

# 주주에 대한 충실의무 도입 필요성

- 민사구제 활성화를 통한 기업 거버넌스 개선 방안 -

2024.6.12

자본시장연구원/한국증권학회

김우진

서울대학교 경영(전문)대학(원)

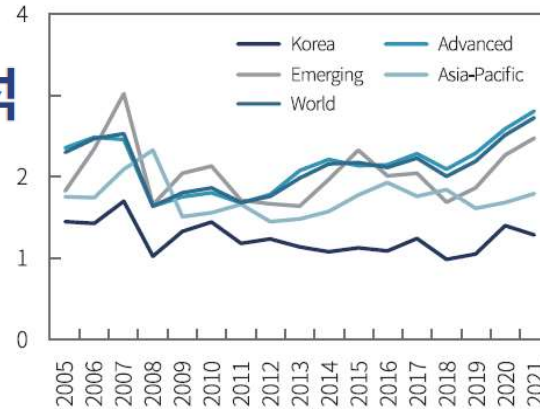
# 코리아 디스카운트 원인 분석

김준석 · 강소현

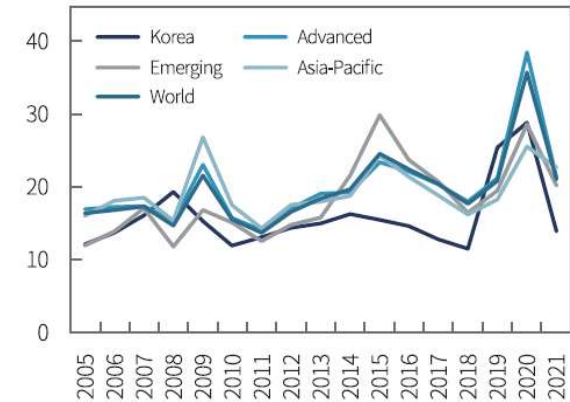
45개국 32,428개 상장기업  
의 2005~2021년 자료를  
이용하여 분석

Source: Datastream

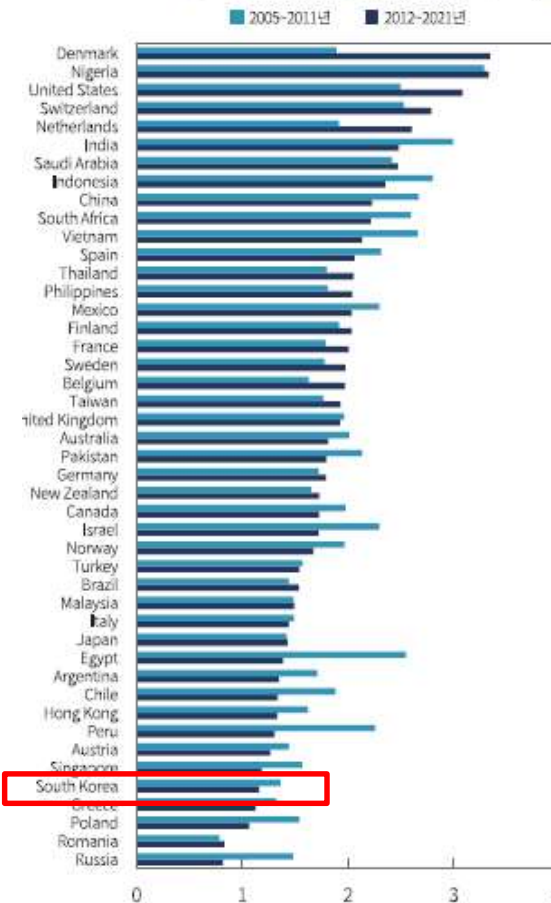
<그림 III-1> 주가-장부가 비율



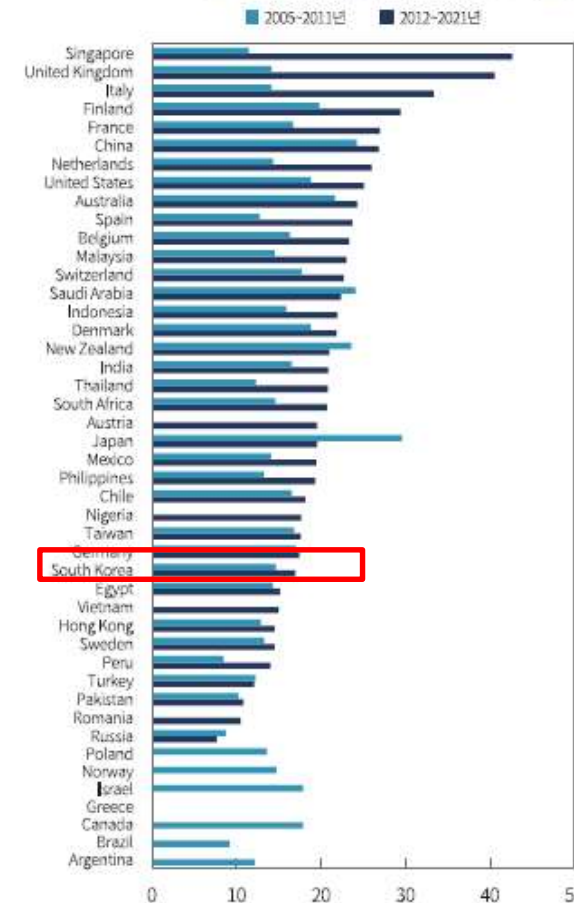
<그림 III-2> 주가-수익 비율



<그림 III-3> 국가별 주가-장부가 비율

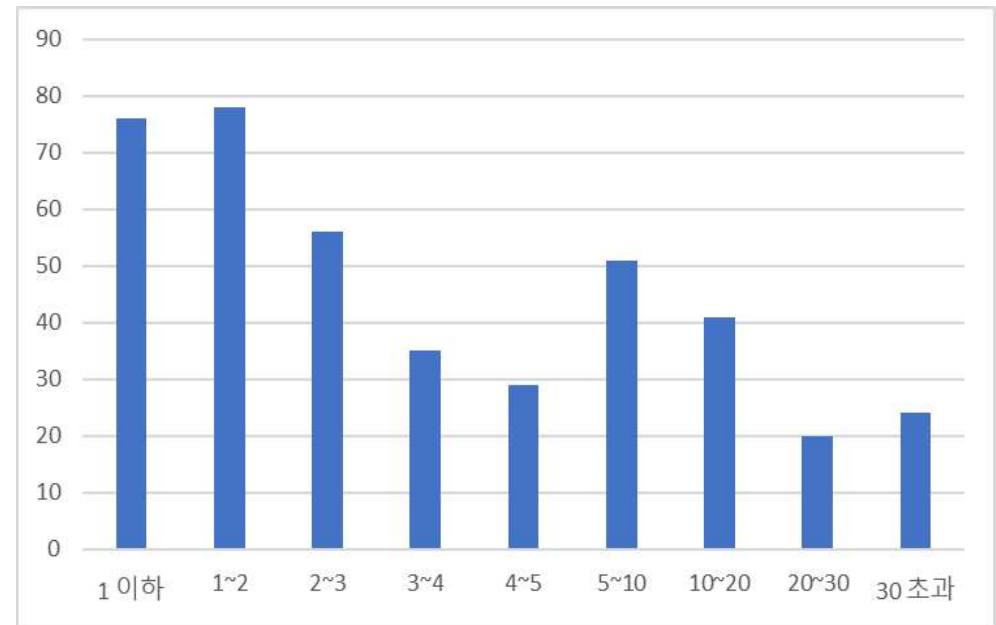


<그림 III-4> 국가별 주가-수익 비율



## 국내 복수 상장 모회사의 Valuation

모회사시총/자회사지분가치	빈도수	비중
1 이하	76	19%
1~2	78	19%
2~3	56	14%
3~4	35	9%
4~5	29	7%
5~10	51	12%
10~20	41	10%
20~30	20	5%
30 초과	24	6%
계	410	100%



⇒ 복수 상장 410개 계열 중 약 20%에서 모회사 시총 < 자회사 지분가치  
 ⇒ 극단적인 undervaluation.....

