

회사지배구조에 대한 사적 조정(Private ordering)과 그 한계*

- 델라웨어주 회사법 개정 내용을 중심으로

정재원**

《目 次》

- | | |
|---------------------------|-------------------------------------|
| I. 서론 | IV. 개정 델라웨어주 회사법의 우리나라 법 제도에 대한 시사점 |
| II. 델라웨어주 형평법원 판결과 회사법 개정 | V. 사안별 적용과 제안 |
| III. 개정 델라웨어주 회사법의 분석과 평가 | VI. 결론 |

I. 서론

미국 델라웨어주 형평법원은 2024. 2. 23. 회사와 특정 주주 간 내부 지배구조에 관한 약정을 무효로 보는 판결¹⁾을 선고하였고, 이는 실무계와 학계에 큰 파장을 일으켰다. 해당 약정에 포함된 이사회 구성에 관한 합의 및 주요 경영사항에 관한 사전 서면 승인 조항은 시장에서 널리 활용되고 있었기 때문이다. 이에 대한 실무계의 대응은 놀라울 정도로 신속하였고, 위 판결 선고일로부터 약 5주 후 델라웨어주 회사법을 개정하기 위한 논의가 본

* 본 논문의 작성 과정에서 많은 가르침을 주신 정준혁 지도교수님과 심사 과정에서 유익한 의견을 주신 익명의 심사위원들께 깊은 감사의 말씀을 드린다. 본 논문은 저자가 개인적으로 작성하여 투고한 것으로, 저자가 속한 법무법인의 입장과는 무관함을 밝힌다.

** 법무법인(유한) 세종 변호사, 서울대학교 법과대학 박사과정

1) West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v. Moelis & Co., No. 2023-0309-JTL (Del. Ch. Feb. 23, 2024) (이하 "Moelis 판결").

격적으로 시작되었다. 미국 전역의 로스쿨 교수 57인이 성급한 법 개정의 중단을 촉구하는 서한을 보내고, 그 사이에 델라웨어주 형평법원이 유사한 취지의 판결 두 건²⁾을 선고하였다. 그럼에도 불구하고 개정안은 2024. 6. 20. 델라웨어주 의회 상원을 통과하여 2024. 8. 1.자로 시행되었다.³⁾

최근 우리나라에서도 이와 유사하게 지배구조에 관한 약정⁴⁾의 효력을 둘러싼 활발한 논의가 이루어졌다. 2021년 회사의 신주 또는 주식 관련 사채 발행에 대한 투자자의 사전 동의권 조항과, 위반 시 투자자의 회사에 대한 조기상환 및 위약벌 청구권 조항이 주주평등원칙을 위반하여 무효라고 판단한 하급심 판결⁵⁾이 선고되어, 벤처투자 및 M&A 실무계와 학계에 큰 충격을 주었다. 이에 대하여 학계에서 비판적인 검토가 지속적으로 이루어졌고, 대법원은 2023년 주주평등원칙이 탄력적으로 적용될 수 있음을 명시함으로써 기존 법리의 전향적인 변화를 가져온 것으로 평가되고 있다.⁶⁾

우리나라와 미국 델라웨어주 판결에서 문제된 회사와 특정 주주 사이의 약정은 그 체결 경위와 내용 면에서 차이가 있으며, 법원이 이를 규율하는 법리적 접근 방식도 다르다. 그러나 큰 틀에서 보면, 회사지배구조에 대한 사적 조정(private ordering)이 가능한지, 가능하다면 그 한계를 어떻게 설정할 것인지가 두 법제의 공통적 과제이다. 이러한 맥락에서 델라웨어주 회사법 개정 논의는 우리나라의 해석론과 법 제도 개선 논의에 중요한 참고가 될 수 있다.

본 논문에서는 먼저 지배구조에 관한 약정에 대한 델라웨어주 형평법원의 일련의 판결 내용과 델라웨어주 회사법의 개정 과정을 살펴보고(II.), 개정

2) *Wagner v. BRP Group, Inc.*, C.A. 2023-0150-JTL (Del. Ch, May 28, 2024) (이하 “*Wagner* 판결”); *Seavitt v. N-able, Inc.*, C.A. No. 2023-0326-JTL (Del. Ch, July 25, 2024) (Laster, V.C.) (이하 “*Seavitt* 판결”).

3) <https://legis.delaware.gov/BillDetail/141480> (2024. 11. 7. 최종접속).

4) 비록 확실과 실무상 확립된 용어는 아니지만, 이하에서는 회사가 특정 주주에게 이사회 구성권 및 주요 경영사항에 대한 사전 동의권을 부여하거나, 특정한 회사법적 행위를 약속하는 등, 회사의 지배구조 또는 내부 법률관계에 관한 특별한 합의를 내용으로 하는 약정을 “지배구조에 관한 약정”이라고 한다.

5) 서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결.

6) 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결.

델라웨어주 회사법이 제시하는 사적 조정의 한계를 분석한다(III.). 이어서 델라웨어주 형평법원의 판결과 델라웨어주 회사법 개정 과정에서 도출된 평가 요소를 바탕으로 우리나라의 법리와 법 제도에 대한 시사점을 검토한다(IV.). 마지막으로 지배구조에 관한 약정을 사안별로 분석하여 해석론과 법 제도 관점에서 개선 방향을 제시한다(V.).

II. 델라웨어주 형평법원 판결과 회사법 개정⁷⁾

1. *Moelis* 판결⁸⁾

1.1. 사안의 개요

Ken Moelis는 2007년 부티크 투자은행 사업을 운영하기 위하여 회사를 설립하였고, CEO이자 이사회 의장으로서 회사를 경영하였다. 이후 기업공개(IPO)를 추진하는 과정에서 설계된 지분구조는 다음과 같다. Moelis & Company는 기업공개를 위하여 설립된 회사로서, Class A 보통주식을 일반 투자자들에게 공모하여 상장하였고, Ken Moelis는 Moelis & Company Partner Holdings LP라는 회사를 통하여 Moelis & Company가 발행한 Class B 보통주식을 인수하였다. Class B 보통주식은 주당 10개의 의결권을 보유하였다. 기업공개 직후 Ken Moelis는 Moelis & Company의 의결권 지분을 약 96.8%를

7) 델라웨어 형평법원의 판결과 델라웨어주 회사법 개정 경과에 대하여는, Lebovitch, Mark, “Soap Opera Summer: Five Predictions About DGCL 122(18)’s Effect on Delaware Law and Practice” (August 18, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4929402> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4929402> (최종접속: 2024. 11. 7.), pp. 4-8.

8) *Moelis* 판결의 내용과 시사점에 대한 선행연구로, 안태준, “스타트업 또는 벤처기업이 일부 주주(투자자)에게 사전동의권 등 우월한 지배구조상 권리를 부여하는 약정의 효력: 주주평등 원칙에 더하여 이사회 권한 침해 문제를 중심으로”, 「은행법연구」 제17권 제1호(은행법학회, 2024), 352~378면; Iliana Ongun, Neil Whoriskey, and Dean Sattler, Millbank LLP, “Chancery Rejects Validity of “New Wave” Stockholder Agreement Terms”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (March 18, 2024); Douglas Rappaport, Jason Koenig, and Jacqueline Yecies, Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP, “Delaware Chancery’s Moelis II Decision Provides Cautionary Tale for Boards and Activists”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (March 20, 2024).

지배하였다.

Moelis & Company는 기업공개 설명서에 Ken Moelis와 회사가 지배구조에 관한 약정을 체결할 것임을 기재하였고, Class A 보통주식이 거래되기 하루 전인 2014. 4. 15. Ken Moelis 및 Moelis & Company Partner Holdings LP 등과 사이에 지배구조에 관한 약정을 체결하였다. 이 약정은 사실상 Ken Moelis 개인에게 Moelis & Company의 지배구조와 관련한 광범위한 권리를 부여하고 있었다.

구체적으로, 위 약정에 따르면, ① 이사회의 사실상 모든 의사결정 및 조치에 대하여 Ken Moelis의 사전 서면 승인을 받아야 하고(사전 승인 조항), ② 이사회의 이사 수를 11명 이하로 유지하고(이사회 규모 요건), ③ Ken Moelis가 이사회의 과반수에 해당하는 후보를 지명할 권리를 가지며(지명 권리), ④ 이사회는 위 지명자를 주주총회에 후보로 추천(nomination)하고(추천 의무), ⑤ 주주들에게 위 지명 후보를 이사로 선임하도록 권고(recommendation)하여야 하며(권고 의무), ⑥ Moelis & Company는 그 지명자가 선임되고 계속 근무할 수 있도록 합리적인 노력을 다하여야 한다(노력 의무). ⑦ Ken Moelis가 지명하여 선임된 이사 자리에 결원이 생길 경우 또다시 Ken Moelis가 지명한 자로 충원하여야 한다(결원 충원 의무). 아울러, ⑧ 이사회는 Ken Moelis가 지명한 이사들이 이사회에서 차지하는 비율에 맞추어, 모든 이사회 위원회에 Ken Moelis가 지명한 이사들을 선임하여야 한다(위원회 구성 조항).

원고는 2014. 11. 19. Moelis & Company의 Class A 보통주식을 매수한 자로서, 2023. 3. 13. 위 조항들이 델라웨어주 회사법 제141(a)조⁹⁾를 위반하여 무효이고 집행 불가능하다는 점 등의 확인을 구하는 소를 제기하였다. 기업공개 이후 Ken Moelis의 지분 매각 등으로 인하여 Ken Moelis는 Moelis & Company의 발행주식 약 6.5%의 지분 및 향후 11.5%까지 추가 취득할

9) 델라웨어주 회사법 제141(a)조: 이 장에 의하여 설립된 모든 회사의 영업과 업무는 이 장 또는 회사의 정관에 달리 규정한 경우를 제외하고는 이사회가 담당하거나 또는 이사회에 지시에 따라야 한다. (후략).

수 있는 권리를 보유하고 있으며, 이때 Ken Moelis가 지배하는 실질적인 의결권 비율은 40.4%이었다.

1.2. 델라웨어주 형평법원의 판단

델라웨어주 형평법원은 델라웨어주 회사법 제141(a)조 위반 여부에 관한 기존 델라웨어주 법원의 판례들을 분석한 후, 다음 두 가지 심사 기준을 적용하였다. 첫 번째, 문제된 약정이 내부적 지배구조에 관한 약정인지, 상업적 계약인지 여부를 심사한다. 두 번째, 내부적 지배구조에 관한 약정에 해당하는 경우, *Abercrombie* 기준¹⁰⁾을 적용하여, 약정이 이사회 권한을 부당하게 제한하는지, 이사들이 경영상 최선의 판단에 따라 결정할 의무를 현저히 제한하는 효과를 가지는지를 심사한다.

델라웨어주 형평법원은 해당 조항들이 내부적 지배구조에 관한 약정에 해당한다고 판단하고, *Abercrombie* 기준을 적용하여 그 유효성을 심사하였다. 결론적으로, 델라웨어주 형평법원은 2024. 2. 23. 문제된 대부분의 조항이 *Abercrombie* 기준을 충족하지 못하여, 델라웨어주 회사법 제141(a)조를 위반하여 무효라고 판단하였다. 주요 판단의 내용과 근거는 다음과 같다.

① 이사회의 사실상 모든 의사결정 및 조치에 대한 사전 승인 조항은 이사회 권한을 직접적으로 제한하는 조항으로, 이사회의 의사결정 및 조치에 대한 문지기(gate-keeper) 역할을 수행하도록 한다. 이 조항이 부여한 검토 권한은 곧 ‘결정 권한’을 의미한다.

이사회 구성 조항 중 ② 이사회의 이사 수를 11명 이하로 유지하는 조항(이사회 규모 요건), ④ 이사회가 Ken Moelis가 지명한 후보를 주주들에게 이사로 선임하도록 권고하도록 하는 조항(권고 의무), ⑦ Ken Moelis 지명하여 선임된 이사 자리에 결원이 생길 경우 또다시 Ken Moelis가 지명한

10) *Abercrombie v. Davies*, 123 A.2d 893 (Del. Ch. 1956). 델라웨어주 형평법원은 해당 사건에서 델라웨어주 회사법 제141(a)조에 근거하여 이사회가 중요한 경영 정책을 담당하는 권한을 완전히 박탈하는 주주들의 행위나 계약이 허용되지 않는다는 점을 확인하고, 이사가 독립된 최선의 판단이 아닌 특정 주주의 지시에 따라 회사의 의사결정을 해서는 안 된다는 원칙을 확립하였다.

자로 충원하여야 하는 조항(결원 충원 의무), ⑧ 이사회가 Ken Moelis가 지명한 이사들이 이사회에서 차지하는 비율에 맞추어, 모든 이사회 위원회에 Ken Moelis가 지정한 이사들을 배치하도록 하는 조항은 이사들이 최선의 판단을 내려야 할 의무를 중대하게 배제한다. 이 중 ⑧ 이사회 구성 조항 중 위원회 구성 조항의 경우 델라웨어주 회사법 제141(a)조와 더불어 제141(c) 조 제(2)항¹¹⁾도 위반한다.

다만, 이사회 구성 조항 중 ③ Ken Moelis가 이사회 의 과반수에 해당하는 후보자를 지명할 권리(지명 권리), ④ 이사회는 위 지명 후보를 주주총회에 추천하고(후보 추천 의무), ⑥ 회사는 그 지명자가 선임되고 계속 근무할 수 있도록 합리적인 노력을 다하도록 하는 조항(노력 의무)은 유효하다.

한편, 델라웨어주 형평법원은 위와 같이 문제된 조항의 내용은 지배구조에 관한 약정의 체결 방식이 아닌 정관 변경을 통하여 구현될 수 있으며, 이사회가 우선주 발행 권한을 통해 특정 의결권과 이사 선임권을 부여하는 황금주(golden share)를 발행하는 방안도 있다는 점을 지적하였다. 또한, 비록 회사와 주주 간 계약이 실무에서 널리 활용되고 있다고 하더라도, 그러한 시장 관행이 성문법 규정을 우선할 수 없으며, 필요할 경우 법령을 개정하는 것이 적절한 해결책이라는 점도 판시하였다.

2. 델라웨어주 회사법 개정 추진

Moelis 판결의 선고는 실무계와 학계에 큰 파장을 일으켰다. 이 판결이 오랜 기간 축적된 회사와 주주 간 약정의 실무 관행과 배치되어 기존에 널리 활용되던 약정들의 효력이 문제 될 수 있다는 점에서, 델라웨어주에 설립된 회사, 그 경영진 및 투자자 등에게 혼란과 불확실성을 야기하였다는 비판이 제기되었다.

11) 델라웨어주 회사법 제142(c)조 제(2)항: 이사회는 그 회사의 1인 이상의 이사로 구성된 하나 이상의 위원회를 지정할 수 있다. 이사회는 1인 이상의 이사를 위원회의 대체 위원으로 지명할 수 있으며, 해당 위원이 부재하거나 자격을 상실하였을 경우 대체 위원이 이를 대신할 수 있다.

이에 *Moelis* 판결 선고로부터 불과 약 5주 후인 2024. 3. 28. 델라웨어주 변호사협회(Delaware State Bar Association) 회사법 분과 위원회는 회사가 이사회의 재량권을 제한할 수 있는 지배구조에 관한 약정을 체결할 수 있다는 점을 명시하는 내용의 델라웨어주 회사법 개정안을 발표하였다. 개정안은 2024. 4. 8. 델라웨어주 변호사협회 내 특별 위원회 승인을 거쳐, 2024. 5. 23. 델라웨어주 상원 법안 313(S.B. 313)으로 델라웨어주 의회에 제출되었다.¹²⁾

이 과정에서 미국 전역의 57인의 로스쿨 회사법 교수들은 2024. 6. 7. ① *Moelis* 판결에서 문제된 계약은 실무상 전형적인 계약이 아니었으며, ② 지배구조에 관한 약정은 여전히 주주들의 승인, 즉 정관 변경을 통하여 채택될 수 있다는 점 등을 지적하며, 델라웨어주 의회에 성급한 개정을 중단하고 델라웨어주 대법원의 판단을 기다릴 것을 촉구하는 서한을 보내기도 하였다.¹³⁾

3. 델라웨어주 형평법원의 후속 판결

Moelis 판결 이후, 개정법 시행 이전에 지배구조에 관한 약정의 유효성을 다룬 두 건의 델라웨어주 형평법원 판결이 연이어 선고되었다. 개정법은 법 개정 이전에 제기되어 계류 중인 사건에 대해서는 적용되지 아니하기 때문에, 결과적으로 두 판결 모두 *Moelis* 판결과 마찬가지로 다수의 지배구조에 관한 약정을 무효로 판단하였다.

