

# 차입매수(LBO)에 있어서 배임죄와 합리적인 경영판단

연구논단 II

최경규\* | 동국대학교 경영학과 교수

## I. 서론

기업이나 사모투자펀드(private equity fund: PEF)가 타기업들을 인수하는 사례가 증가하면서 차입매수(leveraged buyout: LBO)에 대한 관심이 높아지고 있다. 본 연구는 차입매수와 관련된 주요 대법원 판례를 분석하여 업무상 배임죄와 경영자의 경영판단의 합리성을 연구한다. LBO는 지렛대효과를 통해 소액자본으로 큰 자본이득을 취득할 수 있는 효율적인 인수합병 기법으로 레버리지 효과, 법인세 절감효과, 효율성 증대효과 등을 얻을 수 있다. 그러나 LBO의 차입금 조달 시 피인수회사의 자산을 담보로 과도한 부채를 조달하여 대상기업의 재무구조 악화 및 도산위험을 증가시키고, 대상회사를 인수한 후 그 회사 자산을 분할 매각하여 차입금을 상환하거나 단기간에 차익을 노리는 행태로 비난의 대상이 되거나 형법상 배임죄에 해당하는 경우가 빈번하다.

최근 LBO에 대하여 배임죄를 인정하는 대법원의 판결은 LBO에 대한 법적 평가에 대한 논쟁을 이끌어 내었다. 특히 신한 판결에서 대법원은 기본적으로 피고인이 신한을 사들이면서 지분투자를 거의 하지 않고 차입금에 대한 보증책임도 지지 않은 채 차입매수를 실행한 것으로 보아, 위험을 부담하지 않으면서 투자수익만 향유하려 한 투기적 거래로 파악하여 배임죄를 인정하였다. 법원의 판결에 대해 “붕이 김선달 식의 자기 돈 한 푼도 쓰지 않는 외상 M&A는 불법”이라는 식의 지지에서부터 “이미 미국과 일본 등에서 M&A의 한 수단으로 자리잡은 LBO에 대한 지나친 규제는 국내 M&A 시장을 크게 위축시킬 것이므로 배임죄 등의 형사적 처벌보다는 손해에 대해 민사상 손해배상으로 해결해야 한다”는 지적까지 다양한 논의가 이루어지고 있다(송웅순 외 3인, 2008).

\* 이 연구는 법경제학연구 제12권 제3호에 실린 “차입매수(LBO)에 있어서의 배임죄와 경영판단: 대법원 판례를 중심으로” (최경규, 이영대 공저) 라는 제목으로 게재된 논문을 발췌하여 작성되었음을 밝혀둔다.

우리나라 법체계에서 LBO 방식에 의한 기업인수는 그 과정에서 형법상 범죄인 업무상 배임죄에 해당하는 위험이 발생할 여지가 크며, LBO를 포함한 기업금융에 대한 배임죄의 확대적용은 금융시장의 복잡한 이해관계자들 간의 자발적인 조정에 의한 문제해결이 아닌 극단적인 해결책으로서 금융시장의 발전을 저해하는 부작용을 가져올 수 있다. 또한 경영인이 형법상 배임죄로 기소되는 것 자체가 기업의 성과와 브랜드 가치 및 금융시장 발전에 큰 영향을 가져오는 만큼, 회사의 본질과 이사의 의무에 대한 명확한 인식을 바탕으로 LBO 유형별 대법원 판례에 나타난 업무상 배임죄의 구성요소를 분석하여 이사의 형사책임 유무를 판단하기 위한 법적 기준을 구체화함으로써, 경영자의 법적 위험을 낮추고 법적 안정성을 높이는 것이 필요하다. 따라서 이 연구는 판례에 반영된 경영자의 경영판단 허용범위를 경영판단원칙에 의하여 재해석하고 LBO에 의한 배임행위 여부의 판단기준을 세우고, 위법한 LBO에 대한 형사법적 처벌과 병행하여 회사법적, 민사법적 장치의 예방적 적용을 검토하고자 한다.

## II. LBO와 업무상 배임죄

### 1. LBO의 구조와 효과

차입매수(Leveraged Buyout: LBO)는 부채를 이용한 기업인수 방식으로서 기업인수에 필요한 자금의 상당 부분을 피인수회사의 자산 혹은 장래의 현금흐름을 담보로 제공하거나 그 상당 부분을 피인수기업의 자산으로 변제하기로 하여 외부로부터의 차입금으로 충당하는 방식 등으로 피인수기업을 주로 개인기업화(going private)하는 기업인수 기법을 뜻한다. 구체적인 거래 형태는 다양하지만, 주목해야 할 특징은 인수자금의 대부분을 차입에 의존하되 인수기업의 신용이나 자산을 기초로 하는 것이 아니라 피인수회사의 자산을 기초로 한다는 점이다.

LBO는 지렛대효과를 통해 소수자본으로 큰 자본이득을 취득할 수 있는 매우 효율적인 M&A기법으로, 순기능으로는 레버리지 효과, 법인세 절감효과, 효율성 증대효과를 들 수 있다. 그러나 LBO의 대상회사로 피인수회사 자산의 청산가치가 현재의 주식가치보다 큰 기업을 선정하고 차입금 조달시 대상회사의 자산을 담보로 하거나, 대상회사를 인수한 후 대상회사 자산을 사업부문별로 분할매각하여 차입금을 상환하고 단기간에 차익을 노리는 경우 등이 빈번하여 자본시장법 제270조 제3항이 사모펀드와 같은 투자기구의 경우 자기자본의 200/100 내에서만 차입을 허용한 것도 과도한 차입을 통한 기업인수 등

의 위험성을 규제하고자 함이다.

모딜리아니-밀러 정리에 의하면 자본구조는 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않으므로, 채무가 증가한다고 하더라도 기업가치는 변함이 없다. 특히 모딜리아니-밀러 정리의 첫 번째 명제는 “개별 회사의 자본조달비용은 부채비율과 무관하게 일정하다”는 것이다(Modigliani and Miller, 1958). 자기자본은 주주들에게 배당을 해야 하는 반면, 부채로 인해 발생하는 이자는 비용으로 산입되어 절세효과를 발생시킨다. 즉, LBO 거래에서 피인수기업의 자산을 담보로 자금을 차입하여 피인수기업의 채무가 증가하더라도 기업관점에서 아무런 손해가 없으며, 오히려 세금효과로 긍정적이라는 것이다. 경영진 입장에서는 LBO 거래를 통해 대상회사의 지분이 증가하면 기업의 경영성과를 증대시킬 인센티브로 인해 대리인비용 감소효과가 생긴다. 따라서 비효율적 자산처분 등을 통해 경영을 효율화하고 장기적 관점에서 내실경영을 추구하여 기업가치에 긍정적 효과를 가져온다. 인수자금이 부족한 인수자 입장에서는 LBO는 타인자본을 사용함으로써 자본수익율을 증폭시키는 레버리지 효과를 누릴 수 있다.

그러나 현실적으로 손해라는 관점에서 볼 때, 모딜리아니-밀러 이론의 첫 번째 명제와는 달리 과도한 부채로 인한 파산위험의 증가는 손해발생 가능성을 급격히 높인다. LBO가 단기적으로는 기업가치를 높이는 것으로 보이나, 실제로는 인수를 위해 대상회사 혹은 대상회사의 자산으로 부채를 조달하여 대상회사는 과도한 부채로 인한 재무구조의 악화로 인해 비용이 증가한다. 특히 자기자본이 지나치게 낮고 부채비율이 높아지면, 회사 입장에서는 실패할 경우 어느 정도의 손해가 나지만, 성공할 경우 큰 수익이 예상되는 모험적인 투자에 대한 유인이 커진다. 이는 파산의 위험가능성을 키우고 금융시장의 불안요인으로 작용할 수 있다(구경철, 2012). 실제로 LBO는 장기적으로는 기업가치를 떨어뜨려 LBO를 시도한 회사가 성공적으로 궤도에 오르지 못하고 부실이 가속화되는 사례가 다수 보고되고 있다(Miller, 1990). 피인수회사의 자산을 담보로 부채를 과도하게 차입하는 의사결정은 이러한 파산위험으로 인해 합리성을 결한 것으로서 경영판단원칙에 의해 보호를 받을 수 없는 임무위배행위로서 형사법상 배임죄가 적용되는 경우가 빈번하다(최승재, 2010).

## 2. 배임죄와 경영판단

경영자(이사)는 회사경영에 관한 포괄적인 ‘권한’을 부여 받고 그 권한의 남용을 통제하기 위해 상법 제382조에 의해 회사를 위하여 선량한 관리자의 주의로써 임무를 처리하여야 하는 ‘의무’가 주어진다. 이와 별도로 우리나라 법체계에서 LBO 방식에 의한 기업인수는 형법상 범죄인 업무상 배임죄에 해당할 위험가능성이 크다. 형법 제355조 제2항

및 제356조에서 규정하고 있는 업무상 배임죄는 (1) 업무상 타인의 사무를 처리하는 자가 (2) 그 임무에 위배되는 행위로써 (3) 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 (4) 본인에게 손해를 가함으로써 성립하는 범죄이다. LBO에 필요한 차입금의 담보를 제공하거나 부채를 상환하는 과정에서 이사의 업무에 위배되는 행위로써 회사에 재산상 손해가 발생하는지 등에 대한 논란이 생길 수 있다.

