

회사의 본질과 이사의 의무

- 기업금융에 대한 배임죄 적용의 한계 -

신 석 훈

회사의 본질과 이사의 의무
- 기업금융에 대한 배임죄 적용의 한계 -

1판1쇄 인쇄 / 2009년 12월 15일
1판1쇄 발행 / 2009년 12월 21일

발행처 한국경제연구원
발행인 김영용
편집인 김영용

등록번호 제318-1982-000003호
(150-705) 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3
하나대투증권빌딩 8층
전화(대표) 3771-0001 (직통) 3771-0057 팩스 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2009

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 02-3771-0057

ISBN 978-89-8031-570-3

값 6,000원

목 차

요 약	5
I. 문제제기	15
II. 상법상 이사의 의무와 형법상 배임죄	18
1. 법적 구조	18
(1) 개관	18
(2) 이사의 주의의무의 대상	21
2. 회사금융과 배임죄	22
(1) 경영실패와 배임죄	22
(2) 판례의 기본입장	24
3. 회사모델과 배임죄	26
(1) 전통적 회사모델	26
(2) 새로운 회사모델의 필요성	27
III. 이사의 의무에 대한 범경제학 접근	29
1. ‘기업’의 본질과 경영판단의 원칙	29
(1) 기업의 본질	29
(2) 경영판단의 원칙	30
2. 계약주의 회사모델과 이사의 의무	35
(1) 불완전 회사계약에서의 gap-filler로서의 주의 의무	35
(2) 계약주의 회사모델과 가상적 협상(hypothetical bargain analysis)	36
3. 회사의 본질과 주주의 법적 지위	40
(1) 전통적인 주주중심회사모델에서의 주주의 법적 지위	40

(2) 금융환경의 변화와 주주의 법적 지위	41
(3) 이사의 주의의무의 새로운 해석	47
IV. 기업금융수단에 대한 배임죄 적용의 한계	52
1. 기업금융과 기업지배구조	52
2. 삼성 사건	54
(1) 사건 개요	54
(2) 비판적 검토	56
3. SK증권 사건과 배임죄(기업집단과 배임죄)	58
(1) 사건 개요	58
(2) 비판적 검토	60
4. 신한 사안과 배임죄(LBO와 배임죄)	62
(1) 사건 개요 및 쟁점	62
(2) 비판적 검토	63
V. 결 론	65
참고문헌	68

요 약

외환위기 이후 회사 경영진의 도덕적 해이가 문제화되며, 이를 형벌로 다스려야 한다는 사회적 분위기가 팽배해 왔다. 법원 역시 수임인이 임무를 위배해 위임인에게 손해를 끼쳤을 경우 적용되는 배임죄를 경영진의 금융활동에 확대 적용했다. 회사의 경영진도 궁극적으로는 다른 사람들의 돈을 끌어다가 대신 사업을 수행한다는 점에서 변호사나 의사와 마찬가지로 민법상의 위임계약에 기초한 책임을 부담한다. 그러나 이들과 달리 경영진의 책임이 문제되는 사안에서 미국 법원은 ‘경영판단의 원칙’이라는 법리를 적용해 ‘회사법’상의 책임 부과를 자제하고 있다. 반면, 이와 유사한 사안이 우리나라에서는 회사법상 책임을 넘어 ‘형법’상 배임이라는 ‘죄’로 처벌되며 이는 기업금융발전의 발목을 잡을 위험이 있다. 따라서 기업금융에 대한 배임죄 적용사안에서 ‘경영판단의 원칙’을 적용해야 한다고 본다.

1. 들어가며

□ 외환위기 당시 많은 회사들이 도산하며 이러한 경영실패가 경영자의 부도덕성에서 발단된 것으로 지목되며 경영자에 대한 형사처벌 강화 요구가 증가함.

- 단순 배임사례 외에도 전환사채, 신주인수권부사채의 발행, LBO 방식의 회사인수 등 기업금융영역에까지 배임죄를 확대 적용
 - 회사의 본질에 대한 인식을 바탕으로 기업금융영역에서의 이사의 의무와 배임죄 적용의 한계를 분명히 설정할 필요성 제기

□ 형법상 배임죄와 상법상 이사의 의무

- 배임죄(형법 제355조 제2항) 구성요건

- ‘타인의 사무를 처리하는 자’가
- 그 ‘임무에 위배하는 행위’로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여
- ‘본인에게 손해’를 가한 때에 성립

-~장법상 이사의 의무(상법 제382조)

- 이사는 회사를 위하여 선량한 관리자의 주의로써 임무를 처리하여야 함(주의의무).

-~이사의 배임죄 구성요건

- ‘이사’가 ‘주의의무를 위배(주관적 요건)하는 행위’로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 ‘회사에게 손해(객관적 요건)’를 가한 때에 성립
- ‘이사의 회사에 대한 주의의무’의 내용과 ‘회사의 손해’라는 의미를 파악하기 위해서는 ‘회사가 무엇인가?’라는 회사 본질론에 대한 논의 필요

-~회사의 본질은 ‘의무’와 ‘권위’로 구성된 계약의 결합체

- 이것은 회사법상 ‘이사의 주의의무’와 ‘경영판단의 원칙’으로 각각 표출됨.

2. 전통적 회사모델과 배임죄

□ 전통적 회사모델과 법적 의제(legal fiction)

-~법인격 도그마(fictional corporation)

- 회사의 독자적 실체를 강조하는 전통적 이해당사자중심회사모델
- 주주에게 손해가 없더라도 또는 있더라도 채권자에게 손해가 있으면 배임죄 인정

- 〰주주 동일성 도그마(fictional shareholders)

- ‘주주’가 회사를 ‘소유’한다고 보는 전통적인 주주중심회사모델
- 주주가 손해를 보면 회사가 손해를 본 것으로 봄.

- 〰현재 상당수 판례에서 이사는 ‘주주 또는 채권자에게 손해가 되는 행위’를 배임죄 성립요건으로 보고 있으므로 전통적인 이해당사자 모델 또는 주주중심 모델에 기초하고 있다고 평가됨.

- 〰국가개입의 최후적 수단인 형법상의 죄책을 묻기 위해서는 법적의제(legal fiction)를 잠시 걷어내고 회사의 경제적 실체를 살펴볼 필요 있음.

3. 회사의 경제학적 모델과 배임죄

□ 계약주의 회사모델

- 〰경제학적 관점에서 보면 회사는 구성원과 동떨어진 독자적인 실체(entity)가 아님.

- 생산품과 서비스를 창출해 내기 위해 투입된 생산요소 소유자들의 권리의무 관계를 설정하고 있는 명시적·묵시적 계약의 결합체(nexus of contracts)임.

- 〰회사법상 이사의 주의의무는 이러한 계약의 결합체의 흠결을 메워주는 gap-filler 기능을 수행함.

- 생산요소 소유자들이 계약을 체결하는 과정에서 장래의 상황변화에 대한 대응책을 사전적으로 마련하기 위한 거래비용으로 인해 완전계약을 체결하는 것이 어려움.

□ 가상적 협상(hypothetical bargain analysis)

- 이사의 주의의무의 내용은 ‘회사 전체 이익 극대화’ 규범의 차선택인 ‘주주이익 극대화’

- 이것은 주주가 회사를 소유하기 때문이 아님.
- 잔여청구권자인 주주를 제외한 그 밖의 다른 이해관계인들은 주주에 비해 사전적으로 회사와 명시적 계약을 체결하기가 수월하기 때문임.
- 또한 회사의 다양한 이해관계인들 중 근로자는 노동법, 소비자는 소비자기본법 등에서 보호를 해주고 있음.
- 채권자는 주주와 마찬가지로 회사에 자금을 제공한 투자자라는 점에서 ‘회사의 본질’을 구성

□ 회사의 본질

- 기업조직 중 ‘주식’을 매개로 불특정 다수로부터 자금을 끌어 모으는 자본조달의 한 방식이 ‘회사’

- 주주들로부터 투자를 유도하기 위한 것이 ‘회사’법상 ‘유한책임 원칙’
- 채권자들로부터 투자를 유도하기 위한 것이 ‘회사’법상 ‘자본충실 원칙’
- 주주의 잔여청구권을 보호하기 위해 주주이익 극대화를 내용으로 하는 ‘회사’법상 이사의 주의의무

□ 금융환경의 변화와 ‘주주이익 극대화’ 규범

- 최근 자본시장에서의 다양한 금융기법에 따른 다양한 주식파생상품(equity derivatives)의 발전은 주주이익 극대화 규범의 의미를 변화시키고 있음.

- 풋옵션(put option) 계약

- 주식의 기본구성요소인 ‘경제적 이익권’과 ‘지배권(의결권)’ 간에 다양한 조합이 가능함.

- 콜옵션(call option) 계약

- 주식이 채권의 성격을 가지며 전통적인 주주와 채권의 경계가 모호해지는 경우도 많아지고 있으므로 주식의 내용은 더욱 다양

- CAPM(Capital Asset Pricing Model)

- 다양한 성격의 주식들을 투자자들이 분산투자(포트폴리오)할 경우 주주의 법적 지위는 더욱 복잡해짐.

□ 이사의 의무의 새로운 해석과 배임죄

- '주주이익 극대화'에서 회사에 대한 '금융적 청구권(financial claims)의 총체적 가치 극대화'로 변모

- 주주 성격이 다양해지고 채권자와의 구별이 모호해진 상황에서 기존의 판례처럼 주주나 채권자에게 손해를 끼친 경우에는 당연히 '회사'에게도 손해를 끼친 것으로 보는 것은 무리

회사모델	이해당사자 중심	주주 중심	계약주의
회사의 본질	○ 법인격 도그마 (fictional corporate)	○ 주주동일성 도그마 (fictional shareholder)	○ 계약의 결합체(nexus of contracts)
회사 손해의 의미	○ 주주나 채권자에 대한 손해	○ 주주에 대한 손해	○ 개별 주주나 채권자가 아닌 회사에 대한 모든 금융적 권리의 총합을 회사의 손익으로 봄

4. 기업금융수단에 대한 배임죄 적용의 한계

□ 회사가치 평가와 경영판단의 원칙

- 기업금융 관련 배임죄 사안은 일반적인 사적거래에서 문제되는 배임죄처

럼 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람이 완전히 별개의 이해관계 주체가 아닌 경우가 많음.

- 회사의 가치는 회사에 자금을 제공한 개별 주주나 개별 채권자의 이익의 단순 합이 아니므로 이들의 일부가 손실을 보았다고 당연히 회사가 손해를 보는 것이 아님.
- 회사에 대한 ‘금융적 청구권(financial claims)’의 총합으로 표출되는 ‘회사가치’ 평가라는 독자적인 관점에서 회사의 손익 여부를 판단해야 함.
- ‘회사가치’ 평가는 전형적인 경영판단이 요구되는 영역이므로 회사법상 ‘경영판단의 원칙(business judgement rule)’이 적용되어야 함.

□ 삼성 사안과 배임죄(자본거래와 배임죄)

- 에버랜드 사안

- 에버랜드가 전환사채(CB)를 발행하면서 전환가격을 공정가액인 1만 4,825원보다 저가인 7,700원에 주주배정 형식으로 발행
- 기존 주주들이 이를 인수하지 않자 경영진이 실권된 부분을 이사회 결의를 통해 제3자인 특정인에게 배정한 것이 형법상 배임죄에 해당하느냐 하는 것
- 주주배정방식으로 기존 주주들에게 비례적으로 먼저 인수할 수 있는 기회를 주었기 때문에 기존 주주들이 손해를 입었다고 볼 수 없다고 판시
- 기존 주주의 손해가 없으므로 역시 회사로서도 손해를 본 것이 없으므로 배임죄가 성립하지 않는다고 판시

- 삼성SDS 사안

- 신주인수권부사채(BW)를 주주가 아닌 제3자에게 공정한 행사가격인 1만4,230원보다 현저히 낮은 7,150원에 발행한 것이 형법상 배임죄에 해당하느냐 하는 것

- 3자 배정방식으로 기존 주주들은 자신들의 주식이 희석되어 손해를 볼 수 있고 이로 인해 궁극적으로 ‘회사’가 손해를 입을 수 있으므로 배임죄가 성립한다고 판시

- 판례는 ‘주주’의 손익을 ‘회사’의 손익으로 보고 있다는 점에서 전통적인 주주중심회사모델과 유사

- 에버랜드와 삼성SDS 사안 모두 배임죄를 적용해야 한다는 견해

- 경영진이 전환사채와 신주인수권부사채의 가격을 정상적으로 책정하지 않아 훨씬 많은 자금이 회사로 들어올 수 있었는데 그렇게 하지 않아 ‘회사’에 손실
- 회사는 단순히 주주의 소유물이 아니라는 점을 강조하고 있으므로 전통적인 이해당사자 모델과 유사

- 회사와 주주들 사이에 이루어지는 자본거래는 ‘회사’의 손익을 발생시키지 않음.

□ SK증권 사안과 배임죄(기업집단과 배임죄)

- 계열사 지원행위와 관련해 배임죄를 적용한 사안

- 사전적 관점과 전체 기업집단 관점에서 평가해 보면 사법상 손해배상 책임 외에 배임죄라는 극단적인 처방이 과연 바람직한 대응이었는지 의문이 듭.

□ 신한 사안과 배임죄(LBO와 배임죄)

- 인수자가 기업인수에 필요한 자금을 마련하기 위해 금융기관으로부터 대출을 받고 나중에 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 LBO 방식을 배

임죄로 물은 사안

- 채권자에 대한 잠재적 피해라는 단편적 측면이 아닌 ‘회사가치’라는 관점에서 보면 LBO 방식에 의한 기업인수로 ‘신한’의 가치는 증가

5. 결론

□ 회사의 본질과 이사의 의무에 대한 분명한 인식을 바탕으로 기업금융에 대한 배임죄 적용사안에서 ‘경영판단의 원칙(business judgement rule)’을 적용해야 함.

- 배임죄의 확대 적용은 기업금융수단의 활용을 억제하며 우리나라 금융발전의 발목을 잡을 수도 있음.

-최근의 복잡한 기업금융현상을 명쾌하게 유죄와 무죄로 판단하는 것이 점점 어려워짐.

- 복잡한 기업금융현상에서 발생하는 문제를 해결하기 위해 형법이 동원할 수 있는 규제수단은 유죄 아니면 무죄밖에 없음.
- 형법적 수단은 금융시장에서 복잡한 이해관계인들 사이의 자발적 조정을 통한 문제해결이 허용하지 않는 극단적 해결책이므로 경영판단의 원칙에 기초해 자제되어야 함.

회사의 본질과 이사의 의무

- I. 문제제기
- II. 상법상 이사의 의무와 형법상 배임죄
- III. 이사의 의무에 대한 법경제학 접근
- IV. 기업금융수단에 대한 배임죄 적용의 한계
- V. 결 론

I. 문제제기

1997년 외환위기의 주범으로 재벌의 낙후된 회사지배구조가 지목되며 상법, 자본시장 관련법, 공정거래법 등을 통해 지속적인 개혁정책이 시행되어 왔다. 그리고 이러한 법들을 통한 가시적인 정책에 대한 타당성 논쟁이 지금도 계속되고 있다. 그러나 재벌 회사지배구조 개선을 위한 이러한 정책들의 활발한 논쟁과 달리 형법상 배임죄가 회사지배구조 개선을 위한 한 방편으로 사용되어 온 것에 대해서는 큰 관심을 가지지 않았었다. 형법상 배임죄는 원래 기업과 관련된 범죄유형이 아닐 뿐 아니라 외환위기 이전부터 존재하고 있었고 그 이후에도 내용에 전혀 변화가 없었으므로 외환위기 이후 상당한 변화를 겪었던 상법 등과 같은 직접적 회사지배구조 관련법들과는 달리 회사지배구조 논쟁에서 특별히 관심을 끌지 못했었다. 그러나 최근 10년 이상을 끌며 최종결론을 낸 삼성의 경영권 승계와 관련된 배임죄 사건을 계기로 배임죄가 기업경영, 특히 회사지배구조와 밀접한 관계가 있다는 사실이 인식되기 시작하며 회사지배구조와 형법의 관계정립이라는 새로운 과제에 관심을 갖기 시작하였다. 그러나 형법이 회사지배구조에 개입하기 시작한 것은 이미 외환위기 이후부터였다.

외환위기 당시 많은 회사들이 도산하며 이러한 경영실패가 경영자의 부도덕성에서 발단된 것으로 지목되었다. 그리고 경영자의 도덕적 해이가 우리나라 경제를 위기로 몰고 갔다는 당시의 사회적 분위기는 경영실패를 야기한 경영자를 형사 처벌해야 한다는 주장에 당위성을 부여하기 시작하였다. 여기서의 형사 처벌이란 “타인과의 신임관계를 배신하여 이러한 신임관계에서 발생한 타인의 재산상 이익을 침해하는 것을 막기 위한 배임죄”를 의미한다. 형법 제 355조 제2항에서는 “타인의 사무를 처리하는 자가 그 임무에 위배하는 행위로서 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가한 때에 성립한다”고 규정되어 있다. 이러한 형법상의 배임죄가 기업경영 국면에서 적용될 경우 회사의 이익을 위해 성실하게 업무를 집행해야 할

의무를 부담하고 있는 경영자가 이러한 의무를 위반하여 회사에 손해를 입혔을 경우 문제된다. 그런데 이러한 배임죄가 기업경영 관련 사건에 적용될 때 우려되는 부분은 배임죄의 범죄 구성요건이 상당히 추상적으로 규정되어 있어 기업경영과 관련된 행위의 상당부분이 손쉽게 배임죄의 구성요건에 충족될 수 있다는 것이다. 기업경영이란 항상 실패할 위험을 수반하기 마련이고 경영이 실패할 경우 손쉽게 배임죄의 구성요건인 “본인(회사)에게 손해를 가한 때”에 해당한다고 볼 위험이 있다. 또한 회사는 서로 이해관계가 대립되는 다양한 이해관계인들로 구성되어 있으므로 과연 이러한 구성원 중 누가 손해를 입어야 회사가 손해를 입은 것으로 볼 것인지, 이러한 구성원 중 일부는 손해를 입었지만 다른 구성원들이 이익을 본 경우에는 ‘회사’에게 손해를 가한 것으로 볼 수 있는지 등에 관한 문제가 제기될 수 있다. 이것은 마음만 먹으면 기업경영과 관련된 경영판단의 상당부분을 형법상 배임죄로 처벌할 수 있다는 것을 의미하는 것이고 이럴 경우 기업경영이 위축될 수밖에 없다는 것을 의미한다. 특히 배임죄가 재벌 지배구조 개선의 수단으로 활용될 경우 상법 등의 회사지배구조 관련법들의 기능을 형법이 대신하게 될 수 있다. 이것이 의미하는 바는 사적 이해당사자 간의 이기적 의사를 상호검증하고 때로는 일치시켜가며 자원을 보다 효율적이고 생산적으로 이용할 수 있도록 해주는 사적 시장의 작동메커니즘과 이것에 기초한 기업관련 사법제도의 발전을 막을 수 있다는 것이다. 물론 우리나라는 다른 나라와 달리 재벌이라는 후진적 회사지배구조를 가지고 있으므로 재벌 총수의 전횡을 막고 회사지배구조의 개선을 위해서는 이해당사자 간의 사법적 해결수단만으로는 부족하므로 강력한 형법적 수단, 즉 배임죄의 적용을 통해 해결할 필요성이 있다고 주장할 수도 있다.