# K-Discount의 근본 원인

1.  $ROE < r$  상황에서 주주환원 대신 회사가 지속 재투자  
=> 사실상 negative NPV 투자에 따른  $PBR < 1$  심화...
2. 지배주주와 일반주주간 이해 상충에 따른 주주간 부의 이전 및  $1/N$  원칙 붕괴 => 소유집중기업의 핵심 Governance 이슈
3. 과도한 상속세에 따른 2번 유인 심화

# 소유집중 기업의 핵심 Governance 이슈

THE ELUSIVE QUEST FOR GLOBAL GOVERNANCE STANDARDS

LUCIAN A. BEBCHUK<sup>†</sup> & ASSAF HAMDANI<sup>††</sup>

University of Pennsylvania

Law Review

FOUNDED 1852

VOL. 157

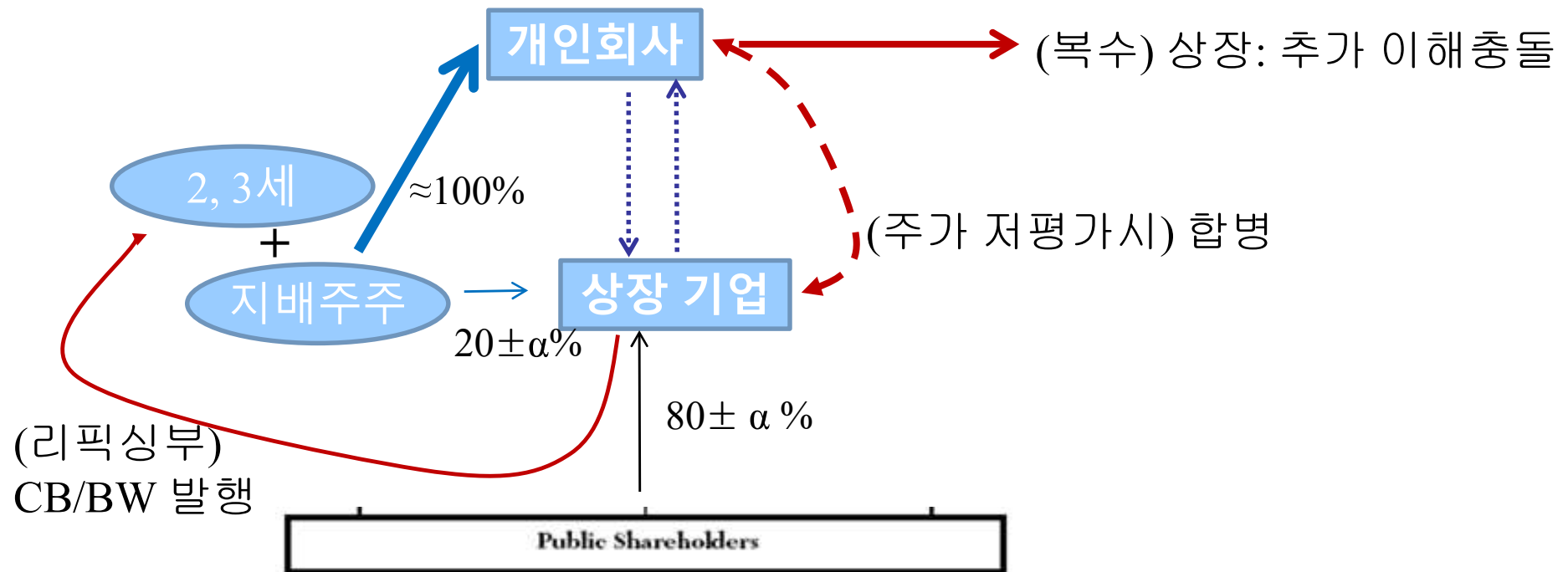
MAY 2009

No. 5

Controllers are often individuals or firms that have businesses other than the public firm in question and considerable outside wealth. This is especially true in the many countries in which a relatively small number of dominant families controls many public companies through pyramids and other forms of business groups.<sup>65</sup> In contrast, professional managers at NCS companies are less likely to own—fully or partly—significant businesses outside the public company that they manage. The ownership of significant outside businesses provides controllers with additional ways to divert value.<sup>66</sup> For controlling shareholders, large self-dealing transactions with other entities affiliated with them and freezeout transactions often provide an important channel for extracting private benefits.<sup>67</sup>