배임죄는 자신의 행위가 임무에 위반하고 본인에게 손해가 발생한다는 주관적 인식인 ‘고의’가 필요하다. 하지만 대부분의 사례에서 본인(principal)을 위한 행위라는 주장과 함께 형식상이나 실질적 이익이 본인에게 가는 경우도 상당히 많아 이에 대한 판단이 어렵고 법적 기준을 세우는 것이 어렵다. 따라서 배임죄에서 재산상 이익의 취득 혹은 본인에 대한 가해 의사를 중심으로 이사의 형사책임 유무를 판단함에 있어 경영자의 ‘경영판단’과 배임죄의 주관적 요건인 ‘고의’를 구별하는 기준을 세울 필요가 있다. 이러한 주관적 요건인 ‘고의’의 존재여부에 대한 판단은 상법 제399조(회사에 대한 책임) 제1항이 규정하는 임무해태에 해당하는지 혹은 “허용된 재량의 범위”인지와 “이사의 선관의무”(민법 제681조, 상법 제382조 제2항) 및 “이사의 충실의무”(제382조의3)와 관련하여 해석된다.

미국의 판례법에서 발전한 ‘경영판단원칙(business judgment rule)’은 경영자(agent)의 ‘경영판단’이라는 주관적 인식에 대해 경영자의 의사결정이 본인(principal)을 위해 합리적인 근거 위에 독립적인 판단을 통해 성실히 이루어졌다면 법원이 사후적으로 개입하여 판단하지 않으며 정직한 실수는 사후적 관점에서 비난하지 않는다는 것이다(권재열, 2008; 원동욱, 2007; 이지수, 2007). 즉, 경영판단원칙은 복잡한 사실관계에 의해 이루어지는 기업경영에 있어서 경영자의 적극적인 경영판단으로 위험감수와 혁신을 통해 기업의 성장과 발전을 기대하기 위해서는 경영자가 관리불가능한 변수에 의해 초래되는 부정적인 결과에 대해 사후적 기준으로 법원이 심사하지 않는다는 것이다.

우리나라 판례에서의 “경영판단”은 미국의 고유명사격인 “business judgment”의 간접적인 수용으로, 이사가 업무집행에 있어서 “허용된 재량의 범위”에서 내리는 독립적이고 합리적인 의사결정을 일컫는 것으로 이해할 수 있다. 즉, 우리 법에서 이사의 선관주의의무도 의사결정에 있어서 필요한 정보를 확보하고 이를 토대로 신중하고 합리적인 판단을 통해 회사에 최대의 이익이 되도록 할 것을 요구하는 것이며, 판례도 같은 기준으로 합리적인 경영판단의 한계를 설정하고 있다(홍복기 외 4인, 2010).

### Ⅲ. LBO 유형별 판례분석

다양한 LBO는 Carlson(1985)에 따라 6개의 유형으로 분류할 수 있다. (1) 피인수기업의 주식을 담보로 제공하거나, (2) 피인수기업의 양도성 예금증서 및 부동산 등의 자산을 인수기업 부채의 담보로 제공하거나, (3) 인수기업이 설립한 SPC가 자금을 차입하여 피인수기업을 인수합병 후 존속회사가 SPC의 채무를 상환하거나, (4) 피인수기업의 지분을 가진 경영자가 기업 명의로 대출을 받아 지분을 완전히 사들이거나, (5) 피인수기업이 먼저 대출을 받아 인수기업에게 기업인수자금으로 빌려주거나, (6) 피인수기업이 담보제공 후 SPC가 피인수기업을 합병하는 등 복합적인 방식이다. 그리고 우리나라 사례에서 나타난 (7) 자산인출형으로 SPC가 합병은 하지 않고 최대주주 지위에서 피인수기업으로부터 자산을 인출하여 투자자본을 회수하는 방식 등이 있다.

#### 1. 담보제공 방식(1) - 피인수기업 주식/채권담보

주식담보제공형 LBO는 인수기업이 직접 대출을 받거나 특수목적회사 (Special purpose corporation: SPC)를 설립하여 SPC로 하여금 대출을 받게 하고 이 대출금을 바탕으로 피인수기업의 주식을 사들여 주식인수와 동시에 피인수기업의 주식을 인수차입금에 대한 담보로 제공하는 유형을 일컫는다.

신한사건에서 피고인은 금융기관의 대출담보로 피인수회사(신한)의 유상증자에 참여하여 취득하게 될 신주를 담보로 하기로 약정하고 차입한 대출금으로 주식 520만주를 인수하였다. 위 주식에 근질권을 설정하였다가 인수 후 신한의 부동산에 대하여 근저당권을 설정하여 주고 위 신주를 반환받았다. 또한 신한의 정리채권을 담보로 제공한 후 회사정리절차가 종결된 후 신한 보유의 예금에 근질권을 설정한 후 정리채권 등도 반환받았다. 한일합섬 사건(대법원 2009도6634)에서 동양메이저는 동양메이저산업(SPC)을 설립하여 SPC명의로 대출을 받아 한일합섬의 주식을 인수함과 동시에 한일합섬의 주식을 대출금에 대한 담보로 제공했다.<sup>1)</sup>

이처럼 인수주식이나 채권을 담보로 하는 경우, 통상 인수회사는 피인수회사의 경영권을 장악한 후에 피인수회사의 부동산이나 예금증서 등 자산으로 주식 및 채권 등 주담보를 대체하여 담보형 LBO 거래형태나 합병형 LBO 거래형태의 복합적인 양태를 나타낸다. 따라서 담보형 LBO인지, 합병형 LBO인지에 따라 배임죄에 관한 판단이 다르게 나타날 수 있다.

1) 대법원 2004도7027, 대법원 2007도5987

## 2. 담보제공 방식(2) - 자산담보: 신한사건을 중심으로

두 번째 담보제공 방식은 주식담보제공 방식과 형태는 유사하나 피인수기업의 자산을 담보로 보증을 제공하는 방식이다. 기업인수에 필요한 자금을 금융기관으로부터 대출을 받고 피인수기업의 경영권을 확보한 후에 피인수기업의 자산을 등가성있는 반대급부 없이 담보로 제공하는 방식인데, 주채무가 변제되지 않는 경우 피인수기업은 담보로 제공한 자산을 잃는 위험을 부담하게 된다. 이러한 형태의 LBO는 일반적으로 피인수기업의 경영진이 경영권을 인수기업에게로 넘기는데 협조하고 인수자들은 피인수기업의 운영보다는 자산을 유용할 목적으로 고의로 인수자 또는 제3자에게 담보가치에 상응한 재산상 이익을 취하게 하고 피인수회사에는 그 재산상 손해를 가하는 경우가 상당하여 배임죄 적용이 용이하다(김재운, 2014).

신한 LBO가 이러한 방식의 LBO를 사용한 사례이다.<sup>2)</sup> 대법원은 이 같은 LBO 방식은 배임죄가 성립된다고 판시하였는데, 이는 국민경제에 미치는 부정적인 영향에 대한 통제 수단으로 다음과 같은 이유로 배임죄에 의한 처벌을 선택한 것이다.<sup>3)</sup> 첫째, 차입매수자 피고인은 ‘피인수회사의 우선협상대상자 및 대표자’로서 신한에 대한 사무를 처리하였으므로 신주인수계약을 맺은 때부터 신한에 대하여 신의성실의 원칙을 지켜야 하는 신임관계를 지며, 피고인이 신한에 대표이사로 선임된 후에는 상법상 자기거래금지에 관한 규정이 적용된다고 할 수 있다. 대법원은 이 사안을 피고인이 지분투자가 거의 없이 차입금에 대한 보증책임도 지지 않은 채 차입매수를 실행한 투기적 거래로 파악하였다. 배임에서 임무위배와 관련하여 특히 문제가 되는 것은 본인의 동의가능성이 없는 투기적 성격을 지닌 불확실성이 높은 ‘모험거래’이다.

