

2014년도 한국기업법학회 춘계학술대회

기업 관련 규제의 합리화를 위한 법적 과제

이 발표논문집은 2014년도 정부재원(교육부)으로 한국연구재단의 지원을 받아 발간되었음.

- 일시: 2014년 5월 23일(금) 14:00~18:00
- 장소: 대한상공회의소 지하2층 중회의실 A
- 주최: (사)한국기업법학회, 대한상공회의소,
가천대학교 법학연구소

한국기업법학회

진행순서

전체사회 : 권재열 교수

□ 개회식

13:30 - 14:10

개회사 : 김순석 한국기업법학회 회장

사회 : 송종준 교수(충북대)

◇ 제1주제 : 회사법상 의결권 규제의 합리화 방안

(14:10 - 15:00) / 5

▶ 발표 : 서완석 학장(가천대 법대)

▶ 토론 : 남유선 교수(국민대)/황현영 박사(법무부 상사법무과)

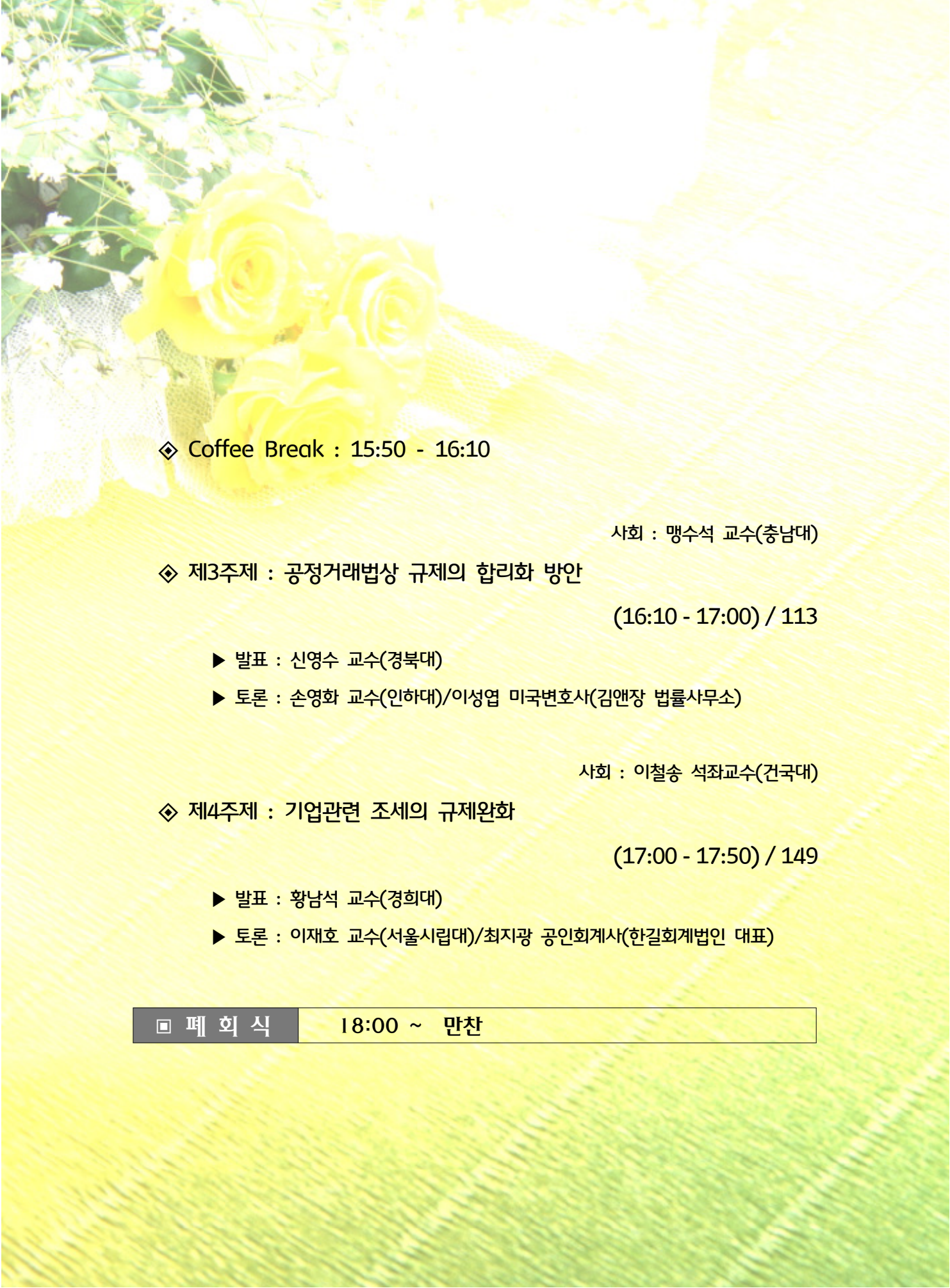
사회 : 손진화 교수(가천대)

◇ 제2주제 : 집합투자기구에 대한 새로운 규제원칙과 그 시사점

- IOSCO의 규제원칙을 중심으로 - (15:00 - 15:50) / 65

▶ 발표 : 오성근 교수(제주대)

▶ 토론 : 고재종 교수(선문대)/최수정 박사(한국법제연구원 부연구위원)



◇ Coffee Break : 15:50 - 16:10

사회 : 맹수석 교수(충남대)

◇ 제3주제 : 공정거래법상 규제의 합리화 방안

(16:10 - 17:00) / 113

▶ 발표 : 신영수 교수(경북대)

▶ 토론 : 손영화 교수(인하대)/이성엽 미국변호사(김앤장 법률사무소)

사회 : 이철송 석좌교수(건국대)

◇ 제4주제 : 기업관련 조세의 규제완화

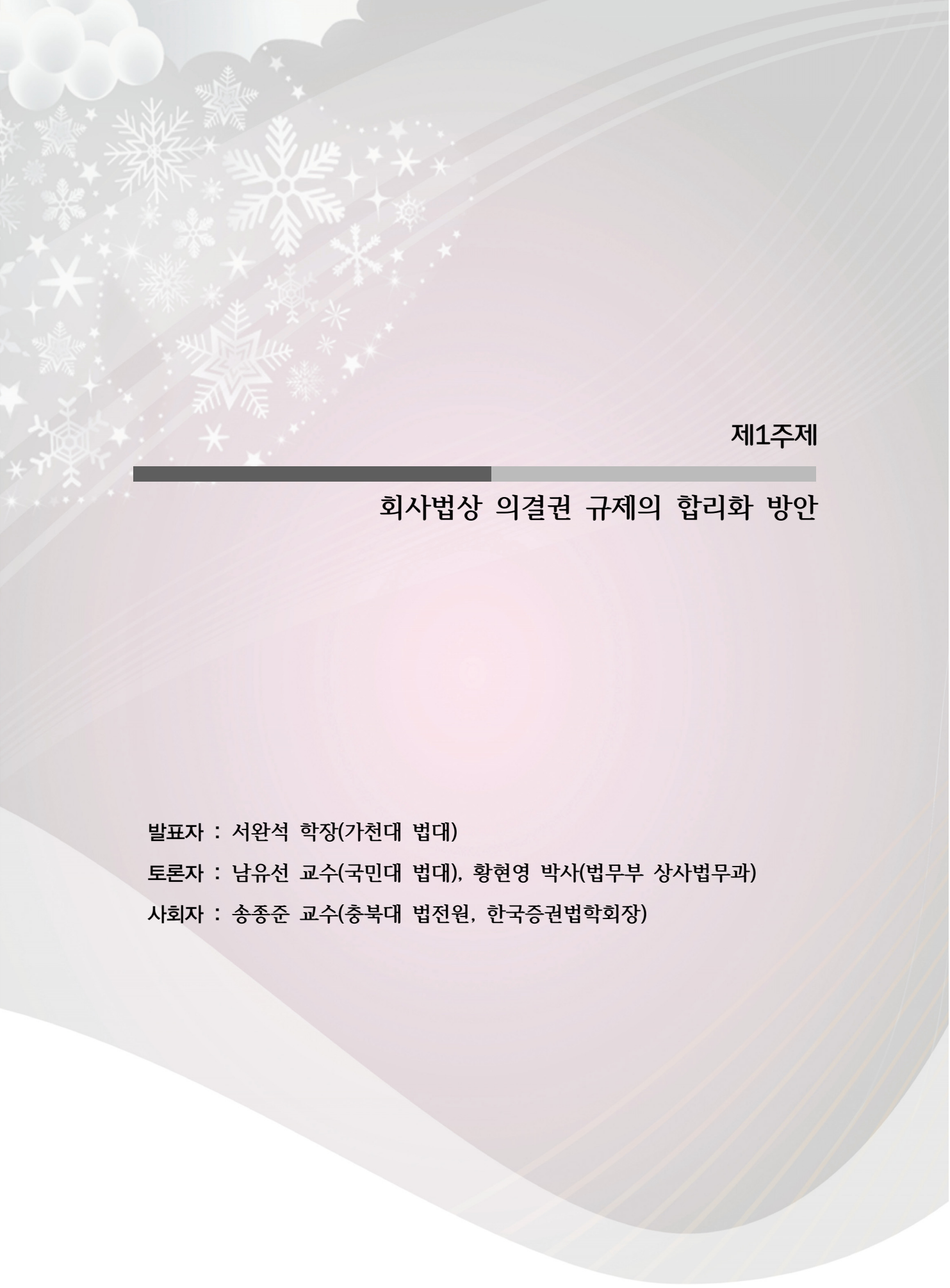
(17:00 - 17:50) / 149

▶ 발표 : 황남석 교수(경희대)

▶ 토론 : 이재호 교수(서울시립대)/최지광 공인회계사(한길회계법인 대표)

▣ 폐 회 식

18:00 ~ 만찬



제1주제

회사법상 의결권 규제의 합리화 방안

발표자 : 서완석 학장(가천대 법대)

토론자 : 남유선 교수(국민대 법대), 황현영 박사(법무부 상사법무과)

사회자 : 송종준 교수(충북대 법전원, 한국증권법학회장)

회사법상의 의결권 규제의 합리화 방안

서 완 석*

《 目 次 》

I. 서 론	IV. 우리나라 회사법상의 의결권 규제
II. 주주의결권의 중요성과 발달과정	의 합리화 방안
III. 20세기의 주주민주주의	V. 결 론

I. 서 론

주주가 주식회사에 대하여 자본을 출자하는 순간 그 자본은 회사의 자기자본이 되고, 주주는 위험자본의 출자자로서 이익배당이나 잔여재산분배청구권만을 가지는 지위에 서게 되며, 퇴사와 출자의 환급이 인정되지 않기 때문에 투하자본을 회수할 수 있는 유일한 방법은 주식양도이므로 물적 회사에서 그 개성이 중시되지 않는 주주에게 그 자익권을 지킬 수 있도록 의결권을 부여할 필요가 있고, 그 의결권은 위험자본의 부담액에 비례하도록 하는 것이 공평하다.¹⁾ 그러므로 우리

* 가천대학교법과대학 교수, 법학박사

이 글을 작성하는 데는 도움을 주신 송종준 교수님과 김순석 교수님, 그리고 수시로 토론에 응해 준 윤민섭, 이병규 박사에게 감사드린다.



상법은 주주의 의결권을 1주마다 1개로 하는 것을 원칙으로 하고 있고(상법 제 369조 제1항), 그 구조 내에서 의결권은 경제적 소유권에 비례한다고 말할 수 있다.

그러므로 주주는 주식회사에 대한 재산권자로서의 지위 내지 이익을 확보하기 위하여 주주총회에 출석하여 주주총회의 의사형성에 참가할 수 있는 권리인 주주의결권을 가지며, 이를 통해 회사 재산의 관리나 운영에 참여할 수 있는 법적 권리를 가진다. 그리고 이러한 권리는 주주권의 내용을 이루는 권리이므로 주주만이 가지며, 그 행사가 의무는 아니고, 공익권으로서 법이 특별히 인정한 경우를 제외하고는 주주총회의 결의로도 박탈할 수 없는 고유권이다.

그런데 비록 우리나라 상법에서는 명문의 규정 없이 해석상으로만 인정되고 있지만 주주평등의 원칙 즉 주식평등의 원칙은 대부분의 국가에서처럼 당연한 것으로 받아들여지고 있고, 1주 1의결권 원칙은 대리인 비용을 통제하는 효과가 있으며,²⁾ 지배주주의 이익에 비례하여 주식보유자에 대한 이익의 중요성을 극대화함으로써 효율적인 경영진이 선임될 수 있도록 도와주고,³⁾ 대주주가 있는 회사에서는 대주주가 경영진을 감시·감독하도록 함으로써 지배구조를 개선하는 역할을 한다.⁴⁾

그리하여 기업법은 주식을 평등하게 취급하며, 현존하는 법학 및 경제학 문헌들 또한 일관되게 이러한 취급을 지지한다. 그러나 이와 같이 주식을 평등하게 취급하게 되면 왜곡된 결과를 낳는 경우도 있으며,⁵⁾ 1주 1의결권 원칙이 회사의

-
- 1) 加藤貴仁, 株主間の議決権配分(一株一議決権原則の機能と限界), 商事法務, 2007. 10, 66頁.
 - 2) Frank Easterbrook & Daniel Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 63-89 (Harvard University Press, 1991).
 - 3) Sanford Grossman & Oliver Hart, One Share-One Vote and Market for Corporate Control, 20 Journal of Financial Economics 175 (1988).
 - 4) Andrei Shleifer & Robert Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, 94 Journal of Political Economy 461 (1986).
 - 5) Shaun Martin & Frank Partnoy, Encumbered Shares, 2005 U. Ill. L. Rev. 775.

지배권 경쟁에서 항상 주주의 이익을 극대화 해주는 것도 아니다. 또한 경제적 측면에서 볼 때, 1주 1의결권 원칙은 최선책이라기보다는 차선책이라 할 수 있고, 의결정족수와 규제 요건에 대한 왜곡, M&A에 대하여 경솔한 승인을 내릴 가능성, 증권집단 소송에 있어서의 저평가와 부당한 보상과 같이 상당히 해로운 결과를 낳는 일도 있다.⁶⁾ 오늘날 회사에서 주주들 간의 권력은 다양한 방식으로 배분된다. 이러한 다양성의 증거는 본질적으로 주주들 간의 권력관계를 규정짓는 주주의결권에서 분명히 나타나는데, 2004년 중반에 영국 보험자협회(Association of British Insurers, ABI)가 수행한 ‘유럽의 300대 대기업에 대한 의결권 연구’에 의해⁷⁾ 연구대상 회사들 중 1/3 이상이 1주 1의결권 원칙에 대한 예외 규정을 가지고 있음이 밝혀졌다.

한편 의결권은 재산권적 성질을 가지는 사원권으로 법에 특별히 정한 경우를 제외하고는 함부로 제한하거나 박탈할 수 없는 고유권임에도 불구하고, 권리의 일종이므로 그 한계에서 자유롭지만은 않다. 재산권의 행사는 공공복리에 적합하도록 하여야 하며(헌법 제15조 제2항), 권리의 행사는 신의에 좇아 성실히 하여야 하고(민법 제2조 제1항), 권리는 남용하지 못한다(민법 제2조 제2항). 그러나 소유와 경영이 분리된 상태에서 주주가 자신의 지분을 통해 재산을 관리할 수 있도록 한 것이므로 정당한 근거 없이 지나치게 제한하는 것 또한 문제가 될 수 있음은 자명하다.

그런데 우리 회사법은 감사나 감사위원의 선임과 해임, 집중투표, 정관변경 등의 경우에 소수주주의 보호를 위하여 대주주 등의 의결권을 제한하고 있다. 이와 같은 의결권 제한은 국제적 정합성에 맞지 않는 측면이 있고, 지나친 규제가 아니냐는 비판이 있다. 따라서 이 글은 회사법상의 의결권 규제에 초점을 맞추어

6) Id.

7) Ass'n of British Insurers, Deminor Rating, Application of the One Share-One Vote Principle in Europe (Mar. 2005), <http://www.deminor.be/download.do?doc=deminorratingDocs/ABIOneShareOneVoteFullReport.pdf>.



그 규제의 정도는 본래의 취지에 비추어 적절한지, 그리고 그 합리화 방안은 무엇인지에 대하여 논하되, 우리나라 회사법상에 의결권 규제와 관련된 세세한 문제를 이 논문의 지면에 모두 다룰 수는 없는 문제이므로 특히 중요하다고 생각하는 문제만을 간추려 살펴보기로 한다.

II. 주주의결권의 중요성과 발달과정

1. 기업지배구조와 주주의결권의 중요성

기업은 경제적 제도이면서 또한 필연적으로 주주, 경영자, 그리고 근로자들로 이루어진 정치적 제도이며, 그들의 관계는 회사라는 특성을 가지는 특별한 권력 배분에 의해 조직화 된다.⁸⁾ 회사라는 조직 내에는 ① 경영자와 근로자 간의 계층적 또는 통제-명령적인 수직적 관계, ② 주주(주인)와 경영자(대리인) 간의 수직적 관계,⁹⁾ 그리고 ③ 회사의 주주들(혹은 동일한 수준에 놓여 있는 어떤 다른 개인들)간의 수평적 관계 등 다양한 관계들이 존재한다.¹⁰⁾ 주주관계가 어떻게 발달되어 왔는지에 대해서는 알려진 바가 그리 많지 않지만 정기주주총회는 경영사학자들이 관심을 갖는 전형적인 블랙박스라고 한다.¹¹⁾

8) Collen A. Dunlavy, Social conceptions of the corporation: Insights from the history of shareholder voting rights, 63 Wash. & Lee L. Rev. 1347, 1351 (2006).

9) 이러한 관계는 Adolf Berle과 Gardiner C. Means가 그들의 1932년판 저서인 ‘현대 기업과 사유재산(The Modern Corporation and Private Property)’에서 소개한 이후로 많은 경영학자들과 법학자들의 관심대상이 된 바 있다 [Thomas K. McCraw, In Retrospect: Berle and Means, 18 Rev. Am. Hist. 578 (Dec. 1990)] .

10) Dunlavy, supra note 8, at 1351-1352.

11) Colleen A. Dunlavy, Corporate Governance in Late Nineteenth-Century Europe and the U.S.: The Case of Shareholder Voting Rights, in Comparative Corporate

기업지배구조는 ① 기업의 모든 이해관계자들이 경영에 참여하는 것은 아니며, ② 의결권을 가진 자들 즉 모든 주주가 평등한 의결권을 갖는 것도 아니고, ③ 주주들의 회사에 대한 충성도가 낮아서 소유와 경영의 분리가 촉진된다는 점에서 시민사회 거버넌스(civic governance)와 다르지만, 주주들이 의결권을 행사하고, 이사를 선임하여 이사회를 구성한 후 그 조직에 대하여 일정한 권한을 부여하는 것은 시민사회에서의 국민이 그들의 투표권 행사를 통해 그들의 대표를 선출하여 그들로 구성된 조직체에게 일정한 권한을 부여하는 것과 유사한 면이 있다. 그러므로 주주와 경영자가 실질적으로 동일한 폐쇄회사에서는 주주의 의결권이 사실상의 사업결정권이라 할 수 있고,¹²⁾ 소유와 경영이 완전히 분리된 회사에서도 주주의 의결권이 밀받침되지 않으면 이사회와 경영진은 어떠한 권한도 가질 수 없으며,¹³⁾ 지배주주가 존재하는 회사의 경우¹⁴⁾에는 지배주주가 회사에 의사결정에 필요한 정보에 쉽게 접근할 수 있고, 그에 대한 인센티브도 가지므로¹⁵⁾ 지배주주에 의한 내적 경영통제가 작동하여¹⁶⁾ 지배주주의 의결권이 강력한 경영자 통제장치가 된다. 따라서 기업지배구조의 초석은 의결권이라고 해야 옳다.¹⁷⁾

시민사회 거버넌스에서의 투표권은 일반적으로 구성원들을 평등하게 대우하지

Governance: The State of the Art and Emerging Research 5, 10 (Klaus J. Hopt et al. eds., 1998).

12) Stephen M. Bainbridge, The Case for limited Shareholder Voting Rights, 53 UCLA Law Review 601, 602 (2006).

13) Id.

14) 영미를 제외하고는 대기업의 소유와 경영이 완전히 분리되어 있지 않으며 대기업들을 포함한 거의 대부분의 기업들에 지배주주가 존재하는 것으로 밝혀지고 있다고 한다(Ronald J. Gilson, Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange, 60 Stanford Law Review 633 (2007).

15) 김화진, 기업지배구조와 기업금융, 박영사 (2012), 121쪽.

16) 서완석, 기업지배구조론에 관한 서설적 고찰, 「기업법연구」 제27권 제4호, 한국기업법학회 (2013), 144쪽.

17) Julian Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder 17 (Feb. 6, 2006).



만, 19세기 미국에서는 재산, 인종, 그리고 성별에 따라 다수자들보다 소수자들을 더 특별히 대우한 바 있다.¹⁸⁾ 마찬가지로 19세기 영미국가의 보통법도 다른 법령에 다른 의결권 규정이 없는 한, 주주 1인당 1개의 의결권을 가지는 것으로 보았으나,¹⁹⁾ 특별한 지배구조 형태를 구축하기 위해 주주들에게 특별한 의결권을 부여한 사례가 많았다.

그런데 주주들에게 1주당 1개의 의결권을 부여하는 규정은 돈의 민주주의, 즉 금권주의(plutocracy)와 밀접한 관련이 있다.²⁰⁾ 금권주의는 이러한 의결권에서 구현된 기업의 사회적 개념을 가장 잘 묘사하고 있는데, 기업이 주주들의 투자에 비례하여 그들 간의 권력을 배분하고,²¹⁾ 주주들은 주주총회에서 자신들이 보유한 주식에 대하여 수에 따라 평등한 의결권을 행사하며, 이를 통해 회사의 지배가 발현되기 때문이다.²²⁾ 민주주의 국가는 국민의 투표로 그 정치적 지도자를 선출하는 반면에 기업은 주주들의 의결권 행사를 통해 경영진을 선출한다. 시민사회 거버넌스에서는 재산이나 성별, 학력 등에 상관없이 누구나 평등하게 1인 1표를 행사하는 것을 원칙으로 하지만, 주주의결권은 1주 1의결권을 원칙으로 한다. 학자들은 이를 주주평등의 원칙이라 부르고, 주주의 자격에 기인하는 회사에 대한 법률관계에서는 원칙적으로 그가 가지는 주식 수에 따라 평등하게 취급을 받기

18) Alexander Keyssar, *The Right to Vote: The Contested History of Democracy in the United States* 54-62 (2000).

19) Colleen A. Dunlavy, *From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation*, in *Constructing Corporate America: History, Politics, Culture* 66, at 73 *History of Capitalism*; 미국의 각주 법률에 의해 부여된 1200개의 회사 정관들 중 1/3(38%)가 이러한 범주에 속했다고 한다(*Corporate Charters Database*, available at http://history.wisc.edu/dunlavy/Corporations/c_database.htm).

20) Merriam-Webster's Collegiate Dictionary 896 (10th ed. 1999).

21) 미국의 긴 역사에서 금권정치를 억누르고 대중이 승리를 거둔 것은 1940년대 후반에서 70년대 전반에 이르는 짧은 기간에 불과하고 나머지 기간은 늘 금권정치가 승리를 거두고 있다.

22) 김화진, 앞의 책(주15), 124쪽.

때문이며, 이를 주식의 귀속자라는 측면에 맞추어 표현한 것이라고 설명하기도 한다.²³⁾

그러나 여기에서 평등의 단위는 사람이 아니며, 보유주식 수에 비례한 평등이라는 의미이므로 이미 인적평등의 의미를 내포하고 있는 주주평등의 원칙이라는 표현보다는 개념의 혼동을 막기 위해서라도 주식평등의 원칙이라고 쓰는 것이 옳다고 본다.²⁴⁾ 많은 사람들은 회사의 소유권은 주주에게 있고 경영진에게는 주주들의 부를 극대화 할 의무가 있다고 주장한다.²⁵⁾ 그러나 법원은 일반적으로 지배권의 변화와 관련된 기업인수 방어나 전략의 재검토와 같은 제한된 상황을 제외하고는 그러한 판결을 내리는 데 적극적이지 않은 것 같다.²⁶⁾ 주주소유권 이론 또한 경영진들이 다른 구성원들에게 부담하고 있는 의무를 제한할 수 있는 기능을 해왔으며,²⁷⁾ 미국 대부분의 주들의 실정법도 그렇다.²⁸⁾

주주가 의결권을 가지는 것은 주주의 출자로 회사가 설립되었으므로 당연히 주주가 회사의 주인이라는 생각에 기초해 있다. 그러나 주주소유권 이론은 오늘날 거센 도전을 받고 있고, 이론적으로도 정확하다고 할 수 없다. 다만 주주소유권이

23) 최기원, 「신회사법론(제11대정판)」, 박영사(2001), 268쪽; 임홍근, 회사법 법문사(2001), 210쪽.

24) 같은 생각: 이철송, 「회사법 강의(제22판)」, 박영사(2014), 211쪽.

25) P. Dooley, *Fundamentals of Corporation Law* 97 (1995); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 247, 248-65 (1999); D. Gordon Smith, *The Shareholder Primacy Norm*, 23 J. Corp. L. 277, 277-78 (1998). For a notable example of an argument based on the shareholder wealth maximization norm, see Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981).

26) 예를 들어, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) 참조.

27) Comm. on Corp. Laws, Am. Bar Ass'n, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 Bus. Law. 2253 (1990).

28) Id.



론이 그냥 이론일 뿐이라는 점을 잊고 있을 정도로 널리 인정을 받고 있기 때문이다. 주주는 회사의 주인이라기보다 주식의 주인인 것이고, 주식수가 많아서 지배적 위치에 있는 자가 주인의식을 가진 실질적인 주인이라고 할 수 있으며, 회사는 지배주주의 의사에 따라 움직일 것이므로 기업은 본질적으로 민주적이지 않다. 그러나 문제는 지배주주나 그의 대리인인 경영자가 주주의 이익을 극대화하기보다는 사익을 추구하는 경우이다. 그러한 경우에 기업은 주주들뿐만 아니라 오히려 사회적으로도 해악을 끼치게 되고 결국 국민주권이 중심이 된 민주주의(democracy)와 주주주권(자본주권)의 중심이 되는 시장(plutocracy), 즉 금권주의가 근본적으로 충돌하게 될 것이다.

2. 주주의결권의 발달과정

19세기는 세계 도처에 있는 현대적인 기업의 표준화와 급속한 전파가 이루어진 시기였지만, 초기의 기업들은 동시대의 다른 기업들과는 여러 면에서 달랐다. 또한 오늘날은 당연한 것으로 여기는 1주 1의결권 원칙에서 벗어나, 대주주보다는 소수주주에게 더 유리한 의결권 제한계획을 채택하고 있었다.²⁹⁾ 최근에 법학 및 경제학자들은 지배주주들의 이기심으로부터 소수주주와 투자자들을 보호할 수 있는 방법을 찾고 있다. 그리고 오늘날 경영자들이 주주들에 대하여 혹은 지배주주들이 비지배주주들에 대하여 기회주의적으로 행동함으로써 부과되는 비용, 즉 대리인 비용은 기업지배구조에 관한 논의의 최정점에 서 있다.³⁰⁾

다른 제한이 없는 한, 1주 1의결권 원칙만큼 회사에 대한 지배권을 용이하게 획득할 수 있는 방법은 없다.³¹⁾ 또한 1주 1의결권 원칙은 경제적으로 효율적인

29) Henry Hansmann & Mariana Pargendler, The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption, 123 Yale L.J. 948 (2014).

30) Henry Hansmann, Reinier Kraakman & Richard Squire, The New Business Entities in Evolutionary Perspective, 2005 U. Ill. L. Rev. 5, at 14-15.

원칙으로 평가되며,³²⁾ 대리인 비용을 통제하는 효과를 발휘한다.³³⁾ 학자에 따라서는 대주주의 경영진에 대한 통제와,³⁴⁾ 경영권 시장의 기능을 제고하는 데 필요하다고 주장하는 경우도 있다.³⁵⁾ 그리하여 1825년과 1835년 사이의 미국 기업들 약 1/3(35%)이 이와 같은 금권주의적 의결권 규정을 가지고 있었을 정도로³⁶⁾ 오래 전부터 1주 1의결권 원칙은 회사에 없어서는 안 되는 매우 중요한 것이었고, 19세기 말쯤에는 이러한 원칙을 아주 당연한 것으로 여기는 분위기였다.³⁷⁾ 그러나 19세기 초부터 이러한 원칙에 대한 반감의 싹도 움트고 있었다.³⁸⁾

예를 들어, 재산에 초점을 맞춘 1주 1의결권은 자본을 많이 투자한 사람이 회사에 대해 많은 영향력을 가지게 되므로 대주주들에게 회사의 이익과 권력이 독점될 가능성이 높고, 사람에 초점을 맞춘 1인 1의결권은 자본을 많이 투자한 사람이나 적게 투자한 사람이나 회사에 대한 영향력이 동일하므로 실질적으로 회사를 이끌어 나갈 대주주에게 적절한 권한을 부여할 수 없는 난점이 있다. 그래서 나온 것이 “신중한 중용(prudent mean)”의 의결권제도이다. 이는 자본출자액에 따라 의결권이 부여되지만 일정한 방법으로 의결권의 수에 제한을 가하는 방법인데, 재산과 사람 사이에서 균형을 찾으려는 의결권제도로써 1인 1의결권 제도와

31) Dunlavy, *supra* note 8, at 1356.

32) Bernard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109 *Harvard Law Review* 1911, 1945-1946 (1996).

33) Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 63-89 (Harvard University Press, 1991).

34) Andrei Shleifer & Robert Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, 94 *Journal of Political Economy* 461 (1986).

35) Sanford Grossman & Oliver Hart, One Share- One Vote and the Market for Corporate Control, 20 *Journal of Financial Economics* 175 (1988).

36) Dunlavy, *supra* note 8, at 1356.

37) *Id.*

38) Pauline Maier, The Revolutionary Origins of the American Corporation, 50 *Wm. & Mary Q.* 77-78 (3d ser., Jan. 1993).



1주 1의결권 제도의 중간 형태라고 할 수 있다.³⁹⁾

신중한 중용의 규정은 매우 다양한 형태를 띠고 있지만 주주들 간에 권력을 배분하는 방법을 이해하는 데는 도움이 된다. 이 방식은 ① 복수의 주식 수마다 1개의 의결권을 부여하거나 ② 주식 수에 가중치를 두어 의결권을 부여하는 방법, ③ 대주주가 의결권을 행사할 수 있는 의결권 수를 제한하는 방법 등 다양한 형태를 띤다. 예를 들어, 1934년에 설립된 미국 버지니아주의 많은 광산회사들은 5주당 1개의 의결권; 10주당 2개의 의결권; 15주당 3개의 의결권; 20주당 4개의 의결권; 30주당 5개의 의결권; 40주당 6개의 의결권; 60주당 7개의 의결권; 80주당 8개의 의결권; 100주당 10개의 의결권; 140주당 11개의 의결권; 180주당 12개의 의결권; 200주 이상 15개의 의결권 등을 정해 놓고 있었다.⁴⁰⁾ 이와 같이 신중한 중용의 의결권 방식은 자본을 많이 투자한 사람에게 더 많은 의결권을 주면서도 소유한 주식 수에 비해 적은 의결권을 부여함으로써 대주주들의 권한남용을 막는 제도로,⁴¹⁾ 1인 1의결권 원칙보다 비민주적이지만 1주 1의결권 원칙보다는 더 민주적이다.

미국의 경우, 19세기 초까지는 이처럼 대주주의 의결권을 제한하려는 경향이 강해서 1825개 내지 1835개의 샘플기업 들 중에서 약 2/3(65)%가 신중한 중용의 규정을 가지고 있었다.⁴²⁾ 역사적 맥락에서 보면 의결권은 회사법이나 특별법, 혹은 회사의 부속정관에 규정될 때, 그러한 규정들에 대한 제정 및 개정권한을 가진 자들의 이념적 성향, 또는 시대적 상황에 따라 달리 규정되었던 것이다. 다

39) 1790년에 미국 재무장관이었던 Alexander Hamilton은 미합중국 제1은행에 대해 적절한 의결권 규정을 논의하면서 대주주들이 은행의 이익과 권력을 독점할 것을 우려하여 1주 1의결권을 거부함과 동시에 1인 1의결권은 대주주들에게 어떠한 권한을 부여하기에는 불충분한 점이 있다고 생각했다고 한다(Dunlavy, *supra* note 8, at 1357).

40) 1833-1834 Va. Acts 210(9개, 13개, 또는 14개의 투표권은 없었다).

41) 박양균, 차등의결권 제도의 경제학적 분석, 「규제연구」 제18권 제1호 (2009년 6월), 147쪽 참조.

42) Dunlavy, *supra* note 8, at 1358.

시 말해, 1주 1의결권 원칙이 표준은 아니었다.

미국의 경우, 1855년의 특별법에 의해 부여된 130개의 샘플기업들의 정관 중 2/3(68%)가 여전히 신중한 중용의 의결권 규정을 가지고 있었고,⁴³⁾ 파트너십이나 협동조합들은 민주주적인 1인 1의결권 규정을 가지고 있었다.⁴⁴⁾ 그러나 18세기 말과 19세기 초에 들어서면서 1주 1의결권 제도의 등장과 함께 미국 기업들의 자본조달의 어려움도 가속화되어 19세기 중반에 의결권 규정의 급격한 금권주의적 전환이 이루어졌다.⁴⁵⁾ 왜냐하면 투자자들이 자신들이 투자한 액에 비례하는 지배권을 갖지 못하면 자금을 투자하려 하지 않았기 때문이다.⁴⁶⁾ 결국 오랫동안 대주주의 권력을 제한해왔던 버지니아 주조차 1886년에 그러한 제한을 철폐하고 1주 1의결권 규정을 두게 되면서 미국에서는 1주 1의결권 규정이 대세로 자리 잡게 된다.⁴⁷⁾ 그러나 이러한 1주 1의결권 원칙은 강행법규가 아니라 임의법규의 형식을 취하고 있었고,⁴⁸⁾ 대주주들에게 회사의 지배권을 획득할 수 있는 기회를 늘려줌으로써 1895년과 1904년 사이에 1,800여개 회사가 흡수된 대합병운동(Merger Movement)과 약 20,000여 개의 새로운 법인이 설립되는 계기가 되었다.⁴⁹⁾

43) Id.

44) Timothy B. Thering, Co-Operative Capitalism: The Story of the Minneapolis Co-Operative Coopers, 1868-90 (Dec. 14, 2001): 유영일, 차등의결권주에 관한 연구, 「상사판례연구」 제21집 제4권 (2008), 106쪽; 이선화, 의결권조정형 종류주식의 도입에 따른 법적 문제, 성균관대학교 대학원 박사학위논문(2010).

45) Dunlavy, supra note 8, at 1358.

46) Timothy K. O'Neil, Rule 19c-4: The SEC goes to far in adopting a one share, on vote rule, 83 Nw. U.L. Rev. 1057, 1062-1063 (1989).

47) Dunlavy, supra note 8, at 1358-1359; An Act to Give to Each Stockholder a Vote for Each Share He Holds in Incorporated Companies, Feb. 26, 1886, ch. 233, 1886 Va. Acts 246.

48) 이선화, 앞의 논문(주44), 66쪽.

49) Naomi Lamoreaux, The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904, at 2 (1985)(Dunlavy, supra note 8, at 1359 각주 38 참조).



그런데 미국에서의 의결권 규정의 금권주의적 전환과정은 유럽 국가들의 그것과 많이 다르다. 예를 들어, 1867년의 프랑스 일반회사 설립법(*general incorporation law*)은⁵⁰⁾ 회사 스스로 자신들에게 적합한 의결권 규정을 둘 수 있도록 하면서도,⁵¹⁾ 회사 정관에 의결권에 관한 내용이 없는 경우에는 당연히 1주 1의결권의 원칙이 적용되는 것으로 보았다.⁵²⁾ 이는 영미 보통법이 정하고 있는 내용과 같으나, 미국의 경우, 실정법이 보통법을 뒤집을 수 있는 반면에 프랑스의 경우에는 선택사항이었다는 데 그 차이가 있다.⁵³⁾ 또한 이사 선임을 포함한 최초의 임원구성 주주총회(*first constitutive meeting of the shareholders*)에서 각 주주들의 의결권은 10주로 제한되었지만 정기주주총회를 다루는 의결권 규정의 문언은 의결권이 제한될 수 있다는 내용을 암시하고 있었다.⁵⁴⁾

이와 마찬가지로 독일의 경우, 1884년의 주요 회사법 개정에서는 1주 1의결권을 규정하였으나, 제190조의 “모든 주식에는 의결권을 부여한다(*Jede Aktie gewährt das Stimmrecht*)”는 규정은 미국처럼 주주들이 소유한 각각의 주식에 대해 1개의 의결권을 부여한다는 점을 확실히 하기 위한 것이 아니라 의결권 없는 주식을 배제하기 위한 규정이었으며, 법률전문가들 또한 계속해서 대주주에 대하여 의결권을 제한할 것을 권고하였다.⁵⁵⁾ 그리하여 증권거래소에 상장된 회사에

50) *Loi sur les sociétés*, 24 July 1867, Tome XXX Bulletin des lois, sér. XI, partie principale, Titres I-IV, no. 1513(Dunlavy, *supra* note 8, at 1359에서 재인용).

51) 프랑스의 경우에는 0-4주의 의결권을 가진 소수의 주식을 소유한 주주에게는 의결권을 부여하지 않았지만, 5-10주는 1의결권, 11-20주는 2의결권, 21-40주는 3의결권, 40주 이상은 5의결권을 부여하는 등 대주주의 의결권을 제한하였다.

52) A. Vavasseur, *Traité des Sociétés Civiles et Commerciales (avec Formules)*[:] *Sociétés Françaises et Étrangères--Assurances--Associations et Syndicats Professionnels--Taxes Fiscales*, vol. 2, ¶ 896, 168 (Paris, Marchal et Billard 5th ed. 1897-1904) (Dunlavy, *supra* note 8, at 1359에서 재인용).

53) Dunlavy, *supra* note 8, at 1359-1360.

54) *Id.* at 1360.

55) *Id.*

대해서는 의결권 상한제도가 있었으며, 회사법은 5% 이상을 소유한 주주들에게는 5%, 10% 이상을 소유한 주주들에게는 10%의 의결권 상한을 두고 있었다. 독일에서의 1주 1의결권의 원칙은 “주식회사의 본질”이라는 추상적 이론보다 구체적인 사회적 환경을 기초로 하였다.⁵⁶⁾

한편 영국의 경우에는 1845년부터 1905년까지 주식 수가 증가함에 따라 최초 10주까지는 1주당 1의결권, 매 5주 추가부터 100주까지 5주당 1의결권, 그 이상에 대해서는 10주당 1의결권을 부여하는 3단계의 신중한 중용의 의결권 제도를 가지고 있다가,⁵⁷⁾ 1주 1의결권 제도로 바꾸었다. 그렇다면 20세기로의 전환점에서 의결권의 금권주의적 변환은 미국에서만 뚜렷한 현상이라고 할 것이고,⁵⁸⁾ 기업의 사회적 개념에서 볼 때는 미국이 유럽보다 비민주적이었다고 말할 수도 있다.⁵⁹⁾ 그러나 1920년대쯤 대주주들이 장악하고 있던 미국의 기업들은 Berle과 Means의 “현대기업과 사유재산(The Modern Corporation and Private Property)”에서 언급한 현대기업으로 전환되면서도 여전히 금권주의적 의결권 규정은 가지고 있었지만, 소유와 경영의 분리 때문에 전문 경영인들이 등장하면서 1주 1의결권 규정 또는 무의결권 규정을 통해 기업을 장악하려 했던 대주주들은 급속히 사라졌다.⁶⁰⁾

이와 동시에 19세기 중반부터 미국에서는 소수주주에 관한 관심이 증대되기 시작하면서 1870년과 1900년 사이에 소액주주들도 회사 정보에 접근할 수 있도록 집중투표제를 허용하기 시작했다.⁶¹⁾ 주주들의 수가 늘고, 주식의 분산도가 커지

56) 江頭憲治郎ほか, 種類株式 ④, ジュリスト 第1266号 127頁(神作發言).

57) Frank Partony & Shaun Martin, Encumbered Shares, “University of California, Berkeley Law and Economic Workshop, 2004.

58) Dunlavy, *supra* note 8, at 1361.

59) Id.

60) Id. at 1361-1362.

61) 집중투표제는 시민사회 거버넌스의 비례대표제를 모델로 하였다.



면 당연히 소액투자자들의 수도 증가할 수밖에 없으므로 투자자들에게 소수주주의 권리문제는 매우 민감한 문제로 부각될 수밖에 없었기 때문이다. 당시 상황은 Dunlavy교수가 논문에서 소개한 월스트리트 저널 기사에 잘 소개되어 있다.⁶²⁾ 따라서 상대적으로 적은 투자를 한 이사진들은 위임장제도를 활용하거나 의결권 신탁을 이용해 그들의 권력을 강화하려 했다.⁶³⁾ 이는 소유와 경영의 분리를 통한 경영자 권력이 등장하면서 주주들은 상대적으로 수동적으로 변화되었지만 동시에 소액주주들의 권리증진에 대한 의식은 조금씩 늘어나기 시작했다는 증거이다.

일본은 1주 1의결권의 원칙과 대주주의 의결권 제한이 혼재되어 있다가 다시 1주 1의결권 원칙으로의 수렴경향을 보이는 발전 과정을 거쳐, 1950년 개정 상법에서 1주 1의결권 원칙이 확립되었다. 그러나 1938년의 무의결권주식제도 도입, 2001년과 2002년 상법 개정을 통한 다양한 종류주식제도 도입 등을 통해 1주 1의결권원칙에서의 이탈을 겪으며 그 기조는 아직도 그대로 유지되고 있다. 요컨대 일본에서도 1주 1의결권 원칙은 절대적인 것이 아니며, 사회적, 역사적 환경변화에 따라 변용되어왔다고 볼 수 있다.⁶⁴⁾

62) 월스트리트 저널 기자가 그의 기사에서 “소수주주들에 의해서,” “모든 주주들은 실제적으로 의미를 부여받는다.”고 말한 것은 당시의 분위기를 잘 보여준다 [How to Make Corporations Honest, Wall St. J., July 26, 1904, at 1(Dunlavy, supra note 8, at 1362에서 재인용)] .

63) The Seat of Evil, Wall St. J., Jan. 21, 1904, at 1; The Equitable Voting Trust, Wall St. J., June 21, 1905, at 1(Dunlavy, supra note 8, at 1362-1363에서 재인용).

64) 이선화, 앞의 논문(주44), 78-84쪽 참조.

III. 20세기의 주주민주주의

1. 정치적 민주주의와 주주민주주의

미국 George Mason 대학교 로스쿨 학장인 Henry G. Manne은 2007년 1월 2일자 월스트리트 저널에 실린 ‘주주민주주의의 모순어법(The Corporate Democracy Oxymoron)’이라는 글에서 “‘주주 민주주의’ 20~30년마다 유행처럼 돌아오는데, 그러한 시기가 맹렬한 기세로 다시 돌아왔다.”고 하면서 “회사 지배구조에 민주주의를 결합하려는 생각은 시장이라는 시스템에 정치적 이상을 부적절하게 결합시키려는 과정에서 나왔다. 그리고 이처럼 주주민주주의가 유행처럼 계속해서 찾아오는 이유는 지식인들이 시장작동 원리보다 정치적 모델과 사건들에 더 관심을 갖기 때문이다.”라고 쓰고 있다.⁶⁵⁾ 그는 또한 “현대 기업은 시장의 산물일 뿐 정치적 결사체가 아니다”고 주장하면서, 기업에서의 경영자를 선출하는 과정도 궁극적으로는 정치적 형태의 선출과정보다 주식에 많이 소유한 자의 의사가 반영될 수밖에 없다고 말했다.⁶⁶⁾ 요컨대, 회사의 지배구조는 효율적 시장원리에 맡겨두는 것이 좋다는 것이다. 그러나 ‘민주주의’만큼 현대 사회에서 강력한 힘을 가진 용어도 없을 것이기 때문에 법학자들이나 경제학자들을 비롯한 많은 사람들은 정치적 영역에서의 민주주의와 기업 내에서의 민주주의를 비교하는 것에 대해 쉽사리 저항하기 어려울 것이다.

‘주주민주주의’를 주장하는 자들은 시민 사회 거버넌스의 기준에 근거를 둔 기업의 사회적 개념을 강조하면서, 기업지배구조 내에 금권주의가 부활되는 것과 대주주의 손아귀에 권력이 집중되는 것을 막아야 하고, 그러기 위해서는 의결권을 민주화하고 그것에 의하여 주주들 간의 권력관계를 평등하게 만들어야 한다고

65) <http://online.wsj.com/news/articles/SB116768362469464053>(최종방문 2014년 5월 2일).

66) Id.



주장한다. 그러기 위해서는 ‘1인이 소유할 수 있는 주식수를 제한하거나, 주주들 간에 동등한 의결권을 행사할 수 있게 하는 등의 방법으로 소수주주도 대주주와 동등한 위치에서 지배구조를 요구할 권리가 있다고 주장한다.

