

# 美 M&A 주주대표소송과 이사 충실의무

2024. 11월

## 목 차

I. 상법 개정 관련 문제제기 .....	1
II. 미국 회사법제 및 주요 판례 검토 ....	2
III. 미국 M&A 관련 주주대표소송 현황 ....	4
IV. 결론 및 시사점 .....	7

# I. 상법 개정 관련 문제제기

□ 22대 국회에 이사의 책임을 주주로 확대하는 상법 개정안 다수 발의

구분	대표발의(발의일)	법안 내용
이사 총실의무를 총주주로 확대	강훈식(민) ('24.6.20) 박주민(민) ('24.6.13) 정준호(민) ('24.6.5)	이사 총실의무 대상을 <b>회사와 주주로 확대</b>
	박상혁(민) ('24.8.14)	이사에게 <b>전체 주주의 이익을 보호</b> 하는 의무 부과
	민병덕(민) ('24.9.26)	이사 직무 수행시 특정 주주나 이해관계인이 아닌 <b>총주주의 이익을 공정하게 대변할</b> 의무 부과
	유동수(민) ('24.9.30)	이사 총실의무 대상에 <b>총주주의 이익을 보호</b> 하고 특정 주주의 이익이나 권리 침해 금지
	박균택(민) ('24.10.15)	이사의 선량한 관리자로서의 의무 명시적으로 규정하고, 직무수행시 <b>총주주 이익 보호 노력</b> 부여
	김남근(민) ('24.9.30)	이사 직무 수행시 자신보다 회사의 이익을 우선해야 하며, <b>전체 주주의 이익 공정하게 보호</b>
공정 대우	김현정(민) ('24.8.5)	이사에게 주주를 <b>공정하게 대할 의무</b> 를 부여
	이강일(민) ('24.10.16)	이사의 총실의무 및 <b>공정의무 강화</b>
비례적 이익 보호	천준호(민) ('24.10.2)	이사에게 <b>주주의 비례적 이익 보호의무</b> 부여 및 특정 주주의 이익이나 권리 부당 침해 금지

□ 상법 개정안들은 주주 보호 강화를 통한 코리아 디스카운트 해소 및 기업 지배구조 개편 등을 개정 이유로 제시

○ 기업의 계열사 합병이나 분할 등 기업 구조조정 과정에서 소수주주 이익이 침해\*되었다면서 이사의 주주에 대한 책임을 강화해야 한다고 주장

\* 삼성물산-제일모직 합병('15), LG화학-에너지솔루션 물적분할('20) 등을 사례로 드는데, 모두 자본시장법에 따라 합병비율을 산정했고 이사회 결의와 주총 결정을 거친 사안임

□ 상법 개정안의 핵심은, 미국 회사법의 이사 신인의무를 우리 상법에 이식하는 강행규정 마련을 통해 이사의 책임을 강화하려는 것임

○ 미국의 이사 신인의무 법리는 오랜 기간 판례로 구축되었고 판사에게 광범위한 재량도 허용하므로, 사안에 따라 이사 책임이 유연하게 적용됨

○ 미국 회사법상의 신인의무를 우리 상법에 추상적 문구로 도입할 경우, 해당 법률안이 기업에 미칠 파급영향과 부작용은 예측하기 어려움

□ 본 보고서는 미국 회사법상의 이사 신인의무 관련 판례, M&A 관련 주주대표 소송 주요 판례 등을 살펴봄으로써 상법 개정안의 문제점을 검토하고자 함