둘째, LBO 자금조달과정에서 신한은 SPC를 위하여 직접 담보를 제공하거나 보증하는 방법을 채택하였다. 대법원은 위 신한에 대한 담보제공은 SPC가 신한에 대한 경영권을 인수하기 위한 자금마련을 위한 것으로 이로 인한 직접적인 이익은 신한에게 귀속되지 않고, 담보제공에 대한 반대급부의 부재로 인해 담보가치 상당의 재산상의 손해를 가하였다고 판단하였다(대법원 2004도7027). 즉, 피고인은 자기자본 대 타인자본 비율이 1:220으로 직접 투입한 자금이 거의 없이 특수목적회사 명의로 신한 주식 62.2%를 인수하는 경제적 이익을 얻었고, 담보를 제공한 피인수회사에 반대급부를 제공하지 않아 차입금에 대한 상환의 위험을 모두 전가하고 손해를 발생시켰다는 것이다. 법원은 성공적인 LBO의 경우라 하더라도 배임죄의 손해산정과 고의의 인정은 신한에 대한 담보로

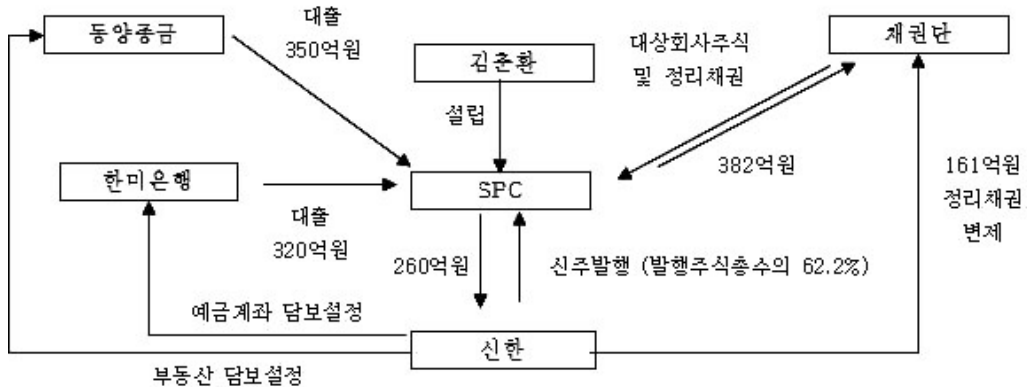
2) 대법원 2004도7027; 대법원2007도5987

3) 대법원 2006.11.9. 선고, 2004도7027 판결.

제공한 당시를 기준으로 판단하여 당시의 현실적이며 ‘등가성’이 있는 반대급부만을 인정하고 LBO 거래 이후의 피인수회사에 귀속될 수 있는 절세효과, 경영개선에 의한 기업 가치 제고 등의 장래의 긍정적인 경제효과는 반대급부로 보지 않았다(이용식, 2010).

셋째, 대법원은 배임죄의 고의 부분을 판단함에 있어서 피고인의 위 근저당설정 행위는 자신이 주식회사를 인수하고 지배주주로서 경영권을 취득하는데 필요한 자금을 마련하여 개인적인 이익을 취할 목적인 바, 배임의 고의가 있는 경우라고 판단하였다. 또한 회사인수 후 들인 인수인의 경영정상화 노력은 배임의 고의를 부정할 사유가 되지 못한다고 보고, 인수인의 경영능력에 의한 기업가치 향상이라는 경영성과는 배임죄의 고의를 판단하는 근거가 되지 않는다고 하였다. 게다가 피고인이 SPC와 피인수회사의 대표이사를 겸하고 있으면서 자신이 실질적인 소유자로 있는 SPC의 채무변제를 위하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 것은 전형적인 이사의 자기거래로서 인수인이 정당한 반대급부를 제공하지 않은 이상 담보제공의 공정성을 인정하기 어렵고, 회사와 자신의 이익이 충돌하는 상황에서 회사의 손실을 방지하기 위해 선의로 충실의무를 이행하였다고 보기 어려워 배임의 고의가 인정된다는 것이다.

〈그림 1〉 재미교포 김춘환의 (주)신한 인수<sup>4)</sup>



### 3. 합병방식: 한일합섬 사건을 중심으로

합병형 LBO는 인수기업에 의해 설립된 SPC가 자금을 차입하여 피인수기업의 주식을 취득하여 인수한 후에 SPC와 피인수기업이 합병된 존속회사가 SPC의 차입금 채무를 상환하는 방식이다. 합병방식의 LBO는 한일합섬 사건에서 동양메이저가 활용한 유형이다.

4) 문상일 (2013) 작성.

실질적 업무나 자산이 없는 페이퍼회사인 SPC와 피인수기업이 합병하게 되면 피인수기업도 SPC의 채무를 부담하게 되므로 배임죄가 성립될 법도 하나, 대법원은 한일합섬 사례에서 이러한 LBO는 “피인수회사의 자산을 직접 담보로 제공하고 기업을 인수하는 방식과 다르고, 합병의 실질이나 절차에 하자가 없어 인수기업과 피인수기업이 법률적·경제적으로 단일체”라는 이유로 배임성이 없다고 판시하였다.<sup>5)</sup>

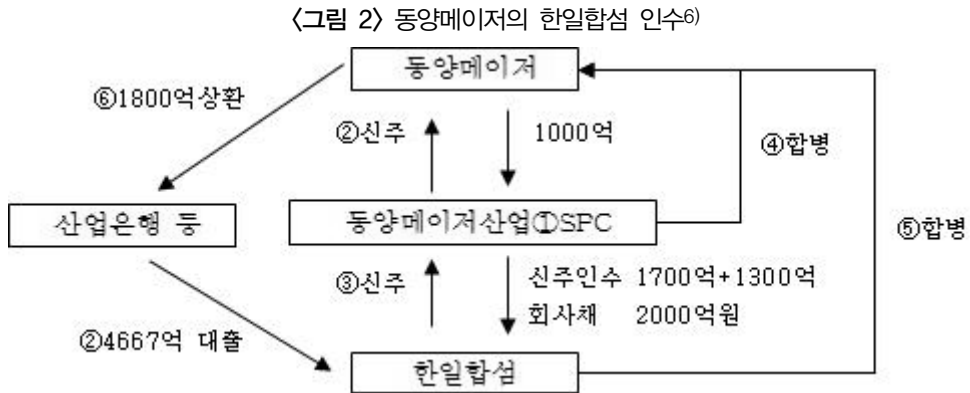
이 판결은 합병 방식의 LBO가 그 자체로서 위법한 것이 아님을 보여준 최초의 판결이다. 동양그룹은 한일합섬을 인수하기 위해 동양메이저가 회사채를 발행하고 자신의 재산을 담보로 대출받은 인수자금을 동양메이저산업(SPC)에 출자하였다. SPC는 한일합섬 신주와 회사채를 인수하여 지분 62.6%를 확보하였고, 공개매수 등을 통하여 지분을 91.5%까지 늘려 한일합섬을 인수하였다. 이후 동양메이저가 SPC를 합병하고 이어 한일합섬을 합병하였다. 이렇게 한일합섬을 흡수합병한 후 SPC 대표이사이자 한일합섬 이사인 B는 한일합섬이 보유하고 있던 현금과 현금성 자산 1,800억원으로 인수대금 채무 전액을 변제하였다. 이 사건에서 동양그룹은 한일합섬의 풍부한 현금으로 인수대금을 변제하려고 했으며 이 거래가 사실상 한일합섬이 동양메이저를 위해 담보를 제공하는 LBO와 다르지 않다고 하여 배임죄로 기소되었다.

그러나 대법원은 이 사건은 피인수회사의 자산을 담보로 기업을 인수하는 LBO 방식과 기본적인 전제가 다르고 합병의 본질과 효과 및 상법상 합병비율, 주주총회의 특별결의, 주주들의 주식매수청구권, 채권자 보호절차 등 주주와 채권자들을 보호하는 제도가 마련되어 있다는 점을 들어 “합병의 효과로 인해 합병 이후에 동양메이저 소유였던 재산으로 채무를 변제하는 것과 한일합섬 소유의 재산으로 채무를 변제하는 것은 법률적·경제적으로 완전히 동일한 것이다.”라는 취지로 무죄판결을 내렸다(최승재, 2010).

이 사건 판결을 통해 합병형 LBO에 대한 배임죄와 관련된 불확실성이 상당히 해소되었다. 이 사건의 합병은 SPC가 아닌 인수회사인 동양메이저와 합병이 이루어진 것으로 존속회사가 한일합섬보다 큰 자산을 갖춘 회사라는 점에서 피인수회사가 SPC에 합병되는 전형적인 합병형 LBO와는 차이가 있다. 법원은 관련법 절차에 따라 합병이 공정하게 이루어진 경우, 단일체가 된 회사가 어떤 행위를 할 것인가는 합병 후 회사의 내부문제이고 그에 대한 규율은 사적자치를 인정한다는 것을 재확인하였다. 더불어 시너지를 낼 수 있는 회사를 인수하여 새로운 가치를 창조하기 위한 경영활동의 수단으로서의 LBO의 가치를 인정하였다. 동양메이저의 경우, 한일합섬을 인수하여 기존의 사업에 활력을 불어넣고 노동조합의 인적 융합을 위해 일정기간 고용보장을 하는 등 합병후 결합 (post-merger integration)을 위한 일련의 조치를 취하였다.

5) 대법원 2010.4.15. 선고, 2009도6634 판결.