2. 주주민주주의의 발전과정

20세기 중반에 접어들면서 미국에서는 주식소유의 분산 및 소유와 경영의 분리 확대, 그리고 경영자의 권력 증대를 통한 ‘주주 민주주의’가 등장하게 된다. 실제로 Berle과 Means의 저서가 출간 된 해에 미국 상원은 금융위원회를 조직하고, 1920년대에 월스트리트에서 이루어진 주가조작 사건들을 조사한 조사보고서 (Pecora investigation)를⁶⁷⁾ 내놓았다. 그리고 New York Times는 1929년 주식 시장 붕괴 이후 소액투자자들이 늘어나는 현상을 묘사한 “기업민주주의(corporate democracy)”라는 용어를 최초로 사용하였고, 이 용어는 ‘주주민주주의’라는 용어와 동일한 의미로 사용되었다.⁶⁸⁾ 이 용어는 최근까지 널리 사용되고 있으며, 이 제는 소수주주들이 정기주주총회에 참석하고, 정보접근권을 가지며, 의결권을 행사할 수 있는 기업지배구조를 묘사하는 데도 사용되고 있을 뿐만 아니라,⁶⁹⁾ 최근

67) 이탈리아 시실리 출신 페르디낭 페코라(Ferdinand Pecora)는 작전세력과 시세조종, 내부자 거래, 외부자에 대한 불공평한 대우, 탈세 회계조작 등 다양한 불법행위들이 월스트리트에서 이루어졌음을 폭로한 조사보고서를 내놓았다. 이에 따라 루스벨트 대통령은 투기꾼들의 자유를 제한하는 다양한 조치들을 내놓았고, 1933년에는 은행과 투신업무를 엄격하게 분리하는 Glass-Steagall법이 제정되어 증권시장의 부침에도 불구하고 은행의 자본금이나 대출여력이 휘둘리지 않게 되었으며, 투신사들도 고객의 돈으로 투기등급 이하의 주식과 채권을 편입할 수 없게 되었고, 34년법(Securities Exchange Act of Law 1934)이 제정과 함께 작전세력과 내부자거래, 시세조종 등이 불법화되었으며, 증권거래위원회(SEC)가 설립되었다 [Chancellor, Edward., Devil Take The Hindmost: A Story of Financial Speculation, Farrar, Straus and Giroux, 1999; 강남규 역, 「금융투기의 역사」, 국일증권경제연구소, 329-330쪽 (2001) 참조].

68) Dunlavy, supra note 8, at 1363.

69) Id. at 1364.

에는 소수주주들이 손쉽게 자신들이 선호하는 이사후보를 추천할 수 있도록 하기 위해 회사가 발행하는 위임장 설명서에 주주 추천 이사후보를 포함시킬 수 있도록 한 위임장 접근 규칙(proxy access rule)과 임원보수에 대한 주주승인권(say on pay)으로까지 발전하고 있다.

주주민주주의는 2차 세계대전 이후에 소액투자자들에게 권한을 부여하기 위한 대중운동의 슬로건으로 등장하였는데, 주주 숫자의 증가, 주식소유권의 광범위한 분산, 그리고 사실상의 경영자지배를 그 출발점으로 삼는다.⁷⁰⁾ 그리고 1956년에는 “미국을 이끄는 소수주주”, “미국 기업의 양심” 등으로 알려진 Lewis D. Gilbert가 그의 회고록 제목을 “기업이 민주화 될수록 더 많은 이익배당을 받게 된다.”⁷¹⁾로 정한 것을 보면 주주민주주의를 옹호하는 자들이 주주민주주의가 주주이익을 극대화해줄 수 있을 것으로 보고 있음을 알 수 있다.

3. 주주민주주의에 대한 Dunlavy 교수와 Rodrigues 교수의 견해차

3.1. Dunlavy 교수의 견해

오늘날 주주민주주의를 옹호하는 자들은 많다. 그리고 그들 대부분은 이러한 형태의 민주주의가 1주 1의결권을 의미한다는 것을 당연하게 생각한다.⁷²⁾ 그러나 앞에서 본 바와 같이 Dunlavy 교수는 19세기의 의결권 규정들은 현재 우리가

70) Frank D. Emerson 과 Franklin C. Latcham교수는 자신들이 공동 저술한 “주주민주주의: 보다 폭넓은 시야에서 바라 본 기업(Shareholder Democracy: A Broader Outlook for Corporations)”에서 Berle과 Means의 견해를 벤치마킹하고 있다. [Frank D. Emerson & Franklin C. Latcham, Shareholder Democracy: A Broader Outlook for Corporations (1954)] .

71) Dunlavy, supra note 8, at 1365.

72) Usha Rodrigues, The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy, 63 Wash. & Lee L. Rev. 1389, 1391 (2006).



당연하다고 생각했던 것과는 거리가 멀었다고 말한다.⁷³⁾ 또한 그녀는 현재의 주주민주주의의 1주 1의결권 모델은 “금권주의적(plutocratic)”이라면서 회사를 통치함에 있어 더 많은 주식을 보유한 주주들이 더 큰 목소리를 낼 수 있기 때문이라고 하면서,⁷⁴⁾ 그리고 바로 이 점이 주식 보유량에 관계없이 평등한 의결권을 부여했던 과거의 순수한 주주민주주의와 다른 점이라고 한다.⁷⁵⁾

또한 Dunlavy 교수는 시민사회조직과 기업조직은 각각 국가와 기업이라는 조직체를 가지고 있고, 그 구성원들 간에 권력을 나누어 갖는다는 점에서 상당히 유사하다고 하면서⁷⁶⁾ 기업법학자들이 매우 익숙하게 생각하는 경영자와 근로자, 혹은 경영자와 주주 간의 수직적인 관계보다는 주주들 간의 수평적 관계에 더 관심을 보인다.⁷⁷⁾ 그리고 사실상 1주 1의결권 원칙 때문에 대주주들이 소수주주들보다 더 큰 소리를 낼 수 있고, 이론상으로는 모든 주주들이 동등하다고 하지만, 1인 1투표권 원칙 위에 성립된 현대의 정치적 운용 시스템에 비해 1주 1의결권 하에서 더 불평등한 경우가 있을 수 있다고 한다.⁷⁸⁾ 뿐만 아니라 시민사회 거버넌스에서의 19세기 정부는 재산의 소유권, 인종, 성별과 같은 이유로 공민권을 제한하다가 20세기 들어 이러한 제한을 철폐했지만, 기업지배구조는 더 금권적이고 더 비민주적인 경향으로 진행하면서 대주주들의 목소리는 더 커졌다고 한다.⁷⁹⁾

이와 더불어 Dunlavy 교수는 20세기에 들어 “주주민주주의”를 지지한다고 하

73) 19세기에는 대다수의 기업들이 1주 1의결권을 가지고 있지 않았다.

74) Dunlavy, *supra* note 8, at 1350.

75) *Id.* at 1357.

76) *Id.* at 1350.

77) *Id.* at 1366-67.

78) James M. Buchanan & Gordon Tullock, *The Calculus of Consent* (Liberty Fund 1999); Daniel A. Farber & Philip P. Frickey, *Law and Public Choice* (1991).

79) Dunlavy, *supra* note 8, at 1360-61.

는 자들이 경영자와 주주들 간의 수직적 관계를 공정하고, 당연한 것이며, 민주적인 것으로 묵인해왔기 때문에,⁸⁰⁾ 경영자와 주주들 간에 힘의 불균형이 있더라도 아무런 문제도 없는 것으로 여겼으며, 경영권과 지배권이 분리되는 미국의 전문경영인 체제의 자본주의(technocratic capitalism)에서 보면 “주주민주주의”는 그저 이해관계를 가진 주주들이 충분한 정보를 제공받고 의결권을 행사할 수 있음을 의미한다고 주장한다. 그리고 그 이유는 회사의 업무수행에 관한 신뢰할 수 있을 만큼의 정확한 최신정보를 이용할 수 없을 때, 경영진에 대한 주주들의 효율적인 감독이 불가능하기 때문이라고 한다.⁸¹⁾ 또한 Dunlavy 교수는 이것이 민주적 또는 신중한 중용의(democratic or prudent-mean) 의결권 규정 속에 내재하는 기업에 대한 사회적 개념과 다른 점이라고는 말한다. 왜냐하면 신중한 중용의 규정이 대주주의 권한남용을 견제하려는 것이었던 데 비하여 의결권이 부여되고 정보를 이용할 수 있는 권한이 부여되는 한, 10주의 주식을 소유한 자가 10개의 의결권을 가지든지 100만주를 소유한 주주가 100만개의 의결권을 가지든지 문제 삼지 않았기 때문이다. 물론 이렇게라도 해서 제한적이나마 주주들에게 권한을 부여한 것은 보수를 받는 경영자들 쪽으로 너무 심하게 기울어진 힘의 균형을 시정할 의도였으나 기저에 깔린 기업의 사회적 개념은 여전히 기본적으로 금권주의적이며, 이와 같이 주주와 경영자와의 관계가 수직적이라는 견지에서 정의된 주주민주주의의 개념은 오늘날까지도 여전하다고 한다.⁸²⁾

그리고 Dunlavy교수는 1980년대 중반 이후로 1주 1의결권 규정과 “주주민주주의”가 더 공고하게 결합되고, 더 뚜렷해지는 추세에 있다고 본다. 그리고 이는 복수의결권 또는 차등의결권 주식이 발행되면서 소수독재적인 기업 개념이 출현

80) Id.

81) J. E. Parkinson, Corporate Power and Responsibility, Clarendon Press • Oxford (1993), at 160.

82) Dunlavy, supra note 8, at 1365.



하는 것에 대한 반작용에서 나온 것이라 한다.⁸³⁾ ‘주주민주주의’라는 용어는 이제 유럽에서도 수용되어 사용되고 있다.⁸⁴⁾ 그러나 Dunlavy 교수는 이 용어를 사용하는 자들이 회사 내에서의 수직적 관계와 수평적 관계를 구별하지 못하는 우를 저지르고 있으며,⁸⁵⁾ 자칫 1주 1의결권 규정들이 가진 금권주의적 측면은 도외시한 채 민주적 제도와 자유주의 전통이 일치하는 것으로 착각⁸⁶⁾할 수 있다고 비판한다. 또한 주주민주주의는 주식간의 차별적 대우는 제거할지 몰라도 주주들간의 차별적 대우는 제거할 수 없을 것이라고 주장하기도 한다.⁸⁷⁾

3.2. Rodrigues 교수의 견해

Rodrigues 교수는 기업민주주의와 정치적 민주주의는 모두 직접민주주의, 대의민주주의, 그리고 변형된 대의민주주의⁸⁸⁾ 등 세 가지의 다른 정치적 메커니즘을 가지고 있다고 본다.⁸⁹⁾ 그는 정치적 세계에서의 직접 민주주의는 투표권자들이 문제를 직접 결정하는 것처럼 기업세계에서도 주주들이 직접 의결권을 행사하는 경우가 있지만, 직접 민주주의는 기업세계에서나 정치세계 모두에 있어 원칙이 아닌 예외라고 본다.⁹⁰⁾

83) Id. at 1366.

84) 이에 대한 실례는 Id. at 1366-1367 참조.

85) Id. at 1367.

86) Caroline Fohlin, The History of Corporate Ownership and Control in Germany, in A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers 223, 262 (Randall K. Morck ed., 2005).

87) Dunlavy, supra note 8, at 1367.

88) Georgia 대학교의 Usha Rodrigues 교수는 이를 “representative democracy once removed”라고 부른다. 여기서 once removed는 손수를 따질 때 쓰는 표현으로 ‘한 세대 떨어진’이라는 의미이다.

89) Rodrigues, supra note 72, at 1392.

90) Id. at 1393.

생각건대, 정치세계에서 발생하는 대부분의 문제는 국민의 대의기관이 처리하고, 기업세계에서도 대부분의 의사결정은 이사회 등이 처리하며, 주주의 이해에 특히 중요한 영향을 미칠 수 있는 사항들만 주주들이 결정하게 되므로 그의 견해는 일리가 있다. 우리나라 상법의 경우, ① 회사의 기구나 업태의 기본에 관한 사항, ② 기관구성원의 선임·해임, ③ 업무운영과 주주의 이익을 위한 사항이 주주총회의 권한사항으로 되어 있고,⁹¹⁾ 미국의 경우에도 모범사업회사법, 델라웨어 일반회사법, 그리고 대부분의 주법들이 합병이나 회사의 모든 재산, 혹은 실질적으로 모든 회사의 재산을 매각하는 경우에 주주들이 직접 의결권을 행사할 수 있도록 하고 있지만,⁹²⁾ 나머지 것들은 대부분 이사회 등에 맡기고 있기 때문이다. 그렇다면 주주가 해야 할 가장 중요한 일 중 하나는 주주총회에서 이사를 선임하는 일이다.

한편 Rodrigues 교수는 대통령 선거와 같은 정치적 행위와 기업에서 주주들이 이사를 선임하는 행위와 같이 자율지배구조(self-governance)라는 변형된 대의민주주의를 설명하면서,⁹³⁾ 미국에서 대통령 선출을 위한 선거인단을 구성할 선거인을 미리 선출하는 것과 기업에서 주주들이 이사 선임을 위한 의결권을 행사하고 거기서 선임된 이사들이 다시 CEO, CFO, 기타 회사를 사실상 경영해나갈 다른 임원들을 선출하는 경우를 예로 들고 있다.⁹⁴⁾

Rodrigues 교수에 따르면 선거인단은 원래 일반대중의 투표권으로부터 자산가, 백인, 남성들과 같은 엘리트들의 투표권을 분리할 목적으로 고안되었으며, 이는

91) 이기수·최병규·조지현, 회사법(제6판), 박영사(2008), 381쪽.

92) Model Bus. Corp. Act § 11.04 (2005); Del. Code Ann. tit. 8, § 251(c) (2005); Model Bus. Corp. Act § 12.02; Del. Code Ann. tit. 8, § 271; Model Bus. Corp. Act § 14.02; Del. Code Ann. tit. 8, § 275 (same); Model Bus. Corp. Act § 10.03 ; Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b)(2).

93) Rodrigues, supra note 72, at 1393.

94) Id. at 1393-1394.



버지니아의 George Mason이 일반대중들에 의한 선거는 맹인들에게 색깔을 구별해보라고 하는 것과 다를 바 없고, 결국 선거인단 제도는 과연 일반대중이 대통령을 선출할 수 있을까에 대한 불신에서 비롯되었다고 주장한다.⁹⁵⁾ 실제로, 원래 선거인단 제도를 구상할 때는 자신들이 가진 지식과 판단에 따라 독립적 판단을 내릴 수 있는 미국 시민권을 가진 남성들로만 구성하려 했다고 한다.⁹⁶⁾ 그러나 선거인단은 이러한 취지와 달리 정당정치의 속성인 당리당략에 따라 정당후보자에게 투표하는 형태로 전락하여 지금까지 유지되고 있다고 한다.⁹⁷⁾

Rodrigues 교수는 기업조직에서도 주주들은 회사를 경영할 자에 대해 직접 의결권을 행사하지 않고 나중에 경영자를 선임할 권한을 가진 이사회 구성원들을 선임하기 위해 의결권을 행사한다는 점에서 미국의 선거인단과 유사한 면이 있다고 한다.⁹⁸⁾ 그러나 기업과 국가는 ① 기업에 대한 투자는 완전히 자발적인 노력에 의해 이루어지고, ② 대의민주주의는 기업에서 제한적인 역할을 하는 데 그치며, ③ 경제적 이해관계와 주주총회에서의 의결권이 분리되고, ④ 주주들은 주식매매를 통해 언제든지 회사를 떠날 수 있는 권한을 가지고 있는 등⁹⁹⁾ 네 가지 차이가 있다고 한다.

첫째, Rodrigues 교수는 투자자들은 파트너십을 비롯한 여러 종류의 회사 형태들 심지어 개인 기업에도 투자할 수 있고, 아예 투자를 하지 않을 수도 있다고 한다. 이 중에는 1인 1의결권을 가진 것들도 있다. 그러므로 투자자는 경영진들에 대해 목소리를 낼 수 있는 잠재력을 가지고 있는데도 기업형태에 1인 1의결권 체제를 강요한다면 투자자의 선택권을 부당하게 침해하는 것이 된다고 한다.

95) Id. at 1394.

96) Paul Boudreaux, The Electoral College and Its Meager Federalism, 88 Marq. L. Rev. 195, 209 (2004).

97) Id.

98) Rodrigues, supra note 72, at 1395.

99) Id. at 1397-1398.

물론 시민사회에는 그러한 대안적 형태에 대해 선택할 수 있는 기회가 없다.¹⁰⁰⁾

둘째, Rodrigues 교수는 투표권은 시민사회에서는 기본적 권리이지만 기업 조직 내에서의 의결권은 반드시 그렇지 않다고 한다. 대부분의 경우에 투자자들은 정치적 영역에서와 같은 민주적인 경험을 추구하지 않으며, 기업법은 이사들이 정치적 영역에서와 같은 가치 선택을 할 것을 요구하지 않기 때문에 그들이 주주들의 대표자로서의 역할을 할 것도 요구하지 않는다고 한다. 그 대신 주주들은 이사들이 자신들에게 주어진 역할을 충실히 해줄 것 것인지를 놓고 의결권을 행사하므로 주주민주주의는 그들을 단속하는 제한적인 역할만 한다고 한다.¹⁰¹⁾

셋째, Rodrigues 교수는 주주민주주의는 의결권자들에게 실질적인 선택권을 부여하지 않으므로 정치적 민주주의에 비해 비민주적이라고 한다.¹⁰²⁾ 예를 들어, 이사 선임은 대부분 각 회사가 제시한 이사후보에 대해 찬성과 반대를 물어 찬성이 과반수가 되면 선임결의가 이루어진 것으로 보므로 주주들에게는 선택권이 없는 것이나 마찬가지라는 것이다. 그러므로 주주민주주의가 이론적으로는 좋을지 몰라도 주주의결권이 실질적인 의미나 힘을 가지고 있는 것은 아니라고 한다.¹⁰³⁾

넷째, Rodrigues 교수는 주주들은 자신이 투자한 투자기업의 경영전략 및 성과가 만족스럽지 못할 때 주주권을 활용하여 적극적으로 개입(voice 전략)하기보다는 투자주식을 매각(exit 전략)해버리고 회사를 떠날 수 있는 권리가 있다고 하는데, 이를 “Wall Street Rule”이라고 부른다.¹⁰⁴⁾ 물론 특정 국가의 구성원도 자신

100) Id. at 1398.

101) Id. at 1399.

102) Thomas W. Joo, A Trip Through the Maze of “Corporate Democracy”: Shareholder Voice and Management Composition, 77 St. John's L. Rev. 735, 735 (2003).

103) Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1988)(주주의 특권은 이사의 권한의 적법성이 부여하는 관념적인 토대이다).

104) Thomas W. Joo, The Modern Corporation and Campaign Finance: Incorporating Corporate Governance Analysis into First Amendment Jurisprudence, 79 Wash. U. L.Q. 1, 57-58 (2001).



이 속한 나라를 떠날 수 있지만 주식을 매각하는 데 들어가는 비용과 비교할 수 없을 만큼의 많은 비용이 소요된다고 한다.¹⁰⁵⁾ 이러한 점을 인식하여 Henry Manne은 “투표권자들의 견지에서 본 정부보다 주주의 견지에서 본 기업이 훨씬 더 민주적인 메커니즘”이라고 말했는지도 모른다.¹⁰⁶⁾

Rodrigues 교수는 최근에 붓물처럼 터지고 있는 주주행동주의도 Wall Street Rule과 연결 지을 수 있다고 하면서, 대주주들도 종종 회사의 변화를 이끌어내기 위해 때로는 소수주주들의 지원을 받아 기업의 경영활동에 적극 개입하는 경우가 있고, 대주주가 소수주주보다 기업에 대해서 더 많은 이해관계를 가지고 있기 때문에, 더 전투적이 될 수밖에 없으며, 이는 결국 모든 주주들에게 이익이 돌아가는 결과가 된다는 이유를 들어 1주 1의결권 원칙을 정당화시키고 있다.¹⁰⁷⁾ 그녀는 또한 1주 1의결권이 좋은 제도인지의 여부는 우리가 대주주를 얼마나 신뢰하는지에 달려 있다고 주장한다.¹⁰⁸⁾

Ratner는 신뢰할 수 없는 경영자를 두려워하는 것에 원인이 있는 것이 아니라 대주주의 욕망을 의심하는 것에 더 많은 원인이 있다고 한다.¹⁰⁹⁾ 그런데 Manne은 예외적인 경우를 제외하고 의결권 주주들의 이해상충은 존재하지 않는다고 하면서 이에 동의하지 않는다.¹¹⁰⁾ 다시 말해, 모든 주주들은 돈을 벌고자 하는 공통적인 목적을 가지고 있다고 한다.¹¹¹⁾

105) Rodrigues, supra note 72, at 1402.

106) Henry G. Manne, Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle, 64 Colum. L. Rev. 1427, 1445 (1964).

107) Rodrigues, supra note 72, at 1404.

108) Id.

109) David L. Ratner, The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of “One Share, One Vote,” 56 Cornell L. Rev. 1, 20-21 (1970).

110) Manne, supra note 106, at 1441.

111) 그러나 주주들 간에 이해의 충돌이 발생한다고 주장하는 견해도 있다: Robert P. Bartlett III, Managing Risk on a \$25 Million Bet: Venture Capital, Agency Costs,

이와 같이 견해가 다르다 보니 도대체 보다 더 민주적이거나 보다 덜 민주적이라는 것이 무엇을 의미하는지에 관하여 근본적인 의문이 생길 수밖에 없다. 비록 대주주들에 의해 지배를 받더라도 의결권을 가진 자들이 대주주들에게 그들의 권한을 행사하여 회사 경영에 변화를 촉구하는 목소리를 내도록 자극하는 시스템이 더 민주적일까? 아니면 각 의결권자들의 권한을 평등하게 보장하면서 대주주들이 경영진에 대해 아무런 말도 할 수 없는 시스템이 더 민주적일까? Rodrigues 교수는 그 대답은 주주민주주의가 경영자들과 대주주들 중에 어느 쪽을 두려워하느냐에 달려 있다고 말한다.¹¹²⁾

또한 Rodrigues 교수는 기업지배구조에서 이사회의 중요성을 설명하면서, 독립이사(또는 사외이사), 그리고 경영진(또는 사내이사)들로 구성된 이사회가 있는 기업의 경우, 독립이사들은 경영진을 감독하는 자도 아니고, 그렇다고 해서 회사를 경영하는 위치에 있는 자들도 아니며, 오히려 그들은 적대적 기업인수, 임원보수수준, 이해상충 거래 등과 같은 문제가 발생했을 때, 적절한 판단기준을 제공하는 심판자 역할을 하며, 회사 경영진에게는 소독제 역할을 한다고 주장한다.¹¹³⁾

요컨대, Rodrigues 교수는 Dunlavy 교수가 주장한 기업조직과 시민조직 간의 정치적 유사성은 어느 정도 인정하지만 차이점을 고려하지 않고 직접 적용하려는 논리는 위험하다고 주장하고 있다.

3. 사건

Dunlavy교수와 Rodrigues 교수가 바라보는 주주민주주의에는 상당한 차이가

and the False Dichotomy of the Corporation, 54 UCLA L. Rev. (forthcoming 2006); Stephen M. Bainbridge, Shareholder Activism and Institutional Investors (UCLA Law-Econ. Research Paper No. 05-20, September 2005).

112) Rodrigues, *supra* note 72, at 1405.

113) *Id.*



있다. Dunlavy 교수는 시민 사회 거버넌스의 기준에 근거를 둔 기업의 사회적 개념을 강조하여 표현하며 기업지배구조 속에서의 금권정치의 부활을 경계하고 있다. 그녀는 대주주의 손아귀에 권력이 집중되는 것을 우려하여 의결권을 민주화하고 주주들 간의 권력관계를 평등하게 해야 한다고 주장한다. 그러한 입장에서 보면 한 사람이 보유할 수 있는 주식 수를 제한하거나 주주들 간에 동등한 의결권 행사를 보장하는 것이 진정한 주주민주주의를 실현하는 것으로 보일 수도 있다. 그러나 1인 1의결권을 제외한 1주 1의결권 규정이나 신중한 중용의 의결권 규정은 필연적으로 주주들을 차별대우 할 수밖에 없으며, 정치적인 의미에서의 “민주적 제도”와 정확히 일치할 수는 없다.

최근 강조되고 있는 기업의 사회적 책임은 결코 무시할 수 없는 가치다. 그러나 기업의 속성은 영리추구에 있고, 사회적 선을 실현하는 데 궁극적인 목적이 있는 것은 아니다. 부의 재분배 기능은 정치의 영역이지, 기업의 영역은 아니다. 그러나 물론 1주 1의결권에 의한 금권주의적 경향이 지나쳐서 사회적 악으로 취급될 경우에는 다른 논의가 가능할 것이다. 앞에서 살펴 본 바에서 보더라도 주주의결권의 역사는 정치적, 사회적 환경의 변화에 따라 수없이 얼굴을 바꾸어 온 것을 보더라도 그렇다.

또한 주주가 주주총회에 참석하여 결의에 참여하거나 서면결의에 참가하는 권리인 의결권의 목적은 정치적 행동이나 부의 재분배가 아닌 주주들의 이익 극대화이다. 물론 주주들 중에도 부의 재분배를 더 중요하게 생각하는 자가 있을 수 있으나 지금까지 논의되어 온 기업지배구조의 문제는 소유와 경영의 분리에서 발생하는 대리인 비용의 문제를 해결하여 주주일반과 이해관계자에게 정당한 이익이 귀속되도록 하거나 그러한 이익이 침해되지 않도록 함과 동시에 그들의 이익의 극대화를 기대하는 것이고, 그에 걸 맞는 지배구조를 갖추는 데 초점이 맞추어져 왔다.

우리나라의 경우, 자본시장의 개방이 확대되면서 외국인의 주식투자비중이 크

게 상승하고, 외국인 주주의 국내기업에 대한 주주권 요구 및 경영간섭 사례가 증가하고 있다. 특히 법적으로는 소액주주의 권한과 경영에 대한 주주의 감시기능을 강화하기 위해 소수주주권 행사 요건이 크게 완화되고, 집중투표제가 도입되었으며, 감사 또는 감사위원회 선임 시 대주주의 의결권 제한, 금융회사의 계열사 의결권 제한, 이사선임에 대한 의결권 제한 등 소액주주들이 자신의 주주권 행사를 통해 회사에게 영향력을 행사할 수 있는 기회가 늘어났다. 이와 같이 우리나라에서의 주주행동주의는 주주민주주의를 표방함으로써 외환위기 이후 경기상승과 벤처붐에 따른 주가상승이 벤처거품 붕괴와 개인의 투자실적 부진으로 불만과 소외감에 사로잡혀 있던 주주들에게 호소력 있게 접근하고 있다.¹¹⁴⁾

그러나 주주민주주의와 결합된 주주행동주의가 주주이익을 대변하고 주식가치를 단기간에 상승시키는 등의 순기능도 갖고 있지만 투자지식이나 자본력이 개인보다 우세하며, 사회적 자본의 원천으로서의 경제적 기능이나 증권시장에 대한 영향력이 큰 기관투자자가 주주가치를 희생하면서 법적으로 자신들에게 부여된 주주권한을 이용하여 기회주의적인 행동을 할 수도 있고, 헤지펀드 행동주의처럼 순수한 주주의 이해관계와 충돌할 가능성도 있다. 다양한 행동주의자들이 최고의 가치로 내세우는 주주가치의 제고가 자칫 다른 주주들의 가치는 배제한 채, 그들만의 가치제고에 그칠 가능성도 있고, 경영자에 대한 감시와 규율을 통한 지배구조 개선으로 기업의 경영효율성을 제고함으로써 기업 가치를 높인다면서도 실제로는 주주 자신들의 사적 이익을 위해 주주행동주의를 이용하는 경우도 있을 수 있다. 우리 회사법은 주주의 권리는 당연히 보호하면서도 반대로 주주들의 무분별한 권리주장을 방지하여 회사의 경영을 보장하려는 철학에 기초해 있다.¹¹⁵⁾ 결국 주주이익의 극대화를 위한 주주민주주의는 당연히 보호하여야 할 것이지만 거

114) 서완석, 주주행동주의의 문제점과 대처방안, 「성균관법학」 제26권 제1호, 성균관대학교 법학연구소 (2014), 242쪽.

115) 위의 논문, 225-226쪽.



꾸로 주주민주주의를 표방하고 있으나 주주이익 극대화에 도움이 되지 않는 경우 까지 보호할 필요는 없으며, 오히려 정치적인 의미에서 보면 비민주적으로 보일 수 있지만 회사 전체의 이익을 가져옴으로써 결과적으로는 주주 전체의 이익제고에 기여하는 의결권 제도에는 보다 전향적이고 유연한 태도를 갖는 것은 어떨까 하는 생각을 해본다.

IV. 우리나라 회사법상의 의결권 규제의 합리화 방안

1. 1주 1의결권의 강행규정성에 대한 검토

1.1. 1주 1의결권 조항의 강행법규성 및 국제적 경향

1.1.1. 미국

1주 1의결권을 최초로 법제화한 나라는 미국이다. 델라웨어주 헌법은 1897년에 주식회사의 이사를 선임하는 경우, 주주의결권은 보유주식마다 1개로 한다고 규정하였다. 그러나 이 규정은 나중에 정관에 다른 정함이 없는 한 1주 1의결권 원칙이 적용되는 것으로 개정되어 지금까지 델라웨어주 회사법전에 규정되어 있다. 그러나 델라웨어주를 비롯한 많은 주들이 1주 1의결권을 임의규정으로 하고 있는 반면에 뉴욕주를 비롯한 몇몇 주는 강행규정으로 하고 있는 주도 있다.¹¹⁶⁾

일반적으로 당사자들이 계약에 의해 그 비율을 바꿀 수 있기 때문에 1주 1의결권을 규정해놓고 있는 미국의 주법상의 규정들은 보충적인 역할을 하는 임의적

116) Martin & Partony, supra note 5, at 383.

규정에 불과하다.¹¹⁷⁾ 그러나 대기업에 대해서는 1주 1의결권 규정이 강행규정으로 되어 있는데, 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, 이하 'NYSE'라 함)가 금세기의 대부분의 기간 동안 거래소에 등록요건으로 1주 1의결권 규정을 요구해왔기 때문이다.¹¹⁸⁾ 상장기업들에 대해서는 일률적·보편적 취급이 필요하기 때문이다. 그러나 다른 거래소들이 계속해서 보다 완화된 규정들을 요구하면서 NYSE의 강행규정성은 1980년대에 기세가 많이 꺾였다. 특히 차등의결권주식이 경영권방어에 유리하다는 인식이 확산되면서 NYSE는 보다 유연한 상장기준의 채택압력에 직면하였고, 결국 1986년에 위와 같은 상장규정을 폐지하였다.

그러나 SEC는 거래소를 감독할 수 있는 권한의 일환으로 1988년 7월에 Rule 19c-4의 제정을 통하여 미국 내의 증권거래소와 장외시장으로 하여금 주주의 의결권을 박탈 또는 제한하는 내용의 보통주 상장을 금지함으로써 1주 1의결권과 비슷한 규정을 공포였다.¹¹⁹⁾ 그러나 1990년의 연방항소법원의 Business Roundtable v. SEC 판결¹²⁰⁾은 연방주의에 근거하여 SEC의 권한이 아니라는 이유로 동 규정을 무효화했지만 그 판결은 선택적 적용배제 원칙(opt-out principle)이므로 동 규정의 이용가능성이 줄어드는 것은 아니었기에,¹²¹⁾ 미국 증권거래소들은 자발적으로 동 규정을 채택하여 시행해왔다. 그 후 1991년에 아메리칸 증권거래소(American Stock Exchange, AMEX)가 부분의결권주식, 무의결권보통주 등의 상장을 허용함에 따라 그 의미가 상당히 퇴색되었다. 그러나 SEC는

117) Providence & Worcester Co. v. Baker, 378 A.2d 121, 123-24 (Del. 1977); Seibert v. Milton Bradley Co., 380 Mass. 656, 660, 405 N.E.2d 131, 134-35 (1980).

118) NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 313.000 (1988).

119) 동 규정은 네거티브적인 문구로 되어 있고, 기업이 주주들이 소유한 주식에 대한 의결권을 무효로 하고, 제한하거나 부당하게 축소하는 기업의 행위를 취하거나 그러한 주식을 발행하는 경우, 거래소에 등록을 할 수 없도록 하고 있다 [17 C.F.R. § 240.19c-4 (1989)] .

120) 905 F. 2d 406 (D.C. Cir. 1990).

121) Business Roundtable v. SEC, 22 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 929 (D.C. Cir., June 12, 1990).



NYSE, AMEX, NASDAQ에게 1주 1의결권 원칙을 채택하도록 유도하였고, 현재 NYSE는 원칙적으로 차등의결권주식의 상장을 금하고 있다. 다만 무의결권주식의 경우에는 일정한 조건에 따라 상장될 수 있도록 규정하고 있다. 그리고 회사법상에 이러한 제한은 없다.¹²²⁾

1.1.2. 기타 국가

미국 이외에도 프랑스, 스웨덴을 비롯한 세계 각국의 많은 기업들이 1주 1의결권을 탄력적으로 적용하여 복수의결권 주식 등을 발행하고 있고, 일본의 경우에도 단원주 제도 및 다양한 종류 주식을 도입하여 1주 1의결권 원칙의 유연화를 도모하고 있는데,¹²³⁾ 1주 1의결권 원칙을 사실상 포기한 것으로 이해되고 있다는 견해도 있다.¹²⁴⁾ 독일의 경우에도 1998년 KonTrag의 제정을 통해 1주 1의결권 원칙을 법정하여 현실적으로 1주 1의결권 원칙을 유지하고 있지만 이것이 반드시 유일하게 선택해야 하는 것이라고 단정할 수는 없다.¹²⁵⁾

1.1.3. 우리나라

우리나라 회사법은 다른 외국의 입법례보다 훨씬 더 엄격하게 1주 1의결권 조항을 강행법규로 규정하고 있다(제369조 제1항). 즉, 애초에 의결권이 없거나 사후에 개별적으로 제한되는 몇 가지 경우를 제외하고는 예외 없이 1주 1의결권의 원칙을 고수하고 있다. 그러므로 1주 1의결권의 원칙은 강행법규로서 예외를 인

122) 김화진, 앞의 책(주15), 127쪽 참조.

123) 김수연, 1주 1의결권 조항의 강행법규성에 대한 비판적 검토, KERI Brief 13-14, 한국경제연구원 1쪽 참조 (2005. 5. 8).

124) 권종호, 종류주식제도의 개선방안, 한국증권법학회 발표문(2008. 8. 29), 2쪽.

125) 이선화, 앞의 논문(주44), 77쪽.

정하는 경우를 제외하고는 정관으로 이에 반하는 제한을 할 수 없다는 것이 우리나라의 통설¹²⁶⁾·판례¹²⁷⁾의 견해이다.

1.2. 회사법상의 문제점

주주는 의사결정에 따른 위험을 부담하지 않는 확정된 권리를 갖는 채권자를 비롯한 이해관계자들과 달리 의사결정에 따른 위험부담 때문에 회사의 가치를 극대화 시켜야 한다는 유인을 가지므로 그들에게 의결권을 부여하는 것이 옳다.¹²⁸⁾ 그리고 1주 1의결권이라는 원칙은 주주들의 위험부담과 회사에 대한 영향력 간에 비례적 균등을 실현하고자 하는 배려에서 나온 것으로 주식회사의 자본 단체적 본질에서 유래한 제도임도¹²⁹⁾ 인정할 수 있다고 본다.

그러나 의결권의 발달사와 ABI 수탁연구 결과에서의 다양한 입법례를 보더라도 강행법규성에 대한 역사적 근거는 박약한 것으로 보인다. 1주 1의결권 제도는 결코 시공을 초월하는 절대적 가치를 지닌, 변할 수 없는 원칙으로 기능했던 것이 아니고 경제적 상황의 변화에 따라 적절히 변용되어 왔기 때문이다. 특히 최근 파생상품 혁명을 비롯한 금융공학의 발전을 통한 자본시장의 발전은 1주 1의결권이라고 하는 익숙한 패턴을 위협하고 있다. 외부 투자자와 내부 투자자 모두 기꺼이 주식에 대한 의결권으로부터 주식에 대한 경제적 소유권(이해관계)을 분

126) 최준선, 「회사법(제9판)」, 삼성사(2014), 363쪽; 권기범, 「현대회사법론(제4판)」, 삼성사(2012), 603쪽; 손진화, 「상법강의(제5판)」, 신조사(2014), 496-4978쪽; 임재연, 「회사법Ⅱ(2013)」, 61쪽; 최기원, 「신회사법론(제11대정판)」, 박영사(2001), 4564쪽; 정찬형, 「상법강의요론(제12판)」, 박영사(2013), 442쪽; 최완진, 「신회사법요론」, 한국외국어대학교출판부(2012), 158쪽; 서헌제, 「상법강의(상)」, 법문사(2003), 742쪽; 김재범, 주주의 의결권, 「주식회사법대계Ⅱ」, 법문사(2013), 119쪽.

127) 대법원 2009.11.26. 판결 2009다51820.

128) 같은 생각: 송옥렬, 상법강의, 홍문사(2011), 831쪽.

129) 이철송, 앞의 책(주24), 511쪽.



리할 수 있다. 그런데 이러한 분리는 종종 대중의 시야에서 벗어나 숨겨져 있고¹³⁰⁾ 현행 규제로부터도 벗어나 있다.

헤지펀드는 경제적 소유권으로부터 의결권을 분리한다는 점에서 특히 독창적이다. 때로는 그것들이 경제적 소유권보다 더 많은 의결권을 가지는 데 우리는 이러한 형태를 “공의결권(empty voting)”이라고 부른다. 또한 의결권을 획득할 수 있는 사실상의 능력을 가지고 있지만 의결권보다 더 많은 경제적 소유권을 가지고 있는 경우도 있는데, 그 경제적 소유권이 종종 드러나 있지 않기 때문에 “숨은 소유권(hidden ownership)” 또는 “소유권 숨기기”라고 부른다.¹³¹⁾ 이러한 금융기법의 등장은 1주 1의결권 조항을 재검토해야 할 필요성을 제기한다.

1.3. 합리화 방안

회사법은 주주와 경영진 간에 발생하는 대리인 비용을 통제하기 위한 법이다.¹³²⁾ 그리고 어떻게 하면 주주 전체의 이익을 증대시킬 것인지의 목적에 초점을 맞추어 다루어진다. 그리고 그러한 목적을 달성하기 위해 계속해서 기업 지배 구조 개선을 꾀하기 위한 다양한 방법을 시스템화 해나간다. 그렇다면 주주의 의결권의 내용과 강도를 어떻게 구성하여 대리인 비용을 감소시킬 것인지의 문제는 주주이익의 극대화라는 목적을 위한 수단에 불과한 것이므로 주주 이익을 위해서라면 변용될 수 있는 가변적인 성질을 가진 것으로 이해하여야 한다. 다시 말해, 헌법에 규정된 인간의 불가침적 천부인권으로서 평등권에 의해 부여되는 1인 1

130) 숨은 소유권(hidden ownership)은 실제 의결권을 가진 소유분이 은폐되어 있는 경우를 말한다(성희활, 국내 헤지펀드의 본격 도입에 따른 규제 체계 정비방향에 대한 고찰, KRX Market, 2010sus 5월호 30쪽) 참조.

131) 김지평, 주식에 대한 이해관계와 의결권의 분리에 대한 소고, BFL WP44GH(2010.11), 45쪽.

132) 김화진, 주주와 경영진의 이상한 권력투쟁, 서울대학교 법학, 제50권 제2호 (2009), 415쪽.

표라고 하는 정치적 개념과는 많은 차이가 있는 것이다.

무엇보다도 대부분의 사람들이 1주 1의결권의 강행법규성을 정치제도상의 투표권과 혼동하여 대주주의 기업독점을 막고 주주민주주의를 달성할 수 있는 수단으로 오해하는 측면이 있는 것 같다. 그러나 Dunlavy 교수는 현재의 주주민주주의의 1주 1의결권 모델이 가진 금권주의적(plutocratic) 측면을 강조하여 1주 1의결권이 가진 비민주적인 측면을 부각시키면서, 자칫 1주 1의결권 규정들이 가진 금권주의적 측면을 도외시한 채 민주적 제도와 자유주의 전통이 일치하는 것으로 착각하는 것을 경계해야 한다고 주장하고 있다.

우리 회사법은 무의결권주식과 의결권이 제한되는 종류주식의 발행을 허용하고 있고(상법 제344조의3 제1항), 회사가 가진 자기주식(동법 제369조 제2항)과 상호주(동법 제369조 제3항)는 의결권이 없으며, 주주총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하고(동법 제368조 제3항), 감사 및 감사위원의 선임과 해임 시 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 주식의 경우 의결권을 행사하지 못하며(동법 제409조 제2항, 제542조의 12 제3항, 제4항), 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우, 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과주식에 관하여 의결권을 행사하지 못하고(동법 제 542조의7 제3항), 의결권을 행사하거나 배당을 받을 자 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 정하기 위하여 주주명부를 폐쇄하거나 기준을일 설정한 기간 중에 전환된 주식의 주주는 그 기간 중의 총회의 결의에 관하여는 의결권을 행사할 수 없다(동법 제350조 제2항)고 하는 등의 1주 1의결권 행사의 예외 규정을 두고 있다. 그런데 이러한 예외규정이 존재한다는 사실 그 자체가 이미 1주 1의결권의 강행법규성에 생채기를 냈다는 것을 의미한다.

회사법의 기능 중 하나는 급변하는 경제 환경에 기업이 적절하게 대처할 수 있도록 조력하는 데 있다. 그럼에도 불구하고 1주 1의결권을 일률적으로 강제하다



보면 경영권 방어에 효율적으로 대처할 수 있는 다양한 종류의 주식을 설계할 수 있는 가능성을 줄이고, 기업의 자본조달 및 IPO 활성화 등 창의적인 기업 활동을 제약할 수 있다.

2. 대주주 등의 의결권 제한에 대한 검토

2.1. 대주주 등의 의결권 제한의 입법취지 및 현황

의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3%를 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사의 선임에 있어서는 의결권을 행사하지 못한다(상법 제409조 제1항, 제2항).¹³³⁾ 회사는 정관으로 이보다 낮은 비율을 정할 수 있다(동법 제409조의3). 이러한 의결권 제한은 회사의 규모에 관계없이 기본적으로 모두 동일하게 적용된다.

그런데 3% 요건은 1인이 소유한 주식수를 기준으로 판단하지만 상장회사의 경우에는 최대주주에 관한 한, 최대주주, 최대주주의 특수관계인, 최대주주 또는 그 특수관계인의 계산으로 주식을 보유하는 자, 최대주주 또는 그 특수관계인에게 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한 포함)을 위임한 자(해당 위임분만 해당)가 소유하는 상장회사의 의결권 있는 주식의 합계가 그 회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3%를 초과하는 경우, 그 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회를 선임하거나 해임할 때에는 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.(동법 제542조의12 제3항, 동조 제3항 시행령 제38조 제1항). 이 특례의 적용을 최대주주 아닌 주주에게까지 확장하는 정관규정은 강행법규인 1주 1의결권

133) 해임결의에 대해 의결권 제한하는 규정을 두고 있지 않은 점에 대해서는 타당치 않다는 견해가 있다 [이철송, 앞의 책(주24), 823쪽].

원칙에 반하므로 무효이다.¹³⁴⁾

적용대상인 상장회사는 규모에 관계없이 모든 상장회사이고, 적용대상인 주주는 최대주주에 한하며, 최대주주 아닌 주주는 그들의 특수관계인이 소유하고 있는 주식수와 합산하여 3% 이상의 주식을 소유하고 있어도 본인 개인의 지분이 3% 이하이면 의결권의 제한을 받지 않는다.¹³⁵⁾ 그리고 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3%를 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 사외이사인 감사위원회 위원을 선임할 때에 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다(동법 제542조의12 제4항, 동조 제4항 시행령 제38조 제2항). 또한 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회의 소집이 있는 때에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다(동법 제382조의2 제1항).

이와 같이 회사법이 주식회사의 감사 또는 감사위원을 선임할 때 3% 이상의 의결권 있는 지분을 보유하고 있는 주주의 의결권을 3%까지로 제한하는 이유는 주주총회에서 이사를 선임할 때, 보통결의로 선임하므로 대주주의 영향력이 결정적으로 작용하기 때문에 이를 실효적으로 견제하기 위해서는 감사의 중립성이 요구되고, 감사 선임 시에 대주주의 영향력을 억제하여 감사로 하여금 대주주의 영향력 하에 있는 경영진의 업무집행을 견제하는 역할을 적절하게 수행하게 하며,¹³⁶⁾ 소액주주들의 의견을 최대한 반영함으로써 상장법인에 있어서 경영의 투

134) 대법원 2009.11.26.판결 2009다51820.

135) 이는 헌법상 평등의 원칙에 어긋난다 [같은 생각: 이철송, 앞의 책(주24), 823쪽; 김병연, 감사(위원) 선임시 의결권 제한의 타당성 검토, 상장회사감사회 회보, 제81호(2006. 9)] 3쪽.

136) 이철송, 앞의 책(주24) 822쪽.



명성을 제고하기 위한 취지로 마련된 것이다.¹³⁷⁾ 3% 룰은 1962년 1월 20일에 제정되고 1963년 1월 1일부터 시행된 상법 제410조에서부터 규정된 후 1984년의 상법개정에서 409조로 조문의 위치만 바뀌었을 뿐 지금까지 그대로 유지되고 있다.¹³⁸⁾

2.2. 문제점

우리나라 기업지배구조에 대한 비판의 대부분은 기업에 대한 소유권과 지배권이 대주주에게 집중되어 있기 때문에 주주중심의 투명경영이나 시장경쟁을 통한 경영규율을 기대할 수 없다는 점에 초점이 맞추어져 있다. 그리고 이러한 지배구조는 필연적으로 자원배분의 비효율성, 기업비리의 양산, 그리고 글로벌 경쟁시장에서의 경쟁력 저하라는 문제점을 갖는다. 물론 대주주 1인에 의한 강력한 기업 지배체제를 통해 효율적인 기업성장을 달성할 수 있다는 긍정적인 측면도 있지만, 기업외부 이해관계자에 대한 정보가 차단됨으로써 기업경영의 투명성이 낮고, 주주나 이해관계자들이나 시장에 의한 감시와 견제가 이루어지지 않아 대주주 1인의 사익추구의 전유물로 전락하게 되는 부정적인 측면이 있다. 이러한 점에서 우리 회사법이 감사 선임에 있어 3% 룰을 통하여 대주주 등의 의결권을 제한하려 한 입법취지는 충분히 이해할 수 있다고 본다.

