선진상사법률연구

통권 제98호 (2022. 4.)

목 차

논단

미국 회사법상 주주의 회계장부열람권에 관한 소고
- 열람목적의 구체성을 중심으로 - ····· 권 재 열 / 1

적합성 원칙에서 최선이익 기준으로의 변화: Regulation BI에 따른 브로커-딜러의
의무를 중심으로 ····· 장 근 영 / 25

2020년 개정상법의 실무상 영향 검토 및 개선방안 ····· 이 현 균 / 51

상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적에 관한 연구 ····· 박 창 규 / 87

직상장과 미국 연방증권법 제11조의 추적요건
- Pirani v. Slack Technologies 판결을 소재로 하여 - ····· 류 지 민 / 119

금융플랫폼의 개인맞춤형 광고가 금융소비자보호법상 금융상품의 권유에
해당하는지에 관한 고찰 ····· 남궁 주 현 / 171

회계법인의 가치평가(valuation) 업무와 관련된 벌칙규정의 해석과 적용에 관한 연구:
공인회계사법과 외부감사법을 중심으로 ····· 안 태 준 / 199

공정거래법상 채무보증 규제의 한계 분석과 대안의 모색 …· 이 상 훈 · 신 영 수 / 229

클라우드 컴퓨팅법 및 개인정보 보호법의 개인정보 국외이전 규정의 검토
…… 노 현 숙 / 257

디지털 헬스 시대와 의료기기의 정의 …… 이 원 복 / 281

▣ 논 단

미국 회사법상 주주의 회계장부열람권에 관한 소고*
- 열람목적의 구체성을 중심으로 -

권 재 열
경희대학교 법학전문대학원 교수

요 약 문

한국에서 주주가 상법이 인정하는 회계장부열람권을 행사함에 있어 정당한 이유가 있는지에 관해서는 여러 판례가 있지만 그 이유의 구체성을 어느 정도로 제시하여야 하는지, 더 나아가 그 이유를 증명하여야 하는지 여부와 만약 증명이 필요하다면 어느 정도 증명하여야 하는지를 비롯하여 구체성이 결여된 경우 정당한 이유가 없음을 이유로 열람을 거절할 수 있는지를 다룬 선례를 찾을 수 없다. 이에 본고는 한국 상법상 주주의 회계장부열람권의 모델이 된 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권을 대상으로 하여 열람목적의 구체성을 둘러싼 몇 가지 쟁점을 세심하게 살펴보았다.

주주는 회사경영이 건전하게 이루어지고 있는지를 조사하기 위해 회사의 정보를 수집할 권리를 가지는데, 회계장부열람권은 그러한 권리 중의 하나이다. 주주의 회계장부열람권 행사로 인하여 회사의 이익을 해할 우려가 있으므로 미국 회사법은 주주가 회계장부열람을 청구함에 있어 그 목적이 정당하여야 하며, 나아가 그 목적을 구체적으로 기재할 것을 요건으로 제시하고 있다. 그러나 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권에 관한 규정은 일종의 원칙만을 제시할 뿐이어서 법원이 상당히 많은 쟁점을 사후적으로 판단하는 구조로 운영되고 있다. 이 같은 운영방식은 미국이나 한국의 경우 큰 차이가 없다. 특히 한국 대법원이 상법 제466조 제2항의 '정당한 목적' 기준과 관련하여 판시한 사항이 미국 회사법 관련 판례에서의 '정당한 목적' 기준과는 맥락상 다소 차이가 있기는 하지만, 주주가 이사의 정관이나 법령에 위반되는 사실을 밝혀 그 책임을 추궁하는 등 상법상의 권리를 행사하기 위한 것이라면 한국이나 미국에서 모두 정당한 목적 기준을 충족한 것으로 된다. 또한 한국 대법원의 판례가 요구하는 정당한 이유의 구체성 기준은 미국 판례법상의 정당한 목적의 기준과 유사하다. 더 나아가 구체성 요건이 열람청구의 대상에도 밀접하게 관련되어 있다는 점은 미국이나 한국에서 별 차이가 없다. 그러나 미국 회사법상 구체성 요건은 열람청구의 정당한 목적에 대해 신뢰할만한 근거를 제시하는 경우에는 사실상 문

* 본고는 2021년 10월 7일 대법원의 제142회 비교법실무연구회(회장: 김재형 대법관)에서 발표된 자료를 바탕으로 작성되었다. 고견을 주신 여러 재판연구관께 감사드린다.

제삼지 않는 경향이 있다는 점은 앞으로 한국 법원이 관련 사건을 판단함에 있어 참조할 만한 사항이다.