#### 4. 자기주식취득방식 (MBO, Management Buyout): 한라시멘트 사건을 중심으로

자기주식취득방식 LBO는 소위 “경영자에 의한 기업인수(Management Buyout: MBO)” 방식의 LBO를 가리킨다. MBO는 피인수기업에 대한 지분을 가진 경영자가 그 기업의 명의로 대출을 받아 지분을 완전히 매입함으로써 기업에 대한 소유권을 장악하는 형태로서, 사업구조조정과 고용조정, 경영자와 종업원의 고용안정, 경영능력 극대화를 동시에 이룰 수 있고, 기업의 지배구조 관점에서도 MBO를 통해 기업의 소유권과 경영권이 일치 되면 책임경영이 가능해진다는 장점이 있다(설민수, 2008). 단점은 임직원들이 참여하는 투자금액이 투자은행이나 벤처캐피털 등 재무적 투자자보다 적은 경우 이들 재무적 투자자의 참여가 지분 참여 또는 부채성 대출금융으로 이루어지는 경우가 많고, 차입과정에서 상당한 담보를 제공하지 않거나 과도한 부채로 인해 도산위험이 현저히 증가하는 경우 배임죄에서 자유로울 수 없다는 것이다(최승재, 2010).<sup>7)</sup>

한라시멘트 사건은 한국에서 가장 정교한 LBO 중의 하나이다. 1998 아시아금융위기 당시 부도를 맞은 한라그룹은 LBO 전문 PEF인 미국 로스차일드사의 구조조정 프로그램에 따라 브릿지론을 도입하여 화의채무를 변제하고, M&A를 통해 브릿지론을 변제하는 2단계로 성공적인 구조조정을 이루었다.

부도 당시 한라그룹의 대주주이자 경영진이었던 정인영 회장과 정몽원 부회장 등의 구 경영진(이하 구경영진)은 경영권 상실을 전제로 매각을 통해 채무를 변제하기로 하고 미국계 투자은행 로스차일드사와 구조조정을 협의하였다. 한라그룹의 최대 당면문제는 계열사간 상호지급보증 문제로서 이는 숨겨진 부채(hidden debt)이자 동반부실의 악성고리였다. 이에 채권단은 로스차일드와의 협상을 통해 계열사 상호간의 상호지급보증 관련

6) 자체작성

7) 「산업협력재생특별조치법」은 2014년 1월 시행된 「경쟁력강화법」에 의해 LBO(MBO)에 대한 규제가 완화되었다.

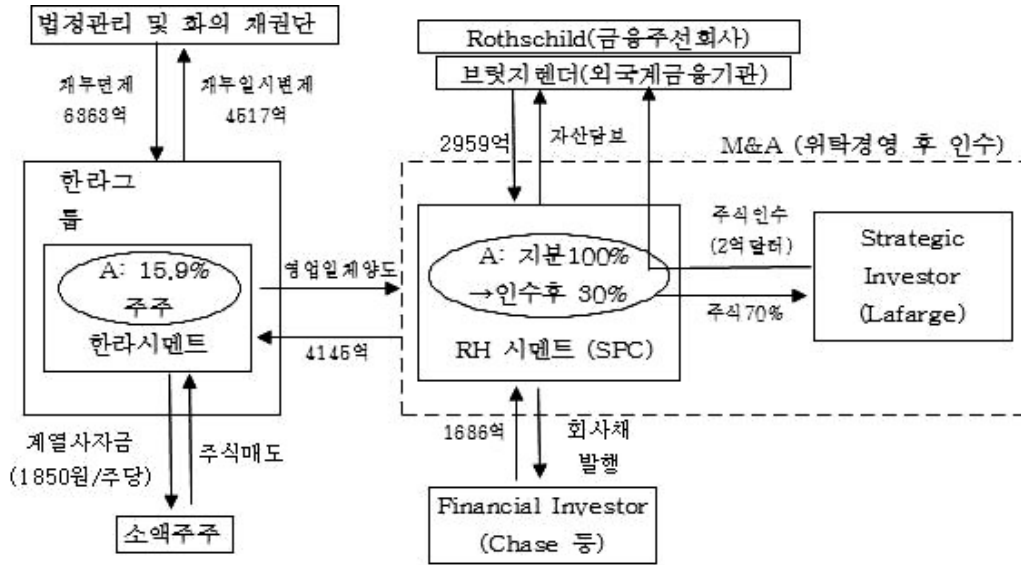
한 부채를 대폭 삭감해 주고, 대신 한라그룹은 나머지 부채를 일시에 상환하는 ‘현가화변제방식’을 채택하여, 한라시멘트의 자산을 클린컴퍼니(SPC)인 RH시멘트(이하 ‘RH’)로 옮기는 구조조정을 실행하였다. 당시 법적 뒷받침도 없는 자산유동화 기법을 동원하여 부채 변제를 위한 자금조달에 성공하였고, 인수기업의 위험을 감소시켜 주기 위하여 “위탁경영 후 인수” 라는 2단계에 걸친 M&A 기법을 사용하였다(최두열, 2006).

그러나 인수합병 이후 정몽원회장(A)과 대표이사 등은 이후 소수주주들에 의해 배임죄로 기소되었다. 기소 요지는 A가 한라시멘트의 자산 대부분을 저가로 양도하였고, 명의 수탁적 1인 주주에 불과한 A는 신회사의 재무구조 건전성을 최대화하여야 함에도 불구하고 A 자신의 지분 확보를 위해 유리한 자본투자유치를 거부하고 라파즈와의 계약을 체결하여 RH에 손해를 입혔다는 것이다(설민수, 2008). 이에 대해 법원은 이 사건 구조조정은 채권자, 주주, 이해관계인의 이익을 도모하기 위하여 진행되었으며, 채권자들(브릿지론 제공자, 일반채권자 금융기관)은 소유자로서의 이익은 없다고 판시하였다. 또한 RH는 별개의 회사가 아니라 구조조정을 위해 한라시멘트의 주주들이 위임한 회사로서 약정을 체결하여 A에게 RH 지분취득을 신탁하기로 하였고, A의 처분은 회사의 업무라는 취지로 배임죄를 부정하였다.<sup>8)</sup>

이 LBO는 형태상으로는 SPC에 대한 자산양도방식을 택했지만 복합기업에서 특정 기업부분을 떼어내는데 LBO PEF가 개입하고, 피인수회사의 자산을 담보로 일부 차입자금이 동원되어 성공적으로 인수회사에 매각된 MBO 사례이다. A는 MBO를 통해 신설회사의 지분 30%를 확보하고 로스차일드와 브릿지렌더는 1년 만에 투자자금의 40%의 수익을 냈다. 금융채권자들은 상당한 채무를 면제해 주고 저가로 할인된 금액을 받았으나, 대출금을 대손상각하는 것보다는 현금으로 일시금을 받는 이득을 보았다. 일반채권자들은 채무자가 구회사보다 변제자력이 큰 신설회사로 바뀌어 위험이 감소하였고, 기존 주주들 누구도 공개매수 가격이 부당하다고 여기지 않았다(설민수, 2008). 이처럼 부도처리된 복합기업집단의 일부이던 한라시멘트가 인수됨으로써 화의를 종결하고 건전한 영업활동을 지속할 수 있게 되었으며, 이는 MBO에 의해 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회 전체적으로 이익이 극대화된 사례이다.

8) 대법원 2005. 1. 28. 선고 2003도5091 판결

(그림 3) 라파즈 사의 한라시멘트 인수



5. 제5유형: 상호대출방식 - 대법원 2006도483 사건을 중심으로

상호대출형 LBO유형은 MBO와 비슷하나 피인수기업이 먼저 외부에서 대출을 받아 이를 SPC에게 기업인수자금으로 빌려준다는 차이가 있다. SPC는 위 차입금을 이용하여 피인수회사의 다른 지분소유자들의 지분을 사들이는 방식이고, 결과적으로 SPC가 피인수회사에 채무를 지게 된다. MBO 유형과 마찬가지로 과도한 채무를 질 경우에는 도산위험이 따른다.

‘대법원 2006도483 사건’에서 A는 피인수회사 B를 인수함에 있어서 B의 대표이사 C는 A와 적극적인 협의를 거쳐 B의 순자산가치를 매매가격에 맞추었다. 이를 위해 재고자산에 3억원의 손실이 추가로 발생한 것으로 조정하여, 자산가치 평가액이 아닌 손익가치 평가액에 매도함으로써 B에게 1억7천만여원의 손해를 입혔고, 그 과정에서 모자란 금액 13억원을 B로부터 무이자로 차용한 바, 대법원은 이러한 행위를 배임으로 처벌했다.