그러나 상장회사감사회 회보의 칼럼란에 감사선임시의 의결권제한과 관련된 글을 쓴 한 변호사는 자신이 직접 맡아 처리한 3건의 사건이 공통적으로 (1) 소위 ‘3% 제한’ 룰이 적용됨으로써 입법 당시의 의도대로 감사선임의 건은 소수주주가 행사할 수 있는 매우 중요한 권한이 되었고, 이를 접수한 회사의 대주주 입장에서는 상당한 부담으로 느끼고 있으며, (2) ‘3% 제한’ 룰이 원래의 입법의도인 대

137) 서울중앙지방법원 2008.4.28. 2008카합1306 결정.

138) 임홍근 편저, 한국상법전 50년사, 법문사(2013), 185쪽.

주주의 전횡을 견제하기 보다는 소수주주 자신의 경제적 목적 또는 회사지배(M&A)에 대한 목적으로 이용되고 있고, (3) 감사선임의 건이 제안된 회사들은 대체적으로 안정적 경영 및 수익 달성으로 인해 평소 주주들로부터 큰 불만이 제기된 바 없는 회사였으나 감사선임을 위한 주주제안으로 인해 큰 소용돌이에 휘말림으로써 그 결론이 내려지기까지의 기간 동안 회사가 영업 등을 위해 집중해야 할 분야로부터 경영진의 관심이 분산되는 현상을 보여주었다고 한다.¹³⁹⁾ 물론 위 칼럼에 실린 3건의 사례만으로 감사선임 시의 의결권 관련사건 전체를 일반화할 수는 없지만 3% 룰을 주주 개인의 경제적 이익취득이나 기업지배력 획득 등을 위해 이용하는 사례가 있다는 사실은 확인 할 수 있다.

앞에서 본 바와 같이 감사(위원) 선임과 관련된 3% 룰은 대주주의 영향력을 억제하여 감사로 하여금 대주주의 영향력 하에 있는 경영진의 업무집행을 견제하는 역할을 적절하게 수행하려는 취지에서 만들어진 것이지, 소수주주들이 추천한 감사(위원)이 과반수를 차지할 것을 의도한 바는 아닐 것이다. 그럼에도 불구하고 의결권의 3% 제한이 집중투표제와 관련된 표결에 연결된다면 소수주주들이 추천한 감사위원이 과반수를 차지하는 사례도 발생할 수 있다.¹⁴⁰⁾ 이러한 경우, 대주주의 부당한 영향력 배제를 통한 소수주주보호의 목적을 달성하기는커녕 1주 1의결권 원칙의 중대한 예외를 규정하고 있으면서 대주주가 오히려 역차별을 받을 수 있다는 비판에 직면할 수 있다. 더구나 소수주주가 연합하면 회사법이 의도한 본래의 목적과 달리 소수주주들이 부당한 영향력을 행사하는 경우도 충분히 예견할 수 있다. 예를 들어, 소액주주가 제안한 감사선임안이 통과된 사안, 소액주주들이 연합하여 대주주가 상정한 감사선임안을 부결시킨 사안, 경영진이 제안한 감사위원회 설치를 반대하고, 외부감사인 선임을 제안한 소액주주 연합의 제안이

139) 강경국, 감사선임시의 의결권 제한 관련 사례분석, 상장회사감사회 회보, 제89호(2007. 5) 3쪽 참조.

140) 김병연, 앞의 칼럼(주135), 2쪽.



부결된 사안, 그리고 소액주주들이 대주주의 감사선임을 부결시키지 못한 사안¹⁴¹⁾ 등은 그러한 우려가 현실화된 사건들이다.

금년 3월 21일에는 경남권 중견 자동차 중장비 부품기업 대창단조에서 의결권 비율에서 큰 격차로 뒤지던 외국계 기관과 국내 투자자문사 등 소수주주가 지분율이 훨씬 높은 오너 등 현 경영진을 제치고 자신들이 요구하던 감사를 선임한 일이 있다.¹⁴²⁾ 이 사태를 보면 2013년 7월 17일에 법무부가 입법예고했던 상법 개정안이 일반이사와 감사위원회 위원을 맡을 이사를 처음부터 분리선출하도록 규정한 것, 즉 감사위원의 선임단계 시부터 3% 의결권 제한 룰이 적용되어, 사내이사인 감사위원 선임 시는 최대주주와 그 특수관계인은 합하여 3% 이내로 의결권이 제한되고, 사외이사인 감사위원 선임 시는 최대주주 여부와 상관없이 각자의 의결권이 3%까지로 제한되도록 한 데 대해 재계가 극력하게 반대한 이유도 수긍할 면이 있다고 생각한다. 대주주의 의결권을 3%로 묶어 놓고, 집중투표제가 이루어지면 최악의 경우 적대적 M&A 등의 경우에 외국계 헤지펀드를 등에 업은 경영권 위협세력이 자신들의 입맛에 맞는 이사 혹은 감사위원을 선임하는 역효과가 발생할 수 있을 것이라는 우려가 빈말만은 아닌 것이라는 것이 증명되었기 때문이다.

특히 문제가 되는 점은 감사와 달리 감사위원은 이사로서 이사회에 모든 의사결정에 참여하므로 감사와는 그 성질에 차이가 있음에도 불구하고 우리 회사법은 이를 동일시하여 감사위원 선임 시에도 3% 의결권 제한규정을 두고 있다는 점이다. 왜냐하면 감사의 경우에는 의사결정 및 업무집행권이 없이 단지 감시, 감독기능만을 수행하므로 그 선임 시 의결권을 제한하더라도 큰 문제가 없을 것이나 감사위원은 이사로서 이사회에 모든 의사결정에 참여하고, 그러한 이사인 감사위원

141) 최준선, 대주주는 직접 경영하지 말라는 상법개정안, 데일리안 2013년 8월 23일자 기사 참조; 김병연, 현행 상법상 주식회사의 감사선임의 문제점, 2014년 한국경영법률학회 춘계 공동학술대회자료집, 9-10쪽.

142) 주주총회 ‘반란’ 가능케 한 3%룰 (매일경제 2014년 3월 25일자 기사 참조).

선임에 대하여 주주가 의결권을 행사하는 것은 회사 경영에 참여하여 지배권을 실행하는 지극히 당연한 권리인데 이러한 권리를 제한하는 것은 재산권의 일종인 주주권의 본질적인 내용을 침해하는 것으로 볼 수 있기 때문이다.¹⁴³⁾ 무엇보다도 왜 3%로 제한하였는지에 대한 명확한 근거도 찾아볼 수가 없다.

한편 2009년 상법 개정으로 전자투표가 가능해지고, 2010년 예탁결제원이 전자투표시스템을 도입하면서 정족수를 충족할 대체 수단이 생겼다. 그리고 2013년 5월 28일자로 공포된 개정 자본시장법은 2015년 1월 1일부터 주권상장법인의 주주총회를 지원하기 위하여 예탁결제원이 의결권을 대리 행사하는 중립적 의결권행사제도(Shadow Voting)를 폐지하도록 했는데, 그동안 부실기업대주주, 경영진이 소수주주 참여를 제한하기 위한 방법으로 Shadow Voting 제도를 악용해 왔다는 비판이 있어왔기 때문이다.

그런데 2012년을 기준으로 유가증권 상장회사의 30% 이상, 코스닥 상장회사의 39% 이상이 Shadow Voting 제도를 이용해왔고,¹⁴⁴⁾ 2013년 기준 국내 상장사들의 최대주주 등 총지분율(주권 지분율 및 잠재적 주권지분율) 분포를 보면 총지분율 1/4 미만이 279개 상장사, 1/4이상 1/3 미만이 280개 상장사, 1/3 이상 1/2 미만이 631개 상장사, 그리고 1/2 이상이 549개 상장사인데,¹⁴⁵⁾ 1/4 미만 요건도 충족하지 못하는 279개사는 정족수 부족으로 정기주주총회의 통과에도 문제가 발생할 수 있는 수준이어서 최대주주 지분 외에 우호지분도 별도로 관리해야 할 것이며, 특히 감사 선임의 경우 3% 이상 주주의 초과지분에 대해서는 의결권이 제한되므로 큰 문제가 될 수 있을 것이다.

3% 의결권 제한은 세계적으로도 입법례를 찾아볼 수 없는 제도이고, 이는 현

143) 같은 생각: 고창현, 기업지배구조 상법 개정 제2차 공청회(2013. 9.10) 토론문 참조.

144) 최준선, 새도보팅제도의 폐지에 따른 대안, KERI Column (2014-03-17), 한국경제연구원 참조.

145) 새도보팅(Shadow Voting:그림자투표)제도 폐지 - 김혜일의 M&A 전문지식(<http://blog.daishin.com/1351>) 참조.



법에서 보장하는 재산권(헌법 제23조)을 침해하는 면이 있으며, 헌법상 평등의 원칙(헌법 제11조 제1항)을 위반하는 것이고, 주주에 대한 차별적 취급을 위해서는 제한에 대한 뚜렷한 목적과 합리적인 기준이 있어야 함에도 불구하고 이에 대한 근거를 찾을 수 없는 자의적 기준¹⁴⁶⁾이라는 비판도 받을 수 있다. 또한 회사법이 의결권 행사의 기본원칙인 1주 1의결권 원칙의 예외를 인정하여 감사선임시 대주주의 의결권을 3%로 제한해놓고서, 상장회사의 경우에는 일률적으로 3%를 적용하지 않고 사외이사가 아닌 감사위원을 선임·해임하는 경우에만 제한하거나(제542조의12 제3항), 사외이사인 감사위원회 위원의 경우에는 선임하는 경우에만 제한하는 등(제542조의12 제4항) 일관성이 없는 규제를 하고 있다는 지적도 있다.¹⁴⁷⁾

또한 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원의 선임·해임에 관한 의결권 행사의 제한에 있어서 제2대 내지 제3대 대주주 등도 대주주에 범주에 들어가고 감사선임결의에 있어서 대주주의 의결권을 제한하는 목적이 대주주의 부당한 영향력을 배제하기 위한 것이라면서도 이들에 대해서는 의결권 행사의 제한을 하지 않고, 오직 최대주주와 그의 특수관계인만을 대상으로 하여 의결권 행사 제한을 하는 것(제542조의12 제3항)은 불평등하다는 비판도 있다.¹⁴⁸⁾ 그리고 대주주의 특수관계인의 범위가 너무 광범위하며, “사실상 영향력을 행사하고 있는”이라는 개념도 추상적이고, 주관적인 측면이 강해서 법적 안정성을 해칠 수 있다는 견해도 있다.¹⁴⁹⁾

146) 이병규·최준선, 주주의결권제한의 위헌성 연구, 성균관법학 제21권 제3호(2009), 589쪽.

147) 최준선, 회사법(제9판), 삼성사 (2014), 576-577쪽; 권종호, 우리나라 감사법제의 특징(2), 상장회사감사회 회보, 제160호(2013.4) 11쪽; 김병연, 앞의 논문(주141), 9쪽.

148) 이철송, 앞의 책(주24), 823쪽; 최준선, 감사·감사위원 선임시 의결권제한법리의 문제점과 개선방안, 상장회사감사회 회보 제125호(2010. 5), 2쪽; 김병연, 앞의 칼럼(주 135), 2-3쪽.

149) 김병연, 앞의 논문(주141), 13-15쪽.

2.3. 합리화 방안

Dunlavy 교수는 앞에서 본 바와 같이 주주민주주의라는 용어를 사용하는 자들이 회사 내에서의 수직적 관계와 수평적 관계를 구별하지 못하는 우를 저지르고 있으며, 자칫 1주 1의결권 규정들이 가진 금권주의적 측면을 도외시한 채 민주적 제도와 자유주의 전통이 일치하는 것으로 착각할 수 있다고 비판하고, 주주민주주의는 주식간의 차별적 대우는 제거할지 몰라도 주주들 간의 차별적 대우는 제거할 수 없을 것이라고 주장하였다. 만일 Dunlavy 교수가 우리나라의 3% 룰을 알고 있다면 바로 이것이 ‘주주민주주의’의 표본이라고 말하지 않았을까 하는 생각을 할 정도로 세계적으로 유례가 없는 제도이다. 이 제도는 상법이 제정된 1960년대 초반부터 존재해온 제도이고, 최대주주의 전횡을 막고 소수주주들의 권리를 보호하기 위한 제도로써 ‘주주민주주의’라는 강력한 힘을 가진 용어 앞에서 쉽사리 저항하기 어려운 법학자로서 그 폐지를 논하는 것이 쉽지 않다는 것을 잘 알고 있다.

1997년 외환위기 이전에 우리나라 기업은 소유경영자에게 기업지배권이 집중되고, 경영통제장치로서 이사회, 감사, 외부주주 M&A시장 등 내·외부 통제 메커니즘이 효율적으로 기능할 수 있는 제도적 장치가 미흡하였다. 특히 이사회를 견제하는 감사는 지배주주와 독립성이 낮은 1인 체제로 되어 있었다. 그러나 1997년 이후 정부는 기업의 지배구조 개선을 위해 글로벌 기준으로 자리 잡고 있는 미국식 지배구조를 모델로 하여 사외이사제도 및 감사위원회제도의 도입, 외부감사제도 개선, 기업 M&A 시장 활성화 대책의 시행 등 많은 제도 개선 정책을 추진해왔다. 그 결과 우리나라 기업지배구조는 제도적으로 미국식 지배구조에 근접한 유형을 보이고 있지만 경영진을 견제하고 감시하는 기업의 내·외 통제 메커니즘은 아직도 취약한 상황이다.¹⁵⁰⁾

150) 김병곤·김동욱, 한국기업의 지배구조 특성분석 및 개선방안에 관한 연구, 금융공학연구,



특히 상법 등이 지배대주주가 감사선임을 좌우할 수 없도록 3%를 초과하는 주식에 대해서는 의결권을 제한하도록 규정하고 있지만 소수주주권 행사가 제한적이고, 일반주주들이 의결권 행사에 관심을 갖지 않는 현실을 고려할 때 대주주는 보유주식을 분산시키는 등의 방법으로 자신이 원하는 인물을 감사로 선임할 수 있으므로 감사는 대표이사 등의 이사로부터 독립성을 확보하기 어렵고, 이에 따라 그 기능이 제대로 수행될 수 없는 구조임을 부인하기 곤란하다.¹⁵¹⁾

이처럼 세계적으로 유례가 없는 3% 룰이라는 1주 1의결권 원칙의 예외규정에도 불구하고 감사의 독립성이 제대로 확보되지 않기 때문에 2013년 상법개정안에서 또 다른 예외를 만들려는 시도가 있었던 것이다. 예외는 또 다른 예외를 낳기 때문이다. Rodrigues 교수는 비록 대주주들에 의해 지배를 받더라도 의결권을 가진 자들이 대주주들에게 그들의 권한을 행사하고 회사 경영에 변화를 촉구하는 목소리를 내도록 자극하는 시스템이 더 민주적인지, 아니면 각 의결권자들의 권한을 평등하게 보장하면서 대주주들이 경영진에 대해 아무런 말도 할 수 없는 시스템이 더 민주적인지 묻고 있다. 그리고 그 대답은 주주민주주의가 경영자들과 대주주들 중에 어느 쪽을 두려워하느냐에 달려 있다고 말한다. 우리나라의 3% 룰은 후자에 속한다.

‘청지기 이론(Stewardship theory)’은 인간은 이기적이고 개인적이기 보다는 조직과 전체를 위해 자신의 이해관계에 따라 행동하지 않는다고 설명한다. 그리고 그 이유를 조직과 전체를 위해 행동하는 것이 결과적으로 자신에게 더 큰 만족감을 준다는 데서 찾고 있다. 따라서 대리인 문제를 해결하기 위한 기업의 통제장치가 오히려 관리자(steward)로 행동하고자 하는 경영자에게는 실망과 좌절감을 안겨주게 된다고 주장한다.¹⁵²⁾ 가족기업의 지배구조와 성과를 대리인 이론

제5권 제1호(2006), 187-188쪽 참조.

151) 위의 논문, 189쪽.

152) 유규창·김정은·이혜정, Agency 이론과 Stewardship 이론에 의한 성과주의 인사제도의

과 청지기 이론의 관점에서 분석하고 있는 Danny Miller와 그의 부인 Isabelle Le Breton-Miller가 'Family Business Review' 2006년 3월호에 공동으로 기고한 논문에서도 주식시장에 상장된 가족기업이 다른 형태의 기업보다 우수한 성과를 기록하고 있다는 내용이 들어 있다.¹⁵³⁾ 물론 지금까지 우리나라 재벌들이 이러한 이론과 배치되는 행동을 해 온 측면에 대해서는 통렬한 반성이 있어야 할 것이다.

또한 대리인 이론은 소유와 경영이 분리되면서 주인(principal)인 주주가 대리인(agency)인 경영자에게 직무를 위임하여 수행하도록 하는 관계에서는 대리인의 이기적 속성, 정보의 불균형, 그리고 이로 인한 감독의 불완전성 문제가 발생하게 된다고 설명하는 데, 이 이론은 인간은 이기적이며, 제한된 합리성을 가지고 위험 회피적으로 행동할 것이라는 가정에서 출발한다. 이러한 이론에 따를 때, 지배구조에 대한 논의의 핵심은 대리인 비용을 줄이는 데 있다. 그러나 이 이론에 따르면 더라도 소유권이 집중된 구조 하에서는 지배주주에 의한 내적 경영통제가 작동하여 주주 등 이해관계자와 경영자 간의 이해충돌의 문제가 생기지 않기 때문에 대리인 문제가 발생할 여지가 적어지는 장점이 있다.¹⁵⁴⁾

기업이 공적(public) 자본시장에 처음 접근하는 수단은 기업공개(Initial Public Offering, IPO)이다. 그리고 IPO 시장은 자본시장 중심의 금융시스템을 육성하기 위해 매우 중요한 의미를 갖는다. 전 세계 IPO 시장규모는 최근 들어 급격히 확대되는 추세이다. 그러나 국내 IPO 시장은 2000년대 들어서 IPO 기업수 및 공모금액 모두 감소추세에 있는데, 여러 가지 원인에도 불구하고 결정적인 이유는 IPO 의사결정의 주체인 비상장기업의 대주주 또는 경영자가 기업공개를 꺼리는

재해석, 조직과 인사관리연구 제34집 3권 (2010), 5-6쪽 참조.

153) Danny Miller & Isabelle Le Breton-Miller, Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities (2006), 19 Family Business Review 73.

154) 서완석, 앞의 논문(주16), 144쪽.



것이 가장 큰 원인이라고 한다.¹⁵⁵⁾ 소수주주의 보호문제는 절대 경시할 수 없는 문제이다. 그러나 자본시장이 위축된다면 소수주주 또한 피해를 입을 수밖에 없다.

한편 상황적응 이론(Contingency theory)에 따르면 조직의 구조와 관리가 조직이 직면한 상황적 변수(환경, 기술, 조직의 크기)에 의존한다고 주장한다. 그러므로 기업경영에는 여러 접근법과 이론이 존재하며, 그것들이 모든 상황에서 항상 적응 가능하거나 또는 동일한 효과를 창출하지 않는다는 전제 하에 경영자가 각각의 상황조건에 가장 잘 어울리는 적합한 대응책을 선택하는 것이 최선임을 강조한다. 즉 이 이론은 기업을 조직하고, 이끌어 나가고 의사결정을 함에 있어 최선의 방법은 없다는 이론을 견지한다. 다시 말하면 최적의 조직, 리더십, 의사결정 스타일은 내적, 외적 요인에 달려 있다는 것이다.¹⁵⁶⁾ 상법의 존재 이유는 기업생활을 원활하게 함을 목적으로 하므로 기업이 생성되고 존속하며 발전하는 것을 지원하는 데 있고 이는 상법의 가장 기본적인 이념이다.¹⁵⁷⁾ 소수주주보호는 쉽게 양보할 수 없을 만큼 중요한 가치를 가지지만 기업의 존재를 전제로 한다. 그리고 기업은 변화하는 시대적·경제적 상황에 맞게 변화하지 않으면 살아남을 수 없다.

3% 룰이 최초로 우리 상법에 규정된 1960년대 시기는 현재의 글로벌화 된 기업환경과 많이 달랐다. 소유경영자에게 기업지배권이 집중되고, 경영통제장치로서 이사회, 감사, 외부주주, M&A시장 등 내·외부 통제 메커니즘이 효율적으로 기능할 수 있는 제도적 장치가 미흡하였다. 특히 이사회를 견제하는 감사는 지배주주와 독립성이 낮은 1인 체제로 되어 있었다. 그러나 아직도 전근대적인 측면이

155) 강형철, IPO 시장의 활성화를 위한 과제, 상장 2008년 3월호, 23-24쪽 참조.

156) Jae-Hwa Shin & Glen T. Cameron & Fritz Cropp, Occam's Razor in the contingency theory: A national survey on 86 contingent variables, Public Relations Review 32 (2006) 282-286.

157) 이철송, 「상법총칙·상행위(제6판)」, 박영사(2012), 17쪽 참조.

남아 있다고는 하지만 우리나라의 경제 규모가 세계 12-15위에 해당하는 수준까지 발전했고, 사외이사제도 및 감사위원회제도의 도입, 외부감사제도 개선, 기업 M&A 시장 활성화 대책의 시행 등 많은 제도 개선이 이루어지고 있다. 특히 최근 정부는 M&A 시장을 2013년 40조원에서 2017년까지 70조원 대 규모로 키우겠다는 발표를 한 바 있는데, 글로벌 경기회복에 대한 기대감이 높아지고 있고, 국내 기업 경쟁력 제고의 중요성이 점차 커지면서 이제는 M&A를 통해 성장 동력을 확보하려는 움직임도 늘고 있다. 그리고 국내에서의 해외 M&A(Cross-Border M&A)는 국내기업의 해외진출보다는 외국기업의 국내기업 인수가 주류를 이루고 있다. 이는 외환위기 이후 정부에서 외국인투자를 장려해온 데다 외국의 투자자들도 한국 M&A시장을 매력적인 것으로 인식하였기 때문이다.¹⁵⁸⁾ 그럼에도 불구하고 보유주식의 다소를 기준으로 의결권을 제한하는 것은 국제적 정합성에 맞지 않고, 우회채널의 발달을 초래해 왜곡된 형태의 소유지분구조를 초래할 수 있으며, 국내기업의 역차별이라는 문제를 발생시킬 수 있다.¹⁵⁹⁾ 그렇다면 우리나라의 회사제도도 경제규모에 걸맞게, 그리고 글로벌화 되고 있는 환경에 걸맞게 글로벌 기준에 적합해야 한다고 본다. 그리고 재벌의 소유구조 왜곡으로 인한 소수주주 보호의 문제는 공정거래법이나 지주회사법을 통해 해결하고 기본법인 상법에서는 보편적인 제도를 운영하는 것이 바람직할 것이다.¹⁶⁰⁾ 그렇다면 이제 3% 룰은 폐지하고 그에 맞는 대안을 마련할 때가 아닌가 싶다. 이와 더불어 지배주주가 그 권리를 행사함에 있어 회사와 다른 주주의 이익을 고려하는 의무로서의 지배주주의 충실의무이론을 상법에 도입하는 것을 적극 검토할 것을 주문한다.

158) 김석균, M&A시장의 최근 동향과 특징, 월간 기술과 경영, 한국산업기술진흥협회 (2010. 9).

159) 이병규·최준선, 앞의 논문(주146), 590쪽.

160) 김순석, 규제개혁과 기업경쟁력, 상장(2014. 4) 시사칼럼.



3. 주주총회 결의의 요건에 대한 검토

3.1. 주주총회 결의의 요건 관련 규정의 입법적 연혁 및 현황

주주총회의 결의는 주주들의 표결 또는 서면투표를 거쳐 주주총회의 의사를 확정하는 절차이며, 또 표결 결과 확정된 주주총회의 의사표시 자체를 의미하기도 한다. 주주들은 각자의 의결권을 행사함으로써 결의에 참여하게 되고, 다수결의 원칙을 적용하여 표결이라는 주주들의 단일한 집단적 의사에 도달하게 되며, 이렇게 표결로써 확정된 결과는 주주총회 전체의 의사표시가 되어 회사의 대내적 규범이 되고 회사의 대외적인 행동을 구속함으로써 결의에 찬성한 주주들은 물론이고 반대한 주주들에 대하여도 구속력을 갖는다.¹⁶¹⁾ 그리고 주주총회는 주주 전체로 이루어진 회의체 기관으로서 그 의사 결정은 주주의 총의에 기하여야 하는데, 반드시 주주 전원의 일치에 의하여야 한다는 의미는 아니고, 사단적 법률행위인 결의의 성질상 다수결의 원리가 지배하며,¹⁶²⁾ 다수결은 두수에 의한 것이 아닌 자본적 다수결이고 1주 1의결권 원칙은 이러한 자본다수결의 원칙을 나타내고 있다.¹⁶³⁾

우리 상법은 주주총회의 결의는 상법 또는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 수로써 하도록 하고(보통결의: 제368조 제1항), 소수주주의 보호가 특히 요청되는 정관변경이나 회사의 조직재편 거래 등과 같은 사안은 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 하며(특별결의: 제434조), 사안의 성격상 다수결을 허용할 수 없는 매우 중대한 사안에 대해

161) 서헌제, 앞의 책(주130), 732-733쪽; 이철송, 앞의 책(주24), 537쪽.

162) 이철송, 앞의 책(주24), 539쪽.

163) 서헌제, 앞의 책(주130), 733쪽.

서는 총주주의 동의를 요한다(특수결의: 제400조, 제604조 제1항).

그런데 1995년 상법이 개정되기 전에는 보통결의에 의결정족수 이외에 의사정족수를 두어 발행주식 총수의 과반수에 해당하는 주식을 가진 주주가 출석한 때에만 회기가 성립하고 출석주주의 과반수 찬성으로 의결을 하였다. 그러나 1995년 개정 상법은 의사정족수는 폐지하고 의결정족수를 출석주주의 과반수와 발행주식 총수의 4분의 1이상(보통결의) 또는 3분의 1이상(특별결의)으로 완화하였다. 이로써 정관에 다른 규정이 없는 한 4분의 1정도의 주식만 보유하면 주주총회의 결의를 도출해낼 수 있게 된 것이다. 이러한 개정은 대규모 상장회사에 있어서 주식의 광범위한 분산과 주주의 증대로 인해 일반주주의 주주총회 출석률이 낮은 점을 고려하여 총회성립을 용이하게 하려는 것이다.¹⁶⁴⁾

3.2. 문제점

현행 주주총회 결의요건은 보통결의의 경우 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 출석만으로도 주주총회가 성립하는데, 4분의 1만의 출석에 대해 대표성을 인정할 수 있는지에 대해서는 의문을 제기하는 견해가 있다. 이에 따르면, 이는 상장법인의 주주총회의 성립을 용이하게 하려는 데 초점을 맞추다가 나온 결과이며, 사실상 1인 주주총회가 가능해지는 결과를 낳을 수 있고, 입법의 중립성을 해친다고 비판한다.¹⁶⁵⁾

이러한 입장에서 보면 1995년 개정상법 이전에는 지배주주의 지분만으로는 총회의 의사정족수를 채울 수 없어서 소수주주들의 협력이 필요했지만 1995년 개정 상법 이후에는 그러한 협력이 필요 없으므로 지배주주와 그의 영향력 하에 있는 주주들만이 참석하여 잔칫상을 벌이도록 허용하는 꼴이 되어 버렸다는 비판이

164) 위의 책, 734-734쪽.

165) 이철송, 앞의 책(주24), 540쪽.



가능하며, 주주들의 회사에 대한 무관심만 부추기는 결과로 볼 수도 있다.

그러나 이에 대해서는 적어도 보통결의의 요건은 “충분한 사전적 정보공시의 확충을 전제로 한다면” 더욱 완화하여도 무방하다고 하는 견해도 있다.¹⁶⁶⁾ 일체의 정보와 참석기회를 주었음에도 불구하고 이를 포기하는 주주들을 억지로 끌어내어 정족수를 채우게 하는 것은 형식논리이며, 소요되는 회사의 비용은 결국 주주들에게 그 부담이 돌아가기 때문이라고 한다. 이 견해에 따르면, 독일 주식법 제133조는 원칙적으로 행사된 의결권의 단순 다수, 예컨대 찬성이 반대(기권표 제외)보다 1표라도 많으면 총회결의가 가결되며,¹⁶⁷⁾ 영국회사법도 의사정족수와 의결정족수를 모두 요구하지만 당해 의안에 대하여 의결권 있는 주주(그 대리인도 무방)가 2인 이상 출석하면 총회가 성립하고, 이들 출석 의결권수의 과반수 찬성으로 결의가 성립하도록 하고 있는(영국 회사법 제318조 제1항 및 제2항, 제282조 제1항) 점 등이 그 근거가 될 수 있다고 하며, 적어도 보통결의만은 자신의 이익을 방어하기 위하여 관심을 갖고 출석한 주주들의 과반수로 의사결정을 하면 충분하다고 본다.¹⁶⁸⁾

과반수 찬성에 과반수 의결이라는 보편적인 입법에서 벗어나 있는 또 다른 입법례를 살펴보면, 미국 델라웨어주 일반회사법상에서의 정족수가 의결권의 1/3 이상의 범위 내에서 정관으로 정할 수 있도록 되어 있고,¹⁶⁹⁾ 영국의 영향을 받은 인도 회사법상에서의 의사정족수는 공개회사의 경우 5명 이상의 주주, 폐쇄회사의 경우 2명 이상의 주주로 되어 있으며 정관으로 정족수를 높일 수 있도록 되어 있다(제174조 제1항). 그러나 정족수는 주주가 보유한 의결권의 수가 아니고 주주의 인원수로 정해진다는 점과 결의 방식도 거수 또는 투표에 의해 의결권이 행

166) 권기범, 앞의 책(주126), 642쪽.

167) U. Hüffer, AktG, §133, Rn. 12.

168) 권기범, 앞의 책(주 126), 642쪽.

169) 델라웨어주 일반회사법 제216조,

사되는 점은 특색이라 할 수 있다.¹⁷⁰⁾ 마찬가지로 영국의 영향을 받은 미얀마의 경우에도 주주총회의 의사정족수는 정관에 다른 규정이 없으면 2인 이상으로 정하고 있다.¹⁷¹⁾

주주총회의 권한범위와 권한사항을 정하는 것은 각국의 입법정책에 따라 다르지만, 주주총회는 신속하고 탄력적인 의사결정을 생명으로 하는 기업경영 환경과 양립하기 어려워 전 세계적으로 그 권한은 점점 더 축소되고 이사회와 감사의 권한은 확대되는 추세이다.¹⁷²⁾ 그러나 주주총회는 기업지배구조를 결정하는 매우 중요한 요소이고, 회사의 기본적인 사항에 관하여 의사를 결정하며, 이사와 감사에 대한 선·해임권을 통하여 회사의 업무집행을 감독하는 최고의 기관이고, 특히 직접 자기 자금을 투자한 주주가 가장 큰 이해관계를 가지고 있으므로 회사 경영에 대한 감시의 유인이 가장 크다. 그런데도 주주총회 권한의 축소가 계속 진행되어 존재의미를 상실한다면 주식회사의 부실 가능성은 증대할 수밖에 없다.

3.3. 합리화 방안

앞에서 본 바와 같이 주주와 경영자가 실질적으로 동일한 폐쇄회사에서는 주주의 의결권이 사실상의 사업결정권이라 할 수 있고, 소유와 경영이 완전히 분리된 회사에서도 이사회와 경영진은 주주의 의결권을 기초로 하여 권한을 가질 수 있으며, 지배주주가 존재하는 회사의 경우에는 지배주주에 의한 내적 경영통제가 작동하여 지배주주의 의결권이 강력한 경영자 통제장치가 되므로 기업지배구조의 초석은 의결권이다. 그럼에도 불구하고 주식회사의 대주주들이나 경영진은 주주

170) 정용상, 인도회사법상 주주권과 주주총회, 법과 정책연구 제11집 제4호, 한국법정책학회 (2011), 1594쪽.

171) 정용상, 아세안국가의 회사법상 주주총회에 관한 연구, 기업법연구 제27권 제4호(2013), 112쪽.

172) 권기범, 앞의 책(주126), 574쪽.



들의 의결권을 쥔끄럽게 여기고 가능한 약화시키려는 시도를 한다. 그리고 주주들의 경영간섭이 신속한 경영의사결정에 방해가 된다는 이유를 내세우기도 한다. 그러나 주주들의 의사결정권은 신속한 의사결정이 갖는 위험성에 대한 제동장치 역할을 하고 제동장치가 고장 나면 주식회사는 부실로 연결되게 된다.

주식회사의 부실은 주주들뿐만 아니라 이해관계자 전부 더 나아가서는 국가적 문제이기도 하다. 문제는 주주총회가 현실적으로 본래의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다는 것인데, 그 이유로는 여러 가지가 있을 수 있겠지만 시세차익에만 관심을 가진 주주들의 무관심도 이유일 수 있다. 그러나 시간과 공간적 제약의 문제도 결코 무시할 수 없으며, 무엇보다도 주주총회의 형식화가 가장 큰 이유일 것이다. 이 때문에 최근 주주총회 활성화에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있는데, 주주총회의 기능을 활성화시키기 위해서는 다수의 주주가 주주총회에 참석하여 공정하고 투명한 절차에 따라 그 결의가 이루어지도록 해야 할 것이고, 주주에게 주주총회에 관한 충분한 정보를 제공함으로써 그들이 자신의 의결권을 최대한 용이하게 행사할 수 있도록 하여야 한다.

“모든 정보와 참석기회를 주었음에도 불구하고 이를 포기하는 주주들을 억지로 끌어내어 정족수를 채우게 하는 것은 형식논리이며, 소요되는 회사의 비용은 결국 주주들에게 그 부담이 돌아가기 때문”이라는 주장은 이미 형식화 되어버린 주주총회를 전제로 한 주장이고, 쉽게 포기해서는 안 되는 주주민주주의와 소수주주보호라는 가치를 염두에 두고 제도적 개선을 통해 주주총회를 활성화시키자는 주장을 하는 쪽과의 논의의 장을 닫아버릴 가능성이 크다. 특히 충분한 사전적 정보공시의 확충을 전제로 한다면 더욱 완화하여도 무방하다는 주장은 Dunlavy 교수가 경영권과 지배권이 분리되는 미국식 전문경영 지향적 자본주의 하에서 이해관계를 가진 주주들이 충분한 정보를 제공받고 의결권을 행사할 수 있지만 하면 주주민주주의가 달성된 것으로 보는 것은 잘못되었다는 비판으로부터 자유로울 수 없을 것 같다. 또한 Dunlavy 교수와 어느 정도 대립각을 세우고 있는

Rodrigues 교수도 주주들이 이사들을 단속하는 역할을 해야 한다는 점에 대해서는 긍정하고 있다. 그리고 주주들이 이사 및 경영진을 단속할 수 있는 강력한 도구는 역시 주주총회이다.

오늘날 소액주주가 증가하고 있는 현실, Shadow Voting의 폐지 등으로 고려하여 주주총회 결의요건을 더 완화하자는 주장이 나올 수도 있겠지만¹⁷³⁾ 현실적인 상황의 제약이나 한계에서 오는 불가피성을 강조하는 상황논리가 아닌가 싶고, 주주들이 주주총회에 참석할 수 없는 환경개선이 더 중요하다고 본다. 특히 우리나라의 경우, 감사나 감사위원회 선임 권한은 주주총회가 가지고 있는데, 주주총회가 사실상 1인 주주총회로 열린다면 감사 및 감사위원회는 Rodrigues 교수가 말한 소독기능을 전혀 할 수 없게 된다. 특히 상장회사의 경우 주주총회의 개최일이 특정일에 집중되어 있어 주주들의 참석이 어렵다는 점은¹⁷⁴⁾ 회사 측이 일부러 그러한 환경을 만들고 나서 주주들의 무관심을 탓하는 측면이 있다는 비판을 받을 소지가 다분하고, 2013년 평균 주주총회 시간이 32.4분¹⁷⁵⁾으로 매우 짧은 점은 주주총회가 거의 그 기능을 하지 못하고 있다는 반증이다.

생각건대, 주주총회 활성화를 위해서는 회사의 경영진 및 주주의 인식전환이 필요하겠지만, 이와 더불어 중요한 것이 주주들이 자신의 의결권을 행사할 수 있도록 제도적 기반을 마련해주는 것이다.¹⁷⁶⁾ 그렇다면 상법상 서면투표, 의결권대리행사, 전자투표와 같은 제도의 활성화를 도모해야 할 것이나, 전자투표만큼 시·공간을 초월하여 편리하게 의결권을 행사할 수 있는 제도는 없는 것 같다. 그러나 전자투표제도가 도입되었음에도 불구하고 아직 이 제도를 채택하고 있는 회사의 수가 미미하므로 전자투표제도를 의무화하되, 상법상 의사정족수제도를 부

173) 최준선, 앞의 칼럼(주148) 참조.

174) 한국상장회사협의회, 12월 결산 유가증권시장 상장법인 주주총회 일정 (2013. 3. 15) 참조.

175) 한국상장회사협의회, 2013 상장회사 주주총회백서 (2013. 8), 35쪽.

176) 황현영, 주주권 강화를 위한 전자투표제도의 법적 과제, 「법학논총」 제30집 제4호, 한양대학교 법학연구소(2013), 324쪽.



활하는 것이 좋을 것이라 생각한다.¹⁷⁷⁾

4. 특별이해관계가 있는 주주에 대한 의결권제한에 대한 검토

4.1. 특별이해관계가 있는 주주에 대한 의결권 제한을 둘러싼 논의의 양상

우리 상법은 주주총회에 있어서 특별한 이해관계가 있는 자(이하 ‘특별이해관계 주주’라 함)는 의결권을 행사하지 못하도록 강행법으로 제한하고 있다(제368조 제4항). 그리고 이러한 특별이해관계주주가 의결권을 행사한 경우에도 그 결의는 당연히 무효로 되는 것이 아니고, 다만 결의취소사유에 해당하게 된다(제376조 제1항). 그리고 의결권이 배제된 상태에서 이루어진 결의가 현저하게 부당하고 의결권을 행사하였더라면 이를 저지할 수 있었을 때에는, 그 주주로 하여금 부당 결의의 취소 또는 변경의 소를 제기할 수 있도록 하고 있다(제381조). 특별이해관계주주가 의결권을 행사하였다는 사실로 족하고, 의결권을 행사한 결과 결의가 불공정하다거나 회사에 손실을 끼쳤다는 사실은 요하지 않는다.

본래 의결권은 주주의 권리이기 때문에 주주인 자기 자신의 이해득실을 고려하여 결의에 참가할 수 있는 것이고, 무조건 회사의 이익만을 위하여 행사할 것을 요구할 수는 없는 일이다. 그러나 총회의 결의사항에 대해서 주주의 자격과 무관한 주주 자신의 사익만이 존재할 때에는 이러한 점을 무시하고 주주로서의 공정한 의결권 행사를 기대하기 곤란하므로 그 의결권을 제한하려는 취지이다.¹⁷⁸⁾ 그러므로 이러한 자는 대리인에 의하여서도 의결권을 행사할 수 없을 뿐 아니라 타인의 대리인으로서도 행사하지 못하는 것으로 해석되고 있다.¹⁷⁹⁾ 그러므로 특별

177) 같은 생각, 위의 논문, 341-342쪽 참조.

178) 이범찬, 의결권 행사에 관한 제문제, 법정학보, 이화여자대학교 법정대학(1964), 116쪽.

179) 이철송, 앞의 책(주24), 514쪽; 권기범, 앞의 책(주126), 607-608쪽; 임재연, 앞의 책(주

이해관계주주가 가지는 의결권의 수는 정족수의 계산에는 산입되지만, 출석한 주주의 의결권의 수에는 산입하지 아니한다(제371조 제2항).

요컨대, 상법 제368조 제4항은 공정을 기대할 수 없다고 생각되는 이해관계 있는 주주에 의한 의결권행사를 제한함으로써 결의의 공정성을 확보하기 위한 규정으로,¹⁸⁰⁾ 특히 오늘날과 같이 경제활동이 복잡하고 그 범위가 확대되는 투자활동에 있어서는 하나의 주주가 많은 회사의 주주의 지위를 겸하고 있는 경우가 많은데, 이 경우 한 회사의 수익력 증대를 위해 다른 회사를 희생시키는 경우, 또는 기업집단 전체의 이익을 위하여 소속 회사 중 어느 특정회사를 희생시키는 경우가 있고 이를 결정하는 과정에서 지배주주에 의한 의결권 남용의 문제가 생길 수 있다.¹⁸¹⁾

그런데 우리 상법 제368조 제4항은 어떠한 경우에 ‘특별한 이해관계’가 있다고 판단할 수 있는지, 그 적용범위는 어디까지인지에 대하여 아무런 기준도 제시하지 않고 추상적인 상태에서 포괄적 제한을 하고 있다. 이에 현재와 같은 사전적인 제한의 방식은 명확한 법집행에 한계가 있고, 헌법상으로도 헌법상 과잉금지의 원칙 위반이 된다고 비판하면서 특별이해관계주주인 경우를 한정적으로 법에서 규정하고 나머지 경우는 다수결남용의 법리로서 사후에 보충적으로 해결하고자 하는 견해와¹⁸²⁾ 현행제도는 의결권이 제한되는 특별이해관계주주의 인적 범위에 관하여 어려움이 생기고, 지나친 규제라는 비판의 소지도 있으며, 경우에 따라서는 다수주주의 판단을 배척하고 소수주주의 판단을 존중하는 결과가 될 우려가 있다는 비판¹⁸³⁾ 등이 존재한다.

126), 96쪽; 정찬형, 앞의 책(주126), 444쪽.

180) 김홍수, 특별한 이해관계가 있는 주주의 의결권 행사, 「연세법학연구」, 연세법학회(1992), 458쪽.

181) 이병규·최준선, 앞의 논문(주146), 579쪽.

182) 위의 논문, 581-586쪽.

183) Lynne L. Dallas, The Control and Conflict of Interest Voting System, 71 N.C. L.



이러한 입법형태는 일본의 1981년 개정 전의 상법과 같다. 그러므로 일본에서도 규정의 방식이 일반적이어서 그 적용범위가 분명치 않고, 의결권제한제도의 이론적인 근거가 확실하지 않으며, 특별이해관계주주를 제외한 소수주주가 결정을 갖게 되는 것은 자본다수결원리를 뒤흔드는 것이라는 등의 비판이 있었다.¹⁸⁴⁾ 이에 따라 일본의 1981년 개정상법은 개정 전 상법 제239조 제5항을 삭제하고, 결의에 관하여 특별이해관계주주가 의결권을 행사하여 현저하게 부당한 결의가 이루어진 때에는 결의취소의 사유가 되도록 하였다.(제247조 제1항 제3호, 현행 회사법 제831조 제1항 제3호), 따라서 특별이해관계주주도 결의에 참가할 수 있지만, 그 의결권 행사로 인해 현저하게 부당한 결의가 이루어진 때에는 결의취소의 소에 의해 사후적으로 시정할 수 있게 하였다.

미국과 영국의 경우에는 특별이해관계주주의 의결권행사는 제한되지 않으며, 다수주주 또는 지배주주가 결의에 개인적 이해관계를 갖는다 해도 자유롭게 의결권을 행사할 수 있다. 다만 의결권 남용의 결과 그 결과의 내용이 공정성(fairness)을 결하여 소수주주에 대한 사기(fraud) 또는 압력(oppression)으로 되는 때에는 소수주주에 대한 충실의무(fiduciary duty) 위반으로서 사후적 구제의 문제가 된다.¹⁸⁵⁾

독일의 경우에는 카논법 이래 단체의 이익과 충돌되는 이익을 가지고 있는 사원은 의결권을 갖지 못한다고 하는 일반적 법원칙이 있었는데, 1884년 제2 주식회사 개정법은 당해 결의에 의해 면책을 받거나 채무면제로 되는 자 및 자기와의 법률행위의 체결에 관한 경의의 경우에는 의결권을 행사하지 못하도록 한 후, 1931년 개정 상법에서 감사인 선임의 경우, 그 감사와 관련이 있는 이사·감사인 주주의 의결권에 제한을 두었고, 1937년 주식법에서는 모집설립의 경우, 회사 창

Rev. 1, 72 (1992); 김홍수, 앞의 논문(주180), 472쪽.

184) 김홍수, 앞의 논문(주180), 459쪽.

185) 김홍수, 앞의 논문(주180), 463쪽.

립을 위한 결의 시, 특별이익 또는 설립비용을 받은 자, 현물출자를 한 자, 재산 인수의 상대방의 의결권을 배제하는 규정을 신설하였다. 그러나 그 후 1937년 주식법에서 주주와 회사 간에 법률행위를 체결하는 경우에 있어서 의결권을 배제하는 규정이 삭제되었고, 1965년 주식법은 어느 주주가 주주총회에서 결의를 함에 있어서 회사이익과 개인이익이 충돌하는 경우에 의결권행사를 일반적으로 금지하는 규정을 삭제하고, 중대한 이익충돌을 가져올 몇 가지의 제한된 경우만을 의결권이 배제되는 것으로 규정하고 있다.¹⁸⁶⁾

독일이 일본과 달리 특별이해관계주주에 대한 의결권 배제 규정을 삭제하였다가 다시 제한규정을 둔 이유는 일반적 금지규정이 갖는 단점을 피하기 어렵고, 명확한 법집행에 한계가 있어 법적 안정성을 해하며, 표면상 다른 사람을 내세워 이 금지를 헛사리 회피함으로써 이익충돌 사례가 자주 은폐될 수 있을 것이고, 특히 대주주 또는 다수주주가 의결권 행사에서 배제됨으로써 중요한 의사결정이 소수주주의 수중에 놓이게 될 것이기 때문이라고 한다.¹⁸⁷⁾

4.2. 문제점

우리 상법이 특별이해관계인의 의결권을 배제하려는 이유는 충분한 정당성을 갖는다. 그러나 이 제도는 주주의 기대에 반하는 것으로서 이론적 정당성을 찾기 어려울 뿐만 아니라 해석상으로 특별이해관계인에 해당하는지의 여부와 특별이해관계의 성질, 특별이해관계의정도 등을 결정하는 데 어려움이 있으며, 자본다수결 원리와 모순된다는 점 등의 문제를 가지고 있다.