3.1. *Wagner* 판결

3.1.1. 사안의 개요

Lowry Baldwin 회장을 비롯한 창업자, 파트너 및 경영진 등(이하 “Lowry Baldwin 등”)은 보험회사 Baldwin Risk Partners, LLC(이하 “BRP LLC”)의 지분 전부를 보유하고 있었고, 2019년 상장 목적으로 BRP Group, Inc.라는

12) <https://legis.delaware.gov/BillDetail/141480> (2024. 11. 7. 최종접속).

13) Sarath Sanga, Gabriel Rauterberg, and Eric Talley, “Letter in Opposition to the Proposed Amendment to the DGCL”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (June 7, 2024).

별개 회사를 설립하여 이를 기업공개 하면서 지배권 유지를 위한 구조를 설계하였다. 이를 요약하면, BRP Group, Inc.는 Class A 보통주식을 공모 발행하여 확보한 자금을 BRP LLC에 재투자하였고, Lowry Baldwin 등은 BRP Group, Inc.가 발행한 Class B 주식을 인수하였으며, Lowry Baldwin 등은 BRP Group, Inc.와 사이에 지배구조에 관한 약정을 통하여 ① CEO 및 기타 고위 경영진 또는 핵심 직원의 고용, 해고, 교체, ② 정관 변경, ③ BRP LLC와 관련된 합병, 영업양도, 해산, 청산 기타 구조조정 또는 자산의 5%를 초과하는 자산의 취득 또는 처분 등 회사의 주요 경영사항에 대한 사전 서면 승인권을 보유하고 있었다. 이 약정은 Lowry Baldwin 등의 지분이 발행된 보통주식의 10% 미만으로 감소할 때까지 유효하도록 규정되어 있었으며, Lowry Baldwin은 그 외 창업자 및 경영진과 의결권 약정을 통하여 Class B 주식의 과반수에 대한 의결권을 행사할 수 있도록 설정하였다.

원고는 2020. 12. BRP Group, Inc.의 Class A 보통주식을 매수한 자로서, 2023. 2. 8. 위 지배구조에 관한 약정이 이사회의 권한을 부당하게 제한하여 델라웨어주 회사법에 위반된다고 주장하며 BRP Group, Inc.를 상대로 소를 제기하였다. 기업공개 이후 Lowry Baldwin 등은 BRP Group, Inc.의 의결권 약 70%를 보유하고 있었으나, 소 제기 당시 약 23%를 보유하고 있었다. 소 제기 이후 회사와 Lowry 등은 2023. 5. Consent Agreement를 체결하여 회사가 8명의 독립 이사들로 구성된 위원회(independent committee)를 구성하고, 해당 위원회가 만장일치로 승인할 경우 일부 사전 승인 조항을 무효화할 수 있도록 하였다.

3.1.2. 델라웨어주 형평법원의 판단

델라웨어주 형평법원은 *Moelis* 판결에서와 마찬가지로 문제된 조항이 내부 지배구조에 관한 것임을 전제로, *Abercrombie* 기준을 적용하여 심사하였고, 2024. 5. 28. 다음과 같이 판단하였다.

먼저, 사전 승인 조항이 델라웨어주 회사법 제141(a)조에 위반된다고 판단하였으며, 주요 근거는 다음과 같다. ① 이사회의 결정을 사전에 심사할 권한은 곧 결정 권한을 부여하는 것과 다름없으며, ② 델라웨어주 판례법에

따르면 이사회가 사전 승인 요건을 위반하는 결정을 내리고자 할 경우, Lowry Baldwin 등은 법원의 임시 금지명령을 통하여 이사회 의사결정 권한을 실질적으로 박탈할 수 있으며, ③ 이사회가 효율적 계약위반(efficient breach)¹⁴⁾을 하더라도 여전히 계약위반임에는 변함없으므로, 이 경우 상대방은 금전배상이 충분하지 않을 때 형평법적 구제를 요청할 수 있고, ④ 이사들의 신인의무는 계약상 의무를 무효화 할 수 없고 여전히 해당 계약은 회사에 대하여 구속력을 가진다.

다만, 델라웨어주 형평법원은 Consent Agreement가 위원회의 면제를 통하여 이사회가 법적 권한을 다시 행사할 수 있는 충분한 권한을 도입하였다고 보아 델라웨어주 회사법 제141(a)조 위반 문제를 해결하였다고 보았다. 그러나 여전히 ① CEO, 기타 고위 경영진 또는 핵심 직원의 고용, 해임, 교체에 대한 사전 승인 조항은, 이사회가 임원의 선임과 해임에 대한 배타적 권한을 행사할 것을 보장하는 델라웨어주 회사법 제142(b)조 및 제142(e)조¹⁵⁾를 위반하였고, ② 정관 변경에 대한 사전 승인권은 Lowry Baldwin 등이 이사회 결정의 문지기(gate-keeper) 역할을 수행하게 함으로써 델라웨어주 회사법 제242조¹⁶⁾에 따른 정관 변경 절차 또한 준수하지 아니하여 위반에 해당한다고 판단하였다.

3.2. *Seavitt* 사건

-
- 14) 효율적 계약위반 원칙은 계약 당사자가 계약 위반을 통하여 충분한 이익을 얻어 상대방의 손해를 배상하고도 이익을 남길 수 있는 경우, 경제적 효율성이 증대된다는 개념에 근거한 원칙이다. 이 원칙에 따르면, 계약 당사자는 비용-편익 분석을 통해 효율적 계약위반 여부를 판단하여 계약을 이행할지, 아니면 계약을 이행하지 않고 상대방에게 충분한 배상을 할지를 선택할 수 있다.
- 15) 델라웨어주 회사법 제142(b)조: 임원은 부속정관에서 정하거나 이사회 또는 회사의 기타 기관에서 결정한 방식에 의하여 선임되고, 그 임기 동안 그 지위를 유지한다. (후략).
델라웨어주 회사법 제142(e)조: 사망, 사임, 해임 또는 기타 사유에 의하여 발생한 결원은 부속정관에 따라 충원되어야 한다. 만약 그러한 규정이 없을 경우, 결원은 이사회나 회사의 기타 기관에 의해 충원된다.
- 16) 델라웨어주 회사법 제242(b)조 제(1)항에 따르면, 정관 변경을 위해서는 이사회가 그 변경의 정당성을 선언하고, 주주총회를 소집하여야 하며, 의결권이 있는 발행주식의 과반수가 찬성하여야 한다.

3.2.1. 사안의 개요

SolarWinds Corporation의 완전자회사 N-able, Inc.는 2021. 7. 19. SolarWinds Corporation으로부터 스핀오프(spin-off) 방식으로 상장되었다. 스핀오프 시 SolarWinds Corporation의 모든 주주는 그 보유한 주식 2주당 N-able, Inc.의 보통주식 1주를 배정받았다. SolarWinds Corporation은 본래 Silver Lake Group, LLC와 Thomas Bravo, LLC라는 두 사모펀드가 지배하고 있었으며, 스핀오프 이후에도 N-able, Inc.의 주식 약 62%를 보유하며 지배주주로 남아 있었다.

두 사모펀드는 스핀오프 준비 과정에서 정관과 부속정관을 개정하고, 별도의 지배구조에 관한 약정을 체결하였다. 이 약정에는 ① N-able, Inc. 및 그 자회사가 이사회 권한에 속하는 광범위한 조치¹⁷⁾를 시행하기 전 두 사모펀드의 사전 서면 승인을 얻어야 하는 조항, ② 두 사모펀드에게 이사회 구성 권한을 부여하는 조항¹⁸⁾ 등 두 사모펀드의 지배권을 강화하는 내용 조항이 포함되어 있었다. 이 약정은 두 사모펀드가 N-able, Inc.의 보통주식 30%를 공동으로 보유하는 한 그 효력이 유지되도록 규정되었다.

원고는 2022. 5. N-able, Inc.의 보통주식을 매수한 자로서, 2024. 5. 6. 두 사모펀드가 위 지배구조에 관한 약정상 조항들의 무효의 확인을 구하는 소를 제기하였다.

3.2.2. 텔라웨어주 형평법원의 판단

-
- 17) 경영권 변동(change of control), 일정 규모 이상의 자산 취득 및 처분, 합작투자, 경영 체
휴, 채무부담, 자발적 청산, 해산, 파산, CEO의 해임 및 신규 고용, 이사회 정원의 증가 또
는 감소 등.
- 18) 지배구조에 관한 약정으로 이사회 규모를 정하고 이사회가 그 규모를 임의로 조정할 수 없
도록 한 조항(이사회 구성 조항), 두 사모펀드에게 이사 지명권을 부여한 규정(지명 조항),
이사회가 위 지명 후보자를 이사로 선임할 것을 의무화하는 약정(이사회회의의 선임 조항), 이
사회는 위 지명 후보를 추천하며 다른 후보와 동일한 수준의 지원을 제공하도록 한 규정
(이사회회의의 노력 조항), 두 사모펀드가 의결권 주식 30%만 보유하더라도 이사를 해임할 수
있도록 한 조항(해임 조항) 및 지명 거부 권한을 부여한 조항(지명 거부 조항), 두 사모펀
드가 지명한 이사 자리에 결원이 생긴 경우 다시 두 사모펀드가 지명한 자로 충원할 의무
를 규정한 조항(결원 충원 조항), 감사위원회, 보상위원회 등 주요 위원회에 두 사모펀드가
최소 1인의 이사를 지명할 수 있도록 하는 조항(위원회 구성 조항).

델라웨어주 형평법원은 2024. 7. 25. 문제된 9개의 조항 중 7개가 델라웨어주 회사법을 위반한다고 판시하였다. *Moelis* 판결과 *Wagner* 판결과 마찬가지로 지배구조에 관한 약정이 내부 지배구조에 관한 약정임을 확인하고 *Abercrombie* 기준을 적용하여 사전 승인 조항이 델라웨어주 회사법 제 141(a)조를 위반하여 무효라고 판시하였다. 다만, 두 사모펀드의 이사 후보를 단지 지명하는 조항(지명 조항)과, 이사회가 그 후보들이 선임되도록 합리적인 최선의 노력을 기울이도록 한 조항(노력 조항 중 일부)은 무효가 아니라고 보았다.

그 밖에도 결원 보충 조항 및 위원회 구성 조항은 델라웨어주 회사법 제 141(c)조 제(2)항에, 해임 조항은 델라웨어주 회사법 제141(k)조¹⁹⁾에 위반된다고 보았다. 아울러, 정관 변경에 관한 사전 승인 조항과 관련하여서는, 정관 내 일부 조항에 지배구조에 관한 약정을 참조하여 그 내용에 따르도록 규정하더라도, 이는 지배구조에 관한 약정 변경을 통해 정관 변경 절차를 거치지 아니하고 사실상 정관을 변경하는 효과를 가지므로, 여전히 델라웨어주법 제242조에 위반된다는 점을 분명히 하였다.

III. 델라웨어주 회사법의 분석과 평가

1. 개정 델라웨어주 회사법의 내용²⁰⁾²¹⁾

학계의 반대와 델라웨어주 형평법원의 후속 판결에도 불구하고, 델라웨어주 의회는 2024. 6. 20. 개정안을 통과시켰고, 델라웨어주 주지사가 2024.

19) 델라웨어주 회사법 제141(k)조 제(1)항: 이사회는 의결권 있는 주식 과반수를 보유한 주주에 의해 이유를 불문하고 해임될 수 있다. 단, 정관에 다른 정함이 없는 경우 주주는 제141(d)조에 따라 분류되는 이사회에 대한 해임 사유가 있을 때만 해임할 수 있다.

20) <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=141480&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB313> (2024. 11. 7. 최종접속).

21) Eric Klinger-Wilensky, Melissa DiVincenzo and Patricia Vella, Morris, Nichols, Arsht & Tunnel LLP, "Proposed Amendments to the DGCL Address Recent Caselaw on Stockholder and Merger Agreements", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (April 4, 2024).

7. 17. 법안에 서명했으며, 2024. 8. 1. 발효되었다.²²⁾ 개정법은 델라웨어주 회사법 제122조에 새로이 제(18)항을 추가하여, ‘동법 제141(a)조에도 불구하고’, 회사가 현재 또는 잠재적 주주(주식의 실질적 소유자를 포함)와 사이에 다음과 같은 계약을 체결할 수 있는 권한을 명시적으로 부여하였다.

- ① 계약에 명시된 조치를 시행하는 것을 제한하거나 금지하기로 하는 약정
- ② 계약에 명시된 조치를 회사가 행하기 전에 개인 또는 기관(해당 회사의 이사회, 현재 또는 장래의 이사, 주주, 주식의 실질적 소유자를 포함)의 사전 승인을 받도록 하는 약정
- ③ 해당 회사나 개인 또는 기관(해당 회사의 이사회, 현재 또는 장래의 이사, 주주, 주식의 실질적 소유자를 포함)이 계약에 명시된 조치를 시행하거나 시행하지 않기로 하는 약정

다만, 동 조항은 회사가 주주 내지 신규 투자자들과 사이에 지배구조에 관한 약정을 체결할 폭넓은 재량권을 부여는 동시에 그 한계에 대하여도 정하고 있다. 첫째, 그러한 계약 조항이 회사의 정관에 위반되거나, 정관에 포함되더라도 델라웨어주 법 규정에 위반되는 범위 내에서 회사에 대하여 집행할 수 없다. 둘째, 동 조항의 대상이 되는 계약은 이사회가 승인한 최소한의 대가(minimum consideration)를 지급하는 계약이어야 한다.

2. 개정 델라웨어주 회사법의 분석 및 평가

2.1. 델라웨어주 회사법 제122(18)조의 내용 및 입법 취지

개정 델라웨어주 회사법 제122(18)조(이하 “개정법” 또는 “개정 델라웨어주 회사법”)는 회사와 주주가 체결하는 지배구조에 관한 약정이 정관에 명시되지 않더라도 유효할 수 있다는 점을 명시적으로 인정하였다. 개정법의 법안 개요(Synopsis)²³⁾²⁴⁾에 따르면, 개정법이 *Moelis* 판결에서 델라웨어주 형평

22) <https://legis.delaware.gov/BillDetail/141480> (2024. 11. 7. 최종접속).

23) 델라웨어주 법안의 개요(synopsis)는 법안의 목적과 입법 의도를 설명하는 문서로서, 법안의 도입 이유, 기존 법률의 변경 사항, 새로운 법안에 대한 설명, 법안이 기존 법률 및 그에 따른 권리, 책임, 절차에 미치는 영향을 포함할 수 있다. 위와 같은 상세한 내용을 포함하

법원이 지배구조에 관한 약정에 대하여 새로운 입법의 필요성을 언급한 점에 대한 대응으로 개정되었음을 분명히 하고 있다.