이 사건에서 특기할 점은 가치평가에 있어 통상적인 거래에서 용인할 수 있는 할인액 1억7천만원 정도의 회계장부 조작에 의한 평가액 조작행위를 중하게 처벌하고 있다는 점에서 법원이 내부자 거래에 대하여 보다 엄격한 기준을 적용함을 알 수 있다. 또한 대법원은 주식회사의 임원이나 회계책임자가 당해 회사의 주식을 매수하여 대주주가 되려고 하는 인수자에게 미리 회사자금을 교부하여 그 돈으로 주식매수대금을 지급하게 하는 행

위는 인수자의 개인적인 이익을 도모하고 회사의 부실을 초래한다는 입장이다. 그 대역행위가 회사의 이익을 위한 것임이 명백하고 회사 내부의 정상적인 의사결정절차를 거치고 회사의 자금운용에 아무런 어려움을 발생시키지 않으며 대역금 회수를 위한 충분한 담보를 확보하는 등의 특별한 사정이 없는 한 업무상 배임죄가 된다는 엄격한 입장이다. 따라서 정상적인 이자지급이나 변제기가 정해지지 않거나 담보가 없는 거래는 그 자체로서 배임죄가 될 여지가 매우 높고 심지어 횡령죄가 될 가능성이 있다. 즉 그룹내부관계에서의 ‘등가성’의 결여에 의한 배임죄 인정과 크게 다르지 않다(설민수, 2008).

## 6. 제6유형: 복합방식 - 온세통신 사건을 중심으로

수개의 LBO 방식들이 혼합된 형태를 지칭하는 유형으로서, 우리나라에서는 흔히 피인수기업의 담보제공행위 후 SPC가 피인수기업과 합병하는 유형으로 나타난다.<sup>10)</sup> 혹은 관계회사 그룹 중 상당한 자산을 가진 자회사가 그 자산을 담보로 하거나 보증을 제공하여 모회사에게 대출을 하여 주거나, 자회사가 직접 외부 대출자로부터 대출하여 모회사에 빌려주어 피인수회사의 주식을 사들이는 방식이다.

온세통신 사건이 대표적인 사례로서 “(1) 인수주체가 SPC가 아닌 실체가 있는 상장회사인 점, (2) 인수회사의 인수대금채무에 대하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공한 점 (신한 LBO와 유사), (3) 인수회사가 피인수회사를 흡수합병한 점 (한일합섬 LBO와 유사), (4) 인수회사가 차입하여 조달한 자금으로 매입한 피인수회사 발행 회사채를 피인수회사 인수 후 피인수회사의 자산으로 조기상환한 점 (동아건설 LBO와 유사) 등의 특징을 갖고 있어 담보형, 합병형, 자산인출방식 LBO의 특징들을 모두 보여주는 사례이다(원창연, 2013). 신한사례에서 사실상 금지된 담보제공형 LBO를 우회하기 위한 수단으로 이러한 복합적인 형태의 LBO가 탄생한 것으로 보인다(김재운, 2009). 이 사례에서 대법원은 무죄를 선고하였는데,<sup>11)</sup> 이러한 신종 형태의 LBO에 대한 대법원의 대응이 앞으로 우리나라 LBO규제에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다.

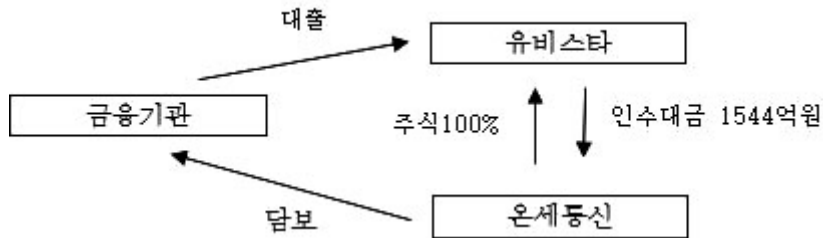
피고인은 유비스타의 대표이사로서 전환사채 발행과 대출을 통해 마련한 인수자금으로 온세통신을 인수하였다. 유비스타는 소유권 확보 후, 전환사채와 대출금에 대한 담보로 온세통신 소유 부동산과 매출채권 등에 대하여 담보를 설정하여 주고 온세통신이 유비스타에 발행한 신주인수권부사채를 조기상환하도록 하였다. 그 후 유비스타는 온세통신을 흡수합병하였고 이로써 온세통신은 우회상장하였다. 피고인은 위 담보제공 행위와 신주인수권부사채의 조기상환행위에 대하여 배임으로 기소되었다.

10) 합병 후 자산인출하는 형태도 해당된다. 김재운 (2014), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임” 202면 참조.

11) 대법원 2012도9148호.

하지만 대법원은 “유비스타는 인수대금(유비스타 출연분 46%)으로 온세통신의 주식을 100% 인수해 온세통신의 1인 주주가 되어 법률적으로 동일한 인격체이며 경제적으로도 이해관계가 일치하는 동일체로서 피고에게 손해를 끼치려는 고의가 있었다고 보기 어렵다”며 무죄를 선고했다.<sup>12)</sup> 이 사건 신주인수권부사채의 조기상환금지 조항 위반 등은 온세통신의 자산을 매각하여 부채를 줄이고 경영의 정상화를 도모하려는 경영자의 자율적 경영판단으로 판단하였다. 유비스타가 온세통신을 통신망을 보유하고 인터넷 접속 및 통신사업 등을 영위하던 온세통신을 경영상 필요에 의해 인수하였고, 온세통신의 기존 근로자들의 고용관계가 그대로 유지된 점 등을 종합해보면 피고가 온세통신의 자산을 담보로 이득을 취하려는 배임의 의사가 있었다고 볼 수 없다고 판단하였다(원창연, 2013).

〈그림 4〉 유비스타의 온세통신 인수<sup>13)</sup>



## 7. 제 7 유형: 자산인출방식

자산인출방식의 LBO는 합병형과 유사하나 SPC와 피인수기업이 합병하는 대신 SPC가 피인수기업의 최대주주 지위를 유지하며 상법에 규정된 방법에 따라 투자자본을 회수한다는 점에서 차이가 있다. 대선주조 LBO와 동아건설 LBO가 대표적인 자산인출방식 LBO 사례들이다.

### 1) 대선주조 사건: 대법원 2011도524

사모투자펀드 A사는 SPC를 설립하여 금융기관과 매도인인 롯데그룹의 대선주조 B회장으로부터 차입하여 기존 대주주로부터 지분 98.7%를 매입하였다. B회장(피고인 1)은 매도 이후에도 이사직을 유지하였고, A사와 SPC의 대표이사(피고인 2)는 인수 후 대선주조 이사에 취임하였다. 이어 대선주조의 98.7%의 지분을 소유한 SPC는 유상감자와 대선주조 설립 이래 유례없는 막대한 규모의 이익배당을 주주들에게 지급하였다. SPC는

12) 대법원 2012도9148호

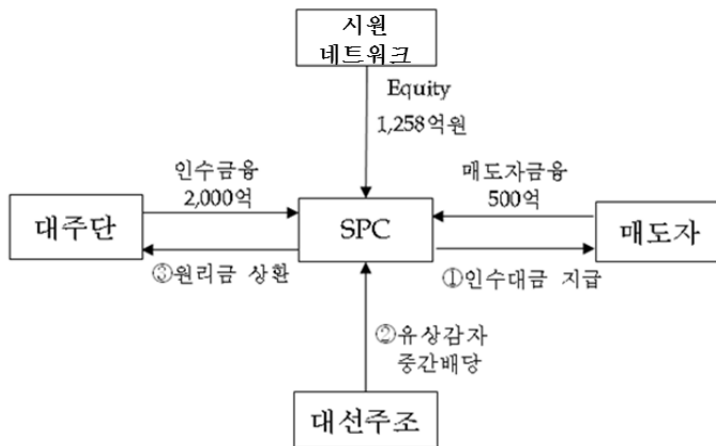
13) 자체작성

이렇게 마련한 자금으로 금융권에서 차입한 원리금을 상환하였다. 이후 피고인들은 선량한 관리자의 주의의무를 다하여 회사의 자산건전성을 유지하고 회사와 소수주주 및 회사채권자들을 보호하여야 할 업무상 임무가 있음에도 불구하고 과도한 유상감자와 이익배당을 하여 회사에 상당한 재산상 손해를 가하였다는 이유로 기소되었다.

이에 대해 원심법원은 “투자목적회사가 주주로서 피투자기업을 운용하고 상법의 규정에 따라 투자자산을 회수하는 것은 당연한 것이며, 회수한 자산을 어디에 사용하는지에 관한 제한이 있는 것도 아니므로, 유상감자나 이익배당을 통하여 투자금을 회수한 후 인수를 위해 차용한 채무 원리금 변제에 사용한 것”은 위법이 아니라고 판시하였다.<sup>14)</sup> 또한 대법원도 “유상감자 당시 대선주조의 영업이익이나 자산 규모 등에 비추어 볼 때 유상감자의 절차에 있어서 절차상의 일부 하자로 인하여 회사의 채권자들에게 손해를 입었다고 볼 수 없다”고 하여 무죄를 인정하였다.<sup>15)</sup>

즉, 피고인들이 수행한 유상감자나 이익배당으로 인해 회사의 적극재산이 감소하였다 하더라도 헌법과 상법이 보장하는 사유재산제도, 사적자치 원리에 따라 주주가 갖는 권리행사의 결과이며 주주가 부당한 이득을 취득하였다거나 회사가 손해를 입었다고 할 수 없다고 판시하였다. 따라서 상법상 배당가능이익의 범위 내에서 적법한 절차와 규정의 준수를 전제로 한 유상감자 및 배당형식의 LBO도 어느 정도 법률적 안정성이 확보되었다(구경철, 2012).