186) 이상 김홍수, 앞의 논문(주180), 460-461쪽 참조

187) Thomas Raiser, Recht der Kapitalgesellschaften, 1983, Valen Verlag, S, 111; 이윤영 편저, 서독회사법, 학연사 (1989), 106쪽.



4.3. 합리화 방안

일본의 경우에는 1981년의 상법개정에서 특별이해관계주주의 의결권 배제에 관한 규정을 삭제함으로써 자본다수결원리에 위배되지 않는다고 하는 이점 외에 특별이해관계주주의 유무에 관한 판단 등의 어려움으로부터 벗어났다고 하나 소수주주 측에서 보면, 부당결의를 저지하기 위하여 특별이해관계주주의 의결권 행사의 유무에 관한 조사와 더불어, 그 결의의 내용이 부당한지의 여부의 판단을 제소기간 내에 하지 않으면 안 된다고 하는 부담이 있고, 특별이해관계의 유무의 관하여 사전의 판단을 요구하지 않는 것은 회사는 물론 다수과주주의 모험주의를 부추기며, 회사이익 나아가서는 소수과주주의 이익침해를 가져올 가능성이 있고, 소수과주주는 결의내용에 대해 신뢰하지 않을 가능성을 높인다는 비판이 있다.¹⁸⁸⁾

결국 이 문제는 특별이해관계주주의 의결권에 대한 제한 규정을 삭제하고 미국이나 일본식으로 사후적 구제방식으로 할 것인지, 아니면 독일의 경우처럼 특별이해관계인의 경우를 법에서 한정적으로 열거하고 나머지 경우는 다수결남용의 법리로서 사후에 보충적으로 해결하는 방법을 택할 것인지의 문제로 귀결된다고 본다. 이에 대해서는 특별이해관계인의 의결권배제제도 자체를 폐기하자는 견해¹⁸⁹⁾와 독일식 제도를 따르자는 쪽으로 견해가 나누어지고 있다.

생각건대, 사전적 규제는 경직성과 비효율성을 가지고 있어서 경제, 사회의 변화에 따라 시의적절하지 못하며, 규제를 전제조건으로 한 새로운 이해관계가 발생할 가능성이 있다. 그리고 사후적 규제는 규제효과가 불확실하다는 문제점이 있다. 그렇다면 규제수단을 적절히 배합하는 것도 하나의 방법일 것이라고 생각

188) 安井威興, 特別利害關係株主の議決權行使と不當決議, 法學研究 第60卷 第12号, 慶應義塾大学 法學研究会 (1987), 209頁.

189) 이윤영, 특별이해관계인의 의결권배제, 법학행정논집, 고려대학교 법학연구원(1976), 302쪽.

한다. 따라서 일본이나 미국의 경우를 따르기 보다는 특별이해관계주주에 해당하는 경우를 법에 한정적으로 열거하고, 나머지 경우는 다수결남용의 법리로서 사후에 보충적으로 해결하는 방법이 옳다고 본다.¹⁹⁰⁾

V. 결 론

회사법의 문제점을 논하고 그 대응방안을 찾는 데 있어서의 딜레마는 항상 Democracy와 Plutocracy 간의 갈등에 있다. 우리 회사법상 의결권 규제의 문제도 이 두 가지 가치를 어떻게 조화시키느냐에 있다고 본다. Dunlavy 교수는 대주주의 손아귀에 권력이 집중되는 것을 우려하여 의결권을 민주화하고 주주들 간의 권력관계를 평등하게 해야 한다고 한다. 그러나 기업의 속성은 사회적 선의 실현보다는 영리추구에 있다. 그러므로 주주가 주주총회에 참석하여 결의에 참여하거나 서면결의에 참가하는 권리인 의결권의 목적은 정치적 행동이나 부의 재분배가 아닌 주주이익의 극대화이다.

또한 상법의 기능 중 하나는 급변하는 경제 환경에 기업이 적절하게 대처할 수 있도록 조력하는 데 있다. 그럼에도 불구하고 1주 1의결권을 일률적으로 강제하다보면 경영권 방어에 효율적으로 대처할 수 있는 다양한 종류의 주식을 설계할 수 있는 가능성을 줄이고, 기업의 자본조달 및 IPO 활성화 등 창의적인 기업 활동을 제약할 수도 있으므로 이제 1주 1의결권 제도의 유연화를 도모해야 한다고 본다.

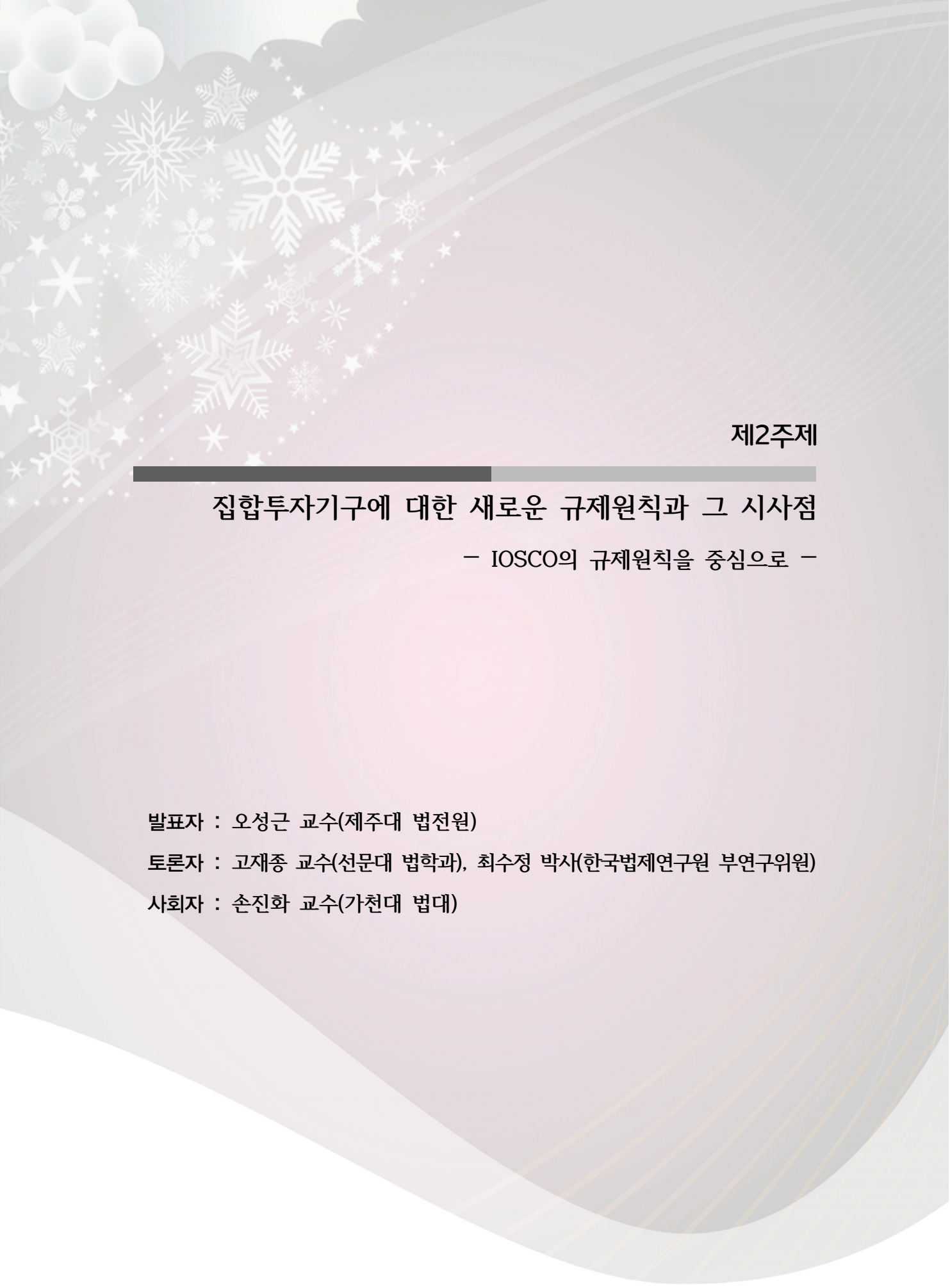
한편 대주주 등의 의결권을 제한하기 위한 3% 룰도 이제 우리나라의 경제규모

190) 같은 생각: 김홍수, 앞의 논문(주180), 473쪽; 이병규·최준선, 앞의 논문(주146), 585-586쪽; 김동민, 회사분할의 주주총회에서 특별이해관계인이 갖는 의결권의 범위, 상사판례연구 제22집 제3권 (2009), 353쪽; 노일석, 특별이해관계인의 의결권제한, 고시계 (1995.3), 60-61쪽.



에 걸맞게, 그리고 글로벌화 되고 있는 환경에 걸맞게 변해야 한다. 따라서 재벌의 소유구조 왜곡으로 인한 소수주주 보호의 문제는 공정거래법이나 지주회사법을 통한 해결을 도모하고, 기본법인 상법에서는 보편적인 제도를 운영하는 것이 바람직하므로 3% 룰을 폐지하고 그에 맞는 대안을 마련해야 할 것이며, 지배주주가 그 권리를 행사함에 있어 회사와 다른 주주의 이익을 고려하는 의무로서의 지배주주의 충실의무이론의 도입을 적극 검토할 것을 주문한다.

또한 주주총회가 현실적으로 본래의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있는 것은 주주들에게 큰 책임이 있을 것이나 시간과 공간적 제약의 문제도 결코 무시할 수 없으며, 무엇보다도 주주총회의 형식화가 가장 큰 이유일 것이다. 그런데 주주총회 활성화를 위해서는 회사의 경영진 및 주주의 인식전환이 필요하겠지만, 이와 더불어 중요한 것이 주주들이 자신의 의결권을 행사할 수 있도록 제도적 기반을 마련해주는 것이다. 그리고 가장 마땅한 제도는 시·공간을 초월하여 편리하게 의결권을 행사할 수 있는 전자투표제도이다. 그러나 전자투표제도가 도입되었음에도 불구하고 아직 이 제도를 채택하고 있는 회사의 수가 미미하므로 전자투표제도를 의무화하되, 상법상 의사정족수제도를 부활하는 것이 좋을 것이라 생각한다. 또한 특별이해관계가 있는 주주에 대한 의결권제한 문제에 대해서는 특별이해관계주주에 해당하는 경우를 법에 한정적으로 열거하고 나머지 경우는 다수결남용의 법리로서 사후에 보충적으로 해결하는 방법이 옳다고 본다.



제2주제

집합투자기구에 대한 새로운 규제원칙과 그 시사점

－ IOSCO의 규제원칙을 중심으로 －

발표자 : 오성근 교수(제주대 법전원)

토론자 : 고재종 교수(선문대 법학과), 최수정 박사(한국법제연구원 부연구위원)

사회자 : 손진화 교수(가천대 법대)

집합투자기구에 대한 새로운 규제원칙과 그 시사점

- IOSCO의 규제원칙을 중심으로 -

오 성 근*

《 目 次 》

I. 서 설	Ⅲ. 2012년 및 2013년 집합투자기구
Ⅱ. 집합투자기구에 관한 기존의 주요 규제원칙	에 관한 새로운 규제원칙 Ⅳ. 시사점 : 결론에 같음

[국문초록]

2012년과 2013년에 걸쳐 국제증권감독위원회(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)의 전문위원회(Technical Committee)는 집합투자기구(Collective Investment Scheme)에 관한 세 가지의 규제원칙을 연이어서 공표하였다. 그 내용은 주로 집합투자기구의 환매연기, 유동성위험관리 및 평가에 관한 원칙 등이다.

그런데 이러한 원칙은 1995년 7월, 1997년 9월 및 1998년 9월에 공표된 국제

* 제주대학교 법학전문대학원 교수, 법합박사



증권감독자기구의 집합투자기구에 관한 원칙을 기반으로 하여 발전적으로 확대·갱신된 것이라고 할 수 있다. 이 중에서 1998년 9월에 공표된 규제원칙은 약 10여 년간 적용되어 왔으나, 최근에는 기존의 원칙에 덧붙여 세 가지 규제원칙을 추가하여 공표하게 되었다. 국제증권감독위원회가 새로운 세 가지 원칙을 제시한 배경에는 회원국의 국내 집합투자기구 시장의 확대, 집합투자기구의 경영과 운용 성과에 대하여 전반적인 책임을 지는 운영자(operator)의 역할의 증대 및 2007년 7월에 발생한 세계금융위기에서 나타난 금융상품의 유동성 문제 등이 있었다.

이 글에서는 이러한 국제증권감독위원회의 일련의 규제원칙을 염두에 두면서, 우선적으로 1995년 이후의 국제증권감독위원회의 집합투자기구에 관한 규제원칙에 대하여 그 주요한 내용을 소개하고자 한다. 그리고 2012년과 2013년에 국제증권감독위원회가 발표한 새로운 세 가지 원칙을 추가적으로 분석하고 우리 법에의 시사점을 간략하게 도출하여 보고자 한다.

I. 서 설

2012년과 2013년에 걸쳐 국제증권감독위원회(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)의 전문위원회(Technical Committee)는 집합투자기구(Collective Investment Scheme)에 관한 세 가지의 규제원칙을 연이어서 공표하였다. 그 내용은 주로 집합투자기구의 환매연기, 유동성위험관리 및 평가에 관한 원칙 등이다.

그런데 이러한 원칙은 종전에 공표된 국제증권감독자기구의 집합투자기구에 관한 원칙을 기반으로 하여 발전적으로 확대·갱신된 것이라고 할 수 있다. 국제증권감독위원회가 종전에 공표하였던 규제원칙으로서는 1995년 7월과 1997년 9월에 공표된 두 가지 규제원칙 및 1998년 9월 연차총회에서 채택된 ‘증권규제의

목적과 원칙'(Objective and Principles of Securities Regulation),¹⁾ 이른바 국제증권감독위원회의 일반적 규제원칙 등이 있었다. 1998년 9월에 공표된 보고서의 F항에서는 집합투자기구에 대한 규제원칙(Principles for Collective Investment Schemes)이 포함되어 있었다.²⁾ 동 규제원칙은 국제증권감독위원회의 회원국의 규제기관이 집합투자기구에 대하여 규제를 함에 있어서 가이드라인으로서 역할을 하여 왔다.

1998년 9월에 공표된 규제원칙은 10여년 적용되어 왔으나, 최근에는 기존의 원칙에 덧붙여 모두에서 기술한 세 가지 규제원칙을 추가하여 공표하게 되었다. 국제증권감독위원회가 새로운 세 가지 원칙을 제시한 배경에는 회원국의 국내 집합투자기구 시장의 확대, 집합투자기구의 경영과 운용성과에 대하여 전반적인 책임을 지는 운영자(operator)³⁾의 역할의 증대 및 2007년 7월에 발생한 세계금융 위기에서 나타난 금융상품의 유동성 문제 등이 있었다.

이 글에서는 이러한 국제증권감독위원회의 일련의 규제원칙을 염두에 두면서, 우선적으로 1995년 이후의 국제증권감독위원회의 집합투자기구에 관한 규제원칙에 대하여 그 주요한 내용을 소개하고자 한다. 그리고 2012년과 2013년에 국제증권감독위원회가 발표한 새로운 세 가지 원칙을 추가적으로 분석하고 우리 법에의 시사점을 간략하게 도출하여 보고자 한다.

1) IOSCO, "Objective and Principles of Securities Regulation"(1998. 9).(<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>).

2) 1998년 9월 공표한 규제원칙의 F항에서는 네 가지 방향을 제시하고 있다(Ibid., p.iii).

3) 집합투자기구의 운영자란 집합투자기구의 경영과 운용성과에 대한 전반적인 책임을 지는 자를 말하는데, 여기에는 투자조언과 운영상의 서비스를 포함한다(Technical Committee of IOSCO, "Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes"(1997. 9) p.1 각주 2)).



II. 집합투자기구에 관한 기존의 주요 규제원칙

1. 1997년 집합투자기구에 관한 규제원칙

1.1. 개요

1993년 2월 토바고에서 개최된 국제증권감독위원회에서 전문위원회는 집합투자기구의 국제적인 판매행위에 관한 장애물을 제거할 목적으로 집합투자기구 규제구조를 마련하였다. 그리고 이와 동시에 집합투자기구 및 운영자의 규제에 관한 협조(regulatory co-operation)를 촉구하기 위한 방안을 강구하는데 필요한 관련 연구회를 신설하였다. 국제증권감독위원회는 동 연구회의 연구결과를 토대로 1994년 10월 ‘투자운용에 관한 보고서-집합투자기구의 규제에 관한 원칙’을 공표하였다.⁴⁾

이후 1995년 7월 전문위원회는 1994년의 원칙을 보완하여 ‘투자운용에 관한 보고서-집합투자기구의 규제에 관한 원칙’(이하 ‘1995년 7월 보고서’라고 한다.)⁵⁾ 및 1997년 9월에는 ‘집합투자기구 운영자의 감독에 관한 원칙’(이하 ‘1997년 9월 보고서’라고 한다.)⁶⁾을 공표하였다. 1995년의 7월 보고서는 집합투자기구의 규제에 관하여 최초의 규제원칙을 제시한 보고서라고 할 수 있다. 동 보고서에 기술된 여러 원칙들은 국제증권감독위원회 회원국의 규제기관이 집합투자기구를 규제하는 경우의 가이드라인이라고 할 수 있다. 그리고 이러한 원칙들은 국제화가 진전될수록 투자운용업계의 감독·감시에 관하여 각국 규제기관 간 공통적인

4) IOSCO, “Report on Investment Management-Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum”(1994. 10).

5) Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes, Report on Investment Management”(1995. 7).

6) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 3)의 보고서.

인식을 형성하는 것을 목적으로 하고 있다. 따라서 이러한 원칙들은 어떤 시스템이 다른 시스템에 대한 우월성을 과시하는 것이 아니며, 법적인 구속력을 갖는 것도 아니다.

그러나 회원국은 그 법역(jurisdictions)에 있어서 해외의 집합투자기구의 판매를 인정하기 위하여는 법체계 및 규제구조가 허용하는 한 이러한 각종의 원칙을 존중하여야만 한다. 이후 동 보고서는 1997년 9월에 보다 정리된 형태로 공표된다.

한편 1995년 7월 및 1997년 9월 보고서에서 집합투자기구라고 함은 별도의 정의를 내리지 아니하는 한 개방형집합투자기구(open-ended collective investment scheme, open-ended CIS)를 말한다. 그리고 부동산, 벤처캐피털 또는 모기지⁷⁾에 투자하는 집합투자기구 및 폐쇄형집합투자기구(closed-end collective investment schemes, closed-end CIS)는 그 대상이 아니다.⁷⁾ 이하에서는 1997년 9월 보고서에서 제시된 주요 규제원칙을 살펴보고자 한다.

1.2. 운영자의 적격성에 관한 원칙 및 감독에 관한 원칙

1997년 9월 보고서는 1995년 7월 보고서의 ‘집합투자기구 원칙 3’(CIS Principles 3)의 운영자의 적격성에 관한 원칙(Eligibility Act to as an Operator)과 ‘집합투자기구 원칙 5’(CIS Principles 5)의 감독에 관한 원칙에 대하여 제시하고 있다.

동 보고서는 운영자의 적격성에 관한 원칙과 관련하여 규제자의 역할은 집합투자기구가 그 판매에 앞서서 규제기관의 동의를 구하는 행위기준(standards of conduct) 및 최소한의 적격성(minimum eligibility) 기준을 갖추도록 하는 데에 있음을 강조하고 있다. 그리고 적격성에 관한 기준에는 ① 성실성과 공정성

7) Ibid., p.1 각주 1)의 내용 및 그 반대해석.



(Honesty and Fairness), ② 능력(Capability). 여기에는 인적 그리고 기술적 자원을 포함한다. ③ 근면성과 유효성(Diligence and Effectiveness), ④ 운영자의 고유한 권한 및 의무(Operator Specific Powers and Duties). 여기에는 투자포트폴리오구조와 집행절차에 관한 의사결정 의무를 포함한다. ⑤ 준수(Compliance)의 요건이 포함되어야 한다.

동 보고서는 감독에 관한 원칙과 관련하여 규제체계(regulatory regime)는 규제기관에게 그 법역에서 인가된 집합투자기구에 대한 전반적인 감독책임 및 권한을 부여하여야 한다고 강조하고 있다. 여기에는 ① 등록과 인가(Registration and Authorization), ② 조사와 검사(Inspections and Investigations), ③ 규제기관의 권한(Powers of the Regulatory Authority), ④ 제3당사자 감독(Third Party Supervision) 등의 감독수법이 포함되어야 한다.⁸⁾

1.3. 집합투자기구 운영자의 감독에 관한 원칙

1.3.1. 설정이유

1997년 9월 보고서는 집합투자기구 및 집합투자기구 운영자의 규제에 관한 협조를 구하기 위한 원칙을 제시하고 있다. 국제증권감독위원회가 이러한 원칙을 설정한 이유는 집합투자기구가 대부분의 국가에서 유력한 투자수단으로 활용되고 있고, 집합투자기구의 국제적 판매행위도 증가하는 가운데, 집합투자기구 운영자가 행위기준을 충실하게 준수하고, 또한 각 회원국이 효과적인 감독방식을 결정할 필요성이 높아졌기 때문이다. 그리고 집합투자기구 운영자의 개별적인 활동에 대하여 유효한 감독이 행하여지지 아니하는 경우, 결과적으로 투자자에게 손해를 초래하고 국내외적으로 중요성이 높아지고 있는 집합투자기구에 대한 일반 대중

8) Ibid., p.3.

의 신뢰를 상실할 수 있다는 점도 원칙 설정의 또 다른 이유이다.

한편 동 보고서의 여러 원칙들은 앞에서 기술한 바와 같이 1995년 7월 보고서에서 제시된 ‘집합투자기구 원칙 3’의 운영자의 적격성에 관한 원칙(Eligibility Act to as an Operator)과 ‘집합투자기구 원칙 5’의 감독(Supervision)에 관한 원칙에 따라 마련된 것이다.

1.3.2. 업무행위 및 관계자 거래

1997년 9월 보고서는 업무행위(Conduct of Business)에 관한 원칙과 관련하여 집합투자기구 운영자의 감독은 운영자가 집합투자기구 업무행위에 있어서의 능력, 성실성(integrity) 및 공정한 거래(fair dealing)에 관한 높은 수준의 기준을 충족하여야 함을 명시하고 있다. 그리고 집합투자기구를 위하여 운영자가 제공하는 투자거래(investment transactions)가 제한되고, 적절하게 공시되어야 하며 (properly disclosed) 투자자 보호에 반하지 아니한다는 점을 명확히 하여야 한다.⁹⁾ 구체적으로는 ① 적시의 최선의 집행(Timely and Best Execution), ② 적시 그리고 공정한 분배(Timely and Fair Allocation), ③ 과당매매(Churning), ④ 금전적 리베이트(Cash Commission Rebates), ⑤ 비금전적 계약(Soft Commission Arrangements), ⑥ 고객에 대한 유인행위(Inducements)에 대한 감독이 이루어져야 한다.¹⁰⁾

동 보고서는 관계자거래(Connected Party Transactions)에 관한 원칙에 대하여도 제시하고 있다. 이에 따르면 집합투자기구 운용자의 감독은 집합투자기구를 위하여 이루어진 운영자의 관계자와의 거래도 집합투자기구의 이익을 최우선적으로 하여 행동하여야 하는 운영자의 의무에 반하지 아니한다는 사실을 확인할 수

9) Ibid., p.6.

10) Ibid., pp.6-8.



있도록 행하여져야 한다. 여기에는 구체적으로 ① 그룹운영의 기능적 분리(Functional Separation of Group Operations), ② 관련브로커와 은행의 활용(Use of Connected Brokers and Banks), ③ 기업공개에 대한 참여와 인수(Underwriting and Participation in IPO's), ④ 종업원과 운영자와의 거래(Personal and House Account Dealing)에 관한 감독이 이루어져야 한다.¹¹⁾

1.3.3. 집합투자기구 자산의 평가 및 금융상품의 보관·분리

1997년 9월 보고서는 집합투자기구의 자산평가(Valuation of CIS Assets)에 관한 원칙을 제시하고 있다. 이에 따르면 집합투자기구 운영자의 감독은 집합투자기구의 자산이 공정하고 정확하게 평가되어야 하고, 집합투자기구의 기준가격(NAV)이 정확하게 산정되도록 하여야 한다.

동 보고서는 금융상품의 보관과 분리(Safekeeping and Segregation of Investments)에 대한 원칙을 제시하고 있다. 이에 따르면 집합투자기구 운영자의 감독은 집합투자기구의 자산이 적절하게 보관되고 경영자 및 기타 조직체의 자산으로부터 분리될 수 있도록 하여야 한다.¹²⁾

1.3.4. 투자 및 수수료·비용

1997년 9월 보고서는 투자에 관한 원칙으로서 집합투자기구 운영자의 감독은 집합투자기구의 투자정책(investment policy)이 준수되어야 하고, 투자대상 및 투자금액에 관한 제한을 명확히 하여야 함을 명시하고 있다.

동 보고서는 수수료 및 비용(Fees and Expenses)에 관한 원칙으로서 운영자

11) Ibid., pp.8-10.

12) Ibid., pp.10-12.

의 감독은 인가받지 아니한 수수료와 비용(unauthorized charges or expenses)이 집합투자기구에 부과되어서는 아니 된다는 점을 명시하고 있다.¹³⁾

1.3.5. 내부통제 · 컴플라이언스 및 공시

1997년 9월 보고서에 따르면 집합투자기구에 대한 감독은 운영자가 근면하고, 효과적이며, 성실하고 공정하게 집합투자기구의 업무를 수행할 수 있도록 내부통제 및 컴플라이언스(internal controls and compliance) 업무를 가동시킬 수 있도록 하여야 한다. 그리고 공시에 관련한 감독은 운영자가 발행한 모든 문서, 예를 들면 상품 인쇄물(product literature) 또는 재무적 통계(financial data)의 여부를 불문하고 정확하고 명료하며 포괄적이며 오인을 초래하는 것이어서는 아니 된다. 여기에는 청약문서(Offering Documentation),¹⁴⁾ 재무제표(Financial Statements)¹⁵⁾ 및 중요정보에 대한 계속공시(Continuing Disclosure of Material Information)¹⁶⁾ 등이 포함된다.¹⁷⁾

1.3.6. 회계 · 기록 관리 및 적격성 유지

1997년 9월 보고서에 따르면 회계 · 기록 관리(Accounts and Record Keeping)와 관련하여 운영자의 감독은 집합투자기구에 관한 장부 및 기록이 적절한 기간

13) Ibid., pp.13-15.

14) 여기에는 사업보고서 및 기타 투자권유에 중요한 문서, 그리고 관련위험에 관한 경고 문언 등이 포함된다.

15) 여기에는 재무적 통계뿐만이 아니라 집합투자기구의 연차보고서 및 반기보고서 등이 포함된다.

16) 여기에는 합병, 구조조정계약 및 집합투자기구의 구조에 관한 주요 변경사항 등이 포함된다.

17) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 3)의 보고서, pp.15-16.



에 걸쳐 그리고 청산의 시기까지 유지될 수 있도록 하여야 함을 명시하고 있다. 그리고 적격성 유지와 관련하여, 감독은 경영자 또는 운영자 운영체제의 교체, 제 3자에게 기능의 위임(delegation of functions to a third party)이 인가 시에 전제가 된 투자자 보호의 수준을 낮추는 것이어서는 아니 된다고 강조하고 있다.¹⁸⁾

2. 1998년 및 2010년 집합투자기구 규제원칙

2.1. 증권규제원칙 설정배경

1998년 9월 나이로비에서 개최된 국제증권감독위원회에서는 '증권규제의 목적과 원칙'¹⁹⁾, 이른바 'IOSCO 규제원칙'이 채택되었다. 이 원칙은 1983년 국제증권감독위원회가 정식으로 발족한 이래 가장 중요한 문서의 하나라고 할 수 있다. 국제증권감독위원회가 이 시기에 증권업계에 대한 높은 규제기준을 채택하고 유지할 것을 표명한 배경에는 금융시장의 국제화와 통합의 진전에 있었다.

국제증권감독위원회에 따르면 금융시장의 국제화와 통합의 진전은 시장, 특히 당시 빠르게 확대되고 있었던 신흥시장(emerging market) 간의 상호작용 또는 자산의 상호교류(cross-asset interactions)를 발생시키고 있었다. 그리고 경제적 충격 또는 불확실성의 시기에 (economic shocks and or periods of great uncertainty) 단기적인 불안정성이 시장에 초래되고 있었다.²⁰⁾

따라서 공정하고 효율적이며 투명한 시장(fair, efficient and transparent)을 확보하기 위하여는 회원국의 감독기관이 국경을 넘나드는 활동을 감시할 협조체제를 갖추는 것이 중요하다고 보았다.²¹⁾ 그리고 국제화의 진전은 규제기관의 상

18) Ibid., pp.17-18.

19) IOSCO, 앞의 각주 1)의 보고서.

20) Ibid., p.2.

호의존성을 요구함으로써 규제기관 간의 강한 연대 및 그러한 연대를 공고하게 하기 위한 능력과 신뢰를 필요로 하게 되었다. 동 위원회는 이러한 연대와 신뢰의 강화를 실현하기 위하여는 규제기관 간의 공통의 지표가 되는 원칙의 개발과 감독목적을 공유하여야 한다고 판단하였다.

국제증권감독위원회의 규제원칙은 증권규제의 세 가지 목적, 즉 ① 투자자 보호(The protection of investors),²²⁾ ② 시장의 공정성, 효율성 및 투명성의 확보(Ensuring that markets are fair, efficient and transparent), ③ 체계적 위험의 감소(The reduction of systemic risk)에 의거하여 마련되었다. 이 세 가지 원칙은 표현은 다소 변하였지만, 아직도 동 위원회의 규제 목적으로 채택되고 있다.²³⁾

2.2. 증권규제의 범주

국제증권감독위원회의 원칙은 동 위원회의 임무 중 핵심적인 것이라고 할 수 있다. 그리고 동 원칙이 실행되는데 필요한 여러 활동들이 이루어지고 있다. 본래 세계 증권시장의 구조(market structure), 규모 및 규제방법은 일률적이지 않다. 이로 인하여 국제증권감독위원회의 원칙도 회원국 및 지역 간의 법률, 규제의 구조, 시장구조의 상이성에 대응할 수 있도록 광의의 개념을 사용하고 있다. 동 원칙은 A부터 H까지 8가지 범주 및 30개의 원칙으로 구성되어 있다.

여기서의 8개의 범주에는 ① 규제기관에 관한 원칙(A: Principles Relating to the

21) Ibid.

22) 여기서의 투자자에는 고객(customers) 또는 금융서비스를 받는 다른 소비자(other consumers of financial services)를 포함한다(Ibid., p. i 각주2)).

23) 현재 국제증권감독위원회의 규제목적은 ①protecting investors, ②ensuring that markets are fair, efficient and transparent, ③reducing systemic risk 등이다(http://www.iosco.org/about/?section=obj_prin).



Regulator), ② 자율규제에 관한 원칙(B: Principles for Self-Regulation), ③ 증권규제의 실효성확보를 위한 원칙(C: Principles for the Enforcement of Securities Regulation), ④ 규제를 함에 있어서 상호협조에 관한 원칙(D: Principles for Cooperation in Regulation), ⑤ 증권발행자에 관한 원칙(E: Principles for Issuers), ⑥ 집합투자기구에 관한 원칙(F: Principles for Collective Investment Schemes), ⑦ 시장중개업자에 관한 원칙(G: Principles for Market Intermediaries), ⑧ 유통시장에 관한 원칙(H: Principles for the Secondary Market) 등이 포함되었다.

이와 같이 1998년 9월의 국제증권감독위원회의 원칙은 2010년 6월에 F항에 감사인, 신용평가기관 및 기타 정보 제공자에 관한 원칙(Principles for Auditors, Credit Rating Agencies, and other Principles for Auditors, information providers)이 추가되어²⁴⁾ 현재는 A부터 I까지의 9개의 범주로 구성되어 있다.

2.3. 집합투자기구에 관한 규제원칙

1998년 9월 국제증권감독위원회의 규제원칙에서 집합투자기구에 관한 사항은 F항에 있었으나, 2010년 개정으로 G항으로 이전되었다. 그리고 1998년 9월의 집합투자기구에 관한 규제원칙에는 네 가지 항목으로 구성되어 있었으나, 2010년 6월 개정 시에는 헤지펀드에 관한 원칙이 추가되어 다섯 가지의 원칙이 되었다.

이러한 원칙은 앞에서 기술한 1995년 7월과 1997년 9월의 보고서에서 제시된 ‘집합투자기구 원칙 3’의 운영자의 적격성에 관한 원칙(Eligibility Act to as an Operator)과 ‘집합투자기구 원칙 5’의 감독(Supervision)에 관한 원칙에 기초하여 마련된 것으로서, 집합투자기구의 규제에 관한 포괄적인 원칙을 밝히고 있다.

24) IOSCO, “Objective and Principles of Securities Regulation”(2010. 6)(<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>).

2010년 6월의 보고서에서 제시되고 있는 집합투자기구에 관한 규제원칙은 다음과 같다.²⁵⁾

첫째, 규제체제는 매매 또는 집합투자기구를 운영하고자 하는 자의 적격성(eligibility), 지배구조, 조직 및 운영관리에 관한 기준을 정비하는 것이어야 한다.

둘째, 규제체제는 집합투자기구의 법적 형식 및 구조(legal form and structure), 그리고 고객자산의 분리와 보호(segregation and protection of client assets)에 관한 원칙을 갖추는 것이어야 한다.

셋째, 규정(Regulation)은 특정한 투자자(particular investor)에 대한 집합투자기구의 적합성(suitability)을 평가하고, 집합투자기구 투자자의 지분가치를 평가하는데 필요한 공시를 요구하는 것이어야 한다.

넷째, 규정은 집합투자기구 지분의 환매, 기준가격 및 자산가치(asset valuation and the pricing and the redemption)를 평가하는데 필요한 적절하고 공시된 기준을 확인하는 것이어야 한다.

다섯째, 규정은 헤지펀드, 헤지펀드의 매니저 및 헤지펀드에 대한 자문업자를 적절하게 감시할 수 있는 것이어야 한다.

이러한 원칙의 대상이 되는 집합투자기구는 주로 계속적 또는 정기적으로 지분을 환매할 수 있도록 인가받은 개방형펀드(authorized open ended funds)이지만, 해당 지분이 증권시장에서 거래되는 폐쇄형펀드(closed end funds)도 포함된다. 나아가 단위형투자신탁(unit investment trusts), 계약형집합투자기구 및 EU의 UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)도 포함된다.²⁶⁾ 그리고 집합투자기구에 관한 법적 형식은 투자자들이 다양하고 분산된 투자기회를 얻을 수 있도록 하여야 하고, 관련 규정들은 투자자들을 보호하고 투자자들로 하여금 공정한 시장에 접근할 수 있도록 하는데 매우

25) Ibid., p.10.

26) IOSCO, 앞의 각주 1)의 보고서, p.28.



중요하다고 보고 있다. 또한 투자자들은 집합투자기구의 운영자가 투자자들의 최선의 이익을 얻을 수 있도록 행동한다고 믿고 있기 때문에 규정도 그에 부합하여야 한다고 보고 있다.²⁷⁾

Ⅲ. 2012년 및 2013년 집합투자기구에 관한 새로운 규제원칙

1. 배경

국제증권감독위원회는 2012년과 2013년에 걸쳐 집합투자기구에 관한 세 가지의 새로운 규제원칙을 공표하였다. 2012년 1월에는 ‘집합투자기구의 환매연기에 관한 원칙’을 공표하였고,²⁸⁾ 2013년 3월에는 ‘집합투자기구의 유동성위험관리에 관한 원칙’²⁹⁾을, 2013년 5월에는 ‘집합투자기구의 평가에 관한 원칙’³⁰⁾을 공표하였다.

국제증권감독위원회가 기존의 원칙에 추가하여 새로운 원칙을 공표한 배경에는 집합투자기구시장의 확대,³¹⁾ 국제화의 더욱 진전, 집합투자기구 운영자의 역할 증대, 파생상품 등 복잡한 상품에 대한 투자확대 및 2007년 7월말부터 시작된

27) Ibid.

28) Technical Committee of IOSCO, “Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes-Final Report-”(2012. 1).

29) IOSCO, “Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes-Final Report-”(2013. 3).

30) Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes-Final Report-”(2013. 5).

31) 예를 들면, 뮤추얼펀드(Mutual Fund)시장의 경우 2009년말 기준으로 세계시장규모는 22조 9450억 달러 수준이었으나, 2013년말 기준으로는 30조 500억 달러로 확대되었다 (www.ici.org).

국제금융위기 가운데에서 부각된 집합투자기구의 유동성관리의 필요성 등이 있었다. 이러한 필요성은 폐쇄형집합투자기구보다는 개방형집합투자기구에서 더욱 요구되었다. 그 이유는 개방형의 경우 환매가 자유롭게 때문에 시장이나 개별기업의 상황에 따라서는 환매에 응하지 못할 가능성이 있고, 그에 비례하여 유동성관리나 집합투자기구 및 투자자산에 대한 평가가 중요하기 때문인 것으로 풀이된다.

2. 2012년 1월 집합투자기구의 환매연기에 관한 규제원칙

2.1. 목적

2011년 3월 국제증권감독자위원회의 전문위원회는 ‘집합투자기구의 환매연기에 규제원칙’이라는 자문보고서를 공표하였고,³²⁾ 토대로 2012년 1월에 최종보고서를 공표하였다. 최종보고서는 이 보고서의 목적을 개방형집합투자기구 또는 집합투자기구의 운영자가 환매청구에 응하지 못하는 경우가 있기 때문에 그와 관련된 원칙을 제시하는 데에 있음을 밝히고 있다.³³⁾

동 원칙은 주로 책임주체(regulatory regimes)의 행위에 관한 것이다. 이에 따르면 책임주체는 집합투자기구의 모든 업무 및 회원국의 법역의 규제체제에 대한 준수책임이 있고, 동 원칙을 적용하고 시행하여야 할 의무가 있다. 그리고 가능한 한 환매연기를 예방하고 유동성을 계속적으로 관리하여야 하는 의무를 가진다.³⁴⁾ 이러한 점에 비추어 동 보고서는 규제기관과 업계(industry and regulators) 쌍

32) Technical Committee of IOSCO, “Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes-Consultation Report-”(2011. 3).

33) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 28)의 보고서, p.5.

34) Ibid., p.6.



방이 환매연기에 관한 규제와 업계관행의 특징(quality of regulation and industry practices concerning suspensions of redemptions)을 평가할 수 있는 원칙들을 제시하는 것을 또 하나의 목적으로 하고 있다. 그리고 관련 원칙들은 공통의 유사성(common approach)을 추출하고, 규제기관과 업계관행 쌍방을 위한 실무 기준(practical guide)을 제시하고 있다.³⁵⁾

한편 동 보고서는 국제증권감독위원회의 전문위원회 내부에 ‘투자관리에 관한 상임위원회의’(Technical Committee Standing Committee on Investment Management (TCSC5))의 환매연기에 관한 실태조사를 기초로 작성된 것인데,³⁶⁾ (a)내지 (f)까지 여섯 개의 범주에 걸쳐 아홉 개의 원칙을 제시하고 있다. 이하에서는 그 주요 내용을 살펴보고자 한다.

2.2. 주요내용

2.2.1. 유동성위험의 관리

유동성위험의 관리(Management of liquidity risk)에 관한 원칙은 두 가지가 있다. 우선, 책임주체는 자기가 관리하고 있는 개방형집합투자기구의 유동성을 환매의무 및 그 밖의 다른 책임(redemption obligations and other liabilities)을 이행할 수 있는 수준으로 유지하여야 한다(Principle 1). 이와 관련하여 책임주체는 집합투자기구의 유동성을 관리함에 있어서 극단적으로 유동성문제가 매우 발생할 수 있는 상황, 예를 들면 자산유동성의 부족, 글로벌 또는 시장의 사건과 불규칙적인 환매청구에 직면할 수 있는 상황을 고려하여야 한다.³⁷⁾ 다만 이러한 원

35) Ibid.

36) Ibid., p.5

37) When managing the liquidity of a CIS, the responsible entity should also consider

칙이 책임주체로 하여금 예외적인 상황에서의 환매연기를 금지하는 것은 아니다.³⁸⁾

둘째, 책임주체는 투자 전 그리고 투자기간 중 금융상품과 자산의 유동성과 개방형집합투자기구의 전반적인 유동성 개황과의 일관성을 고려하여야 한다.³⁹⁾ 책임주체는 이러한 목적을 달성하기 위하여 적절한 유동성관리정책과 절차(liquidity management policy and process)를 마련하여 이행하여야 하며, 이를 유지하여야 한다(Principle 2).

2.2.2. 투자자에 대한 사전공시

투자자에 대한 사전공시(Ex-ante disclosure to investors)에 관하여는 Principle 3에서 정하고 있다. 이에 따르면, 책임주체는 투자자가 개방형집합투자기구에 투자를 하기 전에 예외적인 상황(exceptional circumstances)이 발생하는 경우 환매를 연기할 수 있다는 뜻을 투자자에 대하여 명확히 공시하여야 한다. 그리하여 투자자들은 개방형상품에 투자하기 전에 환매연기의 위험이 있다는 점을 알고 있어야 한다. 그리고 이러한 ‘예외적인 상황’에서의 환매연기위험은 집합투자기구의 성문화된 문서나 시업설명서에 기재되어야 한다. 다만 집합투자기구의 문서상 ‘예외적인 상황’이라는 용어의 정의는 과거의 관행이나 미래에 발생할 수 있을 것으로 예상되는 상황을 근거로 내려져서는 아니 되고 후술하는 원칙 4(Principles 4)를 근거로 하는 것이어야 한다.⁴⁰⁾

extreme liquidity circumstances, i.e. shortages of liquidity of assets, global and/or market events and atypical redemption requests(Ibid., p.9).

38) Ibid.

39) Before and during any investment, the responsible entity should consider the liquidity of the types of instruments and assets and its consistency with the overall liquidity profile of the open-ended CIS(Ibid., pp.10-11).



2.2.3. 환매연기의 기준·사유(Criteria/Reasons for the suspension)

2.2.3.1. 예외적 상황에 대한 포괄적 정의

2012년 1월의 보고서 중 환매연기의 기준에 관한 내용은 국제증권감독자위원회 전문위원회는 2002년 10월 발표한 ‘환매연기’에 관한 보고서⁴¹⁾를 원용하고 있다. 동 보고서는 집합투자지분의 가치에 대한 공정한 평가가 어렵거나 불가능한 경우에는 ‘예외적인 상황’에 해당하고 환매를 중지할 수 있다고 밝히고 있다. 그리고 긴급 상황(Emergency situations)은 환매청구에 응하는데 필요한 집합투자기구의 자산을 쉽게 처분할 수 없는 상황을 의미하기 때문에 이 경우에도 환매연지가 정당화된다고 하였다.⁴²⁾ 또한 환매연기가 정당화되는 상황에서는 증권구입역시 중지되어야 한다고 강조하고 있다.⁴³⁾

2.2.3.2. 환매연기의 정당화사유

2012년 1월 최종보고서에 따르면 책임주체에 의한 환매연기는 ① 해당 환매연기가 오로지 집합투자기구 지분소유자의 최선의 이익에 부합한다고 법률이 허용하거나 예외적인 상황에 해당하여 허용되는 경우, ② 해당 환매연기가 법률, 규정 또는 규제기관 등이 특수한 상황(specific circumstances)에서 요청할 수 있는 경우에만 정당화된다고(Principles 4). 동 보고서는 위의 두 가지 사유 중 ①의 내

40) Ibid., pp.10-11.

41) Technical Committee of IOSCO, “Suspending Redemptions: A Case-Study from 11 September 2001 and General Principles”(2002. 10)(<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD135.pdf>).

42) Ibid., p.3.

43) Ibid.

용에 대하여 보다 구체적으로 기술하고 있다. 이에 따르면, 예외적인 상황에 따른 환매연기는 일시적인 상황에 한하여 정당화될 수 있다.⁴⁴⁾

그리고 동 보고서는 예외적인 상황의 구체적인 예로서 다음과 같은 다섯 가지를 들고 있다. 그 내용에는 ① 시장의 실패, 거래소의 폐쇄(Market failures, exchange closure), ② 예상하지 못한 집합투자기구 운영상 문제 및 정전과 같은 기술상 실패(operational problems and technical failures (e.g. a black out)), ③ 유동성문제(Liquidity issues), ④ 자산운용의 실패(Poor Management). 이로 인하여 예외적인 상황으로 인정을 받기 위하여는 규제기관이 국내 법률이나 규칙 위반을 이유로 관련자를 처벌하거나 벌금을 부과할 수 있는 수준이어야 한다. ⑤ 집합투자자산의 처분, 평가 또는 결제가 불가능한 자연재해나 재앙(natural disasters or catastrophes) 등과 같은 그 밖의 사건 등이 포함된다.

2.2.4. 환매연기의 결정

2.2.4.1. 긴급대책의 수립

2012년 1월 최종보고서는 환매연기의 결정(Decision to suspend)에 관한 원칙을 제시하고 있는데, 이에 따르면 책임주체는 순차적이고 효율적인 방법으로 환매연기를 할 수 있는 업무능력을 갖추어야 한다(Principles 5). 이를 위하여 책임주체는 잠재적인 환매연기사태(potential suspension events)가 발생할 때를 대비하여 사전적으로 환매연기와 자기역할에 관한 의사결정과정과 절차를 구비하여야 한다. 이를 긴급대책이라고 한다.⁴⁵⁾

책임주체가 환매연기를 고려하는 단계에 이르면, 주체는 외부 법률가의 자문을

44) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 28)의 보고서, pp.11-12.