# 소유집중 기업의 핵심 Governance 이슈

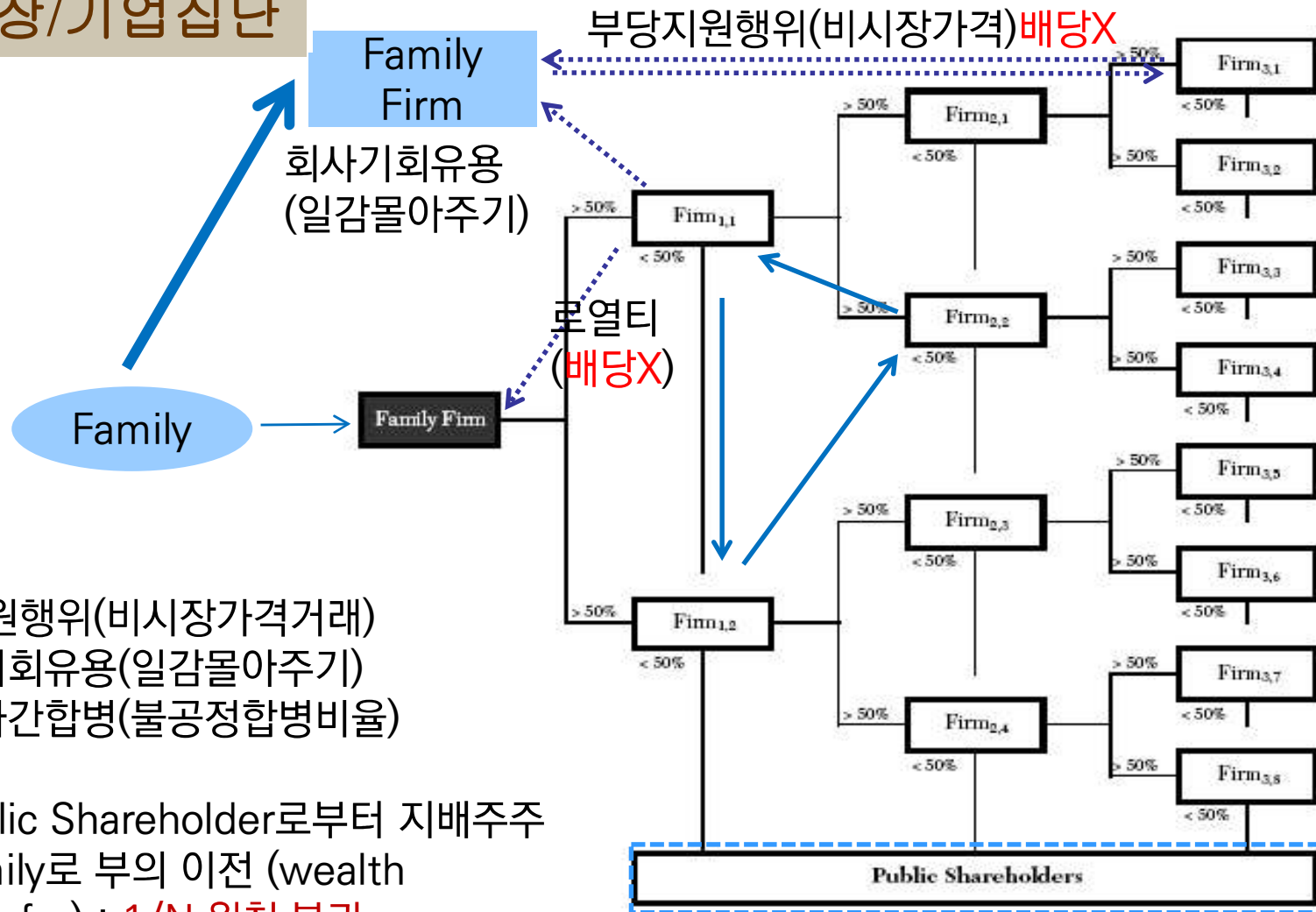
## 단일 상장 기업의 경우



⇒ Public Shareholder로부터 지배주주 Family로 부의 이전 (wealth transfer) :  $1/N$   
원칙 붕괴...

# 소유집중 기업의 핵심 Governance 이슈

## 복수상장/기업집단



부당지원행위(비시장가격거래)  
+ 회사기회유용(일감몰아주기)  
+ 계열사간 합병(불공정 합병 비율)

⇒ Public Shareholder로부터 지배주주  
Family로 부의 이전 (wealth  
transfer) : 1/N 원칙 붕괴...

Figure 1. A Stylized Control Pyramid



# 지배주주의 목적 함수

$$\alpha(1-k)V + kV = \text{security benefit} + \text{private benefit}$$

$V$ : Undiverted Firm Value

$k$ : Diversion proportion  $\in [0, \bar{k}]$

$\alpha$ : Block size  $\in [\bar{\alpha}, 1]$

Sometimes modeled as

$$\alpha(V - d) + d$$

$d$ : Diversion amount  $\in [0, \bar{d}]$

시가총액 및 주가

$$\text{Total market cap} = (1-k)V = (V-d)$$

$$p \text{ (market price)} = \text{security benefit (per share)} = \left[ \frac{1-k}{N} \right] V = \left[ \frac{V-d}{N} \right], \quad N: \text{주식수}$$

$$C_b + \pi S_b \quad \text{Kahan (93, JLEO)}$$

$$k(W - B) + nB \quad \text{Bebchuck (94, QJE)}$$

$$[\alpha(1 - \phi_I^\alpha) + d_I(\phi_I^\alpha)]v_I$$

$$\text{Burkart et al. (00, JF)}$$

$$\alpha(1 - s)RI + sRI - c(k, s)RI$$

$$\text{La Porta et al. (02, JF)}$$

$$V^{NS} = \alpha(1 - \bar{\phi})v_F + \bar{\phi}v_F$$

$$\text{Burkart et al. (03, JF)}$$

$$E(U_t) = \alpha(V_t - B_t) + B_t$$

$$\text{Byun, Kim, Lee, Park (19, FM)}$$

$$(V_1 - B) \times a + B$$

$$\text{정준혁 (19, 증권법연구)}$$

- $k, d$ 가 클 수록 discount 심화=>주주간 1/N 원칙 붕괴=> K-discount의 근본원인
- $k, d$ 가 크고  $\alpha$ 가 적을수록 주주환원/배당유인 축소=>기관/연기금 투자에 영향
- 기업지배구조 개선(의 목표) =>  $k$  또는  $d$ 의 축소 => 일반투자자 보호!!!!



# k 또는 d에 영향을 미치는 요인

## I. d의 생성: IPO시, 단일 상장사

1. (준)개인회사에 대한 일감 몰아 주기/회사기회 유용
2. (준)개인회사에 대한 부당 지원 (유리한 가격조건 등)
3. 횡령/배임 등 비자금 조성
4. 미공개정보 등 불공정거래

## II. d의 확대 재생산: 복수 상장 / 피라미드형 소유지배구조

1. 상장사 부분 지분 인수 (K-M&A)
2. 물적분할/현물출자 등을 통한 자회사 상장
3. (상장) 계열사간 불공정한 합병 비율

# 소유집중 기업의 핵심 Governance 이슈

## G20/OECD Principles of Corporate Governance



**F. Related-party transactions should be approved and conducted in a manner that ensures proper management of conflict of interest and protects the interest of the company and its shareholders.**

**1. Conflicts of interest inherent in related-party transactions should be addressed.**

The potential abuse of related party transactions is an important policy issue in all markets, but particularly in those where corporate ownership is concentrated and corporate groups prevail. Banning these transactions is normally not a solution as there is nothing wrong per se with entering into transactions with related parties, provided that the conflicts of interest inherent in those transactions are adequately addressed, including through proper monitoring and disclosure. This is all the more important where significant portions of income and/or costs arise from transactions with related parties.

# 주주간 부의 이전에 대한 기존 규율 체계

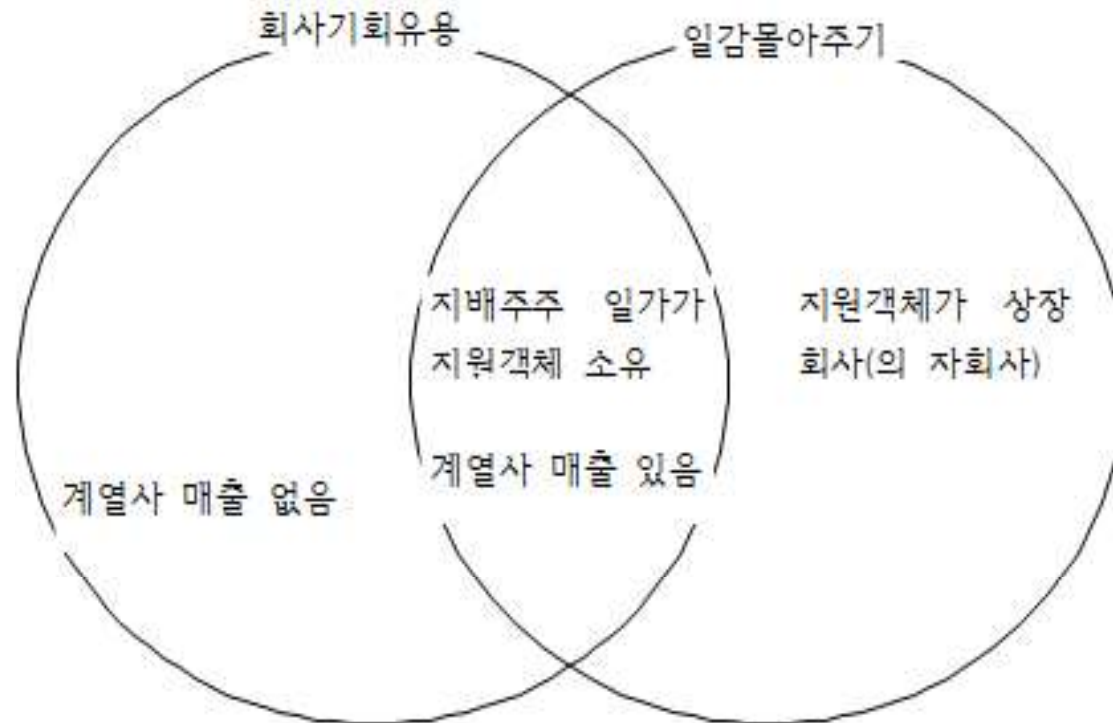
공정거래법 제45조(불공정거래행위의 금지, 舊23조) ① 사업자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위로서 공정한 거래를 해칠 우려가 있는 행위(이하 “불공정거래행위”라 한다)를 하거나, 계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 하도록 하여서는 아니 된다. [2020. 12. 29., 전부개정]