주제어 : 회계장부열람권, 소수주주권, 정당한 목적, 구체성, 신뢰할만한 근거, 제소전 증거개시절차, 증거의 우월

〈目　次〉

Ⅰ. 머리말

Ⅱ. 미국 회사법상 회계장부열람권의 개요
1. 법률상 회계장부열람권의 기본 내용
2. 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권의 연혁과 현황
3. 주주 열람청구권의 실제 운영 동향

Ⅲ. 미국 회사법상 열람청구의 목적 기재의 구체성에 관련된 쟁점 검토
1. 구체성의 의미 및 수준
2. 열람청구의 '정당한 목적' 기준과 그 증명
3. '정당한 목적'의 기준과 '구체성' 요건의 관계

Ⅳ. 미국의 동향과 한국 판례와의 비교

Ⅴ. 맺음말

Ⅰ. 머리말

상법상 주주는 회사경영이 건전하게 이루어지고 있는지를 조사하기 위해 회사의 정보를 수집할 수 있다. 상법상 주주는 주주명부, 사채원부, 회계장부 및 서류, 정관, 주주총회 의사록, 이사회 회의록, 재무제표, 감사보고서 등 다양한 문서를 열람하여 정보를 취득할 권리, 즉 정보접근권을 가지는 것이다. 주주의 정보접근권은 다시 단독주주권과 소수주주권으로 그 범주를 나눌 수 있지만 회계장부열람·등사청구권(이하 '회계장부열람권'으로 줄임)은 후자에 속한다.

상법에 따르면 비상장회사의 경우 발행주식의 총수 중 3% 이상을 가진 주주가 이유를 붙인 서면으로 회계장부와 서류를 열람 또는 등사를 청구할 수 있으며, 그러한 청구가 있는 경우 회사로서는 그 청구가 부당함을 증명하지 아니하면 이를 거부하지 못한다(상법 제466조). 상장회

사의 경우에는 그 지주율 요건을 0.1%(최근 사업연도 말 현재의 자본금이 1천억원 이상인 상장회사의 경우에는 0.05%)로 완화하는 대신에 주식을 6개월 이상 보유할 것을 요구하고 있다(상법 제542조의6 제4항). 이처럼 상법은 회계장부열람권의 "남용을 막기 위해 단독주주권이 아닌 소수주주권으로 규정"[1]하고 있는 것이다.

회계장부열람권에 관해서는 국내에 상당수의 연구와 대법원의 판례가 소수이나마 축적되어 있다. 구체적으로는, 주주의 회계장부열람권 행사에 정당한 이유가 있어야 한다는 것과 그 이유를 구체적으로 기재하여야 한다는 요건 등에 한하여 대법원 판례[2]가 있다 보니 아직 주주의 이 권리에 관한 전반적인 법리가 정립되지 못한 상황이다.

어느 한 나라의 법을 해석할 때 이와 동일하거나 유사한 규정을 가진 다른 나라의 경험으로부터 도움을 받을 수 있다. 특히 어느 법조문의 의미가 확실하지 않거나 법에 흠결이 있는 경우에 비교법적 연구는 유용성이 두드러진다.[3] 상법상 주주의 회계장부열람권은 미국 법을 모델로 한 것이다.[4] 모법에 해당하는 미국의 회사법은 서면으로 회계장부를 열람을 청구할 수 있다고 정하거나 사전적인 서면통지를 한 후 회계장부를 열람할 권리를 가지는 것으로 정하고 있다.[5] 이처럼 한국 상법상 주주의 회계장부열람권이 미국의 것을 모방하거나 계수하여 이루어진 것을 생각하면 미국의 제도와 판례를 살펴보는 것이 큰 의미가 있다. 이에 본고는 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권의 전반을 소개하는 것으로부터 시작하여 실제 운영되는 동향을 살피면서 열람청구의 목적(이유)[6]의 구체성을 둘러싼 몇 가지 쟁점을 세심하게 검토하고자 한다.

---

1) 대법원 2020. 10. 20.자 2020마6195 결정.
2) 이하 "Ⅳ. 미국의 동향과 한국 판례와의 비교"에서 한국 판례를 소개하고자 한다.
3) 이홍욱/권재열, "비교법에 관한 서론적 고찰", 「사회과학연구논집」 제2집(대구가톨릭대학교, 1993), 108-109면.
4) 임홍근, 「한국 상법전 50년사」(법문사, 2013), 125면.
5) 예컨대, 모범사업회사법(Model Business Corporation Act) 제16.02조(c)는 다음과 같이 규정하고 있다.