그러나 기업경영이나 회사지배구조와 관련된 경영자의 의사결정은 일반적인 시장에서 사적 당사자 간의 거래처럼 단순하고 간단하게 이루어지는 것이 아니다. 이러한 의사결정은 경영판단의 문제로 미국 회사법에서는 경영판단의 원칙이라는 법리를 통해 되도록이면 회사법이 개입하는 것을 자제하고 있다. 상황이 이러함에도 우리는 이러한 경영판단의 문제에 회사법적으로 개입하는 것은 접어두더라도 국가 개입의 최후적 수단인 형법이 개입하는 것은 문제가

아닐 수 없다. 이러한 이유에서 미국에서는 배임죄라는 구성요건이 존재하지 않는다. 지나친 확장 적용과 남용을 막기 위해 형법은 ‘죄형법정주의’를 기본으로 하며 명확한 경우에만 적용의 타당성이 담보될 수 있다는 것이 형법의 기본이다. 그러나 경영자에게 배임죄를 적용하기 위해서는 경영자가 임무를 위반하여 본인인 회사에게 손해를 입혔다는 사실이 객관적으로 분명해야 함에도 불구하고 이사는 회사에 어떠한 임무를 부담하고 있는지, 과연 어느 경우에 회사가 손해를 입었다고 볼 수 있는지 등에 대한 문제가 회사와 관련된 기본 법인 회사법에서조차 다양한 견해가 제시되고 있음에도 불구하고 이러한 문제를 형법에서 다루려 하는 것은 득보다 실이 더 많다.

특히 배임죄 적용을 위해 반드시 정립해 두어야 할 ‘회사에 대한 이사의 의무’와 ‘회사의 손익’이라는 개념은 회사의 본질과 관련된 문제임에도 이러한 문제에 대한 진지한 고민과 논의 없이 회사를 회사법에서 법인(法人)으로 보고 있다는 이유로 마치 일반적인 사람처럼 보며 경영자와 회사와의 관계를 일반적인 사람들 간에 관계에서 발생하는 배임죄와 동일선상에서 평가하려는 것은 회사의 경영활동을 왜곡할 우려가 있다.

본 연구의 목적은 회사경영, 특히 자본조달을 위한 기업금융과 관련된 사안에 대해 배임죄를 적용하기 위해서는 당연히 적용 대상인 ‘회사의 본질’을 분명히 인식해야 함을 강조하며 기업금융활동에 대한 배임죄 적용의 한계를 지적하는 것이다.

II. 상법상 이사의 의무와 형법상 배임죄

1. 법적 구조

(1) 개관

형법 제355조 제2항에 의하면 배임죄는 ① ‘타인의 사무를 처리하는 자’가 그 ② ‘임무에 위배하는 행위’로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 ③ ‘본인에게 손해를 가한 때’에 성립한다. 이러한 배임죄의 기본 구성요소가 회사법 관련 사건에 적용될 경우 회사법상 이사는 회사의 이익을 위해 경영을 해야 할 의무를 부담하고 있기 때문에 ① 이사가(행위주체) ② 임무를 위배해서(주관적 요건) ③ 회사에게 손해를 가한 때(객관적 요건) 배임죄가 성립한다. 이것만 보면 이사에 배임죄를 묻는 경우가 명쾌한 것 같지만 그렇지 않다. 우선 주관적 요건과 관련하여 이사의 임무 위배가 있어야 하는데, 이것은 형법적 관점에서 독자적으로 성립하는 것이 아니라 회사법상의 의무위반을 전제로 한다. 상법 제382조 제2항에 의하면 주식회사의 ‘이사’와 ‘회사’와의 관계에는 위임에 관한 민법의 규정이 준용되므로 이사는 민법 제681조에 의해 ‘회사’에 대해 선량한 관리자의 주의로써 사무를 처리해야 할 의무를 부담한다.¹⁾ 객관적 요건과 관련해서는 ‘회사’에 손해가 발생해야 한다. 결국 이사의 행위에 대해 배임죄를 적용하기 위해서는 우리에게 너무 익숙해서 잘 알고 있을 것 같지만 사실은 그렇지 못한 ‘회사의 본질’에 관한 고민이 필요하다. 회사의 본질에 대한 이러한 고민 없이 적용되는 이사에 대한 배임죄 적용은 기업 경영활동을 위축시킬 수

1) 회사에 대한 이사의 의무는 상법 제382조 제2항 외에도 ‘제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다’라고 규정하고 있다. 따라서 회사법학계에서는 제382조 제2항의 의무와 제382조의3의 의무를 동일하다고 볼 것인지(동질설) 아니면 다른 것으로 볼 것인지(이질설)에 대한 논의가 있다. 보고서에서는 편의상 이를 특별히 구분하지 않고 이사의 회사에 대한 의무를 주의의무 또는 선관의무라고 하기로 한다.

있다.

형법상의 배임죄는 다른 나라에서 일반적으로 규정되어 있는 범죄유형이 아니다.²⁾ 그 이유는 앞에서 살펴본 배임죄의 범죄 구성요건을 살펴보면 쉽게 알 수 있다. 배임죄의 본질은 사인 간의 신임관계를 침해하여, 즉 배신하여 자신을 믿었던 상대방에서 재산상의 손해를 입히는 것을 응징하기 위함이다. 그런데 우리 사회의 경제생활에서 모든 사람들은 크건 작건 자발적 의사 함치로 법적 효과를 창출하는 계약을 체결하며 살아간다. 그리고 계약은 일종의 약속이고 약속은 상대방에 대한 믿음과 신뢰를 전제로 하는 것이다. 이러한 계약에 기초한 신임관계 외에도 법령이나 사회 윤리적 신임관계 등 타인과의 다양한 형태의 신임관계 속에서 살아간다. 물론 일정한 한계가 있기는 하지만 이러한 신임관계를 저버리고 상대방에게 재산상의 손해를 입히면 배임죄로 처벌될 가능성이 있다. 나를 믿었던 상대방의 신뢰를 저버리는 행위는 당연히 비난을 받아야 할 것이다. 그러나 그 비난의 수단이 형법적 수단일 경우에는 상황이 달라진다. 형법은 국가가 개인 간의 분쟁에 개입할 수 있는 가장 강력하고 최후적인 수단이고 그 해결방법도 이해당사자 간의 조정이 허용되지 않고 유죄 아니면 무죄라는 극적인 선택뿐이다. 따라서 운용하기에 따라서는 사인 간 상당부분의 경제적 관계를 배임죄의 구성요건에 포섭시켜 죄를 물을 수 있게 되고 이것은 사적 거래관계의 위축을 야기할 수 있다. 하물며 시장에서의 사적 경제주체들 간의 관계가 아닌 회사조직에서의 이사와 회사와의 관계에 배임죄가 적극적으로 개입될 경우 문제는 더욱 심각할 수 있다.

2) 배임죄의 연혁에 대해서는 허일태(2004), p.139 참조

<상법상 주식회사 이사의 손해배상 책임>

이사의 '회사'에 대한 손해배상 책임	이사의 "제3자"에 대한 손해배상 책임
<p>○ 제382조(이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사) ② <u>회사와 이사의 관계는 「민법」의 위임에 관한 규정</u>을 준용한다.</p> <p>○ 제399조(회사에 대한 책임) ① <u>이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 해태한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다.</u></p> <p>○ 제403조(주주의 대표소송) ① <u>발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사에 대하여 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다.</u></p>	<p>○ 제401조(제삼자에 대한 책임) ① <u>이사가 악의 또는 중대한 과실로 인하여 그 임무를 해태한 때에는 그 이사는 제삼자에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다.</u>4)</p>

<배임죄 체계>

형법	특정경제범죄가중처벌등에관한법률
<p>○ 제355조(횡령, 배임) ① <u>타인의 재물을 보관하는 자가 그 재물을 횡령하거나 그 반환을 거부한 때에는 5년 이하의 징역 또는 1천500만 원 이하의 벌금에 처한다.</u></p> <p>② <u>타인의 사무를 처리하는 자가 그 임무에 위배하는 행위로써 재산상의 이익을 취득하거나 제삼자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가한 때에도 전항의 형과 같다.</u></p> <p>○ 제356조(업무상의 횡령과 배임) <u>업무상의 임무에 위배하여 제355조의 죄를 범한 자는 10년 이하의 징역 또는 3천만 원 이하의 벌금에 처한다.</u></p>	<p>○ 제3조(특정재산범죄의 가중처벌) ① <u>형법 제347조(사기)·제350조(공갈)·제351조(제347조 및 제350조의 상습범에 한한다)·제355조(횡령, 배임) 또는 제356조(업무상의 횡령과 배임)의 죄를 범한 자는 그 범죄행위로 인하여 취득하거나 제3자로 하여금 취득하게 한 재물 또는 재산상 이익의 가액(이하 이 조에서 "이득액"이라 한다)이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중처벌한다.</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 이득액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다. 2. 이득액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

- 3) 민법 제681조(수임인의 선관의무) "수임인은 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 위임사무를 처리하여야 한다."
- 4) 이사가 '회사에 대한 임무'를 해태하여 회사의 개별 주주나 채권자 등과 같은 회사자체가 아닌 제3자가 입은 손해를 배상해 주기 위한 조항이다.

(2) 이사의 주의의무의 대상

상법상 이사는 ‘회사에 대해’ 위임관계에 기초한 선량한 관리자의 주의의무를 부담하는 것이지 회사의 구성원인 개별 주주나 채권자에게 직접적으로 의무를 부담하는 것이 아니다. 즉 이사가 개별 주주나 채권자에게 실질적으로 손해를 입혔으면 민법상 일반 불법행위소송이나 회사법상 제3자 소송을 통해 구제를 받을 수 있다. 그렇다면 여기서 더 나아가 ‘회사’가 아닌 개별 주주나 채권자에 대해 손해를 입혔다고 해서 형법상 배임죄를 물을 수 있을 것인가? 이것이 가능하다면 이사의 경영행위에 대한 배임죄의 적용범위는 상당히 확대될 것이다. 그러나 상법 규정상 이사는 분명 개별 주주나 개별 채권자가 아닌 회사에 대해 주의의무를 부담하고 있으므로 이렇게 확대해석할 수는 없다.

혹시 이사가 회사에 대해 부담하고 있는 주의의무를 위반했다는 것을 이유로 법원에 대표소송을 제기할 수 있는 이해당사자가 주주라고 해서 이사가 주주에게도 주의의무를 부담하고 있다고 볼 여지도 있다. 왜냐하면 이사가 주주로부터 대표소송을 제기 당하지 않으려면 당연히 주주의 이익만을 위해 경영을 해야 할 것 같기 때문이다. 그러나 주주가 대표소송을 제기하는 것은 말 그대로 회사를 ‘대표’해서 소송을 제기하는 것뿐이다. 따라서 대표소송을 제기하여 승소하더라도 그에 따른 이익은 소송을 제기한 주주가 아닌 회사 전체로 귀속된다. 그리고 주주의 이러한 소송으로 이사진(경영진)이 실질적으로 책임을 추궁당하는 경우는 회사의 재산을 심각하게 유용한다거나 심각한 부주의로 임무를 처리했을 경우 등 상당히 제한되어 있다. 또한 경영진이 비록 단기적 주가에 부정적인 영향을 주는 행위를 하여 주주들로부터 주주대표소송을 제기 당했더라도 이러한 경영진의 행위가 회사의 다른 이해관계인들에게 이익이 되어 궁극적으로 장기적 주주의 이익증진과 회사 전체의 이익에 도움이 된다고 판단되면 소송을 제기한 주주들은 승소하기 어렵다.⁵⁾

결국 주주만이 대표소송을 제기하여 이사에게 책임을 물을 수 있도록 한 것은 이사가 주주에게 주의의무를 부담하고 있기 때문이 아니다. 주주들에게 대

5) Margaret M. Blair(2003), p.897.

표소송을 제기할 수 있는 권한을 주는 것이 회사 전체의 이익을 위한 차선책이기 때문이다.⁶⁾ 그 이유는 뒤에서 살펴보기로 하고 여기서 분명히 인식해야 할 것은 이사는 주주나 채권자에게 직접적으로 회사법상의 주의의무를 부담하는 것이 아니라 ‘회사’에 대해 그런 의무를 부담하고 있다는 사실이다. 그리고 이러한 회사에 대한 의무를 위반하여 회사에게 손해를 입힌 경우에 배임죄가 성립하는 것이다.

2. 회사금융과 배임죄

(1) 경영실패와 배임죄

1997년 외환위기로 시작된 경제위기를 경험하면서 형법은 경영의 영역에 깊숙이 들어오기 시작했다. 당시 경제위기와 국민의 재정부담 및 경제생활이 궁핍해질수록, 그리고 그 원인의 정점에 경영자의 부도덕성이 있다는 식의 매스컴 보도가 빈번해질수록 경영실패는 민사상 불법을 넘어서 형사상 처벌이 필요한 범죄의 하나로 인정되기 시작하였다. 이러한 상황에서 형법은 개개인의 권리에 대한 침해를 통제하는 형법에서 경영위험을 관리하는 형법으로 변화할 것을 요구받아 왔다. 즉 경영자의 도덕적 해이→회사의 도산이나 피해(경영실패)→국가경제의 총체적 위기→공적자금의 투입→전 국민의 재산손실→경영실패의 범죄화와 경영진의 형사처벌로 이어지는 연결고리가 사회적으로 형성되기 시작했던 것이다. 이러한 사회적 분위기는 당시 위기의 원인을 사회체계의 구조 속에서 찾지 않고 경영진 개인의 모럴헤저드에서 찾고자 하며 형법을 윤리의 실천도구로 이용되도록 하였다.⁷⁾

6) 따라서 이사가 회사에 대한 의무를 위반하여 ‘회사’에 손해를 입혔고 이로 인해 간접적으로 주주가 손해를 입은 경우, 예를 들어 회사의 자산을 시세보다 싼 가격에 매도하여 회사가 손해를 본 경우 주주도 간접적으로 손해를 보게 되는데(간접손해) 이때 주주는 상법 제410조에 근거해 이사에게 책임을 묻는 것이 아니라 제399조의 대표소송에 기초해 책임을 묻는 것이다. 상법 제410조는 회사가 아닌 주주가 직접적으로 손해를 입은 경우(직접손해)에 작동하는 조항이다.

7) 이상돈(2005), pp.27-72 참조

이러한 현상은 특히 경영자가 회사의 자금을 유용한다거나 뇌물을 제공하는 것과 같이 의무를 위반하여 회사에 손해를 입혔다는 것이 객관적으로 명확한 경우에만 주로 적용해 온 배임죄를 전환사채의 발행, 신주인수권부사채의 발행, LBO 방식의 회사인수 등 기업금융 전 영역에 확대 적용하는 계기를 마련하게 되었다. 대표적인 자금조달 수단인 주식에는 회사의 지배구조에 영향을 주는 의결권이 포함되어 있으므로 자금조달 수단에 대한 규제, 특히 배임죄 적용은 회사지배구조에 직접적으로 영향을 미칠 수밖에 없다. 특히 최근 금융시장과 금융기법의 발달로 기업금융수단은 자기자본인 주식(‘의결권’+경제적 이익권인 ‘현금흐름권’)과 타인자본인 채권이라는 단순한 구분을 넘어 의결권과 경제적 권리의 다양한 조합, 주식과 채권의 조합 등 다양한 형태의 주식이 발행되고 있는 실정이다. 이러한 상황에서 경영진의 회사금융수단 과정에서 발단된 문제들을 배임죄로 처벌하기 위해 요구되는 ‘회사의 손익’ 판단은 더욱 힘들어지고 있다.⁸⁾ 특히 후술하는 바와 같이 ‘회사’는 생산수단인 기업조직 중 생산에 필요한 자금(주식과 채권)을 끌어 모으는 자본조달의 한 방식을 의미하는 것이므로 당연히 회사금융을 본질로 하고 있으므로 회사금융에 대한 이해는 회사와 관련된 배임죄 적용에서 항상 전제되어야만 한다.

회사금융행위에 법이 개입할 수 있는 방법은 민사소송을 통한 해결, 행정적 제재를 통한 해결, 그리고 최후적으로 형사적 제재 수단을 통한 해결 등이 있다. 뒤로 갈수록 행위자들의 기본권 침해의 위험성이 커지며 시장의 활동범위는 점점 좁아진다. 결국 이 문제는 시장에 법이 어떻게 개입할 것인가에 관한 문제이고, 회사금융과 관련된 배임 사안들도 이러한 큰 틀 속에서 이해되어야만 한다.

‘회사금융’과 ‘회사의 본질’에 대한 문제의식에서 출발하며 회사금융 사안에

8) 일각에서는 우리나라 기업들의 지배구조는 검찰의 배임죄 수사에 의해 좌우된다는 말까지 나올 정도이다. 이러한 현상에 대해서는 특히 지배주주 및 이사에 대한 민사적 견제장치가 제대로 작동하지 않는 우리의 현실에서 불가피하다는 견해도 있지만, 형사처벌의 지나친 확장은 기업활동의 자유를 질식시킬 것이라는 우려 또한 제기되고 있다. 어떤 입장에 서든지 수범자에게 무엇이 적법한 것이고 무엇이 위법한 것인지에 대한 가이드 라인을 부여해야 한다는 사실에는 이견이 없다. 이러한 취지에서 최근 서울대학교 금융법센터에서는 ‘기업금융과 배임죄’에 대한 특집을 다루었다. BFL, 2009. 7 참조

서의 배임죄 적용의 한계를 지적하고자 하는 본 연구는 바로 이러한 큰 틀을 짜기 위한 하나의 시도인 것이다.

(2) 판례의 기본입장

지금까지 회사금융과 관련된 배임죄 사안들을 분석해 보면 판례는 다음과 같은 논리에 입각하여 판단하고 있다. 판례의 기본입장은 회사의 독립적인 법인격을 중요시하며 주주의 이해관계와 회사 자체의 이해관계를 반드시 연결시키지 않는다(99도2781). 즉 주주에게 아무 손해가 없더라도 회사의 손해를 인정해 이사에 배임죄를 묻는 경우가 많았다. 예를 들어 주주에게 손해가 없더라도 또는 있더라도 채권자에게 손해가 있다고 판단되는 경우 이사의 배임죄를 인정하거나 모든 주식을 1인이 소유하고 있는 1인 회사에 대해서도 배임죄를 인정하고 있다. 상당수의 판례에서 배임죄를 언급함에 있어서 “주주 또는 채권자에게 손해가 될 행위”를 배임죄의 요건으로 언급하고 있는 점에 비추어 보면 이사가 ‘회사’의 이익을 위하여 경영을 해야 한다는 의무는 주주의 이익극대화과 동시에 채권자의 이익극대화를 의미하는 것이라고 볼 수 있다. 따라서 이사의 행위로 주주가 손해를 입거나 채권자에게 손해를 입으면 형법상 배임죄의 구성요건인 ‘회사의 손해’가 있었다고 보아 배임죄를 적용할 수 있게 된다. 그리고 배임죄가 성립하기 위해서는 객관적 요건인 ‘회사의 손해’ 외에 행위자가 자신의 임무를 위배하여 회사에게 손해를 가한다는 인식, 즉 ‘고의’가 필요하다. 우리나라 판례에 의하면 배임죄 성립에 필요한 ‘고의’는 회사에게 재산상 손해를 가하려는 적극적인 의사나 이로 인해 이익을 취득하려는 목적까지 필요하지는 않고 이러한 사실들에 대한 인식만 있으면 충분하다고 본다.⁹⁾ 따라서 이사가 회사의 이익을 위한다는 의사를 가지고 있었다 해도 행위 당시의 여러 가지 상황을 고려해 회사의 이익을 위한다는 의사는 부수적일 뿐이고 회사에 손해를 준다는 의사가 주된 것이라고 판단된다면 배임죄의 고의가 있다고 본다.¹⁰⁾

9) 대법원 2000. 5. 26. 선고 99도2781 판결 참조

이와 같이 판례는 배임죄의 객관적 요건인 ‘회사의 손익’과 주관적 요건인 ‘고의’의 범위를 상당히 폭넓게 해석하며 이사의 경영행위에 대한 배임죄 적용 범위를 확대해 왔고 이러한 경향은 2000년대 이후 확장되어 왔다. 이때부터 회사의 임원의 행위, 특히 대기업 임원의 경영에 관련된 행위에 대하여 배임죄를 적극적으로 적용하기 시작하였다. 이를 유형화 해 보면 ‘그룹 내지 계열의 관계회사에 대한 자금지원 내지 대출행위’¹¹⁾ ‘비상장 특수관계회사의 주식 매입과 매각을 통한 간접적 방법을 동원한 자금지원행위’¹²⁾로 구분해 볼 수 있다. 한마디로 2000년대 이후 회사관계 배임죄 판례가 취하고 있는 태도는 회사의 내부자인 대주주나 이사에 대하여 상당히 적대적이다.¹³⁾

그러나 회사에 금융을 제공한 주주나 채권자가 손해를 입으면 당연히 ‘회사’가 손해를 입은 것인가? 혹시 주주가 손해를 보았지만 상대적으로 채권자가 이득을 보아 회사 전체적으로는 이득을 본 경우에도 배임죄를 물을 수 있을 것인가? 반대로 주주가 이득을 보고 채권자가 손해를 보았지만 회사 전체적으로 이득을 본 경우에는 어떨까? 또한 일부 주주는 손해를 보았지만 나머지 주주들은 이득을 보아 회사 전체가 이득을 보았다면 어떨까? 더 나아가 기업집단을 형성하고 있는 계열회사 중 일부의 계열회사는 손해를 보았지만 기업집단 전체적으로 이득을 본 경우는 어떻게 판단해야 할까? 그리고 회사의 이익을 위한다는 의사를 가지고 판단을 했더라도 결과적으로 회사에 손해가 발생했다면 배임죄가 적용될까?