1. 부당하게 거래를 거절하는 행위
2. 부당하게 거래의 상대방을 차별하여 취급하는 행위
3. 부당하게 경쟁자를 배제하는 행위
4. 부당하게 경쟁자의 고객을 자기와 거래하도록 유인하는 행위
5. 부당하게 경쟁자의 고객을 자기와 거래하도록 강제하는 행위
6. 자기의 거래상의 지위를 부당하게 이용하여 상대방과 거래하는 행위
7. 거래의 상대방의 사업활동을 부당하게 구속하는 조건으로 거래하는 행위
8. 부당하게 다른 사업자의 사업활동을 방해하는 행위
9. 부당하게 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위 (舊 7호)
  - 가. 특수관계인 또는 다른 회사에 가지급금·대여금 · 인력 · 부동산 · 유가증권 · 상품 · 용역 · 무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위
  - 나. 다른 사업자와 직접 상품·용역을 거래하면 상당히 유리함에도 불구하고 거래상 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래하는 행위

# 주주간 부의 이전에 대한 기존 규율 체계

## 새로운 사익편취 방식(회사기회유용+일감몰아주기)의 대두

- 부당지원행위 규제를 회피할 수 있는 방식으로 영미법상 회사기회의 유용과 기업집단내 일감몰아주기가 결합된 새로운 tunneling 방식 대두



- 공정거래법상 사익 편취 규제 대상은 위 두 개념의 교집합에 해당
- 대상 거래는 IT 등 전체 계열사를 대상으로 할 수 있는 서비스 업종에 집중
- 지원객체 지분의 상당 부분을 지배주주 일가가 직간접 보유하는 것이 핵심 문제

# 주주간 부의 이전에 대한 기존 규율 체계

## 회사기회 유용 관련 국내 규정: 개정 공정거래법 (2013)

공정거래법 제47조(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지, 舊23조의2) ① 공시대상기업집단(동일인이 자연인인 기업집단으로 한정한다)에 속하는 국내 회사는 특수관계인(동일인 및 그 친족으로 한정한다. 이하 이 조에서 같다), **동일인이** 단독으로 또는 다른 특수관계인과 합하여 발행주식총수의 **100분의 20** 이상의 주식을 소유한 국내 계열회사 또는 그 **계열회사가** 단독으로 발행주식총수의 **100분의 50**을 초과하는 주식을 소유한 국내 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니 된다. 이 경우 다음 각 호에 해당하는 행위의 유형 및 기준은 대통령령으로 정한다. [2020. 12. 29., 전부개정]

1. 정상적인 거래에서 적용되거나 적용될 것으로 판단되는 조건보다 **상당히 유리한 조건**으로 거래하는 행위
2. 회사가 직접 또는 자신이 지배하고 있는 회사를 통하여 수행할 경우 회사에 상당한 이익이 될 사업기회를 제공하는 행위
3. 특수관계인과 현금이나 그 밖의 금융상품을 **상당히 유리한 조건**으로 거래하는 행위
4. 사업능력, 재무상태, 신용도, 기술력, 품질, 가격 또는 거래조건 등에 대한 합리적인 고려나 다른 사업자와의 비교 없이 상당한 규모로 거래하는 행위

	부당지원금지규제	총수일가 사익편취행위 금지규제
관련 규정	법 제23조 제1항 제7호	법 제23조의2
규제내용	다른 <u>회사</u> 를 부당한 방법으로 지원하는 행위 금지	<u>총수일가</u> 에 부당한 이익을 제공하는 행위 금지 (*최초 법안에는 부당성 요건 없음)
지원주체	제한없음 (모든 사업자)	<u>공시대상기업집단 소속 회사</u>
지원객체	특수관계인 또는 다른 회사 (계열회사 요건 불필요)	총수일가 또는 총수일가가 일정비율 이상 지분을 보유한 계열회사 (*최초 법안은 자연인만 대상)
금지행위 유형	①정상가격에 비해 상당히 유리한 조건의 거래 ②거래상 실질적인 역할이 없는 회사를 매개로 거래(소위 통행세 행위)	①정상가격에 비해 상당히 유리한 조건의 거래 ② <u>사업기회 제공</u> ③합리적 고려나 비교없는 <u>상당한 규모의 거래</u>
안전지대 여부	해당없음	①상당히 유리한 조건의 거래 : 거래조건 차이가 7% 미만이고, 연간 거래금액이 50억원(상품·용역의 경우에는 200억원) 미만인 경우 ②상당한 규모의 거래 : 연간 거래총액이 거래상대방 평균매출액의 12% 미만이고 200억원 미만인 경우
부당성 판단	<u>공정거래저해성 여부 입증 필요</u>	<u>부당성에 대한 별도입증이 불필요함</u>

(출처: 총수일가 사익편취 금지규정 가이드라인, 공정위)



# 주주간 부의 이전에 대한 기존 규율 체계

## 회사기회 유용 관련 국내 규정: 개정 상법 (2011)

### 제397조의2 (회사의 기회 및 자산의 유용 금지)

① 이사는 이사회 승인 없이 현재 또는 장래에 회사의 이익이 될 수 있는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사의 사업기회를 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 이용하여서는 아니 된다. 이 경우 이사회 승인은 이사 3분의 2 이상의 수로써 하여야 한다.

1. 직무를 수행하는 과정에서 알게 되거나 회사의 정보를 이용한 사업기회
2. 회사가 수행하고 있거나 수행할 사업과 밀접한 관계가 있는 사업기회

② 제1항을 위반하여 회사에 손해를 발생시킨 이사 및 승인한 이사는 연대하여 손해를 배상할 책임이 있으며 이로 인하여 이사 또는 제3자가 얻은 이익은 손해로 추정한다.