## II. 미국 회사법제 및 주요 판례 검토

### 1. 경영판단원칙 및 이사 책임

- 미국 델라웨어주는 '경영판단 원칙(Business Judgment Rule)'을 통해 이사에 대한 면책 범위를 명확히 함
  - 델라웨어주 법원이 경영판단원칙을 '88년에 처음 판례로 수립한 이래, 이사의 경영책임을 판단하는 일관된 기준이 되고 있음
  - \* 경영판단원칙 : 이사가 선관의무를 다하고 권한 내에서 행위를 했다면 비록 회사에 손해가 발생해도 개인적 책임을 부담하지 않는다는 것
  - \* 델라웨어주는 '20년 포춘 500대기업 중 67.8%(339개사)가 법인을 설립했고 델라웨어주 회사법은 기업의 자유로운 지배구조와 경영활동을 보장함. 특히 델라웨어주 형평법원(Court of Chancery)은 회사법 관련 사안만 전담하고 있어 델라웨어주 형평법원 판결이 미국과 해외 기업에 미치는 영향이 큼
  - 한국은 경영판단원칙 관련 명문규정이 없고 이사가 내린 경영판단도 법원이 사후적으로 책임을 묻거나 회사에 끼쳤다는 혐의로 손해를 배상하도록 함
  - \* 법원도 경영판단원칙 도입에 소극적이어서, '04년 대법원 판결(2004.7.22.선고 2002도 4229)에서 처음 인용된 이후 '15년까지 총 37건의 판결에서만 인용됨
- 한국에서 이사가 면책받기 위해서는 주주 전원의 동의가 필요하나, 델라웨어주 회사법은 정관을 통한 포괄적 면제도 허용
  - 한국에서 이사가 면책받기 위해서는 주주 전원의 동의가 필요한데(상법 제 400조), 삼성전자 주주 수가 수백만명임을 감안하면 비현실적 조항임
  - \* 상법 제400조(회사에 대한 책임의 감면) ① 제399조에 따른 이사의 책임은 주주 전원의 동의로 면제할 수 있다.
  - 델라웨어주 회사법은 이사가 고의적으로 법령을 위반하거나 부당한 사익을 취한 것이 아니라면, 회사 정관을 통해 이사의 경영책임을 포괄적으로 면제하는 것이 가능 [§102.(b)(7)]

### 2. 이사 책임과 경영판단원칙 관련 미국 주요 판례

회사의 거래나 M&A 등과 관련하여, 이사의 책임 범위와 경영판단원칙 적용에 관한 델라웨어주 법원 주요 판결 2건 분석

□ **Kahn v. M&F Worldwide Corp. 사건**(Del. 형평법원 판결, 2014)

- 지배주주가 관여된 거래에서 이사들이 경영판단원칙 적용을 통해 책임을 면제받을 수 있는 '절차적 요건'(이하 'MFW 원칙') 확립

**'MFW 원칙'** : 지배주주가 관련된 거래에서 이사가 경영판단원칙을 적용받기 위해서는 ① 독립이사로 구성된 특별위원회의 승인과 ② 강압 상태가 아니고 충분한 정보를 갖춘(uncoerced, fully informed) 소수주주의 과반수 동의(Majority of minority)가 모두 필요 ⇒ 이 두 가지 주주보호 장치가 거래 처음부터 갖추어져 있었다면, 의심이 정화 (Cleansing)된 만큼 경영판단원칙을 적용하여 이사에게 면책 부여 가능

- 지배주주가 종속회사를 합병해서 소수주주들을 축출하는 거래(Squeeze-out Merger)와 같이, 지배주주에게 비례적이지 않은 이익(Non-ratable benefits)'이 돌아갈 수 있는 특수한 사안에 대한 경영판단원칙 적용 기준을 확립
  - \* 소수주주 축출과 관련, 한국은 '지배주주의 매도청구권'(상법 제360조의24)을 통하여, 지배주주(95% 이상)에 의한 소수 주식 전부(5%)의 취득을 허용
- MFW 원칙이 모두 충족되면 이사는 면책되지만, 일부 조건이 충족되지 못했을 경우 법원은 그 다음 단계로 '전체적 공정성(entire fairness)'을 심사
  - \* 전체적 공정성 : 거래 소과정에서의 절차적 공정성과 가격 공정성 등 사안 전체를 심사