> (b) 회사의 주주는 제c항의 요건을 충족하고 열람과 등사를 하고자 하는 날보다 적어도 5영업일 전에 회사에 그 청구에 대하여 서면통지할 경우에는 통상의 영업시간동안 회사가 특정한 합리적 장소에서 다음 회사기록의 어떤 것이라도 열람하고 등사할 권리를 가진다.
> …
> (2) 회사의 회계기록 …

6) 한국 상법 제466조 제1항은 정당한 '이유'를 붙인 서면으로 열람청구를 하여야 한다고 적고 있음에도 불구하고 판례는 정당한 '이유'가 아니라 정당한 '사유'라는 단어를 쓰는 것(대법원 2013. 11. 28. 선고 2013다50367 판결)과 정당한 '목적'이라는 단어를 사용하는 것(대법원 2004. 12. 24.자 2003마1575 결정; 대법원 2020. 10. 20.자 2020마6195 결정 등)이 혼재하고 있다.

Ⅱ. 미국 회사법상 회계장부열람권의 개요

1. 법률상 회계장부열람권의 기본 내용

미국 회사법상 주주의 열람·등사와 관련된 권한은 그 대상을 회계장부에 국한되지 않는다. 미국 회사법은 주주의 포괄적인 열람권을 인정하면서 그 대상을 회사가 보유한 장부와 기록(books and records)으로 정하고 있다. 회계장부도 회사의 장부와 기록의 일부에 속하는 만큼 이 대한 열람·등사권이 인정되는 것은 당연한 사실이다.[7]

주주의 회계장부열람권은 모든 주(州)의 회사법에서 명문으로 규정되고 있을 뿐만 아니라 보통법(common law)에서도 인정되고 있는 장구한 역사를 가진 제도이다.[8] 이 권한이 오랜 역사를 가지게 된 것은 조직(組織)의 소유자는 자신의 소유권에 관련된 정보를 취득할 수 있다는 데 근거한다.[9] 때문에 미국에서는 주주의 회계장부열람권은 일종이 절대적 권리(absolute right)으로 인식되고 있다.[10]

미국 회사법상 주주의 열람권의 일반적 유형은 그가 보유한 주식의 수나 주식 보유기간에 제한을 받지 않는 단독주주권으로 설계되어 있다. 그러나 몇몇 주(州)의 경우에는 일정한 수의 주식을 가지거나 일정 기간 이상 지속적으로 주주인 자(者)만이 그러한 열람권을 행사할 수 있는 것으로 정하고 있다. 예컨대, 캘리포니아주의 경우에는 발행주식총수의 5%를 가지거나 회사의 사외주식(outstanding share)[11] 중 1% 이상을 개인적으로 보유한 주주에게만 이 권리가 인정된다.[12] 뉴저지주에서는 열람청구일을 기준으로 6개월 전부터 주주이거나 사외주식의 5%를 가진 주주만이 회계장부열람을 할 수 있다.[13]

미국 회사법은 주주가 회계장부를 열람하기 위해서는 '정당한 목적'(proper purpose)과 열람할 대상을 상당히 구체적으로 제시할 것을 명문으로 요구하고 있다. 열람청구를 함에 있어서 그 대상이 되는 장부와 서류를 특정하여야 한다. 그러한 청구가 구체적이어야 한다는 것은 동시에 정당한 목적이 있음을 보장하는 잣대로서 역할을 한다.[14] 그럼에도 불구하고 주주의 열람권을 정한 성문법상의 규정은 주주에게 유리한 쪽으로 관대하게 해석되어야 한다는 입장

---

7) Marilyn J. Ward Ford, Connecticut Corporation Law and Practice 4-22~4-23(2d ed. 1999)(Supp. 2019).
8) Jay W. Eisenhofer & Michael J. Barry, Shareholder Activism Handbook 6-5(2005)(Supp.2010).
9) Allen Sparkman, *Information Rights-A Survey*, 2 The Business, Entrepreneurship & Tax Law Review 41, 42(2018).
10) Jonathan R. Macey, Macey on Corporation Laws: Model Business Corporation Act, Delaware General Corporation Law, ALI Principles of Corporate Governance 15-19(1998)(Supp. 2021-3).
11) '사외주식'이라 함은 발행주식총수 중에서 자기주식을 뺀 나머지 부분을 가리킨다.
12) 캘리포니아주 회사법 제1600조(a).
13) 뉴저지주 법전 제14A편 제5-28조(3).
14) Dewey v. Bechthold, 387 F. Supp. 3d 919, 926(E.D. Wis. 2019).

이 확산되어 있다.[15]

2. 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권의 연혁과 현황

가. 델라웨어주 회사법의 경우

델라웨어주 회사법은 주주의 장부열람권을 규정한 제220조에서 회계장부열람권을 (b)항[16]에 명시적으로 인정하고 있다. 현행 규정은 단독주주권으로서 주주의 권리실현을 위해 신속한 절차를 마련한 1967년 개정[17]을 그대로 이어받고 있다. 그러나 1967년 델라웨어주 회사법 제220조를 개정하는 과정에서 격렬한 논쟁이 제기된 바 있다.

