

The logo of Gachon University is a circular emblem. It features the university's name in English, "GACHON UNIVERSITY", at the top and in Korean, "가천대학교", at the bottom. The year "1933" is also present. In the center, there is a stylized graphic of a person or a flame in blue, orange, and green colors.

# 지배주주 충실의무를 통한 이해관계자 중심주의 실현의 한계와 주주중심주의의 대안성

과목명 | 회사법

담당교수 | 서완석 교수님

학과 | 법학과

학번 및 이름 |

202337373 김나혜

202232405 곽정현

202232426 남예인

# 목차

## 1. 서론

1-1. 연구 배경 및 목적

## 2. 소수주주 이익 보호의 필요성과 현실

2-1. 주주와 회사의 이해관계 구조

2-2. 소수주주 보호의 한계

## 3. 지배주주 충실의무를 통해 이해관계자 중심주의를 실현하려는 접근의 한계

3-1. 제도적 한계

3-2. 경영 및 실무상 한계

3-3. 국제적 한계와 해결책

## 4. 해결책: 주주중심주의 내에서의 이해관계자 보호

4-1. 장기적 주주가치 극대화를 통한 이해관계자 보호의 실질적 실현

## 5. 결론

## 6. 느낀점

## 7. 구성원 평가

# 1. 서론

## 1-1. 연구 배경 및 목적

전세계를 휩쓸었던 코로나 이후로, 개인 투자자가 증가함에 따라 기업지배구조에 대한 관심이 높아지면서, 이사의 충실의무 범위의 확대 논의가 활발히 전개되고 있다. 특히 '이해관계자 중심주의(stakeholder theory)'가 국제적 해결책으로 대두되는 가운데, 그 실현 수단으로 '지배주주의 충실의무'를 도입해야 한다는 주장이 제기되고 있다.

여기서 '이해관계자 중심주의'란, 회사의 목적이 단순한 주주이익 극대화에 국한되지 않고, 종업원·고객·지역사회 등 다양한 이해관계자의 이익을 함께 고려해야 한다는 이론이다. 이를 실현하기 위한 수단으로 등장한 '지배주주 충실의무'는, 지배주주가 자신의 영향력을 남용하지 않고 회사 및 다른 주주의 이익을 해하지 않도록 행동해야 한다는 책임을 부과하려는 개념이다.

일부 견해는 이러한 지배주주의 충실의무를 도입함으로써 결과적으로 이해관계자 중심주의가 실현될 수 있다고 보지만, 본 보고서는 이에 대해 비판적 시각을 취한다. 지배주주에게 충실의무를 부과하는 접근은 실효성에 의문이 제기될 뿐 아니라, 경영 의사결정의 경직화, 소송 남발 가능성, 다양한 이해관계자 간 충돌로 인한 조정 불가능성 등 현실적 한계를 동반하기 때문이다.

따라서 본 보고서에서는 주주와 회사의 법적 관계 구조를 분석하고, 주주 중심 주의가 오히려 장기적인 경영 효율성과 기업가치 안정에 기여할 수 있다는 점을 실증적·이론적으로 제시하려 한다. 이를 통해 '이해관계자 중심주의의 이상'보다는 '주주 중심주의의 현실적 실행 가능성'이 기업 지배구조의 개혁과 지속가능성에 더욱 부합한다는 점을 논증하고자 한다.

## 2. 소수주주 (개미) 이익 보호의 필요성과 현실

### 2-1. 주주와 회사의 이해관계 구조

주주의 이익을 최우선 가치로 삼는 접근은 단순한 이념을 넘어, 실제 기업의 건전한 경영성과와 장기적 가치 창출을 촉진하는 기반이 될 수 있다. 특히 ESG 경영과 같은 새로운 기업 책임 요구 속에서도, 주주 이익을 중시하는 기업지배구조가 결코 시대에 뒤쳐진 방식이 아니라, 오히려 지속가능성과 경쟁력을 함께 확보하는

전략적 토대가 될 수 있다는 견해가 등장하고 있다. 「주주 우선의 기업지배구조, ESG 그리고 지속 가능한 회사의 목적」 논문에서는 주주가치 극대화과 ESG·지속가능성 간의 갈등이 존재하는 듯 보이지만, 실제로는 양자가 서로 보완적이고 연계되어 있음을 강조한다<sup>1</sup>. 이러한 시각은 단기 이익만을 추구하는 협의의 주주중심주의가 아닌 기업의 장기 발전과 책임 있는 경영을 추구하는 확장된 주주가치 개념에 기반한다.

이처럼 주주의 이익은 회사의 방향성과 배치되는 것이 아니라, 오히려 긴밀히 맞닿아 있다고 생각한다. 업이 지속가능해지기 위해서라도 주주들의 신뢰와 장기적 지지를 얻는 구조는 반드시 필요 할 것이기 때문이다. 한편 KGS 지배구조등급을 활용한 실증 연구에서는, 지배구조가 우수한 기업들이 경영성과 및 시장가치 면에서 긍정적인 결과를 보여주며, 이는 주주 중심적 거버넌스가 회사 전체의 재무적 건전성과 연결되어 있음을 시사한다<sup>2</sup>. 나아가 조광현 외(2010)의 연구는 기업의 지배구조 등급이 개선될 때 주가에 긍정적인 반응이 나타나는 현상을 분석한다. 이는 곧 기업지배구조의 개선이 되고 이는 주주의 기대 이익 증가가 되어 결론적으로 회사 가치 상승이라는 선순환 구조를 보여준다<sup>3</sup>.

따라서 주주 이익의 실현은 단지 특정 집단의 이익 추구가 아니라 기업 전체의 건강한 구조를 만들어 가는 핵심 기제로 작용한다고 판단된다.