[본조신설 2011.4.14] [[시행일 2012.4.15]]

## 회사기회 유용 관련 국내 규정: 개정 상증법 (2012)

제45조의3(특수관계법인과 거래를 통한 이익의 증여 의제) ① 법인의 사업연도 매출액 중에서 그 법인의 지배주주와 대통령령으로 정하는 특수관계에 있는 법인에 대한 매출액이 차지하는 비율(이하 이 조에서 "특수관계법인거래비율"이라 한다)이 그 법인의 업종 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 비율(이하 이 조에서 "정상거래비율"이라 한다)을 초과하는 경우에는 그 법인(이하 이 조 및 제68조에서 "수혜법인"이라 한다)의 지배주주와 그 지배주주의 친족[수혜법인의 발행주식총수 또는 출자총액에 대하여 직접 또는 간접으로 보유하는 주식보유비율이 대통령령으로 정하는 보유비율(이하 이 조에서 "한계보유비율"이라 한다)을 초과하는 주주에 한정한다. 이하 이 조에서 같다]이 다음 계산식에 따라 계산한 이익(이하 이 조 및 제55조에서 "증여의제이익"이라 한다)을 각각 증여받은 것으로 본다. <개정 2013.1.1> [본조신설 2011.12.31]



# 주주간 부의 이전에 대한 기존 규율 체계

## 공정거래법 제47조(사익편취 방지 조항)의 한계

### 가. ‘부당성’에 대한 법원의 해석: 한진 사례

□ 대한항공이 지배주주 3세 지분이 높은 계열사 싸이버스카이 및 유니컨버스에 유리한 조건의 거래로 부당한 이익을 제공한데 대해 공정위가 신설 23조의2를 적용, 총 14억원의 과징금을 부과

□ 이에 대해 법원은 해당 조문상 ‘**부당한** 이익’을 해석함에 있어 ‘경제력 집중’의 효과가 발생할 여지가 있을 정도의 이익이라고 판시하였는 바(대법원 2022. 5. 12. 선고 2017두63993 판결), 이미 대규모기업집단의 ‘경제력집중’이 상당함을 고려할 때, 이에 영향을 미칠 정도의 대규모 이익이 아닌 한, 사실상 동 조문의 규제 효과를 형해화하는 결과

### 나. 지원주체에 대한 과징금 부과

□ 지원주체(상장기업)는 이미 지원행위를 통해 손해가 발생하였으나, 동 행위에 대해 행정제재(과징금)까지 부과되어 일반주주들은 이중 손해에 직면

## 다. 지분율에 의한 지원객체 범위 (시행령 제38조) 설정의 한계

- (종전) 상장사 30% 이상, 비상장사 20% 이상
- (현행) 상장사 30%→20% + 50% 초과 지분 보유 자회사까지 적용
- 본 규제 시행 이전 대규모기업집단들은 계열사간 합병 등을 통해 규제대상 기업에 대한 지분율을 30% (20%) 미만으로 축소
- \* H그룹 총수일가는 G사의 지분을 시가보다 2-4% 낮은 가격에 장외에서 매각하여 지분율을 29.99%로 축소, 시행령 개정 후 19.99%로 축소

## 다. 적용 대상 범위의 한계

- 현재 사익편취 적용대상은 공시대상기업집단(자산총액 5조원 이상) 으로 제한
  - 하위 기업집단에서도 유사 거래행태 (회사기회유용+일감몰아주기) 발견됨
  - 개별 상장기업의 지배주주도 개인 회사를 설립하여 회사기회 유용
- 공정거래법상 사익 편취에 대한 규제를 회사법의 보완으로 해석할 경우, 현행 규제 적용 대상이 너무 협소한 측면이 있음

# 소결

## 지배주주 경영체제의 현황 및 문제점

- 개별기업 보다는 기업집단 차원에서의 의사 결정 구조
  - 합병/신주발행/자산매매 등 계열사간 거래에 따른 주주간 부의 이전
  - 그간의 개별기업 중심 제도 개선의 효과성에 한계
- Tunneling(비자금 조성 등)을 포함한 과도한 경영권의 사적편익(private benefits of control)으로 경영권/경영참여에 집착
- 경영권 승계 과정에서 무리한 방식 동원
  - 지배가문 소유기업에 일감 몰아주기 등=> rule based 규제 사실상 형해화

# 소결

- 사익 편취 현상에 대한 이해 및 인식 제고

- Tunneling으로 인한 이익은 새로이 ‘창출’된 것이 아니고, 누군가(일반주주)로부터 편취한 것임 (주주간 부의 이전)

=> 지원객체의 이익 방지도 중요하지만, 지원주체의 손해 방지가 핵심

- 공법적인 ‘규제’를 통한 접근 방식은 규제 ‘회피’를 통해 한계에 직면

- 법적 규제의 도입 이유에 대한 근본적 성찰 없는 소극적인 기업의 대응

- 스튜어드십 코드, 기관투자자 행동주의 등 시장에 의한 압력이 증가하고 있으나, 아직 재계 전반에 기업가치 상승의 동반자라는 인식은 미흡

⇒ 궁극적으로는 법원에 의한 민사적 보호가 절실

⇒ “투자자에 대한 법적 보호” 강화 ≈ 기업 **governance** 개선

# The law and economics of self-dealing ☆, ☆ ☆

Simeon Djankov<sup>a</sup>, Rafael La Porta<sup>b</sup>, Florencio Lopez-de-Silanes<sup>c</sup>, Andrei Shleifer<sup>d,\*</sup>

*S. Djankov et al. / Journal of Financial Economics 88 (2008) 430–465*

433

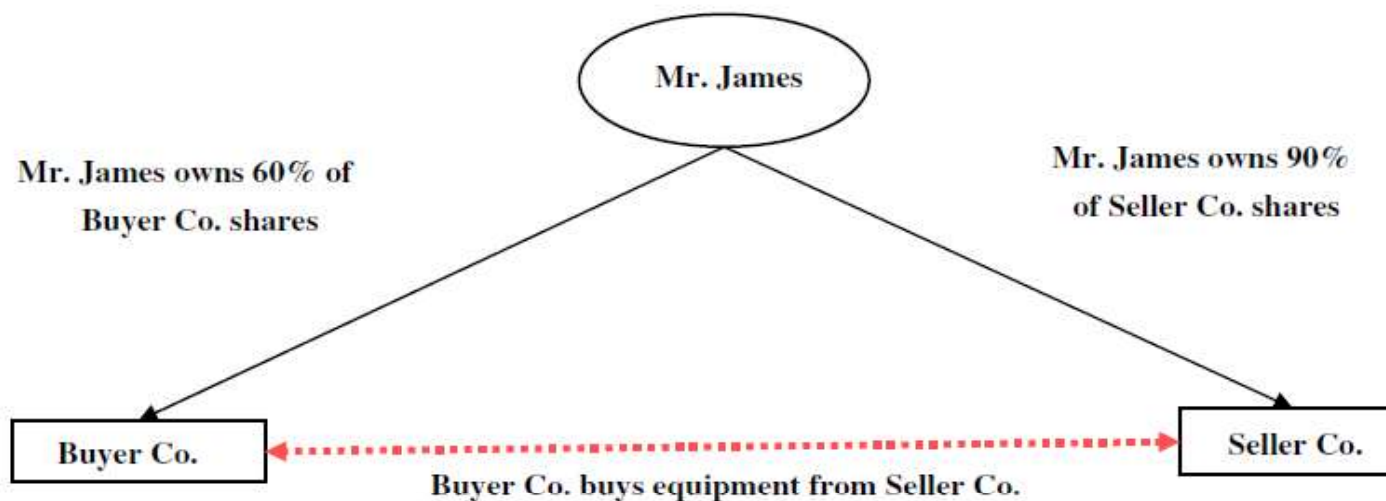


Fig. 1. *Case facts.* Buyer Co. (“Buyer”) is a food manufacturer. It is a publicly traded firm listed on the country’s largest stock exchange. Buyer manufactures and distributes all of its products itself.