〈그림 5〉 시원네트워크의 대선주조 인수<sup>16)</sup>



14) 부산고등법원 2010. 12. 29. 선고 노669.

15) 대법원 2011도524

16) 구경철(2012) 작성.

## 2) 동아건설 사건: 대법원 2011도1544

동아건설 사건에서 프라임 그룹은 동아건설 인수를 위해 프라임개발의 자체자금과 자체자산을 담보로 차입한 자금으로 동아건설의 유상증자에 참여하여 신주 73.21%와 회사채를 인수하였다. 프라임개발은 동아건설 인수 후 동아건설이 발행한 상환우선주와 부동산을 담보로 한 차입자금 및 회사자금으로 프라임개발 소유의 동아건설 회사채를 조기상환하도록 하여, 상환자금으로 자신이 금융기관에서 차입한 자금을 변제하였다. 이로 인해 프라임개발은 기소되었는데 동아건설에게 실제 지불해야 하는 이자부담액과 회사채 이자부담액의 차이 상당의 재산상 손해를 가하고, 프라임개발에게는 금융기관의 이자부담액과 동아건설 회사채에서 얻게 될 이자수입액의 차액 상당의 재산상의 이익을 얻게 하였다는 것이다.

거래현실에서 LBO의 구체적인 태양은 매우 다양한데, 동아건설 인수자금의 구조는 자본출자(equity: 프라임개발과 대주단의 신주인수자금), 선순위채무(senior debt: 동아건설 공장을 담보로 한 토펙), 후순위채무(subordinated debt: 동아건설이 발행한 상환우선주)의 구조가 갖추어진 점에서 LBO에 해당하는 것으로 볼 여지가 크다(김성주, 2012). 그러나 대법원은 애초에 프라임개발이 동아건설을 인수하는데 사용한 자금이 순수한 자기자금이라는 점에서 위법한 담보제공형 LBO에는 해당하지 않는다고 판단하였다.<sup>17)</sup> 또한 프라임개발이 자신의 대출금으로 인수한 동아건설(피인수기업)의 회사채를 상환우선주 발행 및 차입을 통해 자금을 조달하여 조기상환하도록 한 것에 대해 배임죄의 성립요건 중 (1) 고의성 부분과 (2) 손해발생 부분에서 배임죄에 해당하지 않는다고 판시하다.

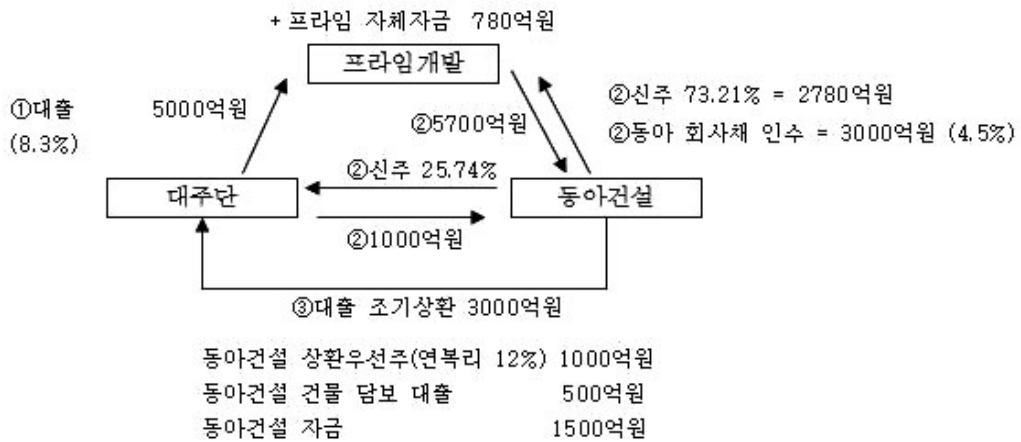
첫째, 동아건설 인수는 회생법원이 그 과정에 관여하여 절차가 공개되었고, 회사채의 조기상환은 회생법원으로부터 승인된 사항으로서 동아건설의 회사채 조기상환 행위는 배임의 고의를 인정하기 어렵다. 프라임개발은 부동산개발업 회사로서 이른바 시너지 효과를 위해 건설회사로서 입지가 있는 동아건설을 인수하였고, 관급공사의 낙찰을 위해서는 일정수준의 신용등급이 필요하여 회사채를 조기상환하여 동아건설의 부채비율을 낮춰야 했으며 이에 변제경위 및 동기상 적법성을 인정할 수 있다. 실제로 동아건설은 2008년 1월 이후 일년간 공공공사 5건, 민간공사 5건을 수주하고 2007년 도급순의 100위 밖에서 2008년 도급순위 89위, 2011년 시공능력평가순위 55위를 기록하였다(김성주, 2012).

둘째, 동아건설의 손해발생 부분에 있어서 상환우선주 발행은 프라임개발이 자신의 배

<sup>17)</sup> 프라임개발의 자기자본 비율은 총 인수자금 5780억원 중 2780억원이 자체자금이거나 자체자산을 담보로 한 자기자금으로 48%에 해당하며, 동아건설의 유상증자에서 73.21%를 취득하였다.

당이익을 포기하는 손해를 입을 수 있다는 점에서 자기 혹은 제3자의 이익을 위한 배임죄에 해당하는 않음을 알 수 있다. 게다가 동아건설의 인수금융의 기본 구조인 상황우선주와 부동산을 담보로 한 신규대출인 팀론은 프라임개발과 금융기관들이 협의하여 정했으며, 프라임개발과 대주단이 99.95%의 지분을 보유하고 있는 상황에서 동아건설의 조기정상화 및 수익창출은 그들의 이익에도 부합하였다. 프라임개발이 소유하던 회사채 조기상환으로 동아건설이 사업상 누릴 수 있는 여러 경제적 이익을 고려하면 배임죄가 성립하지 않는다.

〈그림 6〉 프라임건설의 동아건설 인수<sup>18)</sup>



#### IV. LBO에 대한 경영판단과 배임죄에 관한 논의

##### 1. LBO 판례에 나타난 경영판단의 합리성

경영자가 경영판단의 합리성을 인정받기 위해서는 실질적인 회사가치와 재무구조의 개선을 위하여 의사결정을 내리고, 법원도 회계 상의 기준이 아니라 경제적인 개선 여부를 판단하는 것이 중요하다. 즉, 평가에서 손익가치로 판단하느냐, 자산가치로 판단하느냐에 따라 차이가 생길 수 있으며, 특히 손익가치는 경영자의 주관적 가치판단이 개입하거나 회계 상 가정에 따라 달라질 여지가 크므로 가치산정의 객관성이 떨어질 수 있고,

<sup>18)</sup> 자체작성



가치산정에 따른 회사매각대금 결정 등에서 배임이 될 가능성이 있다.

재무비율의 개선여부의 평가에서 유의할 것은 회계기준(K-GAPP 혹은 K-IFRS)에 따라 회계 상 수익성 비율, 부채비율 등 재무비율의 개선여부가 결정되는 경우도 있다. 예를 들면, 동아건설의 경우 상환우선주가 K-GAPP을 사용하던 당시에는 자본으로 분류되어 재무구조의 개선을 가져왔으나, 현재의 IFRS 기준에 의하면 부채로 분류되어 재무구조의 악화를 초래하게 된다. 같은 의사결정이 이처럼 회계기준에 따라 다른 효과로 나타나는 경우, 법원에서는 경제적인 실질을 따져서 판단하고 명확한 가이드라인을 제시함으로써 경영자 입장에서 법적 위험을 낮추어 주는 것이 필요하다.

자금조달과 자금상환 등을 포함한 LBO의 메커니즘을 어떻게 디자인할 것인가도 중요한 이슈이다. 이러한 의사결정은 통상 경영자 단독으로 내리는 것이 아니라 금융기관이 관여하여 약정에 의해 자금조달과 자금상환이 함께 패키지로 이루어지는 부분이 많다. 첫째, 자금조달 측면에서 한라시멘트의 경우, 로스차일드에 의하여 우리나라에서는 가장 복잡한 형태의 구조조정 프로그램이 디자인되었고, 동아건설의 경우, 금융기관이 관여하여 텀론과 상환우선주가 일체불가분으로 설계되었다. 따라서 피인수회사의 CEO 등 경영자의 배임죄를 따질 때, 금융기관에 대한 책임을 함께 판단하는 것도 LBO에 의한 배임을 사전에 막는 방안이 될 수 있다. 둘째, 자금상환 측면에서 자금조기상환금지의 위반에 대해 자율적 경영판단으로 볼 수 있는지 여부이다. 정리채권의 변제(온세통신)나 상환우선주의 발행(동아건설) 등으로 재무구조가 개선되어 신용등급이 좋아져 영업활동에 도움이 되는 경우 등은 모두에게 도움이 되는 경영판단으로 인정되었다.