□ **Match Group, Inc. 사건**(Del. 대법원 판결, 2024)

- MFW 원칙을 소수주주 축출 같은 특수한 거래에만 한정해 적용하는 것이 아니라, 여타 지배주주와의 거래에서도 MFW 원칙 충족 여부를 보겠다는 것으로, 이사의 면책 여부를 법원이 보다 엄격하게 보겠다는 것
- 지배주주 관련 거래의 공정성 확보를 위해 보다 엄격한 세부 절차와 기준을 마련하여 주주를 보호하고 이사의 면책 범위를 명확히 하겠다는 것

**[참고] 이사의 주주에 대한 신인의무 책임 인정 판례**

- 미국은 이사와 주주 간 직접 주식거래와 같이 제한된 경우에 한해 이사 책임을 인정해 오다가, 1980년대 이후 주로 M&A 같은 특수 상황에서 이사의 주주에 대한 신인의무 책임을 인정하는 판례가 나오기 시작
  - **Smith v. Van Gorkom 사건**(Del. 1985) : 회사 합병시 주주들을 위한 최선의 이익을 파악하는데 이사가 주의를 기울이지 않았음을 이유로 법원이 이사에게 직접 손해배상의 책임을 물은 판례
  - **Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 사건**(Del. 1986) : 회사가

인수대상이 되면 특정 순간부터 이사의 역할이 회사의 '방어자'에서 '경매인' (최고가에 매물을 낙찰시키는 역할)으로 변경된다고 본 판례

- \* 본 판결을 통해 델라웨어주 법원은 회사 매각시 이사들이 주주를 위해 최고 가격을 받아내는데 최선을 다해야 한다는 'Revlon'원칙을 세움
  - \* 이와 달리 버지니아주 법원은 Revlon 원칙에 반대. 즉 이사회가 다양한 인수제안들을 양적, 질적으로 판단해야 하는 것이지, 단지 최고가라는 이유만으로 제안을 수락해서는 안 된다는 입장을 분명히 함
  - \* 특히 버지니아주 법원은 Willard v. Moneta Building Supply, Inc. 사건(Vir. 1999)에서 회사가 두 가지 제안 중 낮은 제안을 최종 수락한 것에 대해 이사 충실의무 위반이 아니라고 판시
- **Dole Food Co., Inc** 사건(Del. 2015) : Dole Food 회사의 회장 겸 지배주주인 David H. Murdock과 이사 Michael Carter가 머독이 소유한 회사를 인수하는 과정에서 사기가 발생해 회사와 주주에 대한 신인의무를 위반했다고 봄

### III. 미국 M&A 관련 주주대표소송 현황

#### 1. M&A 관련 주주 피해 구제 수단

- M&A 과정에서 이사의 신인의무 위반 발생시 주주는 이사를 상대로 직접 손해배상청구소송을 제기하거나 주주대표소송이 가능
  - 주주가 개인적으로 직접 피해를 입은 경우 회사 및 이사회를 상대로 직접 소송을 제기할 수 있으며, 이때 주주가 받는 모든 금전적 보상은 회사가 아닌 주주 개인에게 직접 지급
  - 개별 주주의 손해가 크지 않을 때는 주로 주주대표소송을 통해 이사를 상대로 회사를 대신해 소송을 제기하며 이때 금전적 보상은 회사로 귀속

**'신인의무(Fiduciary Duty)'** : 이사가 회사의 이익을 위해 노력할 것을 요구하는 주의 의무(Duty of Care), 이사가 자신의 이익과 회사의 이익이 충돌할 때 회사 이익을 우선시해야 한다는 충실의무(Duty of Loyalty) 등을 의미