지금까지의 판례 논리로 보면 이러한 경우 모두 배임죄가 적용될 수 있다. 위임관계에 있는 일반적인 사적 개인들 간의 관계에서 발생하는 배임죄 사안의 경우에는 이득을 보는 자와 손해를 보는 자가 분명하다. 그러나 ‘이사’와 ‘회사’와의 관계에서 존재하는 위임관계는 그렇지 않다. 왜냐하면 회사가 비록 법적으로는 일반적인 사람처럼 취급되는 법인격자이지만 분명 사람은 아니므

10) 대법원 2003. 2. 11. 2002도5679 판결 참조

11) 대법원 2000. 3. 14. 선고99도4923

12) 대법원 2005. 4. 29. 선고2005도86

13) 우리나라 배임죄와 관련된 판례의 변화 경향에 대한 자세한 내용은 설민수(2007), pp.83-91 참조

로 달리 볼 수밖에 없기 때문이다. 회사에 대한 이사의 배임죄 적용사안에서 ‘회사의 본질’을 반드시 살펴볼 필요가 있는 이유가 바로 여기에 있다.

3. 회사모델과 배임죄

(1) 전통적 회사모델

회사에 대한 이사의 의무위반을 이유로 한 배임죄 적용 사안의 핵심은 결국 회사를 바라보는 기본관점을 어떻게 설정하느냐 하는 것이다. 이러한 차이로 인해 회사법에서 규정하고 있는 ‘회사’의 이익을 위해 행동해야 할 ‘이사의 의무’를 판단하는 기준 역시 다를 수밖에 없고 이러한 회사법상의 의무를 전제로 하는 형법상의 배임죄의 성립여부에 대해서도 견해가 대립될 수밖에 없게 된다. 따라서 이러한 견해대립의 근본적 원인인 ‘회사의 본질’에 대한 인식의 차이를 살펴볼 필요가 있다.

1980년 이전까지 회사는 다양한 이해관계인들과는 별개의 독립된 주체 또는 실체라는 관념이 오랫동안 지배해 왔다.¹⁴⁾ 다만 이러한 실체의 속성을 사적 재산(private property)의 관점에서 바라보며 이를 주주가 소유한다고 볼 것인지 아니면 이러한 실체는 주주 개인의 것이 아니라 공적 성격을 가지며 사회 전반에 영향을 미치는 사회적 실체(social entity)의 관점에서 볼 것인가에 따라 견해가 대립해 왔다. 전자가 ‘전통적인 주주중심모델’이고 후자가 ‘전통적인 이해당사자중심모델’이다.¹⁵⁾

이미 살펴본 바와 같이 우리나라 판례의 기본 태도는 회사를 구성원인 주주나 채권자와는 구별되는 독립된 이해관계를 가지는 법인격체라는 것을 강조하면서도 회사의 독자적인 손익을 검토하는 것이 아니라 그 구성원인 주주나 채

14) Stephen M. Bainbridge(2006), p.775. 그러나 뒤에서 살펴보는 바와 같이 1980년 이후에는 기업과 회사의 본질을 다양한 이해관계인들로 구성된 계약의 결합체(nexus of contracts)라는 관점에서 바라보고 있다. 따라서 이와 구별하기 위해 1980년대 이전의 회사지배구조 유형에 대해서는 ‘전통적’이라는 수식어를 붙이기로 한다.

15) 회사의 본질에 대한 다양한 시각을 범경제학적 시각에서 전반적으로 검토하고 있는 신석훈(2008) 참조

권자가 손해를 입으면 회사가 손해를 입은 것으로 보며 배임죄를 적용하고 있다. 주주뿐만 아니라 채권자의 손해도 회사의 손해로 보고 있으므로 판례가 주주가 회사를 소유한다는 전통적인 주주중심 모델이 아닌 이해당사자 모델에 더 가깝다고 할 수 있다. 그러나 후술하는 바와 같이 최근 최종판결이 확정된 삼성SDS 사안에서 주주의 손해를 회사의 손해와 동일시하고 있는 것을 보면 이해당사자모델보다는 주주가 회사를 소유한다는 주주중심모델을 전제로 해석해야만 판례를 논리적으로 설명할 수 있는 경우도 있다.

(2) 새로운 회사모델의 필요성

회사의 경영활동에 배임죄를 적용하는 판례를 비판적으로 검토하기 위해서는 과연 이해당사자 중심 회사모델이 옳은지 아니면 회사를 주주의 소유물로 보며 이해당사자 모델과 전통적으로 대립되어 온 주주중심회사모델이 옳은지, 아니면 또 다른 새로운 접근이 필요한지에 대한 논의가 있어야 할 것이다. 이것은 ‘회사의 손익’을 범죄 구성요건으로 하고 있는 배임죄 적용 논쟁이 궁극적으로는 ‘회사의 본질론’으로 귀결될 수밖에 없다는 것을 의미하는 것이다. 이것은 또한 배임죄 성립을 위해 전제되어야 할 회사법상 이사의 주의의무, 즉 회사의 이익을 위해 경영을 할 이사의 의무내용을 확정하는 것 역시 회사의 본질론으로 귀결된다는 것을 의미하는 것이다. 그러나 회사의 본질과 관련된 기존의 회사모델들인 이해당사자중심모델과 주주중심모델은 기본적으로 법적 의제(legal fiction)에 기초하고 있다. 전자는 회사의 법인격 도그마(fictional corporation)를 기초로 한다. 후자는 실질적으로 다양한 이해관계를 가지는 주주들을 마치 공동의 이해관계를 가지는 하나의 소유자 집단(fictional shareholders)¹⁶⁾으로 간주하며 ‘회사’에 대한 이사의 의무를 규명하고자 한다.¹⁷⁾

16) 여기서의 주주들은 가진 주식의 수만큼 의결권과 지배권을 행사하며 자신의 지분만큼 회사를 소유하고 있다고 보므로 소유지분에 따라 정도의 차이는 있겠지만 공동의 이해관계를 가지는 하나의 소유자 집단으로 간주된다. 만일 회사에 대한 주주들 간의 이해관계가 다를 경우에는 주주가 회사를 ‘소유’한다고 볼 수 없기 때문이다.

17) Daniel J.H. Greenwood(1996) 참조, 일반적인 법인격 도그마(Fictional Corporation)보다 오히려 주주의 이해관계 동일성 도그마(Fictional Shareholders)가 더 문제가 많다고 주

물론 법인격이 회사제도가 작동할 수 있도록 해주는 가장 기본적인 제도적 특징인 것은 분명하다. 또한 회사에 대한 잔여청구권자인 주주들의 이해관계가 서로 상당부분 일치하고 있으므로 이들을 하나로 묶어 주주가 회사를 소유하고 있다고 보며 이러한 잔여청구권을 극대화하는 것이 궁극적으로는 회사 전체의 이익 극대화로 이어질 수 있다. 따라서 필자가 법인격 자체를 틀렸다고 보거나 주주의 잔여청구권을 극대화하는 것 자체가 잘못됐다고 보는 것은 아니다. 배임죄라는 형법상의 책임을 이사라는 개인에게 묻는 단계에서는 적어도 법적 의제(legal fiction)에 구속되기보다는 회사의 실체를 볼 필요가 있다는 것뿐이다. 즉, 회사 구성원들 중 어느 누구도 실질적으로 손해를 본 사람이 없거나 일부의 구성원만이 손해를 본 경우 다른 민사적 수단을 통해 책임을 물을 수 있는 수단이 존재함에도 불구하고 이러한 손해를 회사의 손해로 보며 가장 극단적인 국가개입 수단인 형법을 동원하여 이사를 통제하려는 것이 과연 바람직한가에 대해 의문을 제기하는 것뿐이다.

따라서 배임죄 성립 여부를 위해 반드시 필요한 ‘회사에 대한 이사의 의무’의 내용 확정은 법적 의제(legal fiction)인 ‘법인격 도그마(fictional corporation)’와 ‘주주 소유개념 도그마(fictional shareholders)’를 잠시 걷어내고 회사의 경제적 실체를 살펴보는 것에서부터 출발해야 한다. 그리고 난 후 다시 법적 범주로 되돌아와 과연 이렇게 회사의 경제적 실체를 살펴본 후에도 이사의 행위에 대해 배임죄를 묻는 것이 타당한지를 다시 한 번 고민해 볼 필요가 있다.

장하고 있다.

Ⅲ. 이사의 의무에 대한 법경제학 접근

1. '기업'의 본질과 경영판단의 원칙

배임죄의 적용여부 판단을 위한 첫 단추는 회사지배구조의 가장 근본적인 문제인 '회사의 이익을 위해 경영을 해야 할 회사법상 이사의 의무 내용', 즉 '회사의 본질과 이사의 의무'와의 관련성을 밝혀내는 것이다. 이를 위해 우선 '회사(corporate)'보다 일반적인 조직형태인 '기업(firm)'의 본질과 이사의 책임 간의 관련성을 법경제학적 관점에서 개관해 보기로 한다.

(1) 기업의 본질

경제학에서는 일반적으로 서로 대체관계에 있는 '시장'과 '기업'을 생산조직의 관점에서 접근한다. 즉 다양한 생산요소의 결합을 통한 생산과정은 '시장'을 통해서도 이루어질 수 있고 '기업'을 통해서도 이루어질 수 있는데, 이러한 시장과 기업의 경제적 장단점 및 효율성에 대해 연구한다. 그러나 이러한 연구는 경제학적으로만 의미 있는 것이 아니다. 회사와 관련된 법의 기능을 이해하는데도 반드시 필요하다. 지금까지 일반적인 사인 간에 적용되는 배임죄 논리를 그대로 이사와 회사와의 관계에 적용하며 이사의 배임죄 적용범위를 확대해 온 판례의 논리는 사인들 간의 거래가 이루어지는 '시장'과 이사와 회사의 관계를 설정하고 있는 '기업'을 구별하고 있지 않는 것 같다.

이하에서는 생산조직으로서의 '시장'과 '기업'에 관한 경제학상의 논의를 '법의 기능'이라는 관점에 주목하며 재구성해 보기로 한다.

우선 생산 메커니즘으로서 서로 대체관계에 있는 '시장'과 '기업'의 의미를 분명히 하기 위해 기업이 존재하지 않는 경우 시장에서 어떻게 생산이 이루어질 수 있는지 살펴보기로 한다.

만일 기업이 존재하지 않는다면 제품에 대한 수요가 발생할 때마다 생산요

소 소유자들이 서로 연락을 취하여 한 곳에 모이고 여기서 어느 정도의 생산요소를 어느 정도의 가격에 공급할 것인가에 관해 합의점을 도출하여 계약을 체결해야만 할 것이다. 그리고 이를 바탕으로 제품을 생산한 후 추가적인 수요가 발생하면 또 다시 이들이 모여 새로운 계약조건에 대해 협상하고 합의해야만 할 것이다. 이러한 방식이 바로 기업이 존재하지 않는 경우 가장 순수한 형태의 시장 메커니즘을 통한 생산이다. 그러나 시장 상황이 변화할 때마다 다양한 생산요소 소유자들이 매번 모여 단기계약을 여러 번 체결하는 것은 상당히 번거로울 것이다. 또한 이러한 단기계약을 체결할 때마다 당사자들 사이의 권리·의무관계와 관련된 구체적 사항을 모두 예상하여 계약에 포함시키는 것은 상당히 어렵다. 이러한 번거로움과 어려움이 시장 메커니즘을 이용할 경우 지불하게 되는 거래비용(transaction cost)이다. 따라서 거래당사자들은 이러한 거래비용을 극복하기 위해 스스로 자구책을 찾고자 할 것이다. 즉, 계약에 관한 포괄적 사항을 일방적으로 확정할 수 있는 ‘권위(authority)’를 계약의 일방 당사자에게 부여함과 동시에 이러한 권위의 남용을 통제하기 위한 구조와 절차적 메커니즘을 계약관계에서 발생하는 ‘의무’의 내용으로 설정할 것이다. 이것의 대표적인 것이 바로 회사법상 이사의 주의의무이다. 이와 같이 기업의 본질은 ‘권위’와 ‘의무’로 구성되어 있다.

이와 같이 기업의 본질이 ‘권위’와 ‘의무’로 구성되어 있고 여기서의 ‘의무’가 회사법상 이사의 주의의무라면 ‘권위’는 회사법상 어떠한 형태로 나타날까? 바로 회사법상 ‘경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)’이 그것이다.

(2) 경영판단의 원칙

1) 개관

경영판단의 원칙이란 이사의 합리적이고 신중한 의사결정을 보호하기 위해 이러한 결정에 제3자인 법원이 개입하여 판단하는 것을 자제하는 것을 의미한다. 오직 심각한 태만이나 불법적 행동에 대해서만 책임을 묻겠다는 것이다. 이 원칙은 합리적인 정보(reasonable information)에 기초하며 합리성을 가지고 내

려진 경영판단은 비록 그 결과가 회사의 입장에서 심각하게 나쁜 결과를 야기 하더라도 이사에게 책임이 발생하지 않는다는 것이다. 이와 같이 이사에게 책임을 묻는 것을 자제하는 이유는 회사가 성장하고 발전하기 위해서는 혁신 (innovation)과 위험 감수(risk-taking)가 반드시 필요하므로 이사는 지속적으로 위험-수익(risk-return) 계산을 해야 하기 때문이다.¹⁸⁾ 따라서 회사의 경영진도 궁극적으로는 다른 사람들의 돈을 끌어다가 대신 사업을 수행한다는 점에서 보면 변호사나 의사와 마찬가지로 민법상의 위임계약에 기초한 책임을 부담하지만 변호사나 의사와는 달리 경영자에 대한 책임이 문제되는 사안에서 법원은 경영판단의 원칙이라는 법리하에 법적으로 개입하는 것을 자제한다. 법적인 개입이 자칫 기업내부에서 다양한 형태로 존재하고 있는 권위를 훼손시킬 우려가 있기 때문이다.

그러나 우리는 지금까지 이사의 책임과 의무에만 관심을 가지며 이들을 주로 통제 대상으로만 보아왔다. 그러나 기업은 이사의 책임이나 의무만으로는 존재할 수 없고 ‘권위’라는 또 다른 필수불가결의 요소를 전제로 한다. 그리고 이것의 규범적 표현이 ‘경영판단의 원칙’이라는 사실을 분명히 인식할 필요가 있다. 특히 이사의 의무를 형법적으로 다스리려는 배임죄 사안의 경우에는 이러한 인식이 더욱 필요하다. 이하에서는 경영판단의 원칙을 법경제학적 관점에서 살펴보기로 한다.

2) 법경제학적 접근

시장에서는 단기적이고 사전적으로 체결된 거래당사자 간의 명시적 계약을 법원이 손쉽게 해석하며 법적인 판단을 내릴 수 있다. 그리고 혹시라도 계약 당사자들이 미처 예상하지 못해 계약에 포함시키지 못한 부분이 있으면 이러한 상황을 미리 예상해 만들어 놓은 계약법이 이를 보충하여 당사자들 간의 권리의무관계를 확정할 수 있다. 즉 수많은 판매자와 구입자가 존재하는 시장에서 생산요소와 산출물에 대한 가장 믿을 만한 평가는 바로 시장가격(평가)이다. 그리고 계약 당사자들은 이러한 객관적인 시장평가를 기초로 구체적으로

18) Amy B. Gitlitz, Esq.(2000), p.72.

계약을 체결하고 제3자인 법원과 입법자들 역시 이러한 평가에 의존하며 거래 당사자들 사이의 계약관계를 예측할 수도 있고, 당사자들의 의무위반도 분명히 구분해 낼 수 있다.

그러나 계약과 관련된 인풋과 아웃풋이 당해 계약에 특화되어 있는 경우, 그리고 이렇게 특화되어 있는 계약의 수가 많고 상호연관되어 있는 경우, 시장 메커니즘은 이러한 계약관계를 평가하는 데 한계를 느끼기 시작한다. 왜냐하면 동일한 수요와 공급이 존재하지 않을 경우 이러한 거래들의 집적으로 형성되는 시장가격(평가)의 신뢰도는 떨어질 수밖에 없기 때문이다. 그리고 거래가 복잡해지고 장기적인 성격을 가질수록 계약을 작성하는 데 상당한 거래비용이 소요될 것이다. 앞에서 지적한 바와 같이 이러한 거래비용이 클 때 거래는 기업내부로 편입되기 시작하는 것이고 기업내부로 편입된 거래에서는 기업의 권위구조가 시장구조를 대체하게 되는 것이다.¹⁹⁾

기업은 본질적으로 불완전 계약형태를 띠 수밖에 없고 이러한 불완전성은 애초에 확정할 수 없는 부분이다. 이러한 부분은 기업이 사업을 운영해 나가면서 그때그때의 상황에 따라 권위에 기초하여 사후적으로 메워나갈 수밖에 없다. 시장에서의 간단하고 명확한 계약처럼 제3자가 객관적으로 계약관계를 평가할 수 있는 성질의 계약구조가 아니므로 법이 직접적으로 기업의 본질을 형성하고 있는 이러한 불완전 계약에 개입하고자 하는 것은 본질적으로 기업의 고유영역을 침범하는 것이다. 따라서 이러한 관점에서 보면 시장과 기업의 경계는 거래당사자들에 의해 선택된 사법적 경계(jurisdictional boundary)를 의미하는 것이기도 하다. ‘기업’은 계약이 불완전할 경우 생산의 조직화 문제를 해결하기 위한 해결책이다. 자산의 특수화와 정보의 비대칭성은 완벽한 계약을 작성하는 것을 방해하고, 따라서 내부자가 기회주의적으로 행동했는지를 외부자가 결정하는 것을 어렵게 만든다. 이러한 이유 때문에 기업이라는 조직이 시장거래를 대체하며 출연하게 된 것이고, 이렇게 출연한 기업조직에서는 시장에서 처럼 법을 통해 행위자들을 통제하는 것에 한계가 있으므로 비법적 지배구조 메커니즘이 작동하게 된다. 따라서 계약의 불완전성(contractual incompleteness)과

19) Edward B. Rock, Michael L. Wachter(2001), p.1648.