LBO와 관련하여 금융·재무와는 관련이 없으나, 근로자의 고용관계를 승계하거나 유지하여 경영정상화를 하고, 인수회사와 피인수회사 간에 시너지 효과를 창출하는 등 회사의 가치를 극대화하는 경우, 특히 이해관계가 합치되고 아무도 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회적 이익이 극대화하는 경우, 배임의 고의의사를 찾기가 어려워 LBO에 대한 재무적 의사결정을 ‘경영상 필요’에 의한 합리적 경영판단으로 인정받을 확률이 크다. 따라서 관련다각화의 경우는 쉽게 ‘경영상 필요성’을 찾을 수 있으나, 비관련다각화의 경우는 쉽게 찾기 힘들며 LBO의 배임죄가 될 가능성이 크다. 합병형, MBO형, 자산인출형 등에서 소유권과 경영권의 합치 여부는 손해발생의 고의 여부와 경영판단의 합리성을 평가하는 중요한 기준이 될 수 있으며, 특히 비관련다각화의 경우 등 객관적으로 ‘경영상 필요성’을 보이는 것이 어려운 경우에는 배임죄를 피하기 위해서는 모든 과정에서 실제적 합리성 및 절차적 합리성을 확보하는 것이 중요하다.

〈표 1〉 LBO 유형별 배임죄 구성요건

유형	사건명 -인수회사 (판례번호)	배임 여부	손해발생 여부 (차입구조 등)	고의 여부
담보형	신한 사건 - 김춘환(CEO) (대법원 2004도7027) (대법원 2007도5987)	○	- 신한의 부동산 담보제공 - 예금 근질권 설정 - 손해발생의 위험초래: 반대급부 비제공 (주주, 채권자) - 자기자본 비율: 0.5%	- 담보제공 당시 손해산정과 고의 인정 - 반대급부없는 담보제공
합병형	한일합섬 사건 - 동양메이저 (대법원 2009도6634)	-	- 인수후 합병기업의 현금성 자산과 현금으로 부채 변제 - 자기자본 비율: 43.4% - 책임재산: 존속회사재산 (피인수사보다 큰 자산) - 저가매수 불인정	- 공정한 합병 인정: PMI - 동일한 인격체 - 경영활동으로서 LBO 가치 인정
MBO	한라시멘트 사건 - Lafarge (대법원 2003도5091)	-	- 현가화변제방식(DIP유사) (상호지급보증 고리단절) - 위탁경영후 인수방식 - 저가매수 불인정	- 채권자, 주주, 이해관계인의 이익을 도모
상호 대출형	피인수사 임원처벌 (대법원 2006도483)	○	- 피인수기업이 대출받아 인수기업이 무이자, 무담보 차용 - 손익가치(손익계산서:IS) v. 자산가치(재무상태표:BS)	- 평가액 조작 - 무이자 차용 - 대주주 대여금
복합형	온세통신 사건 - 유비스타 (대법원 2012도9148)	-	- 담보형+합병형+자산인출 - 인수사 전환사채발행; 피인수사 자산담보제공 - 조기상환금지 조항 위반 - 자기자본 비율: 46% - 유비스타 1인주주: 흡수합병으로 온세통신 우회상장 - 경영정상화 이익	- 합병전 부동산과 채권에 대한 담보설정 - 흡수합병으로 동일한 인격체 - 근로자고용관계유지 - 경영정상화를 위한 조기상환
자산 인출형	동아건설 사건 - 프라이م개발 (대법원 2011도1544)	-	- 자기자본: 48% - 자체자산 담보로 차입 (담보제공형 LBO 아님) - 절차공개 - 회생법원 기승인: 인수후 상환우선주 발행하여 회사채 상황 - 조기상환: 재무구조 개선/신용등급에 긍정적	- 전(술)이해관계자 이익 - 이해관계합치 (73.21%) - 프라이م개발 시너지실현
	대선주조 사건 - 시원네트워크 (대법원 2011도524)	-	- 98.7% 지분확보 후 - 대선주조의 유상감자와 배당금으로 대출상환: 영업이익과 자산규모 대비 손해불인정 - 자산인출로 차입금상환 - 투자자산 회수당위성	- 유상감자와 이익배당 - 소액주주 차별없음. - 사유재산제도 및 사적자치원리

자료: 최경규 (2014).

## 2. LBO에 있어서의 배임죄 적용의 개선방안

### 1) 형법상 쟁점

배임죄는 타인의 사무를 처리하는 자가 신임관계를 저버리고 배임행위로 재산상 이익을 취득하여 본인에게 손해를 가하는 것으로, LBO에서는 선관의무, 충실의무 및 자기거래금지가 특히 문제된다. LBO 거래에서 이사의 책임을 따지기 위해서는 대상회사의 채무상환이나 회사존속에 악영향을 미칠 사유는 없는지, 소수주주나 채권자의 이해관계가 보장될 수 있는지, 인수 후 대상회사가 얻는 이익은 무엇인지 등에 대하여 객관적인 자료에 근거하여 면밀히 판단하여야 한다.

판례에 나타난 바와 같이 LBO 사건에서는 ‘경영판단’을 인정하지 않는 경향이 있다. 특히 담보형 LBO의 경우, 대가없이 대상회사의 자산을 담보로 한 경우는 무형의 이익 등과 무관하게 예외 없이 배임으로 판단되었다. LBO 의사결정 관련하여 경영자의 ‘경영판단’을 판단함에 있어서 실제적 합리성과 절차적 합리성을 판단할 필요가 있다. 실제적 합리성은 주로 가치판단에서 등가성 여부, 재무구조상의 개선 및 자본구조의 위험성향 등으로 심사될 수 있다. 절차적 합리성은 법규정의 준수, 이사회 의결 및 주주총회 의결 등 비자기거래를 포함한 적법절차와 위원회심사, 내부적정성 검토 및 외부 전문가 자문 등을 통한 전문성의 확보를 통해 판단될 수 있다.

또한 형법 외적 법규정의 정비를 통해 LBO를 규율할 필요가 있다. 상법상의 특별규정 제정을 통해 ‘담보제공형 LBO 행위’의 직접적인 금지규정을 도입하는 것을 검토하여야 한다. 나아가 형법상 배임죄만을 위법성 판단기준으로 삼고 있는 판례의 법리 해석에 전적으로 의존하지 말고 이사의 의무위배에 대한 민사적 접근을 강화하여 형법의 ‘최후수단성 원칙’을 지켜야 할 것이다(조인현, 2013).<sup>19)</sup>

### 2) 상법상 쟁점

상법 제398조는 이사가 회사와 이해충돌 (conflict of interest)이 있는 자기거래를 할 경우 이사회의 승인을 받도록 규정하고 있다. 따라서 SPC 및 대상회사의 대표이사가 동일인이면 당연히 이사회의 승인을 받아야 하며, 동일인이 두 회사의 이사를 겸임하고 있어도 이사의 자기거래에 해당할 수 있으므로 이사회의 승인이 필요할 수 있다 (이철송, 2009). 특히 LBO와 이해관계를 갖는 이사는 특별한 이해관계자로서 의결권을 행사할 수 없으며, 만일 대상회사의 경영진이 인수자로 나서는 MBO의 경우처럼 대상회사의 이사

<sup>19)</sup> 독일 판례에서 경영판단의 위법성 여부 판단에서 (형법외적) 주식법상의 채무보전을 위한 재산의 유용금지조항이나 경영진의 회사와의 노무계약 등이 의무위반의 근거로 적용되는 것은 경영진이 이사의 충실의무 및 신의의무라는 법규범으로부터 자유로울 수 없음을 나타낸다.

전원 또는 대다수가 LBO와 이해관계를 갖는 경우 주주총회의 승인을 얻어야 할 것이다 (이창원 외 2인, 2007).

상법상 주의의무, 충실의무 및 신인의무 등을 판단함에 있어서도 ‘합리성’ (즉 절차적 합리성과 실체적 합리성)에 부합하는 의사결정인 경우, 경영판단을 인정할 필요가 있다. 판례에서도 재무제표에 나타난 주주(특히 소수주주) 및 채권자의 이익에 미치는 영향은 무엇인지, 대상회사의 채무상환이나 회사존속에 악영향을 미칠 사유는 없는지, 인수 후 대상회사가 얻는 이익은 무엇인지 등에 대한 객관적인 자료를 분석하여 이사의 선관의무, 충실의무 및 자기거래금지를 판단한다.