45) Ibid., pp.12-13.



구하는 등의 전문가들로 부터의 분석을 구하는 등 해당 국면을 정밀하게 분석을 한 후 결론을 내려야 한다. 그리고 일부의 국가에서는 사전에 자산보관자나 규제 기관의 동의를 얻도록 하고 있다. 그리고 책임주체는 결정을 하기 이전에 환매연기가 집합투자기구의 지분소유자에게 최선의 이익에 부합한다고 판단하게 된 이유를 명확히 하여야 한다.⁴⁶⁾

집합투자기구에 비유동자산(illiquid assets)이 예측하지 못하게 증가하는 경우, 책임주체는 가능하다면 투자자 현황(investor profile)을 고려하여야 한다. 예를 들면, 해당 집합투자기구가 오로지 기관투자자에게만 판매된 때, 책임주체는 그러한 투자자들로부터 의견을 구하고 환매연기를 회피하는데 필요한 상황을 관리하여야 한다.⁴⁷⁾

2.2.4.2. 연기사유 및 사후대응계획의 내용

책임주체가 환매연기를 결정하는 경우, 연기사유 및 사후대응계획(reasons for the suspension and the planned actions)에는 다음과 같은 내용이 포함되어야 한다(Principle 6).⁴⁸⁾

첫째, 문서화 되어야 한다. 여기에는 연기결정사유와 사후대응계획이 포함되어야 한다. 주된 내용으로는 환매재개계획 또는 집합투자기구의 청산계획(the resumption of normal operations or to liquidation of the CIS) 등이 기술되어야 한다.

둘째, 규제기관 및 관계자들에게 통지되어야 한다(Communication to the competent authority and other relevant parties). 이를 위하여 책임주체는 규

46) Ibid., p.13.

47) Ibid.

48) Ibid., pp.13-15.

제기관에게 모든 관련 정보를 제공하여야 한다. 그리고 규제기관은 환매연기가 예상하지 못하였던 외적인 요인보다 자산운용의 실패(poor management rather than external unpredictable factors)에서 기인하는 때에는 국내법 등에 의거 벌금이나 제재를 가하는 방안을 강구하여야 한다.

셋째, 지분소유자에 대하여 통지되어야 한다(Communication to unit-holders). 이 통지는 적절하고 적시에 행하여져야 하고, 환매연기대상 집합투자기구의 지분 소유자뿐만 아니라 모든 지분소유자(all unit-holders and not only to the redeeming ones)에게 행하여져야 한다.

2.2.5. 환매연기 기간 중 책임주체의 행위

환매연기 기간 중(During the suspension) 책임주체가 준수하여야할 원칙은 세 가지로 나뉜다.

첫째, 책임주체는 환매연기의 기간 중에 새로운 투자자금을 수입(subscriptions)하여서는 아니 된다(Principle 7). 따라서 환매연기는 투자자금 수입의 연기를 의미한다.⁴⁹⁾ 다만 환매연기기간 중에도 국내법이 허용하고, 객관적이고 신뢰할 수 있는 방법으로 지분의 가격에 대한 기준가격(Net Asset Value, NAV)을 산정할 수 있는 때에는 예외적으로 자금을 수입할 수 있다. 그러나 이때에도 책임주체는 신규 투자자들이 자금을 투자하기 이전에 그들에게 명확하고 이해하기 쉬운 방법으로 환매연기에 관한 정보를 제공하여야 하고, 증권취득의 청약이 승낙되기 이전에 해당 청약을 취소할 수 있는 기회를 주어야 한다.⁵⁰⁾

둘째, 책임주체는 환매연기조치에 대하여 정기적으로 점검하여야 한다. 그리고 책임주체는 지분소유자(unit-holders)에게 최선의 이익이 된다고 판단되는 때에

49) Ibid., p.15.

50) Ibid.



는 통상의 업무를 재개하기 위한 적절한 수단을 강구하여야 한다(Principle 8). 이와 관련하여 책임주체는 환매연기기간 중 환매연기에 관한 결정을 재점검하여야 한다. 그리고 책임주체는 재환매연기를 회피하고 환매청구에 대한 수요를 충족시켜주기 위하여 시장상황을 분석하고 집합투자기구가 보유하고 있는 자산과 금융상품에 대한 개별적인 유동성과 전체적인 유동성을 점검하여야 한다. 또한 정기점검과 더불어 예상되는 환매금액도 고려하여야 한다. 투자자가 기관투자자이거나 널리 알려져 있는 거액의 소매투자자들인 때, 책임주체는 그러한 투자자들과 밀접한 관계를 유지하고 정보를 수집하여야 한다. 다만 이 경우에도 지분소유자들을 공정하게 취급하여야 한다는 원칙(the principle of equal treatment of unit-holders)은 준수되어야 한다. 이 밖에도 책임주체는 환매연기기간을 어느 정도 유지할지에 대하여도 고려하여야 한다.

셋째, 책임주체는 환매연기기간 중에 계속적으로 규제기관과 지분소유자에게 정보를 제공하여야 한다. 통상업무재개에 관한 결정에 대하여도 가능한 한 신속하게 통지하여야 한다. 이와 같이 책임주체의 지분소유자에 대한 통지의무는 환매연기결정에 관한 통지로 종료되는 되는 것이 아니다. 그리고 책임주체는 규제기관에게도 당초의 정보가 변경된 경우에 즉시 통지하여야 하고, 환매기간 중에는 규제기관과 밀접한 관계를 유지하여야 한다. 그 밖에 중개인, 판매인 및 자산보관자 등의 관련 당사자들에게도 최신의 정보가 제공되어야 한다.⁵¹⁾

3. 2013년 3월 집합투자기구의 유동성위험관리에 관한 규제원칙

3.1. 기본적 요건

2013년 3월 국제증권감독위원회는 2012년 4월 ‘집합투자기구의 유동성관리에

51) Ibid.

관한 원칙’에 관한 자문보고서⁵²⁾를 토대로 최종보고서를 공표하였다.⁵³⁾ 동 보고서는 집합투자기구의 규제 및 업계관행의 특징을 평가(assess the quality of regulation and industry practices)할 수 있는 원칙을 포함하고 있다.⁵⁴⁾

2007년 7월부터 발생한 금융위기는 유동성문제에서 기인하였던 바가 컸는데, 규제개혁에 관한 논의는 주로 은행업계의 유동성관리의 중요성에 초점이 맞추어졌었다. 집합투자기구의 유동성과 은행의 유동성은 서로 다르다. 즉 은행의 체계적인 신용문제에서 발생하는 유동성위기가 집합투자기구에서 재현될 가능성은 낮다.

그러나 집합투자기구의 유동성위험관리는 복잡하며, 집합투자기구의 업무에 그치지 않고 다른 측면, 특히 평가와 직접 관련을 맺게 된다. 유동성문제가 집합투자기구의 일시적인 환매연기를 초래할 가능성도 부정할 수 없다. 따라서 집합투자기구의 유동성위험관리의 기본적 요건은 앞에서 기술한 2012년 1월 ‘환매연기에 관한 규제원칙’ 중 제1의 원칙(Principles 1)인 ‘환매의무 및 그 밖의 다른 책임(redemption obligations and other liabilities)의 이행’이라고 할 수 있다.⁵⁵⁾

3.2. 적용범위

2013년 3월 보고서에서 제시된 원칙은 집합투자기구의 업무에 대하여 책임을 지는 주체 및 회원국에 있어서의 법규제 구조의 준수(compliance with the legal/regulatory framework)책임을 지는 주체를 대상으로 하고 있다. 그리고 동 보고서에서 제시된 원칙은 주로 개방형집합투자기구를 대상으로 하고 있지만, 일

52) IOSCO, “Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes-Consultation Report-”(2012. 4).

53) IOSCO, 앞의 각주 29)의 보고서.

54) Ibid., p.iii.

55) Ibid., p.2.



부의 원칙은 폐쇄형집합투자기구(closed-ended Collective Investment Scheme)도 대상으로 삼고 있다. 따라서 폐쇄형집합투자기구의 책임주체도 관련 원칙에 대하여 분석을 하고 적절한 대응수단을 강구하여야 한다.

동 보고서의 원칙은 집합투자기구의 생애(CIS's life)의 시간적 흐름에 동일하게 설정되었다. 그리하여 집합투자기구의 발매 전 유동성위험관리 원칙(Pre-launch Liquidity Risk Management Principles)과 일상적인 유동성위험관리 원칙(Day-to-day Liquidity Risk Management Principles)이 설정되어 있다.

한편 유동성위험관리에 관한 원칙들은 2012년 1월 보고서에서 제시된 원칙들과 마찬가지로 공통의 유사성(common approach)을 추출하고, 규제기관과 업계 관행 쌍방을 위한 실무 기준(practical guide)을 제시하고 있는 것이다.⁵⁶⁾

3.3. 집합투자기구발매 전 유동성위험관리에 관한 원칙

2013년 3월 보고서는 집합투자기구발매 전 유동성위험에 관한 가지 7가지 원칙을 제시하고 있는데, 그 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다.

3.3.1. 유동성위험관리 절차, 유동성한도 및 거래회수 등의 설정

이에 대하여는 원칙 1내지 원칙 3에서 제시되고 있다. 먼저, 책임주체는 각 법역의 유동성요건(liquidity requirements)에 의거하여 효과적인 유동성위험관리 절차(liquidity risk management process)를 마련하여야 한다(Principles 1). 유동성위험관리 절차와 그 업무는 집합투자기구 내부의 유동성을 통제할 수 있는 기본적인 원칙이다. 그리고 이 항의 나머지 원칙들도 유동성위험관리 절차의 하나의 요소로 고려될 수 있다. 그리고 동 절차는 다양한 시장상황에서도 효과적으

56) Ibid.

로 작동할 수 있어야 한다. 또한 책임주체는 집합투자기구의 자산이 투자할 수 있는 금융상품의 다양한 위험유형에 대하여 충분히 숙고하여야 한다. 이 밖에도 책임주체는 집합투자기구의 포트폴리오에 대하여 숙고를 하여야 하는데, 그 포트폴리오는 환매의무 또는 다른 책임을 이행하여야 하는 집합투자기구의 능력과 일치하여야 한다.

둘째, 책임주체는 집합투자기구의 환매의무 및 다른 책임을 이행하기 위하여 유동성의 한도(liquidity thresholds)를 적절하게 설정하여야 한다(Principles 2). 책임주체는 집합투자기구의 유동성에 대한 적절한 정의를 내리고 한도를 설정하여야 한다. 그러한 정의나 한도는 집합투자기구의 투자전략과 투자자를 공정하게 취급하여야 한다는 원칙에 부합하여야 한다. 그리고 책임주체는 위험관리절차의 일환으로서 질적 양적인 유동성분석을 하여야 한다. 예를 들면, 매일 거래를 하는 집합투자기구는 만기이전에 환매를 요청하기 아니할 것으로 기대되는 투자자들로 구성된 집합투자기구보다 더욱 엄격하게 유동성관리 요건을 설정하여야 한다.⁵⁷⁾

셋째, 책임주체는 집합투자기구의 지분(unit)을 위하여 적합한 거래회수(dealing frequency)를 신중하게 결정하여야 한다(Principles 3). 그러한 거래회수는 집합투자기구의 투자목적에 적합하여야 하고 현실성이 있어야 하며, 유동성위험관리 절차를 고려한 후 결정하여야 한다. 그리고 환매에 효과적으로 응할 수 있는 것 이어야 한다.

3.3.2. 집합투자기구의 정관의 기재사항, 판매기관 및 정보접근에 관한 원칙 등

이에 대하여는 원칙 4내지 원칙 7에서 제시되고 있다. 먼저, 특정한 집합투자기구에 대하여 허용되고 투자자의 이익에 부합하는 경우, 책임주체는 환매권(redemption rights)에 영향을 미칠 수 있는 특수한 수단(specific tools)이나 예

57) Ibid., pp.3-4.



외적인 조치(exceptional measures)를 이용할 수 있는 권한을 집합투자기구의 정관(constitutional documents)에 포함하여야 한다(Principles 4).

여기서의 특수한 수단에는 해지수수료(exit charges), 환매제한(redemption restrictions), 게이트(gates),⁵⁸⁾ 희석화징수금(dilution levies),⁵⁹⁾ 환매제한기간(lock-up periods), 환매권제한 등에 관한 부속서신(side letters) 등이 포함된다. 예외적인 조치로는 환매연기 또는 집합투자기구의 분리·설정(side pockets)⁶⁰⁾을 들 수 있다.⁶¹⁾ 후자의 조치가 취하여 지는 경우에는 하나의 집합투자기구가 이른바 ‘정상자산집합투자기구’와 ‘부실자산집합투자기구’로 분리되고 부실자산에 대하여는 별도의 집합투자기구가 설정된다.⁶²⁾

둘째, 책임주체는 집합투자투자기구 판매업자의 유동성 측면에 대하여도 유의하여야 한다(Principle 5).

셋째, 책임주체는 유동성관리에 관한 정보에 접근하고, 효과적으로 평가를 할

58) 이는 책임주체가 개방형집합투자기구의 과도한 환매청구를 관리할 수 있도록 하는 수단을 말한다. 책임주체는 환매청구가 집합투자기구 자산의 일정비율(gate)을 초과하는 경우, 일일 환매규모를 일정비율(specific proportion)로 제한(gate open)할 수 있다. 해당일의 환매주문(redemption orders)은 모두 일률적으로 제한되고, 제한을 초과하는 부분의 환매주문은 무효가 되든지 아니면 차기의 환매일(next redemption date)까지 집행이 연기된다. 다만 게이트는 극단적으로 과도한 환매청구(extreme amounts of redemptions)에 대처하는 수단이며 평상시의 해약청구에 대처하는 수단은 아니다(Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 28)의 보고서, p.17).

59) 이는 펀드매니저가 매수 또는 매도단위로 투자자의 집합투자기구에서 거둬들이는 추가징수금을 말한다. 매수 또는 매도가 해당 집합투자기구의 가치에 미칠 영향을 보상하기 위한 징수금이다(바른 역, 신비즈니스 인사이트 용어사전 2009-2010(2009. 8), p.597).

60) 이는 집합투자기구의 포트폴리오 중에서 특정한 자산, 예를 들면 비유동자산이나 평가가 곤란한 자산(illiquidity or valuation problems)을 분리한 후 그 밖의 자산부분만으로 환매에 응하고자 하는 경우에 허용된다(Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 28)의 보고서, p.17).

61) 다만 일부의 법역에서는 이를 특수한 수단으로 보고 있다(IOSCO, 앞의 각주 29)의 보고서, p.5의 각주) 11).

62) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 28)의 보고서, p.18). 이러한 취지는 우리나라 자본시장법 제237조와 동법시행령 제259조에도 잘 반영되어 있다.

수 있도록 하여야 한다(Principle 6).

넷째, 책임주체는 신규 투자자에 대하여 유동성위험 및 유동성위험관리 절차에 관한 정보를 효과적으로 제공하여야 한다(Principle 7).

3.4. 일상적인 유동성위험관리에 관한 원칙

2013년 3월 보고서는 집합투자기구발매 전 유동성위험에 관한 가지 8가지 원칙을 제시하고 있는데, 그 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다.

3.4.1. 유동성위험관리 절차의 이행 및 유지 등

이에 대하여는 원칙 8, 원칙 9, 원칙 11 및 원칙 13 등에서 제시되고 있다. 먼저, 책임주체의 유동성위험관리 절차는 강력하고 효과적인 운영구조(governance)에 의하여 지지되어야 한다(Principle 8).

둘째, 책임주체는 유동성위험관리 절차를 효과적으로 이행하고 유지하여야 한다(Principle 9). 이는 집합투자기구 발매 전 설정된 유동성위험관리 절차가 집합투자기구의 존속기간 동안 효과적으로 이행되고 유지되어야 함을 의미한다. 책임주체는 유동성위험관리 절차를 이행함에 있어서 투자전략(investment strategy), 유동성개황(liquidity profile) 및 집합투자기구의 환매방침을 고려하여야 한다. 그리고 유동성위험관리 절차는 투자자환매 이외에 집합투자기구의 의무도 고려하여야 한다.

셋째, 책임주체는 투자결정 시 유동성관리에 관한 사항을 포함시켜야 한다(Principle 11). 책임주체는 거래를 하기 이전에 사용하고자 하는 투자전략 및 투자수법이 미칠 유동성 효과뿐만이 아니라 투자하고자 하는 금융상품의 유형별 유동성을 고려하여야 한다.



넷째, 책임주체는 발생가능성이 있는 유동성위험에 대한 확고하고 포괄적인 예상을 할 수 있도록 유동성위험관리 절차에 관련 통계 및 요인들을 포함시켜야 한다(Principle 13).

3.4.2. 편입자산의 평가 등

이에 대하여는 원칙 10 등에서 제시되고 있다. 먼저, 책임주체는 포트폴리오에 편입된 자산의 유동성을 정기적으로 평가하여야 한다(Principle 10). 유동성위험관리 절차는 책임주체가 집합투자기구의 유동성에 대하여 정기적인 조치를 취하고, 감시하고 관리할 수 있어야 한다. 책임주체는 유동성위험과 다른 위험요소, 예를 들면 시장위험이나 평판위험(reputational risk) 등과 상호 연관성을 고려하여야 한다. 그리고 집합투자기구의 유동성평가는 채권자, 거래상대방 및 그 밖의 제3자에 대한 의무를 다하는 것이어야 한다. 평판위험은 책임주체의 사업의 문제점으로부터 발생하는 것으로써 다른 주체가 운용하는 유사한 집합투자기구와 비교대상이 됨으로써 예기치 아니한 환매청구에 직면할 수 있다.⁶³⁾

둘째, 유동성위험관리 절차는 책임주체가 유동성부족현상이 발생하기 이전에도 그 현상을 파악할 수 있는 능력을 배양시키는 것이어야 한다(Principle 12). 책임주체는 유동성관리에 도움이 될 수 있도록 미래의 현금흐름을 관리하는데 최선을 다하여야 한다.

셋째, 책임주체는 긴박한 상황(stressed situations)을 포함하여 다양한 시나리오를 설정하고 유동성을 평가하여야 한다(Principle 14). 여기서의 긴박한 상황이란 이례적인 환매청구(atypical redemption requests) 등을 말한다. 평가는 신뢰할 수 있는 최신의 정보에 기초하는 것이어야 하고 그 결과는 유동성관리 절차를 이행하고 유지하는데 반영되어야 한다. 그리고 책임주체는 다른 시장위험 및 요

63) IOSCO,

소들과 연계하여 평가하여야 한다. 예를 들면 집합투자기구가 보유하고 있는 증권
권의 신용등급이 하락하는 경우 집합투자기구의 증권유동성에 미치는 영향 등을
적정하게 평가할 수 있어야 한다.⁶⁴⁾

넷째, 책임주체는 유동성위험관리 절차의 이행에 관한 기록을 보관시켜야 하고,
관련사항을 공시하여야 한다(Principle 15). 유동성위험관리 절차의 이행의 일환
으로서 책임주체는 유동성이 충분히 확보되고 효과적으로 작동할 수 있도록 하여
야 한다. 유동성위험이 위험수준 또는 책임주체의 접근방식에 큰 변화가 있는 경
우, 책임주체는 투자자에게 통지하여야 한다. 그리고 책임주체는 투자자의 환매청
구권 또는 집합투자기구의 거래방식에 영향을 줄 수 있는 새로운 수단이나 예외
적인 조치를 도입하고자 하는 경우에도 마찬가지이다.

4. 2013년 5월 집합투자기구의 평가에 관한 규제원칙

4.1. 배경과 목적

2013년 5월 국제증권감독위원회의 전문위원회는 2012년 2월의 자문보고서⁶⁵⁾
를 토대로 ‘집합투자기구의 평가에 관한 원칙’이라는 최종보고서를 공표하였다.⁶⁶⁾
동 보고서는 기준가격으로 환매에 응하는 개방형집합투자기구의 평가에 관한 원
칙을 제시하고 있다.⁶⁷⁾ 이에 앞서 전문위원회는 1999년 5월에 ‘집합투자기구의
기준가격산정과 평가에 대한 조사’를 하였고,⁶⁸⁾ 2007년 11월에는 ‘헤지펀드 포트

64) bid.

65) Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes-Consultation Report-”(2012. 2).

66) Technical Committee of IOSCO, 앞의 각주 30)의 보고서.

67) Ibid., p.3

68) Technical Committee of IOSCO, “Regulatory Approaches to the Valuation and pricing



폴리오의 평가에 관한 원칙⁶⁹⁾을 공표하였다.⁷⁰⁾

이후 집합투자기구는 구조화상품(structured financial instruments) 및 장외파생상품(OTC derivatives) 등 종전에는 존재하지 아니하였던 복잡하고 평가가 곤란한 상품을 편입하게 되었다. 이러한 자산의 가격은 시가를 이용하여 평가하는 이른바 시가평가(mark-to-market)를 이용하기 어렵게 되었다. 그 대신에 경영자의 판단에 의존하는 내부적 기법(internal techniques)인 가격모델에 근거하여 자산의 가격을 산정하는 방식(mark-to-model)을 이용하게 되었다. 이러한 평가의 어려움과 주관성은 규제위험을 높이게 되었다. 그리하여 집합투자기구의 자산을 적절하게 평가할 수 있도록 설계된 방침과 절차(policies and procedures)를 특정하여 이러한 문제점을 보완할 수 있는 일반원칙이 요구되었다.⁷¹⁾ 왜냐하면 집합투자기구가 보유하거나 운용(employed or held)하고 있는 자산의 평가는 투자자에게 매우 중요하기 때문이다. 또한 해당 평가는 집합투자기구의 기준가격, 대차대조표(financial reporting), 손익계산서(performance reporting) 및 집합투자기구의 운영자와 같은 서비스제공자에게 지급되는 수수료에 영향을 미치기 때문이다. 그리하여 집합투자기구의 자산을 올바르게 평가하기 위하여 필요한 모든 요인(valuation drivers)을 이해하는 것이 중요하다.⁷²⁾

이와 같이 동 보고서는 국제증권감독위원회가 1999년 및 2007년 집합투자기구 및 헤지펀드평가에 관한 원칙을 채택한 이후 발생한 규제당국, 집합투자기구 업계 및 시장의 발전을 고려하여 종전의 원칙을 갱신하고 보완하는 것을 목적으로 11가지의 원칙을 제시하고 있다.

of Collective Investment Scheme”(1999. 5).

69) Technical Committee of IOSCO, “Principles for The Valuation of Hedge Fund Portfolios” (2007. 11).

70) IOSCO, 앞의 각주 30)의 보고서, p.1.

71) Ibid., pp.1-2.

72) Ibid., p.4.

4.2. 문서화, 방법론의 특정 및 이해충돌방지

이에 대하여는 원칙 1내지 원칙 3에서 제시되고 있다. 먼저, 책임주체는 집합투자기구가 보유하거나 운용하고 있는 자산평가를 관리하기 위하여 포괄적이고 문서화된 방침 및 절차를 마련하여야 한다(Principle 1).

둘째, 평가방침 및 절차는 집합투자기구가 보유 또는 운용하고 있는 각종의 자산을 평가하기 위하여 이용되고 있는 방법론(methodologies)을 특정하여야 한다(Principle 2). 집합투자기구가 보유하고 있는 각종의 자산은 집합투자기구의 투자목적과 규제에 부합하는 것이어야 한다. 그러므로 집합투자기구의 방침과 절차도 시장상황에 따라 보유하고 운용하는 자산의 유형과 복잡성에 부합하여야 한다. 예를 들면, 자주 거래되고, 가격을 쉽게 입수할 수 있고 신뢰할 수 있는(readily available and reliable) 자산에 투자하고 있는 집합투자기구의 평가를 위한 방법론은 상대적으로 범용적(relatively generalized)이어야 한다. 이에 비하여 장외파생상품과 같이 평가가 곤란한 복잡한 자산에 투자하고 있는 집합투자기구의 평가에 대하여는 그러한 자산과 관계되는 특별한 방법론을 이용하게 된다.⁷³⁾ 생각건대, 전자의 경우는 앞에서 기술한 mark-to-market방식을 사용할 수 있고, 후자의 경우는 mark-to-model을 사용할 수 있다고 본다.

셋째, 평가방침 및 절차는 이해충돌을 방지할 수 있어야 한다(Principle 3). 집합투자기구의 포트폴리오 자산에 평가에 관한 잠재적인 이해충돌은 다양한 방식으로 발생할 수 있다. 예를 들면, 복잡하고 비유동자산이 편입되어 있는 경우 집합투자기구의 운영자는 가장 신뢰할 수 있거나 또는 특별한 자산의 기준가격산정에 관한 정보원(source of information)에 의존할 수 있다. 이 경우 집합투자기구의 운영자는 집합투자기구의 평가와 관련하여 이해가 충돌하게 된다. 특히 운영자의 수수료는 운용 중인 집합투자기구의 자산에 기초하여 산출되기 때문에, 운

73) Ibid., p.5



영자는 자신의 수수료수입을 증가시키기 위하여 집합투자기구의 자산을 과대평가할 수 있는 동인을 갖게 된다. 따라서 이해충돌에 대하여는 다양한 방법으로 대처할 수 있어야 한다. 예를 들면, 집합투자기구의 운영자로부터 독립적인 자에 의한 조사·점검은 자산을 공정하고 성실하게(fairly and in good faith) 평가할 수 있도록 하고, 환매 시 기준가격으로 증권을 매도하도록 하여 투자자를 보호하는데 도움이 될 수 있다.⁷⁴⁾

4.3. 일관성유지, 오류의 처리 및 제3자에 의한 점검 등

이에 대하여는 원칙 4내지 원칙 7에서 제시되고 있다. 먼저, 집합투자기구가 보유하거나 운용하고 있는 자산은 해당 방침 및 절차에 따라 일관되게 평가되어야 한다(Principle 4). 이에 덧붙여 집합투자기구의 방침은 경제적 특성이 유사한 증권과 같이 유사한 유형의 자산 또는 동일한 운영자가 관리하는 집합투자기구에 대하여 일관성을 유지하여야 한다. 다만, 예를 들면 어떤 상황 하에서 최초의 방법론이 투자자를 공정하게 취급하지 못하는 결과를 초래하는 때에는 다른 방법론을 사용하여 자산을 평가하여야 한다.

둘째, 책임주체는 기준가격산정의 오류(pricing errors)를 발견하고 이를 방지하며 올바르게 산정할 수 있는 방침과 절차를 구비하여야 한다. 기준가격산정의 오류는 투자자에게 중대한 손해를 초래한다. 따라서 오류를 발견한 때에, 책임주체는 즉시 대처하여야 하고, 투자자에게 충분한 배상을 하여야 한다(Principle 5). 왜냐하면 기준가격산정의 오류는 투자자에게 부정확한 가격으로 증권을 구입하게 하거나 환매를 하는 불이익을 초래하기 때문이다. 기준가격산정의 오류는 여러 가지 이유에서 발생한다. 예를 들면 집합투자기구 수수료의 부정확한 계상(incorrect accrual), 자산거래의 지연보고, 통계입력 취급자의 단순한 실수 등이

74) Ibid., pp.6-7.

모두 기준가격산정의 오류를 발생시킨다. 따라서 책임주체는 다양한 형태의 기준 가격산정 오류를 발견하고 회피할 수 있는 방침과 절차를 구비하여야 한다.⁷⁵⁾

셋째, 책임주체는 평가방침과 절차가 지속적으로 적절하고 효과적으로 이행 될 수 있도록 정기적인 점검을 하여야 한다. 제3자는 연 1회 이상 집합투자기구의 평가절차를 점검하여야 한다(Principle 6). 집합투자기구의 방침 및 절차는 집합투자기구의 자산이 지정된 방법론(designated methodologies)에 따라 평가되도록 하여야 한다. 이 목적을 달성하기 위하여 집합투자기구의 방침과 절차가 당초 의도하였던 바대로 기능을 하고 있는지의 여부에 대하여 정기적인 점검을 하여야 하는 것이다. 그리고 이러한 점검은 객관성을 확보하기 위하여 외부 감사인 등 완전히 독립적인 법인 또는 자연인이 담당하여야 한다.⁷⁶⁾

넷째, 책임주체는 평가업무를 담당하기 위하여 선임된 제3자에 대하여 선임 시 그리고 정기적인 실사(due diligence)를 하여야 한다(Principle 7). 이는 평가업무 담당자가 집합투자기구 자산을 평가하는데 필요한 평가시스템, 지식, 경험 그리고 숙련도 등을 갖추었는지를 확인할 필요가 있기 때문이다.

4.4. 자산평가구조에 관한 공시 및 포트폴리오의 평가 등

이에 대하여는 원칙 8내지 원칙 11에서 제시되고 있다. 먼저, 책임주체는 집합투자기구의 포트폴리오에 편입된 자산평가를 위한 구조를 집합투자기구의 청약문서(Offering Documents)를 통하여 공시하든지 아니면 다른 방법으로 투자자에 대한 투명성을 확보하여야 한다(Principle 8).

둘째, 집합투자기구 지분의 매입 및 환매는 일반적으로 과거의 기준가격(historic NAV)으로 하여서는 아니 된다(Principle 9). 과거의 기준가격이란 투자

75) Ibid., p.8.

76) Ibid., p.9.



자가 과거에 산정된 집합투자기구의 기준가격, 이른바 과거가격방식(Historical pricing)에 의하여 지분을 구입하거나 또는 환매하는 방식을 말한다. 이 방식은 내부자에 의한 부정거래(abusive trades)의 위험 및 결과론적으로 집합투자기구의 지분의 희석화 현상(dilution)이 최소화되는 경우에 한하여 예외적으로 인정된다.⁷⁷⁾ 이 방식은 미래가격방식(Forward pricing)에 대응하는 개념이다. 미래가격방식은 일반적으로 고객주문을 수령한 직후 산정되는 기준가격으로 집합투자기구의 지분을 취득하거나 또는 환매하도록 하는 방식을 말한다. 일반적으로 주문접수종료시간(cut-off times)은 투자자가 매입주문 또는 환매주문에 주문에 대하여 정확한 기준가격을 적용하도록 설정되어 있다. 그 결과 투자자는 주문을 하는 시점에서 지분에 해당하는 기준가격을 알지 못하게 된다. 그리고 주문이 접수종료시간까지 순서에 따라 수령하게 되면, 투자자의 주문은 동일하게 다루어진다.⁷⁸⁾ 이와 같이 미래가격방식은 집합투자기구 지분의 매입 및 환매가 비재량적인 방식으로 이루어지게 함으로써 집합투자기구를 매입 및 환매하는데 투자자를 평등하게 취급할 수 있게 한다.⁷⁹⁾

셋째, 집합투자기구의 포트폴리오는 집합투자기구의 지분이 매입 또는 환매되는 날에도 평가되어야 한다(Principle 10). 집합투자기구의 자산이 매입일 또는 환매일에 평가되지 아니하면, 투자자는 지나치게 낮거나 또는 높은 가격으로 지분을 매입 혹은 환매를 하게 된다. 이 경우에는 투자자를 해하게 된다. 따라서 이와 같은 원칙이 제시되었다고 할 수 있다.

넷째, 집합투자기구의 기준가격은 투자자에게 무상으로 제공되어야 한다(Principle 11).

77) Ibid., p.11.

78) 김병기, 「펀드투자는 과학이다」, 다산북스, 2007, 116-117면 참조.

79) Technical Committee of IOSCO, "Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS"(2005. 10), p.8.

IV. 시사점 : 결론에 같음

앞에서 기술한 바와 같이 이 글에서는 국제증권감독위원회가 공표한 집합투자기구에 관한 일련의 규제원칙을 살펴보았다. 종전의 규제원칙은 다소 추상적이고 포괄적인데 비하여 2012년과 2013년에 공표된 규제원칙은 최근의 금융위기 경험과 새로운 투자자산의 등장현상을 반영하여 구체적인 내용을 포함하고 있는 것으로 평가된다. 따라서 이하에서는 2012년 이후의 국제증권감독위원회의 규제원칙 중 우리나라의 자본시장법을 보완하는데 도움이 될 수 있는 내용을 간략히 정리하여 보고자 한다.

1. 2012년 1월 ‘집합투자기구의 환매연기에 관한 규제원칙’과 관련하여

자본시장법상 환매연기에 관한 내용은 동법 제237조 등에서 상세히 명시하고 있다. 그리하여 관련 규정의 내용은 국제증권감독위원회가 권고하고 있는 상당수의 내용을 포함하고 있다. 다만 다음과 같은 내용은 향후 입법적 보완을 검토할 수 있다고 본다. 먼저, 집합투자업자는 환매의무 및 그 밖의 다른 책임을 이행하는데 충분한 수준으로 유동성을 유지하여야 한다. 즉 극단적으로 유동성문제가 매우 발생할 수 있는 상황을 고려하여 유동성을 관리하고 환매청구에 대처하여야 할 필요가 있다.

둘째, 집합투자업자는 투자 전 그리고 투자기간 중 각종 금융투자상품 및 자산의 유동성과 집합투자기구의 전반적인 유동성 개황과의 조화를 고려할 필요가 있다.

셋째, 자본시장법은 집합투자기구의 환매연기 시에 일부환매와 환매재개에 관한 규정만을 두고 있을 뿐(동법 제237조, 시행령 제258조·제259조) 청산계획에



대한 규정은 두지 않고 있다. 따라서 이에 대한 보완의 여지가 있다.

넷째, 자본시장법 제446조는 환매와 관련하여 환매대금지급방식규정(동법 제235조 제4항 및 제5항)에 위반한 자에 대한 벌칙 규정만을 두고 있다. 그러나 환매연기가 예상하지 못하였던 외적인 요인보다 자산운용의 실패에서 기인하는 때에는 벌금이나 그 밖의 제재를 가하는 방안을 강구할 여지가 있다.

다섯째, 자본시장법상 환매연기는 투자자금의 수입연기를 전제로 하는 것이다. 다만 국제증권감독위원회가 권고하는 바와 같이 환매연기기간 중에도 객관적이고 신뢰할 수 있는 방법으로 지분의 가격에 대한 기준가격(Net Asset Value, NAV)을 산정할 수 있는 때에는 예외적으로 투자자금을 수입할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다. 왜냐하면 설명의무가 준수되는 한 투자자의 자기책임원칙을 부정할 필요가 없기 때문이다. 즉 투자자 중에서 환매연기 기간 중의 기준가격을 최저의 가격으로 판단하는 자도 있을 수 있기 때문이다.

2. 2013년 3월 ‘집합투자기구의 유동성관리에 관한 규제원칙’과 관련하여

자본시장법상 집합투자기구의 유동성 등의 관리에 관한 규정은 동법 제28조, 시행령 제31조 및 금융투자업규정 제3-42내지 제3-45조의 2 등을 들 수 있다. 그러나 이러한 규정들도 집합투자기구의 유동성관리에 관하여 정면으로 다루고 있는 것은 아니기 때문에 다음과 같은 몇 가지 사항은 입법적 검토가 필요하다고 본다.

첫째, 자본시장법상 위험관리체에 관한 규정은 일률적이어서 질적 양적인 유동성관리체계를 갖추 것을 요구하지 아니하고 있다. 그러나 국제증권감독위원회의 규제원칙과 마찬가지로 매일 거래를 하는 집합투자기구와 만기이전에 환매를 요청하기 아니할 것으로 기대되는 투자자들로 구성된 집합투자기구는 구분하여 유동성관리 요건을 설정할 필요가 있다.

둘째, 집합투자업자는 집합투자기구의 지분(unit)을 위하여 적합한 거래회수를 사전에 결정할 필요가 있다. 거래를 빈번하게 하게 되면, 집합투자기구의 과세표준이 높아져 세금을 많이 납부하여야 하는 경우가 발생할 수 있고, 보다 광범위하고 국제적인 판매시장을 확보하는 데에도 도움이 되지 않기 때문이다.

셋째, 집합투자업자는 집합투자투자기구 판매업자의 유동성에 대하여도 유의하여야 할 필요가 있다. 현행 자본시장법은 ① 집합투자기구의 수익증권 판매회사가 미매각수익증권을 보유하지 못하도록 하고 있지만, 단기금융집합투자기구(MMF)의 경우에는 여전히 판매회사의 고유재산으로 환매에 응할 수 있도록 하고 있고(동법 235조 제6항 단서·시행령 제254조 제2항), ② 투자자가 집합투자기구의 수익증권을 매입하는 때에 해당 투자자금은 익일에 수탁회사의 계정으로 이체되도록 하고 있기 때문에(동법 제76조 제1항 해석) 매입신청당일에는 판매회사가 보관하게 된다. 따라서 판매회사의 유동성상태가 양호하지 못한 경우에는 투자자와의 이해충돌이 발생할 수 있다.

넷째, 유동성관리는 유동성위험과 시장위험이나 평판위험과 같은 다른 위험요소 등과 상호 연관성을 고려하여야 한다.

3. 2013년 5월 ‘집합투자기구의 평가에 관한 규제원칙’과 관련하여

자본시장법상 집합투자재산의 평가 및 기준가격의 산정에 관하여는 동법 제238조, 시행령 제260조내지 제262조 및 금융투자업규정 제7-35조내지 제7-37조 등에서 상세하게 명시되어 있다. 다만 다음과 같은 사항은 향후 입법적으로 검토할 여지가 있다고 본다.

첫째, 집합투자기구재산의 평가방침 및 절차는 집합투자업자와의 이해충돌을 방지할 수 있어야 한다(Principle 3). 왜냐하면 집합투자업자의 수수료는 운용 중인 집합투자기구의 자산에 기초하여 산출되기 때문에, 집합투자업자는 자신의 수



수요수입을 증가시키기 위하여 집합투자기구의 자산을 과대평가할 수 있는 동인을 갖게 된다. 따라서 가능한 한 집합투자업자로부터 독립적인 제3자에 의한 평가를 하도록 하는 것이 투자자를 보호하는데 도움이 될 수 있다.

둘째, 자본시장법시행령 제261조 제3항 제2호는 집합투자재산 평가위원회가 집합투자재산에 관하여 평가오류를 하는 경우 그 수정에 관한 기준을 마련하도록 하고 있다. 이와 같이 자본시장법은 평가오류에 대하여 사후적 대처방안만을 강구하도록 하고 있을 뿐, 사전적 예방규정에 대하여는 별도의 규정을 주지 않고 있다. 따라서 사전적 대한 방침과 절차를 구비하도록 하는 규정도 필요하다고 본다.

셋째, 집합투자업자는 집합투자재산의 평가방침과 절차가 지속적으로 적절하고 효과적적으로 이행될 수 있도록 정기적인 점검을 할 필요가 있다. 이는 집합투자재산을 평가하는데 필요한 시스템, 지식과 숙련도 등이 항상 충분한지의 여부를 파악하는데 중요하기 때문이다.

♣ 參考文獻

김병기, 「펀드투자는 과학이다」, 다산북스, 2007.

IOSCO, “Objective and Principles of Securities Regulation”(1998. 9).

IOSCO, “Objective and Principles of Securities Regulation”(2010. 6).

IOSCO, “Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes- Consultation Report-”(2012. 4).

IOSCO, “Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes-Final Report-”(2013. 3).

IOSCO, “Report on Investment Management-Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum”(1994. 10).

Technical Committee of IOSCO, “Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS”(2005. 10).

Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes, Report on Investment Management”(1995. 7).

Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes”(1997. 9)

Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes-Consultation Report-”(2012. 2).

Technical Committee of IOSCO, “Principles for The Valuation of Hedge Fund Portfolios”(2007. 11).

Technical Committee of IOSCO, “Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes-Final Report-”(2013. 5).



Technical Committee of IOSCO, “Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes–Consultation Report–”(2011. 3).

Technical Committee of IOSCO, “Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes–Final Report–”(2012. 1).

Technical Committee of IOSCO, “Regulatory Approaches to the Valuation and pricing of Collective Investment Scheme”(1999. 5).

Technical Committee of IOSCO, “Suspending Redemptions: A Case-Study from 11 September 2001 and General Principles”(2002. 10).

〈Abstract〉

New Regulatory Principles and Suggestions for Collective Investment Schemes

- Focusing on the Regulatory Principles of IOSCO -

Sung Keun Oh

The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) published on three regulatory principles of Collective Investment Schemes (CIS) during 2012 and 2013 under the main subjects of “Principles on Suspensions of Redemptions in CIS”, “Principles of Liquidity Risk Management for CIS”, and “Principles for the Valuation of CIS”.

It is notable that these principles were developed based on the extension and renewal of the principles already published by IOSCO in July 1995, September 1997, and September 1998. Among these principles, the regulatory principle of September 1998 has been applicable for about 10 years, and the recently published three regulatory principles provide an addition to the existing principle.

The background of new three regulatory principles published by IOSCO is the expansion of the CIS market in the countries of the members in recent years, the increasing role and function of the operator who is responsible for the management of firms and performance of CIS, and the illiquidity is-



sues related to some financial products that have arisen since July 2007 after the world-wide economic and financial crisis.

Based on the above, this article considers the series of principles of the IOSCO with a priority on explaining the main contents of the regulatory principles of IOSCO for CIS published since 1995. In addition, an analysis is provided of the three new regulatory principles published by IOSCO during 2012 and 2013 along with a brief conclusion on the implications for the Korean legislative system.

♣ 주제어(Key words)

집합투자기구, 국제증권감독위원회, 비금전적 계약, 환매청구, 신흥시장, 환매연기, 유동성위험관리, 집합투자기구의 평가, 시가평가, 투자전략

Collective Investment Scheme(CIS), International Organization of Securities Commissions(IOSCO), Soft Commission Arrangements, redemption requests, emerging market, Suspensions of Redemptions, Liquidity Risk Management, Valuation of CIS, mark -to-market, investment strategy

집합투자기구에 대한 새로운 규제원칙과 그 시사점 (토론문)

고재종(선문대 법학과)

1. 집합투자의 개념

○ 집합투자는 불특정 다수의 투자자들이 제공한 자금을 집합(pooling)하여 관리, 운용하는 것으로 자금제공기능과 투자관리기능으로 구분할 수 있다.

○ 집합투자의 장점으로 ① 투자전문가의 도움을 받을 수 있고, ② 소액투자자라 하더라도 분산투자를 통한 투자위험을 최소화할 수 있다는 장점을 가지고 있지만, 투자전문가의 수수료를 감당할 수 있다.

2. 집합투자의 법적 구조

○ 집합투자는 집합투자의 ‘투자’와 전문적인 ‘투자관리’가 필요한데, 투자관리자는 투자자들이 제공한 자금을 집합하여 관리하게 된다. 이 과정에서 투자자의 집합재산(pooled assets)인 자금과 투자관리자의 재산이 혼합될 가능성이 크다. 따라서 집합재산과 투자관리자의 재산은 분리되고 있다. 그런데 집합투자에서 주도적인 역할을 하는 것은 전문가인 투자관리자이지 투자자가 아니다. 이에 양자



사이의 이해상충의 문제가 발생하며, 이를 최소화할 수 있는 제도적 장치가 필요하다.

○ 투자자의 자금제공단계인 판매단계에 있어서 펀드를 운용하는 투자관리자는 수입증대를 위하여 펀드규모를 확대하고자 한다. 특히, 환매청구권을 갖는 개방형 투신에서는 투자자들의 환매청구에 대한 재원 마련을 위하여 계속 새로이 투자자를 끌어들이기 위한 노력을 하게 된다. 이 과정에서 투자자의 투자 판단을 왜곡하게 하는 사태의 발생가능성이 크다.

○ 다음으로 펀드운용단계에서의 문제로, 투자관리자가 고유계정으로 보유하는 증권 중 신통치 않는 것을 자신이 관리하는 펀드의 계산으로 매입하거나 거꾸로 펀드 보유자산중 우량자산을 자신의 고유계정에 싼 값으로 처분하는 펀드운용의 이해 상충의 문제, 운용방침의 문제, 재무구조의 변경, 수수료의 결정 단계에서의 문제가 발생할 수 있다.

○ 이러한 문제로부터 투자자를 보호하기 위한 투자관리자의 규제를 할 수 있는 제도적 장치가 마련될 필요가 있다. 투자자 보호 장치로는 시장에서의 경쟁과 규제를 들 수 있다. 특히 집합투자회와 관련해서는 크게 투자관리자가 될 수 있는 진입규제, 공시규제, 투자관리자에게 일정한 행동을 요구하거나 금지하는 행위규제, 조직규제 등을 들 수 있다.

3. 집합투자기구에 관한 기존의 규제 원칙과 2012년 및 2013년의 새로운 규칙

○ 1995년 7월 및 1997년 9월의 보고서는 운영자의 적격성 및 감독에 관한 원칙을 두었고, 1998년 및 2010년 집합투자기구 규제 원칙도 공정하고 효율적이며 투명한 시장 확보를 위한 규제의 범주와 원칙을 두고 있으며, 2012년 및 2013년의 최근의 새로운 규제원칙은 집합투자기구의 환매연기에 관한 원칙, 유동성 위험관리에 관한 원칙, 집합투자기구의 평가에 관한 원칙을 규정하고 있다. 그 내용을 보면 매우 세부적이고 구체적으로 규정하고 있으며, 시대적 흐름 속에서 새로이 발생하는 문제에 대한 해결책을 찾고자 한 것으로 보인다.

○ 이에 반하여 우리 자본시장법은 제4장 제1절의 공통의 영업 행위 규칙과 더불어 제4장 제2절 제2관에서 집합투자업자의 영업행위 규칙(제79조부터 95조), 제5편 집합투자기구(제181조부터 제282조)를 규정하고 있고, 또한 그 세부적인 사항은 동법 시행령 및 시행규칙에서 규정하고 있다. 다만, 이 규정 내용들이 논문에서 언급되고 있는 국제 규범의 규제 원칙의 내용을 모두 반영하고 있는가에 대하여 발표자는 자본시장법과 시행령에서 관련된 규정을 두지만, 위의 국제규범상의 규제 내용을 비교 검토하여 본 결과 보완을 할 부분이 있고, 이에 대하여 개정의 필요성을 언급한 것으로 보인다.