## 2-2. 소수주주 보호의 한계

소수주주 보호 제도는 형식은 갖춰져 있지만, 실제로는 제도의 실효성과 현실 적용의 한계가 명확하게 드러난다. 그 예로, 소수주주의 권리는 ‘존재하는 권리’가 아니라 ‘행사 가능한 권리’여야 한다는 점에서 현행 보호 체계에는 구조적인 결함이 존재한다고 생각한다. 이와 관련하여 의결권제도와 소수주주 보호에 관한 법적 고찰<sup>4</sup>은 소수주주의 권리가 제도상 마련되어 있더라도, 그것을 스스로 행사하지 않으면 사실상 보호받지 못한다고 지적하고 있다. <sup>4</sup>현실적으로는 의결권이나 주식매수청구권과 같은 제도적 권리가 있어도 행사율이 낮고, 집단적 영향력도 제한적이기 때문에 소수주주의 의견이 실제 경영에 반영되기는 어렵다는 것이다. 이처럼 제도가 존재하는 것과 그것이 실질적으로 기능하는 것은 별개의 문제이며, 현재의 소수주주 보호 체계는 이 간극을 극복하지 못하고 있다고 생각한다.

또한, 한국경제는 서울대 연구진의 실태조사 결과를 인용하여 소수주주의 90% 이상이 현행 상법과 자본시장법이 실질적인 보호 기능을 하지 못한다고 응답했다고 보도하였고<sup>5</sup>, 이데일리 역시 “소수주주

---

<sup>1</sup> 주주 우선의 기업지배구조, ESG 그리고 지속가능한 회사의 목적, 한국학술지인용색인(KCI), 2022.

<sup>2</sup> “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향,” 2007-2009 유가증권시장 분석, KGS 지배구조등급 기준.

<sup>3</sup> [3] 조광현 외, 「기업지배구조의 변화가 주주의 부에 미치는 영향」, *경영학연구*, 2010.

<sup>4</sup> 정승화, 「의결권제도와 소수주주 보호에 관한 법적 고찰」, *상사판례연구*, 32(2), 2019.

<sup>5</sup> “소수주주 보호도 못 하는데... ‘시장 신뢰’ 위해 지배구조도 개선해야,” *한국경제*, 2025년 5월 18일.

90%가 보호받고 있지 않다고 느낀다”고 보도하며, 제도에 대한 불신을 지적한다.<sup>6</sup> 이처럼 반복되는 구조적 문제들은 소수주주 보호를 위한 ‘제도 보완’만으로는 근본적인 해결이 불가능하다는 사실을 보여주고 있다.

따라서, 소수주주 보호의 한계점 보완을 위해 이사의 충실의무를 회사 뿐 아니라 소수주주를 포함한 주주 전체로 확대할 필요가 있다고 생각한다. 이는 주주의 경영 판단 개입 유무와 별개로 이사의 의사결정이 소수주주의 정당한 이익과도 조화를 이루도록 충실의무의 범위를 해석해야 한다는 것이다.

### 3. 지배주주 충실의무를 통해 이해관계자 중심주의를 실현하려는 접근의 한계

#### 3-1. 제도적 한계

지배주주에게 충실의무를 부과해 이해관계자 중심주의를 실현하려는 방식은 법적 책임을 확대함으로써 기업지배구조의 개선을 유도하려는 제도적 접근이다. 그러나 이러한 방식은 구조적으로 다음과 같은 두 가지 한계를 지닌다.

첫째, 적용범위가 불명확하다. 지배주주 충실의무의 주체와 대상 및 위반 판단 기준이 법적으로 명확히 정립되어 있지 않아 실무상 적용에 혼선이 발생한다. 예컨대 대한민국 대법원 2017 다 217746 판결에서는 대주주의 행위가 회사에 손해를 초래했음에도 불구하고 고의 또는 중대한 과실이 없는 한 충실의무 위반으로 보지 않았다<sup>7</sup>. 이 판례는 형식적 절차만 갖추면 실질적 책임을 회피할 수 있는 가능성을 보여준다. 또한 김도형(2022), 「지배주주의 충실의무에 관한 소고」<sup>8</sup>, 『기업법연구』 제 36 권 제 2 호에서는 지배주주의 충실의무가 이사에 비해 구조적·제도적으로 모호하게 정립되어 있어 적용 가능성과 판단 기준이 지나치게 유동적이라는 점을 지적하고 있다<sup>9</sup>. 이는 충실의무 제도가 도입되더라도 실제 분쟁 상황에서 법원이 이를 어떻게 해석할지 예측하기 어렵다는 문제로 이어진다.

둘째, 감시 및 입증 비용이 과중하다. 지배주주의 위법 행위가 있었다고 주장하려면 일반 이해관계자가 내부 정보에 접근하고 손해 및 인과관계를 입증해야 하지만 이는 현실적으로 큰 어려움이 있다. 대법원 2009 다 100180 판결에서는 지배주주의 부당거래에 대해 소수주주가 손해배상을 청구했으나<sup>10</sup> 내부

---

<sup>6</sup> 소수주주 90% ‘보호되지 못한다’...실질 제도 개선 시급,” *이데일리*, 2025년 5월 20일.

<sup>7</sup> 대법원 2017.12.13. 선고 2017 다 217746 판결.

<sup>8</sup> 김도형, 「지배주주의 충실의무에 관한 소고」

<sup>9</sup> 『기업법연구』 제 36 권 제 2 호, 2022, 1-28 쪽.

<sup>10</sup> 대법원 2011. 7. 14. 선고 2009 다 100180 판결.