그러나, 개정법이 지배구조에 관한 약정에 의한 사적 조정에 관하여 무제한의 재량을 부여한 것은 아니다. 개정법의 법안 개요는 *Moelis* 판결 이후 제기된 학계의 우려를 고려하여 사적 조정의 한계에 대하여 다수의 기존 델라웨어주 재판례를 인용하며 자세하게 설명하고 있다. 그 핵심은 지배구조에 관한 약정이 ‘이사의 신인의무(fiduciary duty)’를 면제하지 아니하며, 이사회 결정이 신인의무를 위반할 경우 해당 약정이 법원에서 무효화될 수 있고, 약정 당사자 주주의 특정이행 또는 손해배상 청구도 제한될 수 있다는 점이다(아래 표 참조). 이하에서는 개정법의 법안 개요가 제시하는 지배구조에 관한 약정에 의한 사적 조정의 한계와 그에 대한 학계의 논의에 대하여 살펴본다.

구분	내용
신인의무 준수 필요성 및 법원의 형평법적 구제 가능성	- 개정법은 이사, 임원, 주주가 회사에 대하여 부담하는 신인의무를 면제하지 아니함. - 신인의무 위반, 상대방의 부담 여부 등에 따라 지배구조에 관한 약정이 무효화될 가능성도 있음.
약정 당사자 주주의 특정이행 또는 손해배상 청구 제한	- 신인의무 위반 시 약정 당사자 주주의 특정이행 청구나 손해배상 청구도 법원의 형평법적 검토에 따라 제한될 수 있음.
이사 및 이사회에 대한 구속의 제한	- 개별 이사 또는 이사회를 지배구조에 관한 약정의 당사자로 할 수 없음. - 개별 이사 또는 이사회가 지배구조에 관한 약정을 이행하지 아니할 경우 개별 이사나 이사회에 대한 제재 등을 부과하는 조항을 허용하지 아니함.
기관 승인 결여 시 특정이행 제한	- 지배구조에 관한 약정에 따른 행위의 이행에 법령상 이사회 또는 주주총회의 승인이 필요한 경우, 해당 기관의 승인이 결여되었다면 주주의 특정이행은 불가능함.
최소한의 대가 필요성	- 지배구조에 관한 약정 체결 시 회사는 대가를 수령하여야 하며, 그 금액은 이사회 승인을 받아야 함. - 이사가 실질적인 대가 없이 특정 주주에게 혜택을 제공하는 경우 지배구조에 관한 약정이 무효화될 가능성도 있음.

기 때문에, 델라웨어주 법원은 법안의 개요를 입법 의도를 파악할 수 있는 적절한 자료로 간주하고 있다. <https://legis.delaware.gov/Resources/GlossaryOfTerms> (2024. 11. 7. 최종 접속).

24) <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=141480&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB313> (2024. 11. 7. 최종접속).

2.2. 개정법 법안 개요가 제시하는 사적 조정의 한계

2.2.1. 신인의무의 준수 필요성 및 법원의 형평법적 구제 가능성

개정법 법안 개요는 이사, 임원 또는 주주가 회사 또는 그 주주에 대하여 부담하는 신인의무를 면제하지 않으며, 지배구조에 관한 계약을 체결하거나 이행 또는 위반하는 과정에서 신인의무를 준수할 것을 요구한다. 특히 통상적인 사업과정에서의 회사의 업무집행뿐만 아니라 회사의 매각과 같은 비밀상적 거래에서도 이사회가 회사 또는 그 주주에 대한 신인의무를 다하여야 한다는 점을 명확히 하고 있다.

여기서 개정법 법안 개요는 개정법이 신인의무 위반 사안에 대하여 형평법적 구제 원칙을 적용한 델라웨어주의 판례법에 영향을 주지 않는다고 하면서, 계약 당사자들이 신인의무 위반을 조력하거나 방조한 경우나, 법원이 이사의 행위를 강화된 기준으로 심사(enhanced form of judicial scrutiny)하는 경우 계약이 무효화 될 수 있다는 점을 밝히고 있다. 이에 더하여, *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994) 판결²⁵⁾과 *ACE Limited v. Capital Re Corporation*, 747 A.2d 95 (Del. Ch. 1999) 판결²⁶⁾을 참조하고 있는데, 요약하자면 회사 매각 상황에서 이사는 주주들의 이익을 극대화할 의무를 부담하고, 이러한 의무를 과도하게 제한하는 계약 조항은 무효가 될 수 있다는 점을 밝힌 판결이다.

25) 해당 사건에서는 Paramount Communications Inc.가 Viacom Inc.과 합병을 추진하면서 관련 계약상 강력한 거래 보호 조항(deal protection provision 또는 lock-up provision)을 포함하고 Viacom Inc.에 유리한 조건을 설정하였고, 이후 QVC Network Inc.가 Paramount Communication Inc.에게 더 높은 가격과 조건으로 인수 의사를 밝히며 경쟁 입찰을 제안하였으나 Paramount Communication Inc. 이사회가 이를 거부하였다. 델라웨어주 대법원은 강화된 심사기준(*Revlon* 기준)을 적용하여 이사회가 회사 매각과 관련하여 주주들이 최고의 가치를 받을 수 있도록 최선의 노력을 다하여야 한다는 점을 밝히며, Paramount Communication Inc.에 Viacom Inc.과의 합병의 중단 등 명령이 정당하다고 보았다.

26) 해당 사건에서는 ACE Limited가 Capital Re Corporation과 합병 계약을 체결하였고, 해당 계약에는 Capital Re Corporation이 다른 제안을 검토하거나 논의하는 것을 제한하는 no-talk 조항이 있었다. 그러나 Capital Re Corporation이 더 좋은 조건의 제안을 받게 되어 합병 계약을 해지하고자 하였고, 이에 ACE Limited는 임시 금지명령을 신청하였다. 그러나 델라웨어주 형평법원은 이사의 신인의무, 즉 주주들에게 최대 가치를 제공하도록 하는 의무를 위반할 가능성이 크다고 판단하여 그러한 신청을 기각하였다.

2.2.2. 약정 당사자 주주의 회사에 대한 특정이행 또는 손해배상 청구의 제한

개정법 법안 개요는, 지배구조에 관한 약정의 체결과 이행이 신인의무를 위반할 경우, 약정 당사자인 주주의 회사에 대한 특정이행 청구는 물론 손해배상 청구도 형평법적 검토 및 제한을 받게 된다는 점을 지적하고 있다. 법원은 형평법의 원칙에 따라 지배구조에 관한 약정에 따른 손해배상청구를 제한하거나 손해배상액을 조정할 수 있는 권한을 가지게 된다.

이에 대하여 학계에서는, 예를 들어 특정 주주가 반대하는 CEO를 선임하는 것이 이사 신인의무에 부합하는 경우, 법원은 CEO를 해임하는 내용의 특정이행을 명령해서는 안 되며, 법원이 전보배상을 명하는 경우에도 회사가 손해배상 예정액(liquidated damage) 전액을 배상해야 하는 경우, 신인의무에 따른 효율적 계약위반이 무의미해질 수 있으므로, 이러한 상황에서 명목적 배상(nominal damage)만을 허용하여야 한다는 의견도 제시되었다.²⁷⁾

2.2.3. 이사 및 이사회에 대한 구속의 제한 및 기관 승인 결여 시 특정이행 제한

2.2.1.과 마찬가지로 견지에서, 개정법 법안 개요는 개정법이 지배구조에 관한 약정상 개별 이사가 특정 행위를 하거나 하지 않을 경우 해당 이사에 대하여 제재 등을 부과하거나, 이사회 또는 개별 이사를 계약 당사자로 하는 것을 허용하고 있는 것이 아니라는 점을 밝히고 있다. 아울러 이사들에 대해 제재 등을 부과하거나 이사를 당사자로 하는 계약의 경우 이사회가 주주의 과도한 간섭이나 외부의 부적절한 개입 없이 독립적으로 회사의 경영 및 의사결정을 할 수 있어야 한다는 원칙을 강조한 *Abercrombie v. Davies*, 123 A.2d 893 (Del. Ch. 1956) 등 기존 판례법이 적용된다는 점을 언급하고 있다.

대신, 회사, 이사회, 현재 또는 미래의 이사 또는 주주들이 지배구조에 관한 약정상 특정 행위를 하거나 하지 아니하는 경우 회사에 대하여 제재 등

27) Jim An, "Moelis, § 122(18), and Remedies in Contractual Breaches Prompted by Fiduciary Duty", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (July 3, 2024).

을 부과하는 약정은 허용되는데, 이 경우에도 델라웨어주 회사법에 따라 이사회와 주주총회의 승인이 필요한 사항의 경우 여전히 그에 따른 승인이 필요하다. 예컨대, 주주총회 승인이 필요한 사항(정관 변경, 합병, 수권주식수 및 종류 변경, 영업양도 등)에 대하여 승인을 얻지 못하는 경우 해당 지배구조에 관한 약정의 특성이행이 불가능하다는 점을 명시하고 있다.

2.2.4. 최소한의 대가 지급 필요성

개정법 법안 개요는 지배구조에 관한 약정 체결 시 회사가 제공 받는 대가가 있어야 하며 그 대가의 최소 금액(the minimum amount of that consideration)은 이사회에서 승인되어야 한다는 점을 명시하고 있다.²⁸⁾ 법안 개요에서 참조하고 있는 *In re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 953 A.2d 963 (Del. Ch. 2007)에서는 회사가 실질적인 대가 수령 없이 특정 주주나 경영진에게 과도한 혜택을 제공하는 계약이 무효화 될 수 있다고 판단한 바 있다. 또한 개정법 법안 개요는 회사가 별도의 대가를 제공 받지 않고 델라웨어주 회사법 제141(a)조와 충돌하는 주주권리계획이나 부속정관을 무효화한 기존 판례법²⁹⁾도 여전히 유효하다는 점을 언급하고 있다.

2.2.5. 개정법에 대한 비판적 논의

개정법에 대하여 비판적인 입장에서는 이사의 신인의무를 면제하지 아니한다는 한계만으로는 충분하지 않다고 지적한다. 우선, ① 지배구조에 대한 사적 조정이 반드시 정관 변경을 통해 이루어져야 한다는 입장³⁰⁾에서는, 개

28) 개정법 문언 및 개정안 법안 개요는 지배구조에 관한 약정이 유효하기 위하여 회사가 지급 받아야 하는 대가가 구체적으로 어떠한 것을 의미하는지 명확하게 밝히지 않고 있다. 일반적으로 지배구조에 관한 약정은 신주인수계약 등 투자계약에 포함되기 때문에, 여기서 '대가'는 (전체 투자금액에 반영된) 특정 주주가 획득한 약정상 권리의 가치를 의미할 것으로 보이나, 개정법 문언상 반드시 투자금 등 금전적 대가로 한정하여 해석할 필요는 없어 보인다.

29) 주주가 주주제안을 통하여 추천한 이사 후보가 이사로 선임되는 경우 회사가 위임장 경쟁 등에 소요된 비용을 무조건적으로 상환하도록 하는 부속정관 개정이 이사회 독립성을 과도하게 제한하고 이사의 신인의무를 위반한다고 판단한 *CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008); 경영권 방어 목적으로 새로운 이사회가 6개월 동안 회사의 중요한 의사결정을 내리지 못하도록 한 포이즌 필의 연기 조항(delay provision)이 새로 선임된 이사회 및 이사회 권한을 과도하게 제한한다는 이유로 신인의무에 반한다고 판단한 *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

정법이 정관 변경 시 요구되는 주주에 대한 사전 통지와 의결권 있는 주식 과반수 승인 절차(델라웨어주 회사법 제242조)를 우회함으로써 향후 일반주주의 이익을 침해할 수 있는 지배구조가 채택될 위험이 높아진다고 본다. 또한 ② 개정법으로 인하여 법원은 사업 목적이 명백히 결여되지 않는 이상 사법적 심사를 자제하여 지배구조에 관한 약정을 일반적으로 유효하다고 인정할 가능성이 높아진다고 본다.³¹⁾ 아울러, ③ 이사들로서는 약정의 효력이 유지되는 경우 약정 위반으로 인한 손해배상의 규모를 계산하여야 하는데, 현실적으로 이사들로서는 약정 위반보다는 약정을 준수하는 방향으로 결정할 가능성(즉, 특정 주주의 반대에도 불구하고 회사와 주주의 이익에 부합하는 행위를 강행하는 것을 주저할 가능성)에 대한 지적도 제기되었다.³²⁾

나아가 ④ 개정법은 비공개회사뿐 아니라 공개회사에도 적용되어, 계약을 통한 지배구조 변경이 기관투자자와 일반 투자자에게 부정적 외부효과를 초래할 수 있다는 우려도 제기된다. 상장회사는 증권거래소 상장 요건에 따라 이중 주식 구조로의 재편이 금지되고 기관투자자의 반대가 예상되므로 지배주주에게 통제권을 부여하기 어렵지만, 개정법이 이를 계약으로 우회하게 허용함으로써 일반 투자자에게 피해를 줄 수 있다는 것이다.³³⁾ ⑤ 아울러 개정법이 행동주의 펀드(hedge fund activism)와 화해(settlement) 행태를 변화시킬 가능성도 있다. 현재 행동주의 펀드와의 화해는 표준화된 형태를 갖추고 있으며, 주로 이사회 및 위원회 구성에 초점을 맞추고 있지만, 개정법 이후 행동주의 펀드가 (i) 일정 프리미엄 이상 인수 제안에 회사가 응할 것을 요구할 권리 또는 포이즌필에 대한 거부권, (ii) CEO 교체 및 CEO와의 보수 계약에 대한 거부권, (iii) 특정 배당 요구권을 확보하기 위하여 현재 관행보다

30) Lucian A. Bebchuk, "The Perils of Governance by Stockholder Agreements", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (May 21, 2024).

31) *Ibid.*; 계약의 이행 이전에 계약 체결 단계에서 문언상 도전(facial challenge)이 인용될 가능성은 거의 없어졌다는 견해로는, Lebovitch, Mark, *op. cit.*, pp. 9-11.

32) Marcel Kahan and Edward Rock, "Proposed DGCL § 122(18), Long-term Investors, and the Hollowing Out of DGCL § 141(a)", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (May 21, 2024).

33) *Ibid.*

이사회에 권한을 더욱 제한하는 방식으로 화해를 요청할 것으로 예상된다.³⁴⁾³⁵⁾

2.3. 소결

요컨대, 개정 델라웨어주 회사법은 이사회가 주주와의 계약을 통하여 내부 지배구조를 자율적으로 설정할 수 있는 권한을 원칙적으로 보장한다. 그러나 개정법의 법안 개요는 개정법이 지배구조에 관한 약정에 의한 사적 조정을 무제한으로 허용하는 것은 아니며, 그 한계로서 이사의 신인의무를 강조하고 있다.

델라웨어주 법원은 사기, 자기거래 또는 중대한 이익충돌이 없다면, 원칙적으로 이사의 결정에 개입하지 아니하므로,³⁶⁾ 일반주주의 이익을 침해할 수 있는 지배구조에 관한 약정의 효력이 법원에서 적절히 제지되지 못할 가능성이 높아진 점은 부정하기 어려울 것이다. 다만, 개정법에 비추어 *Moelis* 판결, *Wagner* 판결, *Seavitt* 판결의 사안을 다시 검토한다고 가정하면, 약정의 이행 과정에서 신인의무 위반이 인정되거나³⁷⁾, 회사에 최소한의 대가가 지급되지 않았다면 약정 자체가 무효화 될 가능성을 배제할 수 없다. 아울러 이사가 신인의무에 따라 지배구조에 관한 약정을 위반하기로 결정한 경우, 약정 당사자 주주의 회사에 대한 특정이행 및 손해배상 청구도 제한될 수 있다.

결론적으로, 개정법 법안 개요에서 제시한 이사의 신인의무 구속이라는

34) Lucian A. Bebchuk, “The Perils of Governance by Stockholder Agreements (2): A Note on Unplanned Consequences”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (June 7, 2024).