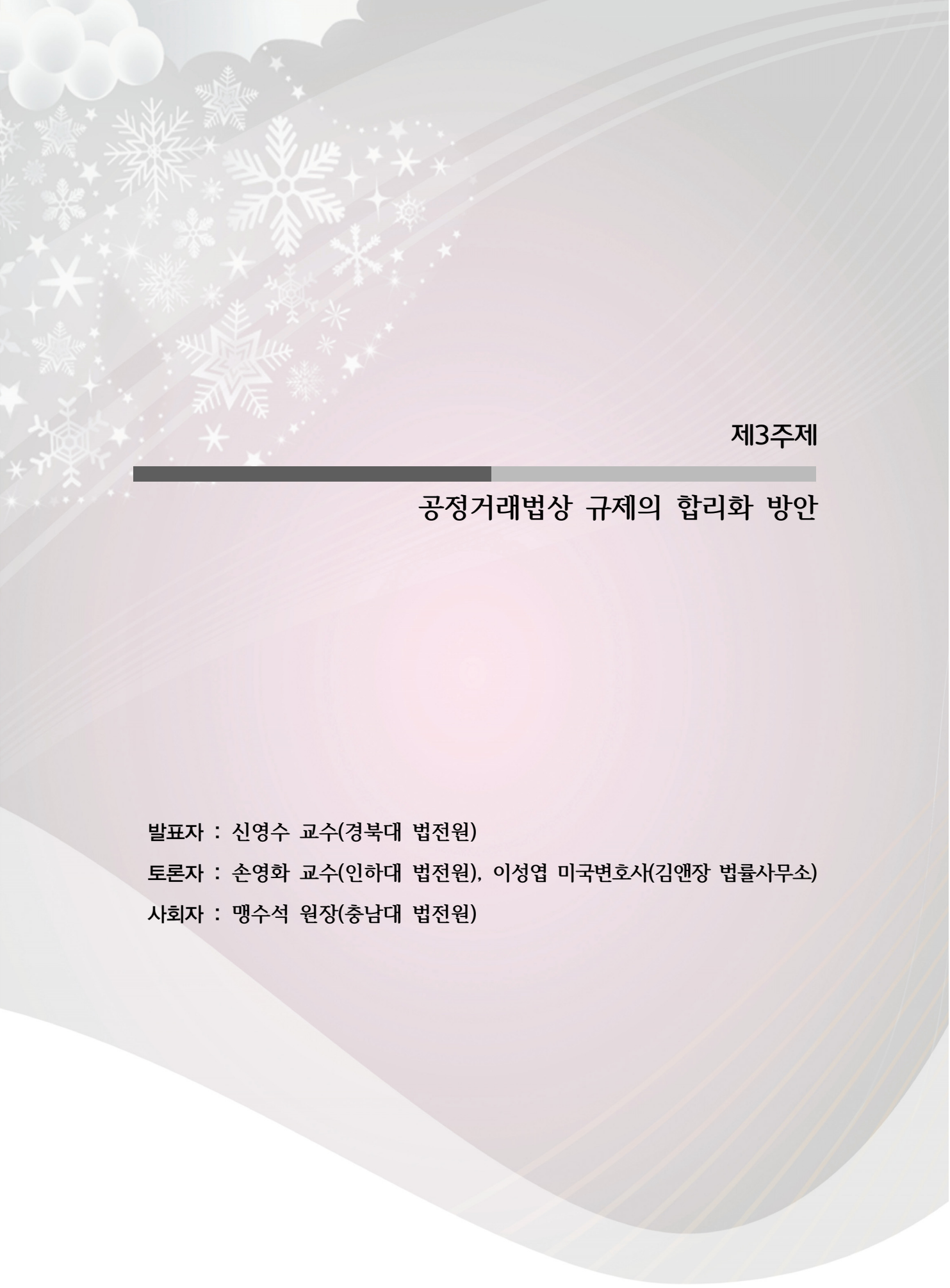
4. 맺으며

○ 환매연기에 대한 규제원칙의 내용을 보면, “사후대응계획에 대해 문서화되어야 하고, 그 내용으로 환매재개계획 및 집합투자기구의 청산계획 등이 기술되어야 한다”고 언급하면서, 결론부분에서 청산계획에 대한 규정을 두지 않아 이에 대한 보완의 여지가 있다고 말씀하시고 있는데, 이 부분과 관련하여 “집합투자기구의 청산계획은 투자회사의 청산에 관한 제203조의 규정을 준용할 수 있을 것



으로 보이는데, 이에 대하여 어떻게 생각하시는지,

○ 또한 환매대금지급방식 규정(제235조 제4항 및 제5항)에 위반한 자에 대해서는 벌칙 규정을 두고 있으나, 환매연기가 예상하지 못하였던 외적인 요인보다 자산운용의 실패에서 기인하는 때에는 벌금이나 그 밖의 제재를 가하는 방안을 강구할 여지가 있다고 하였는데, 이에 대하여 자본시장법 제85조(불건전한 영업행위의 금지)에 “집합투자재산의 운용 행위의 금지” 규정을 두고 그에 대한 벌칙 규정을 두고 있는데, 이 규정의 적용 대상이 되지 않을까 생각하는데, 발표자님의 고견은 어떠하시는지 여쭙는 것으로 마치겠습니다.



제3주제

공정거래법상 규제의 합리화 방안

발표자 : 신영수 교수(경북대 법전원)

토론자 : 손영화 교수(인하대 법전원), 이성엽 미국변호사(김앤장 법률사무소)

사회자 : 맹수석 원장(충남대 법전원)

공정거래법상의 규제 합리화 방안

신 영 수*

《 目 次 》

- | | |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| I. 들어가며: 최근의 ‘규제개혁’ 담론
에 부쳐 | III. 규제 관점에서 재편한 공정거래
법의 내용 분석 |
| II. 경제규제와 공정거래법; 양자의
간극과 접점에 관하여 | IV. 규제 합리화를 위한 구체적 대안
V. 맺으며 |

I. 들어가며; 최근의 ‘규제개혁’ 담론에 부쳐

현 정부 들어 규제개혁의 요구가 강하게 제기되고 있다. 그 과정에서 공정거래법 집행에 대한 재검토 필요성도 같이 논의되는 상황이다. 규제개편 내지 규제개혁 차원에서 공정거래법의 합리화를 논해 온 것이 어제 오늘 만의 일은 아니다. 그럼에도 최근 정부에서 제기된 규제개혁론은 소위 ‘규제’의 본질과 ‘공정거래법’의 기능을 되돌아보게 할 뿐만 아니라 사실상의 유권해석에 가까운 규명을 토대로 전개되고 있다는 점에서 적지 않은 의미를 가진다고 본다. 규제개혁의 대상에

* 경북대학교 법학전문대학원 부교수



공정거래법이 포함되는지에 대한 논의로부터 출발하고 있다는 점에서 그러하다. 이에 관하여 공정거래위원회를 위시한 정부의 입장은 소위 ‘규범’과 ‘규제’는 구분되어야 하며 공정거래위원회의 고유 기능은 존치시켜야 한다는 것으로 요약할 수 있다.

이런 원칙에는 이론의 여지가 없다. 다만 현행 공정거래법 규정 모두 소위 규범으로서의 정당성을 확보한 것은 아니며, 순수한 의미에서 규제적 성격의 제도가 다수 존재한다는 점 또한 부인할 수 없는 부분이다.

공정거래법이 규제개혁의 대상이 되는지의 쟁론과는 별개로 적어도 공정거래법상 규제적 성격을 제도들이 현재 적절한 역할을 수행하고 있는지를 검토할 계기가 마련된 만큼, 제도개선의 적절한 기회로 활용할 필요가 있다. 본고는 규제의 합리화 측면에서 공정거래법상 개선이 필요한 부분에 대한 재검토를 시도해 보고자 한다.

이제까지 공정거래법상 규제적 성격을 가진 가장 대표적 규정으로 대규모기업집단에 관련 규정(법 제3장 제8조~제11조의4)들이 주로 꼽혀 왔다. 그런 마당에 본고의 논의대상을 다시 이른바 재벌규제의 개선으로 국한시키는 것은 논의의 실익과 시의성 면에서 적절치 않을 수 있다고 본다.

본고에서는 법제 및 정책운영의 효율화 내지 합리화 측면에서 문제로 지적될 수 있는 공정거래법 규정들을 추출하여 현행 규정이 가진 문제의 소재와 현실적 발현양상, 그리고 법적 개선의 방향에 대해 분석해 보기로 한다. 논리전개의 방향 역시 이른바 ‘규제’의 개혁 보다는 ‘규제’의 개선 내지 합리화에 맞추기로 한다. 그 결과 보기에 따라서는 오히려 규제강화의 필요성을 주장하는 논지가 될 수도 있다. 또 한가지, 규제는 법제 자체뿐만 아니라 그 집행방식 까지 포함할 수 있는 외연을 가지는 만큼 입법론적 합리화 방안에 국한하지 않으며, 가능하면 해석론 및 제도운영적 측면의 합리화 방안을 아울러서 고찰 대상으로 삼는다.

먼저 아래에서는 경제규제적 관점에서 본 현행 공정거래법의 특징과 이 법에

대한 접근방식의 문제부터 풀어보기로 한다.

II. 경제규제와 공정거래법; 양자의 간극과 점점에 관하여

1. 경제규제의 외연과 경쟁규범의 본질

주지하다시피 경제규제(economic regulations)는 민간의 경제활동에 영향을 미칠 것을 목적으로 시장에 개입하여 본원적 경제활동 등을 제약하는 국가나 지방자치단체의 작용을 의미하는 용어이다.¹⁾ 그 점에서 정부가 시장의 형성자나 조정자, 참여자로 활동할 수 있게 하는 일련의 법적 근거들을 규제법으로 포함시키는 분류법에는 이의가 있을 수 없다. 반면에, 정부가 시장의 감시자로서 기능토록 하는 경쟁규범을 규제법의 범주 내에 위치시키는 것은 경쟁질서를 본령으로 하는 시장경제의 본질에 비추어 적절치 않다고 지적된다.²⁾ 정부가 시장에 대해 수행하는 역할로서 감시활동과 시장의 형성, 조정, 참여활동은 명확히 구분되어야 하기 때문이다. 그런 맥락에서 경쟁법의 규율내용 혹은 경쟁당국이 수행하는 고권적 경제개입행위 역시 ‘규제완화(deregulation)’ 내지 ‘규제개혁(regulation reform)’의 대상으로 포섭하는 것 역시 부적절하다.

경쟁의 대척점에 위치한 개념은 독점(monopoly)이기도 하지만, 규제 내지 경제규제(economic regulation)로도 볼 수 있다. 그리 보면 규제개혁 내지 규제완화는 곧 정부와 규제의 역할을 대신하여 시장기능 및 경쟁질서에 맡긴다는 의미로

1) 행정규제기본법에서는 “국가나 지방자치단체가 특정한 행정 목적을 실현하기 위하여 국민(국내법을 적용받는 외국인을 포함한다)의 권리를 제한하거나 의무를 부과하는 것으로서 법령등이나 조례·규칙에 규정되는 사항”을 규제(행정규제)의 의미로 정의하고 있다.

2) 양명조, “규제개혁과 공정거래위원회”, 「경쟁과 법」(제2호), 서울대학교 경쟁법센터, (2014.4), 8면.



서, 경쟁의 유지, 보호를 위한 경쟁법 및 경쟁당국의 역할을 확대 강화하는 결과를 수반하게 된다. 규제개혁(혹은, 규제완화)과 경쟁법/정책 집행의 관계는 불가분 내지 상호보완적이다.

2. 규제개혁의 대상으로서 공정거래법의 특수성

경쟁법(competition law, antitrust law, wettbewerbsrecht)의 한국적 실체규범으로서 공정거래법이 규제에 대한 점하고 있는 위치도 다르지 않다. 주지하다시피 공정거래법은 경쟁당국(공정거래위원회)의 시장감시 기능의 법적 근거를 제공하기 위한 한국적 실체규범이므로, 이 법을 통한 정부의 기업활동 제한조치를 ‘싸잡아서’ 규제의 틀 속에 묶어 둘 수는 없다는 점은 앞서 언급한 논리와 같은 맥락위에 있다. 최근 규제개혁 담론에서 공정거래법을 제외한다는 데에 정부 안팎에서 일종의 컨센서스가 형성되고 있는 점은 그런 이유에서 다행으로 느껴진다.

하지만 이 같은 차별성에도 불구하고 재계나 경제현실에서 공정거래법을 규제완화 내기 개혁의 대상으로 줄곧 꼽혀 왔던 것이 현실이기도 했다.³⁾ 오히려 가장 강력하고도 광범위한 규제로 인식되어 온 듯하다. 정부 내의 시각도 별반 다르지 않아서 규제개혁위원회에 등록된 공정거래위원회 규제건서는 41개 부처 중 상위를 차지하고 있는 것으로 알려진다.

그 원인을 꼽자면 일견 법의 표제에서 부터 이미 ‘규제’라는 표현을 사용하고 있는 마당에, “나는 규제법이 아니다”라고 말하기 어려운 외관을 이 법이 가지고 있는 점도 일조한 것으로 보인다. 하지만 근본적으로는 우리 공정거래법에 다른 나라 경쟁법에서 찾아 볼 수 없는 독특한 규정과 제도들이 담겨 있고, 그 규정들

3) 한광석, 공정거래위원회 규제개혁평가, 한국경제연구원, (1999); 전국경제인연합회, 2011 공정거래분야 입법과제(기업정책이슈 4), 전국경제인연합회, (2011) 등.

이 경쟁법적 규제가 아닌 소위 경제정책적 규제라고 말해도 어색하지 않는 실질을 가지고 있다는 점이 더 영향을 준 것이 아닌가 한다. 그 점에서 규제개혁의 대상으로 우리 공정거래법을 포함시켜 다루려는 논의 자체를 법리적 혹은 논리적 오류라고 말하기도 어려운 일이다.⁴⁾

흔히 경쟁법으로서 현행 공정거래법이 가진 가장 독특한 면모로 일컬어지는 것이 곧 이 법에 경쟁규범(competition norm)이 아닌 사회·경제적 규제에 가까운 다수의 규정들이 자리잡고 있다는 점이다.⁵⁾ 이를테면 중소기업 보호 규정, 소비자보호 규정, 대규모 기업집단 규제, 경제민주화 관련 규제 등 매우 다양한 형태의 규제수단들이 공정거래법 내에 존재하는데, 한국적 시장환경 및 기업지배구조에 따라 비본질적 규정들을 대거 도입시킨 결과로 이해할 수 있다. 공정거래법에 나타나는 규제적 성격의 제도들은 다른 나라 경쟁법에서 찾아보기 어려운 제도들이 대부분이며, 대개는 이론적 근거가 불분명하여 정책환경의 영향을 많이 받게 되며 법 개정이 상대적으로 빈번한 특징을 보여 왔다. “무엇을 하지말라”는 네거티브 규제 보다는 “무엇을 행하라”는 포지티브 규제가 주를 이룬. 경제의 발전양상에 따라 규모 등 기준이 변화되기도 했다.⁶⁾ 대규모기업집단 규제를 대표적인 예로 꼽을 수 있다.

한편 일반적인 경제규제가 사전규제의 모습을 띄고 있는 경우가 많은데, 우리 공정거래법에는 기업결합제한 제도 이외에도 사전규제적 규정을 상당수 보유하고

4) 공정거래위원회도 최근(2014년 4월) ‘규제개혁추진 테스크포스’를 발족한 바가 있다.

5) 공정거래위원회 소관 법령상 규제의 총수는 대략 482건이고, 이 가운데 규범에 해당하는 규제는 약 60%이며 나머지 40%는 시장 상황에 따라 변동이 가능한 일반 규제에 해당하는 것으로 집계된다. 연합뉴스 2014년 3월 21일 기사 참조.

6) 사실상 대규모기업집단 규제대상의 선별기준으로 활용되어 온 상호출자제한 기업집단의 규모 기준이 자산총액 2조원에서 현재는 5조원 이상으로 증대된 것을 예로 들 수 있다. 채무보증제한제도(제10조의2)의 경우 처음 도입된 1992년 3차 법개정에서는 채무보증에 자기자본의 200%까지의 한도를 두었다가, 1996년 5차 개정시에 채무보증한도를 자기자본의 100%로 축소되었으며, 1998년 6차 개정시에 아예 국내계열회사에 대한 채무보증을 금지시켜 현재에 이르고 있다.



있으며, 각종 규제의 집행을 원활히 하기 위한 절차나 요건, 인가나 신고관련 규정들이 다수 발견된다는 점에서도 규제법에 흡사한 외관을 갖고 있다고 할 수 있다.

3. 공정거래법상 규제 개념의 분기

현행 공정거래법 내에는 이질적 성격의 규제들이 혼재되어 있으므로 그 내용을 경쟁법 고유의 규정과 경쟁법의 본령과 관계없는 이질적 혹은 규제적 규정들로 분리하여 접근할 필요가 있다. 규제개혁 내지 규제완화의 대상을 선별함에 있어서도 양 영역에 대한 차별화된 기준을 적용하는 것이 타당하다. 이 점에서 먼저 용어부터 분기(分岐)시킬 필요가 있다. 먼저 경쟁질서에 반하는 기업활동을 제한하는 정부작용을 의미하는 용어로서 ‘규제’를 대체할 만한 표현이 딱히 찾아지지 않는다는 점에서 궁색하나마 경쟁정책의 목적달성을 위해 기업관행을 제한하는 정부의 활동을 일응 ‘경쟁정책적 규제’(antitrust regulations) 내지 경쟁규범(competition norm)로 분류해 보기로 한다. 반면에 경쟁정책과의 직접적 관련성을 결여한 채 경제규제에 가까운 정부개입을 일응 ‘비경쟁정책적 규제(non-competitive regulations 혹은 economic regulations)’로 칭하기로 한다. 한편 공정거래법에는 위의 두 유형의 규제를 집행하기 위한 각종의 절차 및 신고규정들을 두고 있는데 이를 절차적 규제(procedural regulations)로 분류한다.

[표] 공정거래법상 규제의 유형 분류

공정거래법상 규제유형	세부 내용
경쟁정책적 규제(경쟁규범)	- 실체법적 규제(시장지배적 지위남용, 카르텔, 기업결합, 불공정거래행위 등) - 지분율 또는 점유율 규제
비경쟁정책적 규제	- 경제정책(산업정책, 중소기업정책 등)적 규제 - 대규모 기업집단(재벌) 규제 - 경제민주화 관련 규제
절차적 규제	- 신고 및 공시관련 규제 - 인허가 관련 규제 - 사업자의 규모 관련 규제

공정거래법상 규제를 위와 같이 재편한다면, 규제개혁의 대상에서 경쟁정책적 규제는 배제시키되, 비경쟁정책적 규제는 거기에 포함시켜 논의를 전개해야 하는 것이 바람직하다. 요컨대 규제개혁의 대상에서 공정거래법 전부를 포함시켜서도, 공정거래법을 전혀 배제시켜서도 안 될 것이다. 오히려 최근 규제개혁론을 현행 공정거래법상 비효율적 경제규제로 일컬 만한 규정들에 대한 재고의 계기로 삼을 필요가 있다.⁷⁾

이하에서는 위의 분류법을 토대로 현행 공정거래법상 규제유형을 분석하는 한편 세부유형별로 규제합리화의 대상을 선별해 보기로 한다.

7) 공정거래위원회는 시장질서 유지를 위한 공정거래법상 ‘규범(rules)’과 이에 대비한 일반적인 ‘규제’(regulations)라는 용어를 사용하는 한편, 규범은 시장질서를 유지하는 본원적 기능을 수행하는 규정으로서 경제상황 등 여건변화에 영향을 받지 않는 반면 일반 법원칙 양자를 구분하여 접근해야 한다는 원칙을 제시한 바가 있다.



III. 규제 관점에서 재편한 공정거래법의 내용 분석

1. 경쟁정책적 규제(혹은, 경쟁규범)의 내용과 규제합리화의 방향

경쟁정책적 규제 내지 경쟁규범은 경쟁법으로서 현행 공정거래법의 대부분을 점하고 있다. 그 가운데 실체규범은 크게 사전규제와 사후규제로 나누어 볼 수 있는데, 시장지배적 지위남용 규제(제3조의2)나, 부당한 공동행위 규제(제19조), 불공정거래행위 규제(제23조), 사업자단체 금지행위(제26조), 재판매가격유지행위 규제(제29조), 국제계약체결 제한(제32조) 등은 사후규제적 성격을 가진다. 반면에 기업결합 규제(제7조)는 경쟁법의 본령에 해당하는 제도이면서도 사전규제적 성격을 갖으며 특히 기업결합 신고제도는 규제적 성격에 가장 가까운 것으로 느껴진다. 이 점에서 후술하는 절차적 규제에 포함시킬 수 있다.

한편 실체규범의 집행을 용이하게 하거나 경쟁당국의 입증책임을 경감시키기 위한 필요에서 공정거래법에서는 추정제도 등을 운용하고 있다. 여기서 추정의 대상이 되는 사업자의 기준으로 시장점유율기준이 채용되거나, 기업내부의 지분율 기준이 채용되는데 이 같은 점유율 또는 지분율 기준도 경쟁규범의 집행에 관련한 규제로 기능한다고도 볼 수 있다. 기준 설정여하에 따라 추정대상여부가 결정되며, 따라서 사업자의 입증 내지 반증의 책임이 달라질 수 있기 때문이다. 시장지배적 사업자 추정기준(법 제4조)과 수평형 기업결합의 경쟁제한성 추정기준(법 제7조 제4항), 기업결합에 있어서 지배관계 형성여부의 판단기준(기업결합심사기준: V. 지배관계 형성여부 판단기준)을 예로 들 수 있다.

경쟁정책적 규제는 전술한 바와 같이 경쟁법의 본령에 해당하는 것으로서 전형적인 규제와는 거리가 있으며, 일차적으로는 규제개혁 내지 완화의 대상에서 제외시키는 것이 바람직하다. 이 점에서 경쟁정책적 규제 분야를 이른바 ‘개혁의 대상’으

로 삼기에는 적절치 않은 측면이 있다.

반면 독점추정 기준으로서 1 사업자 50% 이상, 과점추정 기준으로서 3 이하 사업자 75% 이상을 요체로 하고 있는 ‘시장지배적 사업자 추정기준’이나, 동 기준을 준용하고 있는 ‘기업결합 경쟁제한 추정기준’은 유사제도를 운용하고 있는 주요국의 경쟁법상 기준에 비해 엄격한 것은 아니나⁸⁾ 실질적으로는 ‘법률상 추정’의 효력을 인정받지 못하고 있어서 실무에서는 추정제도의 실효성이 크지 않다는 지적이 뒤따르고 있어서 제도 전반에 관한 재검토를 해 볼 필요가 있다.

또한 규제의 합리화를 목적으로 한다면 현행 규정 가운데 제도활용이 빈번하지 않아서 사실상 사문화되어 있거나 규제실익이 없는 제도들에 대해 제기되는 폐지 내지 개편요구도 검토해 보아야 할 것이다.⁹⁾ 예를 들어 현행 법 제32조에서 규정하는 국제계약의 체결제한 제도나, 규제실익이 적은 것으로 알려진 임원겸임 방식의 기업결합이 그러하다.

- 8) 예를 들어 독일은 1개 사업자의 시장점유율이 1/3 이상, 3개 사업자의 시장점유율 합계가 1/2 이상, 5개 사업자의 시장점유율이 2/3 이상이면 시장지배적 사업자로 추정(경쟁제한금지법 제19조 3항)) 등에 비해서는 낮은 것으로 평가되어 왔으며, 일본의 경우 1사 점유율이 50% 이상이거나 2사 점유율 합계가 75% 이상이면 독점적 상태로 추정한다(사적독점금지법 제2조 제7항) EU의 경우 명시적 조항은 없으나 유럽법원은 1개 사업자의 시장점유율(3~5년 기간 중)이 50% 이상이면 시장지배적 사업자로 추정, 40% 이상은 고려대상, 25% 이하의 가능성이 없다고 보고 있다.

구분	시장지배적 사업자 추정	기업결합의 경쟁제한성 추정
미국	·점유율 70% 이상 (판례)	·HHI>1,800, △HHI>100(수평결합가이드라인)
EU	·점유율 50% 이상 (판례)	·점유율 50% 이상(수평결합가이드라인)(HHI기준은 안전지대로만 규정)
일본	·1사 50% 또는 2사 75% (법)	·없음
독일	·1사 33%, 3사 50%, 5사 67% (법)	·좌 동 (법상 규정은 없음)

- 9) 공정거래위원회 역시 국제계약 체결제한 규정에 대해서는 줄곧 폐지여부를 검토해 와서 지난 2007년의 공정거래법령 선진화 작업대상에 포함시킨 바가 있고 최근 다시 폐지를 고려중인 것으로 알려지고 있다.



2. 비경쟁정책적 규제의 내용과 개선론의 대상

공정거래법상 비경쟁정책적 규제들은 이 법의 특징으로 볼릴 만큼 다양하고도 방대한 양상으로 자리잡고 있다. 그 유형을 세분화하면 전술한 바와 같이 i> 산업진흥이나 중소기업 보호 등을 목적으로 하는 경제정책적 규제와 ii> 대규모 기업집단 규제(regulations on business conglomerates), iii> 그리고 각종의 절차적 규제 등으로 나누어 볼 수 있다.

2.1. 경제정책적 규제

그 중 경제정책적(산업정책, 중소기업정책 등) 규제를 추출해 보자면, 먼저 비수평 결합에 대한 경쟁제한성 추정(제7조 제4항 제2호) 규정을 들 수 있다. 이를테면 대규모회사(자산이나 매출액 규모가 2조 이상)가 직접 또는 특수관계인을 통하여 행한 기업결합이 1> 중소기업기본법에 의한 중소기업의 시장점유율이 3분의 2이상인 거래분야에서의 기업결합이고, 2> 당해 기업결합으로 100분의 5이상의 시장점유율을 가지게 되는 경우에는 결합의 경쟁제한성을 추정할 수 있도록 하고 있는데, 결과적으로는 중소기업의 사업영역에 대기업이 기업결합 방식으로 진입하는 것을 차단하는 효과를 가지고 있어서 다분히 중소기업 보호적 성격의 규정으로 분석되어 왔다.

산업정책적 성격의 규정으로는 부당한 공동행위 사전인가 제도(제19조 제2항)가 대표적이다.(동 규정은 인가에 관한 ‘절차적 규제’로 분류할 수도 있음) 동 조항에서는 부당한 공동행위가 산업합리화나 연구·기술개발, 불황의 극복, 산업구조의 조정, 거래조건의 합리화, 중소기업의 경쟁력향상 등의 목적을 위하여 행하여지는 경우로서 일정한 요건을 갖추어 공정거래위원회의 인가를 받은 경우에는 허용될 수 있는 여지를 열어 두고 있는데, 그 열거된 사유들은 대개가 산업정책적 고려요소로 분류될 수 있는 것들이다.

단, 이들 규정은 산업정책 내지 중소기업보호의 목적에 부합하기 보다는, 오히려 이미 시장에 진입한 대기업의 기득권을 유지하는 수단으로 악용될 우려가 있거나 활용도가 극히 미미한 상태에서 현실적으로는 제도가 변질되어 운용되는 양상을 보이기도 한다. 이 점에서 규제개혁의 대상으로 검토할 필요가 있다.

그 밖에 사업자단체의 구성사업자에 대한 사업활동방해 금지(제26조 제1항 제3호) 규정도 다양한 정책목적에 활용될 가능성이 있으며, 실제로 병원 또는 약국 파업에 적용되는 등 비 경쟁정책적 수단으로 기능해 온 측면이 있다.

2.2. 대규모기업집단 규제

흔히 재벌규제로 알려진 대규모기업집단 규제(법 제8조 내지 제11조의4)는 공정거래법상 규제에 가장 가까운 대표적 제도로 분류할 수 있다. 주지하다시피 현행 규정은 지난 1986년 제1차 법개정시에 도입된 것으로서 특히 1990년대 말 경제위기 직후 빈번한 개정과정을 거치면서 기업구조조정 등의 수단으로 활용되는 등 정책적 비중이 확대되었다. 지난 이명박 정부 이후로 출자총액제한제도(구 법 제10조)가 삭제되는 등 다소의 위축되는 양상을 보이기도 하였으나 현 정부에서는 ‘경제민주화’의 정책 아젠다 속에 규제강화의 기초를 견지하고 있다. 특히 순환출자 금지규정(제9조의2)¹⁰⁾과 총수일가의 사익편취행위에 대한 금지규정(제23조의2)이 신설되면서 재계 안팎의 집중적인 관심을 모으고 있다.

현행 대규모기업집단에 대한 현행법상 실체 규제는 크게 지주회사 행위제한, 상호출자금지, 채무보증금지, 대규모회사 의결권 제한 등으로 구성된다. 이 가운데 지주회사 행위 규제는(제8조의2, 제2조, 시행령 제2조 제1항), 자본총액의 2배를 초과하는 부채 보유, 자회사 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 40 미만으로 소유하는 행위, 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 발행주식총수의

10) 동 규정은 2014년 7월 25일 시행예정이다.



100분의 5 초과하여 소유하는 행위, 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사(금융지주회사)가 다른 업종의 국내 회사의 주식을 소유하는 행위, 금융지주회사외의 지주회사(일반지주회사)가 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식을 소유하는 행위, 일반지주회사의 손자회사(증손회사)의 국내계열회사 주식 소유제한 행위를 규제 대상으로 삼고 있다. 채무보증제한기업집단의 지주회사 설립제한(제8조의3, 시행령 제21조 제6항, 시행령 제17조 제5항) 규정에 따라 채무보증제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인 등이 지주회사를 설립 또는 지주회사로 전환하고자 하는 경우, 채무보증을 해소하여야 하는 규제도 적용된다.

다음으로 상호출자 규제는 자산총액 5조원 이상인 기업집단 소속회사가 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유할 수 없도록 하는 것을 내용으로 하며(제9조 제1항, 시행령 제17조 제1항), 상호출자제한기업집단 소속 중소기업창업투자회사의 국내 계열회사 주식의 취득 또는 소유도 금지된다.(제9조 제3항) 상호출자제한기업집단과 동일한 기준이 적용되는 채무보증제한기업집단은 국내계열회사에 대하여 채무보증을 할 수 없도록 하고 있는데(제10조의2), 동 규제는 1992년 제5차 법개정시 도입된 이래 줄곧 규제강화 일변도로 개편되어 현재에 이르고 있다.

한편 금융보험회사 의결권 제한(제11조) 규정도 재벌규제의 핵심으로 기능해 왔다.¹¹⁾ 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 하는 것이 골자이며, 다만, 당해 상장 국내 계열회사의 주주총회에서 정관 변경 등의 경우에는 의결권을 행사할 수 있으나, 특수관계인을 제외한 자가 행사할 수 있는 주식수를 합하여 그 계열회사 발생주식총수의 100분의 15를 초

11) 이 제도에 대해서는 위헌논란이 제기되기도 했다. 이원우, 「경제규제법론」, 홍문사, (2010.3.) 참조.

과해 행사할 수는 없도록 하고 있다.

한편 조문의 형식과는 달리 실제로는 재벌에 대한 사후규제로 기능하고 있는 부당지원행위(제23조 제1항 7호)와 최근 신설된 부당한 이익제공 금지(제23조의 2) 행위 역시 대규모기업집단 규제로서의 의미와 비중이 날로 증가하고 있는 상황이다.

대규모기업집단 규제는 정치환경 및 정책기조의 영향을 줄곧 받아 온 만큼 공정거래법에서 가장 빈번한 개정과정을 거친 이력을 갖고 있다. 현재도 이 유형의 규제를 둘러싼 찬반론은 첨예하게 대립되어 있으며, 규제개혁 내지 합리화의 대상선별에 있어서도 여전히 핵심적 사안임에는 분명하다. 다만, 그 기준을 일률적으로 완화하거나 폐지해야 한다는 차원의 논의로는 그 실현성은 별론으로 하고 규범론적 분석에 적합하지 않은 측면이 있다. 이 점에서 본고에서는 법적 차원에서 문제가 있는 대규모기업집단 규제를 중심으로 합리화 방안을 도출해 보기로 한다. 지주회사제도 및 현재 각 제도마다 열거되어 있는 2년간의 유예규정의 적절성이 검토 대상이며, 재벌규제의 효율성을 제고하기 위한 수단으로 도입된 각종의 공시제도 등은 아래의 절차적 규제에서 다루기로 한다.

3. 절차적 규제의 내용과 개선론의 대상

공정거래법상 경쟁규범과 경제적 규제의 실효성과 효율성을 도모하기 위한 절차적 규제 역시 다양한 형태로 다수 존재하고 있다. 이들 규정은 주로 신고나 공시, 인허가 등 외형만으로는 행정규제의 전형에 가까운데다 실제로도 절차적 규제의 대상이 되는지에 따라 사업자들에게 추가적인 의무가 발생하게 되므로 규제적 성격이 강하다. 절차적 규제는 크게 신고 및 공시관련 규제와 인가 또는 지정관련 규제, 규모관련 규제로 나누어 살펴 보기로 한다.



3.1. 신고 및 공시 관련 규제

먼저 신고 및 공시관련 규제들은 공정거래법의 집행의 효율성을 위한 규제로 볼 수 있다. 지주회사 설립·전환 시 공정거래위원회에 신고토록 하는 법 제8조, 시행령 제2조, 대규모내부거래의 이사회 의결 및 공시제도(법 제11조의2, 시행령 제17조의8), 비상장회사 등의 중요사항 공시제도(법 제11조의3, 시행령 제17조의10), 대규모 기업집단 등에 관한 공시제도(법 제11조의4, 시행령 제17조의11), 그리고 가장 대표적인 신고제도의 하나로서 기업결합 신고제도(제12조, 시행령 제18조)와 주식소유현황 등의 신고(제13조 제1항), 채무보증현황의 신고(제13조 제2항), 상호출자제한기업 집단의 현황 등에 관한 정보공개(제14조의5, 시행령 제21조의3) 등이 이에 해당한다. 이들 제도는 공정거래법상 경쟁규범이나 비경쟁 정책적 규제를 뒷받침하기 위한 수단이므로 공정거래위원회의 업무효율성에는 도움이 될 수 있으나 사업자의 부담과 의무를 수반하는 규제이므로 가급적 최소화 내지 적정화를 추구할 수 있도록 주기적인 점검이 필요한 분야이다.

3.2. 인가 또는 지정 관련 규제

한편 공정거래에서는 경쟁규범의 집행과 관련하여 예외를 인정할 수 있도록 하는 제도를 두고 있다. 법집행의 예외인정에 관한 소극적 규제라 할 수 있는데, 부당한 공동행위에 대한 사전인가제도(제19조 제2항)와 재판매가격유지행위의 허용을 위한 사전지정제도(제29조 제2항)가 그것이다. 이 두 제도는 공정거래 실체규범에 위배되는 행위일지라도 공정거래위원회의 사전인가나 지정을 받을 경우 예외적으로 허용될 수 있도록 한 점에 특징이 있는데, 경쟁당국로 하여금 경쟁법 집행의 예외를 인정토록 한다는 점에서 제도운영상 소극성이 나타나는 분야라 할 수 있다. 실제로 최근 들어서는 운용실적이 거의 발견되지 않는다. 제도를 개선하

여 운용이 활성화되도록 하거나, 활성화할 계획이 없는 것이라면 수범자들이 불필요한 기대감을 갖지 않도록 제도를 폐지하는 방향으로의 개선이 필요한 부분이라고 생각된다.

3.3. 사업자의 규모관련 규제

공정거래법 내에는 법적용 대상을 준별하는 각종의 규모 기준들을 두고 있으며, 이 기준들이 각종의 규제여부를 가름하는 중요한 관건으로 작용해 오고 있어서 규제완화 차원에서 줄곧 쟁점이 되어 왔다. 자산총액 또는 매출액 2조원을 기준으로 하는 대규모회사 기준, 일정한 거래분야에서 연간 매출액 또는 구매액이 40억 원 이상인 사업자를 추정대상으로 하는 시장지배적 사업자 추정 예외기준(제4조), 취득회사 2,000억 원/비취득회사 200억 원일 것을 요건으로 사는 기업결합 신고 대상기준과 자산총액 또는 매출액의 규모가 2조원 이상인 회사(대규모회사)외의 자는 임원 또는 종업원에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임을 허용하는 특례 규정(제12조), 자산총액 또는 매출액 1,000억 원으로 하는 지주회사 기준, 자산총액 5조원 이상으로 하는 상호출자제한 기업집단 기준, 그리고 앞서 언급한 바와 같이 임원겸임을 통한 기업결합의 경우 자산총액 또는 매출액 2조원 이상에 대해서만 적용하는 기업결합의 예외적 규모 기준 등이 현행 공정거래법상 발견되는 규모기준들이다. 이들 기준은 규제개혁론이 제기되지 않더라도 성격상 경제발전의 단계에 따라 주기적으로 적정성을 점검받아 온 분야라 할 수 있는데 통상의 경우는 경제발전에 따라 기업규모가 확대되는 경향에 맞추어 그 기준이 상향조정되는 방식으로 개편되어 오고 있다. 이 점에서 규제합리화의 주요 대상이라는 점에는 의문이 없으나 비단 최근의 규제개혁론이 계기가 되지 않더라도 상시 개혁의 대상으로 삼아왔다는 점에서 본고에서의 별도 고찰 필요성은 상대적으로 적은 부분이라고 할 수 있다.



4. 소결 : 규제의 합리화 vs. 규제개혁의 합리화

최근 공정위 안팎에서 제기되는 규제개혁 내지 규제합리화의 대상 선별 기준은 대략 ‘착한 규제 vs. 나쁜 규제’, ‘필요한 규제 vs. 불필요한 규제’의 구도 속에 진행되는 것으로 보인다. 요컨대, 착한 규제와 필요한 규제는 현행을 유지하되, 사업자의 부담만 초래하는 나쁜 규제나 불필요한 규제를 없애거나 완화한다는 것이 규제개혁론의 골자이자 방향이다. 착한 규제란 주지하다시피 경제적 약자 내지 소수자를 보호하기 위한 사회규제를 의미하는 것으로서 재래시장이나 골목상권 보호를 위해 대형마트 영업시간을 제한하는 등 경쟁제한적 성격을 수반하는 경우가 대부분이다.

이와 관련하여 공정위는 최근 ‘사회적 기업·협동조합에 대한 지원이나 장애인·소상공인에 대한 지원 등 경제·사회적 약자를 보호하는 내용을 담은 조례·규칙은 개선대상에서 제외할 방침을 천명한 바 있다. ‘착한 규제’적 성격의 조항은 공정거래법 내에도 존재한다. 전술한 바와 같이 중소기업 고유영역의 보호를 위해 기업결합을 통한 대기업의 시장진입에 대해 경쟁제한성을 추정하고 있는 규정이 대표적인 예이다.

문제는 착한 규제가 반드시 불가피한 규제는 아니라는 점이며, 따라서 착한 규제를 개혁 내지 완화의 대상으로 삼을 것인지를 별론으로 하더라도 이런 유형의 규제에 대한 법적 근거를 어디에 둘 것인지 즉, 근거규정의 적정성은 재고될 필요가 있다는 점이다. 이른바 착한 규제가 불가피하더라도 이를 공정거래법을 통해 실현하는 것은 경쟁법으로서 공정거래법의 성격이나 기능에 비추어 어울리지 않으므로 공정거래법 적용을 배제하는 방식으로 타법에서 규율하는 접근이 타당할 것이다.

IV. 규제 합리화를 위한 구체적 대안

공정거래법상 규제의 대부분을 점하는 것이 경쟁규범인 반면, 규제개혁 내지 합리화의 대상이 되는 대부분은 비경쟁정책적 규제에 집중되어 있다. 이들을 효율적으로 집행하기 위한 절차적 규제 또한 그에 부수하여 개혁과 합리화가 필요한 부분이다. 따라서 이하의 논의는 비경쟁정책적 규제합리화 및 절차적 규제합리화를 위한 방안을 중점으로 살펴보되, 현행 경쟁규범 가운데 합리화의 측면에서 재검토가 필요한 일부 제도에 관한 개선방안을 제시해 보기로 한다.

1. 비경쟁정책적 규제의 합리화 방안

1.1. 비수평형 기업결합의 경쟁제한성 추정제도(제7조 제4항 제2호)

앞서 본 바와 같이, 현행 공정거래법은 수직결합과 혼합결합 등 비수평형 기업결합에 대해 대규모회사(자산이나 매출액 규모가 2조 이상)가 직접 또는 특수관계인을 통하여 행한 기업결합이 1> 중소기업기본법에 의한 중소기업의 시장점유율이 3분의 2이상인 거래분야에서의 기업결합이고, 2> 당해 기업결합으로 100분의 5이상의 시장점유율을 가지게 되는 경우에는 결합의 경쟁제한성을 추정할 수 있도록 하고 있다.

현행 규정은, 시장점유율이 5%에 불과함에도 대규모회사가 중소기업분야에 진입하였다는 이유만으로 경쟁제한성을 추정하는 것이 적절한지에 대한 의문이 제기될 수 있고, 기업결합을 통한 대규모회사의 진입이 당해 시장의 경쟁을 촉진하는 측면이 있을 수 있으며, 오히려 현행 규정은 대규모회사가 1/3을 점한 시장의 경우 새로운 대규모 회사의 진입을 차단함으로써 기존의 대규모회사의 기득권을



보호해 주는 반경쟁적 결과를 야기할 수 있는 문제를 안고 있다. 일찍이 OECD도 동 조항은 중소기업 보호를 위한 조항으로서 효율성에 기반한 경쟁촉진과는 관련성이 떨어지므로 폐지를 권고한 바가 있기도 하다.

다만, 대규모기업집단이 각 시장에서 강력한 지위를 차지하고 있는 한국적 시장 상황에서는 중소기업 분야의 무분별한 진출을 억제하기 위하여 필요하다는 주장도 있으며, 중소기업의 보호 및 육성을 헌법적 가치로 선언하고 있다는 점에서¹²⁾ 공정거래법상 이런 규정을 두는 것도 무방하다고 볼 여지가 있다. 하지만 헌법적 요구를 굳이 공정거래법에서 실현하는 것이 바람직하다고 보기 어려우며, 동 조항이 오히려 중소기업의 경쟁을 저해하거나 중소기업의 진흥을 막을 우려가 있다. 국제적인 시장개방에 따라 중소기업고유업종에 대한 외국인 투자가 신고제로 완화되었고, 유통시장의 개방으로 중소기업 고유업종의 제품이 대형할인매장을 통해 직수입되고 있어서 사실상 중소기업 고유업종의 실효성이 상실된 것으로 볼 여지도 있다. 중복규제도 문제이다. 현재 ‘대중소기업 상생협력 촉진에 관한 법률’ 제29조에 의해 중소기업 고유업종을 규정하고 제30조에서 이미 중소기업 고유업종에 대한 대기업의 참여를 제한하고 있기 때문이다.

대규모회사의 중소기업 분야 진출로 인한 경쟁제한성 문제는 일반적인 수직결합, 혼합결합 심사만으로도 해결이 가능한 만큼 i> 동 추정규정을 삭제하거나 ii> 추정기준을 완화하는 방향으로의 규제합리화가 필요하다고 생각된다. ii>안에 관해서는 중소기업의 시장점유율이 4/5 이상인 경우로서 중소기업이 10% 이상의 점유율을 보유한 중소기업을 기업결합하는 경우로 경쟁제한성 추정 요건을 완화하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

제7조 제4항 2호를 중소기업 정책수단으로서 보다는 경쟁정책 수단으로 회귀시키는 방향전환도 필요하다고 본다. 이 경우 현행 기업결합심사기준에서 수직결합이나 혼합형기업결합의 경쟁제한성 심사기준과의 정합성을 기하는 방향으로 전

12) 헌법 제123조 제3항

환하는 것은 모색해 볼 수 있다. 가령 “대규모회사의 기업결합으로서 중소기업의 시장점유율이 2/3 이상인 시장”이라는 표현 보다는, 예를 들어 “매출액이 일정수준 이하의 사업자로 구성된 시장에서 대규모회사가 기업결합을 통해 진입하는 경우”를 규제하는 방식이 보다 중립적일 것이다.

1.2. 대규모 기업집단 규제 부분

대규모기업집단 규제는 재벌에 의한 일반집중 및 소유집중 문제를 해소하기 위한 특단적 조치의 성격을 지닌다. 이 조치는 상법상 통제 및 감시시스템의 원만한 작동을 기대하기 어려운 한국적 지배구조에 대한 문제의식과 소위 재벌의 성장에 국가와 국민의 지원이 뒷받침되었다는 도덕적 요구에 기초하고 있다. 따라서 회사 내부기구의 기능이 정상화되고 기업활동의 지평을 더 이상 국내로 국한시킬 수 없는 단계에는 상법상의 제도로 회귀하거나 지속적인 완화 내지 소멸의 길로 접어들 수밖에 없는 한시성을 갖고 있다. 문제는 그 시점이 언제인가 하는 것인데, 회사 내부의 감시시스템의 작동 여하는 별론으로 하고 현재 대부분의 대규모기업집단이 연간 벌어들이는 매출액의 80% 가량이 외국시장을 통해서라는 점에서 대규모기업집단의 경제력 집중 문제를 국내 시장을 전제로 설정하는 것이 적절한지에 대한 근본적 의문을 제기할 시점이 다가오고 있다고 생각된다. 이 점에서 이 제도의 향방에 관한 본원적 분석과 검토가 이루어져야 할 것이다. 다만 본고에서는 단기적 차원에서 불합리한 규제로 볼 여지가 있는 부분으로 논의범위를 좁히고자 한다.

그 점에서 먼저 최근의 사례에서 확인된 현행 상호출자 예외인정 사유의 적절성이다.