경영자료 접근이 제한된 상태에서 인과관계를 입증하지 못해 패소했다. 또한 2023년 국내 한 대형 상장기업의 행동주의 펀드가 지배주주의 경영 판단 문제를 공론화하며 법적 대응을 시도했으나, 회사 측의 자료 비공개 및 복잡한 회계 구조로 인해 입증이 어려워 고배를 마신 사례가 있다<sup>11</sup>. 국내에서 행동주의 펀드나 소수주주 연대가 지배주주의 경영판단 문제, 부당거래 등과 관련해 손해배상을 구하는 주주대표소송을 제기한 사례를 분석한 결과, 실제 판결까지 이른 소송의 승소율은 절반에 미치지 못하는 것으로 나타난다. 경제개혁연구소와 관련 학계 조사에 따르면 1997년부터 2017년까지 21년간 국내에서 판결이 내려진 주주대표소송(행동주의 펀드, 소수주주 연대 포함)은 총 137건(각하 등 제외 97건)으로 집계되었고, 이 중 원고(주주) 일부 또는 전부 승소 판결은 44건(전부인용 8건, 일부인용 36건)으로 약 45%의 승소율을 기록했다. 또 다른 분석에서는 1999년부터 2007년 6월까지 판결에 이른 40건 중 일부인용을 포함한 원고 승소가 17건(42.5%)으로 유사한 결과가 확인된다. 이처럼 주주대표소송의 승소율이 42~45% 수준에 머무르는 데에는 각하·기각 등 소송요건 미비로 인한 패소가 상당수 존재하고 실제로는 소송 자체가 활발히 제기되지 못하는 구조적 한계가 크기 때문이다<sup>12</sup>. 주주대표소송의 상당수는 절차적 요건 미비, 입증 책임 부담, 소송비용 부담 등으로 인해 본안 판단에 이르지 못하고 각하·기각되는 경우가 많으며 이는 소수주주와 행동주의 펀드가 실질적으로 경영진의 책임을 묻고 손해배상을 받아내는 데 현실적 제약이 크다는 점을 보여준다. 이는 법적 수단이 존재하더라도 현실적으로는 이를 실행하기 위한 비용과 전문성이 일반 이해관계자에게 과도하게 요구된다는 점을 단적으로 보여준다.

이처럼 지배주주 충실의무 부과는 그 적용기준의 불명확성과 감시·입증의 실효성 부족이라는 한계가 분명한 수단으로 이해관계자 중심주의 실현의 유효한 수단이 되기 어렵다. 제도의 실효성을 확보하기 위해서는 주주중심주의 하에서의 정보공개 확대, 독립감시기구 제도화와 같은 도적 보완이 필수적이다.

### 3-2. 경영 및 실무상 한계

주주 중심주의가 경영 효율성을 방해한다는 비판은 널리 제기되어 왔지만 이는 기업 경영의 복잡성과 책임 구조를 간과한 단편적 해석에 불과하다. 오히려 주주 권리의 명확한 보장은 기업의 의사결정에 책임성과 일관성을 부여하고 조직 전체의 전략 실행력을 높이는 중요한 지배구조적 기반이 될 수 있다.

---

<sup>11</sup> 한국경제. “행동주의 펀드, A사 상대로 소송 나섰지만 회계자료 비공개에 패소…지배구조 개입 '한계' 확인.” *한국경제*, 2023년 10월 12일.

<sup>12</sup> 경제개혁연구소, 「1997~2017 주주대표소송 제기 현황과 판결 분석」, *경제개혁리포트* 2018-3호(2018.3). 김주영, “우리나라 주주대표소송의 제소현황 및 판결경향에 관한 고찰”, *법무법인 한누리*, 2007.

다음과 같은 실증 연구들은 이러한 주장을 뒷받침 한다. 「기업지배구조가 효율성 및 기업가치에 미치는 영향 - 효율성의 매개효과와 대리인문제의 조절효과를 중심으로」는 주주 권리가 명확히 보장된 기업일수록 의사결정의 효율성이 제고되고, 결과적으로 기업가치가 개선되는 경향을 보인다고 분석하였다<sup>13</sup>. 또한 「자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향」은 자사주 보유 비중이 높은 국내 상장기업일수록 Tobin's Q(시장가치/자산가치 비율)가 유의미하게 상승하는 실증 결과를 제시하였다<sup>14</sup>. 이는 경영진의 자사주 보유가 주주 이익과의 이해 일치로 이어지며, 시장의 신뢰와 성과 모두에 긍정적으로 작용함을 시사한다. 뿐만 아니라, 「기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인 비용을 중심으로」는 주주권 강화와 이사회 기능의 명확화가 R&D 투자 실행과 자본 배분 효율성에 긍정적인 영향을 미친다고 분석하였다<sup>15</sup>. 이는 주주 중심 구조가 단기 이익만을 추구한다는 비판과 달리, 장기 전략 실행에도 우호적인 토대를 제공할 수 있음을 보여준다. 실제 기업 사례에서도 이를 뒷받침한다. 삼성전자는 2025년까지 약 3조 원 규모의 자사주를 매입·소각하겠다고 발표하였고, 이 중 2.5조 원은 주가 안정과 주주 가치 제고를 위한 조치로 평가되었다. 증권가에서는 이를 두고 “주주환원 정책 강화는 투자자 신뢰 회복으로 이어질 것”이라 분석했다<sup>16</sup>. 이러한 전략은 단기적 주가 방어 뿐만 아니라 기업의 장기적 안정성까지 고려한 조치로, 주주중심 결정이 시장의 긍정적 신호로 작동할 수 있음을 보여준다. 이처럼 주주 중심주의는 단기 성과를 극대화하는 접근이라는 인식과 달리, 기업 전략의 지속 가능성을 높이고 책임경영을 촉진하는 구조적 기반으로 작용한다.

