사외이사로만 구성된, 원활히 기능하는(well functioning) 위원회의 승인이 있었거나 소수주주의 과반수에 의한 승인이 있어야 함(Lynch, 638 A.2d at 1110)

43) 영국 상장제도는 프리미엄 상장과 표준 상장으로 구분하고 있으며, 프리미엄 상장기업에는 보다 엄격한 기업지배구조 기준이 요구되며 이에 따라 자본비용의 감소 등 이점을 기대할 수 있음

44) FCA Listing Rules 11.1.7. Requirements for related party transactions

45) 30대그룹 계열사 내부거래의 93%가 수익계약, 한겨레, 2017.7.26