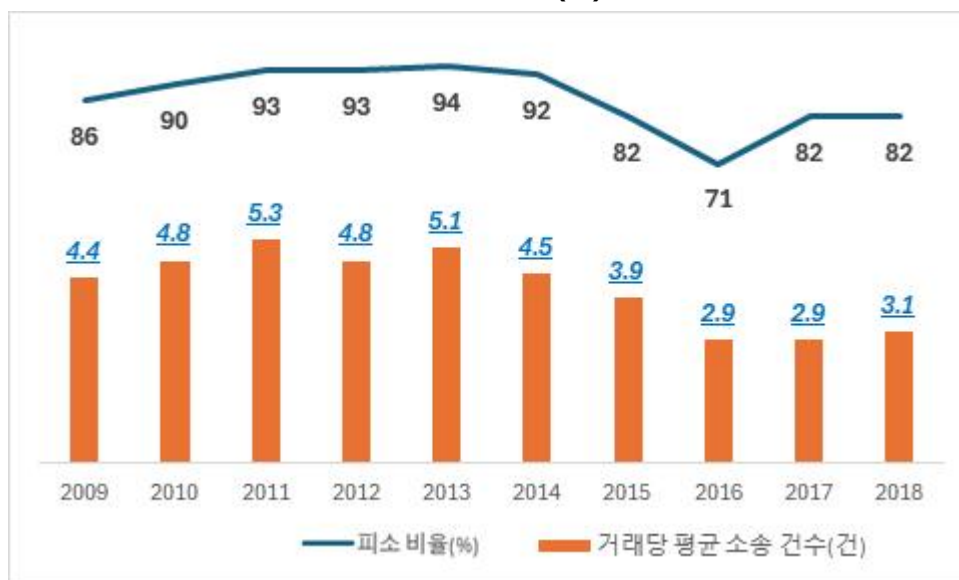
## 2. M&A 관련 주주대표소송 제기 현황

□ 미국에서 M&A 관련 주주대표소송이 빈발하는데, 회사가 기업 인수·합병 계획을 발표하면 해당 거래에 이의를 제기하는 주주대표소송이 거의 자동적으로 제기되어 사실상 변호사 수익 모델화

○ 2009년부터 2018년까지 1억 달러 이상 규모의 상장회사 M&A 거래를 분석한 자료\*한에 따르면, 매년 M&A 거래의 71%~94%가 주주대표소송을 당함

\* Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies, Review of 2018 M&A Litigation (2019)

<주주대표소송이 제기된 M&A 거래 비율(%) 및 M&A 한 건당 소송 건수>



출처 : Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies, Review of 2018 M&A Litigation (2019)

○ M&A 관련 주주대표소송이 2013년 최고 94%까지 달했다가 2016년에 71%로 대폭 하락한 것은 델라웨어주 형평법원의 Trulia 판결이 영향을 끼침

\* 2016년 Trulia Inc. 판결 이전까지는, 주로 원고가 M&A 관련 공시의 중요 정보 누락이나 허위 진술 등을 주장하며 소송을 제기하고, 이에 대해 회사가 수정 공시나 합병 대가 상향조건 등을 제안하며 사건을 화해(settlement)로 종결하는 것이 일반적인 소송 패턴이었음

\* 이때 회사가 원고 측 변호사에게 거액의 수수료를 제공하는 것이 일종의 M&A 거래세 역할을 했고 최종적으로 주주들은 추가공시 외에 별다른 이득을 얻지 못함