사법적 자제(judicial abstention)는 동일한 동전의 양면이다.²⁰⁾ 사전적 계약의 불완전성으로 인해 야기되는 회사계약에서의 갭(gap)을 사후적으로 메워주는 기능을 하는 이사의 주의의무의 이행에 대해 되도록 법적 개입을 자제해야 한다는 경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)을 법원이 존중해 주어야 할 이유도 바로 여기에 있다.²¹⁾²²⁾

흔히 기업의 본질을 연구하는 학자들은 “시장이라는 무의식의 바다로 둘러싸인 의식의 섬(Islands of Conscious Power)”이라는 표현을 통해 기업의 본질을 간파하고 있다.²³⁾ 시장에서는 ‘보이지 않는 손’이 작동하고 시장의 기능은 리더 없이 수행되지만, 기업에서는 리더가 있어야만 하고 이것이 시장이라는 생산 메커니즘과 기업이라는 생산 메커니즘을 구별짓는 본질적 요소라는 것이다. ‘경영판단의 원칙’은 이러한 본질적 요소가 유지될 수 있도록 해주는 것이다. 따라서 IMF 외환위기 이후 회사지배구조 개선이라는 사회적 요구에 부응하고자 적용범위를 확대해 온 배임죄라는 형법상의 최후적 수단이 ‘의식의 섬인 회사’를 ‘무의식의 바다’로 침몰시키는 우를 범하지 않았었는지 되돌아 볼 필요가 있다.

20) Edward B. Rock, Michael L. Wachter(2001), p.1651.

21) 자세한 내용은 Stephen M. Bainbridge(2004) 참조

22) 기업범죄에 대해 경영판단의 원칙을 적용할 것인가에 대해 우리나라 형법학자들 간의 논쟁이 흥미롭다. “법은 시장 안에서 누리는 개인적 자유의 전형인 경영행위에 대해서는 직접적으로 규제하지 않는데, 형법이 경영판단에도 개입하면 형법은 민주적 법치국가가가 전제하는 시장체제로부터 그만큼 멀어지게 되는 것이다”(이상돈). “이러한 주장에 일정부분 공감하지만, 우리 기업현실을 직시하자면, 전적으로 동의하기 힘들다. 정경유착, 총수의 제왕적·독단적 경영, 부당거래와 분식회계, 불법적인 비자금 조성 등으로 요약되는 우리 기업경영의 모습은 시장질서의 근간을 위협하는 명백한 반시장 행위이며, 이러한 행위를 처벌하기 위하여 형법이 나서야 할 것이야말로 시장질서를 살리는 정책적 선택이다. 경영층이 시장의 원칙을 존중하지 않을 때 형법이 경영판단을 존중해 줄 수 없는 법이다.”(조국) “소유와 경영의 분리를 위해 지배주주인 경영자의 경영행위를 보다 강하게 배임죄로 통제해야 하는 것은 아니다. 왜냐하면 소유 없는 전문경영인이라고 해서 언제나 바른 경영을 보장해 주는 것은 아니고, 관점에 따라서는 자신의 부의 증감을 직접 체험하는 지배주주가 오히려 책임경영을 하게 된다고 볼 수도 있기 때문이다.”(이상돈) 조국(2007)과 이에 대한 이상돈 응답토론문 참조

23) Edward B. Rock, Michael L. Wachter(2001)

3) 판례

지금까지 우리나라 법원은 배임죄와 관련된 사안에서 경영판단의 원칙을 적극적으로 적용하지 않았다. 그러나 대법원 2004년 7월, 2002도4229판결에서 경영자에게 배임죄를 인정한 원심판결을 경영판단의 원칙을 적용하여 파기한 바 있다. 판결요지를 살펴보면 다음과 같다.

“경영상의 판단과 관련하여 기업의 경영자에게 배임의 고의가 있었는지 여부를 판단함에 있어서도 일반적인 업무상배임죄에 있어서 고의의 입증방법과 마찬가지로 법리가 적용되어야 함은 물론이지만, 기업의 경영에는 원천적으로 위험이 내재하여 있어서 경영자가 아무런 개인적인 이익을 취할 의도 없이 선의에 기하여 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 기업의 이익에 합치된다는 믿음을 가지고 신중하게 결정을 내렸다 하더라도 그 예측이 빗나가 기업에 손해가 발생하는 경우가 있을 수 있는 바, 이러한 경우에까지 고의에 관한 해석기준을 완화하여 업무상 배임죄의 형사책임을 묻고자 한다면 이는 죄형법정주의의 원칙에 위배되는 것임은 물론이고 정책적인 차원에서 볼 때에도 영업이익의 원천인 기업가정신을 위축시키는 결과를 낳게 되어 당해 기업뿐만 아니라 사회적으로도 큰 손실이 될 것이므로, 현행 형법상의 배임죄가 위태범이라는 법리를 부인할 수 없다 할지라도, 문제된 경영상의 판단에 이르게 된 경위와 동기, 판단대상인 사업의 내용, 기업이 처한 경제적 상황, 손실 발생의 개연성과 이익획득의 개연성 등 제반 사정에 비추어 자기 또는 제3자가 재산상 이익을 취득한다는 인식과 본인에게 손해를 가한다는 인식(미필적 인식을 포함)하의 의도적 행위임이 인정되는 경우에 한하여 배임죄의 고의를 인정하는 엄격한 해석기준은 유지되어야 할 것이고, 그러한 인식이 없는데 단순히 본인에게 손해가 발생하였다는 결과만으로 책임을 묻거나 주의의무를 소홀히 한 과실이 있다는 이유로 책임을 물을 수는 없다.”

다만, 일선 법원이나 검찰에서 이 원칙을 제대로 적용하는지는 다소 의문이다. 사법당국이 경영판단의 원칙에 충실한 것이 법치주의에 부합하는 것이고, 나아가 기업인의 책임을 제대로 추궁하면서 동시에 기업활동의 자유를 보장하는 길이라는 사실을 유념할 필요가 있다.²⁴⁾

법적 책임은 본질적으로 ‘위험회피의 원칙’을 추구하지만 경영은 ‘위험감수원칙’을 따르기 때문에 서로의 합리성을 존중해 주지 않으면 양자는 충돌할 수밖에 없다. ‘경영의 효율성’과 ‘법적 정의’의 충돌을 방지하며 서로의 합리성을 극대화할 수 있는 방법은 법이 경영과 시장의 자유를 인정하되 자유가 남용되지 않도록 하는 것이다. 즉 경영의 범죄화 정책이 아니라 경제법, 증권법, 상법, 조세법 등과 같은 법을 통한 구조정책을 추구하며 형법은 그런 구조정책의 외곽을 옹호해 주는 역할을 하면서 경영의 자유를 명백히 남용하는 불법적인 경영 전략행위를 통제하는 방식으로 구조정책을 옹호해야 한다.²⁵⁾ 법경제학 접근에서 살펴본 바와 같이 경영판단의 원칙은 회사의 ‘본질’과 관련된 원칙이라는 사실을 분명히 인식하며 배임죄 적용과 관련된 사안에서 ‘경영의 효율성’과 ‘법적 정의’를 조율해 나가는 기능을 수행해야 할 것이다.

2. 계약주의 회사모델과 이사의 의무

(1) 불완전 회사계약에서의 gap-filler로서의 주의의무

회사의 법적 의제(legal fiction)를 걷어내고 경제학적 관점에서 보면, 회사는 독자적인 실체(entity)가 아니다. 오히려 생산품과 서비스를 창출해 내기 위해 투입된 생산요소 소유자들의 권리의무 관계를 설정하고 있는 명시적·묵시적 계약의 결합체(nexus of contracts)이다.²⁶⁾²⁷⁾ 그리고 이러한 계약주의 회사모델 관점에서 보면 회사법상의 주의의무는 불완전한 계약의 결합체에 내재되어 있는 계약의 흠결(gap)로 야기되는 계약당사자 간의 분쟁을 해결하기 위해 흠결을

24) 이재교(2008) 참조

25) 이상돈(2005), pp.27-72 참조

26) Bainbridge, Stephen M(2002), p.8.

27) 계약주의 회사모델은 미국 회사법 연구의 기초를 이루고 있다. 그러나 계약주의 회사모델이라고 해서 회사의 본질을 모두 동일하게 바라보는 것은 아니다. 시대와 연구자에 따라 다양한 관점에서 논의되고 있다. 따라서 이하에서 필자가 전제로 하고 있는 계약주의 회사모델은 계약주의 회사모델에 대한 보편적인 설명은 아니다. 미국 계약주의 회사모델에 대한 개관은 신석훈(2009), p.32 각주 4번 참조

보충해 주는(gap-filling) 기능을 수행한다.²⁸⁾ 이러한 주의의무는 각각의 생산요소 소유자들이 계약을 체결하는 과정에서 장래의 상황변화에 어떻게 대응할 것인가를 사전적으로 예측하며 그 해결책을 구체화하는 완전계약을 체결하는 것이 어렵기 때문에 존재하는 것이다.²⁹⁾

이러한 회사계약에서의 gap-filling 기능을 수행하는 이사의 주의의무의 내용이 무엇인가를 탐구하기 위해 가상적 협상분석(hypothetical bargain analysis), 즉 합리적 당사자들이 만일 사전에 그 문제에 대해 계약을 체결한다면 어떠한 내용에 합의하였을 것인가를 가상적으로 생각해 보는 것이 필요하다.³⁰⁾

(2) 계약주의 회사모델과 가상적 협상(hypothetical bargain analysis)

1) 주주중심주의와 이해당사자주의 견해 대립의 핵심

회사의 행동은 사회적으로 바람직하지 못한 외부효과를 발생시킬 수 있다. 일반적으로 그러한 외부효과를 막기 위해 존재하는 것이 다양한 형태의 법이고 이러한 법에서 회사의 행동으로 피해를 본 사람들에게 다양한 구제책을 제공해 주고 있다. 회사의 불법행위로 피해를 본 사람들은 민법상의 일반적 불법행위소송을 통해 권리를 구제받을 수 있을 뿐 아니라 상법상에서도 주주나 채권자를 보호하기 위한 다양한 조항들을 마련하고 있다. 또한 근로자를 보호해 주기 위한 노동법, 소비자를 보호해 주기 위한 소비자 관련법 등에서도 회사의 바람직하지 못한 행위를 통제하고 있다. 쟁점은 이러한 다양한 구제수단들 외에 회사법상 이사의 주의의무를 통해서도 이러한 외부효과의 해결을 추구해야 할 것인가 하는 것이다. 주주 이외의 다른 이해당사자들의 이익을 보호하기 위

28) Jonathan R. Macey(1989), p.25.

29) 회사의 본질에 대한 계약적 접근은 다음과 같은 경제학자들에 의해 출발하였다. Armen A. Alchian & Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization," 62 *Am. Econ. Rev.* 777, 794(1972); Ronald Coase, "The Nature of the Firm," 4 *Economica* 386, 390-92(1937); Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," 3 *J. Fin. Econ.* 305, 307-08(1976). Oliver Williamson, "Corporate Governance," 93 *Yale L.J.* 1197, 1200(1984)

30) Thomas A. Smith(1999), p.216.

해 이사의 주의의무를 확장시켜야 할 것인가에 관한 것이 회사법 영역에서 벌어지고 있는 주주중심주의와 이해당사자주의 논쟁의 핵심이다.³¹⁾

지금까지 주주중심회사모델에서는 gap-filling 원칙으로서의 이사의 주의의무의 내용은 “주주이익 극대화(maximize shareholder value)”가 되어야 한다고 보아 왔다.

반면 이해당사자 회사모델에서는 주주중심회사모델은 주주 이외의 이해당사자들의 이익을 무시하고 있으므로 이것은 기업윤리 차원에서 받아들이기 어렵다고 주장한다. 따라서 회사는 주주만이 아니라 그 밖의 다양한 이해당사자들의 모든 이익을 고려하여 운영되어야 하며, 주주 이외의 다른 이해관계인들의 이익도 이사의 주의의무를 통해 보호되어야 한다고 주장한다.

2) 규범적 기준의 필요성

전통적인 주주중심회사모델과 이해당사자중심회사모델을 대립적으로 볼 필요는 없다. 회사의 목적이 회사의 모든 구성원들의 이익증가라는 것에 누가 반대하겠는가?

문제의 핵심은 어느 쪽을 택할 것인가가 아니라 어떻게 하는 것이 모든 이해관계인들의 이익을 위해 바람직할 것인가 하는 것이다. 주주중심모델에서도 주주를 회사의 소유자로 보는 이유는 이렇게 하는 것이 회사 전체의 이익을 증진시킬 수 있다고 보기 때문이다. 회사와의 관계에서 사전적으로 확정된 권리를 설정할 수 있는 다른 이해관계자들과 달리 주주들은 이들의 권리를 충족시킨 후 나머지에 대해 권리를 가지는 잔여청구권자들이므로 모든 주주들은 소유자와 유사하게 행동한다는 것이다. 그러나 주주 사이에서도 단기이익을 추구하는 주주와 장기적 이익을 추구하는 주주 등 이해관계가 다를 수 있다. 또한 다른 이해관계자들이 모두 확정된 권리를 항상 보장받을 수 있는 것도 아니다. 결국 회사를 주주가 소유한다고 보는 것은 불필요한 논쟁만 야기한다. 오히려 회사의 본질을 모든 이해관계자 사이의 계약의 집합체로 보며 이들 모두의 이익을 증대시키는 것이 회사의 목적이라고 보는 것이 자연스럽다. 그렇다면 이해당사자 회사모델이 승리한 것 같다. 그러나 문제는 경영자에게 이

31) John R. Boatright(2002), p.1849.

러한 목적을 추구하도록 하는 것이 현실적으로 가능하겠느냐는 것이다. 자칫 모든 이해관계인들의 이익을 추구한다는 핑계로 자신의 사적이익만 추구하고 그 어느 누구의 이익도 추구하지 않을 위험이 있다. 따라서 회사법에서는 경영자의 행동을 객관적으로 평가할 수 있는 규범적 기준이 필요하고 지금까지 ‘주주이익 극대화’를 가장 적합한 기준으로 보아 왔다. 다만 이것은 전통적인 주주중심회사모델에서처럼 주주가 회사를 소유하기 때문이 아니라 회사 전체의 이익을 위한 차선책이므로 단기적 주가가 아닌 장기적 관점에서의 주주 이익을 의미하는 것이다. 이것도 모호하기는 마찬가지이지만 모든 이해관계인들의 이익이라는 개념보다는 낫다.

주주 이외의 다른 이해관계인들은 회사와 명시적 계약체결을 통해 자신들의 지위를 주주보다 수월하게 보호할 수 있다. 예를 들어 근로자들은 고용계약에 의해 보호를 받고, 공급자들은 구매계약에 의해 소비자들은 보증계약에 의해 보호를 받는다. 이러한 명시적 계약은 법적으로 실행가능성이 확실하고 용이하므로 권리보호에 효과적이다. 계약적 보호 외에도 노동법이나 소비자기본법 등의 특별법을 통해 보호를 받고 있다. 그러나 주주들은 회사와의 권리의무관계를 사전적으로 설정해 놓는 것이 매우 어렵다. 더구나 주식소유자가 분산되어 있어 특별한 보호책을 설정하기 위한 협상이 현실적으로 어렵다. 계약을 통해 자신들의 이익을 잘 보호할 수 있는 다른 이해관계인들과 달리 주주들은 계약 이외의 방식에 의한 보호책을 요구할 것이다. 따라서 회사법은 이사를 선임할 수 있는 권리와 이러한 이사들이 부담하고 있는 주의의무, 즉 장기의 주주이익 극대화 의무를 위반한 경우 소송을 제기할 수 있는 권한을 주주들에게 부여하고 있는 것이다.³²⁾

그러나 주주 이외의 회사이해관계인들 중 자금을 제공한 채권자는 조금 달리 볼 필요가 있다. 이들은 근로자와 마찬가지로 회사에 대해 확정적 권리를 가지고 있지만 회사에 자금을 제공한 투자자라는 점에서 주주와 공통점이 있고 반면 주주와 이해관계가 대립되는 측면도 있기 때문이다. 이것은 기업(firm)이 아닌 ‘회사(corporate)’의 본질을 보면 분명해진다.

32) Roberta Romano(1996), p.279.

3) 회사의 본질과 법인격

흔히 기업과 회사를 동일시하지만 엄격히 따져보면 서로 다르다. 예를 들어 개인 기업의 경우 기업가가 자신의 자금으로 기업운영에 필요한 자산을 구입하며 이에 대한 소유권을 취득하고 부족한 자금은 자신이 채무자의 지위에서 채권자로부터 차입하며 자신이 직접 경영한다. 반면 ‘(주식)회사’는 기업조직 중 ‘주식’을 매개로 불특정 다수로부터 대규모의 자금을 끌어 모으는 자본조달의 한 방식이다. 따라서 직관적으로 보면 개인 기업에서의 기업가가 수많은 주주들로 분할된 상태이다. 그러나 이때 주식을 매개로 끌어들이는 자금으로 구입한 회사의 자산을 수많은 주주들이 공동소유하고 채권자로부터 돈을 빌려올 때 수많은 주주들이 채무자의 지위에서 계약을 체결하며 이렇게 갖추어진 기반위에서 수많은 주주들이 회사를 직접 경영하는 것은 불가능하다. 그래서 사람인 자연인에 대응하는 법인이라는 별도의 법적 인격체를 제도적으로 만든 것이다.

주주와는 별도의 인격체에 이사회나 대표이사 등의 기관을 만들어 마치 인간처럼 법적 행동을 할 수 있도록 함과 동시에 회사와 관련해서 발생하는 법적 권리의무의 관계가 법인에게 직접 귀속되도록 하면 효율적이다. 따라서 회사 자산은 법인인 회사가 자신의 이름으로 소유하게 되고 주주는 자산의 소유자인 법인에 대해 채권자의 몫인 부채를 제외한 나머지를 청구할 수 있는 권리를 가지게 된다. 이 권리를 금액으로 평가한 것이 바로 자본이다. 그런데 이때 모든 주주들이 직접 경영에 참여하지 않으면서도 회사의 성과에 자신들의 이익이 좌우된다면 마음 놓고 투자하기를 꺼릴 것이다. 따라서 이들에게 투자할 유인을 제공해 주어야 하는데 그것이 바로 어떠한 경우에도 주주 자신들이 내놓은 돈 이외에는 금전적 부담을 질 필요가 없다는 ‘유한책임제도’이다. 그러나 이럴 경우 반대로 회사라는 법적 주체에 돈을 빌려준 채권자들이 자칫 돈을 받지 못할 위험이 있으므로 회사법은 유한책임이라는 특혜를 주주에게 부여하는 대신, 회사의 성립부터 해산 시까지 발행주식의 액면총액에 해당하는 재산액을 회사 내에 유보할 ‘자본충실의 원칙’을 설정하여 주주에 의해 부당하게 회사 재산이 유출되는 것을 방지하고 있다.³³⁾

이와 같이 전통적으로 주주와 채권자는 회사에 자금을 제공한 투자자이지만 주주는 회사에 대해 잔여청구권을 가지는 반면 채권자는 확정적 청구권을 가지므로 이들 간에 이해가 대립될 수 있다. 따라서 ‘회사’법은 주주와 채권자 간의 이해관계를 다루는 법이고 주주들로부터 투자를 유인하기 위한 ‘유한책임제도’, 채권자를 보호하기 위한 ‘자본충실의 원칙’, 주주의 잔여청구권을 보호하기 위해 주주이익 극대화를 내용으로 하는 ‘이사의 주의의무’ 등을 규정하고 있다고 보는 것이 지금까지의 일반적인 견해였다. 그러나 금융환경과 금융기법의 발달로 잔여청구권자로서의 주주의 지위가 변함에 따라 주주와 채권자를 구별하는 전통적인 이분법이 한계를 가지기 시작하였다. 또한 채권자들 역시 단순히 회사의 형식적인 자본액을 기준으로 투자결정을 하기보다는 그 기업이 장래에 얼마나 지속적으로 사업을 유지하며 자신들의 원리금을 갚을 수 있는 능력이 있는지를 기준으로 한다.