또한, 지배주주까지 충실의무를 확대하는 정책적 변화는 명분상 소수주주 보호를 지향하더라도, 주주 개개인의 이해가 다를 경우 이를 모두 충족시키려는 경영 판단은 경직될 수밖에 없다. 이는 오히려 경영진이 책임을 회피하거나 표면적 타협에 머무르게 할 가능성을 높이고 효율적인 의사결정을 저해할 수 있다. 더 나아가, 다양한 이해관계인이 충실의무 위반을 이유로 이사에게 민·형사상 책임을 언제든지 제기할 수 있는 구조는 불필요한 법적 위협을 상시화하고 기업이 전략적 의사결정을 기민하게 내리지 못하게 만드는 결과를 초래할 수 있다. 결국 주주 중심주의는 단순히 단기 수익에 집착하는 것이 아니라, 명확한 책임 구조와 시장 기반의 감시 메커니즘을 통해 경영 효율성과 전략적 지속가능성을 동시에 높이는 제도적 기반이 될 수 있다.

---

<sup>13</sup> 오윤정·김용석 (2020), 「기업지배구조가 효율성 및 기업가치에 미치는 영향 - 효율성의 매개효과와 대리인문제의 조절효과를 중심으로」, 『회계정보연구』 제 38 권 제 4 호.

<sup>14</sup> 유효상·송재익 (2021), 「자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향」, 『회계·정보연구』 제 39 권 제 1 호.

<sup>15</sup> 송인만·김정호 (2022), 「기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인 비용을 중심으로」, 『경영학연구』 제 51 권 제 3 호.

<sup>16</sup> 한국경제 (2024.01.12). 「삼성전자 3조 자사주 매입 결정…증권가 “주주 신뢰 회복 시도” 평가」

### 3-3. 국제적 한계와 해결책

OECD의 「G20/OECD 기업지배구조 원칙」과 UNGC(UN Global Compact)는 모두 기업의 지속가능성과 사회적 책임을 강조하며, 이해관계자에 대한 고려와 투명한 경영을 요구하는 국제적 기준이다<sup>17</sup>. 이러한 원칙들은 공통적으로 기업의 단기 이익뿐 아니라, 다양한 이해관계자의 권리를 존중하고 경영진의 책임의무와 설명책임(accountability)을 강화해야 한다는 점을 강조한다. 그러나 이 같은 국제 기준은 강제력이 없고 실효적 감시 체계도 부재한 경우가 많아 현실에서 기업이 이를 형식적으로 수용하거나 자의적으로 해석하는 문제가 있다.

#### 1) 일본 Olympus 사건

Olympus는 2000년대 초부터 약 13억 달러에 이르는 손실을 은폐하기 위해 복잡한 회계조작을 단행했다. 이는 일본 버블경제 붕괴 이후의 손실을 오랜 기간에 걸쳐 숨기는 관행의 연장선이었다. 2011년, 영국 출신 CEO 마이클 우드포드(Michael Woodford)가 손실을 은폐하였다며 Olympus 이사회에 부정행위를 내부 고발하였고 그 직후 회사 이사회는 그를 “조직 혼란 유발”이라는 명분으로 해임했다. 이사회는 부정행위를 “기업의 장기 안정과 이해관계자 보호를 위한 결정”이라고 주장했지만 실제로는 경영진에 대한 견제를 무력화하고 내부 권력구조 유지를 위한 수단이었다. 위 사건은 사외이사의 부재, 이사회 투명성 결여, 이해관계자 참여의 실질적 부재로 인한 문제점을 여실히 보여준다. 이후 일본 금융청 조사 결과 Olympus는 명백한 회계부정이 드러나며 상장 폐지 위기에 직면하였고 국제 사회의 강한 비판을 받았다. Olympus는 당시 OECD 원칙과 일본 기업지배구조 강령을 모두 채택하고 있었지만, 해당 기준들은 외부 감시와 투명성 확보 없이 존재할 경우 실효성이 없다는 사실을 명백히 시사한다<sup>18</sup>.

#### 2) 미국 BRT 선언: 이해관계자 중심주의의 표면적 적용과 현실 사이의 괴리

2019년 미국의 대표적 경영자 단체인 BRT(Business Roundtable)는 “기업은 주주 뿐 아니라 고객, 종업원, 공급업체, 지역사회 등 다양한 이해관계자를 위해 존재해야 한다”고 선언하며 주주 중심주의에서 이해관계자 중심주의로의 전환을 역설(力說)했다. 그러나 Harvard의 Lucian Bebchuk 및 Tallarita의 실증 연구에 따르면, 이 선언은 명목상의 PR(Public Relations)선언에 불과하며 실제 기업의 경영 구조와 지배구조에는

---

<sup>17</sup> OECD. (2023). \*G20/OECD Principles of Corporate Governance\*, p. 10, 44.

<sup>18</sup>

太田康司「大王製紙とオリンパスのコーポレートガバナンス：同業他社との比較」『証券アナリストジャーナル』第56巻第5号、2012年、50頁

유의미한 변화가 없었음이 드러났다. 연구진은 BRT 서명 기업 128 개를 분석하여 기업의 정관 및 공식 문서에는 여전히 주주 이익이 최우선인 점, CEO 보상도 주가 중심의 지표에 따라 설계된 점, ESG 나 이해관계자와 관련된 실질적 성과 기준은 거의 존재하지 않은 점 등의 문제들을 지적했다<sup>19</sup>.

이는 이해관계자 중심주의가 “경영자의 충실의무” 확대나 “책임성 강화”로 이어지는 것이 아니라, 오히려 경영진 “재량권”의 확대, 주주 견제의 약화, 외부 책임 회피로 작동할 위험이 크다는 점을 경고한 것이다.