법 제9조에서는 상호출자에 대한 예외인정 사유로서 회사의 합병 또는 영업전부의 양수, 담보권의 실행 또는 대물변제의 수령을 들고 있다.(제9조 제1항) 문제



는 실질은 이들 열거사유와 유사한 기능을 하지만 개념이 이에 포섭되지 않는 경우를 들어 상호출자의 예외를 일시적으로 인정할 수 있는가 하는 점이다. 이에 관해 최근 계열사의 기업어음을 보유한 회사(아시아나 항공)가 당해 계열사(금호산업)의 유상증자 출자전환을 통하여 계열사의 주식을 취득하는 행위는 과정에서 발생하는 상호출자의 문제를 대물변제로 볼 수 있는지가 문제된 바가 있다. 당해 사안의 출자전환은 법적 측면에서 대물변제 보다는 상계에 가까운데 이를 기존의 예외사유에 해당하는 대물변제로 볼 수 있는지가 문제되었음. 이에 대하여 공정거래위원회는 대물변제로 볼 수 있는 유권해석을 내림으로써 상호출자의 예외를 인정한 바가 있다. 비록 공정거래위원회의 유연한 법해석을 통해 예외가 인정되었지만 현행 규정은 명확한 한정적 열거방식을 취하고 있는 만큼 확장해석에 한계가 있으며, 경쟁당국에 의한 무리한 확장해석 또한 바람직하지 않다는 생각이 다.¹³⁾

대물변제는 채무자가 부담하고 있던 본래의 채무이행에 대체하여 다른 급여를 함으로써 채권을 소멸시키는 채권자와 변제자 사이의 계약으로서, 채무에 갈음한 급부 내지 급여를 성립요건으로 하는 요물계약인 반면 상계는 채권자와 채무자가 서로 동종의 채권·채무를 가지는 경우에 채무자의 일방적 의사표시에 의하여 그 채권·채무를 대등액에서 소멸시키는 행위로서, 단독행위의 성격을 가지며 상호간의 상계합의도 급부의 제공을 요건으로 하지 않는 낙성계약에 해당함. 채권자와 채무자가 서로 청구하고 이행하는 번거로움을 덜고, 어느 일방이 파산 등 자력이 악화된 경우에 다른 일방이 불이익을 입는 불공평한 결과를 방지하기 위한 목적에서 행해진다는 점에서 일응 양자는 유사한 기능을 수행한다.

13) 당해 사건에서 쟁점이 된 대물변제와 상계의 기능은 유사하지만 개념상으로는 명확히 구분되는 제도라 할 수 있고 양자를 구분하는 핵심적인 표지는 요물계약성 즉 채무에 갈음한 급부를 성립요건으로 하는지 여부에 관한 차이에 있는바, 당해 출자전환이 신주발행과정에서 발생해서 절차상 채권이 소멸하는 시점에 대물변제의 대상인 주식이 존재하지 않아서 일차적으로 대물변제로서의 요건을 충족하지 못하고 있음이 명백한 것으로 보인다. 사건으로는 현행규정상으로는 상호출자의 예외를 인정하지 않았어야 하는 게 아닌가 생각된다.

다만 우리 공정거래법이 대물변제를 상호출자의 예외사유로 인정하는 이유는 현금이 아닌 다른 수단으로 채무를 소멸시키는 효과를 갖는다는 점에 주목한 것으로서 그것이 요물계약인지 여부 보다는 본래의 채무를 다른 방식으로 소멸시키는 과정에서 불가피하게 발생하는 상호출자를 일정기간 동안 금지대상에서 제외한다는 취지를 가지고 있다. 이 점에서 우리 법이 대물변제를 예외사유로 인정한 이상, 상계 역시 인정하지 않을 이유가 없다는 주장도 가능하다.

이점에서 상호출자 등의 예외인정 사유로서 대물변제와 유사한 상계 등 추가하거나, 한정적 열거 방식으로 규정되어 있는 현재 조항을 예시방식으로 전환하는 방향으로의 규제개편이 필요하다고 본다. 입법자가 예정하지 못한 새로운 유형의 예외사유가 발생할 수 있는 만큼, 후자가 보다 바람직한 것으로 사료된다.

이외에 부당지원행위에 있어서 100% 모자회사의 경우 지원행위 규제에 예외를 인정할 필요가 있으며, 지회사에 대한 국내 비계열회사 지분소유 제한규정도 타당성을 재검토되어야 할 것으로 본다.

2. 절차적 규제의 합리화 방안

2.1. 기업결합 신고 관련 규제의 간소화

현행법상 기업결합 신고의무는 모든 사업자가 아니라 자산총액이나 매출액 규모가 일정 수준 이상이 되는 결합당사자만을 대상으로 부과되며, 신고의 시점과 관련해서는 사후신고를 원칙으로 하며 예외적으로 일정한 경우에는 사전 신고토록 하는 방식을 취하고 있다. 단, 대규모기업집단에 해당하는 기업이 결합을 하는 대부분의 경우에는 사전신고토록 하고 있어서 현실적으로 주요 기업결합에 대해서는 사전신고를 중심으로 제도가 운영된다. 기업을 둘러싼 경제환경의 특성에 비추어 기업구조개선은 적기에 추진되는 것이 무엇보다 중요하며, 그 점에서 기



업결합신고에 따른 심사 요건의 불비나 절차의 지연은 구조개선의 효과를 반감시키거나 무산되도록 하는 결과를 낳을 수 있다는 점에 유의해야 하여야 한다.

현재는 합병 등 기업결합한 당사자는 공정위에 기업결합일 이전 또는 이후에 신고를 해야 하며, 신고 접수되면 공정위가 본심사를 수행하되, 심사기간은 30일(+90일)로 최장 120일까지 연장될 수 있어 기업의 구조개선 지연 및 효율성을 저해할 가능성이 있는 것으로 지적된다.¹⁴⁾

이 점에서 현행법령 및 기업결합 심사기준 상 경쟁제한성이 적은 것으로 추정될 수 있는 수준의 기업결합이 추진될 경우, 관련 법령 및 요건을 준수하여 대상으로 선정되면 신속, 간이한 절차를 밟도록 할 필요가 있다. 현재도 시장점유율 변화를 일정 수준이하로 야기하는 기업결합의 경우 15일의 간이절차를 적용받고는 있으나, 공정거래위원회의 승인 여부가 기업결합의 성사를 가늠하는 중대한 관건이라는 점을 감안할 때 보다 신속하고 간이한 절차를 적용받도록 하는 것이 바람직하다.¹⁵⁾

14) 관련 서류제출에 소요되는 기간은 여기서 제외되므로 실제로는 심사기간이 1년이상 소요되는 경우도 발생하고 있다.

15) 이와 관련한 주요국의 제도 운용실태는 아래와 같다.

	미국	EU	일본 ¹⁾
신고 대상	자산 또는 주식취득, 조인트 벤처 설립	자산·주식 취득, 합병, 조인트 벤처 설립,	주식취득, 합병, 영업양수
신고 기준	○ 결합금액이 5천만달러 초과 ○ 결합금액이 5천만~2억달러 이하인 경우에는 당사자 일방의 매출액·자산이 1억달러 이상이고 타방이 1천만달러 이상 ○ 결합금액이 2억달러 이상인 경우에는 모든 기업결합	○ 당사자 전세계 매출액 합계가 50억 유로 이상 ○ 당사자 각각의 EU 지역내 매출액이 2.5억 유로 이상 - 다만 한 국가에서의 매출액이 EU 지역내 매출액의 2/3이하	○ 주식취득 : 총자산 100억엔(당사회사는 20억엔) 이상인 회사가 10억엔이상인 회사의 주식을 취득 ○ 합병, 영업양수 : 총자산 100억엔 이상인 회사가 10억엔 이상인 회사를 합병, 영업양수
신고 시기	○ 사전심사 ○ 의향서(letter of intent) 사인 후 특정 기간 없이 완료전 신고	○ 사전심사 ○ MOU체결, 의향서 체결 등 기업결합 의도가 있었음이 입증된 후부터 완료전까지 신고	○ 합병, 영업양수 : 사전신고(계약일 또는 주주결정일 이후 신고) ○ 주식취득 : 사후신고(완료일부터 30일이내에 신고)

구체적으로는 간이심사대상 기업결합을 확대하고, 심사기간을 추가로 단축(예컨대, 15일에서 7일)하거나, 간이심사대상 기업결합의 범위는 현행¹⁶⁾을 유지하되, 심사기간을 추가로 단축하는 방안을 모색해 볼 수 있다.

2.2. 공동행위 인가제도의 폐지 내지 개편

2.2.1. 현행 제도의 운용실태와 문제점

현행 공정거래법은 제19조 제2항에서는 일정한 목적을 가지고 행해지는 부당한 공동행위로서 공정거래위원회의 인가를 받은 경우를 예외적으로 허용할 수 있는 가능성을 열어두고 있다. 흔히 공동행위 예외인가제도로 불리는 이 규정은 산업정책을 우선하던 경제적 환경에서 도입된 것으로서, 경쟁법의 규율만으로 포섭할 수 없는 사회적, 경제적 가치의 보호(산업정책적 고려)를 위하여 부당공동행위 규제를 일시 유보할 수 있도록 한다는 정책적 결단을 통하여 입법으로 수용되었다. 독일의 구 경쟁제한금지법(GWB)¹⁷⁾과 일본의 구 독점금지법¹⁸⁾이 이 제도의

심사 기간	○ 1차 심사 : 신고서 제출이 완료된 날로부터 30일 ○ 2차 심사 : 당사자와 2차 심사를 시작하겠다고 확인한 날로부터 다시 30일	○ 1차 심사 : 신고서 제출이 완료된 날로부터 25일(35일까지 연장 가능) ○ 2차 심사 : 2차 심사가 시작된 날로부터 90일(105일까지 연장 가능)	○ 30일이내에 심사 ○ 단, 자료를 요청한 경우에는 자료제출일로부터 90일 또는 신고일로부터 120일 중 더 늦게 도달한 날
신고 위반 시 제재	○ 과태료(civil penalty) \$11,000/일	○ 매출액의 10% 범위내에서의 벌금(fine)	○ 2백만엔 이하의 벌금

특히 일본의 경우는 산업활력법의 승인을 받은 기업이 신속심사유형(우리나라의 간이심사 유형과 유사)에 해당하는 M&A를 추진하는 경우 일본 공정거래위원회가 7일 이내에 기업결합 승인 여부를 결정토록 하고 있다

- 16) 현행 기준상으로는 결합기업의 i> HHI가 1,200 미만인 경우, ii> HHI가 1,200 이상이고 2,500 미만인면서 HHI증가분이 250 미만인 경우, iii> HHI가 2,500 이상이고 HHI증가분이 150 미만인 경우를 간이심사 대상으로 한다.



기원이라고 할 수 있으며, 현재 공정거래법 제19조 2항에서 규정하고 있는 공동행위의 인가사유에 대해서는 시행령에서 각각의 인가요건을 별도로 규정하고 있다. 단, 시행령 제29조에서는 공동행위 인가는 그 요건을 충족하는 경우에도, i> 당해 공동행위가 목적달성을 위하여 필요한 정도를 초과하거나, ii> 수요자 및 관련 사업자의 이익을 부당하게 침해할 우려가 있거나, iii> 당해 공동행위 참가사업자간에 공동행위의 내용에 부당한 차별이 있거나, iv> 당해 공동행위에 참가하거나 탈퇴하는 것을 부당하게 제한하는 경우에는 인가할 수 없도록 하고 있다.

이 같은 명백한 입법적 근거와 세밀한 기준을 둔 인가제도는 현실적으로 거의 사문화되다시피 하여 실제 인가받은 예가 근래에는 찾아보기조차 어려운 상황이다. 인가를 신청하는 사업자나 사업자단체가 없었던 것은 아니지만, 인가권을 보유한 공정거래위원회가 인가에 극히 신중한 입장을 견지하면서 실제 인가까지 이어진 경우가 없었기 때문이다.

공정거래위원회는 굳이 인가제도를 활용하지 않더라도 부당성 판단과정에서 얼마든지 공동행위가 허용될 수 있으므로 가급적 사후적으로 해결토록 권고하는 입

17) 독일은 지난 2007년에 경쟁제한금지법(GWB)을 개정하면서 종전의 방식을 폐기하고 구 EC 조약 제81조 3항을 답습하여 GWB 제2조에서 일반적 적용면제 조항을 도입하는 한편, 특별한 적용제외 사유로는 GWB 제3조에서 중소기업간의 카르텔의 경우를 규정하는 방식으로 전환하였다.

18) 일본의 독점금지법에서도 1999년 이전에는 불황에 대처하기 위한 공동행위나 기업합리화를 위한 공동행위에 대해 인가제도가 허용되었었다. 전자는 줄여서 불황 카르텔(depression cartel)로 불리었는데 i) 특정상품의 공급이 현저하게 균형을 깨뜨리고 있고, ii) 당해상품의 가격이 그 평균생산비를 밑돌고 사업자의 상당부분의 사업의 계속이 곤란하게 될 우려가 있으며, iii) 기업의 합리화를 통해서 ii)의 사태를 극복하기가 곤란한 경우에 공정거래위원회의 인가를 받아서 생산수량, 판매수량, 설비제한 또는 판매가격제한에 대한 공동행위를 할 수 있도록 했었다.(旧 ‘私的獨占의 禁止 및 公正取引의 確保에 關한 法律’ 제24조의3) 이에 비해 후자는 합리화 카르텔(rationalization cartel)로 일컬어지는 것으로서 기술의 향상, 품질의 개선, 원가의 인하, 능률의 증진 기타 기업의 합리화를 수행하기 위해 특히 필요가 있는 경우에 수요자의 이익을 해치지 않는 범위 내에서 생산자 또는 그 단체가 역시 공정거래위원회 인가를 얻는 것을 조건으로 일시적인 공동행위를 할 수 있도록 한 제도였다.(구법 제24조의4). 하지만, 이 제도는 1999년 독점금지법 개정시 폐지되었고, 현재는 공동행위에 대한 사전인가제도가 소멸한 상태이다.

장인 것으로 알려져 있다. 타 법령상의 경쟁제한적 규제의 폐지에 주력하고 있는 공정거래위원회의 이장에서 아무리 법에서 명시한 제도이더라도 카르텔의 예외적 허용에 적지 않은 부담을 느끼게 될 것으로 짐작된다. 더욱이 이 제도를 도입한 입법례가 극소수이고, 그나마 최근 축소나 폐지 쪽의 동향이 주를 이루고 있으며 설령 잔존해 있다고 하더라도 이를 활발히 운용하는 사례를 찾아보기 어렵다는 점이 이 문제에 관한 공정거래위원회의 태도를 소극적인 것으로 만들고 있는 것으로 추측된다.

문제는, 현행 법령의 내용이나 규정의 해석만으로는 입법자가 인가제도에 관해 상당히 유연한 입장을 가지고 있으며, 공정거래위원회로부터 인가를 얻는 것 역시 충분히 가능한 것으로 읽혀진다는 점에 있다. 그 결과 수범자로 하여금 불필요한 기대감을 갖게 함과 아울러 제도의 집행에 대한 예측력이 크게 낮아지게 되는 결과가 발생하고 있다.

2.2.2. 제도의 개편 방안

먼저 제도 운영방향의 재정립이 필요하다. 현재까지의 공정위 태도에 비추어 보면, 일응 카르텔의 인가가 어떠한 경우에도 수용할 수 없는 것은 아니지만 극히 예외적인 경우에만 고려해 볼 수 있는 정도의 매우 엄격한 기준을 가진 제도 정도로 읽히는데, 만일 그렇다고 한다면 그 기초에 비추어 현재의 기준은 문제를 안고 있다고 본다. 현행 법령은 사업자의 입장에서 충분히 충족할 수 있을 것으로 보이는 기준들을 제시해 놓고 있으며, 정작 집행기관은 지나치게 엄격한 잣대를 적용하여 사업자들에게 인가를 내어 주지 않고 있는 형국이다. 기속행위로서의 인가라기보다는 마치 재량행위로서의 특허에 가깝게 운용되는 측면이 없지 않다. 법이 수범자에게 현실적인 기대를 가지도록 규정되어 있다면 집행자는 그에 맞게 운용을 하거나, 그것이 곤란하다면 법 개정을 통해 기대수준을 낮추어 주어



야 한다.

인가제도는 공동행위의 사전적인 승인이라는 점에서 특정 행위에 대한 사후적인 규제방식과는 근본적인 차이가 있으며, 공정거래위원회의 인식처럼 후자가 전자를 대체할 수 있는 성격은 아니다. 특히 사전에 인가를 해 줌으로써 예측가능성을 제고하고, 사후규제에 수반되는 불필요한 행정력 낭비를 방지할 수 있다는 점은 여전히 유효한 효용이다. 공동행위 인가제도가 남용되어 왔다면 모르겠지만, 매우 엄격하게 운용되어 오고 있는 만큼 제도를 폐기할 만한 실익은 크지 않다. 여기에 법령에 비교적 구체적인 인가사유와 인가기준이 제시되고 있다는 점, 인가사유의 일부는 연성카르텔로 분류될 수 있는 성격이라는 점¹⁹⁾, 공동행위에 대한 사후규제에 있어서도 위법성 평가기준이 변화하고 있으며 전통적인 당연위법 원칙의 적용대상 행위가 합리의 원칙의 대상으로, 위법으로 평가되던 행위가 합법으로 평가되고 있는 것이 최근의 유력한 추세라는 점 등에 비추어 볼 때 카르텔의 예외인가 제도를 존치할 경쟁법적 명분은 소멸되었다고 보기 어려우며, 운용하기에 따라서는 활용가치가 현재보다는 클 것으로 판단된다.

공동행위 내용에 따른 구분기준의 제시도 요구된다. 수범자의 예측가능성을 제고하고 제도 운용방향의 명확화를 도모하기 위해서는 인가의 내용에 따른 구별이 필요하다. 현행 법령에서는 인가의 사유만을 기준으로 요건을 부과하고 있으나, 공정위 실무에서는 인가사유만 고려하는 것이 아니라 인가받고자 하는 공동행위의 유형 여하에도 큰 비중을 두고 있다. 그리하여 인가의 사유가 어떠한든 가격을 조정하는 공동행위는 허용할 수 없다는 것이 하나의 원칙으로 수립되어 가고 있다. 인가의 사유 못지않게 공동행위의 내용이 무엇인지가 중요하며, 만일 가격 카르텔을 내용으로 하는 것이라면 공정위는 매우 엄격하고 신중한 입장을 취하게 되어서 다른 경우보다 인가될 가능성이 훨씬 적어지게 된다. 이 같은 공정거래위원회의 기조 자체는 타당한 것으로 이해될 수 있으나, 다만 이것이 인가기관의

19) 인가사유 가운데 연구·기술개발 카르텔이 그러한 경우에 해당한다.

확고한 내부원칙이고 그 타당성이 인정되고 있다면 법제 정비를 통해 이점을 대외적으로 명확히 할 필요가 있다고 본다. 가령, 가격이나 시장분할 등 경성공동행위를 내용으로 하는 인가신청은 대상에서 제외되며, 연구개발이나, 종류규격제한 등 연성공동행위를 중심으로 운영된다는 점을 천명하는 것이 바람직하다.

한편 인가사유에 대한 재검토도 필요하다. 현행 규정은 수용여지가 서로 다른 인가사유들을 열거하고 있어서 제도 전반의 활용도와 운용의 신축성을 저해하는 측면이 있다. 특히나 규범적, 시대적 적합성이 적은 인가사유는 폐지 혹은 수정될 필요가 있다.

적합성이 적은지 여부는 가령 그간의 운용실적을 기준으로 가려낼 수가 있을 것으로 본다. 이를 테면 인가신청에도 불구하고 실제 인가해 준 사례가 없는 사유를 중심으로 폐지 내지 수정방향의 검토가 필요하다.

한편 개별인가사유들 가운데는 거래조건 합리화가 공동행위의 예외 인가사유로서 다소 약해 보이는 측면이 있으며, 중소기업의 경쟁력 향상의 경우는 법 제60조 조합에 대한 적용제외와의 중첩될 수 있다는 점에서 재고의 여지가 있다. 특히 공익적 의미가 있는 사유라 하더라도 경쟁법에서 산업정책적 성격이 분명한 사유를 가지고 예외를 인정하는 것은 법 체계면에서 다소 무리가 있다고 사료된다. 예를 들어 불황의 극복이나 산업구조의 조정 등은 장기적으로 타법의 제·개정을 통해 달성할 수 있는 정책목표로 보이며, 이를 통해 제58조 적용제외 규정을 통해 해결하는 편이 나을 것으로 생각된다. 다만, 최근 대법원이 이를 제1항의 위법성 판단기준으로서 제2항에 열거된 사유들을 비교형량의 예로 제시했다는 점에서는²⁰⁾ 이전보다 존립의 입지가 넓어진 측면은 있다.

아울러 인가의 사유와 인가요건간의 정합성 문제도 지적해 볼 수 있다. 산업합

20) 대법원 2008.12.24. 선고 2007두19584 판결



리화의 인가요건은 실상 연구기술개발이나 거래합리화의 인가요건과 유사한 점이 많은 반면, 공급과잉 문제는 오히려 산업구조의 조정 보다 산업합리화에 적합한 요건으로 볼 수 있다. 아울러 산업합리화와 산업구조의 조정 등 일면 중첩적으로 보이는 사유간의 조정도 필요하다.

2.2.3. 각종 공시 및 신고제도의 개선방안

상호출자제한기업집단 소속 회사는 매년 4월 말까지 계열회사 및 비계열회사 등 국내회사의 주식보유현황을 경쟁당국에 신고토록 하고 있다(공정거래법 제13조 및 같은 법 시행령 제20조) 비계열회사인 국내회사에 대한 주식보유현황은 출자총액제한제도를 집행하는 과정에서 규제대상 회사의 주식 보유현황 파악이 필요하기 때문에 만들어진 제도이다. 공정거래법 개정(2009.3.3)으로 출자총액제한 제도가 폐지되어 비계열사 출자현황을 파악해야 할 필요성이 사라진 상황임에도 기업에게 신고의무를 부과하고 있다. 상호출자와 채무보증 여부를 확인할 수 있는 국내계열사 주식보유현황만 신고토록 완화하는 것이 바람직하다. 타법상 공시 제도와 중복규제로 볼 여지도 있기 때문이다.²¹⁾

3. 경쟁규범의 합리화 방안

3.1. 국제계약체결제한제도의 폐지

공정거래법 제32조는 사업자(사업자단체)가 부당공동행위, 불공정거래행위, 재

21) 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」에서는 주권상장법인의 주식 5%이상을 보유하는 경우에는 현황, 목적 등을 5일 이내에 공시하도록 하고 있으며, 비상장사의 경우 “비상장회사의 중요사항 수시공시제도”에 따라 최대주주의 주식보유 현황과 변동상황을 수시로 공시하도록 하고 있다.

판가유지 행위 등을 내용으로 하는 국제계약을 체결하는 행위를 금지하는 한편, 부당한 국제계약 체결시에는 해당 사업자에게 시정명령과 함께 관련 매출액의 2%범위(정액은 5억원) 내에서 과징금을 부과토록 하고 있다. 그런데 동조에서 말하는 국제계약은 산업재산권도입계약, 저작권 도입계약, 노하우도입계약, 프랜차이즈 도입계약, 공동연구개발협정, 수입대리점 계약, 합작투자계약으로 주로 국내 기업이 수입하는 입장에 있는 경우를 상정한 것이다. 이 때문에 동 조항을 위반할 경우 행위자인 외국사업자가 아니라 계약 상대방인 국내사업자를 처벌하도록 되어 있어 모순이라는 지적들이 실무계 안팎에서 제기되어 왔다.

더욱이 과거에는 역외적용에 대한 명확한 근거가 없고 이론상으로도 명확하지 않아 국내 시장에 영향을 미치는 국제계약에도 공정거래법을 적용할 수 있다는 확인 조항적 성격이 있었으나 지난 2004년 법 개정을 통해 우리 공정거래법도 이른바 역외적용이 가능하다는 점이 명문으로 규정되었으므로(법 제2조의2), 부당한 국제계약 체결시 계약내용이 국내 시장에 영향을 미치는 경우에는 관련 조항을 직접 적용하는 것이 가능해졌으므로 제도의 실효성을 약화된 것으로 볼 수 있다.

실제로 1997년 시정권고 이후 동 조항 위반으로 시정조치한 사례는 없으며, 신고도 단 3건에 불과한 것으로 나타나고 있다.²²⁾ 따라서 동 조항은 사실상 사문화된 조항이므로 폐지하고 불공정거래행위로 통합하여 운용하자는 의견이 공정위 안팎에서 제기되어 왔으며, 이 점에서 최근 공정위 차원에서 동 제도의 폐지 여부를 규제개혁 차원에서 검토중인 것으로 알려지고 있다.²³⁾ 유사한 규정을 두고 있는 나라도 일본이 유일하다.

이 점에서 부당한 국제계약은 일반 불공정거래행위 등으로도 충분히 규제가 가능하고 실효성도 거의 없기 때문에 부당한 국제계약 관련 장 삭제하는 방안을 고

22) 모두 무혐의 또는 심의절차종료 사건이었다.

23) 연합뉴스 2014년 3월 21일 기사 참조.



려해 볼 수 있다.

다만 이 제도의 폐지에 앞서 한 가지 유의해야 할 점이 있다. 실정법에 존재하는 제도에 대하여 개정이나 축소가 아닌 폐지조치를 감행하는 일은 입법정책적 측면에서 흔히 채택되는 방안이 아니라고 할 수 있다. 그럼에도 입법자가 이런 극단의 결정을 내리게 된다면 이는 그 제도가 다음 두 가지 경우의 하나에 해당된다고 보기 때문일 것이다. 하나는 수범자와 집행자 공히 당해 제도를 이용하지 않아서 더 이상 존립의 필요가 없는 즉 사문화된 경우이고, 또 하나는 제도를 출현케 했던 정책적 환경이 변화하여 그것의 존치가 정책 및 규범적으로 부적절한 결과를 초래하는 경우라고 할 수 있다.²⁴⁾

이 가운데 전자에 대해서는 제도의 존치 내지 폐지의 판단에 앞서 신중한 접근과 면밀한 분석이 필요하다. 특히 제도 활용도에 관련한 계량적 수치만을 토대로 사문화 여부를 예단하지 않도록 유의해야 한다. ‘국제계약의 체결제한’ 제도의 경우, 규정이 도입된 이래 동 조항에 위배되어 공정거래위원회의 시정조치를 받은 국내 사업자는 거의 없다는 점은 활용도가 저조해서 사문화되었다고 해석할 여지가 있다. 하지만 오히려 동 조항에 힘입어 국내사업자들이 외국사업자와의 사이에서 불리한 계약을 체결하지 않을 수 있게 되었고, 그 결과 범위반 사례가 발생하지 않은 것으로 볼 여지 또한 없지 않다. 이 제도의 효용이나 필요성이 클 수 있다는 의미이다. 법 위반건수나 운영사례가 적다는 실상이 가지는 정책적 함의가 먼저 검토되어야 하는 이유이다.

요컨대 동 제도는 계약체결 자체를 규율할 수 있기 때문에 거래가 실제로 이루어지기 전에 불공정거래행위를 방지할 수 있다는 이점이 있는 만큼 규제로 보기 어려우며, 외국회사와의 거래 과정에서 상대적으로 힘이 약한 중소기업들의 활용 가능성이 높은 조항이므로 폐지에 신중을 기할 필요가 있으며, 실태에 대한 정확한 분석이 선행되어야 할 것으로 사료된다.

24) 신영수, 「카르텔 규제의 개선」, 전국경제인연합회, 2008, 64면.

3.2. 임원겸임에 의한 기업결합

공정거래법상 기업결합의 수단 가운데 임원겸임의 경우에 대해서는 가장 유연한 기준이 적용되고 있다.²⁵⁾ 결합의 강도가 약한데다 경쟁제한성이 규명된 이후라도 원상회복이 쉽다는 점을 고려한 것으로 볼 수 있다. 하지만 본질적으로 임원겸임은 독자적인 기업결합 수단으로 활용되지 않는 것이 현실이다. 주식의 취득없이 임원겸임만으로 기업결합이 이루어지는 경우를 상정하기는 어렵다. 그럼에도 임원겸임에 따른 기업결합 신고의무를 부과하여 기업에 불필요한 부담 초래하는 결과가 될 수 있다. 공정위 심결례에서도 임원 겸임을 독자적인 기업결합의 수단으로 파악하기 보다는 주식취득만으로 지배관계를 인정하기 어려운 경우에 보완적인 판단기준으로서 활용하는 경향이 강하다.²⁶⁾

특히 기업결합 심사제도는 시장경쟁을 제한하는 기업간 합병 등을 통제하기 위한 제도이나 임원겸임은 경쟁상황에 영향이 거의 없어 기업결합 심사의 대상에서 제외하는 경우가 일반적이다.²⁷⁾ 임원현황은 현행 공시제도의 활용을 통해서도 파악 가능한데다, 임원겸임이 지배관계 성립을 판단함에 있어 고려요소의 하나로서 활용되고 있는 만큼 사안에 따라 현행 공시제도의 활용을 통해서 충분히 파악할 수 있을 것으로 본다.

중장기적으로는 임원겸임 방식을 기업결합 유형에서 배제하거나 단기적으로 임원겸임에 따른 기업결합 신고의무 폐지하는 방안을 모색할 필요가 있다.

25) 기업결합의 유형 가운데는 유일하게 규모기준(자산총액 2조원 이상인 경우)이 적용된다.

26) 공정거래위원회도 임원겸임과 관련된 심결례(공정위 의결 2003-005)에서, 취득회사 A는 기업결합 후에도 피취득회사 B에 대한 주식소유비율이 최대주주에 이르지 아니하므로 주식소유비율만으로는 지배관계가 형성되었는지는 분명하지 않으나, 취득회사의 임·W직원이 피취득회사 임원의 1/3이상을 겸임한 점과 피취득회사 최대주주인 C는 철강레미콘 제조업체로서 유선방송사업과 관련이 없는 점을 고려할 때 A가 B의 경영에 대해 충분히 지배권을 행사할 수 있는 경우에 해당한다고 판단한 바가 있다.

27) 미국, EU 등에서는 임원겸임만으로 기업결합에 따른 시장의 경쟁제한 가능성을 평가하지 않고 시장점유율, 신규사업자 진입여부 등을 종합적으로 고려하고 있다.



V. 맺으며

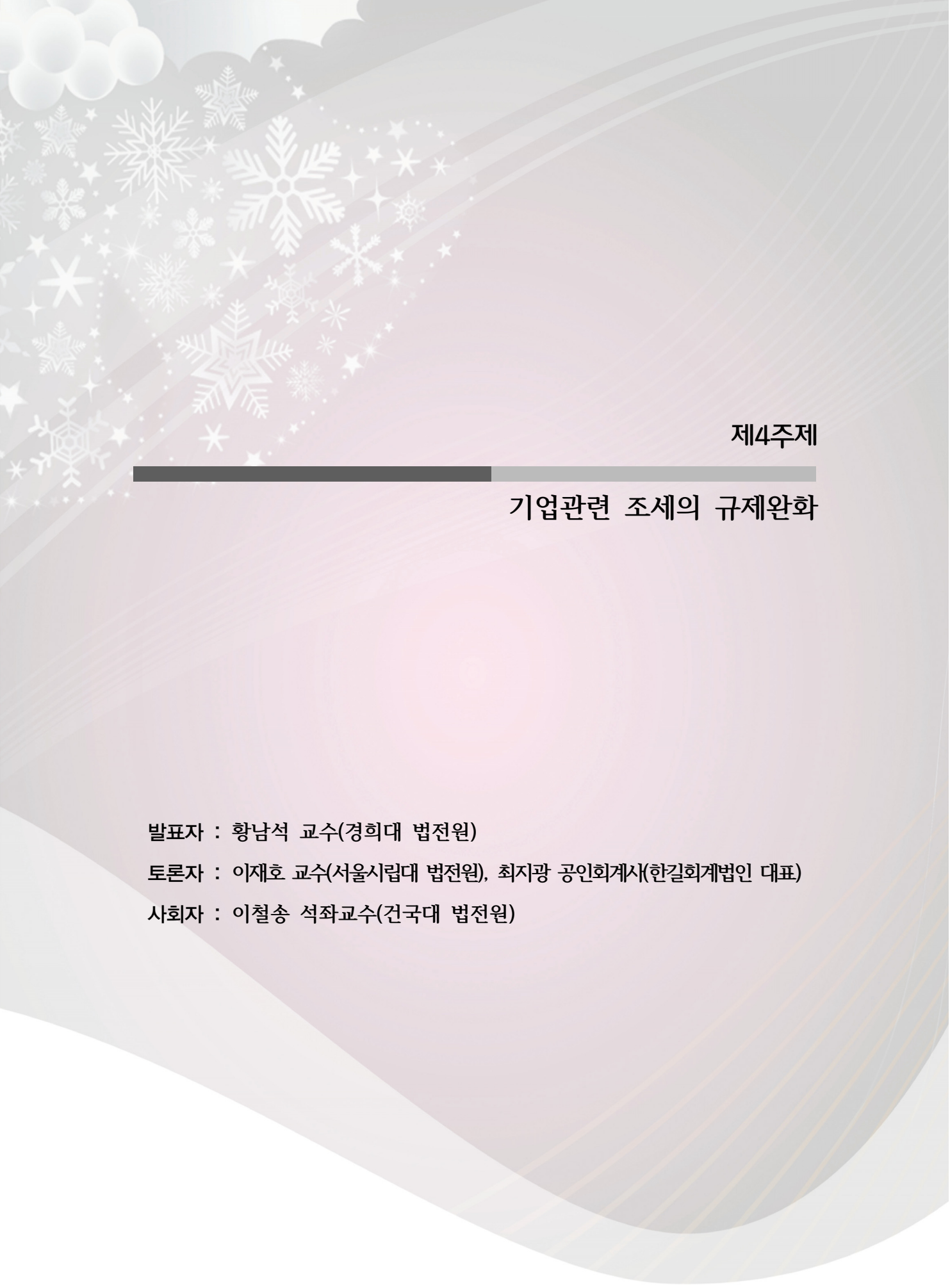
규제개혁론에서 공정거래법상 규율사항을 어디까지 포섭할 것인지의 문제는 다분히 신중한 접근을 요하는 문제이다. 현재의 논의구도는 신중한 접근에 대한 요청을 반영하여 전개되는 것으로 보이며, 이 점에서 규제개혁 내지 합리화 대상의 선별은 적절히 이루어지고 있다고 본다. 다만 개혁 대상의 선별을 신중히 하는 문제와 개혁의 수위를 조정하는 문제는 별개로 진행되는 것이 맞다.

최근의 규제개혁론에 부쳐 거론되고 있는 공정거래법 개편론 가운데는 그간 사문화되거나 제도로써 실익이 없는 내용들을 폐지하거나 축소하는 것을 골자로 하는 방안들이 다수 눈에 띈다. 사문화된 제도를 법조항에서 삭제하는 조치를 규제의 개혁으로 부르기는 곤란한 일이다. 규제의 정비 정도라고 해야 적절하다. 특히 규제를 받는 수법자의 입장에서 볼 때는 어차피 활용이 되지도 않는 제도를 없애는 것은 결과적으로 크게 달라질 것이 없는 무의미한 작업으로 느껴질 가능성이 크다.

경쟁법상의 본령은 존중하되, 경제규제적 성격을 띄고 있거나 요식행위적 성격의 절차에 해당하는 사안에 대해서는 보다 과감하고도 근본적인 접근이 필요하다. 경제규제 개혁론에서 공정거래법이 달리 대접받아야 하는 것 만큼, 규제의 합리화를 위한 대안모색은 보다 적극적이어야 한다. 이제껏 그리 호응을 얻지 못했던 공정거래법의 규제개편이 향후 긍정적인 평가를 받을 수 있는 길이기도 하다.

<참고문헌>

- 권오승, 「경제법」(제11판), 법문사, (2014)
- 신영수, 「카르텔 규제의 개선」, 전국경제인연합회, (2008)
- 양명조, “규제개혁과 공정거래위원회”, 「경쟁과 법」(제2호), 서울대학교 경쟁법센터, (2014.4)
- 이원우, 「경제규제법론」, 홍문사, (2010.3.)
- 전국경제인연합회, 2011 공정거래분야 입법과제(기업정책이슈 4), 전국경제인연합회, (2011)
- 한광석, 공정거래위원회 규제개혁평가, 한국경제연구원, (1999)



제4주제

기업관련 조세의 규제완화

발표자 : 황남석 교수(경희대 법전원)

토론자 : 이재호 교수(서울시립대 법전원), 최지광 공인회계사(한길회계법인 대표)

사회자 : 이철송 석좌교수(건국대 법전원)

기업 관련 조세의 규제완화

황 남 석*

《 目 次 》

I. 서 론	Ⅲ. 기업 관련 조세에 관한 규제 및
Ⅱ. 조세법상 규제의 의미 : 조세의	완화의 필요성
유도적 기능	Ⅳ. 결 론

I. 서 론

정부는 올해 3월경부터 ‘규제완화’를 국정 운영의 핵심 의제로 제시하였다. 이에 따라 정계, 재계를 중심으로 규제완화에 관한 논의가 붐을 이루었다.¹⁾ 그러나 막연하게 정부가 필요이상으로 과도하게 관여하는 것이 규제이고 이를 완화하여야 한다는 정도의 의식만 있었을 뿐이고, 정확하게 어떠한 것이 규제이고 이를 어떻게 완화할 것인지에 관하여는 진지한 성찰이 이루어지지 않았다. 그로부터 얼마 지나지 않아 발생한 세월호의 불행한 사고를 계기로 하여 “과연 우리가 필

* 경희대 법학전문대학원 교수

1) <http://biz.heraldcorp.com/view.php?ud=20140507000552> (2014. 5. 7. 최종 방문)



요한 규제완화란 어떤 것인가”라고 하는 보다 근원적인 의문이 제기되고 있다.

법학, 특히 세법의 영역에서 ‘규제’라는 개념은 엄밀하게 정의되고 있는 것은 아니다. 그러나 기업이 조세라는 요인 때문에 경제적으로 유인이 있는 특정한 행위를 하지 않는다면 일단 규제가 있다고 볼 수 있을 것이다. 그렇다면 어떤 경우에 그런 규제를 그대로 유지할 것이고 어떤 경우에는 이를 완화할 것인지가 문제로 될 것이다. 아직까지 이 문제에 관하여는 별다른 논의가 이루어진바 없고, 또한 성질상 위와 같은 문제에 절대적인 답이라는 것은 있을 수 없겠지만, 저자는 ‘기업 관련 조세’라고 하는 한정적인 범위 내에서 규제의 의의와 한계를 생각해 보고 개별적으로 문제될 수 있는 쟁점들을 제시해 보고자 한다.

II. 조세법상 규제의 의미: 조세의 유도적 기능

1. 사회목적규범으로서의 세법

규제는 사전(事典)적으로는 규범에 의하여 일정한 한도를 설정하고 수범자가 그 한도를 넘지 못하게 하는 것을 의미한다. 세법 영역에서의 규제가 무엇인지에 관하여 아직까지 분명한 합의는 없지만, 저자는 사회목적규범(Sozialzwecknormen)으로서의 세법이 갖는 규범적 효력이 일단 규제에 해당한다고 생각한다.

즉, 세법은 일반적으로 재정목적규범(Fiskalzwecknormen), 사회목적규범(Sozialzwecknormen), 간소화목적규범(Vereinfachungszwecknormen)이라고 하는 세 가지 성격을 가진다. 사회목적규범으로서의 세법은 사회적으로 바람직한 행위를 하는 자에게 조세부담을 덜어주고, 그렇지 않은 자에게 조세부담을 무겁게 한다. 사회목적규범으로서의 세법은 다시 조종규범(Lenkungsnormen, 操縱規範)과 분

배규범(Umverteilungsnormen)으로 나뉜다. 조종규범은 조세부담의 가중·감경을 통하여 사회공공의 복리를 추구하고자 하도록 유도하는 규범이고, 분배규범은 사회적 공평을 위한 부의 재분배를 목적으로 하는 규범이다.²⁾ 조종규범으로서의 세법이 작동하는 기능을 유도적 기능이라고 할 수 있는데, 유도적 기능은 결국 수범자의 관점에서는 일정한 한도를 넘지 못하도록 하는 효력을 포함하므로 규제에 해당한다고 할 수 있다. 따라서 실질적으로 사회목적규범으로서의 조세법규범은 세법이 아니라 경제법, 사회법 등에 해당한다.³⁾

2. 조종규범의 허용여부

조종규범의 성격을 갖는 세법 규정이 현행법상 허용될 수 있는지 여부와 관련하여 견해의 대립이 있다. 우선 위와 같은 조세는 헌법적으로 조세로 볼 수 없다는 견해가 있다. 재정목적이 없다면 국가가 반대급부없이 국민에게 금전적 부담을 과하는 것을 정당화할 수 없기 때문이라는 것을 논거로 한다.⁴⁾ 그 다음으로 현행법 체계에서 허용되기는 하지만, 통상 조종규범의 성격을 갖는 규정들은 매우 까다롭고 복잡하여 납세자의 신고납부에 어려움을 주기 때문에 납세자 인권보호 차원에서 최대한 억제되어야 한다는 견해가 있다.⁵⁾ 마지막으로 조종규범도 세법의 규범특성 중 하나이므로 그 목표가 헌법상 허용될 수 있는 것이라면 해당 세법도 헌법에 반하지 않는다는 견해도 있다.⁶⁾ 헌법재판소는 마지막 견해와 같은

2) Tipke/Lang, Steuerrecht, 21.Aufl., 2013, §3 Rn. 21.

3) Tipke/Lang, 앞의 책(註3), §3 Rn. 22.

4) 정주백, “조세의 정책적 기능의 규범적 한계”, 「조세법연구」 제17권 제1호, 2011, 17면.

5) 김선태, “조세법의 헌법적 한계-헌재 위헌판례를 중심으로 본 재산권 제한의 법리와 그 적용의 한계”, 한국납세자연맹 2006. 10. 13. 발제문, 41면.

6) 김성수, 「세법」, 법문사, 2003, 5면; 이창희, 「세법강의」 제12판, 박영사, 2014, 49-50면. 이 동식, “조세의 유도적 기능의 허용과 한계”, 「조세법연구」 제19권 제3호, 2013, 13면;



입장을 취하고 있다.⁷⁾ 생각건대 조종규범 그 자체는 헌법에 반한다고 보기 어렵다. 조세법이 일차적으로 재정목적규범이기는 하지만 재정목적규범에만 그쳐야 한다고 볼 이유는 없기 때문이다.

3. 규제로서의 조세입법의 한계

조세법이 조종규범으로서의 성격을 갖는다고 하더라도 무제한적으로 허용되는 것은 아니다. 그 이유로 규제로서의 조세는 조세중립성 및 응능부담원칙과 상충되는 측면이 있다는 점을 들 수 있을 것이다.⁸⁾

3.1. 조세중립성

조세중립성(tax neutrality, Neutralität der Besteuerung)이란 재정학적 관점에서 상대가격을 변화시키지 않는 조세의 속성을 말한다. 조세가 상대가격을 변화시킨다면 가격은 왜곡되고 경제 주체의 의사결정이 ‘왜곡(distortion)’된다. 여기서 왜곡이라고 표현하는 것은 조세중립성이 훼손될 경우 조세중립성이 존재할 때보다 사회적 부의 총합을 감소시키기 때문이다.⁹⁾

3.2. 응능부담원칙

응능부담원칙이란 납세자의 경제적 능력에 상응하도록 과세하여야 한다는 원칙

7) 헌법재판소 2005. 6. 30. 선고, 2004헌바40 결정; 헌법재판소 1998. 4. 30. 선고, 96헌바87 결정; 헌법재판소 1994. 7. 29. 선고, 92헌바49 결정.

8) 헌법재판소 2004. 11. 25. 선고, 2002헌바66 결정; 정주백, 앞의 논문(註4), 22면.

9) Hasen, “Tax Neutrality and Tax Amenities”, 12 Fla. Tax Rev. 57 (2012), pp. 78-79.

을 말한다. 납세자의 경제적 능력은 소득, 소비, 재산의 척도에 의하여 측정이 되는데 이렇게 측정된 경제적 능력이 동일하면 동일한 조세를 부담하여야 한다는 것이다. 따라서 응능부담원칙은 헌법 제11조 평등원칙으로부터 도출되는 것으로 해석한다.¹⁰⁾

3.3. 소결론

규제로서의 조세가 허용된다고 하더라도 조세중립성 또는 응능부담원칙의 훼손시킬 경우에는 해당 세법 규정을 통하여 달성하고자 하는 목적과 이익형량하여 그 한계를 설정하는 것이 타당하다고 생각된다. 이하에서는 앞서 본 기준에 입각하여 기업 관련 조세 측면의 규제로서 완화가 필요한 것들을 영역별로 살펴 보기로 한다.

Ⅲ. 기업 관련 조세에 관한 규제 및 완화의 필요성

1. 기업 관련 조세의 범위

기업(Unternehmen)이란 무엇인가? 기업의 개념은 통일적으로 정의되어 있지 않지만 우리나라의 경우 대체로 일정한 계획에 따라 계속적 의도를 가지고 영리행위를 실현하는 독립의 경제적 조직체로 이해하고 있다.¹¹⁾ 기업 그 자체는 권리의무의 주체가 될 수 없으므로 기업의 법적 주체는 상인(개인·법인)이 된다. 따라서 기업 관련 조세란 개인상인(사업자)과 법인상인(회사)와 관련된 조세 전반을

10) 이동식, 「일반조세법」, 제2판, 준커뮤니케이션즈, 2013, 166면.

11) 임중호, “Karl Wieland의 기업법론과 그 계보”, 「비교사법」 제59호, 2012, 1299면.