Mr. James is Buyer’s controlling shareholder and a member of Buyer’s board of directors. He owns 60% of Buyer, and elected two directors to Buyer’s five-member board of directors (in addition to himself). Buyer’s CEO is the son of Mr. James.

Mr. James also owns 90% of Seller Co., which operates a chain of retail hardware stores. Seller recently shut down a large number of its stores. As a result, its fleet of trucks is not being utilized.

Mr. James proposes that Buyer purchase Seller’s unused fleet of trucks to expand Buyer’s distribution of its food products. The final terms of the transaction require Buyer to pay to Seller in cash an amount equal to 10% of Buyer’s assets in exchange for the trucks. The transaction is part of Buyer’s ordinary course of business and is not *ultra vires*.

Buyer enters into the transaction. All required approvals are obtained and all the required disclosures made. The transaction might be unfair to Buyer. Shareholders sue the interested parties and the approving body.

	Diclosure	Ease in proving wrongdoing						Ex-Post Pv	Anti-Self
	in Periodic Filings	Standing to Sue	Resc-ission	Mr.Jame s Liable	approving body liable	Access to Evidence	avg	control of self-	Dealing Index
Singapore	1.00	1	1.0	1.0	1.0	1.00	1.00	1.00	1.00
HK	1.00	1	0.5	1.0	1.0	0.75	0.85	0.93	0.96
Malaysia	1.00	1	0.5	1.0	1.0	0.50	0.80	0.90	0.95
New Z	0.80	1	1.0	1.0	1.0	1.00	1.00	0.90	0.95
UK	1.00	1	0.5	1.0	0.5	1.00	0.80	0.90	0.95
South A.	0.40	1	0.5	1.0	1.0	0.75	0.85	0.63	0.81
Thailand	1.00	1	0.0	0.0	0.0	0.25	0.25	0.63	0.81
Ireland	0.80	1	0.5	1.0	0.5	1.00	0.80	0.80	0.79
Australia	0.80	1	0.0	0.0	0.5	0.75	0.45	0.63	0.76
China	0.80	1	0.0	0.0	0.0	0.25	0.25	0.53	0.76
Israel	1.00	1	1.0	1.0	0.5	1.00	0.90	0.95	0.73
US	1.00	1	1.0	1.0	1.0	0.75	0.95	0.98	0.65
Indonesia	0.60	1	0.0	0.5	0.0	0.50	0.40	0.50	0.65
Canada	1.00	1	1.0	0.5	1.0	1.00	0.90	0.95	0.64
Chile	1.00	1	0.0	0.5	0.5	0.50	0.50	0.75	0.63
India	0.80	1	0.5	1.0	1.0	0.75	0.85	0.83	0.58
Colombia	0.20	1	0.0	0.0	0.5	0.63	0.43	0.31	0.57
Taiwan	1.00	1	0.0	0.5	0.5	0.13	0.43	0.71	0.56
Belgium	0.80	1	0.5	0.5	0.5	0.50	0.60	0.70	0.54
Japan	0.80	1	0.0	1.0	1.0	0.75	0.75	0.78	0.50
Korea	1.00	1	0.0	0.0	0.5	0.38	0.38	0.69	0.47
Denmark	0.80	1	0.0	0.5	0.5	0.75	0.55	0.68	0.46
Finland	1.00	1	0.0	0.5	0.5	0.75	0.55	0.78	0.46
Peru	0.80	0	1.0	1.0	0.0	0.50	0.50	0.65	0.45
Portugal	1.00	1	0.0	0.5	0.5	0.50	0.50	0.75	0.44

Source: Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2006, *The Law and Economics of Self-Dealing* 21



Rescission	Index of the ease in rescinding the transaction. Ranges from 0 to 1. Equals 0 when rescission is unavailable or only available when there is bad faith or when the transaction is unreasonable or causes disproportionate damage. Equals 1/2 when rescission is available when the transaction is oppressive or prejudicial. Equals 1 when rescission is available when the transaction is unfair or entails a conflict of interest.
Ease of holding Mr. James civilly liable	Ranges from 0 to 1. Equals 0 when the interested director is either not liable or liable only in cases of bad faith, intent, or gross negligence. Equals 1/2 when the interested director is liable if he either influenced the approval or was negligent. Equals 1 if the interested director is liable if the transaction is unfair, oppressive, or prejudicial.
Ease of holding the approving body civilly liable	Ranges from 0 to 1. Equals 0 when members of the approving body are either not liable or liable in only cases of intent, bad faith, or gross negligence. Equals 1/2 when members of the approving body are liable if they act negligently. Equals 1 if members of the approving body are liable if the transaction is unfair, oppressive, or prejudicial.

To be more specific, under Delaware law, our stylized transaction can be approved by the board of directors. In fact, James can even participate in the decision. However, challenging the transaction in court is very easy if, as we assume, interested directors participate in the decision. In view of the fact that James controls both sides of the transaction, a shareholder would start off with a case in which Buyer's board would have the difficult task of proving fair dealing and fair price (i.e., the “entire fairness” of the transaction).<sup>5</sup> Fair dealing covers such questions as the timing of the transaction, how it was initiated, structured, negotiated, and disclosed to the directors, and how the approval of the directors was obtained. Fair price relates to the economic and financial considerations of the proposed transaction, including all relevant factors. Directors must then show “entire fairness,” where all aspects of the issue are examined. Here, unlike in the U.K., the image of a “smell test” is a fitting metaphor for describing the work done by the judge in examining whether the transaction is entirely fair.



# 기본 방향

- (상장기업의) 지배주주와 일반주주간 이해충돌 거래 (지배주주가 쌍방에 이해가 있는 자기거래)에 있어서, 지배주주의 이익을 위해 일반주주의 이익이 훼손되지 않도록 의사결정자(이사회 v. 지배주주)에 대해 의무 부여
  - 지배주주(의 개인회사)와 상장계열사간 경상/손익 거래
  - 특수관계인에 대한 신주(CB/BW)발행, 계열사간 합병/분할 등 자본거래
- “주주의 이익 vs. 회사의 이익”은 이해충돌의 본질이 아님
  - 주주의 배당 요구 수용 vs. 회사의 투자 자원 부족??????  
=> 주주간 이해충돌 없으므로, 자기거래 아님, 따라서 의무위반 없음
- 주주간 이해충돌이 없는 자본배분, 신규투자 등 경영전략적 의사결정에 대해서는 오히려 경영판단의 원칙 (business judgement rule) 인정
  - 이해충돌이 없는 일반적인 경영 상황의 경우, 선관주의 의무(duty of care) 충족시 투자 실패에 대한 책임 면책 가능

# 세부 실행 방안

## (1) 조문 신설이 불필요하다는 입장

- 주주간 부의 이전은 회사의 손해를 전제로 하므로, 현행 회사에 대한 충실의무는 주주에 대한 의무를 포함한다고 볼 수 있음

\* 상법 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. [본조신설 1998.12.28]

- 에버랜드 사건에서 실권 의사결정을 통해 회사(전체주주)에 손해를 입힌 제일모직 이사에 대해 대표소송을 통한 민사책임 인정, SDS 사건에서 3자배정을 통해 회사(전체주주)에 손해를 입힌 SDS 이사에 대해 형사책임 인정
- 현행 회사기회유용 조문 및 주주평등원칙으로 일감몰아주기에 대한 회사법적 규율 가능 (법조문의 문제라기 보다는 enforcement의 문제)

⇔ 판례는 주주간 부의 이전과 회사에 대한 손해를 별개로 보는 입장

“회사의 입장에서 보더라도 기존 주주들이 신주 등을 인수하여 이를 제3자에게 양도한 경우와 이사회가 기존 주주들이 인수하지 아니한 신주 등을 제3자에게 배정한 경우를 비교하여 보면 회사에 유입되는 자금의 규모에 아무런 차이가 없을 것이므로, 이사가 회사에 대한 관계에서 어떠한 임무에 위배하여 손해를 끼쳤다고 볼 수는 없다.”