이 두 사례는 공통적으로 국제 기준이 제시하는 이해관계자 보호와 지속가능 경영 원칙이 명확한 책임 구조와 제도적 통제 없이 선언적으로만 수용될 경우, 오히려 경영진이나 지배주주의 권력 집중을 정당화하는 수단으로 남용될 수 있음을 보여준다. 따라서 기업 지배구조의 현실적 개혁은 이해관계자 중심주의에 기반한 추상적 충실의무 확장보다는 “전체 주주 중심주의”에 기반한 감시 메커니즘 강화를 통해 실현될 수 있다. 주주중심 하의 견제 구조는 결과적으로 다른 이해관계자의 권익도 함께 보호할 수 있는 제도적 토대를 제공하며, 국제 기준이 실질적 규범으로 기능하기 위한 필수적 규정이다.

### 3) Toshiba 사례에서 살펴본 주주중심주의의 적용의 타당성

| 연도        | 사건  |
|-----------|---|
| 2017      | Effissimo, Toshiba 의 행동주의 소수주주가 되었다.  |
| 2020~2021 | Toshiba 는 2020 년 7 월 열린 주총에서 외국행동주의펀드 제안을 막기 위한 METI 의 도움을 받은 것으로 드러나면서 도시바 이사회가 행동주의 주주의 주주제안을 거절하거나 차단하려는 움직임을 보였다. |
| 2021.3    | Effissimo 는 2020 년 12 월 특별주주총회 소집 요구서 제출하고 2021 년 3 월 총회에서 외부조사위원회 실시를 재안했다.  |
| 2021.6    | 6 월 10 일 외부 법률팀 조사 결과 도시바 경영진이 일본 정부와 함께 주주 투표권에 부당한 압력 가한 사실이 확인되며 외부조사 실시 결정되었다.                                    |

<sup>19</sup> Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2020). The Illusory Promise of Stakeholder Governance. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

|        |   |
|--------|---|
| 2021.7 | 6월 말~7월 초 주총에서 이사회 의장 및 감사위원 등 주요 경영진이 사임 내지 해임이 되고 이는 Effissimo의 제안과 조사결과가 반영된 결과, 경제산업성과 결탁해 주주제안을 방해한 정황 드러나게 되었다. 즉 정부와 연합한 주주탄압이 된다. |
|--------|---|

|           |   |
|-----------|---|
| Effissimo | Toshiba의 행동주의 소수주주.                             |
| METI      | 일본 중앙정부의 경제산업성 일본의 정부기관                         |
| MBO       | management by objectives. Toshiba 사례에서 비상장화의 수단 |

현대 기업지배구조론에서 “회사의 주인은 주주가 아니다”라는 주장은 이해관계자 중심주의(stakeholder theory)에 기반한 비판적 관점이다<sup>20</sup>. 이 이론은 기업을 단순한 자본 이익의 도구가 아니라 종업원, 고객, 지역사회, 정부 등 다양한 이해관계자의 협력체로 여기며 경영진의 역할은 이러한 다양한 이해를 조화롭게 반영하는 것이라고 본다. 이러한 배경에서 최근 지배주주의 충실의무(duty of loyalty)를 회사 전체 또는 이해관계자를 위한 책무로 확대해석하려는 흐름이 등장하고 있다. 그러나 위와 같은 접근은 실무적 한계가 존재한다. 첫째, 충실의무의 주체가 경영진이나 지배주주일 경우 ‘이해관계자 보호’라는 명분 아래 그들의 권한이 오히려 강화될 위험이 존재한다. 둘째, 복수 이해관계자에 대한 충실의무는 책임 귀속 주체가 불명확해지고 이는 경영 판단의 자의성과 외부 감시의 약화를 초래할 수 있다. 이는 오히려 주주의 감시 기능을 무력화하고 경영진 또는 지배주주의 권력 집중을 정당화한다. 필자는 Toshiba 사건을 통해 실무와 이론 양 측면에서 이해관계자 중심주의와 지배주주 충실의무의 한계를 짚고 주주중심주의의 상대적 정당성을 논증하고자 한다.

<sup>20</sup> 서완석, 「상법 개정안에서의 소수파 보호 및 이해관계자 참여」, 『상사판례연구』 제 29 호, 한국상사판례학회, 2016, 344 쪽.

Toshiba는 2015년 회계 부정 사건과 미국 원전 사업의 실패 등으로 인해 재무적으로 위기를 맞았다. 이를 타개하기 위해 2017년 약 6천억 엔 규모의 유상증자를 실시했고<sup>21</sup>, 이를 통해 Effissimo Capital Management(싱가포르에 본사를 둔 투자회사로 주주로서 경영에 간섭하거나 구조조정을 요구하는 행동주의 소액주주)는 약 8.14% 지분을 확보했다<sup>22</sup>. 이후 Toshiba는 2020년과 2021년에 걸쳐 행동주의 주주들의 요구를 의도적으로 배제하거나 억제하는 움직임을 보였다. 특히 2020년 7월 주주총회에서는 일본 중앙정부의 경제산업성(METI)의 도움을 받아 외국계 주주의 의결권 행사를 방해하였다<sup>23</sup>. Effissimo는 2020년 12월 특별 주총을 소집하고 2021년 3월, 외부조사위원회 설치를 통과시켰다. 이후 6월 말 주총에서는 이사회 의장과 감사위원이 해임되었으며, 이 사건은 일본 기업 거버넌스 역사상 이례적인 외부 주주의 실질적 경영참여 사례로 기록되었다<sup>24</sup>.