따라서 주주와 채권자의 성격이 완전히 다르다는 것을 전제로 이사의 주의의무의 내용을 가상적 협상을 통해 도출할 경우에는 최근 변화하는 금융환경을 제대로 반영하지 못할 수 있다. 이를 반영한 이사의 주의의무 내용을 확정하기 위해서는 우선 자본시장에서 주주의 법적 지위가 어떻게 변화하고 있는지를 살펴보아야만 한다.

3. 회사의 본질과 주주의 법적 지위

(1) 전통적인 주주중심회사모델에서의 주주의 법적 지위

주식 소유자인 주주가 회사에 대한 소유권을 가진다고 볼 경우 소유권이라는 말에는 이미 ‘경제적 이익’과 ‘지배권(의결권)’이 비례적으로 상존하고 있어야 한다는 의미가 내포되어 있으므로 당연히 1주1의결권을 원칙으로 한다. 주

33) 이와 같이 회사를 제도적으로 법인화한 것은 정말로 회사가 생명체를 가진 인격체이기 때문이 아니라 그렇게 하는 것이 법적 처리를 간편하고 효율적으로 할 수 있기 때문이다. 따라서 이러한 정책적 차원이 아닌 실질적인 문제를 다룰 때는 당연히 회사가 별도의 인격체라는 논리에 지나치게 얽매어서는 안 된다.

주들은 회사의 잔여이익에 대해 자신들의 소유주식 수만큼 권리를 행사할 수 있으므로 회사의 통제수단인 의결권을 주주들이 소유한 주식의 수만큼만 부여해야 모든 주주들이 회사의 잔여이익을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적의 인센티브가 생긴다. 모든 주주들에게 ‘잔여청구권(economic ownership)’의 크기만큼 ‘의결권(voting right)’을 주면 주주들이 자신의 잔여청구권을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적 인센티브가 생길 것이라는 전통적인 주주중심회사모델 논리 속에는 모든 주주들이 회사의 잔여이익 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와 동일한 선호를 가지고 있다는 사실이 전제되어 있다. 왜냐하면 만일 주주들의 선호가 다양할 경우 경영진을 감시할 인센티브가 다양할 수밖에 없고 회사와 관련된 중요한 경영선택을 위한 주주들의 총체적 선호를 도출해 내는 것도 어렵기 때문이다.³⁴⁾ 이러한 전통적인 주주의 법적 지위를 전제로 할 때 이사의 주의의무는 회사의 보통주 이익을 극대화하는 것이다. 여기서는 주주들을 마치 하나의 사람(person 또는 fictional undiversified shareholder)으로 보며 이들을 위한 이사의 의사결정이 간단하고 명료한 것처럼 처리하고 있다.³⁵⁾

(2) 금융환경의 변화와 주주의 법적 지위

최근 자본시장에서의 다양한 금융상품 및 금융기법에 따른 다양한 주식파생상품(equity derivatives)의 발전은 주주이익 극대화라는 지금까지의 이사의 의무내용을 변화시키고 있다.³⁶⁾ 특히 이러한 변화를 주도하고 있는 것이 옵션(option)이다. 이러한 옵션이론의 발달과 적용으로 주주의 법적 지위를 지금까지와는 달리 해석할 필요가 있고 이에 따라 이사의 주의의무의 내용도 달리 설정할 필요가 있다.³⁷⁾

34) 신석훈(2009), p.37 이하 참조

35) Gregory Scott Crespi(2007), p.426.

36) Thomas A. Smith(1999), p.258. Gregory Scott Crespi(2007), p.616.

37) Thomas A. Smith(1999), p.259. Frank Partnoy(2000), p.612.

1) 전통적인 주주소유 개념의 모호성

옵션(option)은 흔히 파생금융상품의 일종으로 알려져 있다. 그래서 옵션이론은 금융전문가에게나 필요한 것이지만 일반인들과는 무관한 것처럼 생각될 수 있다. 그러나 옵션이론은 우리 주변에서 흔히 적용되고 있다. 예를 들어 집을 장만하기 위해 여러 집을 구경하다 아주 마음에 들지는 않지만 그래도 괜찮은 집을 발견한 경우 혹시 팔릴 것을 염려해 일정한 금액을 걸어두고 가계약을 체결한 후 계속 집을 보러 다닌 경험이 있을 것이다. 가계약(옵션계약)을 통해 ‘선택할 수 있는 권리(옵션)’를 사 둔 것이다. 이처럼 옵션이란 목적물을 특정 일자에 특정금액(행사가격)에 살 수 있는 권리(call option) 또는 반대로 팔 수 있는 권리(put option)를 의미하는 것이다.

그러나 이러한 옵션논리가 적용될 수 있는 영역은 여기에 그치지 않는다. 회사의 본질이라는 조금은 거창한 문제에 옵션이론을 적용해 볼 경우 우리가 지금까지 당연하게 여겨 왔던 문제들이 그렇지 않을 수도 있다는 사실을 알 수 있다.

우리는 지금까지 주주가 회사를 소유한다고 보아왔고 이것이 주주중심회사 모델의 확고한 이론적 근거로 작용하며 지금까지 회사법에서 여기에 대해 특별히 의문을 제기하지 않았다.³⁸⁾ 그러나 과연 주주가 회사의 소유자라고 자신 있게 말할 수 있을까? 옵션이론을 통해 보면 반드시 그렇지 않다. 우선 회사에 대한 상식적인 얘기에서 출발해 보자.

38) 이와 같이 소유라는 개념을 강조할 경우에는 항상 소유하는 자와 소유하지 않는 자 사이의 긴장관계에 주목하게 된다. 이러한 긴장관계는 회사지배구조 영역에서 소유자인 주주와 경영자, 대부분의 주식을 소유하고 있는 수많은 소수주주들과 적은 주식만을 소유하고 있는 재벌 오너 사이의 ‘대리인 문제(agency problem)’로 표출된다. 따라서 회사지배구조 논쟁은 당연히 이러한 대리인 문제를 해결하기 위해 주인이 대리인을 어떻게 통제하고 감시하도록 할 것인가에 관심을 가질 수밖에 없다. 1997년 외환위기 이후 우리나라 회사지배구조정책 역시 그러했다. 당시 외환위기의 원인으로 대리인에 불과한 재벌 오너가 회사의 주인인 대다수의 소수 주주들의 이익을 무시하고 독단적으로 회사를 운영해 왔다는 사실이 지목되었다. 따라서 오너를 통제하고 감시하기 위해 주주가 회사의 소유자라는 이념이 가장 잘 구현되고 있다는 영미식 주주자본주의에 기초한 사외이사제도, 집중투표제도 등과 같은 소액주주 권한 강화 제도와 경영자 책임 강화제도를 대거 도입하고 적대적 M&A시장 활성화를 통해 경영진 감시를 강화하고자 하였다.

회사에 자금을 제공한 투자자들은 이들의 선호에 따라 일정한 투자수익을 미리 보장받는 채권자와 채권자의 몫을 제외한 잔여가치를 가져가는 주주로 구분된다. 그리고 주주들은 유한책임제도로 인해 채무액이 회사 자산을 초과하더라도 자신들이 투자한 자금 이외에는 별도의 금전적 부담을 질 필요가 없다. 따라서 주주들이 채권자에게 원리금을 지불하는 시점에 원리금이 회사 자산을 초과하게 되면 돈을 갚지 않아도 된다. 초과하지 않는다면 당연히 갚을 것이다. 회사에 대한 이러한 설명은 전혀 새로운 것도 없고 누구나 알고 있는 사실이다. 그러나 옵션이론이라는 안경을 끼고 회사를 보면 서로 상반된 설명이 가능하다. 주주가 회사를 소유하는 것으로 설명할 수도 있고 반대로 채권자가 회사를 소유하는 것으로 설명할 수도 있다.

우선 풋옵션이론을 적용해 흔히 알려져 있는 것처럼 주주가 회사를 소유하는 것으로 설명할 수 있다. 주주들이 일단 회사의 소유자이지만 장래의 채무 변제일에 원리금이 회사 자산을 초과할 경우 변제하지 않을 권리, 즉 원리금을 행사가격으로 회사를 채권자들에게 팔아버릴 권리(풋옵션)를 가지고 있다고 볼 수 있다. 따라서 변제일에 채무액이 회사 자산 가치를 초과하면 주주들은 풋옵션을 행사하여 채무액에 회사를 채권자들에게 팔아버리고 더 이상의 책임은 부담하지 않을 것이다. 물론 초과하지 않는다면 풋옵션을 행사하지 않고 채무를 변제하여 계속 회사를 소유하게 될 것이다.

그러나 반대로 콜옵션 이론을 적용해 채권자들이 회사를 소유한다고 설명할 수도 있다. 채권자들이 일단 회사를 소유하지만 주주들이 변제일에 채권자들에게 원리금을 갚고(원리금을 행사가격으로 하는 옵션권리를 행사하고) 회사를 살 수 있는 권리(콜옵션)를 가지고 있는 것으로 볼 수 있다. 물론 원리금이 회사 자산 가치를 초과할 경우에는 콜옵션을 행사하지 않아 채권자들은 최종적으로 회사를 소유하게 될 것이다. 이처럼 주주가 풋옵션 권리를 가지며 주주가 회사를 소유하고 있다고 설명할 수도 있고 주주가 콜옵션 권리를 가지며 채권자가 회사를 소유하고 있다고 설명할 수도 있다.³⁹⁾

39) 이것은 주주가 회사를 소유한다는 사실을 전제로 소유주식의 수 만큼에 해당하는 지배권을 행사해야만 소유개념에 가장 잘 부합할 것이라는 일반적인 생각들이 반드시 옳은 것은 아니라는 것을 의미한다. 따라서 재벌 오너는 쥐꼬리만큼의 주식만 소유하고도

이러한 관점에서 보면 주주의 법적 지위를 회사의 소유자라고 보는 것은 한계가 있다. 소유자로 인식하는 것이 주주의 법적 지위를 확고히 해 이들을 보호해 주는 것 같지만 이에 지나치게 얽매일 경우 주주들의 다양한 선호가 무시될 수 있고 또한 이러한 다양한 선호가 반영된 다양한 회사지배구조 형태의 출현을 막을 수도 있다. 따라서 주주의 법적 지위를 회사의 ‘소유자’라는 개념을 통해 인식하는 것보다 다양한 ‘권리의 묶음(bundle of right)’을 가지고 있는 주체로 인식하는 것이 자연스럽다. 그리고 이러한 권리의 묶음을 어떻게 꾸릴 것인가는 주주들의 자발적 계약관계에 맡겨두고 법은 주주들의 자발적 선택이 제대로 행해질 수 있는 제도적 기반을 조성해 주는 데 주력해야 한다.

2) 다양한 금융이론과 주주의 법적 지위

주주의 지위를 다양한 성격의 ‘권리의 묶음’으로 볼 때 이러한 묶음의 기본틀, 즉 i)주식의 기본구성요소인 ‘경제적 이익권’과 ‘지배권(의결권)’ 간에 다양한 조합이 가능할 것이다. 더 나아가 ii)주식이 채권의 성격을 가지며 전통적인 주주와 채권의 경계가 모호해지는 경우도 많아지고 있다. 그리고 iii)이러한 다양한 성격의 주식들을 투자자들이 분산투자(포트폴리오)할 경우 주주의 법적 지위는 더욱 복잡해진다. 각각의 경우를 풋옵션 계약, 콜옵션 계약, CAPM이론 등을 통해 살펴보기로 한다.

① 풋옵션(put option) 계약과 주주의 지위

전통적으로 주식은 경제적 이익권(잔여청구권)의 크기만큼 의결권(지배권)이 주어지는 것이 일반적이었다. 그러나 주주들은 풋옵션 계약을 통해 주식의 이러한 일반적 성격을 변화시킬 수 있게 되었다. 즉 하나의 주식에서 ‘경제적 이

계열사 지분을 이용해 기업집단 전체를 지배하고 있으므로 당연히 부당하며 대다수의 주식을 소유하고 있는 소수주주들이 진정한 회사의 소유자라고 주장하는 것은 옳지 않다. 오너가 쥐꼬리만큼 주식을 소유하고 그 이상의 권한을 행사하는 것 자체가 부당한 것이 아니라 그 권한을 사적 이익을 위해 행사했을 때 비로소 부당한 것이다. 물론 권한 남용의 위험은 있다. 그러나 이러한 회사가 오히려 기업이 정신을 발휘해 더 좋은 성과를 낼 수 있다고 판단해 이 회사의 주식을 선호하는 주주들이 얼마든지 있을 수 있다.

익권'과 '의결권'의 비례관계를 깨며 의결권은 그대로 유지하면서 회사의 위험에 따라 변동하는 경제적 이익권을 위험으로부터 차단시켜 고정시킬 수 있게 된 것이다.

예를 들어 주주가 회사의 주식을 10달러에 사면서 동시에 그 주식을 10달러에 팔 수 있는 풋옵션계약을 체결했다고 가정해 보자. 풋옵션에는 그 주주가 상대방에게 예정된 기간 동안 10달러에 팔 수 있는, 즉 put할 수 있는 권리를 수반한다. 결국 풋옵션 계약의 기간 동안, 주주는 주가 하락의 위험으로부터 차단된다. 만일 주식가격이 9달러로 하락한다면 주주가 소유하고 있는 주식의 가치는 1달러만큼 하락하지만 그 주주는 그 주식을 10달러에 풋옵션계약 상대방에게 팔 수 있다. 이때 주식을 10달러에 팔 수 있는 '권리'는 1달러의 가치를 가지게 된다. 즉 옵션권리를 행사할 수 있는 기간까지 주식가격의 하락을 염려하지 않아도 되고 만일 주식가격이 하락하면 그 주주가 가지고 있는 풋옵션 권리의 가치가 그만큼 증가하여 결국 그 주주는 10달러의 가치를 계속 누리며 주식가격의 하락으로 인한 경제적 불확실성으로부터 차단된다.

이러한 풋옵션 계약을 체결한 주주는 그렇지 않은 일반주주들과는 다른 이해관계를 가지며 이해관계가 충돌할 수 있다. 풋옵션 계약을 통해 위험을 헤지한 주주의 인센티브가 기존과 달리 변했음에도 불구하고 여전히 일반적인 주주들과 마찬가지로 주식의 의결권을 보유하고 있어 이러한 의결권의 행사에 있어 기존 주주들과 이해관계가 충돌하게 된다.⁴⁰⁾

② 콜옵션(call option)계약과 주주의 지위

이미 설명한 바와 주주의 지위를 회사의 소유자가 아닌 채권액을 행사가격으로 하는 콜옵션 소유자로 설명할 수 있다. 전통적으로 대차대조표상 오른쪽(대변)은 타인자본인 부채와 자기자본인 자본으로 구성되어 있고, 여기서의 자본은 주식을 의미한다. 이때 주주들이 부채액을 행사가격으로 하는 콜옵션을 가지고 있는 것으로 해석할 수 있다. 그렇다면 이때 주주들이 행사가격을 현재의 부채액보다 낮게, 그리고 다양한 가격에 설정하는 콜옵션 계약을 설정할 경

40) Iman Anabtawi(2006), p.590.

우 다양한 콜옵션 성격을 가지는 수많은 특성의 주식들을 만들어 낼 수 있다. 즉 전통적으로 잔여청구권 성격의 자기자본과 확정적 청구권을 가지는 부채를 양 극단으로 하며 그 중간에 부채와 자본의 성격을 동시에 가진 다양한 성격의 증권들이 스펙트럼처럼 자리 잡고 있다고 볼 수 있다. 마치 맨 꼭대기를 부채로 맨 밑바닥을 자본으로 하는 케익을 수평으로 잘게 자를 수 있는 만큼의 다양한 성격을 가진 주식들이 있을 수 있다는 것이다.⁴¹⁾

이러한 상황에서도 보통주식과 채권으로만 구성된 회사의 경우처럼 이사의 주의의무가 잔여청구권자인 보통주의 이익을 극대화하는 것이라고 한다면 오히려 회사에 부정적 영향을 야기할 수 있다. 즉 꼭대기를 부채로, 맨 밑바닥을 자본으로 하는 케익을 바닥 쪽으로 점점 내려오며 자를 경우 잔여청구권은 점점 작아지게 되는데 이때 이렇게 얇게 자본화된 잔여청구권(thinly capitalized residual claimants)을 극대화하도록 하는 것은 평상시에도 유사파산상태(vicinity of insolvency)에서 제기되는 문제와 동일한 문제를 야기할 수 있다. 왜냐하면 이러한 청구권을 가진 투자자들은 회사가 고위험 투자를 시행하다 실패할 경우에는 적은 손해만을 보는 반면 성공할 경우에는 많은 이익을 볼 수 있으므로 회사가치를 심각하게 위협할 수 있는 위험사업을 지나치게 선호할 수 있기 때문이다.⁴²⁾

③ CAPM(Capital Asset Pricing Model)과 주주의 지위

사람들이 주식에 투자하는 이유는 이를 통해 일정한 수익(return)을 얻을 수 있다고 기대하기 때문이다. 그러나 주식에 대한 투자는 항상 위험(risk)이 수반되기 마련이다. 따라서 주식의 가격은 결국 투자자들이 주식을 보유하게 됨으로써 얻게 되는 기대 수익률과 기대 위험과의 관련성하에서 결정되고 이러한 관련성을 밝혀내는 것이 금융이론의 핵심이라고 할 수 있다. 지금까지 이러한 금융이론은 주로 CAPM에 기초하고 있다.

CPAM 이론에 의하면 합리적 투자자들은 주식과 채권을 포함한 모든 자본

41) 자세한 내용은 Thomas A. Smith(1999), pp.258-261.

42) Gregory Scott Crespi(2002), p.150 이하 참조

자산들에 대해 포트폴리오 투자를 한다고 본다. 이러한 분산투자를 통해 투자에서 발생하는 비체계적인 위험(unsystematic risk), 즉 특정 회사에만 영향을 미치는 소송, 파업 등과 같은 위험은 제거할 수 있게 된다.⁴³⁾ 투자자들은 시장에 존재하는 모든 위험자산들을 포함한 포트폴리오, 즉 시장포트폴리오(market portfolio)의 축소판(microcosm)인 포트폴리오를 가질 것이다. 여기에 포함되는 개별 위험자산은 자본시장 전체에서의 포트폴리오와 구성면에서 동일하고 다만 크기에서만 비례적으로 차이가 있다. 따라서 투자자들은 자신들의 포트폴리오 전체가 아닌 개별 주식가치만을 극대화하도록 하는 것이 이사의 주의의무 내용으로 되는 것을 원하지 않을 것이다.⁴⁴⁾

(3) 이사의 주의의무의 새로운 해석

1) 주주들이 원하는 gap-filling

지금까지 살펴본 바와 같이 주주의 법적 지위는 점점 복잡하고 다양한 성격으로 변화하고 있다. 이와 같은 변화로 인해 지금까지 당연하게 여겨져 온 회사법의 기본원칙들 역시 변할 수밖에 없었다. 이러한 변화 중 최근 가장 많은 주목을 받고 있는 것이 바로 이사의 주의의무의 내용으로 당연히 받아들여져 왔던 주주 이익극대화 개념이다.⁴⁵⁾ 금융환경의 변화로 전통적인 주주중심회사 모델에서처럼 이사가 보통주의 이익을 극대화하면 궁극적으로 회사 전체의 이익이 극대화 된다고 간단히 말할 수 없게 된 것이다.