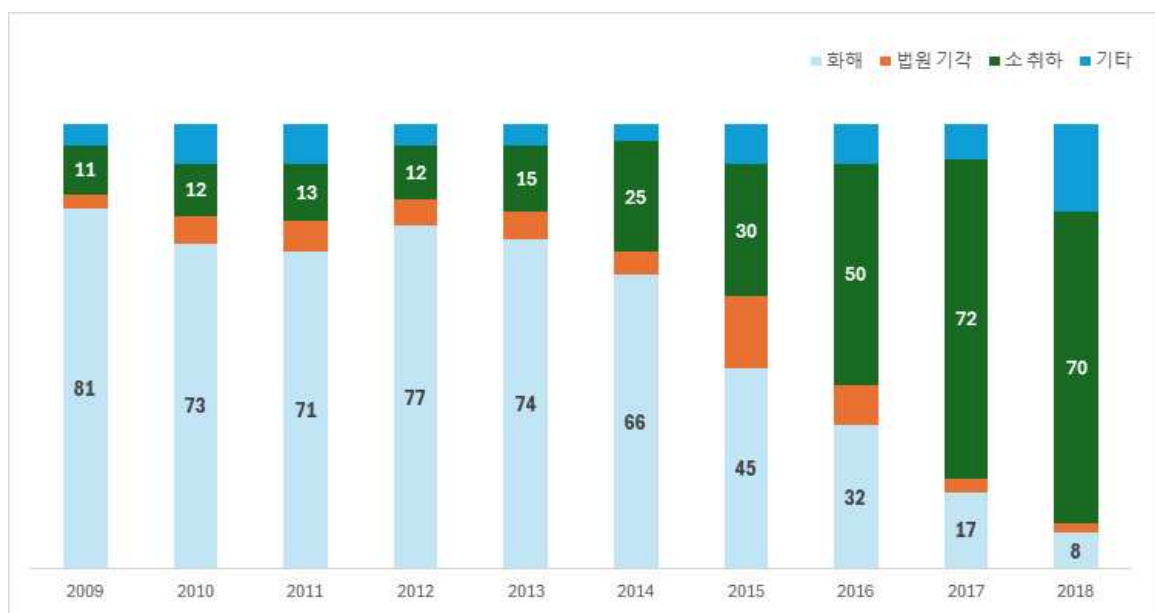
○ 델라웨어주 형평법원은 Trulia 재판을 통해, “주주에게 별다른 의미가 없는 추가 공시(Disclosure only) 정도만으로 원고 측과 회사가 합의(settlement)하는 관행은 더 이상 승인하지 않겠다”고 판결



### 3. 주요 소송사유 및 소송처리 패턴

- M&A 주주대표소송과 관련, 원고 측의 소송제기 근거는 모두 이사들이 신인의무를 위반해서 주주에게 최선의 거래 결과를 도출하지 못했다는 것임
  - 원고측은 ① 거래 조건이 최대한 경쟁적이지 않다거나, ② 협상이 제한적으로 진행되었다거나, ③ 피인수기업 이사들의 이해충돌 가능성(경영권 보장이나 금전적 대가 등), ④ 기업가치 산정이나 거래조건 관련 공시의 투명성 부족 등
- 통상 M&A 관련 주주대표소송은, M&A 계획 발표 → 신인의무 위반 이유로 주주대표소송 제기 → 원고와 회사측 간 추가 공시 정도로 화해 또는 자발적 소송 취하(Voluntarily Dismiss) 등의 순서로 진행
  - 2009~2014년까지 M&A 관련 주주대표소송의 대부분은 '화해(Settled)'로 종결되었는데, 델라웨어주 법원이 소송 남발에 제동을 걸기 시작하면서 차츰 비중이 줄다가 2018년에 8%로 급감
  - 단지 '추가 공시' 정도만으로 분쟁이 종결되므로, 결국 M&A 거래에 대한 소송 제기 자체가 회사가 지불해야 하는 일종의 통행세 역할을 하는 것
    - \* '추가 공시'로 주주가 얻는 이득도 없고 회사가 고의로 누락한 것도 아니기 때문에, 추가 공시는 원고측 변호사가 소송을 화해로 종결하려는 절차나 수단엔 불과
  - Trulia 판결 이후 화해 비율은 급감한 반면 원고에 의한 자발적 소송 취하는 2016년에 50%에서 2017년 72%로 증가
    - \* 원고의 자발적 소송 취하의 경우에도 회사는 원고측 변호사에 수수료 지급