이해관계자 중심주의는 다양한 당사자의 이익을 고려하자는 이상적 명분을 담고 있지만, 실제로 성과에 대한 책임의 귀속 주체가 불분명하다는 구조적 문제를 안고 있다. 이는 경영진의 자의적 판단을 정당화하거나 책임 회피의 근거로 작용하고 경영 권력의 강화 수단으로 악용될 소지가 있다. 지배주주에게까지 책임의무를 확대하는 것은 결국 책임의 명확한 귀속을 어렵게 하고, 경영자의 독단을 정당화할 수 있는 구조라고 비판한다<sup>25</sup>. Toshiba 사례는 이러한 구조적 문제를 잘 보여주는 대표적 사례다. 회계부정과 미국 원전사업 실패로 위기에 빠진 Toshiba는 외부 투자를 유치하며 행동주의 주주(Effissimo 등)가 등장했지만, 경영진은 이들의 감시를 회피하고자 METI와 결탁하여 외국계 주주의 권리를 억제했다. 이후 “이해관계자 보호”를 명분으로 한 구조조정을 추진했으나 실상은 경영권 유지를 위한 전략적 수단이었다. 결국 행동주의 주주의 반대와 분할안 부결 후, Toshiba는 JIP와 함께 MBO(경영진 인수 방식)를 통해 상장폐지를 단행하였고 이는 소수주주는 물론 전체 이해관계자의 정보 접근성과 감시 기회를 약화시켰다.

---

<sup>21</sup> 東芝 有価証券報告書 2017年度,

“株式の発行による収入 5,734 億円…株主資本は 1.3 兆円増加し、株主資本比率は 30.6 ポイント上昇。”

<sup>22</sup> 로이터日本語版, “エフィッシモ・キャピタル・マネージメントが東芝の発行済み株式を 8.14% 保有”, 2017년 3월 23일

<sup>23</sup> Monex アクティビストチーム, 『東芝の調査報告書が話題になるワケ』, マネクリ, 2021년 6월 11일

<sup>24</sup> Reuters 日本, 『政府、東芝の対応待つ姿勢崩さず 報告書が経産省の関与指摘』, 2021년 6월 10일

<sup>25</sup> 이웅희, (2023), 이해관계자 이론의 비판적 검토, 경영학연구, 314 쪽

## 4. 해결책: 주주중심주의 내에서의 이해관계자 보호

### 4-1. 장기적 주주가치 극대화를 통한 이해관계자 보호의 실질적 실현

주주중심주의는 기업의 소유자인 주주의 이익 극대화를 기업 경영의 최우선 목표로 삼는 전통적 지배구조 이론이다. 이에 반해 이해관계자 중심주의는 주주뿐 아니라 근로자, 고객, 협력사, 지역사회, 환경 등 다양한 이해관계자의 이익을 균형 있게 고려해야 한다는 관점에서 출발한다. 최근에는 이해관계자 중심주의 실현의 수단으로 지배주주 충실의무 도입이 논의되고 있으나, 이 접근이 실제로 기업의 지속가능성과 소수주주 보호, 그리고 경영 효율성에 실질적으로 기여할 수 있는지에 대한 비판적 검토가 필요하다.

대부분의 주주가 소수주주(회사의 의결권 있는 주식 중 상대적으로 적은 비율을 보유하여 회사의 경영에 실질적인 영향력을 행사하지 못하는 주주)이기 때문에 주주중심주의는 기업의 장기적 성장 가능성을 저해하고 단기적인 이익 창출만을 추구한다는 비판을 받기도 한다. 하지만 주주중심주의는 단기적 이익 극대화에만 머무르지 않고, 장기적 주주가치 극대화(Enlightened Shareholder Value, ESV)라는 현대적 해석을 통해 이해관계자 이익과의 조화를 추구한다. 영국 회사법 등에서는 이사가 회사의 성공을 위해 장기적으로 다양한 이해관계자와의 신뢰 구축, 고용 안정, 공급망 관리, 지역사회와의 협력 등을 경영전략에 반영하도록 명시하고 있다<sup>26</sup>. 이는 주주이익과 이해관계자 이익이 대립되는 것이 아니라, 장기적으로는 상호 보완적이라는 점을 보여준다. 실제로 기업이 우수한 인재를 확보하고 고객 신뢰를 쌓으며 공급망을 안정적으로 관리하고 지역사회와의 협력을 강화할 때 이는 곧 기업의 평판과 경쟁력, 그리고 장기적 주주가치로 이어진다<sup>27</sup>. 이러한 맥락에서 주주중심주의 내에서도 다양한 이해관계자 보호 메커니즘이 작동한다.

---

<sup>26</sup> 안태준, "영국 회사법상 계몽된 주주 가치(enlightened shareholder value) 이론에 대한 연구: ESG 경영환경에 적합한 이사의 의무 규정 및 공시 체계에 대한 모색의 일환으로." 『기업법연구』 37, no. 1 (2023): 53-91. <https://doi.org/10.24886/BLR.2023.03.37.1.53>.

<sup>27</sup> 김지평, "ESG 경영과 건전한 기업지배구조의 역할", 한경 CFO Insight, 2021.6.21.이 상 복, "책임의 수렴." 『기업지배구조리뷰』, 2011년 5-6월호

첫째, ESG(환경·사회·지배구조) 정보 공시와 비재무적 성과 보고를 통한 투명성 강화는 투자자, 소비자, 시민단체 등 다양한 이해관계자가 기업의 지속가능성과 윤리경영, 사회적 책임 이행 수준을 평가·감시할 수 있게 한다<sup>28</sup>.