43) 그러나 시장전체의 변동 때문에 발생하는 체계적 위험(systematic risk), 예를 들면 전쟁, 인플레이션, 정치적 사건 등과 같은 위험은 이러한 분산투자를 통해서도 제거할 수 없다. 이러한 체계적인 위험을 고려하여 개별 자산의 수익률이 결정되는 과정을 설명하는 것이 CAPM이론이다. CAPM에 대해서는 국내 모든 재무관리 교재에서 소개되어 있다. CAPM은 한마디로 투자자들이 자신의 기대효용이 극대화될 수 있도록 투자의사 결정을 할 때, 자본시장이 균형인 상태에서 위험과 수익률 사이의 균형관계를 설명하고자 하는 이론이다.

44) Thomas A. Smith(1999), p.217, p.240.

45) 금융상품과 금융환경의 변화로 인해 지금까지 회사법이 전제해 온 다양한 개념들이 변할 수밖에 없고 따라서 이러한 개념들을 분명히 설정하여 이사들에게 예측가능성을 제공해 주어야 하는 회사법의 역할이 점점 어려워지고 있다. 이에 대한 문제제기는 Henry T.C. Hu(1991) 참조

결국 진정한 주주이익 극대화는 서로 이해관계가 대립될 수 있는 다양한 성격의 모든 주주들의 이익을 극대화하는 것이다. 그러나 과연 이것이 가능한지 의문이다. 다양한 성격의 주주들은 기업의 경영활동에서 창출되는 위험-수익 (risk- return stream)에 대해 서로 다른 이해관계를 가지고 있기 때문이다.⁴⁶⁾ 또한 모든 투자자들 역시 전통적인 주주중심회사모델에서처럼 이사가 회사에 대한 잔여청구권이라는 일반적 성격을 가진 보통주의 가치를 극대화해 줄 것을 원한다고 단언할 수도 없다.

그렇다면 투자자들은 이사가 어떻게 회사를 경영해 주기를 바랄까? 즉 투자자들이 사전적으로 회사와 계약을 체결하는 가상적 협상을 상정해 볼 때 이들이 원하는 이사의 gap filling 규범은 무엇일까? CAPM이론에 근거해 보면 합리적 투자자들은 자신들이 가지고 있는 개별회사 보통주의 이익극대화가 아닌 분산된 포트폴리오 전체의 가치를 극대화하도록 하는 규범(maximize the value of rational investors' diversified portfolios)을 지지할 것이다. gap-filling 원칙으로서 이것이 의미하는 바는 이사가 회사에 대한 금융적 청구권(financial claims)의 총합의 가치가 극대화되도록 경영해 줄 것을 투자자들이 원할 것이라는 것이다. 왜냐하면 합리적 투자자들은 이러한 금융적 권리들을 시장 포트폴리오와 같은 구성으로 비례적으로 가질 수 있기 때문이다. 만일 회사가 다양한 종류의 증권을 발행했다면 투자자들은 시장 포트폴리오에 상응하도록 그 회사의 증권들에 분산투자할 것이다. 따라서 투자자들은 일반적인 보통주의 가치만 극대화되기를 바라는 것이 아니라 그 회사의 모든 증권의 총체적 가치가 극대화되기를 바랄 것이다. 이것이 합리적 투자자들이 사전적으로 받아들였을 이사의 주의의무 내용인 것이다.⁴⁷⁾

2) 회사가치 극대화

① 회사에 대한 금융적 청구권의 극대화

지금까지 살펴본 바와 같이 옵션이론이나 CAPM이론 등을 통해 본 주주의

46) Thomas A. Smith(1999), p.262.

47) 자세한 내용은 Thomas A. Smith(1999), p.218. Gregory Scott Crespi(2002), p.151 이하 참조

법적 지위를 고려해 볼 때 회사를 위한 이사의 주의의무 내용은 회사에 대한 금융적 권리의 총체적 가치를 극대화하는 것이다. 이것이 의미하는 것은 회사의 본질인 다양한 이해당사자들의 계약의 결합체(nexus of contracts)에서 이러한 계약들이 응집해 있는 핵심(core or nexus)의 가치를 극대화한다는 것을 의미하는 것이다. ‘회사’의 특징은 이미 살펴본 바와 같이 주주의 유한책임, 구성원과 별개로 독자적인 자산소유, 영속성 등이고 이것은 시장에서의 일반적인 계약과는 분명 다른 특징들이다. 따라서 일반적인 계약관계에서 볼 수 없는 계약의 결합체로서의 회사만의 특징인 핵심(core)을 가지고 있다.⁴⁸⁾

여기서 핵심(core)을 극대화한다는 의미는 전통적인 이해당사자 회사모델에서처럼 추상적으로 독립된 법인격인 회사(fictional corporate)의 이익을 극대화한다는 것을 의미하는 것이 아니다. 또한 전통적인 주주중심회사모델에서처럼 회사의 소유자로 간주되어지는 동일한 이해관계를 가진 주주(fictional shareholders)들의 잔여이익 극대화만을 의미하는 것도 아니다. 회사에 대한 모든 금융적 권리의 총합을 의미하는 회사의 가치를 극대화한다는 것을 의미한다. 따라서 전통적인 이해당사자모델에서처럼 회사를 마치 울고 웃는 사람처럼 간주하며 이사의 행위로 회사의 일부 구성원이 피해를 입었을 경우 회사 역시 손해를 입었으므로 이사는 회사에 대한 주의의무를 위반했다고 보지 않는다. 또한 전통적인 주주중심모델에서처럼 소유자인 주주가 손해를 봤으니 소유의 대상인 회사도 손해를 봤다고 보며 이사가 회사에 대한 의무를 위반했다고 보지도 않는다. 이사의 행위로 회사가 손해를 입었는지에 대한 판단은 ‘회사가치’의 평가라는 관점에서 접근해야 한다고 본다. 여기서의 회사의 가치는 주주 이익과 채권자 이익의 단순한 물리적 합이 아니라 복합적인 화학적 합을 의미하는 것이다.

이러한 회사가치의 평가문제는 기업금융과 기업구조 변경에 있어서 이사의 책임문제와 관련해 항상 제기될 수 있는 문제이다. 특히 적대적 M&A에 대응한 이사의 경영권방어 행위의 정당성 판단과 신주 발행 등 자본조달 수단을 통한 경영권 승계과정에서 제기되는 회사금융과 회사지배구조 간의 충돌과정에서 회사가치의 평가에 관한 문제는 항상 제기되기 마련이다.

48) Remus D. Valsan, Moin A. Yahya(2007), p.26.

이와 같이 회사의 이익을 위해 경영을 해야 한다는 이사의 주의의무 내용이 회사의 특정한 증권의 가치를 극대화하는 것이 아니라 회사에 대한 모든 금융적 권리 총합의 극대화를 의미하는 것이고 이것이 궁극적으로 회사의 가치를 극대화하는 것이다.

② 회사가치의 측정

그렇다면 회사의 가치는 어떻게 측정할 수 있겠는가? 결코 쉬운 문제는 아니며 이것은 단순히 경제학적인 문제가 아니라 이사 책임의 범위를 결정하는 회사법적인 문제로서 앞으로 많은 연구가 필요한 영역이다. 다양한 견해가 있을 수 있겠지만 여기서는 기업금융이론을 사용하여 설명하는 최근의 법학 문헌의 내용을 간단히 소개하기로 한다.⁴⁹⁾

회사금융문헌은 회사의 경제적 이익(economic profit)과 회계학적 이익(accounting profit)을 구별한다. 비록 이익의 회계학적 정의가 회사의 순소득(net income)을 의미하는 것이지만, 경제학자들은 ‘이익(profit)’이라는 용어를 특정 투자안(프로젝트)에 투입된 금융에 대한 기회비용을 초과하는 수익률의 의미로 사용한다. 이러한 경제적 이익을 추정하기 위해 경영진은 다양한 프로젝트와 관련된 장래의 현금흐름의 현재가치를 계산할 필요가 있다. 사전적으로 가장 가치 있는 프로젝트를 결정하기 위함이다. 이것은 일반적으로 할인현금흐름법(discounted cash flow, DCF)으로 불리는 방법으로 가능하다. 이러한 관점에서 보면, 회사의 가치는 회사가 창출해 낼 수 있는 현금흐름의 가치에 의해 결정된다.⁵⁰⁾ 이것은 회사를 대차대조표의 체계에서 보면 쉽게 이해할 수 있다. 먼저 차변 항목은 회사가 보유하고 있는 자산들을 나타내고 있는데 이는 자금의 운용현황을 의미하고 있다. 반면 대변 항목은 회사가 자금을 어떤 형태로 조달하였는가를 보여주기 때문에 이를 통해서 자금의 조달원천을 알 수 있다. 그런데 이 같이 조달된 자금은 모두 차변의 자산을 취득하는 데에 사용된 것이므로 회사는 일종의 커다란 투자안으로 파악할 수 있다. 이와 같은 논리에 따라서 회사가치는 투자

49) 이와 같이 기본적인 기업금융이론들을 사용하여 회사법상의 이사의 의무의 내용을 밝히고자한 문헌으로는 Remus D. Valsan, Moin A. Yahya(2007) 참조

50) Remus D. Valsan, Moin A. Yahya(2007), p.28.

안의 가치를 계산하는 원리를 그대로 적용하여 산출한다. 즉, 투자안 가치가 그 투자안에서 기대되는 미래 현금흐름의 현재가치로 계산되듯이 회사가치도 그 회사가 매년 벌어들이는 현금흐름을 할인한 현재가치로 계산되는 것이다.⁵¹⁾ 이러한 현금흐름측정은 경영자뿐만 아니라 주주나 채권자를 위해서도 중요하다. 주주는 배당, 채권자는 자금회수를 위해 회사의 현금창출능력에 관심을 가질 것이므로 회계학적인 수익보다 회사의 현금흐름에 관심을 가진다.

결국 회사의 가치는 기본적으로 현금창출능력에 의해 결정되고 이것의 증가를 주주와 채권자 모두가 원할 것이므로 이것이 이사의 의무내용이 되어야 한다는 것이다.⁵²⁾

<회사모델과 회사의 손해>

회사모델	이해당사자 중심	주주중심	계약주의
회사의 본질	○ 법인격 도그마(fictional corporate)에 기초한 사회적 실체	주주동일성 도그마(fictional shareholder)에 기초한 주소유의 대상	계약의 결합체(nexus of contracts)
회사의 손해	○ 주주나 채권자가 손해를 입으면 회사가 손해를 입은 것으로 봄. ○ 배임죄의 적용범위가 제일 넓음.	○ 주주가 손해를 보면 회사가 손해를 본 것으로 봄 ○ 배임죄 적용범위가 이해당사자 중심모델보다 좁음.	○ 회사에 대한 모든 금융적 권리의 총합을 회사의 이익으로 봄. ○ 개별 주주나 채권자가 손해를 보더라도 바로 ‘회사’가 손해를 본 것이 아님. ○ 배임죄 적용에 소극적

51) 이의경(2003), pp.301-302.

52) 회사의 가치를 극대화할 이사의 의무는 미래 현금흐름의 할인가치를 극대화하는 프로젝트를 선택하는 것이다(net present value: NPV). 그리고 회사의 가치는 자본구조와 무관하게 독립적으로 결정된다는 Modigliani-Miller 이론과 투자결정과 자금조달결정은 서로 별개로 이루어진다는 피셔의 분리이론(Fisher's separation theorem)을 사용하여 NPV를 극대화하는 것이 주주와 채권자 사이에서 이해갈등을 야기하지 않는다는 사실을 보일 수 있다. 결국 회사의 가치를 극대화하는 이러한 이사의 의무는 회사의 모든 구성원들의 이익으로 귀결될 수 있다는 것이다. 이것은 이사가 의도적으로 ‘개별 구성원들의 이익(specific interests of its constituencies)’을 증가시키기 위해 노력한 결과가 아니라 ‘회사가치의 극대화(intrinsic interests of the corporation)’라는 자신들의 의무에 충실한 결과이다. Remus D. Valsan, Moin A. Yahya(2007) 참조

IV. 기업금융수단에 대한 배임죄 적용의 한계

1. 기업금융과 기업지배구조

기업은 자금이 있어야 지속적으로 사업을 영위해 나갈 수 있고 이러한 자금의 제공은 다양한 기업금융수단을 통해 이루어진다. 그리고 이러한 기업금융의 대표적인 수단인 주식에는 기업지배와 관련된 의사결정을 할 수 있는 의결권이 포함되어 있어 어떠한 기업금융수단을 활용할 것인가의 문제는 단순히 자금 조달의 문제가 아니라 기업지배구조와 관련된 문제이기도 하다.

기업금융과 기업지배구조와의 이러한 관련을 염두에 두고 우리나라 기업법제를 살펴보면 주주들은 소유한 주식의 수만큼만 지배권(의결권)을 행사해야 한다는 ‘1주 1의결권 원칙과 소유-지배 비례 원칙’을 경영자(지배주주) 통제를 위한 가장 이상적인 원칙으로 보고 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 현행 회사법은 회사 소유지배구조 형태를 결정짓는 1주 1의결권 원칙을 개별 회사의 정관으로도 변경할 수 없는 강행 법규로 보고 있고, 공정거래법과 금융관련법 등에서는 기업집단의 소유-지배 괴리를 비정상적인 것으로 보며 경제력집중 억제 규제를 통해 이를 인위적으로 축소시키고자 하고 있다. 즉 ‘지배주주-기업집단’ 지배구조를 비이상적인 것으로 보고 ‘전문경영인-개별회사’ 지배구조를 이상적인 것으로 보며 기업지배구조 개혁을 시행해 왔다. 같은 맥락에서 일반 주주들이 누리지 못하는 지배주주의 권한을 지배권 프리미엄, 가공자본, 대리비용 등의 원인으로만 보며 법과 시장의 압력을 통해 제거해야만 하는 대상으로 보아 왔다.⁵³⁾ 외환위기 이후 ‘기업금융’ 수단에 대한 배임죄 적용의 확대 역시 이러한 ‘기업지배구조 개혁’의 한 부분을 담당해 왔다.

그러나 ‘개별기업-전문경영인’ 구조가 ‘지배주주-기업집단’ 구조보다 더 이상적이라는 확정적 연구결과는 존재하지 않고 기업은 자신들의 경영환경에 따라 다양한 기업지배구조를 가질 수밖에 없다. 따라서 기업금융수단 과정에서

53) 구체적인 내용은 신석훈(2009) 참조

의 지배주주 권한 강화를 소수주주의 이익침해로 연결시키고 이것을 다시 회사 전체의 손해로 귀결시켜 지배주주(경영진)의 배임죄로 처벌하려는 논리의 연결고리는 그리 견고하지 못하다.

이러한 기업금융수단의 활용으로 인해 지배주주의 권한이 강화될 경우 지배주주의 사적이익추구(private benefits of control) 가능성이 증가한 것처럼 보이지만 이러한 지배권의 강화는 소수주주들을 포함한 모든 주주들에게도 이로운 효과(shared benefits of control)를 동시에 야기하는 경우도 많다. 앞에서 살펴본 바와 같이 CAPM이론에 따라 일반적인 투자자들은 분산투자를 통해 위험을 분산해 놓고 있지만 지배주주는 그렇지 못하다. 자기 재산의 상당부분을 하나의 회사에 투자한 지배주주는 분산투자를 한 일반주주들보다 회사의 발전을 위해 더 많이 노력할 유인이 존재한다. 따라서 지배주주는 자신의 지배권을 바탕으로 회사의 이익이 저조할 경우 적기에 강력한 조치를 취할 수 있다. 또한 회사가 어려움에 처하기 전에 전략적인 경영변화를 꾀할 인센티브와 힘을 가지고 있다. 게다가 지배주주의 장기적 투자 성향과 전략은 자본시장에서의 단기성향의 움직임에 휘둘리지 않고 회사의 지속적인 발전을 가능하게 한다.

물론 필자가 기업금융수단을 활용한 지배주주의 권한 강화가 항상 회사의 가치증진에 도움이 되므로 항상 바람직하다고 주장하는 것은 아니다. 기업금융수단 과정에서의 지배주주 권한 강화를 사적이익 추구가능성 증가라는 관점에서만 보며 이것을 ‘회사’의 손해로 연결시켜 경영진(지배주주)에게 배임죄를 묻는 것이 얼마나 타당한지 고민해 보자는 것이다. 구체적으로 피해를 본 개별주주의 손해를 보상해 줄 민사적 구제수단이 존재하고, ‘회사’가치에 미친 영향이 다양할 수밖에 없는 상황에서 기업이 처한 구체적인 상황을 고려하지 않고 배임죄라는 극단적인 수단을 통해 경영자에게 책임을 묻는 것이 과연 바람직한 것인지 고민해 볼 필요가 있다는 것이다.

이하에서는 지금까지 앞에서 살펴본 ‘회사의 본질’과 ‘이사의 의무’와의 관계에 대한 논의를 바탕으로 최근 사회적으로 이슈가 되었던 ‘삼성’ 사건(자본거래와 배임죄), ‘SK증권’ 사건(기업집단과 배임죄), ‘신한’ 사건(LBO와 배임죄)들을 비판적으로 검토해 보기로 한다.

2. 삼성 사건

지난 10년 동안 세간의 주목을 받아 오며 최근 최종 결론이 난 ‘에버랜드 전환사채 저가발행’과 ‘삼성SDS 신주인수권부사채 저가 발행’과 관련된 이사의 배임죄 사안을 살펴보기로 한다. 동 사건은 회사금융과 관련된 자본거래에 대한 사안이다.

(1) 사건 개요

1) 사실관계

에버랜드 사안의 쟁점은 에버랜드가 전환사채(CB)를 발행하면서 전환가격을 공정가액인 1만4,825원보다 저가인 7,700원에 주주배정 형식으로 발행했으나 기존 주주들이 이를 인수하지 않자 경영진이 실권된 부분을 이사회 결의를 통해 제3자인 특정인에게 배정한 것이 형법상 배임죄에 해당하느냐 하는 것이었다. 그리고 삼성SDS 사안에서는 에버랜드 사안의 경우와 달리 신주인수권부사채(BW)를 처음부터 주주가 아닌 제3자에게 공정한 행사가격인 1만4,230원보다 낮은 7,150원에 발행한 것이 역시 형법상 배임죄에 해당하느냐 하는 것이었다.

2) 판결요지

대법원은 주주배정방식의 에버랜드 사안의 경우는 기존 주주들에게 비례적으로 먼저 인수할 수 있는 기회를 주었기 때문에 기존주주들이 손해를 입었다고 볼 수 없고 역시 회사로서도 손해를 본 것이 아니므로 배임죄가 성립하지 않는다고 판시하였다. 그러나 기존 주주들에게 먼저 인수의 기회를 주는 주주배정방식이 아닌 제3자 배정방식으로 신주인수권부사채가 발행된 삼성SDS 사안에서는 제3자가 신주인수권부사채를 주식으로 전환할 경우 기존 주주들은 자신들의 주식이 희석되어 손해를 볼 수 있고 이로 인해 궁극적으로 회사가 손해를 입었으므로 배임죄가 성립한다고 보았다.