35) 다만, 이러한 행동주의 펀드의 새로운 요구가 델라웨어주 법원의 신인의무 심사 대상에 해당하게 되어 소송으로 이어질 가능성이 높으므로, 빠른 화해를 선호하는 행동주의 펀드에게 불리하게 작용하여 실제 행동주의 펀드의 화해 범위가 확장될 가능성은 낮다는 견해로는, Keith E. Gottfried, Gottfried Shareholder Advisory, “The Potential Impact of the DGCL Market Practice Amendments on Activism Settlements”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (July 26, 2024).

36) Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 4th ed. (Foundation Press, 2020), p. 140.

37) 향후 델라웨어주 법원이 개정법에 대하여 지배권(control), 이익충돌(conflicted)의 개념을 확대하여 신인의무 위반에 대한 사법 심사의 영역을 확대하는 방식으로 대응할 것으로 예상된다는 견해로, Mark Lebovitch, *op. cit.*, pp. 16-19.

제한 조건으로 인하여 지배구조에 관한 약정의 효력과 관련된 불확실성이 해소되었다고 보기는 어렵다. 따라서 개정 델라웨어주 회사법의 의의와 실익을 평가하기 위해서는 향후 델라웨어주 법원의 후속 판결을 면밀히 주시할 필요가 있을 것이다.

IV. 개정 델라웨어주 회사법의 우리나라 법 제도에 대한 시사점

1. 문제의 제기

회사법에서 주주들의 사적 조정 내지 사적 자치는 회사법 규정에도 불구하고 회사의 주주들이 내부적 규칙과 법률관계를 정관 또는 계약을 통하여 스스로 창출하는 것을 의미한다. 회사가 특정 주주에게 ① 이사회 구성권, ② 사전 동의권을 부여하고, ③ 특정한 회사법적 행위를 확약하는 것도 이사회 및 주주총회의 권한을 제한하는 측면에서 사적 조정에 해당한다고 볼 수 있다. 이러한 지배구조에 대한 사적 조정은 동업 성격의 소규모 회사, 합작투자회사뿐만 아니라, 벤처 등 초기 단계 회사, 상장을 준비하는 비상장 회사, 신규 사업에 진출하는 상장회사의 경우에도 필요할 수 있다.

지배구조에 관한 약정을 통한 사적 조정의 맥락에서 중요한 고려사항은, ① 당사자들의 자율적인 약정을 통한 사적 조정은 회사와 약정에 참여하는 주주들에게 효율성을 증진할 것으로 기대되지만, ② 상법상 공시 대상인 정관(상법 제396조)과 달리 일부 주주와 회사 간 약정은 공시되지 아니하여 일반주주에게 공정하지 못한 결과를 초래할 수 있다는 점이다.³⁸⁾ 이에 따라 지배구조 약정에 참여하지 못하는 일반 투자자로서는 투자의 전제가 흔들릴 수 있으며, 약정에 의한 사적 조정이 무제한 허용된다면 종국적으로 약정 당사자에게만 유리하고 다른 주주들에게는 불리한 지배구조가 채택될 가능성이 높아진다.³⁹⁾ 회사의 내부 법률관계에 대한 사적 조정의 한계가 설정되

38) 주주간계약의 부정적인 효과가 없다면 당사자들의 합의를 최대한 존중하는 것이 가장 효율적이라는 점과 관련하여, 송옥렬, 주주간 계약의 회사에 대한 효력 - 회사법에 있어 사적 자치의 확대의 관점에서 -, 「저스티스」 통권 제178호(한국법학원, 2020), 344-352면.

어야 하며, 필요한 범위 내에서 약정의 효력과 구제수단에 대한 강행규정의 개입이 정당화되는 이유이다.

텔라웨어주의 일련의 판결과 입법 및 후속 논의는 ① 지배구조에 관한 약정에 의한 사적 자치, ② 회사법이 규정하는 기관 권한 배분의 강행규정성, ③ 계약의 구속력과 집행 가능, ④ 이사의 신인의무에 따른 계약의 효율적 위반 가능성과 같은 가치의 충돌과 우선순위를 다룬다. 이러한 논의에 대한 분석을 바탕으로, 이하에서는 우리나라에서도 회사와 주주 간 지배구조에 관한 약정이 이사회 권한을 제한함으로써 강행규정을 위반하여 무효가 될 수 있다는 해석론을 도입할 필요가 있는지 검토한다(IV.2.). 또한, 지배구조에 관한 약정 체결 및 이행 시 텔라웨어주 회사법에서의 이사의 신인의무가 우리나라 상법에서의 이사의 의무와 어떻게 다른지, 이러한 차이로 인해 양 법제 간 회사지배구조에 대한 사적 조정 및 그 한계에 실제로 얼마나 다른지 살펴보면, 이때 주주평등원칙에 대한 2023년 대법원 판결에 관한 분석을 겸한다(IV.3.).

논의에 앞서, 텔라웨어주 형평법원의 판결과 개정법이 회사가 당사자로서 특정 주주와 사이에 체결하는 지배구조에 관한 약정을 다룬 만큼, 본 논문의 검토 범위를 회사가 당사자인 지배구조에 관한 약정, 그 중에서도 실무에서 주로 활용되는 ① 주요 경영사항에 대한 사전 동의 조항, ② 특정 주주가 지명한 등기임원 선임에 대한 회사의 확약, ③ 기업공개나 조직재편 등 회사의 근본적 변경에 대한 회사의 확약으로 한정하며, 회사가 당사자가 아닌 주주간계약에 의한 사적 조정에 관한 내용은 논의 범위에서 제외함을 밝힌다.

2. 사적 조정의 한계(1): 이사회 권한의 제한 관점에서의 검토

2.1. 상법 제393조 제1항과 지배구조에 관한 약정의 충돌 가능성

텔라웨어주 회사법 개정 논의에서 첫 번째로 제기되는 의문은, 우리나라

39) Lucian A. Bebchuk, *op. cit.*(주 30).

에서도 델라웨어주 형평법원 판결과 유사하게, 정관에 반영되지 아니한 회사와 주주 간 지배구조에 관한 약정이 이사회에 고유의 권한을 제한함으로써 상법 제393조 제1항⁴⁰⁾을 위반하여 무효가 될 수 있다는 해석론을 도입할 필요성이 있는지 여부이다. 상법 제393조 제1항은 이사회가 회사의 업무집행에 관한 의사결정권을 가진다는 점을 포괄적으로 규정하고 있는 조항으로서, 주로 이사회의 권한 사항을 대표이사에게 위임함에 있어서 그 한계를 정하는 근거로서의 강행규정으로 논의되었다.⁴¹⁾ 그러나 지금까지 우리나라에서는 지배구조에 관한 약정의 효력은 주로 ‘주주평등원칙 위반 여부’를 중심으로 논의가 이루어졌기 때문에, 특정 주주에 대한 이사회 구성권과 중요 경영사항에 대한 사전 동의권을 부여하는 약정이 상법상 기관의 권한을 침해할 수 있다는 관점으로는 좀처럼 인식되지 않았던 것으로 보인다.⁴²⁾

상법 제393조 제1항은 델라웨어주 회사법 제141(a)조와 달리, 정관으로 이사회 권한을 변경할 수 있다는 단서를 두지 아니하고 있으므로, 우리나라 상법이 델라웨어주 회사법에 비하여 계약에 의한 사적 조정으로 이사회의 업무집행 권한을 변경할 수 있는 여지가 더 작다는 견해도 가능하다.⁴³⁾ 한편, 상법 제372조 제1항 제2호는 경영위임을 할 때 주주총회 특별결의가 있어야 한다고 규정하고 있는데, 이에 준하여 이사회의 권한을 상당한 수준으로 제한하기 위하여는 정관 또는 주주총회 특별결의가 필요하다는 주장도 가능하다.⁴⁴⁾⁴⁵⁾

40) 상법 제393조(이사회의 권한) ① 중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입, 지배인의 선임 또는 해임과 지점의 설치·이전 또는 폐지 등 회사의 업무집행은 이사회의 결의로 한다.

41) 권순일 편집대표 (이완희 집필부분), 「주식 상법」, 제6판(한국사법행정학회, 2021), 343-351면; 중요한 자산의 처분의 경우 이사회가 그에 관하여 직접 결의하여야 하며, 대표이사에게 그 처분에 관한 사항을 일임할 수 없다는 취지의 대법원 2005. 7. 28. 선고 2005다3659 판결; 2001년 개정 상법 제393조 제1항이 이사회 결의사항의 범위를 구체화하여 ‘중요한’ 업무집행사항에 대하여는 대표이사에게 위임할 수 없고 반드시 이사회가 스스로 결정하도록 함으로써 실질적인 의사결정기관의 역할을 담당하도록 그 권한을 강화하고자 하는 취지라고 판시한 대법원 2021. 2. 18. 선고 2015다45451 전원합의체 판결.

42) *Moelis* 판결을 기회로 이사회의 권한 침해 관점에서 지배구조에 관한 약정에 대하여 분석한 선행연구로는, 안태준, 전게논문, 349-350, 367-378면.

43) 안태준, 전게논문, 373-374면.

이에 따라 상법 제393조 제1항의 적용 범위를 확장하고 그 강행규정성을 강조하는 경우, 해당 조항을 일부 주주와 회사 사이에 지배구조에 관한 약정에 의하여 이사회 권한 사항을 제한하는 행위를 금지하는 명문의 근거 조항으로 볼 수도 있다.⁴⁶⁾ 위와 같은 견해에 따르면, 실무계에서 소수지분 투자 시 널리 활용되는 특정 주주의 사전 동의권을 포함하는 약정(이른바 투자자 보호 약정⁴⁷⁾)의 효력의 불확실성은 높아지게 된다.

2.2. 지배구조에 관한 약정의 이사회 권한 침해 여부 검토

만약 지배구조에 관한 약정을 통하여 특정 지배주주나 그 특수관계인이 회사의 모든 의사결정을 담당하여 이사회의 기능이 유명무실화되는 경우에는, 업무집행 권한이 이사회에 있음을 선언한 상법 제393조 제1항의 취지가 그러한 약정을 통제하는 하나의 근거가 될 수 있을 것이다. 그러나 다음과 같은 이유에서 상법 제393조 제1항의 적용 범위를 지배구조에 관한 약정 전반으로 확대함에 있어서는 신중하게 접근하여야 할 필요가 있다고 생각된다.

2.2.1. 이사회 권한의 행사 및 보완의 관점

먼저, 이사회가 스스로 향후 이사회의 권한 행사를 제한하는 약정을 하는 행위는, 한편으로는 이사회의 결정, 정확하게는 이를 구성하는 이사 개인들의 선관주의의무에 따른 경영판단의 결과이기도 하다.⁴⁸⁾ 즉, 이사회가 투자자에게 경영 관여 권한을 제공하는 행위는 신규 투자가 필요한 회사 입장에

44) 권순일 편집대표 (송옥렬 집필부분), 전게서, 128면

45) 이사 선임과 같은 주주총회의 법정 권한을 일정 기간 동안 제3자에게 위탁하기로 하는 정관 규정도 허용된다고 본다는 견해로, 김건식/노혁준/천경훈, 「회사법」, 제8판(박영사, 2024), 299면.

46) 상법 제393조 제1항이 텔라웨어주 회사법 제141(a)조와 달리 업무집행 권한을 이사회에 부여하고 있을 뿐 정관 등으로 그 권한을 변경할 수 있는 대안을 명시하지 아니하는 등의 이유로 계약은 물론 정관에 의해서도 상법상 이사회 권한을 상당한 정도로 침해하거나 제한할 수 없다고 보는 입장으로, 안태준, 전게논문, 373-378면.

47) 신주인수계약상 전형적인 투자자 보호 약정의 거래 실태에 대한 분석으로는, 천경훈, 「회사와 신주인수인 간의 투자자보호약정의 효력」, 「상사법연구」 제40권 제3호(한국상사법학회, 2021), 73-81면.

48) 김건식, “이사회 업무집행에 관한 주주간계약”, 「비교사법」 제26권 1호(통권84호)(한국사법학회, 2019), 373-374면.

서 더 좋은 조건의 투자 유치를 성공시키기 위한 판단의 결과로서 자발적인 권한 행사라고 볼 수 있다. 계약의 체결 행위와 관련하여 이사의 선관주의 의무 위반으로 인해 이사가 책임을 질 수 있게 됨은 별론으로 하고, 그러한 계약의 이행이 곧바로 이사회 권한의 침해라고 보기만은 어렵다.

또한, 지배구조에 관한 약정은 이사회에 또 다른 기능인 감독 권한을 보완하는 효과도 있다. 실무에서 자주 활용되는 투자자 보호 약정 중 투자자에게 일정 수의 이사 또는 감사 지명 권한을 부여하는 조항이 가지는 감독 기능에 대하여 생각해볼 필요가 있다. 기존 지배주주가 이사회를 장악하여 상법 제393조 제2항에 따른 이사회에 이사 직무집행에 대한 감독 기능이 원활하게 작동하지 않는 회사에서는, 오히려 그러한 약정이 이사회에 감독 권한을 보완하는 역할을 할 수 있다.

한편, 투자자 보호 약정 중 사전 동의조항은, 비록 투자자의 사전 동의권 행사가 권리 남용에 해당하지 않는다는 점이 전제되어야 하겠으나, 일반적으로 특정 경영사항이 투자자의 사전 동의를 득하여 종국적으로 이사회 결의에 따라 이루어질 것을 전제하므로, 지배구조에 관한 약정을 체결하는 행위가 그 자체로 상법 제393조 제1항을 침해한다는 법적 구성은 부자연스러운 면이 있다.

2.2.2. 일반주주에 대한 외부효과 관점

상법 제393조 제1항의 문언이 이사회 권한을 제한하는 사적 조정을 금지하거나, 이에 반하는 사적 조정의 효력을 무효화 한다고 명시적으로 규정하지 않는 이상, 그러한 사적 조정을 금지하기 위해서는 그로 인하여 일반주주 등 기타 이해관계자에게 부정적 외부효과가 발생한다는 등의 합리적인 근거가 필요하다. 아울러, 정관 변경 또는 주주총회 특별결의에 의하지 아니한 이사회 권한의 제한이 금지된다고 보더라도, 회사에 대한 집행 가능성을 넘어 당사자 간 약정의 효력까지 무효화 하여 전보배상 가능성도 봉쇄하여야 할 논리적 필연성이 있다고 보기도 어렵다.

신규 투자자에게 사전 동의권이나 이사회 구성권한 일부를 부여함으로써 회사가 필요한 시기에 더 좋은 조건으로 투자 유치를 할 수 있었다면, 이는

회사와 주주 전체 이익에 도움이 되는 행위일 수 있다. 그 지배구조에 관한 약정의 이행 과정에서 신규 투자자의 지배주주 및 회사에 대한 감독 권한의 행사는 다른 일반주주들에게 오히려 긍정적 외부효과를 가져올 수 있다.

2.2.3. 지배권 남용을 방지하기 위한 강행규정의 우선 적용 필요성

Moelis 판결, *Wagner* 판결, *Seavitt* 판결의 사안처럼, 기존 지배주주가 지배권 강화를 목적으로 지배구조에 관한 약정을 체결하는 행위는 상법이 예정한 이사회의 의사결정 권한을 침해한다고 생각될 여지가 있다. 다만, 우리나라의 지배구조에 관한 약정 활용 실태와 상법이 마련해둔 지배주주 통제 수단을 고려할 때, 그와 같은 해석론을 추가적으로 채택할 실익은 크지 않아 보인다.