⇔ 지배주주 개인회사에 대한 일감 몰아주기가 상장회사의 손해임을 입증하는 것이 용이하지 않음 (특히 가격이 시장가격일 경우)

# 세부 실행 방안

## (2) 이사의 충실의무 대상에 주주의 비례적 이익을 추가

- 이용우 의원(21대)/정준호 의원(22대)안: 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 주주의 비례적 이익과 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.
- 박주민 의원(21대)안: 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사와 총주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.
- 이사의 주주에 대한 충실의무를 명문화 함으로써 주주간 부의 이전 규율에 대한 근본적인 근거 규정 마련

- ⇔ 법 개정 이전에는 주주에 대한 의무가 없으므로, 현재 이사는 주주에 대한 의무가 없다는 해석 가능 (실제 쟁송에서 원용)
- ⇔ 조문 도입에도 불구하고 법원이 신설 (총)주주의 비례적 이익을 현행 회사의 이익과 유사하게 해석할 가능성
- ⇔ 지배주주와 일반주주 간 이익충돌이지 이사와 일반주주간 이익충돌이 아님
- ⇔ 해외 입법례에 대한 이견 존재

(3) 합병 등 주주의 손익이 회사의 손익으로 연결되기 어려운 거래 유형에 한해 주주에 대한 충실 의무를 명시하거나 합병 관련 손해배상 규정 등 신설

- 최소한 해당 거래 유형에 대해서는 법원의 적극적 판례 변경 유도 가능

⇔ 명시된 거래 유형 이외의 거래에 대한 규율 불가

(4) 회사에 대한 충실의무와는 별도로, 지배주주와 일반주주간 이해 충돌 거래(지배주주가 거래 쌍방에 이해가 있는 자기거래)에 대해 미국 수준의 entire fairness를 요구하는 조문 신설 (또는 제398조(이사 등과 회사간의 거래)를 주주간 이해충돌 상황으로 확대, 보완)

- 단, 이해충돌이 없고, 선관주의 의무를 다했다고 명백히 인정되는 경우에는 경영판단의 원칙 적용을 명문화
- 충실의무 도입으로 이사의 소극적 의사결정이 우려될 경우, 이사회 대신 지배주주에게 책임을 묻는 방식도 고려 가능 (독일 판례)
- 미국의 경우, 쪼개기 상장 행위 자체의 위법성보다는 향후 두 회사간 발생할 수 있는 다양한 거래의 잠재적 이해충돌 가능성 및 이에 대한 소송 가능성을 고려하여 복수 상장(부분 지분 인수 포함) 구조 형성을 기피 (equity carve out은 대부분 일시적인 조직 형태)

[도표 14] 자산별 벤치마크지수

자산	벤치마크
해외주식	MSCI ACWI Index
국내주식	MSCI Korea Index
해외채권	Barclays Capital Global Aggregate Index
국내채권	KRX 종합채권지수
해외부동산	FTSE EPRA/NAREIT Global Developed Index
해외인프라	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index
원자재	S&P GSCI Commodity Index

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 기초자산군의 상관관계(과거 5년)

	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	원자재	부동산	인프라
해외주식	1.00	0.77	0.45	0.13	0.43	0.83	0.85
국내주식	0.77	1.00	0.37	0.04	0.40	0.63	0.66
해외채권	0.45	0.37	1.00	0.48	0.12	0.56	0.51
국내채권	0.13	0.04	0.48	1.00	-0.08	0.22	0.21
원자재	0.43	0.40	0.12	-0.08	1.00	0.35	0.45
부동산	0.83	0.63	0.56	0.22	0.35	1.00	0.89
인프라	0.85	0.66	0.51	0.21	0.45	0.89	1.00

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 각 모험별 최적 자산비중(표)

	평균-분산
해외주식	49.9%
국내주식	0.0%
해외채권	0.0%
국내채권	50.1%
해외부동산	0.0%
해외인프라	0.0%
원자재	0.0%

[도표 16] 기대수익률의 산출식(Building Block 방식)

자산	벤치마크
해외주식	해외 GDP 성장률전망+해외인플레이션율전망+배당(3년평균)
국내주식	국내 GDP 성장률전망+국내인플레이션율전망+배당(3년평균)
해외채권	해외무위험수익률+해외신용프리미엄+기간프리미엄
국내채권	국내무위험수익률+국내신용프리미엄+기간프리미엄
해외부동산	기대수익률(0.6*해외주식+0.4*해외채권)+조정치
해외인프라	기대수익률(0.6*해외주식+0.4*해외채권)+조정치
원자재	인플레이션전망+ 조정치

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

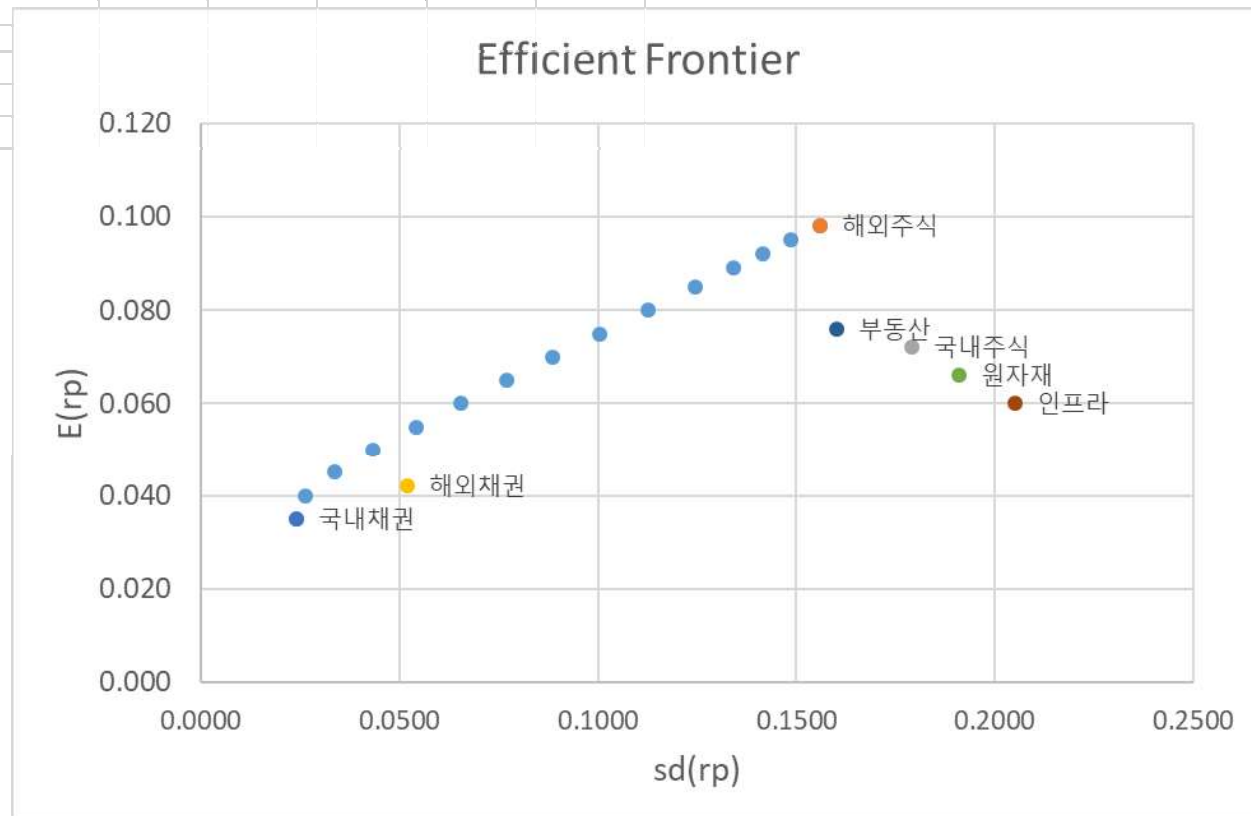
[도표 17] 주요자산군의 역사적 수익률 변동성(9월말 기준)