“주주는 회사에 대하여 주식의 인수가액에 대한 납입의무를 부담할 뿐 인수

가액 전액을 납입하여 주식을 취득한 후에는 주주 유한책임의 원칙에 따라 회사에 대하여 추가 출자의무를 부담하지 않는 점, 회사가 준비금을 자본으로 전입하거나 이익을 주식으로 배당할 경우에는 주주들에게 지분비율에 따라 무상으로 신주를 발행할 수 있는 점 등에 비추어 볼 때, 회사가 주주 배정의 방법, 즉 주주가 가진 주식 수에 따라 신주, 전환사채나 신주인수권부사채(이하 ‘신주 등’이라 한다)의 배정을 하는 방법으로 신주 등을 발행하는 경우에는 발행가액 등을 반드시 시가에 의하여야 하는 것은 아니다. 따라서 회사의 이사로서는 주주 배정의 방법으로 신주를 발행하는 경우 원칙적으로 액면가를 하회하여서는 아니 된다는 제약 외에는 주주 전체의 이익, 회사의 자금조달의 필요성, 급박성 등을 감안하여 경영판단에 따라 자유로이 그 발행조건을 정할 수 있다고 보아야 하므로, 시가보다 낮게 발행가액 등을 정함으로써 주주들로부터 가능한 최대한의 자금을 유치하지 못하였다고 하여 배임죄의 구성요건인 임무위배, 즉 회사의 재산보호의무를 위반하였다고 볼 것은 아니다. 그러나 주주배정의 방법이 아니라 제3자에게 인수권을 부여하는 제3자 배정방법의 경우, 제3자는 신주 등을 인수함으로써 회사의 지분을 새로 취득하게 되므로 그 제3자와 회사와의 관계를 주주의 경우와 동일하게 볼 수는 없다. 제3자에게 시가보다 현저하게 낮은 가액으로 신주 등을 발행하는 경우에는 시가를 적정하게 반영하여 발행조건을 정하거나 또는 주식의 실질가액을 고려한 적정한 가격에 의하여 발행하는 경우와 비교하여 그 차이에 상당한 만큼 회사의 자산을 증가시키지 못하게 되는 결과가 발생하는데, 이 경우에는 회사법상 공정한 발행가액과 실제 발행가액과의 차액에 발행주식수를 곱하여 산출된 액수만큼 회사가 손해를 입은 것으로 보아야 한다. 이와 같이 현저하게 불공정한 가액으로 제3자 배정방식에 의하여 신주 등을 발행하는 행위는 이사의 임무위배행위에 해당하는 것으로서 그로 인하여 회사에 공정한 발행가액과의 차액에 상당하는 자금을 취득하지 못하게 되는 손해를 입힌 이상 이사에 대하여 배임죄의 죄책을 물을 수 있다.”⁵⁴⁾

54) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949

(2) 비판적 검토

1) 자본거래와 회사의 손익

에버랜드 사안에서 배임죄가 적용되지 않는다고 판시한 판례를 비판하며 삼성SDS 사안은 물론 에버랜드 사안에서도 배임죄를 적용했어야 한다는 견해에 서는 회사의 손해를 차액설의 관점에서 보고 있다. 즉, 주주배정방식의 에버랜드 사안과 제3자 배정방식의 삼성SDS 사안 모두에서 경영진이 전환사채와 신주 인수권부사채의 가격을 정상적으로 책정했으면 각각의 경우 7,700원이나 7,150원보다 훨씬 많은 자금이 회사로 들어올 수 있었는데 그렇게 하지 않아 이러한 기회를 상실했다는 것이다. 이것은 경영진이 회사에 대한 의무를 위반함과 동시에 그 차액만큼 회사에 손해를 입힌 것이므로 배임죄가 성립한다는 것이다.

차액설의 기본 전제는 회사에 자금이 유입되면 무조건 회사에 유리하다는 것을 전제로 하고 있는데 여기에는 오류가 있다. 회사자산을 저가 양도하거나 회사기회유용의 경우와 같이 손익거래에서 상실한 이익이나 발생하였어야 할 이익은 이미 영업의 결과로 확정적으로 발생한 것인데 반하여, 신주발행과 같은 자본거래의 경우에는 조달된 자금이 생산활동에 투자되어야 이익이 실현될 수 있고 경우에 따라서는 손해를 볼 수도 있다. 따라서 자본거래로 인해 증가된 현금 그 자체는 회사의 손익과 무관하다. 신주발행을 통한 자금조달은 자본비용을 감안하여야 하는데, 예컨대 자기자본비용이 10%인 경우 수익률이 6%인 사업 밖에 없다고 할 때에는 그 사업안을 추진할 경우 외관상으로는 회사 가치를 증가시키지만 자본비용을 고려하면 오히려 회사 가치를 감소시키게 된다. 그러므로 이와 같은 경우에는 자기자본조달을 통하여 회사에 금원이 유입되는 것이 곧 회사의 이익이 된다고 볼 수 없다.⁵⁵⁾

실질관계를 중요시 하며 세금문제를 다루는 법인세법에서도 법인과 주주들 사이에서 이루어지는 증자·감자·배당 등과 같은 법률행위를 ‘자본거래’라고 하며, 이러한 행위로 법인의 손익이 발생하지 않는다고 본다. 주머니에 있는 돈을 쌈지로 옮겨 놓은 것에 불과하기 때문이다. 마찬가지로 실질적 관계를 가장

55) 윤영신(2007), 정기화(2006) 참조

중요시해야 하는 형법적 문제인 배임죄 적용 사안에서도 경영진의 자본거래 관련 행위로 인해 ‘회사’가 ‘손실’을 입었다고 볼 수는 없다.

2) 판례의 논리와 주주중심회사모델

대법원은 제3자 배정인 삼성SDS 사안에서 신주인수권부사채의 저가발행으로 인한 주주간의 부의 이전문제를 주주의 손해가 아니라 ‘회사’의 손해로 보고 있다. 이것은 회사의 손해를 판단하는 기준으로 앞에서 설명한 차액설, 즉 유입될 자금이 들어오지 않은 경우를 회사의 손해로 보는 경우에는 맞는 말이다. 그렇다면 판례는 차액설을 취하고 있는 것인가? 그러나 차액설을 기준으로 할 경우 주주배정인 에버랜드 사안에서는 왜 저가 발행으로 인해 유입될 수 있는 자금이 유입되지 못한 경우를 회사의 손해로 보고 있지 않은지를 설득력 있게 설명하지 못하게 된다. 판례는 기존의 주주들에게 아무 손해가 없기 때문에 회사가 손해를 본 것이 없다고 하나 그렇다면 판례는 이미 회사의 손해 여부를 따질 때 주주의 손해 여부를 고려하고 있는 것이다. 즉 실질적으로 판례는 ‘회사’의 손익여부를 검토하고 있다기보다는 기존 ‘주주’들의 손익 여부를 검토하며 이들에게 피해를 주지 않은 에버랜드 사인의 경우 무죄, 피해를 준 삼성SDS 사안의 경우는 유죄를 인정하고 있는 것이다. 결국 대법원의 논리를 이해하기 위해서는 ‘회사’의 손익과 ‘주주’의 손익을 동일한 것으로 보아야 한다. 그리고 이러한 논리가 옳기 위해서는 ‘주주’라는 주체가 회사를 “소유”한다고 보아야 하고 이것은 다름 아닌 전통적인 주주중심회사모델을 의미하는 것이다.⁵⁶⁾ 그러나 이미 언급한 바와 같이 주주동일성 도그마와 이에 기초한 주주중심회사모델은 새로운 금융환경에서 한계를 가지고 있다.

3) 배임죄 적용 논리와 이해당사자중심회사모델

에버랜드 사안과 삼성SDS 사안 모두에서 경영진이 가능한 최대한의 자금이

56) 이미 언급한 바와 같이 지금까지 판례의 기본입장은 주주뿐 아니라 채권자가 손해를 입어도 회사가 손해를 본 것으로 보며 배임죄를 적용해 왔다. 그러나 적어도 이번 삼성 판례에 국한해서 본다면 주주의 이익과 회사의 이익을 동일한 것으로 보는 전통적인 주주중심회사모델에 가깝다고 할 수 있다.

회사에 유입되도록 할 자본충실의무를 위반하며 증권을 저가로 발행함으로써 정상적으로 발행했을 경우보다 적은 금액이 회사에 들어와 회사가 손해를 입었다고 보는 견해는 저가 발행으로 인해 주주가 손해를 입어야만 회사가 손해를 보는 것은 아니라고 본다. 이러한 견해는 전통적인 이해당사자 모델을 전제로 하고 있는 것으로 평가할 수 있다. 회사는 단순히 주주의 소유물이 아니라 회사와 관계를 맺고 있는 다양한 이해관계인들의 이익을 위해서도 존재하는 주주와 독립된 하나의 사회적 실체(social entity)라는 것이다. 회사의 손익을 따질 때는 주주만이 아니라 다른 이해관계인, 특히 채권자의 이익도 고려해야 한다는 것이다. 그런데 채권자는 회사에 자본이 많이 들어오면 들어올수록 회사의 책임재산이 많아져 나중에 자신들의 채권을 변제받기가 훨씬 수월해지는데 저가발행으로 그렇지 못하게 되었으므로 손해를 입었다는 것이다. 그러나 ‘자본충실의 원칙’은 액면가 이상의 자금이 회사로 유입되도록 하는 것을 담보하기 위한 제도가 아니라 채권자 보호를 위해 최소한 발행주식 액면총액에 해당 하는 재산액만큼이 회사 내에 유보될 것을 담보하기 위한 제도이다. 특히 자본충실의 원칙을 핵심으로 하는 회사법상의 자본제도가 실질적으로 채권자 보호를 제대로 하지 못하고 있고⁵⁷⁾ 채권자들도 회사의 자본을 보고 투자하기보다는 회사의 지속적 경영을 통한 원활한 현금흐름을 보며 투자를 하고 있는 상황에서 이러한 견해는 설득력이 없다.

3. SK증권 사건과 배임죄(기업집단과 배임죄)

(1) 사건 개요

1) 사실관계

1999년 당시 SK증권은 JP모건에 3억 달러가 넘는 손해배상금을 지불할 처지에 있었다. 또한 당시 SK증권은 금융감독원의 경영개선명령에 따라 증자를 통해 재무구조를 개선해야 하는데 만일 손해배상금을 지불할 경우 이를 이행하

57) 현행 회사법상 경직된 자본제도의 문제점에 대해서는 김건식(2003) 참조

는 것이 쉽지 않은 상태였다. 따라서 SK증권은 JP모건과 3억2천만 달러에 화해계약을 체결하고 이 중 1억7천만 달러는 JP모건이 손해배상금을 지급받아 SK증권의 유상증자에 참여하는 것으로 하였다. 여기까지는 특별히 문제될 것이 없지만 화해계약 직후 JP모건과 SK글로벌의 해외자회사 간에 이면계약으로 JP모건이 참여한 증자액 중 1억 달러에 상당한 주식에 대해 풋옵션계약이 체결되었다. SK글로벌이 상당부분의 지분을 가지고 있었으므로 형식적으로는 자회사가 계약의 당사자인 것 같지만 실질적으로는 SK글로벌이 계약의 당사자다. 그 내용은 JP모건이 주당 4달러 정도의 가격으로 인수한 SK증권 주식을 2년 후 주당 5달러 정도의 가격으로 SK 글로벌 해외자회사에 팔 수 있다는 것이다. 이러한 풋옵션 계약의 실질은 JP모건이 SK 글로벌 해외자회사에게 돈을 빌려주고 이에 대하여 주당 1달러 정도의 이자를 받는 것이나 마찬가지다. 그러나 풋옵션 계약만 체결할 경우, 만일 주가가 5달러 이상으로 상승할 경우 JP모건은 풋옵션을 행사하지 않고 이자에 해당하는 1달러 이상의 추가적 이익을 볼 수 있으므로 이를 막기 위해 SK글로벌 해외자회사는 JP모건이 주당 4달러 정도로 인수한 가격에 시간이 경과함에 따른 이자를 가산한 금액으로 JP모건으로부터 언제든지 주식을 살 수 있다는 콜옵션 계약을 동시에 체결하였다. 결국 JP모건이 대출해 준 1억 달러에 대한 약정이자 이상을 취득할 수 없도록 한 것이다. 이러한 일련의 화해계약과 옵션계약을 실질적으로 주도한 것은 SK 구조조정본부였다. 이에 대해 참여연대는 경영진과 총수의 배임죄를 주장하며 검찰에 고발하였다.⁵⁸⁾

2) 판결요지

이 사안에서의 이면계약의 실질적 내용은 SK증권의 주식취득과 관련하여 자금은 JP모건이 부담하고 명목상 소유자도 JP모건으로 하지만 실질적인 투자 위험, 즉 SK증권의 주가변동에 따른 위험은 SK글로벌 해외자회사가 부담하는 것이었다.⁵⁹⁾ 왜냐하면 2년 후 JP모건이 SK글로벌 해외자회사에게 주당 5달러

58) 사실관계 정리는 송옥렬(2004) 참조

59) 앞에서 살펴본 바와 같이 옵션계약을 통해 주주의 법적 지위가 단순한 보통주주의 지위와 달라질 수 있다는 사실을 이 사안에서도 엿볼 수 있다.

에 팔 수 있는 풋옵션 권리를 행사할 경우 이를 매입할 수밖에 없기 때문이다. SK글로벌 해외자회사가 옵션계약을 이행해야 했을 때 SK증권 주가는 1달러가 조금 넘는 수준이었다. 법원이 파악한 손해액은 옵션계약의 이행금액인 주당 5달러 가격과 그 이행당시의 주가인 주당 1달러 가격과의 차액이다. 바로 이 차액만큼 SK증권은 이득을 보고 SK 글로벌 해외자회사는 손해를 봤으므로 이를 초래한 그룹 경영진은 배임죄를 면할 수 없다고 판시하였다.

(2) 비판적 검토

이 사건을 개별 회사별로 구분하여 보면 배임죄를 적용하는 데 크게 문제될 것이 없어 보이지만 SK그룹이라는 그룹 전체의 관점에서 보면 과연 배임죄를 적용하는 것이 바람직한가에 대해 의문이 든다. 즉, 배임죄가 성립하기 위해서는 주관적 요건으로 경영진이 회사에 손해를 가할 고의가 있어야 하고 객관적 요건으로 회사의 손해가 발생해야 한다.

SK그룹 차원에서 보면 당장은 손해를 보는 한이 있어도 장기적인 관점에서 증권업을 포기할 수 없다가거나, SK증권이 도산할 경우 그룹 전체에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 사업상의 이유로 SK증권을 살릴 필요가 있다고 판단되는 경우 비록 계열사가 일정부분 손해를 보더라도 이를 감수하며 SK증권에 대해 지원하기로 결정할 유인은 충분히 있었을 것이다. 이때 과연 그룹 전체의 이익을 위해 의사결정을 한 그룹의 의사결정자들에게 배임죄의 고의가 있었다고 보는 것이 바람직한지 의문이다. 당시 SK측 변호인들이 이와 유사한 주장을 했지만 재판부는 해외법인들은 원칙적으로 자신의 사업이익을 추구해야 하는 별개의 독립영리회사라는 점을 강조함으로써 이러한 주장을 받아들이지 않았다.⁶⁰⁾

그렇다면 계열사 지원을 통해 당해 계열사는 손해를 보지만 그룹전체가 이

60) “이익을 취득하는 제3자가 같은 계열회사이고, 계열그룹 전체의 회생을 위한다는 목적에서 이루어진 행위로서 그 행위의 결과가 일부 본인을 위한 측면이 있다 하더라도 본인의 이익을 위한다는 의사는 부수적일 뿐이고 이득 또는 가해의 의사가 주된 것임이 판명되면 배임죄의 고의를 부정할 수 없다.”

익을 보는 경우라도 계열사의 주주들이 피해를 본다면 항상 이러한 지원행위에 대해 의사결정을 내린 그룹의 경영진은 배임죄를 면할 수 없는 것인가? 그렇다는 것이 판례의 입장이다. 물론 사후적으로 보면 계열사의 주주들이 손해를 본 것 같지만 사전적인 관점에서 보면 앞에서 살펴본 CAPM이론에 따라 이들은 그룹 전체의 계열사로 자신들의 투자를 분산시켜 놓을 수 있었고 실질적으로도 그렇게 하기도 한다. 그렇다면 이러한 계열사 지원행위는 오히려 이들에게 이득이 된다.⁶¹⁾ 물론 이렇게 분산투자를 하지 않아 정말로 소수주주가 손해를 보는 경우도 있을 것이다.⁶²⁾ 그러나 분명 이득을 보는 경우도 있다. 그렇다면 이와 같이 손해 여부가 유동적인 경우 마치 회사 자체가 항상 손해를 본 것으로 간주하며 형법상 배임죄라는 극단적인 방법을 동원하는 것이 바람직한지 의문이다. 개별 회사차원에서만 회사의 손익여부를 판단하며 경영진에게 배임죄를 물을 경우 기업집단 지배구조가 가져다주는 사회적 혜택은 사라지게 된다. 기업집단 지배구조가 항상 바람직하지 않다면 모를까⁶³⁾ 그렇지 않다면 기업집단 체제로 운영되는 기업 현실을 고려하지 않고 개별 회사 차원에서 이루어지는 법적 판단이 항상 옳은 것인지에 대해 보다 심도 있는 논의가 필요할 것이다. 즉 우리나라 기업집단에서는 구조조정추진본부나 그룹 총수가 그룹 전체의 발전방향을 제시하고 중복투자 등을 조정하는 사례가 종종 있는데 이러한 경영상의 판단에 대해 특정한 계열회사의 입장에서만 생각하여 배임죄의 성립여부를 검토하는 것이 경영계의 실무나 일반인의 법률 감정에 부합하지 않을 수 있다.⁶⁴⁾ 만일 개별 회사 차원에서만 배임죄 적용여부를 검토할 경

61) Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie(2008), p.494 참조

62) 비록 분산투자를 하지 않았더라도 소수주주가 항상 손해를 보는 것은 아니다. 예를 들어 투자자가 어느 계열사 주식을 가지고 있을 때, 사전적으로는 계열사 지원을 허용하는 것이 그 투자자의 기대수익을 높인다. 계열사 지원을 통해 이익을 볼 확률과 손해를 볼 확률이 각각 절반인 경우, 위 가정에 따라 이익규모가 더 크다면 결국 사전적으로는 기댓값이 더 크게 된다. 그리고 만일 확률이 달라서, 특정 계열사가 대부분 손해를 보는 입장에 처할 가능성이 높다고 한다면 그러한 가능성은 이미 투자자가 그 주식을 매입할 때 가격에 반영되어 있는 것으로 보아야 한다. 결국 투자자로서는 설사 투자를 전체 그룹으로 분산시켜두지 않더라도 사전적으로는 손해를 보지 않는 결과가 된다. 자세한 설명은 송옥렬(2005), p.26 참조

63) 기업집단 지배구조 체제에 대한 기능적 접근에 대해서는 신석훈(2009) 참조

64) 이준식(2009), p.73.

우 모회사가 100% 지분을 소유하고 있는 자회사를 지원하는 경우도 이를 결정한 모회사의 경영진은 지원행위로 인해 모회사에게 손해를 입히고 제3자인 자회사에게 이득을 주었다는 이유로 배임죄를 적용할 수 있다. 그러나 이러한 경우 자회사의 손익은 전부 모회사에게로 귀속되므로 과연 독립적인 법인격을 형식적으로 보며 배임죄를 적용하는 것이 바람직한지에 대해서는 많은 논의가 필요할 것이다.