<M&A 거래 관련 주주대표소송 결과(%)>



출처 : Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies, Review of 2018 M&A Litigation (2019)

## 4. M&A 관련 주주대표소송의 피해

- 델라웨어주 법원의 노력에도 불구하고 M&A 관련 주주대표소송은 남발을 막기 어렵고 결국 원고 측 변호사만 수익을 누리는 구조임
  - Trulia 판결 이후 델라웨어주 형평법원에 제기되는 소송은 줄었으나 연방 법원에 제기되는 소송이 증가하는 일종의 '풍선효과' 발생
    - \* Trulia 판결 이전('09~15년)에는 매년 평균 M&A 관련 주주대표소송의 26%가 연방법원에 제기되었는데, 2018년에는 91%로 급등 → M&A 주주대표소송 전문 변호사들이 소송에 유리한 쪽으로 소송지를 쇼핑하는 현상
  - M&A 관련 주주대표소송을 취하하거나 법원에 의해 각하되는 경우에도 원고측 변호사는 거액의 수입료를 거둘 수 있는 반면, 회사는 소송 처리 비용을 부담하게 되고 주주가 거두는 이익은 거의 없음

## IV. 결론 및 시사점

---

- 미국은 회사법과 판례 축적을 통해 이사의 주주에 대한 신인의무 범위를 명확히 하고 이사 면책 관련 경영판단원칙 기준을 발전시킴
  - 이사의 주주에 대한 신인의무를 인정한 판례들은 이사와 주주 간 직접 주식 거래, 지배주주의 종속회사 합병 등 제한적 상황에 한정된 판례임
  - 이사는 주주뿐 아니라 투자자나 채권자에게도 의무가 있는데, 상장회사 이사가 언제든지 주식을 매도할 수 있는 개별 주주에 대해 별도의 책임과 의무를 지도록 상법을 개정하는 것은 과잉 입법이 아닐 수 없음
  - 특히 이사 충실의무 확대를 주장하는 측에서 해결하려는 사안들은 주로 합병비율 조정이나 계열사 구조조정 사안으로, 이는 자본시장법 시행령 개정 등으로 충분히 해결 가능
- 미국 회사법제 법리를 우리 상법에 그대로 이식하여 이사에게 주주에 대한 신인의무나 충실의무를 강화하는 것은 법 체계에 맞지 않음
  - 대륙법계인 한국과 달리 영미법계는 보통법(Common Law)과 형평법(Equity)의 이중 법체계를 갖고 있으며, 이사의 신인의무 범위에 대해서도 구체적 사실관계에 의거하여 담당판사에게 폭넓은 재량을 허용



- 이와 같이 형평법상의 원리에 따라 폭넓게 인정되는 신인의무의 법리를, 민법상의 위임계약에 근거하여 이사 책임 범위를 설정한 우리 상법에 그대로 적용하는 것은 전혀 법체계가 맞지 않음
  - 특히 회사와 위임관계가 없는 지배주주에게 계약에 의한 선관주의의무를 인정하거나, 이사와 직접 계약관계가 없는 주주에 대하여 이사가 선관주의의무를 부담한다고 보는 것은 해석의 한계를 벗어남
- 상법에 경영판단원칙을 명문화하여 이사의 책임과 면책 범위에 대한 균형 잡힌 법제 마련이 시급
- 미국도 M&A 관련 주주대표소송 남발 문제가 심각한데, 한국 상법에 강제 규정으로 이사 충실의무를 주주로 확대하는 경우, 소송 남발로 인한 기업 구조조정 지연이나 좌초가 불가피할 것임
  - 이사가 경영판단 과정에서 주주에게 실질적 이익이 되는 판단을 유연하게 내릴 수 있는 법·제도 조성이 필요하며, 이사의 의무와 책임 범위를 명확히 하여 불필요한 남소 가능성을 최소화해야 함