둘째, 소수주주권 강화(주주제안권, 집중투표제, 주식매수청구권 등)는 대주주 전횡을 견제하고 경영진이 다양한 이해관계자 이익을 무시하지 못하도록 하는 제도적 장치로 기능한다. 최근에는 행동주의 펀드, 소액주주연대 등 소수주주가 주주총회에서 경영실적, 주주환원 정책, 임원보상 등 다양한 이슈에 대해 적극적으로 의견을 개진하고 기업의 투명성 제고와 경영진 책임성 강화에 실질적 영향을 미치고 있다<sup>29</sup>. DI 동일에서는 소액주주가 연대를 통해 기존 경영진이 추천한 감사 후보를 62.44%의 의결권을 확보하여 신임 감사를 선임하는데 성공하였다. 이러한 움직임은 국내 비상장 계열사 구조의 투명성을 확보한 대표적인 사례이다. 이처럼 소수주주의 연대와 행동주의 펀드의 적극적인 감사·이사 선임, 이사회 진입, 주주환원 정책은 기업 지배구조 개선과 주주 권한 강화를 통해 다양한 이해관계자를 폭넓게 보호할 수 있다.

셋째, 주주가치 극대화를 위해서 우수 인재 확보, 고객 신뢰, 공급망 안정, 지역사회와의 협력 등 이해관계자와의 장기적 신뢰 구축이 필수적임을 경영전략에 반영한다. 이는 기업의 지속가능한 성장, 시장 신뢰 회복, 사회적 책임 이행이라는 현대 기업의 핵심 과제에 부합한다<sup>30</sup>.

반면, 지배주주 충실의무를 통해 이해관계자 중심주의를 실현하려는 접근은 여러 한계를 내포한다. 지배주주 충실의무의 법적 근거와 적용 범위가 불명확하며 주주와 회사, 주주 상호 간에는 위임관계가 아니기 때문에 지배주주에게 소수주주 등을 위한 충실의무를 부과하는 것은 이사에게 충실의무를 부과하는 것과는 아예 별개의 논리로 고려해야 하는 부분이다. 실제로 미국, 독일 등 주요국에서도 지배주주에게 포괄적 충실의무를 입법화한 사례를 찾아보기 힘들며, 일본의 경우만 간접적으로 인정하고 있다<sup>31</sup>. 결국, 주주중심주의는 단순히 주주만을 위한 경영이 아니라, 장기적 주주가치 극대화라는 목표 아래 투명한 정보공시, 소수주주권 강화, 이해관계자와의 신뢰 구축 등 다양한 제도와 경영전략을 통해 이해관계자 중심주의가 제기하는 문제들을 실질적으로 해결할 수 있다. 오히려 주주중심주의의 현대적·장기적 해석이야

<sup>28</sup> 김소진. "ESG 공시 의무화...국내 파급 효과와 대응전략은." 『농민신문』, 2023년 7월 12일.

<https://nongmin.com/article/20230712500114>.

<sup>29</sup> 한국법제연구원. 『E.S.G. 법제 정책연구(Ⅲ): E.S.G.를 위한 기업지배구조 개선과제 - 주주와 주주총회』. 세종: 한국법제연구원, 2022. <https://www.klri.re.kr/kor/publication/2145/view.do>.

<sup>30</sup> 박훈준, 김상준. "기업이해관계자간의 신뢰구축을 위한 절차의 제도화." 『규제연구』 12, no. 2 (2003): 137-168. <https://journal.kci.go.kr/ksrs2002/archive/articlePdf?artid=ART000896181>.

<sup>31</sup> 이윤희. "이해관계자 이론의 비판적 검토." 『Korean Management Review』 52, no. 2 (2023): 303-332.

말로 기업의 지속가능성과 사회적 책임, 그리고 소수주주 보호라는 시대적 요구에 부합하는 현실적 대안임을 강조할 수 있다<sup>32</sup>.

## 5. 결론

본 보고서는 최근 기업지배구조 논의에서 대두된 ‘이해관계자 중심주의’와 이를 실현하기 위한 ‘지배주주 충실의무’ 도입 주장에 대해 비판적으로 검토하였다. 소수주주 보호의 필요성은 분명하나 현행 제도의 실효성 한계와 실제 경영에 미치는 영향의 제한성, 그리고 제도적·실무적·국제적 한계가 명확히 드러났다.

첫째, 지배주주 충실의무 확대는 적용범위의 불명확성, 감시 및 입증의 과도한 비용, 책임 귀속의 모호성 등 구조적 한계를 내포한다. 실제 소송 사례와 국제적 기준의 형식적 수용 사례(일본 Olympus, 미국 BRT 선언 등)는 이러한 제도적 접근이 실질적 경영개선이나 이해관계자 보호로 이어지지 못함을 보여준다. 오히려 경영진 권한 강화, 외부 감시 약화, 책임 회피의 위험이 내재되어 있다.

둘째, 주주중심주의의 현대적 해석은 단기 이익 극대화에 머무르지 않고, 장기적 주주가치 극대화(Enlightened Shareholder Value, ESV)를 통해 다양한 이해관계자와의 신뢰 구축, ESG 정보공시, 소수주주권 강화 등 실질적 보호 메커니즘을 시사한다. 실증 연구와 실제 기업 사례는 주주 권리의 명확한 보장이 경영 효율성, 기업가치, 시장 신뢰, 사회적 책임 이행 등에서 긍정적 효과를 가져올 수 있다.

셋째, 이해관계자 중심주의의 이상은 실행 가능성, 책임 구조의 명확성, 경영 효율성 측면에서 한계를 보인다. 반면, 주주중심주의는 투명한 정보공개, 독립감시기구, 소수주주권 강화 등 제도적 보완을 통해 전체 이해관계자의 권익을 실질적으로 보호할 수 있는 현실적 대안임이 확인된다.