의미하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 대체로 소득과세와 관련하여서는 개인사업자에 대하여 적용되는 소득세, 법인에 대하여 적용되는 법인세가 주된 대상이 될 것이고, 「상속세 및 증여세법」 중 기업 관련 부분, 소비세제와 관련하여서는 주로 부가가치세가 문제로 될 것이다. 본고에서는 위 영역들 중심으로 하여 규제완화의 필요성이 있는 현행 조세 제도들을 살펴보기로 한다.¹²⁾

2. 개별 영역에서의 규제에 관한 검토

2.1. 법인세제일반

2.2.1. 자기주식거래에 관한 규제

2011년 상법 개정으로 인하여 자기주식의 취득거래가 실질적으로 자유화되었다(상법 제341조).¹³⁾ 특별한 목적이 없더라도 배당가능이익의 범위 내에서는 자기주식을 취득할 수 있게 되었기 때문이다. 이와 같이 자기주식의 취득제한을 완화한 것은 그 순기능에 주목한 실무계의 요청 때문이다. 즉, 적대적 기업매수에 대응할 수 있고, 주가의 하락시에 유통수량을 조절할 수 있는 등 재무관리를 유연하게 할 수 있기 때문이다.¹⁴⁾

자기주식의 취득·처분거래가 상법상 자본거래인지 여부에 관하여는 다툼이 있지만¹⁵⁾ 상법상의 논란과 무관하게 기업회계상으로는 이를 자본거래로 처리하고

12) 부가가치세의 경우 전자세금계산서 발급과 관련하여 가산세 부담이 과중하다는 비판이 있으나, 기술적인 부분이어서 본고에서는 다루지 않는다. 조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ① 대기업도 중소기업도...세금 때문에 못 살겠다”, 2014. 4. 7.

13) 자기거래의 취득금지가 원칙인지 여부에 관하여는 여전히 견해 대립이 있다. 취득금지가 원칙이라는 견해로는 이철송, 「회사법강의」 제22판, 박영사, 2014, 380면; 취득자유가 원칙이라는 견해로는 임재연, 「회사법 I」 개정판, 박영사, 2013, 442면.

14) 이철송, 앞의 책(註13), 378-379면.

있다(국제회계기준 제1032호 문단 33, AG36; 일반기업회계기준 제15장 문단 8). 따라서 자기주식의 취득·처분과정에서는 손익을 인식하지 않는다. 그러나 법인세법시행령은 기업회계와 달리 자기주식의 취득·처분거래를 손익거래로 규정하고 있다(같은 시행령 제11조 제2의2호). 위 법인세법시행령 규정은 같은 취지의 대법원 판결을 입법화한 것이다.¹⁵⁾ 위 일련의 대법원 판결들은 자기주식의 양도성과 자산성이 다른 주식회사가 발행한 주식과 본질적 차이가 없음을 그 논거로 제시하고 있다. 그러나 자기주식의 양도는 그 거래의 상대방이 회사의 주주가 되므로 다른 주식회사가 발행한 주식의 양도와는 다르고 오히려 증자와 같다.¹⁷⁾ 그리고 자본거래로 인한 순자산증가를 과세소득으로 볼 것인지 여부는 입법정책의 문제이기는 하지만, 우리 법인세법은 일반적으로 증자와 같이 자본거래로 인한 순자산의 증가를 익금의 범위에서 제외하고 있다. 그 실질적인 근거는 자본거래로 인한 순자산의 증가가 법인의 담세력과 무관하기 때문이다. 현재 자기주식거래로 인한 순자산의 증가가 과세소득에 포함되는 이유는 전적으로 위 법인세법시행령의 명문 규정 때문이다.

그러나 위 규정은 자본잉여금의 과세여부에 관한 법인세법의 기본 입장과도 상치될 뿐만 아니라 자기주식 취득을 자유화한 개정 상법의 취지와도 상치되는 측면이 있으며 조세중립성 및 응능부담원칙 모두와 충돌한다. 비교법적으로도 유래를 찾기 힘들다.¹⁸⁾ 따라서 개정된 상법의 취지를 살리기 위하여는 자기주식거래에 관하여 비과세하는 방향으로 개정하는 것이 타당하다.

15) 손익거래설로는 이철송, “불공정한 자기주식거래의 효력-주식평등의 원칙과 관련하여-”, 『증권법연구』 제7권 제1호, 2006, 4면; 정찬형, 『상법강의(상)』 제15판, 박영사, 2012, 728면(배당가능이익에 의한 자기주식 취득은 손익거래라는 견해). 자본거래설로는 권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선 내용과 향후과제”, 『선진상사법률연구』 제56호, 2011, 22면; 황남석, “상법상 배당가능이익에 의한 자기주식 취득의 쟁점”, 『상사법연구』 제31권 제3호, 2012, 72면.

16) 대법원 1980. 12. 23. 선고, 79누379 판결, 대법원 1992. 9. 8. 선고, 91누13670 판결; 이재호, “자기주식처분이익의 과세문제”, 『조세법연구』 제15권 제1호, 2009, 343면.

17) 이재호, 앞의 논문(註16), 369면.

18) 그 입법례에 관하여는 이재호, 앞의 논문(註16), 373면 이하.



2.1.2. 무상주 교부에 따른 의제배당

법인세법은 상법상 자본금전입에 따른 무상주 발행이 이루어지는 경우 중 일부를 배당으로 의제하여 그 무상주를 수취하는 주주에게 과세한다. 즉, 법정준비금에 해당하는 이익잉여금, 자기주식처분이익, 특정한 자기주식소각이익의 자본금전입에 따른 무상주를 수취하는 주주는 배당을 받은 것으로 의제하여 과세한다(법인세법 제16조 제1항 제2호). 입법론적으로 준비금의 자본금전입으로 인한 무상주의 수취를 배당으로 의제하는 것이 타당한지 여부에 관하여는 과세긍정설과 과세부정설이 대립하여 왔다.¹⁹⁾ 비교법적으로도 준비금의 자본금전입으로 인한 무상주의 수취를 배당으로 과세하는 경우는 찾아보기 어렵다. 이론적으로도 준비금의 자본금전입으로 인한 무상주발행은 주식분할과 같이 주식의 수만 증가할 뿐 회사의 재산에는 변동이 없다고 할 것이므로, 의제배당으로 과세하여야 할 이유는 없다고 할 것이다.²⁰⁾

상법의 관점에서 보면, 준비금의 자본금전입은 잉여금을 주주에게 명확하게 귀속시키는 제도로서 회사의 자본구조가 건실해진다는 측면에서 바람직한 것이다.²¹⁾ 그러나, 법인세법은 그 중 일부 경우를 과세함으로써 실질적으로 자본금전입을 저해하는 요소로 작용하고 있음을 부인할 수 없다. 조세중립성 및 응능부담 원칙 모두의 관점에서 불필요한 규제라고 판단된다. 따라서 무상주 수취는 의제배당의 대상에서 제외하는 것이 타당하다.²²⁾ 이와 관련하여 우리나라의 경우 상장주식은 원칙적으로 양도소득세를 과세하지 않는 점과 상장주식 및 비상장주식

19) 학설의 상세는 김완석/황남석, 「법인세법론」 제14판, 광교, 2014, 208면; 이종교, “무상주(無償株)의 과세상 논점”, 「중앙법학」 제13권 제1호, 2011, 4-5면.

20) 김완석/황남석, 앞의 책(註19), 208-209면.

21) 박정식/박정원/조재호, 「현대재무관리」 제6판, 다산출판사, 2001, 537면.

22) 이익준비금의 자본금전입을 제외하는 것은 이익준비금이 이익잉여금의 일부이므로 그로 인한 무상주는 주식배당과 본질적으로 다르지 않기 때문이다.

간의 형평문제를 들어 무상주에 관한 의제배당과세가 부득이하다는 반론도 있을 수 있다.²³⁾ 그러나, 이 견해는 무상주 수취에 의하여 주주에게 미실현이익이 증가한다는 전제하에 있다고 할 것인바, 무상주를 발행하더라도 회사 순자산의 변화는 없으므로 미실현이익이 증가할 수 있는지 의문이다.

2.1.3. 업무무관 가지급금에 관한 규제

업무무관 가지급금이란 해당 법인의 업무와 관련이 없는 자금의 대여금을 가리킨다.²⁴⁾ 법인세법은 특수관계인간의 자금지원을 규제하기 위하여 크게 세 분야에서 업무무관 가지급금에 관하여 규율하고 있다.

첫째, 특수관계인에 대한 업무무관 가지급금에 대하여는 대손충당금을 설정할 수 없고, 대손으로 확정되더라도 대손금으로서 손금산입을 허용하지 않으며 그 처분손실이 발생하더라도 처분손실의 손금산입을 허용하지 않는다(법인세법 제34조 제3항, 같은 법 시행령 제19조의2 제7항).

둘째, 업무무관 가지급금과 관련된 차입금에 대한 지급이자 손금산입하지 않는다.²⁵⁾

셋째, 특수관계인에게 업무무관 가지급금을 무상 또는 낮은 이율로 제공한 경우에는 부당행위계산부인규정이 적용되어 시가에 의하여 산정한 이자와의 차액을 익금에 산입한다(법인세법 제52조 제1항, 같은 법 시행령 제88조 제1항 제6호).

그러나 특수관계인간의 자금지원은 이미 1996년부터 「독점규제 및 공정거래에

23) 이종교, 앞의 논문(註19), 8면.

24) 김완석/황남석, 앞의 책(註19), 285면.

25) 헌법재판소는 업무무관 가지급금에 대한 지급이자 손금불산입제도의 취지는 차입금을 생산적인 부분에 사용하지 않고 계열사나 기업주 등과 같은 특수관계인에게 대여하는 비정상적인 행위를 제한함으로써 타인자본에 의존한 무리한 기업확장으로 기업의 재무구조가 악화되는 것을 방지하고, 기업자금의 생산적 운용을 통한 기업의 건전한 경제활동을 유도하는 데 있다고 한다. 헌법재판소 2007. 1. 17. 선고, 2005헌바75·2006헌바7·8(병합) 전원재판부 결정.



관한 법률」(이하 ‘공정거래법’이라고만 한다) 제23조 제1항 제7호에 규정된 부당 지원행위의 한 태양으로 규제가 되어 왔다. 그 취지는 부당한 지원행위에 의하여 지원을 받는 계열기업과 지원을 받지 않는 독립기업간의 공정한 경쟁이 저해된다는 것이었다.²⁶⁾ 구체적으로 위 규정은 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금, 대여금, 인력, 부동산, 유가증권, 상품, 용역, 무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위를 통하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위로서 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위를 금지하고 있다. 대법원은 단순한 사업경영상의 필요 또는 거래상의 합리성, 필요성이 있다고 하여 부당지원행위의 요건인 부당성 및 공정거래저해성이 부정되지 않는다는 입장을 취하고 있다.²⁷⁾

공정거래법 제23조 제1항 제7호에 위반하는 행위는 3년 이하의 징역 또는 2억 원 이하의 벌금에 처할 수 있고(공정거래법 제66조 제1항 제9의2호), 대통령령으로 정하는 매출액의 5퍼센트를 초과하지 않는 범위에서 과징금을 부과할 수 있다(같은 법 제24조의2). 결국 공정거래법에 의하여 한층 엄격한 규제가 설정되어 있는 것이다. 그 위에 다시 법인세법상의 여러 불이익을 가한다는 것은 실질적인 이중의 불이익으로서 오로지 징벌적 목적을 위하여만 조세가 부과되는 것이라고 할 수 있다. 이는 응능부담원칙에 반하는 결과로 생각된다. 적어도 공정거래법 제23조 제1항 제7호의 적용을 받는 경우에는 법인세법상의 업무무관 가지급금 규제 중 앞의 두 가지는 배제하도록 개선할 필요가 있다. 부당행위계산부인규정은 조세회피행위를 바로잡기 위한 것이므로 공정거래법적인 규제와 관련성이 없다.

21.4. 채무보증에 관한 규제

26) 권오승, 「경제법」 제11판, 법문사, 2014, 259면.

27) 대법원 2004. 10. 14. 선고, 2001두2935 판결; 권오승, 앞의 책(註26), 261면.

법인세법은 채무보증으로 인하여 발생한 구상채권에 대하여는 대손충당금을 설정할 수 없도록 규정하고 있다. 이와 같은 구상채권에 대하여는 그 채권이 대손으로 확정되더라도 대손금으로서 손금산입을 허용하지 않으며 처분손실이 발생하더라도 그 처분손실에 대한 손금산입을 허용하지 않는다(법인세법 제19조의2 제2항 제1호, 법인세법시행령 제19조의2 제7항). 이와 같은 규제는 기업간의 채무보증에 의한 과도한 차입과 연대도산을 방지하기 위한 것이라고 한다.²⁸⁾ 본래 위 규제는 공정거래법에 따른 계열회사간 채무보증 등에 대하여만 적용되던 것이었으나,²⁹⁾ 2008년 12월 법인세법 개정에 따라 현재의 상태와 같이 그 적용범위가 확대되었다. 그 대신 공정거래법에 따른 계열회사간 채무보증의 경우는 적용범위에서 제외되었다.

현재 위 규정으로 인하여 건설업계가 큰 타격을 입고 있다. 주택시장의 장기침체로 미분양이 속출함에 따라 주택건설사업을 위한 프로젝트 파이낸싱 대출계약을 위하여 보증계약을 체결한 건설사들이 보증채무를 이행하고 구상채권을 취득하는 경우가 많은데 그 구상채권이 대손으로 확정되더라도 손금산입할 수 없어 법인세를 부담하여야 하기 때문이다. 그 결과 건설업계 전반의 영업이익이 크게 감소하여 업계 전반의 위기로 확산되고 있다고 한다.³⁰⁾ 결국 현행 채무보증 등에 대한 규제는 응능부담원칙에도 반할 뿐만 아니라 규제로 인한 이익에 비하여 관련업계에 발생하는 불이익이 크기 때문에 폐지하거나 그 적용범위를 제한하는 것이 바람직하다.³¹⁾ 공정거래법에 의하여 계열회사간 채무보증행위가 이미 규제의 대상이 되고 있다는 점도 고려하여야 할 것이다.

28) 헌법재판소 2009. 7. 30. 선고, 2007헌바15 결정; 김완석/황남석, 앞의 책(註26), 284면.

29) 구 법인세법(2008. 12. 26. 법률 제9267호로 개정되기 전의 것) 제34조 제3항 제1호, 구 법인세법시행령(2009. 2. 4. 대통령령 제21302호로 개정되기 전의 것) 제61조 제4항 제1호.

30) 상세는 조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ② 영업상 불가피한 빚보증에도 세금 철폐”, 2014. 4. 8.자.

31) 이를테면 손금한도액을 두는 방안을 고려해 볼 수 있다. 조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ② 영업상 불가피한 빚보증에도 세금 철폐”, 2014. 4. 8.자.



2.1.5. 주식매수선택권(스톡옵션)의 손금성 부인

상법은 1999. 12. 31. 개정(법률 제6086호)을 통하여 주식매수선택권 제도를 도입하였다(제340조의2). 주식매수선택권 제도는 주식회사의 이사, 감사, 피용자가 회사의 설립·경영과 기술혁신 등에 기여할 수 있는 유인을 제공하기 위한 제도로써 기능한다.³²⁾ 주식매수선택권자가 그 권리를 행사한 경우 법인은 주식매수선택권을 보유한 자에게 시가보다 낮은 가격으로 주식을 발행·교부하여야 하므로 경제적인 관점에서는 손실이 있다고 볼 수 있다. 혹은 주식매수선택권을 행사하는 권리자가 그로 인하여 이익을 본다면 그에 대응하는 손실이 있다고도 볼 수 있다.³³⁾ 기업회계에서는 주식매수선택권을 부여하는 시점에서 비용을 인식한다.

그런데 법인세법은 주식매수선택권 행사와 관련하여 손금산입이 허용되는 범위를 제한적으로만 규정하고 있다. 즉, 법인세법시행령 제19조 제19호는 임직원이 ① 금융지주회사법에 따른 금융지주회사로부터 부여받거나 지급받은 주식매수선택권, ② 기획재정부령으로 정하는 해외모법인으로부터 부여받거나 지급받은 주식매수선택권 으로서 기획재정부령이 정하는 것을 행사하는 경우 해당 주식매수선택권을 부여하거나 지급한 법인에 그 행사비용으로서 보전하는 금액을 손금에 산입하도록 규정하고 있다. 또한 잉여금처분시 손금불산입의 예외로서 자기주식 교부형, 현금정산형 주식매수선택권은 손금산입하도록 규정하고 있다(법인세법시행령 제20조 제1항 제3호 가목). 전자의 경우 법인이 스스로 부여한 주식매수선택권에 관한 규정이 아니고, 후자의 경우 잉여금처분에 의하지 않은 경우에도 손금으로 볼 수 있을 것인지 여부는 분명하지 않다. 행정해석은 주식매수선택권 행사에 의한 신주발행은 자본거래임을 근거로 손금산입할 수 없다는 입장을 취하고

32) 이철송, 앞의 책(註13), 652면; 임재연, 앞의 책(註13), 514면.

33) 윤지현, “주식매수선택권 행사가 신주(新株) 발행 법인에 미치는 세법상 법률효과”, 「서울대학교 법학」 제51권 제2호, 2010, 165면.

있다.³⁴⁾ 그러나, 법인이 주식매수선택권과 관련하여 손금산입을 할 수 있도록 하지 않는다면³⁵⁾ 주식매수선택권이 쉽게 부여될 수 없으며 이는 상법상 도입된 주식매수선택권 제도의 의미를 크게 퇴색시킬 것이다. 정부는 2014. 2. 벤처기업에 한하여 주식매수선택권 소득에 대한 세제지원방안을 마련하고 법인의 손금산입이 가능하도록 법인세법시행령을 개정할 계획을 수립하였다.³⁶⁾ 새로운 세제지원방안의 적용범위를 일반 법인으로 확대하는 방안도 적극 고려하여야 할 것으로 생각된다.

2.2. 조직재편세제

2.2.1. 합병세제

2.2.1.1. 삼각합병시의 적격합병요건

상법은 2011년 개정을 통하여 삼각합병제도를 도입하였다. 상법상 삼각합병제도는 합병법인과 그 모회사가 완전모자회사관계일 것을 요건으로 하지 않는다.³⁷⁾ 그러나 법인세법 시행령은 삼각합병시 적격합병요건으로서 합병법인과 그 모회사가 완전모자회사관계에 있을 것을 전제로 규정하고 있다(법인세법시행령 제80조 제1항 제2호 가목 괄호). 합병법인과 그 모회사가 완전모자회사가 아니라면 삼각합병을 하더라도 과세특례의 적용을 받을 수 없으므로 현실적으로 그와 같은 삼각합병은 하지 못하게 된다. 본래 상법상 삼각합병제도는 합병법인과 그 모회사

34) 2002. 5. 22.자, 법인46012-294; 이태로/한만수, 「조세법강의」 신정10판, 박영사, 2014, 462면 주2.

35) 구체적인 손금산입액의 결정은 쉽지 않은 문제이다. 이와 관련하여 우선은 이창희, 앞의 책(註6), 550면.

36) 기획재정부, “보도자료: 벤처기업 스톡옵션 소득에 대한 세제지원방안 마련”, 2014. 2. 5.

37) 윤영신, “삼각합병제도 도입과 활용상의 법률문제”, 「상사법연구」 제32권 제2호, 2013, 12면.



간에 완전모자회사관계를 요구하도록 설계되지 않았으나 법인세법의 적격합병요건에 따라 완전모자회사관계가 아닌 삼각합병의 경우 조세부담이 늘어난다. 이는 적어도 조세중립성에 반하는 것으로 볼 수 있다.³⁸⁾ 문제는 그와 같은 적격합병요건을 정당화할 수 있을 것인지 여부이다. 법인세법시행령이 합병법인과 그 모회사간에 완전모자회사관계를 요구하는 것은, 그 경우에만 합병법인 주식과 합병법인 모회사 주식간에 경제적 실질의 차이가 없음을 전제로 하는 것으로 생각된다. 그러나 적격합병요건으로서 합병대가의 전부를 합병법인 주식으로서 지급할 것을 요구하는 것은 아니므로 위와 같이 엄격하게 규율할 필요는 없다고 판단된다. 참고로 미국연방세법은 합병법인의 모회사가 80퍼센트 이상의 지분을 보유하면 충분하도록 규정하고 있다.³⁹⁾

2.2.1.2. 적격합병요건 중 지분의 계속 요건 완화

법인세법은 적격합병요건으로서 사업목적⁴⁰⁾, 지분의 계속, 사업의 계속⁴¹⁾을 규정하고 있다(법인세법 제44조 제2항). 그 중 지분의 계속은 피합병법인의 주주⁴²⁾가 합병으로 인하여 받은 합병대가의 총합계액 중 ‘합병법인 주식 또는 그 모회사의 주식’(이하 ‘합병교부주식’이라고만 한다) 가액이 80퍼센트 이상이어야 하고

38) 조직재편의 영역에서 조세중립성은 “조세가 조직재편을 조장하거나 저해하여서는 안 된다”는 명제로 나타난다. Frankel, “Federal Taxation of Corporate Reorganization”, 66 Am. Bankr. L.J. 55 (1992), p. 88.

39) 미국연방세법 제368조(c); Bittker/Eustice, Federal Income Taxation of Corporations and Shareholders, 7.ed., 2014, ¶ 12.25[2].

40) 사업목적은 합병등기일 현재 1년 이상을 계속하던 내국법인간의 합병이어야 한다는 것이다. 법인세법 제44조 제2항 제1호.

41) 사업의 계속은 합병법인이 합병등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 피합병법인으로부터 승계받은 사업을 계속하여야 한다는 것이다. 법인세법 제44조 제2항 제3호.

42) 법문에는 주식회사 이외의 경우 사원을 포괄하기 위하여 ‘주주등’으로 되어 있으나, 편의상 ‘주주’라고만 지칭한다. 마찬가지로 법문상 ‘주식등’으로 규정되는 경우에도 ‘주식’으로만 지칭하기로 한다.

대통령령이 정하는 바에 따라 배정되어야 하며 피합병법인의 특정지배주주가 일정한 기간 동안 이를 보유하여야 한다는 것이다. 이를 다시 세분하면 ‘합병대가 중 합병교부주식의 비율’, ‘합병교부주식의 배정’, ‘합병교부주식의 일정기간 보유’로 나누어 볼 수 있다.

지분의 계속 요건 중 ‘합병대가 중 합병교부주식 비율’이 요구되는 것은 피합병법인 주주가 합병법인 주식을 취득하여 합병법인의 주주로 편입됨으로써 합병법인으로 승계된 피합병법인 순자산을 경제적으로 계속 지배하는 경우에 한하여 ‘단순한 형식의 변화(mere change in form)’고 보고 과세특례를 부여하기 위한 것이다.⁴³⁾ 그러나 위 논리는 절대적인 것이라고 보기 어렵다. 이를테면 경제적인 측면에서 합병법인 주식 또는 합병법인 모회사 주식이 상장주식인 경우에는 현금과, 의결권 없는 주식인 경우에는 사채와 크게 다르지 않다. 또한 오랫동안 피합병법인의 주주였던 자가 합병 직전에 주식을 합병법인 이외의 제3자에게 처분하는 경우 실질적으로 지분의 계속적 보유를 인정하기가 어렵지만, 이 경우까지 규제하는 것은 현실적으로 쉽지 않기 때문에 아무런 요건도 규정되어 있지 않다. 또한 지분의 계속은 피합병법인 주주와 합병법인간의 문제이므로 피합병법인과 합병법인이 합일된다고 하는 합병의 본질과 관련하여서는 직접적인 의미를 가지지 않는다고 볼 여지도 있다. 요컨대, 지분의 계속 요건이 전혀 의미가 없다고 보기는 어렵지만 이를 절대적인 원칙으로서 관철시키는 것도 적절하지 않으며 오히려 그렇게 하는 것은 2011년 개정 상법이 의도한 유연한 합병거래를 저해하는 방향으로 작용할 가능성이 높다. 실제로 2009. 12. 31. 법률 제9898호로 개정되기 전의 구 법인세법 제44조 제1항 제2호는 합병대가 중 합병교부주식의 가액이 95퍼센트 이상일 것을 요구하고 있었으나 위 개정으로 현행과 같이 80퍼센트로 그 비중을 낮춘 것이다. 그러나 그 비율을 현행보다 더 완화할 필요가 있다고 생각된다.

43) Block, Corporate Taxation, 4.ed., 2010, p. 380.



2.2.1.3. 사후관리 규정 위반의 효과

법인세법은 합병당시 양도차익이 존재하였던 경우 적격합병에 의하여 피합병법인의 자산을 장부가액으로 승계한 합병법인이 2년 이내에 승계받은 사업을 폐지하거나 특정지배주주가 합병교부주식을 처분하는 경우 적격합병의 효과를 사후적으로 부인하고 과세한다. 문제는 그 반대의 경우 즉 합병당시 양도차손이 존재하였던 경우에는 2년 이내에 승계받은 사업을 폐지하거나 특정지배주주가 합병교부주식을 처분하더라도 사후적으로 손금산입할 수 있도록 하지 않는다는 점이다(법인세법 제44조의3 제3항, 법인세법시행령 제80조의4 제4항). 양도차익과 양도차손이 발생하는 경우의 취급을 달리하는 이유는 무엇인가? 현재 이에 관하여 언급하는 문헌은 찾아보기 어려운데, 징벌적 목적에 따른 것이라고 밖에는 볼 수 없다.⁴⁴⁾ 결국 합병 이후에 사정 변경에 따라 승계받은 사업을 폐지하거나 특정지배주주가 합병교부주식을 처분하는 경우 합병당시 양도차익이 있었다면 그때 이연된 양도차익에 대한 과세가 사후적으로 이루어지는데 그치지만 합병당시 양도차손이 있었다면 그 당시에 손금에 산입할 수 있었던 금액을 사후적으로는 손금에 산입할 수 없으므로 합병당사자는 합병 이후의 사정 변경에 대응하는 선택지가 크게 좁아지게 된다. 즉, 조세중립성의 훼손이 일어나는 것이다. 이 점은 분할의 경우도 마찬가지이다(법인세법시행령 제82조의4 제4항).

2.2.2. 분할세제

2.2.2.1. 비공동출자 요건

44) 황남석/이준규, “개정된 합병세제의 해석·적용상의 문제점”, 『조세법연구』 제16권 제3호, 2010, 76면.

상법 제530조의4 제2항, 상법등기법 제98조 제2항은 분할과정에서 공동출자가 가능하도록 규정하고 있다.⁴⁵⁾ 분할 또는 분할합병과정에서 외자유치 등 전략적 제휴가 이루어질 수 있도록 하기 위한 규정이다.⁴⁶⁾ 그러나, 법인세법 제46조 제2항 제1호 다목은 분할법인등만의 출자에 의하여 분할하는 것일 것을 요건으로 규정하고 있다. 그 의미는 분할하는 회사 이외의 제3자가 분할과정에서 공동출자를 하면 과세특례가 적용되지 않는다는 뜻이다. 위 규정에 따르면 분할과정에서 분할회사 아닌 제3자의 출자가 이루어질 경우에는 과세특례의 적용이 배제되므로 분할절차가 종료한 이후에 다시 현물출자를 하여야 하는 절차적 비효율이 초래된다.

2.2.2.2. 물적흡수분할합병에 관한 과세특례

상법 제530조의12는 물적분할을 정의하면서 ‘...분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사의 주식의 총수를 취득하는 경우’로 규정되어 있다. 법문 그대로 읽으면 회사의 신설이 없는 물적흡수분할합병은 허용되지 않는 것으로 해석하지 않을 수 없다. 그러나 위와 같은 형태의 물적분할을 인정하지 않을 이유가 없다. 따라서 상법학계의 다수설은 위 법문에도 불구하고 물적흡수분할합병이 가능하다고 본다.⁴⁷⁾ 대법원 상업등기선례도 물적흡수분할합병의 등기가 가능하다고 해석한다.⁴⁸⁾ 일견 이 문제는 이처럼 해석에 의하여 해결이 된 것처럼 보인다.

그러나, 법인세법상 물적분할의 과세특례요건을 고려하면 위 문제는 아직 해결된 것이 아니다. 법인세법 제47조 제1항은 물적분할시 과세특례를 규정하고 있는

45) 대법원 등기선례 200309-16(2003. 9. 1. 공탁법인 3402-207 질의회답).

46) 박정우/이상식, “회사분할세제에 관한 연구”, 세무학연구 제21권 제4호, 2004, 268면. 위와 같은 상법의 태도에 비판적인 견해로는 권기범, 「기업구조조정법」 제4판, 삼성사, 2011, 443-444면.

47) 이철송, 앞의 책(註13), 1098면.

48) 2003. 10. 8. 대법원 상업등기선례 1-246(공탁법인 3402-239 질의회답).



데, 구체적으로 ‘분할법인이 물적분할에 의하여 분할신설법인의 주식등을 취득한 경우’를 전제로 하고 있다(밑줄은 저자). 행정해석도 물적흡수분할합병의 경우에는 과세특례가 적용되지 않는다고 해석한다.⁴⁹⁾ 본래 구 법인세법(2005. 12. 31. 법률 제7837호로 개정되기 전의 것) 제47조는 ‘분할신설법인 또는 분할합병의 상대방법인의 주식을 취득한 경우’(밑줄은 저자)로 규정하고 있었으나, 위 2005. 12. 31. 개정에 따라 현행법과 같은 모습으로 즉 ‘분할합병의 상대방법인의 주식’ 부분이 삭제되는 형태로 개정된 것이다.

행정해석은 구 법인세법의 개정 이유로서 상법상 물적흡수분할합병이 허용되지 않는 점을 들고 있다.⁵⁰⁾ 이에 따라 기업실무에서는 물적흡수분할합병을 하고자 할 경우 과세특례를 적용받기 위하여 물적신설분할을 한 후에 다시 합병절차를 밟고 있다. 그러나 물적분할 이후 합병절차를 밟을 경우 합병계약서 등의 공시기간, 주주총회의 소집·공고기간이 소요되므로 그만큼 절차가 지연되는 문제점이 있다.⁵¹⁾ 그러나 물적분할시 과세특례를 인정하면서도 물적흡수분할합병의 과세특례를 부인하는 입법례는 찾아보기 어렵다.⁵²⁾

2.2.2.3. 독립된 사업부문의 포괄승계

상법상 회사분할의 단위가 사업부문을 구성하여야 하는지 여부에 관하여 견해의 대립이 있다.⁵³⁾ 그러나 적어도 법인세법상으로는 분리하여 사업이 가능한 독

49) 2006. 9. 12.자, 서면2탐-1761; 2009. 8. 31.자, 법인세과-964.

50) 2006. 9. 12.자, 서면2탐-1761.

51) 물적분할과 동시에 합병을 하는 방법으로 물적흡수분할합병의 효과를 거두는 것도 가능하지 않은가 의문이 있을 수 있다. 그러나 위와 같이 할 경우 실질적으로 (행정해석이 불가하다고 해석하는) 물적흡수분할합병을 한 것으로 취급될 우려가 있고 그 경우 예상되는 조세부담은 적지 않으므로 실무상으로는 그와 같이 하지 않는 것으로 보인다.

52) 물적분할제도가 인정되는 독일, 일본 모두 물적흡수분할합병시 과세특례가 부여된다.

53) 강현구, “상장회사의 분할의 대상에 관한 연구”, 『증권법연구』 제11권 제3호, 2010, 341면.

립된 사업부문을 분할하여야만 과세특례가 적용된다는 명문의 규정이 있다(법인세법 제46조 제1항 제1호 가목). 문제는 독립된 사업부문이 어느 정도 수준으로 이전되어야 하는지 여부이다. 법인세법 제46조 제1항 제1호 나목은 분할하는 사업부문의 자산 및 부채가 포괄적으로 승계될 것을 요구하고 있다. 여기서 포괄승계의 의미는 해당 사업부문에 속하는 모든 자산 및 부채가 이전되어야 한다는 뜻하는 것이다. 위 나목 단서는 “다만, 공동으로 사용하던 자산, 채무자의 변경이 불가능한 부채 등 분할하기 어려운 자산과 부채 등으로서 대통령령이 정하는 것은 제외한다”라고 규정하고 있기 때문에 반대해석을 하면 그렇게 이해하게 되는 것이다. 본래 포괄승계란 권리·의무의 이전·승계방식으로서 단일한 절차를 통하여 권리·의무가 일시에 이전되고 그 승계인이 종전 피승계인의 법적 지위를 그대로 계승하는 경우로서 법률에 의하여 그 효과가 부여된 것을 의미하는 것으로서, 승계인에게 귀속되는 모든 권리·의무가 승계된다는 의미는 들어있지 않다.⁵⁴⁾ 그러나 법인세법 제46조 제1항 제1호 나목으로 인하여 분할되는 사업부문에 필수적이지 않은 자산·부채조차도 반드시 분할신설회사 및 분할합병의 상대방회사로 이전하여야만 과세특례를 적용받을 수 있다. 생각건대, 분할의 과세특례에 독립된 사업부문의 승계를 요구하는 것은 단순한 자산의 승계는 경제적으로 자산의 처분과 다를 바 없으므로 그 경우 과세특례를 부여할 수 없다는 고려에서 비롯된 것이다. 따라서, 기능적 관점에서 분할되는 사업부문이 종전의 영업활동을 계속할 수만 있다면 과세특례를 부여하는 것이 타당하다고 할 것인바, 현재의 규정은 조세중립성에 위반되는 규제라고 생각된다.⁵⁵⁾

2.3. 상속세 및 증여세제

54) 황남석, “포괄승계(包括承繼)의 개념에 관한 연구”, 「기업법연구」 제27권 제3호, 2013, 316면.

55) 이에 관한 상세는 황남석, “적격물적분할의 포괄승계 요건”, 「조세법연구」 제19권 제2호, 2013, 255면 이하.



2.3.1. 일감몰아주기 과세

‘일감몰아주기 과세’란 특수관계법인간 거래를 통한 이익의 증여의제를 말하는 것이다. 「상속세 및 증여세법」(이하 ‘상증세법’이라고만 한다) 제45조의3 제1항은 법인의 사업연도 매출액 중에서 그 법인의 지배주주와 대통령령으로 정하는 특수관계에 있는 법인에 대한 매출액이 차지하는 비율(특수관계법인 거래비율)이 그 법인의 업종 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 비율(정상거래비율)을 초과하는 경우에는 그 법인(수혜법인)의 지배주주와 그 지배주주의 친족⁵⁶⁾이 다음 산식에 따라 계산한 이익(증여의제이익)을 각각 증여받은 것으로 본다고 규정하고 있다.⁵⁷⁾

수혜법인의 세후 영업이익 $\times$ 정상거래비율의 1/2[수혜법인이 중소기업(조세특례제한법 제5조 제1항에 따른 중소기업) 또는 대통령령으로 정하는 중견기업에 해당하는 경우에는 정상거래비율]을 초과하는 특수관계법인 거래비율 $\times$ 한계보유비율을 초과하는 주식보유비율

위 규정은 주로 재벌기업들을 중심으로 한 특수관계법인간의 일감몰아주기를 세법에서 규제하기 위한 것이다. 즉, 특수관계법인으로부터 일감을 받은 법인인 수혜법인과 특수관계법인간의 거래비율이 일정 비율을 초과하는 경우에는 해당 수혜법인의 지배주주와 그 지배주주의 친족이 수혜법인의 영업이익을 기준으로 계산한 이익을 증여받은 것으로 의제하는 것이다.⁵⁸⁾

일감몰아주기 과세와 관련하여서는 일감몰아주기는 근로 내지 작업의 기회를

56) 수혜법인의 발행주식총수 또는 출자총액에 대하여 직접 또는 간접으로 보유하는 주식보유비율이 대통령령으로 정하는 보유비율(한계보유비율)을 초과하는 주주에 한정한다.

57) 구체적인 산식의 내용에 관하여는 임승순, 883-886면.

58) 임승순, 「조세법」 2014년도판, 박영사, 2014, 887면.

부여하는 것에 불과하므로 과연 증여의 개념에 포섭시킬 수 있는지 여부가 의문이고, 증여이익의 산정은 세후 영업이익을 기준으로 하고 있으므로 수혜법인에 대한 법인세, 그 지배주주에 대한 (배당)소득세에 이어서 증여세가 과세되면 삼중의 과세라는 비판이 제기되고 있다.⁵⁹⁾ 또한 2013년도의 신고납부현황을 보면 대규모 기업집단에 속하는 회사는 1.5퍼센트에 불과하고 나머지는 중소기업·중견기업에 해당하는 회사들이었다. 즉, 본래 재벌기업들 내부의 일감몰아주기를 규제의 대상으로 한 세제이지만 결과적으로 중소기업·중견기업의 세부담을 증가시킨 결과가 되고 말았다. 구체적인 과세방식에 있어서도 정상거래비율 산정시 업종별 특성이 반영되고 있지 않은 점, 제품·상품 수출은 과세대상에서 제외하면서 용역 수출은 과세대상에 포함시키는 점 등은 문제가 있다는 비판이 제기되고 있다.⁶⁰⁾

결국 일감몰아주기 과세에 대하여 위와 같은 비판이 제기되고 있는 것은 일감몰아주기의 결과를 이익의 증여로서 파악하는 것이 쉽지 않다는 본질적인 문제점에 기인하는 것으로 생각된다. 그 결과 오히려 중소기업과 중견기업의 지배주주에 대한 조세부담이 증가하고 말았다. 이러한 조세부담의 증가는 조세중립성이나 응능부담원칙의 관점에서 모두 문제가 있다고 생각된다. 일감몰아주기 문제는 궁극적으로 공정거래법의 영역에서 해결하는 것이 바람직하다고 생각된다.⁶¹⁾

2.3.2. 가업승계공제에 관한 규제

가업이란 대통령령으로 정하는 중소기업 또는 규모의 확대 등으로 중소기업에

59) 임승순, 위의 책, 887면. 다만 2014. 2. 21. 대통령령 제25195호로 상속세법 시행령 제34조의2 제13항이 개정되면서 위 시행령 공포일 이후부터는 배당소득이 있는 경우에는 이를 증여의제이익에서 공제하게 되었다.

60) 조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ③ 재벌 규제 과세제도, 중소·중견기업에 타격”, 2014. 4. 9.자.

61) 현재 공정거래법상 부당지원행위가 성립하기 위해서는 부당성의 판단요건으로 경쟁제한성, 현저성이 요구되므로 일감몰아주기에 대한 효율적인 대처방안이 되지 못하고 있다. 김우찬/채이배, “일감몰아주기에 대한 공정거래법 규율의 실효성 제고방안”, 「기업지배구조연구」 제46권, 2013, 41면 이하.



해당하지 않게 된 기업(상속이 개시되는 사업연도의 직전 사업연도의 매출액이 3천억 원을 초과하는 기업 및 상호출자제한기업집단 내 기업은 제외)으로서 피상속인이 10년 이상 계속하여 경영한 기업을 말한다(상증세법 제18조 제2항 제1호). 여기서의 경영은 피상속인이 개인거주자로서 영위한 경우 및 법인의 주주나 출자자로서 영위한 경우를 모두 포함한다.⁶²⁾ 가업승계공제라 함은 가업을 상속하는 경우 가업상속재산가액을 상속세과세가액에서 공제하는 것을 말한다.⁶³⁾ 이는 중소기업의 대부분을 차지하고 있는 가족기업의 경우 친족에게 가업을 승계하는 방식을 선호하고 있으나 그 경우 상속세 부담으로 인하여 승계받은 가업용 자산을 처분하여 가업을 축소하거나 경우에 따라서 폐업하게 되는 문제가 발생하는 것을 해결하기 위한 제도이다.⁶⁴⁾ 상속에 앞서서 중소기업 주식을 증여할 경우에는 일정한 증여세 과세특례가 규정되어 있다(조세특례제한법 제30조의6).⁶⁵⁾ 그러나, 현행 제도는 가업승계자는 상속 개시 2년 전에 해당 기업에 종사하여야 한다는 점(상증세법 시행령 제15조 제4항 제2호 나목), 상속인 중 1명이 해당 가업을 상속받은 경우에 한하여 인정될 수 있다는 점(상증세법 시행령 제15조 제4항 제2호 다목),⁶⁶⁾ 상속개시일로부터 원칙적으로 10년간 자산, 지분율, 고용을 상속 당시 수준에 가깝게 유지하여야 한다는 점(상증세법 제18조 제5항) 규제의 관점에서 경직적인 측면이 있다.

62) 다만 후자의 경우에는 피상속인이 법인의 최대주주 또는 최대출자자로서 그의 특수관계인의 주식 등을 합하여 해당 법인의 발행주식총수 또는 출자총액의 50퍼센트(상장법인의 경우 30퍼센트) 이상을 계속하여 보유하는 경우에 한정한다. 상증세법 시행령 제15조 제3항.

63) 공제금액은 200억원을 한도로 하고 피상속인이 15년 이상 계속하여 경영한 경우에는 300억원, 20년 이상 계속하여 경영한 경우에는 500억원을 한도로 한다. 상증세법 제19조 제2항 제1호 단서.

64) 최천규, “현행 가업승계세제의 합리화 방안에 관한 연구”, 『조세연구』 제11권 제1호, 2011, 177면. 그 연혁에 관하여는 같은 논문, 182면.

65) 이 제도의 상세는 최천규, 위의 논문, 189면 이하.

66) 최천규, 위의 논문, 220면. 물론 민법에 따른 유류분 반환청구에 따라 다른 상속인이 받았거나 받을 상속재산은 제외하도록 규정되어 있지만(상증세법 시행령 제15조 제4항 제2호 다목 괄호), 가업을 승계하는 자는 1명이어야 한다.

IV. 결 론

조세는 그 자체로 조종목적규범의 특성을 가질 수 있으므로 규제적 성격을 갖는 것 자체를 문제시할 수는 없다. 그러나 유도적 기능을 갖는 세법 규정이 조세 중립성 또는 응능부담원칙을 훼손하는 정도가 조종목적으로 달성하려는 이익을 초과할 경우 그 규제효과는 정당성을 갖기 어렵다고 생각된다. 저자는 기업과 관련되는 조세를 중심으로 위 두 가지 기준에 입각하여 규제가 완화되어야 할 필요성이 있는 쟁점들을 제시하여 보았다. 위 쟁점이 대상으로 하는 개별 제도들은 각기 특유한 정책목적을 갖고 있는 것이므로 무조건 완화 또는 폐지하여야 한다고 단언하기는 어려울지도 모른다. 그러나 규제완화의 관점에서 제도의 필요성에 관하여 다시 한번 생각해 보는 기회가 되기를 기대한다.



<참고문헌>

[국내문헌]

강현구, “상장회사의 분할의 대상에 관한 연구”, 「증권법연구」 제11권 제3호, 2010.

권기범, 「기업구조조정법」 제4판, 삼성사, 2011.

권오승, 「경제법」 제11판, 법문사, 2014.

권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후과제”, 「선진상사법률연구」 제56호, 2011.

기획재정부, “보도자료: 벤처기업 스톡옵션 소득에 대한 세제지원방안 마련”, 2014. 2. 5.

김선택, “조세법의 헌법적 한계-현재 위헌판례를 중심으로 본 재산권 제한의 법리와 그 적용의 한계”, 한국납세자연맹 2006. 10. 13. 발제문.

김성수, 「세법」, 법문사, 2003, 5면.

김완석/황남석, 「법인세법론」 제14판, 광교, 2014.

김우찬/채이배, “일감몰아주기에 대한 공정거래법 규율의 실효성 제고방안”, 「기업지배구조연구」 제46권, 2013.

박정식/박정원/조재호, 「현대재무관리」 제6판, 다산출판사, 2001, 537면.

박정우/이상석, “회사분할세제에 관한 연구”, 「세무학연구」 제21권 제4호, 2004.

윤영신, “삼각합병제도 도입과 활용상의 법률문제”, 「상사법연구」 제32권 제2호, 2013.

윤지현, “주식매수선택권 행사가 신주(新株) 발행 법인에 미치는 세법상 법률효과”, 「서울대학교 법학」 제51권 제2호, 2010.

이동식, “조세의 유도적 기능의 허용과 한계”, 「조세법연구」 제19권 제3호,

2013.

_____, 「일반조세법」 제2판, 준커뮤니케이션즈, 2013.

이재호, “자기주식처분이익의 과세문제”, 「조세법연구」 제15권 제1호, 2009.

이중교, “무상주(無償株)의 과세상 논점”, 「중양법학」 제13권 제1호, 2011.

이철송, “불공정한 자기주식거래의 효력-주식평등의 원칙과 관련하여-”, 「증권법연구」 제7권 제1호, 2006.

_____, 「회사법강의」 제22판, 박영사, 2014.

이창희, 「세법강의」 제12판, 박영사, 2014.

이태로/한만수, 「조세법강의」 신정10판, 박영사, 2014.

임승순, 「조세법」 2014년도판, 박영사, 2014.

임재연, 「회사법 I」 개정판, 박영사, 2013.

임중호, “Karl Wieland의 기업법론과 그 계보”, 「비교사법」 제59호, 2012.

정주백, “조세의 정책적 기능의 규범적 한계”, 「조세법연구」 제17권 제1호, 2011.

정찬형, 「상법강의(상)」 제15판, 박영사, 2012.

조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ② 영업상 불가피한 빚보증에도 세금 철회”, 2014. 4. 8.자.

조세일보, “기업성장 가로막는 세금규제 - ③ 재벌 규제 과세제도, 중소·중견기업에 타격”, 2014. 4. 9.자.

최천규, “현행 가업승계세제의 합리화 방안에 관한 연구”, 「조세연구」 제11권 제1호, 2011.

황남석/이준규, “개정된 합병세제의 해석·적용상의 문제점”, 「조세법연구」 제16권 제3호, 2010.

_____, “상법상 배당가능이익에 의한 자기주식 취득의 쟁점”, 「상사법연구」 제31권 제3호, 2012.



_____, “포괄승계(包括承繼)의 개념에 관한 연구”, 「기업법연구」 제27권 제3호, 2013.

_____, “적격물적분할의 포괄승계 요건”, 「조세법연구」 제19권 제2호, 2013.

[독일문헌]

Tipke, Klaus/Lang, Joachim, Steuerrecht, 21.Aufl., 2013.

[미국문헌]

Bittker, Boris/Eustice, James S., *Federal Income Taxation of Corporations and Shareholders*, 7.ed., 2014.

Block, Cheryl D., *Corporate Taxation*, 4.ed., 2010.

Hasen, David, “Tax Neutrality and Tax Amenities”, 12 *Fla. Tax Rev.* 57 (2012).

Frankel, Mark A., “Federal Taxation of Corporate Reorganization”, 66 *Am. Bankr. L.J.* 55 (1992).