우리나라에서는 지배주주 또는 그 특수관계인이 상장 전 자신의 지배권을 강화하기 위하여 회사와 사이에 지배구조에 관한 약정을 체결하는 사례는 거의 발견되지 않는다. 이는 첫 번째로 한국거래소의 상장심사 과정에서 투자자의 사전 동의권 조항 등의 수정 또는 삭제를 요구받기 때문이다.⁴⁹⁾ 따라서 실무상 투자자의 사전 동의권 조항, 투자자의 직접적인 정보수령권, 회사에 대한 풋옵션 조항 등은 지배구조 약정에 기업공개 이전까지만 적용(즉, 상장 시 실효)되는 것으로 규정하거나, 상장심사 과정에서 삭제하는 방안이 권고되고 있다.⁵⁰⁾

또한, 우리 상법은 지배주주의 사익 추구행위를 통제하고 일반주주의 이익을 보호하기 위한 수단을 마련해두고 있는데, 위와 같은 약정은 상법 제 398조에 따른 주요주주 및 그 특수관계인과의 자기거래에 해당하여, 엄격한

49) 한국거래소는 상장심사 시 질적 심사요건으로서 경영의 안정성, 기타 투자자 보호 사항을 검토한다(유가증권시장 상장규정 제30조 제1항 제2호, 제5호, 동 규정 시행세칙 [별표 2의2] 질적심사기준, 코스닥시장 상장규정 제29조 제1항 제2호, 제3호, 동 규정 시행세칙 [별표 6] 질적심사기준). 구체적으로 한국거래소는 각종 계약서를 면밀히 검토하여 '경영의 독립성을 저해할 수 있는 과도한 이사 선임, 소액투자자의 권리를 약화할 수 있는 과도한 동의권, 정보요구권, 배당을 설정 등' 과도한 부의 이전 등 소액투자자 보호에 문제없는지 점검하고 있다. 한국거래소, 「2024년 유가증권 상장심사 가이드북」 (한국거래소, 2024), 248-249면.

50) 노미은/박철홍/홍승일, "Pre-IPO 투자 시 주주간 계약의 실무상 쟁점", 「BFL」 제88호(서울대학교 금융법센터, 2018), 50-53면; 노승민, "벤처투자계약의 실무상 쟁점", 「BFL」 제88호(서울대학교 금융법센터, 2018), 55면.

공정성 심사의 대상이 될 것이다. 또한, 상장회사의 경우 사외이사 선임 의무와 결격 사유 규정(상법 제542조의8), 감사위원회 위원 선임 시 의결권 제한(상법 제542조의12 제4항, 제7항) 등의 규정에 비추어 볼 때, 지배주주 및 그 특수관계인이 사적 조정을 통하여 이사회 구성 권한을 강행규정의 한계를 넘어 확대할 여지는 크지 않다.

이러한 점을 고려할 때, 상법 제393조 제1항을 적용할 실익이 있는 상황은, 지배주주와 그 특수관계인에 해당하지 아니하는 주주가 비상장회사의 이사회 구성원 과반 이상의 이사 선임권을 보장받는 사례나, 경영권 분쟁 상황에서 우호 주주에게 지분율에 비하여 과도한 이사회 구성 권한과 의사결정 권한을 제공하는 사례 정도로 제한될 것이다.

2.3. 소결

따라서 텔라웨어주 법원이 사적 조정의 한계를 설정함에 있어서 텔라웨어주 회사법 제141(a)조를 그 해석의 출발점으로 삼는 것과는 달리, 우리나라에서는 상법 조항의 문언과 체계 및 지배구조에 관한 약정의 활용 실태에 맞춰 해석하는 것이 필요해 보인다. 상법 제393조 제1항을 이사회 권한의 제한 가능성을 봉쇄하는 명문의 강행규정으로 받아들이기보다는, 지배주주 및 그 특수관계인이 자신의 지배권을 강화하기 위하여 회사지배구조에 대한 사적 조정을 하는 행위를 효과적으로 저지할 수 있는 명문 규정이 있다면 그것을 먼저 적용하고, 상법 제393조 제1항의 침해 여부는 보다 직접적인 강행규정으로 해결하기 어려운 사안에서 주주평등원칙과 함께⁵¹⁾ 보충적으로 고려하는 것이 타당하다.

51) 2023년 선고된 일련의 대법원 판결에서 투하자본의 회수를 절대적으로 보장하는 행위에 대하여 자본충실원칙과 자기주식취득금지 위반이 아니라 주주평등원칙 위반을 이유로 무효라는 기존 대법원 판례(대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결) 설시를 반복한 부분이나, 대법원이 밝힌 일반론에서 강행법규 저촉 여부를 주주평등원칙의 하위 판단기준으로 제시한 부분은 아쉬운 점으로 지적되고 있다. 노혁준, “2023년 회사법 중요판례평석”, 『인권과 정의』 Vo. 520(대한변호사협회, 2024), 173-174면.

3. 사적 조정의 한계(2): 이사의 의무와 주주 전체의 이익 관점에서의 검토

3.1. 상법상 이사의 선관주의의무 및 충실의무가 가지는 한계

개정 델라웨어주 회사법 법안 개요는 이사의 신인의무를 지배구조에 관한 약정에 따른 사적 조정의 핵심적인 한계로 제시하고 있다. 한편, 우리나라에서는 회사와 특정 주주 사이의 법률관계에 대해서는 이를 일종의 편파 행위로 포착하여 주주평등원칙 위반 여부를 가장 우선적이고 중요한 기준으로 평가하고 있었다. 이 과정에서 상대적으로 이사가 어떠한 의무를 부담하며, 이사의 판단이 어디까지 존중될 수 있는지 여부에 관한 문제는 조명을 받지 못했던 면이 있다.

델라웨어주 회사법상 이사가 충분한 정보를 수집하고 검토한 뒤 의사결정하였다면, 이에 대하여는 경영판단원칙(business judgment rule)이 적용되고, 사기, 자기거래 또는 중대한 이익충돌이 없다면, 법원은 그러한 이사의 결정에 개입하지 아니한다. 그러나 지배주주와 자회사 간 거래,⁵²⁾ 소액주주 축출⁵³⁾ 등 지배주주와 회사 또는 일반주주 사이의 이익충돌 상황에서는 전체적 공정성 기준(또는 완전한 공정성 기준; entire fairness standard)이 적용되며, 이때 이사가 관련 거래가 절차와 대가 측면에서 모두 공정하게 이루어졌음을 입증하여야 한다. 나아가 회사 매각⁵⁴⁾의 상황에서는 이사의 최우선의 의무는 주주에게 가능한 최대한의 금전적 가치를 제공하는 것(주주 이익의 극대화)으로 변경된다.⁵⁵⁾ 이처럼 델라웨어주 법에서는 이사가 회사의 이익뿐만 아니라 주주의 이익을 보호해야 한다는 의무가 판례법을 통하여 발전해 왔고, 특히 충실의무와 전체적 공정성 원칙을 통해 이사가 주주의 이익을 최우선으로 고려하여야 하는 상황이 더욱 구체화 되었다고 볼 수 있다.

따라서, 지배구조에 관한 약정의 체결과 이행 과정에서 이사 또는 지배주주의 신인의무를 강조하게 되면, 이사는 특히 지배주주와 회사 또는 일반주

52) *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

53) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

54) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

55) Stephen M. Bainbridge, *op.cit.*, pp. 140-153, 205-228, 464-476.

주의 이익충돌 상황에서 회사와 일반주주의 이익을 보호하기 위하여, 필요할 경우 지배구조에 관한 약정을 이행하지 않을 수 있다. 나아가, 회사와 일반주주의 이익을 심각하게 침해할 수 있는 지배구조에 관한 약정은 무효로 판단될 수 있고, 약정 당사자인 주주가 특정이행을 요구할 수 없게 되고, 약정에 따른 금전배상도 제한될 가능성이 있다.⁵⁶⁾

그런데 우리나라 상법은 이사의 선관주의의무에 관하여 ‘회사’와 이사가 민법상 위임인과 수임인의 관계에 있다고 정하고 있고(상법 제382조 제2항, 민법 제(81조), 이사의 충실의무에 관하여 ‘회사를 위하여’ 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 정하고 있다(상법 제382조의3). 이렇듯 우리나라 상법 문언상으로는 이사가 회사의 배후에 있는 주주에 대하여까지 직접적인 의무를 부담하는지 여부가 분명하지 아니한 측면이 있다. 나아가 지배주주와 소액주주의 이익충돌 상황에서 이사가 전체적 공정성의 관점에서 그러한 이익충돌을 해소하는 의사결정을 하여야 할 의무까지 부담하는지 여부에 대하여서는 해석상 불확실한 부분이 존재한다. 물론 현행 상법 조항이 이사가 주주의 이익과는 무관하게 기계적으로 회사의 자산만을 극대화 하여야 함을 의미하는 것이 아니라, 전체 주주의 이익 또한 보호하여야 한다는 의미도 포함하는 것으로 보아야 한다는 견해도 설득력 있지만,⁵⁷⁾ 최근 재점화된 상법상 충실의무 조항 개정 논의는 현행 상법상 이사의 의무 규정에 보완이 필요하다는 점의 방증이기도 하다.

3.2. 2023년 대법원의 주주평등원칙 판결과 주주 전체 이익의 보호 강조

그렇다면 우리나라 상법상 지배구조에 관한 약정의 체결과 이행 과정에서 이사가 부담하는 의무는 델라웨어주 회사의 이사가 부담하는 의무와 어떻게

56) 향후 델라웨어주 법원이 개정법에 대하여 지배권(control), 이익충돌(conflicted)의 개념을 확대하여 신인의무 위반에 대한 사법 심사의 영역을 확대하는 방식으로 대응할 것으로 예상된다는 견해로, Mark Lebovitch, *op. cit.*, pp. 16~19.

57) 천경훈, “회사에서의 이익충돌”, 「저스티스」 통권 제159호 (한국법학원, 2017), 248~249면; 김태진, “주주평등원칙의 분석과 재구성 - 지배주주의 부당한 이익추구에 대한 구제수단을 모색하기 위한 해석론과 입법론의 관점에서 -”, 「상사법연구」 제43권 제2호(한국상사법학회, 2024), 81~85면.

다른 것인가? 이러한 차이로 인하여 회사지배구조에 관한 사적 조정과 그 관계에 있어서 델라웨어주 회사법과 우리나라 상법 간 중요한 차이가 발생 하는가? 우리나라에서는 지배구조에 관한 약정의 효력을 주주평등원칙에 따라 규율하고 있으며, 특히 2023년 대법원 판결에서 그 내용에 상당한 변화가 있었으므로, 먼저 이에 대한 검토가 필요하다.

종래 우리나라 판례는 회사와 주주 간 법률관계 전반에 주주평등원칙을 적용하여 그 무효 여부를 심사하였고, 특정 주주에게 임원 추천권⁵⁸⁾이나 회사의 주요 경영사항에 대한 사전 동의권⁵⁹⁾을 부여하는 행위 또는 약정에 대하여도 마찬가지로 이를 일종의 편파 행위로 포착하여 주주평등원칙을 적용하였다. 그러나 이와 관련하여 판례가 주주평등원칙을 광범위한 범위에 적용하면서 이를 위반하는 경우 회사법적 행위의 효력뿐만 아니라 약정의 채권적 효력까지도 무효화 하는 등 지나치게 강력하고 경직적인 법원칙으로 운용⁶⁰⁾하고 있다는 비판⁶¹⁾이 지속적으로 제기되었다. 그러던 중 2021년에 선고된 서울고등법원 판결⁶²⁾이 지배구조에 관한 약정을 주주평등원칙에 위반하여 무효라는 취지로 판시하여 학계와 실무계에 큰 파장을 일으킨 바 있다.⁶³⁾

58) 예컨대, 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920, 9937 판결.

59) 예컨대, 서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결 (대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결의 원심판결). 한편, 미공간 하급심 판결 중 투자자에 대한 사전동의권이 주주평등원칙에 위반되지 아니한다는 판결로 서울고등법원 2017. 6. 29. 선고 2016나2064211 판결(미공간, 확정), 서울고등법원 2010. 6. 18. 선고 2009나106708 판결(미공간, 확정)에 대한 분석으로는, 천경훈, 전계논문(주 47), 104-107면.

60) 예컨대, “회사가 일부주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효”라는 판시 부분.

61) 주주평등원칙을 합리적으로 제한하여야 한다는 주장으로서, (i) 주주 공동의 이익에 부합하는 등 정당한 사유가 있는 경우 주주들 사이의 차별적 취급도 가능하다는 견해로 천경훈, 전계논문(주 47), 111면; 김태진, “주주평등원칙에 관한 소고”, 「기업법연구」 제22권 제3호(한국기업법학회, 2008), 39면; (ii) 명시적 강행규정이나 개별적 법리를 우선적으로 적용하고 주주평등원칙을 보충적으로 적용한다는 견해로 천경훈, 전계논문(주 47), 110-111면; (iii) 주주평등원칙 위반에 따른 효과를 일률적으로 무효화 하기보다는 이사의 선관주의의무와 책임 문제로 해결해야 한다는 견해로 김태진, 전계논문(주 61), 394면

62) 서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결.

63) 정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립”, 「상사판례연구」 제35권 제4호(한국상사판례학회, 2022), 220-222면; 천경훈, 전계논문(주 47), 117면.

특히 주주평등원칙을 주주권 침해 여부를 기준으로 재정립하여, 어느 주주에 대한 권리나 이익의 부여로 다른 주주들의 주주권이 침해되었다면 원칙적으로 효력을 부정하여야 하지만, 그 외의 경우는 주주의 비례적 이익을 고려하지 않은 회사의 이사의 책임과 손해액 조정의 문제로 접근하는 것이 타당하다는 비판이 유력하게 제기되었다.⁶⁴⁾⁶⁵⁾

대법원은 2023년 주주평등원칙에 관한 판결 4건을 연이어 선고하면서, 학계가 제시한 비판과 대안을 전향적으로 수용하여 주주평등원칙에 관한 새로운 일반론 및 판단 요소에 다수 반영한 것으로 평가된다. 특히 상기 2021년 하급심의 상고심인 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결(이하 “틸론 사건” 또는 “틸론 판결”)에서는 회사가 일부 주주에게 우월한 권리나 이익을 부여하여 다른 주주들과 다르게 대우하는 경우에도 법률이 허용하는 절차와 방식에 따르거나 그 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우에는 이를 허용할 수 있다는 일반론을 실시하였다. 나아가, 차등적 취급을 허용할 수 있는 특별한 사정이 있는지 여부를 판단할 때 고려사항으로 다양한 요소⁶⁶⁾를 제시하였는데, 그 중 핵심적인 요소는 그러한 차등 취급이 ‘주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지’ 여부이다. 요컨대, 우리나라의 주주평등원칙에 관한 법리는 주주 전체의 이익을 보호하고 지배주주의 지배권 남용을 통제하는 방향으로 재정립되었다고 볼 수 있다.

64) 정준혁, 상계논문, 243-253면.

65) 그 밖에도 회사가 사전동의권 제공을 통하여 투자를 유치한 후 자신이 그 무효를 주장하는 것은 일종의 배신행위로서 이를 인정하는 경우 지배주주의 경영권 남용을 정당화할 수 있다는 지적으로, 정준혁, 전계논문, 222면.

66) ① 차등적 취급의 구체적 내용, ② 회사가 차등적 취급을 하게 된 경위와 목적, ③ 차등적 취급이 회사 및 주주 전체의 이익을 위해 필요하였는지 여부와 정도, ④ 일부 주주에 대한 차등적 취급이 상법 등 관계 법령에 근거를 두었는지 아니면 상법 등의 강행법규와 저촉되거나 채권자보다 후순위에 있는 주주로서의 본질적인 지위를 부정하는지 여부, ⑤ 차등적 취급에 따라 다른 주주가 입는 불이익의 내용과 정도(일부 주주에게 회사의 경영참여 및 감독과 관련하여 특별한 권한을 부여하는 경우 그 권한 부여가 회사의 기관이 가지는 의사결정권한을 제한하여 종국적으로 주주의 의결권을 침해하는지 여부 등), ⑥ 개별 주주가 처분할 수 있는 사항에 관한 차등적 취급으로 불이익을 입게 되는 주주의 동의 여부와 전반적인 동의를, ⑦ 회사의 상장 여부, 사업목적, 지배구조, 사업현황, 재무상태 등.