따라서 기업지배구조의 개혁과 지속가능성 확보를 위해서는, 추상적 충실의무 확대보다는 주주중심주의의 장기적·현대적 해석에 기반한 제도적 감시와 투명성 강화, 소수주주권 실질화, 이해관계자와의 신뢰 구축이 더욱 효과적인 해결책임을 강조한다. 이는 기업의 경쟁력, 사회적 책임, 그리고 소수주주 보호라는 시대적 요구에 부합하는 방향임을 본 보고서는 결론짓는다.

---

<sup>32</sup> 이 상 복, "책임의 수렴." 『기업지배구조리뷰』, 2011년 5-6월호.

## 6. 느낀점

### 202337373 김나혜

이번 레포트 작성은 깊이 있고 본격적인 법학 리서치를 경험하며, 자료 조사와 분석의 기본기를 익힐 수 있는 시간이었다. 선행 연구를 읽고 요지를 파악하는 데 그치지 않고, 이를 바탕으로 팀원들과 다양한 시각을 공유하고 논리적으로 토론하는 과정을 통해 사고의 폭이 넓어졌다. 특히 서완석 교수님의 논문을 중심으로 지배주주 충실의무의 범위와 한계에 대해 비판적으로 접근하면서, 단순한 이해를 넘어 논문을 실제로 활용하는 방법을 배웠다. 법제도의 설계가 현실에서 어떻게 작동하는지 구체적인 제도들을 통해 따져보며 법학의 실천적 측면을 체감했다. 초안 작성 이후 수차례 의견을 조율하고, 문장과 구조를 다듬어가는 과정에서 팀워크의 중요성을 실감했다. 각자의 시각을 존중하면서도 하나의 목소리를 내기 위해 노력했던 경험이 인상 깊다. 이 과정을 통해 논리 구성 능력 뿐만 아니라 협업과 소통 능력도 함께 성장할 수 있었다. 팀원 모두가 체력적인 한계를 느꼈음에도 불구하고 세 명 모두 최선을 다하고자 진심으로 노력했던 경험은 쉽게 잊혀지지 않을 것 같다. 법학과에서 흔치 않은 팀 기반 활동이었기에 더욱 의미 있는 시간이었고, 앞으로도 이러한 방식의 학습을 이어가고 싶다.

### 202232405곽정현

팀프로젝트를 통해 이번 보고서를 작성하며 지배주주 충실의무와 이해관계자 중심주의의 실효성, 그리고 주주중심주의의 대안성을 다각적으로 분석할 수 있었다. 개인적으로 주식투자에 대한 관심이 높아지던 차에 계절학기로 [회사법]을 수강하며 관련 지식을 전문적으로 습득할 수 있어 즐거운 마음으로 공부하였다. 수차례 회의하고 자료를 수집하고 논리의 타당성을 분석하는 과정에서, 선언적 구호에 머무는 논의가 아니라 실제로 기업 경영과 소수주주 보호에 실질적 변화를 가져올 수 있는 제도적 대안이 무엇인지 고민했다. 특히, 소수주주권 강화, 정보공시 확대, 이사회 구조 개선 등 구체적 제도들이 기업의 투명성과 신뢰 회복에 어떻게 기여하는지 확인하면서, 법과 제도의 세밀한 설계가 얼마나 중요한지 체감했다. 앞으로도 균형 잡힌 시각과 비판적 분석이 실질적 정책 개선의 핵심임을 느꼈다. 완성도 있는 보고서를 작성하고 싶다는 욕심에 계속해서 수정을 제안하여 팀원들에 대한 배려가 부족했던 것 같다. 앞으로는 팀원의 상황을 보다 잘 고려하여 팀프로젝트를 진행해야겠다는 실천적인 깨달음을 얻었다. 시험에 임박했음에도 불구하고 모두가

의욕적으로 참여하여 완성했다는 점에서 감사를 느끼고 팀프로젝트가 없다면 한 법학과에서 [회사법]을 통해 법학적 내용을 담은 보고서를 팀과 함께 작성한 점이 뜻깊다.

## 202232426 남예인

계절학기 2 주라는 짧은 기간 동안 상법의 개념도 잘 모르고 민법 개념도 다소 희미한 시점에서 회사법에 대해 배워보았을 때, 단어가 주는 무력함과 오랜 수업시간으로 인해 처음엔 크게 걱정했던 기억이 있다. 그러나 교수님께서 처음부터 부진정연대책임의 개념, 채무불이행의 조건 등 저학년 때 배웠던 민법 개념과 상법의 개념에 대해 처음부터 하나하나 정의해 주시며 수업을 진행해주시다 보니 어느새 법률용어가 두려워지지 않고 회사법 수업에 자연스럽게 녹아든 것 같다. 특히 무엇보다 팀프로젝트가 적고 암기 위주의 시험을 요구하는 여타 법학과 수업과 상반된 서완석 교수님의 교육관은 처음엔 어색하게 느껴지기도 했지만 논문을 쓰고 시험을 준비하는 과정에서 오히려 이러한 방식이 더욱 뇌리에 오래 남는 방식임을 깨달았다. 무엇보다 좋은 사람들과 만나 함께 머리를 맞대고 고민하며 결론을 도출하는 과정은 순탄했다고 이야기하긴 어려울지라도 그로 얻는 학문적 지식을 넘어 커뮤니케이션 능력, 리더십과 팔로우십 등을 기를 수 있었던 것 같다.

## 7. 구성원 평가

| 조원 평가 (익명 투표) |    |    |
|---------------|----|----|
| 202337373 김나혜 | A+ | A+ |
| 202232405곽정현  | A+ | A+ |
| 202232426 남예인 | A+ | A+ |