자산군	YTD	역사적수익률 (과거 20년)	기대수익 률	역사적 변동성
해외주식	-25.6%	8.3%	9.8%	15.6%
국내주식	-28.7%	8.5%	7.2%	17.9%
해외채권	-19.8%	2.3%	4.2%	5.2%
국내채권	-7.7%	1.8%	3.5%	2.4%
해외부동산	-29.4%	8.8%	6.6%	19.1%
해외인프라	-14.7%	10.7%	7.6%	16.0%
원자재	21.8%	2.0%	6.0%	20.5%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	원자재	부동산	인프라
mean	9.80%	7.20%	4.20%	3.50%	6.60%	7.60%	6.00%
s.d	15.60%	17.90%	5.20%	2.40%	19.10%	16.00%	20.50%
<b>Covariance</b>	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	원자재	부동산	인프라
해외주식	2.43%	2.15%	0.37%	0.05%	1.28%	2.07%	2.72%
국내주식	2.15%	3.20%	0.34%	0.02%	1.37%	1.80%	2.42%
해외채권	0.37%	0.34%	0.27%	0.06%	0.12%	0.47%	0.54%
국내채권	0.05%	0.02%	0.06%	0.06%	-0.04%	0.08%	0.10%
원자재	1.28%	1.37%	0.12%	-0.04%	3.65%	1.07%	1.76%
부동산	2.07%	1.80%	0.47%	0.08%	1.07%	2.56%	2.92%
인프라	2.72%	2.42%	0.54%	0.10%	1.76%	2.92%	4.20%
<b>Bordered</b>							
<b>Covariance Matrix</b>	0.79	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00
0.79	0.015329	0.000000	0.000000	0.000080	0.000000	0.000000	0.000000
0.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
0.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
0.21	0.000080	0.000000	0.000000	0.000025	0.000000	0.000000	0.000000
0.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
0.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
0.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
1.00							
<b>Portfolio</b>							
Expected Return	Std. Dev.						
8.50%	0.1246						

w1	w2	w3	w4	w5	w6	w7	E(rp)	s.d.(rp)
1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.098	0.1560
0.95	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00	0.095	0.1487
0.90	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.092	0.1415
0.86	0.00	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00	0.089	0.1342
0.79	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00	0.085	0.1246
0.71	0.00	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00	0.080	0.1125
0.63	0.00	0.00	0.37	0.00	0.00	0.00	0.075	0.1006
0.56	0.00	0.00	0.44	0.00	0.00	0.00	0.070	0.0887
0.47	0.00	0.00	0.52	0.01	0.00	0.00	0.065	0.0769
0.39	0.00	0.00	0.60	0.01	0.00	0.00	0.060	0.0654
0.31	0.00	0.00	0.68	0.01	0.00	0.00	0.055	0.0541
0.23	0.00	0.00	0.75	0.02	0.00	0.00	0.050	0.0434
0.15	0.00	0.00	0.83	0.02	0.00	0.00	0.045	0.0337
0.07	0.00	0.00	0.91	0.03	0.00	0.00	0.040	0.0263
0.00	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.035	0.0240



아시아경제

[투자대이동, Y-3]①개미의 국내<해외 투자 역전.."3년 남았다"

입력2024.05.27. 오전 6:20 수정2024.05.27. 오전 7:58 기사원문

박소연 외 2명

개인투자자 과반이 해외로 넘어갈 시간 얼마남지 않아  
해외로 자금유출되면 국내 기업들 자금조달 물량·비용 난항  
투자자들의 움직임으로 K-밸류업 방향성·실효성 되짚어볼 시간

### 민간부문 대비 개인투자 비중 (자료: 한국은행)



그래픽 오성수 아시아경제



# Letter to investors

## South Korea – enough is enough

Jonathan Pines  
Lead Portfolio Manager

Asia ex-Japan Equity  
Winter 2023

Federated  
Hermes  
Limited

[단독] 영 헤지펀드 “코리아 디스카운트는 취약한 기업지배구조 탓” 투자자에 “주총서 PBR 1 이하 기업 이사 재선임 안건 반대”...  
한겨레21 이정훈기자 2023-12-07

참을 만큼 참았다? 그만 좀 해라?

영국계 헤지펀드 ‘헤르메스 인베스트먼트’가 한국과 관련해 ‘enough is enough’라는 제목으로 투자자 대상 보고서를 내어, 한국의 주가가 다른 나라보다 낮은 ‘코리아 디스카운트’의 원인이 극소수 재벌 일가의 이익을 위해 소액주주가 고질적으로 희생되는 ‘취약한 기업지배구조’(Poor Governance)에 있다고 밝혔다....

취약한 기업지배구조의 원인으로 △정치권력을 압도하는 극소수의 최대주주(재벌) 권력 △최대 60%에 이르는 상속세율 등을 꼽았다. 보고서는 “소수 최대주주를 위한 법이 시민보다 우선이고, ‘자사주 소각’ ‘의무공개매수’ 등을 요구하는 목소리를 듣기 어렵다”며 “재벌은 상속세를 적게 내려고 주가는 낮게, 배당은 적게 하면서 계열사 자산이나 일감을 자신들이 지배하는 회사에 떠넘기도록 해서 손쉽게 부를 쌓는다”고 밝혔다....

# 결론

- 지배주주의 지배력 남용에 대해 종래의 형사/행정 등에 의한 rule-based 통제는 한계에 직면
- 이에, 민사적 방법에 의한 standard-based 통제가 강화될 필요
- 지배주주가 지분 비율 이상의 이익을 회사로부터 편취해서는 안되고, 그런 행위의 사전적 억제, 사후적 제재가 민사적으로 활성화되어야 함
- 이러한 행위는 결국 다른 일반주주의 이익을 침해하는 것이므로, 이사에게 주주 이익을 보호할 의무를 부과하던, 또는 지배주주에게 충실의무를 부과하던, 일반주주 보호가 지금보다 더 강화되어야 함
- 개정의 세부적 방법론은 법률 전문가들의 영역