3.3. 새로운 주주평등원칙 법리에 따른 이사의 의무 재정립

주주평등원칙은 상법상 명문의 근거 규정은 없지만, 주식 수에 비례한 대우를 규정한 상법상 여러 규정⁶⁷⁾들을 바탕으로 판례에 의하여 정립된 법리(doctrine)에 해당하며,⁶⁸⁾ 그 강행법규성 또한 다툼 없이 받아들여지고 있다.⁶⁹⁾ 대법원이 2023년 판결을 통해 주주평등원칙을 주주와 회사의 전체 이익에 부합하는 방향으로 재정립한 이상, 이러한 주주평등원칙을 준수하여야 할 의무는 이사들의 선관주의의무 및 충실의무의 내용에 자연스럽게 편입된다. 즉, 이사들이 특정 주주와 회사 간 지배구조에 관한 약정을 체결하고, 이를 이행하거나 또는 위반하는 국면에서 이사들은 주주와 회사의 전체 이익을 고려하여야 할 의무를 부담하게 된다.⁷⁰⁾

그렇다면, 구체적으로 지배구조에 관한 약정을 체결하는 시점에 이사는 누구에 대하여 어떠한 의무를 부담하는가? 지배구조에 관한 약정은 정관과 달리 일반주주에게 공시되지 아니하여 회사의 내부적 법률관계를 변화시킬 수 있으므로, 이사들이 전체 주주의 이익을 더욱 신중히 고려하여야 할 강화된 의무를 부담한다고 보아야 한다. 이사들은 ① 신규 투자 유치 과정에서 그러한 지배구조에 관한 약정을 체결할 필요성, ② 회사가 투자자에게 부여하는 권리와 투자금액 간 비례성, ③ 계약 위반 시 회사가 손해배상액 내지 위약벌을 부담할 가능성과 그 예상 액수를 합리적으로 평가하여야 한다. 이에 더하여 특히 ④ 투자자에게 그 지분비율에 비하여 과도한 경영 참여 권한을 부여되는지, ⑤ 약정 당사자가 아닌 주주의 의결권이 제한될 가능성이 있는지, ⑥ 본래 대주주가 책임을 부담하여야 하는 사항을 회사에 전가하여 손해배상 책임을 부담하게 하는 것은 아닌지 등을 추가로 고려하여야 한다.

67) 예컨대, 의결권에 관한 제369조 제1항, 이익배당청구권에 관한 제464조, 잔여재산분배권에 관한 제538조, 주식 수에 따른 신주, 전환사채, 신주인수권부사채를 배정받을 권리(제418조 제1항, 제513조의2 제1항, 제516조의11 등.

68) 정준혁, 전계논문, 226면.

69) 김건식/노혁준/천경훈, 전게서, 259면.

70) 주주의 비례적 이익을 보호한다는 취지는 회사법상 주주평등원칙에 이미 반영되어 있다는 견해로, 김태진, 전계논문(주 57), 83-84면.

위와 같이 체결된 지배구조에 관한 약정의 이행이 전체 주주에게 손해를 발생시킬 경우, 이사는 지배구조에 관한 약정을 위반하고 회사에 필요한 의사결정을 강행하여야 하는 상황에 놓일 수 있다. 예컨대, 기존에 약정에 따른 투자자의 거부권 행사로 인하여 회사가 재무 위기에서 벗어나기 위하여 반드시 필요한 신주 발행이나 가치증가형 M&A를 추진하지 못하거나, 기업 공개 추진 의무에도 불구하고 대내외 환경 변화로 인해 이행이 어려운 상황이 발생할 수 있다. 이러한 상황에서 이사가 부담하는 의무의 내용은, 기존 지배구조에 관한 약정에서 예정된 손해배상책임, 위약벌, 투자금 반환 등 투자자의 구제수단과 약정을 위반하는 회사의 의사결정이 회사 및 주주에게 미칠 이익과 손해를 비교하여, 궁극적으로 회사 및 주주를 위하여 더 유리한 결정을 내리는 것이다. 기존 지배구조에 관한 약정이 회사와 전체 주주의 이익에 반할 경우, 그러한 약정의 위반을 고려할 수 있다.⁷¹⁾

3.4. 소결

형식적인 관점에서 양 법제가 회사지배구조에 관한 사적 조정에 접근하는 방식에는 차이가 있다. 개정 델라웨어주 회사법은 원칙적으로 지배구조에 관한 약정의 체결할 자유를 인정하되 이러한 사적 조정의 한계로서 이사의 신의의무를 강조하고 있다. 반면, 우리나라 판례는 지배구조에 관한 우월한 권리를 부여하는 경우 원칙적으로 주주평등원칙에 반하여 무효가 될 수 있으나, 회사나 주주의 전체적 이익 차원에서 정당화될 수 있는 경우 그 효력이 예외적으로 인정될 수 있다고 본다. 그러나 이상에서 살펴본 바와 같이, 두 법제는 지배주주와 일반주주 간 이익충돌이 있을 때, 궁극적으로 주주 전체의 이익을 보호하는 방식으로 사적 조정의 한계를 설정하여야 한다는 점에서 비슷한 결론에 도달한다는 점을 확인할 수 있다. 비록 지금까지 이사가 의무를 지는 대상에 대한 해석상 불명확한 부분이 있었으나, 우리나라에서도 구체적 사안에서 지배구조에 관한 약정의 효력과 집행 가능성의 한계를 판단할 때, 이사의 회사와 주주 전체의 이익 보호 의무가 중요한 고려요소로

71) 김건식, 전제논문, 367-369면.

작용하여야 한다.

V. 사안별 적용과 제안

이상의 분석을 요약하면 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 텔라웨어주 형평법원의 태도와 마찬가지로, 우리나라 상법 제393조 제1항 역시 이사회 권한을 침해하는 약정의 효력을 제한하는 근거가 될 수 있다. 그러나 지배주주 및 특수관계인과 회사의 약정 체결을 제한하는 기존 상법상 강행규정의 우선적 적용을 통한 통제가 가능하고, 실무상 널리 활용되는 투자자 보호 약정의 순기능을 저해할 수 있으므로 그 적용 국면에 대하여 신중하게 접근해야 한다. 둘째, 대법원이 톨론 판결에서 주주평등원칙을 회사와 주주 전체 이익 보호 관점에서 재정립한 만큼, 우리나라 상법에서도 개정 텔라웨어주 회사법과 유사하게 지배구조에 관한 약정의 체결과 이행 과정에서 이사가 회사와 전체 주주의 이익을 보호할 의무를 부담한다고 보아야 한다. 따라서 구체적인 사안에서 지배구조에 관한 약정의 효력과 집행 가능성의 한계를 정할 때, 이러한 이사의 의무가 중요한 요소로 고려되어야 한다.

이하에서는 재판례에서 문제되거나 실무에서 널리 활용되는 지배구조에 관한 약정을 사안별로 분석하여, 그 채권적 효력과 집행 가능성의 인정 범위와 한계, 그리고 적용 법리의 우선성을 검토하고, 합리적인 해석론과 실무상 유의사항 및 제도 개선 방향을 제시하고자 한다.⁷²⁾ 이 과정에서 이사가 회사와 주주 전체의 이익을 보호해야 하는 의무와 역할에 중점을 두고 논의를 전개하고자 한다.

1. 지배주주 및 특수관계인에 의한 사적 조정

72) 대법원이 2023년 톨론 판결을 통하여 지배구조에 관한 약정이 특정 조건 하에서 유효하다는 점을 명시적으로 밝힌 이상, 우리 상법에 개정 텔라웨어주 회사법과 같이 지배구조에 관한 약정의 효력을 원칙적으로 인정하는 일반 규정을 새로 도입할 실익은 높지 않아 보인다. 이하에서는 이러한 전제를 바탕으로, 구체적인 사안에서의 해석론과 그 밖의 제도적 보완 방향을 중심으로 살펴본다.

Moelis 판결, *Wagner* 판결 및 *Seavitt* 판결의 사안처럼, 지배주주 또는 그 특수관계인이 지배권 강화를 목적으로 회사와 사이에 지배구조에 관한 약정을 체결하는 경우, 이는 상법 제398조에 따른 자기거래로 판단될 수 있다. 2011년 상법 개정을 통하여 자기거래 규제의 거래 상대방에 상법 제542조의 8 제2항 제6호에 따른 주요주주⁷³⁾가 포함되고, 그 거래 내용과 절차의 공정성까지 요구됨에 따라, 이러한 약정이 주주 전체 이익을 침해하는지 여부가 보다 엄격하게 심사되어야 한다. 이시들은 거래 내용의 공정성을 평가함에 있어서 주주의 비례적 이익을 고려하여야 하며, 이를 위반할 경우 손해배상 책임을 부담할 수 있다.

이와 관련하여, 상법 제398조가 ‘회사 및 주주’에게 손해를 입히는 것을 방지하는 것을 목적으로 하는 규정이므로, 그 무효를 주장할 수 있는 자는 ‘회사’에 한정되고, 거래상대방이나 제3자는 그 무효를 주장하는 것은 허용되지 아니한다는 것이 종래 통설과 판례의 입장이었다.⁷⁴⁾ 만약 주주의 비례적 이익을 보호를 위해 위와 같은 판례 법리가 걸림돌이 된다면, 해석론으로 ‘일반주주’에게도 무효를 주장할 수 있는 권리를 부여하는 방안도 고려해볼 수 있을 것이다.

그 밖에도 법리 적용의 우선순위로는, 이사회 감사 선임 시 결격사유나 의결권 제한 규정 등 명문의 강행법규가 우선 적용되고, 이후 주주평등원칙과 상법 제393조 제1항에 따른 이사회 권한 침해 여부를 심사하는 것이 바람직하다.

2. 투자자 보호 약정

2.1. 주요 경영사항에 대한 사전 동의권

73) 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 10% 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(“주요주주”) 및 그의 배우자와 직계 존속·비속.

74) 대법원 2012. 12. 27. 선고 2011다67651 판결.

2.1.1. 사전 동의 대상 범위와 약정의 채권적 효력의 인정

먼저, 신주, 주식연계증권, 사채 등의 발행, 일정 규모 이상의 자산 양수도, 대표이사의 선임 등 상법상 이사회 권한 사항에 대한 사전 동의권 조항은, 이사회가 경영 판단에 따라 향후 권한 행사를 스스로 제한하는 방식으로 볼 수 있으며, 따라서 그러한 약정의 효력을 폭넓게 존중할 필요가 있다. 다만, 이러한 권한 부여와 위반 시 제재 수단이 과도하여 회사와 주주 전체 이익을 훼손할 경우, 원칙적으로 이사의 의무 위반에 대한 손해배상책임 문제로 해결하는 것이 바람직하다.

다음으로 주주총회 권한 사항에 대한 사전 동의권은 더욱 신중한 분석이 필요하다. 툴론 사건에서 대법원은 “원칙적으로 이사회 결의가 필요한 사항으로 특별한 사정이 없는 한 주주총회의 결의가 필요한 것은 아니므로, 원고와 같은 일부 주주가 사전동의권 등을 갖더라도 다른 주주의 의결권이 직접적으로 침해된다고 보기도 어렵다”라고 판시하였고, 일각에서는 이 같은 판시를 법원이 주주총회 권한 사항에 대한 사전 동의권의 효력을 향후 더욱 제한적으로 판단할 가능성이 있다는 취지로 받아들이고 있다.⁷⁵⁾

그러나 일반주주의 입장에서는 이사회 권한 사항보다는 오히려 회사의 근본적인 변경⁷⁶⁾이나 기관구성⁷⁷⁾ 등에 대하여 감독할 필요가 더욱 크다.⁷⁸⁾⁷⁹⁾ 또한, 일반적인 상황에서는 주주총회 결의도 이사회 결의의 안전 설정과 내용 조정이 선행되어야 하므로, 이를 이사회 권한과 완전히 분리된 것으로 보기

75) 범무법인(유) 지평, “[자본시장·PE / 기업·금융소송] 투자자 사전동의권 관련 판결”, 2023. 7. 21.; 범무법인(유) 세종, “투자자 주주의 사전동의권을 무효로 판단한 고법 판결을 과거 환송한 대법원 판결”, 2023. 8. 9.

76) 정관변경(상법 제433조 제1항), 합병(상법 제522조 제1항), 영업양수도(상법 제374조 제1항), 분할 및 분할합병(상법 제530조의3 제1항), 주식의 포괄적 교환 및 이전(상법 제360조의3 제1항, 제360조의16 제1항), 자본금 감소(상법 제348조 제1항), 해산(상법 제517조 제2호) 등.

77) 이사, 감사, 청산인 등의 임면(상법 제382조 제1항, 제385조 제1항, 제409조 제1항, 제415조, 제531조 제1항, 제539조 제1항) 등.

78) 노혁준, 전제논문, 174-175면.

79) 단적인 예시로, 비지배주주가 특정 사업의 발전 가능성을 염두에 두고 회사에 투자하였으나, 지배주주가 핵심사업의 물적분할 후 재상장하려는 상황에서 물적분할에 대한 사전 동의권은 효과적인 소액주주 보호수단이 될 수 있다.

도 어렵다. 따라서 주주총회 권한 사항에 대한 투자자의 사전 동의권이 그 자체로 위법하다는 인식에는 재고가 필요하며, 지배주주의 권한 남용 방지 및 회사와 주주 전체 이익을 위한 범위 내에서 채권적 효력을 쉽게 부정할 필요는 없어 보인다.

2.1.2. 회사에 대한 구제수단의 제한 필요성

위와 같이 지배구조에 관한 약정의 채권적 효력이 인정되는 경우, 만약 회사가 특정 주주의 사전 동의권 조항에 위반한 행위를 한다면 그 주주는 회사에 대한 손해배상청구권 등 구제수단을 갖게 될 것이다(배상청구). 한편, 약정 당사자인 주주가 그러한 채권적 효력에 기하여 회사에 대해 특정한 회사법적 행위를 저지 또는 강제하거나(금지청구 또는 이행청구), 약정에 반하는 결의를 사후적으로 취소 내지 무효화(취소 또는 무효확인 청구)할 수 있는지가 문제로 남는다.

상업적 계약이나 주주간계약⁸⁰⁾과 달리, 지배구조에 관한 약정에 근거한 특정 주주의 회사에 대한 직접적 구제수단은 더욱 제한될 필요가 있다. 약정에 기한 집행 가능성을 무제한으로 인정할 경우, 약정 당사자 주주의 기회주의적 행위를 조장할 수 있고, 교착상태를 장기화시켜 거래의 안정성을 저해하며, 궁극적으로 회사와 주주 전체 이익에 반할 위험이 존재한다. 이러한 상황에서는 이사가 회사와 주주 전체의 이익을 고려하여 내리는 결정을 더욱 존중하여, 약정 당사자인 주주의 구제수단으로는 금전배상을 원칙으로 하고, 필요한 경우 법관의 통제하에 손해배상예정액의 감액 및 위약벌의 전부 또는 일부 무효 가능성을 열어두는 것이 바람직할 것이다.

특히, 이사회나 주주총회 결의에 특정 주주의 사전 동의를 ‘결의의 효력 요건’으로 추가하려면, 총주주의 동의에 의한 것이 아닌 한 이를 정관에 명시하는 것이 최소한의 요건이 되어야 할 것이다.⁸¹⁾ 상법상 신주발행 유지

80) 이는 주주간계약상 일방 당사자인 주주가 상대방 당사자인 주주에 대하여 의결권구속약정에 기한 특정한 행위를 이행청구 내지 금지청구할 때 이를 인정하는 것과는 논의의 평면을 달리한다. 의결권구속약정에 관한 청구를 이행청구, 금지청구, 배상청구 및 무효청구로 분류하고, 그 효력과 집행방법을 분석한 연구로, 천경훈, “기관구성에 관한 주주간계약의 효력과 집행”, 『선진상사법률연구』 통권 제108호(법무부, 2024), 10-30면.