4. 신한 사안과 배임죄(LBO와 배임죄)

(1) 사건 개요 및 쟁점

피고인은 회사정리절차 진행 중인 ‘신한’을 인수하기 위해 투자목적회사(Special Purpose Company: SPC)를 설립하고 대표이사가 되어 금융기관으로부터 인수자금을 차입하였다. 이 자금으로 ‘신한’의 주식을 상당부분 취득한 후 이를 금융기관과의 약정에 따라 금융기관에 담보로 제공하였다. 피고인은 ‘신한’을 최종적으로 인수한 후 대표이사로 취임하였고 즉시 ‘신한’의 부동산 등을 금융기관에 담보로 제공하고 기존에 담보로 제공했던 ‘신한’ 주식에 대한 담보설정을 해지했다. 이에 대해 대법원은 피고인에게 업무상 배임죄의 성립을 인정하였다.

기업 인수에 필요한 자금을 마련하기 위하여 그 인수자가 금융기관으로부터 대출을 받고 나중에 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 이른바 LBO (Leveraged Buyout) 방식을 사용하는 경우, 피인수회사로서는 주채무가 변제되지 아니할 경우에는 담보로 제공되는 자산을 잃게 되는 위험을 부담하게 된다. 만일 인수자가 피인수회사에 아무런 반대급부를 제공하지 않고 임의로 피인수회사의 재산을 담보로 제공 하였다면, 인수자 또는 제3자에게 담보가치에 상응한 재산상 이익을 취득하게 하고 피인수회사에게 그 재산상 손해를 가하였다 고 봄이 상당하다고 보며 업무상 배임죄가 성립한다고 본 사안이다.⁶⁵⁾

65) 대법원 2006. 11. 9. 선고 2004도7027 판결

(2) 비판적 검토

대법원은 피고인이 ‘신한’의 주요 자산을 담보로 제공한 경우 자칫 담보권이 실행되어 환가 처분될 위험이 있어 ‘신한’의 주주와 채권자들의 잠재적 이익을 해하는 것이라고 판시하고 있다. 그렇다면 정말 피고인의 담보제공 행위로 ‘신한’의 주주들과 채권자들이 손해를 보았고 이것은 ‘회사’ 자체에게도 손해가 발생한 것이므로 배임죄가 성립하는 것일까?

대법원은 왜 주주와 채권자 손해를 보았는지에 대해 설명하고 있지는 않다. 상식적인 차원에서 보면 아마도 SPC가 대출금을 변제하지 못하여 담보로 제공된 ‘신한’의 자산이 환가처분 될 경우 주주의 입장에서는 주식의 순가치가 감소되어 손해를 볼 것이고, 채권자의 입장에서는 혹시라도 ‘신한’이 자신들의 채권을 변제하지 않으면 ‘신한’의 일반재산으로라도 변제를 받아야 하는데 이러한 일반재산이 줄어들 수 있으므로 잠재적으로 피해를 볼 위험이 있다고 본 듯하다.⁶⁶⁾ 그러나 이것은 차입매수 전 과정을 총체적으로 보지 않고, 단지 담보를 제공했다는 사실 자체만을 부분적으로 보고 있는 것으로 문제가 있다. 비록 ‘신한’의 재산이 제3자에게 담보로 제공되어 환가 처분될 위험이 있는 것은 분명하지만 반면, 이러한 담보제공으로 인해 SPC가 ‘신한’을 인수할 수 있었고 이러한 인수로, 정리절차에 들어갔던 ‘신한’이 희생하며 회사가치가 증가했으므로 오히려 주주와 채권자에게 이익이 된 것이다.⁶⁷⁾ 또한 이 사안에서 문제되는 것은 과연 경영자에게 배임의 고의를 인정할 수 있겠느냐는 것이다. 이 사안에서 ‘신한’의 경영이 정상화 되지 않으면 인수자 역시 이익을 얻을 수 없기 때문에 인수자의 의사는 자신과 ‘신한’ 모두에게 이익이 되려는 의사라고 할 것이므로 배임의 고의를 인정할 수 없을 것이다.⁶⁸⁾

이와 같이 LBO를 이용한 기업인수가 회사에 대한 이사의 의무를 위반한 것 인지는 회사의 개별 구성원, 특히 채권자의 잠재적 손해가 아닌 ‘회사전체의 가치증진’이라는 관점에서 파악해야 한다는 것이 미국 판례의 입장이기도 하

66) 박태연(2007), pp.223-224 참조

67) 박태연(2007), pp.222-224, 이상돈(2006), p.9 참조

68) 이상돈(2006), p.9.

다. 미국에서는 배임죄가 없기 때문에 여기서의 판례는 당연히 회사법상의 판례이다.

이사는 채권자에게도 주의의무를 부담하므로 LBO로 채권자인 자신들에게 손해가 발생했다는 주장에 대해 미국 법원은 이사가 채권자들과 명시적으로 체결한 계약을 위반하지 않는 한 채권자들은 손실을 보상받을 수 없다고 판시하였다.⁶⁹⁾ 이 판결에 대해 비판하는 견해는 이사는 파레토 최적원칙(rule of Pareto-optimality)에 따라 주주와 채권자의 이익을 고려하며 경영의사 결정을 해야 한다고 주장하기도 한다. 즉 경영자는 의사결정을 할 때 이것이 주주의 이익을 증진시킨다고 해도 이것으로 인해 채권자의 지위가 불리하게 악화된다면 이러한 의사결정을 실행해서는 안 된다는 것이다. 이것이 주주와 채권자가 머리를 맞대고 계약을 체결했다면 서로 합의하였을 이사의 의무 내용이라는 것이다.⁷⁰⁾ 그러나 주주와 채권자가 가상적 계약을 체결하는 것이 아니라 회사에 금융을 제공하는 투자자들이 모여 가상적 계약을 체결한다고 보면, 앞에서 살펴본 바와 같이 합리적 투자자들은 LBO로 인해 채권(bond)의 가치가 감소했다라도 주식의 가치가 이보다 더 많이 증가해 회사 가치가 전반적으로 증가했다면 이러한 결과를 원했을 것이다.⁷¹⁾⁷²⁾

69) Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp.1504, 1524-25(S.D.N.Y. 1989). Thomas A. Smith(1999), p.252 참조

70) David Millon(1991), pp.267-268.

71) LBO가 기업가치를 전반적으로 증가시키는 효과가 있다는 증거는 많다. Ronald J. Gilson(1987), pp.818-819. Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg(1988) 참조

72) Steven L. Schwarcz(1996), pp.685-686 참조

V. 결 론

1. 1997년 외환위기의 한 원인으로 대기업 경영진들의 도덕적 해이가 지목되며 이를 형벌로 다스려야 한다는 사회적 분위기가 팽창되어 왔다. 사법부 역시 기업경영활동에 대해 배임죄를 본격적으로 적용해 왔다. 최근 이와 관련된 삼성 사건에 대한 판결이 최종 확정되었으나 법리적으로 많은 문제점을 드러내고 있다. 형법상 배임죄가 성립하기 위해서는 이사가 회사를 위해 성실히 경영활동을 해야 한다는 회사법상의 선관주의의무를 위반하여(주관적 요건) 회사에 손실(객관적 요건)을 입혀야만 한다. 따라서 이사에게 배임죄를 적용하기 위해서는 어떠한 경우에 이사가 주의의무를 위반했다고 보아야 하는지, 그리고 어떠한 경우에 회사가 손실을 입었다고 보아야 하는지에 대해 판단되어야만 하고, 이것은 ‘회사의 본질’을 바라보는 관점에 따라 다양하게 해석될 수밖에 없다. 본 연구에서는 회사의 본질을 바라보는 세 가지 관점을 살펴보았다.

첫째, 회사의 독자적인 법인격성(fictional corporation)을 강조하는 전통적인 이해당사자중심회사모델을 비판적으로 검토하였다. 이 모델에서는 주주나 채권자가 손해를 본 경우 회사가 손해를 입었다고 보고 있다. 둘째, 주주들을 동일한 이해관계를 가진 하나의 집단(fictional shareholders)으로 보며 이들이 회사를 소유하고 있는 것으로 보고 주주의 손익여부에 따라 회사의 손익 여부를 판단하는 전통적인 주주중심회사모델을 비판적으로 검토하였다.

지금까지 경영활동, 특히 기업금융과 관련된 행위에 대해 배임죄를 확대 적용하자는 견해와 판례의 논리는 이러한 두 개의 회사모델에 기초하고 있었다. 그러나 이러한 법적 의제(legal fiction)에 기초하며 회사의 본질을 바라볼 경우 이사에 대한 배임죄 적용이 쉽게 확대될 위험이 있다. 특히 최근 금융이론의 발전과 금융환경의 변화로 인해 전통적인 회사모델들의 전제조건이 변화하고 있으므로 “회사에 대한 이사의 의무”를 새롭게 해석할 필요가 있다. 따라서 ‘법적 의제’의 관점이 아닌 다양한 생산요소 소유자들의 계약적 관계의 집적(nexus of contracts)이라는 실체적 관점에서 회사의 본질을 파악하고 있는 계약주

의 회사모델을 검토하였다. 여기서는 옵션 등과 같은 금융수단의 발달로 전통적인 주주와 채권의 성격이 혼합되어 가며 주주의 성격이 다양해지고 있고 투자자들이 CAPM이론에 기초하며 분산투자를 하고 있는 상황에서 이사의 경영행위로 특정 주주나 채권자 등이 손실을 입었다고 해서 바로 ‘회사’가 손해를 입었다고 보는 것은 무리라고 보고 있다. 회사에 대한 이사의 의무는 특정 구성원에 대한 의무가 아니라 회사에 대한 금융적 청구권의 총체적 극대화으로 표출되는 회사가치의 증대라고 보고 있기 때문이다. 따라서 기업금융과 관련된 이사의 행위가 특정 주주나 채권자에게 손해를 준 것 같지만 회사 전체적으로 볼 때 또는 기업집단 전체적으로 볼 경우에는 그렇지 않을 수도 있다.

2. 기업금융과 관련된 이사의 경영판단이 회사에 손해를 입혔다고 보아 형법상의 배임죄를 적용하기 위해서는 회사법상의 “회사에 대한 이사의 주의의무”의 내용을 확정해야만 한다. 그런데 이러한 내용을 확정하는 것은 회사의 본질과 관련된 문제이므로 그리 간단한 문제가 아니다. 이것 자체가 회사법 연구의 전부라고 해도 과언이 아닐 정도로 중요한 문제임과 동시에 어려운 문제이다. 그리고 미국의 법경제학자들은 이 문제를 해결하기 위해 다양한 금융경제학적 방법론을 동원하기도 한다. 그러나 지금까지 우리나라 법원은 회사법 영역에서의 이사의 배임죄 적용문제를 마치 일반적인 사인간의 거래에서 적용되는 배임죄 논리와 동일한 관점에서 접근하며 기업금융영역에서의 배임죄 적용범위를 점점 확대해 왔다.

기업경영과 관련한 이사의 회사에 대한 배임죄 사안은 일반적인 사인간의 거래에서 문제되는 배임죄처럼 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람이 완전한 별개의 이해관계 주체가 아닌 경우가 많다. 즉 시장에서 개별 경제주체들 간의 거래에서는 신임관계 위반여부와 이것으로 인해 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람이 분명히 드러나지만 ‘이사’와 ‘회사’와의 관계는 그렇지 못하다. ‘회사’는 하나의 독자적인 실체라기보다는 다양한 이해관계인들 간의 관계가 집적된 것이고 이러한 관계는 개별 기업마다 상황에 따라 다양하다. 따라서 이러한 계약의 결합체 전체의 이익을 극대화 하는 방법은 다양할 수밖에 없다. 배임죄 성립을 위한 주관적 요건인 이사의 의무위반 여부를 판단함에 있어 경

영판단의 원칙이 필요한 이유도 여기에 있는 것이다.

3. 본 연구에서는 법적 의제(legal fiction)를 중요시 하는 전통적인 회사모델들에 기초하며 이사의 경영활동, 특히 기업금융활동에 대해 배임죄 적용을 확대하고자 하는 논리를 계약적 회사모델의 관점에서 비판적으로 검토하였다.

이를 바탕으로 최근 기업금융과 관련해 배임죄를 적용한 삼성SDS 사례(자본거래와 배임죄), SK증권 사례(기업집단과 배임죄), 신한 사례(LBO와 배임죄)의 법리적 한계를 지적하였다. 삼성SDS 사례에서는 회사에 손익을 발생시킬 수 없는 자본거래에 배임죄를 적용했고, SK증권 사례에서는 계열사 지원행위가 기업집단 전체에 이익이 되는지 여부를 고려하지 않고 계열회사인 개별 회사의 관점에서만 손익 여부를 검토하고 있으며 신한 사례에서는 인수회사가 대상기업의 자산 등을 담보로 차입한 자금을 의존하여 기업인수를 하는 차입매수(LBO) 방식의 기업인수 과정을 전체적인 관점에서 평가하지 않았다는 한계를 가지고 있다.

이러한 배임죄의 점진적 확대는 중국적으로 기업금융수단의 활용을 억제하며 우리나라 금융발전의 발목을 잡을 수도 있다. 물론 다양한 성격의 투자자들이 존재하는 금융시장에서 이사가 다양한 기업금융수단을 활용하다보면 모든 투자자들의 욕구를 동시에 만족시켜주는 것이 쉽지 않을 것이고 결과적으로 일부의 투자자들에게 손해를 줄 수밖에 없는 경우도 발생할 것이다. 그러나 이것을 ‘이사의 의무위반으로 인한 회사의 손해’라는 배임죄 성립요건 충족으로 자연스럽게 연결시키며 이사에게 형법상 배임죄를 확대 적용하는 것은 자제되어야 한다. 최근의 복잡한 기업금융현상을 명쾌하게 유죄와 무죄로 판단하는 것은 점점 어려워지고 있다. 그러나 이러한 복잡한 기업금융현상에서 발생하는 문제를 해결하기 위해 형법이 동원할 수 있는 규제수단은 유죄 아니면 무죄밖에 없고 이해관계인들 사이의 자발적 조정을 통한 문제해결이라는 것은 아예 허용될 수 없다. 따라서 회사의 본질과 이사의 의무에 대한 분명한 인식을 바탕으로 기업금융에 대한 배임죄 적용사안에서 ‘경영판단의 원칙(business judgement rule)’을 적용해 나가야 할 것이다.

참고문헌

- 김건식, 「자본제도와 유연한 회사법」, 『절차적 정의와 법의 지배』, 박영사, 2003.
- 박태연, 「차입매수에 있어서의 이사의 신인의무」, 『인권과 정의』, 2007.
- 송옥렬, 「이사의 민사책임과 형사책임의 판단기준」, 『상사판례연구』~제6권, 2006.
- _____, 「SK 사건일지: 법적 쟁점의 정리」, 『BFL』~제3호, 서울대학교 금융법센터, 2004. 1.
- _____, 「기업집단 부당내부거래 규제의 법정책적 이해」, 『법학』~제46권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 2005. 3.
- 신석훈, 『주주자본주의에 대한 법경제학적 접근』, 한국경제연구원, 2009.
- _____, 『회사의 본질과 경영권』, 한국경제연구원, 2008.
- 설민수, 「M&A의 한 방법으로서의 LBO에 대한 규제, 그 필요성과 방법, 그리고 문제점; 대법원의 2004도7027 판결에 대한 또 다른 시각」, 『사법논집』 제45집, 2007.
- 윤영신, 「전환사채의 저가발행에 대한 이사의 배임죄 성부」, 『민사판례연구』~제28집, 2007.
- 이상돈, 「차입매수와 배임죄」, 한국증권법학회 정기세미나 자료, 2006. 12.
- _____, 『윤리경영과 형법』, 신영사, 2005.
- 이용식, 「횡령·배임죄와 이사의 자기거래」, 『상사판례연구』~제4권, 2000.
- 이의경, 『채무관리』, 경문사, 2003.
- 이재교, 「배임죄와 기업 활동의 자유」, 한국경제연구원 KERICAL럼, 2008. 11. 17.
- 이종상, 「이사의 책임과 배임죄에 대한 비판적 고찰」, 『BFL』~제19호, 2006.
- 이준식, 「SK 사건의 법률적 쟁점 검토」, 『BFL』~서울대학교 금융법센터, 제36호, 2009.
- 이철송, 「자본거래와 임원의 형사책임」, 『인권과 정의』~제359호, 2006.
- 장덕조, 「전환사채의 저가발행과 회사의 손해」, 『법조』~제601호, 2006.

정기화, 「에버랜드 판결의 법 경제학적 분석」, 경제학 공동학술대회, 2006.
조 국, 「기업범죄 통제에 있어서 형법의 역할과 한계」, 『형사법연구』 제19권 제3호(上), 2007.
허일태, 「배임죄에 있어서의 행위주체와 손해의 개념」, 『비교형사법연구』 제6권 제2호, 2004. 1.

Amy B. Gitlitz, Esq., *Corporations*, Law Rules Publishing Corporation, 2000.
Bainbridge, Stephen M., *Corporation Law and Economics*, Foundation Press, 2002
Dale Arthur Oesterle & Jon R. Norberg, “Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?,” *41 Vand. L. Rev.* 207, 1988.
Daniel J.H. Greenwood, “Fictional Shareholders: For Whom are Corporate Managers Trustees, Revisited,” *69 S. Cal. L. Rev.* 1021, 1996.
David Millon, “Redefining Corporate Law,” *24 Ind. L. Rev.* 223, 1991.
Edward B. Rock, Michael L. Wachter, “Islands of Conscious Power: Law, Norms, And The Self-Governing Corporation,” *149 University of Pennsylvania Law Review* 1691, June, 2001.
Frank Partnoy, “Adding Derivatives to The Corporate Law Mix,” *Georgia Law Review*, Winter, 2000.
Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie, “One Share, One Vote And The False Promise of Shareholder Homogeneity,” *30 Cardozo Law Review* 445, November, 2008.
Gregory Scott Crespi, “Maximizing The Wealth of Fictional Shareholders: Which Fiction Should Directors Embrace?,” *Journal of Corporation Law*, Winter 2007.
Gregory Scott Crespi, “Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of The Shareholder Primacy Norm,” *55 Smu Law Review* 141, Winter 2002.
Henry T.C. Hu, “New Financial Products, The Modern Process of Financial Innovation, And The Puzzle of Shareholder Welfare,” *Texas Law Review*, May, 1991.

- Iman Anabtawi, "Some Skepticism About Increasing Shareholder Power," *53 Ucla Law Review* 561, February, 2006.
- Jonathan R. Macey, "Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes," *Duke Law Journal* 173, February 1989.
- John R. Boatright, "Contractors as stakeholders: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm," *Journal of Banking & Finance* 26, 2002.
- Margaret M. Blair, "Directors' Duties In A Post-Enron World: Why Language Matters," *38 Wake Forest Law Review* 885, Fall 2003.
- Roberta Romano, "Corporate Law and Corporate Governance," *5 Indus. & Corp. Change* 277, 1996.
- Remus D. Valsan, Moin A. Yahya, "Shareholders, Creditors, And Directors' Fiduciary Duties: A Law And Finance Approach," *Virginia Law & Business Review*, Spring 2007.
- Remus D. Valsan, Moin A. Yahya, "Shareholders, Creditors, And Directors' Fiduciary Duties: A Law And Finance Approach," *Virginia Law & Business Review*, Spring 2007.
- Ronald J. Gilson, "Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes," *73 Va. L. Rev.* 807, 1987.
- Stephen M. Bainbridge, "The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine," *57 Vanderbilt Law Review* 83, January 2004.
- Stephen M. Bainbridge, "Unocal At 20: Director Primacy In Corporate Takeovers," *31 Delaware Journal of Corporate Law* 769, 2006
- Steven L. Schwarcz, Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors, *17 Cardozo L. Rev.* 647, 1996.
- Thomas A. Smith, "The Efficient Norm For Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty," *Michigan Law Review*, October 1999.