LBO의 특성상 실체적 합리성 지표 중 주주이익의 보호와 채권자 보호의 지표로 구분된다. 부채비율, 자기자본비율, 수익률 등은 주로 채권자 이익을 보호하기 위한 기준이다. 이러한 기준들이 일정 재무비율을 넘기면 ‘고의’의 판단에서 회사, 주주 혹은 채권자의 이익을 극대화하기 위한 경영판단으로 볼 수 있다는 식으로 경영판단의 원칙과 가이드라인을 제시할 수 있다면, 경영자들이 의사결정에 있어서 법적 위험을 줄일 수 있다.

법원이 LBO로 인한 실체적 합리성 지표의 변화의 방향과 정도 등에 대한 가이드라인을 제시한다면 경영판단에 대한 위법성 여부의 예측가능성을 높이고 상법상 이사의 의무 위반에 의한 상법의 적용을 최소화할 수 있다. 예를 들면, 자산인출형 LBO에서 상법상 허용한도 내의 이익배당은 실질적 회사재산이 감소하였다 하더라도 사유재산제도 및 사적자치 원리에 의하여 채권자 이익을 해치지 않는 한도라면 적법한 것으로 보았다. 더 나아가 당사자 간에 부채비율 등에 관한 Debt Covenant를 작성하여 민사적으로 집행한다면 더 강한 채권자 보호를 확보할 수 있다. 따라서 계약의 구속력과 법원의 가이드라인의 예방적 기능이 LBO 배임죄에 대한 형법상 규율을 보완할 수 있을 것이다.

## V. 결론

이 연구는 LBO 관련한 다양한 대법원 판례를 중심으로 경영자의 의사결정의 경영판단 요소를 분석하였고, LBO 유형별로 이러한 요소가 대상회사의 재무상태에 대한 변화에 따라 법원이 ‘고의’와 ‘손해발생’의 책임을 배임죄로 물을지, ‘경영판단’을 인정하는지에 대하여 분석하였다.

경영판단의 원칙을 적용하기 위하여 주관적 요건인 ‘고의’를 판단할 때에는 객관적 요소로서 의사결정에서의 실체적 합리성과 법규정 및 정관의 준수 등 절차적 합리성을 따

하여야 한다. LBO 유형에서 담보형과 상호대출형이 주로 배임죄를 구성하는데 반해, 합병형과 MBO 및 자산인출형은 배임죄를 구성하지 않는 것으로 나타난다. 이는 소유권과 경영권의 합치 여부가 손해발생의 고의 여부와 경영판단의 합리성을 평가하는 중요한 기준이 되기 때문이다.

경영자가 경영판단의 합리성을 인정받기 위해서는 실질적인 회사가치와 재무구조의 개선을 위하여 의사결정을 내리고, 법원도 회계 상의 기준이 아니라 경제적인 개선 여부를 판단하는 것이 중요하다. LBO 판단요소에서 근로자의 고용관계를 유지하여 경영정상화를 하고, 인수회사와 피인수회사 간에 시너지 효과를 창출하는 등 회사의 가치를 극대화하는 경우, 특히 이해관계가 합치되고 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회적 이익이 극대화하는 경우, 배임의 고의의사를 찾기가 어려워 LBO에 대한 재무적 의사결정을 ‘경영상 필요’에 의한 합리적 경영판단으로 인정받을 확률이 크다. 따라서 관련다각화의 경우는 쉽게 ‘경영상 필요성’을 찾을 수 있으나, 비관련다각화의 경우는 쉽게 찾기 힘들며 LBO의 배임죄가 될 가능성이 크다. 비관련다각화의 경우 등 객관적으로 ‘경영상 필요성’을 보이는 것이 어려운 경우에는 모든 과정에서 실체적 합리성 및 절차적 합리성을 확보하는 것이 중요하다.

인수자와 인수기업은 LBO를 통해 피인수기업의 이익을 해치지 않고 가장 효율적으로 경영개선을 추진하여 기업의 장기적 성과를 고려해야 한다. 자금조달과 자금상환 등을 포함한 LBO의 메커니즘의 디자인은 통상 경영자 단독으로 내리는 것이 아니라 금융기관이 관여하여 약정에 의해 조달과 상환이 패키지로 이루어지므로 경영자의 경영판단뿐 아니라 금융기관에 대한 규제도 함께 고려되어야 한다.

미국이 회사, 주주, 채권자 등 이해관계자 전체의 이익을 보호하고자 하고 있고, 영국이나 독일이 회사의 자산과 기본자기자본을 보호함으로써 간접적으로 이해관계자들의 이익을 보호하고 있다. 또한 일본이 소수주주를 포함하여 주주이익을 보호하고 있는 반면, 기업정리절차 단계에 있는 기업에 대해서는 MBO를 유도하기 위해 공정한 MBO의 기준과 가이드라인을 제시하여 도산기업이 사업구조조정을 통해 희생할 수 있도록 한 것은 주주이익의 극대화를 넘어서 이해관계자의 이익은 물론 사회전체의 이익을 극대화하고 있다고 해석할 수 있다.

우리 법원도 이처럼 회사, 주주, 채권자 및 필요하면 종업원의 이해까지 고려하고 있는 것을 감안한다면, 이해관계자 전체 나아가 사회적 이익을 극대화하기 위하여 유무죄만을 가리는 형법에 의한 규율을 보완할 수 있는 상법적, 민사적 법적, 제도적 해결책에 대한 논의가 필요하다. 우리 형법상 배임죄 구성요건의 개정과 병행하여 상법상의 특별 배임죄 규정의 현실적 개선에 대한 심도있는 논의가 필요하다. 기업거래 관련 법규정의

입법적 보완과 법원 차원에서 가이드라인의 마련 등을 통해 법적 안정성을 확보할 수 있는 방안이 필요하다. 이때 다국적 기업이나 초국적 기업들의 국내기업에 대한 LBO 시도에 대한 국제거래질서의 도덕성을 유지할 수 있는 법적 구속력이 마련되어야 한다.

## <참고문헌>

### 국문

- 권재열(2008), “대법원 판례상 경영판단의 원칙에 관한 소고,” 「증권법연구」, 제9권 제1호.
- 구경철(2012), “기업의 차입매수(LBO)에 따른 업무배임죄 적용에 대한 대응방안,” 「慶熙法學」, 제47권 제2호.
- 김성주(2012), “이른바 차입매수 또는 LBO와 배임죄의 성부,” 「재판실무여부」, 광주 지방법원.
- 김재윤(2014), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임,” 「법학연구」, 제53집.
- 문상일(2013), “LBO 사례분석과 적법성여부에 관한 소고,” 「성신법학」, 제12호.
- 설민수(2010), “M&A의 한 방법으로서의 LBO에 대한 규제, 그 필요성과 방법, 그리고 문제점: 대법원의 2004도7027 판결에 대한 다른 시각··미국의 사해행위 취소와 한국의 배임죄 규제의 비교-미국의 사해행위 취소와 한국의 배임죄 규제의 비교,” 「사법논집」, 제45집.
- 송웅순·이창원·최병선·이상현(2008), “차입매수(LBO) 방식 M&A에 대한 법원 판단과 쟁점”, Legal Update, 법무법인 세종.
- 원동욱(2007), “경영판단의 원칙의 적용범위: 미국의 사례를 중심으로,” 「상사판례연구」, 제20집 제1권.
- 원창연(2013), “차입매수(LBO)와 배임죄의 성부,” 「YGBL」, 제5권 제1호.
- 이승준(2013), “합병형 차입매수(LBO)의 배임죄 성부 판단,” 「형사정책연구」, 제24권 제1호.
- 이용식(2010), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임-대법원의 배임죄 판단에 대한 검토” 「法學論集」 Vol.14 No.3., 이화대학교 법학연구소.
- 이지수(2007), “주주대표소송에서의 경영판단보호의 원칙: 미국과 일본의 사례를 중심으로,” 「기업지배구조연구」, Vol. 23.
- 이창원, 이상현, 박진석(2007), “LBO의 기본구조와 사례분석,” 「BFL」, 제24호.
- 이철송(2009), 「회사법강의」, 박영사.
- 조인현(2013), “기업 인수·합병 과정에서의 배임행위와 판례의 태도,” 「형사정책」,

제25권 제2호.

최경규(2014), “제3장 차입매수(LBO)에 있어서의 배임죄와 경영판단,” 「회사법제 발전 방향에 관한 연구」(송용순 외 3인), 한반도선진화재단.

최두열(2006), “한라그룹의 구조조정 성공 사례,” 「경영교육연구」, 제9권 제2호.

최승재(2010), “LBO와 배임죄의 성립 여부-판례의 동향을 중심으로-,” 「증권법연구」, 제11권 제3호.

홍복기·권재열·김성탁·박세화·심영(2010), 「주식회사법: 판례와 이론」, 박영사.

## 영문

Carlson, David Gray, “Leveraged Buyouts in Bankruptcy,” *Georgia Law Review*, 1985, 20(1).

Miller, Merton H., “Leverage,” Nobel Laurate Lecture. 1990.

Modigliani, F. and M.H. Miller, “The Cost of Capital Corporation and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 1959, 49(4), pp.655-669.