청구를 위해서는 ‘법령 또는 정관’에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행한 경우에 해당하여야 하고, 주주총회 결의 취소 청구를 위해서는 그 결의방법이 ‘법령 또는 정관’에 위반하거나 현저하게 불공정한 경우에 해당하여야 하는 점(상법 제376조, 제424조)을 고려할 때, 단순히 지배구조에 관한 약정을 근거로 그에 반하여 이루어진 결의의 회사법적 효력을 부정하기는 어렵다. 나아가, 상법상 정관과 달리 지배구조에 관한 약정이 주주들에게 공시되지 않으며, 이사회 결의의 정족수를 강화하기 위해서는 정관 변경이 필요하고(상법 제391조 제1항 단서), 경영위임에 주주총회 특별결의가 필요하다는 점(상법 제374조 제1항 제2호)을 고려할 때, 이를 결의의 효력 요건으로 추가하려면 최소한 정관에 반영하여야 할 필요성은 더욱 명확해진다.

2.1.3. 대안적 장치: 독립 이사회의 결정과 fiduciary-out 조항

정관에 의한 사적 조정 역시 강행규정과 공서양속의 테두리 내에서만 허용되므로, 특정 주주의 동의를 정관상 이사회 및/또는 주주총회 결의의 효력 요건으로 추가하더라도 여전히 상법 제393조 제1항 위반 등 기관의 권한 침해 문제가 발생할 수 있다. 그러한 정관에 의한 약정의 효력과 집행 가능성을 최대한 확보하기 위한 당사자 간 수요는 늘 발생할 수 있는데, 이 경우 교착상태에서 이사회의 효율적 위반 가능성을 열어두는 대안적 장치를 포함하는 것이 오히려 강행규정에 위반되지 않는다고 볼 근거가 될 수 있다.

예컨대, *Wagner* 판결에서 인정된 바와 같이 독립 이사로 구성된 위원회가 특정 주주의 사전 동의권을 무력화하여 이사회의 업무집행 권한을 회복할 수 있도록 하거나(II.3.1. 참조) fiduciary-out 조항과 같이 회사와 주주 전체의 이익을 위해 이사들의 위반할 수 있다는 내용을 포함하는 것이다. 이 중 fiduciary-out 조항은 미국 M&A 거래의 협상 과정, 특히 상장회사의 합병 진행 과정에서 대상회사(피합병회사)의 이사회가 제3자로부터 더 나은

81) 제3자의 승인을 주주총회 결의의 효력발생 조건으로 부과하는 정관 규정은 회사의 자치에 따른 자발적인 제약으로서 특별히 다른 이익을 해치는 경우가 아니라면 구태여 무효로 볼 이유는 없다는 견해로, 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 299면. 반대 견해로 이철송, 「회사법 강의」, 제30판(박영사, 2022), 508면; 권기범, 「현대회사법론」, 제7판(삼영사, 2017), 687면.

조건의 인수 제안을 받았을 때 신인의무 위반을 피하기 위해 M&A 계약을 해제할 수 있도록 허용하는 조항을 의미한다.⁸²⁾ 즉, 회사 매각 상황에서 이사는 주주의 이익을 위하여 회사의 매각 가치를 극대화할 의무를 부담하는데, fiduciary-out 조항은 이사가 그러한 의무 위반 없이 계약을 해제할 수 있도록 한다.

물론, fiduciary-out 조항은 회사 매각이라는 특수한 상황을 염두에 두고 설계된 것이지만, 정관 또는 약정에 의한 사적 조정 국면에서도 이사들이 회사와 주주 전체의 이익을 위한 의사결정을 내리는 것이 원칙적으로 불가능해지는 절대적인 제한 상황에 놓일 가능성이 있다. 따라서 정관 규정이나 지배구조에 관한 약정에 이사들이 회사와 주주 전체의 이익을 위하여 그러한 제한으로부터 벗어날 수 있다는 여지를 포함하는 장치가 설계된다면, 정관 규정이 그 자체로 강행규정에 위반된다고 판단될 가능성을 줄일 수 있다. 다른 한편으로는, 투자자가 정당하게 거부권을 행사할 상황에서는 이러한 유효한 정관 규정에 근거하여 지배주주 및 이사들의 부당한 의사결정을 저지할 가능성도 높일 수 있을 것으로 생각된다. 나아가, 이러한 장치가 실무적으로 교착상태를 해결하고 사적 조정의 효력을 둘러싼 불확실성을 다소간 해소하는 기능을 수행할 수 있을 것으로 보인다.

한편, 거래 보호 조항과 fiduciary-out 조항과 필연적으로 결부되는 해제/해지 수수료(termination fee 또는 break-up fee)는 합병 계약 체결 후 대상 회사가 더 나은 제안을 수용하여 계약을 해제할 경우 계약 상대방에게 지급하여야 하는 금원을 의미한다. 이는 계약 상대방의 실사비용 등을 배상하고 대상회사가 합병 계약을 쉽게 해제하지 못하는 장치로 작용한다. 델라웨어주 법원은 해지 수수료의 금액이 이사가 더 나은 제안을 고려하는 것을 배제할 정도로 과도해서는 안 된다고 명시하고 있으며, 통상적으로 지분가치의 3~4%

82) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003)이 fiduciary-out 조항 없이 합병 계약의 해제 가능성을 봉쇄하는 거래 보호 조항은 이사의 신인의무를 제한하여 무효라고 선언한 이후, 현재까지 미국 M&A 실무에서 널리 사용되고 있다. Libson, Adi and Firer, Guy, "Out with Fiduciary Out?" (April 20, 2023). *J. Corp. L.* (Forthcoming), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4424619> (최종접속: 2024. 11. 7.).

범위의 수수료는 합리적이라고 보는 경향이 있다.⁸³⁾ 우리나라에서도 손해배상 예정액의 감액이나 위약벌의 전부 또는 일부 무효 여부가 법관의 통제하에 놓이게 되는데, 이때 과도한 손해배상예정액이나 위약벌 또는 풋옵션 매매대금의 할증이 이사의 재량을 제한할 수 있다는 점이 인식되어야 할 필요가 있다. 또한, 투자자의 신뢰 보호와 이사의 재량 존중 및 주주 이익의 보호를 균형 있게 도모할 수 있는 적절한 계약상 제재 수준에 대한 실무 관행과 재판례의 축적이 이루어져야 하는 사항이라고 판단된다.

2.2. 이사회 구성에 관한 합의

지배구조에 관한 약정상 회사가 특정 주주에게 일정 수의 이사 또는 감사 선임 권한을 보장하는 조항의 경우,⁸⁴⁾ 주주총회에서 의결권을 행사하는 주체는 이사회나 이사가 아닌 주주이므로, 회사의 그와 같은 이행 약속은 기존 주주들의 협조 없이는 실질적으로 무의미하다. 따라서 신규 투자 유치를 위해 지배구조에 관한 약정을 체결할 때는, 회사가 아니라 기존 주주들이 직접 의결권 공동행사 의무를 부담하는 주체가 되는 것이 바람직하다.⁸⁵⁾ 실무에서 별도의 주주간계약을 통해 이사회 구성 관련 약정을 체결하거나, 신주 인수계약에 지배주주가 당사자로 포함되어 의결권 공동행사 의무를 부담하거나 회사의 계약상 의무에 대하여 연대책임을 지는 방식이 널리 활용되는 이유도 여기에 있다.

또한, 지배구조에 관한 약정에서 특정 주주에게 과반수 이사 선임권을 부여하는 행위 자체가 제372조 제1항 제2호에 따른 경영위임에 준하는 행위일 수 있고 상법 제393조 제1항에 따른 이사회 권한의 중대한 제한이 될 수 있다. 따라서 총주주가 약정 당사자가 되지 않는 이상, 그러한 약정의 채권적

83) David Fox, "Kirkland & Ellis LLP, Breakup Fees - Picking Your Number", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (September 11, 2012).

84) 다만, *Moelis* 판결과 *Wagner* 판결에서 유효로 보았던 이사 추천(nomination) 조항과 같이, 지배구조에 관한 약정에서 이사회가 특정 주주 측 지명 후보를 주주총회 심의 및 표결 대상으로 상정할 의무를 규정하는 것을 제한하여야 할 필요는 없을 것이다.

85) 정준혁, 전제논문, 250면.

효력과 집행가능성을 확보하기 위하여는 적어도 정관 변경 또는 주주총회 특별결의가 필요하다고 볼 것이다.

만약 기존 주주들이 의결권 공동행사 의무를 위반하여 약정된 이사회 구성이 구현되지 못할 경우, 계약상 배상책임은 회사가 아니라 의결권 구속 약정의 당사자인 지배주주가 부담하는 것이 원칙적인 모습이다. 만약 기존 대주주의 배신으로 투자자 측 추천 후보가 이사로 선임되지 않아 회사가 투자자에 대하여 손해배상책임을 지게 된다면, 이는 기존 대주주가 부담하여야 하는 책임을 회사 및 일반주주에게 전가하는 결과가 되어, 이사들로서는 의무 위반에 따른 손해배상책임의 문제가 발생할 수 있음을 유의하여야 한다.

3. Pre-IPO 투자계약과 상장회사의 지배구조에 관한 약정

3.1. Pre-IPO 투자계약상 상장 의무에 대한 유연한 해석의 필요성

회사의 기업공개를 염두에 둔 Pre-IPO 투자계약의 경우, 적격상장 요건을 갖추면 대주주 및 회사에게 기업공개를 추진할 의무를 부과하는 경우가 있는데,⁸⁶⁾ 기업공개 추진은 이사회의 업무집행 권한 사항이기도 하지만, 기업공개는 정관 변경을 예정하고 있다는 점에서 주주총회 결의사항이기도 하다. 재무적 투자자에게는 비상장회사의 기업공개나 구조개편이 투자 회수(exit)와 밀접하게 관련되므로, 대주주 및 회사에 대한 이러한 의무의 부과 및 위반 시 구제수단의 명확성이 투자 실행, 투자 규모 및 인수가격 결정에 중요한 영향을 미친다.

원칙적으로 주주의 권리 대한 확약을 포함하므로, 대주주가 직접 계약상 의무를 지는 것이 바람직하겠으나, 투자자 입장에서는 회사의 업무집행을 담당하는 이사회 및 개별 이사들에게도 계약을 통해 일정한 인센티브를 부여하여야 할 필요가 있다. 또한, 이러한 인센티브의 부여는 기업공개 준비 이전에 투자한 일반주주들 입장에서는 오히려 긍정적일 수 있으며, 만약 회사

86) 주주간계약에서 대주주가 기업공개 추진 의무의 주체가 되는 경우가 일반적이지만, 회사가 당사자로서 직접 기업공개 추진 의무의 주체가 되기도 한다. 예컨대, 서울고등법원 2024.

5. 9. 선고 2023나2038760 판결 사안.

가 상장 의무를 부담하는 조건으로 회사에 더 유리한 조건으로 신주를 발행한 경우 회사와 전체 주주에게 이익이라고 볼 수도 있기 때문이다.

따라서 기업공개와 같은 근본적 변경에 관한 회사의 확약을 단순히 주주 권리의 침해 관점에서 일률적으로 무효로 볼 것은 아니다. 다만, 이러한 확약은 회사와 주주 전체의 이익 보호를 위한 이시들의 고도의 판단을 필요로 하므로, 이를 존중하여 결과 채무보다는 수단 채무로 규정하는 방식이 바람직하며, 약정 해석 시에도 그 문언을 한정적으로 해석하는 방법이 필요할 수 있다. 또한, 이러한 확약의 성질상 약정 당사자인 주주가 회사에 대하여 근본적 변경 행위의 강제이행을 요구하는 것은 인정되기 어려우며, 손해 조정을 통해 해결하는 것이 합리적이다.

3.2. 상장회사의 지배구조에 관한 약정 관련 공시 제도 보완 필요성

자본시장에 참여하는 개인 투자자들은 보유 지분율이 낮고, 집단행동의 어려움(collective action problem)으로 인하여 의결권 행사를 규합하거나 주주대표소송 등을 통해 회사 경영에 개입하기가 현실적으로 쉽지 않다. 이에 따라 상장회사에 강제공시 의무를 부과하여, 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항을 적시에 제공하는 것이 증권법의 중요한 과제로 인식되고 있다.⁸⁷⁾ 그런데 현재 상장회사와 주주가 체결하는 지배구조에 관한 약정의 구체적인 내용은 공시 제도의 사각지대에 놓여있다.

현행 자본시장법 및 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”), 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 및 거래소 공시규정에 따르면, 상장회사가 신주 발행 시 주요사항보고서를 제출해야 하지만, 주요사항보고서에 지배구조에 관한 약정에 관한 내용을 기재할 것을 의무화하는 규정이나 지침은 존재하지 아니하고, 실무상 그러한 기재가 이루어지지 않는 것이 일반적이다.⁸⁸⁾ 자본시장법상 신규 투자자가 지배주주와 의결권 공동행사 약정을 포함하는

87) Reinier Kraakman et al (김건식 외 옮김), 「회사법의 해부」, (소화, 2020), 453~462면.

88) 한국거래소, 「유가증권시장 상장·공시 업무해설서」, (한국거래소, 2023); 한국거래소, 「코스닥시장 공시·상장 해설」, (한국거래소, 2024).

주주간계약을 체결한 경우, 자본시장법에 따라 공동보유 관계로 간주되어 주식등의 대량보유상황보고(5% 보고)에 그 내용을 기재할 의무가 발생하지만(자본시장법 제147조, 동법 시행령 제141조 제2항), 그 기재 수준에 대한 구체적인 지침이 없어서,⁸⁹⁾ 실제 공시 내용은 “이사회 구성 및 회사 경영에 관한 사항” 등 형식적인 기재에 머무르는 경우가 대다수다.

지배구조에 관한 약정의 구체적 내용은 일반 투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보이다. 상장심사 시 이러한 약정의 수정 및 삭제를 권고한 이후, 상장 후에는 특별한 감독이나 공시가 이루어지지 않는 것은 합리적이지 않다. 경영권 분쟁 상황에서 분쟁 당사자가 그 우호 주주들과 사이에 어떠한 지배구조에 관한 약정을 체결하는지, 특히 어떠한 주주가 어떠한 이사를 지명 또는 추천하여 선임되었는지 등은 투자자에게 민감한 정보에 해당한다. 따라서, ① 지배구조에 관한 약정 중 사전 동의 사항의 항목, ② 등기임원 선임권의 내용, ③ 위반 시 회사가 부담할 수 있는 손해배상 예정액, 위약벌, 회사 또는 대주주에 대한 풋옵션의 존재, 그 행사 대금의 산정 방식 등이 합리적인 수준에서 공시될 수 있도록 공시 규정을 정비하여야 하며, 나아가 감독 당국의 적극적인 관리 및 집행 노력도 필요하다.

VI. 결론

회사와 주주들이 협의하여 회사법상 표준적인 지배구조에서 벗어나기로 결정하였다면, 이는 회사와 주주 모두에게 이익이 된다고 추정할 수 있고, 이러한 합의를 존중하는 것이 사회적으로 효율적일 수 있다. 그러나 일부 주주와 회사 사이에 체결된 지배구조에 관한 약정은 공시되지 아니하며, 약정에 참여하지 않은 주주들에게 불공정한 결과를 초래할 수 있다. 따라서 회사지배구조에 대한 사적 조정에는 합리적인 한계가 필요하다.

본 논문은 개정 텔라웨어주 회사법의 내용과 그 개정 과정에서의 논의를

89) 금융감독원, 「기업공시 실무안내」, 제18증보판(금융감독원, 2023).

분석하여, 우리나라에서의 지배구조에 관한 약정에 대한 해석론을 비교법적 관점에서 검토하였다. 개정 델라웨어주 회사법은 이사의 신인의무를 존중하는 방향으로 사적 조정의 한계를 설정하였고, 우리나라 대법원은 2023년 주주평등원칙을 재정립하여 회사와 주주 전체의 이익 보호를 강조하고 있다. 두 법제는 형식적 접근 방식은 다르지만, 본질적으로 유사한 평가 요소를 공유하고 있다. 이제 남은 과제는 대법원이 새롭게 제시한 주주평등원칙의 평가 요소를 구체화하여 실제 사례에서 지배구조 약정의 효력과 집행 가능성에 대한 기준을 명확히 하고, 미비한 관련 제도를 개선하는 것이다. 본 논문에서 제안하는 개선 방향은 다음과 같다.

첫째, 지배주주 및 그 특수관계인이 주도하는 사적 조정 시도는 기존의 자기거래 규제와 같은 명문의 강행규정을 우선적으로 적용하여, 엄격한 공정성 심사를 거쳐야 한다.

둘째, 실무에서 널리 활용되는 투자자 보호 약정의 경우 채권적 효력을 폭넓게 인정하여 이사의 경영 판단의 유연성과 약정 당사자인 주주의 보호를 동시에 도모할 필요가 있다. 또한, 이사가 회사와 주주 전체의 이익을 보호할 의무를 부담한다는 점을 강조하고, 그러한 의무 위반 시 이사에 대한 책임 추궁 방식으로 처리하는 것이 바람직하다. 다만, 이사의 선임과 같이 기존 대주주의 권한 행사를 염두에 둔 약정은, 원칙적으로 계약상 기존 대주주의 의무로 규정하고 그 약정 위반의 책임이 회사 또는 일반 주주에게 전가되지 않도록 해야 한다.

셋째, 회사가 특정 주주의 사전 동의 조항을 위반하더라도, 해당 주주의 전보배상 청구 외의 회사에 대한 집행 가능성은 제한적으로 인정되어야 한다. 특정 주주의 동의를 회사법적 결의의 효력 요건으로 포함하려면, 최소한 이를 정관에 명시하여야 하며, 이사회 권한 내지 이사의 재량 침해에 대한 우려를 완화하기 위해 독립 이사 위원회의 설치나 fiduciary-out 조항의 설계를 대안으로 고려할 수 있다.

마지막으로, 지배구조에 관한 약정의 구체적 내용이 상장회사의 일반 투자자에게 중요한 정보인 만큼, 상장심사 시 약정 삭제를 권고하는 방식 외

에도 현재의 미비한 공시 기준을 정비하여 상장 후에도 이러한 약정이 합리적인 수준으로 공시될 수 있는 상장 후 관리 방안을 마련할 필요가 있다.

본 논문을 통해 회사와 주주 전체의 이익 보호를 중심으로 지배구조에 대한 사적 조정의 한계를 설정하는 구체적인 기준을 정립하고, 지배구조에 관한 약정의 안정적 활용을 위한 실무적 지침을 제공하는 데 보탬이 되기를 희망한다.

〈참고문헌〉

1. 국내문헌

- 권기범, 「현대회사법론」, 제7판(삼영사, 2017).
- 권순일 편집대표, 「주식 상법」, 제6판(한국사법행정학회, 2021).
- 금융감독원, 「기업공시 실무안내」, 제18증보판(금융감독원, 2023).
- 김건식/노혁준/천경훈, 「회사법」, 제8판(박영사, 2024).
- 송옥렬, 「상법강의」, 제14판(홍문사, 2024).
- 이철송, 「회사법강의」, 제30판(박영사, 2022).
- 한국거래소, 「2024 유가증권시장 상장심사 가이드북」, (한국거래소, 2024).
- _____, 「2024 코스닥 상장심사 이해와 실무」, (한국거래소, 2024).
- _____, 「유가증권시장 상장·공시 업무해설서」, (한국거래소, 2023).
- _____, 「코스닥시장 공시·상장 해설」, (한국거래소, 2024).
- 한국상사법학회, 「주식회사법 대계 II」, 제4판(박영사, 2022).
- Reinier Kraakman et al (김건식 외 옮김), 「회사법의 해부」, (소화, 2020).
- 김건식, “이사회 업무집행에 관한 주주간계약”, 「비교사법」 제26권 1호(통권84호) (한국사법학회, 2019).
- 김지평/박미령/허원준, “주주총회와 이사회에 관한 배분 문제에 관한 소고 - 자기주식 취득 및 소각, 회사 분할에 대한 주주제안 사례를 중심으로 -”, 「상사판례연구」 제36권 제2호(한국상사판례학회, 2023).
- 김태진, “주주평등원칙에 관한 소고”, 「기업법연구」 제22권 제3호(한국기업법학회, 2008).
- _____, “주주평등원칙의 분석과 재구성 - 지배주주의 부당한 이익추구에 대한 구제수단을 모색하기 위한 해석론과 입법론의 관점에서 -”, 「상사법연구」 제43권 제2호(한국상사법학회, 2024).
- 노미은/박철홍/홍승일, “Pre-IPO 투자 시 주주간 계약의 실무상 쟁점”, 「BFL」 제88호(서울대학교 금융법센터, 2018).
- 노승민, “벤처투자계약의 실무상 쟁점”, 「BFL」 제88호(서울대학교 금융법센터, 2018).
- 노혁준, “2023년 회사법 중요판례평석”, 「인권과정의」 Vo. 520(대한변호사협회,

2024).

백석중, “회사가 당사자로서 체결한 투자계약상 수익금 보장약정등이 주주평등 원칙에 위반하여 무효인지 여부”, 「BFL」 제104호(서울대학교 금융법센터, 2020).
송옥렬, “2023년 회사법 판례 회고”, 「상사판례연구」 제37권 제1호(한국상사판례 학회, 2024).

_____, “주주간 계약의 회사에 대한 효력 - 회사법에 있어 사적 자치의 확대의 관점에서 -”, 「저스티스」 통권 제178호(한국법학원, 2020).

안태준, “스타트업 또는 벤처기업이 일부 주주(투자자)에게 사전동의권 등 우월한 지배구조상 권리를 부여하는 약정의 효력: 주주평등원칙에 더하여 이사회 권한 침해 문제를 중심으로”, 「은행법연구」 제17권 제1호(은행법학회, 2024).

이동건/류명현/이수균, “주주간계약의 실무상 쟁점: 작성시 주의사항을 중심으로”, 「BFL」 제67호(서울대학교 금융법센터, 2014).

이철송, “주주간계약의 회사법적 효력론의 동향”, 「선진상사법률연구」 제86호(법무부, 2019).

정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립”, 「상사판례연구」 제35권 제4호(한국상사판례학회, 2022).

천경훈, “기관구성에 관한 주주간계약의 효력과 집행”, 「선진상사법률연구」 통권 제108호(법무부, 2024).

_____, “회사에서의 이익충돌”, 「저스티스」 통권 제159호(한국법학원, 2017).

_____, “회사와 신주인수인 간의 투자자보호약정의 효력”, 「상사법연구」 제40권 제3호(한국상사법학회, 2021).

법무법인(유) 세종, “투자자 주주의 사전동의권을 무효로 판단한 고법 판결을 파기환송한 대법원 판결”, 2023. 8. 9.

법무법인(유) 지평, “[자본시장·PE / 기업·금융소송] 투자자 사전동의권 관련 판결”, 2023. 7. 21.

2. 외국문헌

Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 4th ed. (Foundation Press, 2020)

Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel, “Corporate Control Transactions”,

The Yale Law Journal 91, no. 4 (1982).

Lebovitch, Mark, Soap Opera Summer: “Five Predictions About DGCL 122(18)’s Effect on Delaware Law and Practice” (August 18, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4929402> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4929402> (최종접속: 2024. 11. 7.).

Libson, Adi and Firer, Guy, “Out with Fiduciary Out?” (April 20, 2023). *J. Corp. L.* (Forthcoming), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4424619> (최종접속: 2024. 11. 7.).

Lucian A. Bebchuk, “The Perils of Governance by Stockholder Agreements”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (May 21, 2024).

_____, “The Perils of Governance by Stockholder Agreements (2): A Note on Unplanned Consequences”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (June 7, 2024).

David Fox, “Kirkland & Ellis LLP, Breakup Fees – Picking Your Number”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (September 11, 2012).

Keith E. Gottfried, Gottfried Shareholder Advisory, “The Potential Impact of the DGCL Market Practice Amendments on Activism Settlements”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (July 26, 2024).

Marcel Kahan and Edward Rock, “Proposed DGCL § 122(18), Long-term Investors, and the Hollowing Out of DGCL § 141(a)”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (May 21, 2024).

Eric Klinger-Wilensky, Melissa DiVincenzo and Patricia Vella, Morris, Nichols, Arsht & Tunnell LLP, “Proposed Amendments to the DGCL Address Recent Caselaw on Stockholder and Merger Agreements”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (April 4 2024).

Iliana Ongun, Neil Whoriskey, and Dean Sattler, Milbank LLP, “Chancery Rejects Validity of “New Wave” Stockholder Agreement Terms”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (March 18, 2024).

Douglas Rappaport, Jason Koenig, and Jacqueline Yecies, Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP, “Delaware Chancery’s Moelis II Decision Provides Cautionary Tale for Boards and Activists”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (March 20, 2024).

Sarath Sanga, Gabriel Rauterberg, and Eric Talley, “Letter in Opposition to the Proposed Amendment to the DGCL”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (June 7, 2024).

<https://legis.delaware.gov/BillDetail/141480> (2024. 11. 7. 최종접속).

<https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=141480&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB313> (2024. 11. 7. 최종접속).

투 고 일 자 : 2024년 11월 09일

심 사 일 자 : 2024년 11월 11일

게재확정일자 : 2024년 11월 22일

〈국문초록〉

회사지배구조에 대한 사적 조정(Private ordering)과 그 한계

- 델라웨어주 회사법 개정 내용을 중심으로

정재원

회사와 주주들이 협의하여 표준적인 지배구조에서 벗어나기로 결정하는 경우, 이를 존중하는 것이 사회적으로 효율적일 수 있다. 그러나 일부 주주와 회사 사이에 체결된 지배구조에 관한 약정은 공시되지 아니하여 약정에 참여하지 않은 주주들에게 불공정한 결과를 초래할 수 있다. 따라서 회사지배구조에 대한 사적 조정에는 한계가 설정되어야 한다.

미국 델라웨어주 형평법원은 2024년 일련의 판결에서 정관에 포함되지 않은 회사와 주주 간 지배구조에 관한 약정이 원칙적으로 무효임을 선언하였다. 이에 대응하여 개정된 델라웨어주 회사법은 이사회가 주주와의 계약을 통해 지배구조를 자율적으로 설정할 수 있는 권한을 원칙적으로 보장한다. 그러나 개정법의 개요(synopsis)에서는 이사의 신인의무를 그 한계로 설정하여 약정에 의한 사적 조정을 무제한으로 허용하지 않는 점을 강조하고 있다.

우리나라에서도 상법 제393조 제1항을 근거로 이사회 권한을 제한하는 약정을 무효로 해석할 수도 있으나, 투자자 보호 약정의 순기능을 저해하지 않도록 그 적용에 신중을 기하고, 이익 충돌을 통제하는 명문의 강행규정을 우선 적용할 필요가 있다. 또한, 대법원이 2023년 주주평등원칙을 재정립한 만큼, 우리 상법하에서도 지배구조에 관한 약정의 체결 및 이행 과정에서 이사가 회사와 주주 전체의 이익을 보호해야 할 의무를 부담하는 것으로 해석될 수 있다. 따라서 구체적인 사안에서 지배구조 약정의 효력과 집행 가능성을 판단할 때 이사의 이러한 의무가 중요한 요소로 고려되어야 한다.

본 논문은 위와 같은 분석을 바탕으로 사안별 구체적 판단기준과 제도 개선 방향을 제안한다. ① 지배주주의 사적 조정 시도는 자기거래 규제 등 강행규정을 우선 적용하여 공정성 심사를 강화하여야 한다. ② 투자자 보호 약정의 경우 채권적 효력을 폭넓게 인정하여 이사의 경영 판단의 유연성과 약정 당사자인 주주의 보호를 동시에 도모할 필요가 있다. 이사가 회사와 주주 전체의 이익을 보호할 의무를 위반하였을 경우 이사에 대한 책임 추궁 방식으로 처리하는 것이 바람직하다. 다만, 이사의 선임과 같이 기존 대주주의 권한 행사를 염두에 둔 약정은, 원칙적으로 계약상 기존 대주주의 의무로 규정하고 그 약정 위반의 책임이 회사 또는 일반주주에게 전가되지 않도록 해야 한다. ③ 회사가 특정 주주의 사전 동의 조항을 위반하더라도, 해당 주주의 전보배상 청구 외의 회사에 대한 집행 가능성은 제한적으로 인정되어야 한다. 특정 주주의 동의를 회사법적 결의의 효력 요건으로 포함하려면, 최소한 이를 정관에 명시하여야 하며, 이사회 권한 내지 이사의 재량 침해에 대한 우려를 완화하기 위해 독립 이사 위원회의 설치나 fiduciary-out 조항의 설계를 대안으로 고려할 수 있다. ④ 상장회사의 경우 지배구조에 관한 약정의 내용이 일반 투자자에게 중요한 정보인 만큼, 상장심사 시 약정 삭제를 권고하는 방식 외에도, 상장 후에도 약정의 내용이 합리적인 수준으로 공시될 수 있는 상장 후 관리 방안을 마련할 필요가 있다.

주제어 : 회사지배구조, 사적 조정(Private ordering), 델라웨어주
일반회사법, 주주평등원칙, 주주의 비례적 이익, 신인의무,
충실의무

〈Abstract〉

Private Ordering of Corporate Governance and Its
Limitations:
Focusing on Recent Amendments to the Delaware
General Corporation Law

Jaewon Chung

This paper examines the 2024 amendments to the Delaware General Corporation Law (DGCL), focusing on their implications for private ordering in corporate governance agreements and delineating potential regulatory adaptations for Korean law.

Delaware's Court of Chancery, in a series of rulings in 2024, held non-charter agreements governing corporate governance between a company and its shareholders to be presumptively invalid. Responding to these rulings, the DGCL now formally empowers boards to structure corporate governance through contracts with shareholders. However, in the synopsis of the amended DGCL, it is emphasized that director fiduciary duties set a boundary on private ordering, preventing the unlimited application of such arrangements.

In Korea, Article 393(1) of the Korean Commercial Code could similarly support interpretations limiting agreements that infringe upon board authority, aligning with the Court of Chancery's stance. However, to preserve the functional utility of widely utilized investor-protection agreements, it is essential to apply this restriction judiciously and prioritize mandatory regulations controlling conflicts of interest. Additionally, in line with the 2023 Korean

Supreme Court's recalibration of the principle of equal treatment of shareholders toward the protection of collective benefits of the shareholders, Korean law could also recognize directors' duties to safeguard the interests of the corporation and all shareholders in corporate governance agreements. Consequently, such fiduciary obligations should be a primary consideration when assessing the enforceability and limitations of corporate governance agreements.

This paper proposes detailed criteria and institutional reforms: (1) private ordering attempts by controlling shareholders and affiliates should be subject to rigorous fairness review, with mandatory self-dealing regulations taking precedence; (2) investor-protection agreements should generally be recognized as valid contractual obligations, thereby promoting both board flexibility and shareholder protection, with directors held accountable for breaches of fiduciary duty; (3) even if a company violates a specific shareholder's prior approval clause, enforcement beyond claims for monetary damages should be permitted only in a limited manner. To include a specific shareholder's prior approval as a validity requirement for board or general meeting resolutions, it must be stipulated in the articles of incorporation. Additionally, measures such as establishing an independent director committee or designing fiduciary-out clauses can be considered as alternatives to mitigate concerns over infringement of board authority or directors' discretion; (4) for public companies, corporate governance agreements, being material to general investors, should be meaningfully disclosed through post-IPO oversight measures, not just recommended for deletion during the IPO review process.

Key Word : Corporate Governance, Private Ordering, Delaware
General Corporation Law, Equal Treatment of
Shareholders, Fiduciary Duty, Duty of Loyalty