당시 회사법 개정위원회의 보고자인 포크(Folk) 교수에 따르면 개정안의 초안에는 첫째, 열람청구 전 6개월 이상 주식을 보유할 것, 둘째, 발행주식 총수 중에서 사외주식을 5% 이상 보유한 주주일 것, 셋째, 정당하지 않은 목적을 가지고 청구하는 것이 아니라는 점 및 지난 5년 동안 주주명부를 매각한 적이 없다는 것[18]에 관한 진술서를 제출하여야 하며, 만약 이를 거부하면 주주의 청구가 거부될 수 있다는 것, 넷째, 회사측이 청구목적이 정당하지 않다는 것을 증명하여야 하는 책임을 부담한다는 것 등이 들어 있었다.[19] 이 초안을 들춰보면, 네 번째 사항을 제외하고는 주주쪽에 많이 부담되는 내용으로 마련되어 있음을 알 수 있다.

이 초안에 대해 모리스(Morris) 교수가 반대의 입장을 표명하였다. 그는 주주의 열람청구권의 핵심은 정당한 목적이 있는 권한행사이어야 한다는 데 있다고 하면서 열람청구에 필요한 주식보유량 요건과 주식보유요건을 삭제하는 안(案)을 제시하였고,[20] 이 수정안이 채택되면서 주주의 열람청구권은 단독주주권이면서 열람청구에 대해 정당한 목적이 있어야 한다는 요건이 명시되어 오늘날 시행되고 있는 것이다.

---

15) Pagett v. Westport Precision, Inc., 82 Conn. App. 526, 531(2004).

16) 델라웨어주 회사법 제220조(b)는 다음과 같이 규정하고 있다.

> (b) 주주는 직접 또는 변호사나 기타 대리인에 의하여 그 목적을 진술하는 선서에 의한 서면청구를 하여 통상의 영업시간 동안 적절한 목적을 위하여 이하를 열람하고 등사 및 발췌할 권리를 가진다.:
> (1) 회사의 주식대장, 주주명부, 회사의 기타 장부 및 기록; ……

17) 델라웨어주 회사법의 1967년 개정은 그간 축적된 판례법을 반영하여 규정이 대폭 수정되었으며, 이 개정을 통해 동법이 근대화되었다는 평가를 받기도 하였다. S. Samuel Arsht, *A History of Delaware Corporation Law*, 1 Delaware Journal of Corporate Law 1, 12-17(1976).

18) 이는 과거에 열람을 청구한 주주가 주주명부의 열람을 통해 알게 된 사실을 대가(이익)을 받고 제3자에게 알려주는 것을 뜻한다.

19) 이에 관해서는 Ernest L. Folk III, Report to the Corporate Law Revision Committee 165-172(1965 - 1967) 참조.

20) Randall Thomas, *Improving Shareholder Monitoring of Corporate Management by Expanding Statutory Access to Information*, 38 Arizona Law Review 331, 345(1996).

현행 미국 델라웨어주 회사법상 주주가 회계장부를 열람하기 위해서는 아래의 요건을 충족하여야 한다. 먼저 청구주주는 주식의 등록보유자(record holder) 또는 수익적 소유자(beneficial owner)이어야 한다.[21] 청구는 선서(oath)의 형태로 진행되며 델라웨어주에 소재한 등록사무소 또는 주영업소에 송달되어야 한다. 다음으로, 주주는 주주의 지위에 따른 이익에 합리적으로 관련된 정당한 목적을 위해 회계장부를 열람청구를 하여야 한다.[22] 만약 주주의 서면에 의한 청구가 있음에도 불구하고 회사가 5일 이내에 청구된 장부를 보여주지 않는다면 주주는 약식절차에 따라 형평법 법원[23](Court of Chancery)에 그 열람을 강제하는 청구를 할 수 있다. 이 때 원고측이 법원을 통한 열람청구의 적격이 있다는 것, 청구에 필요한 양식과 방식을 준수하였다는 것, 그리고 열람에 대해 정당한 목적을 증명하여야 한다.[24] 물론 원고측의 청구가 부당한 목적을 위한 것임을 증명할 책임은 회사가 부담한다.

나. 모범사업회사법의 경우

모범사업회사법(Model Business Corporation Act)은 델라웨어주 회사법 다음으로 미국 회사법에 막대한 영향을 끼치고 있는 모델법이다. 모범사업회사법은 1950년 제정 당시부터 주주의 회계장부열람권을 단독주주권으로 규정하였으며, 회사정보를 수집할 수 있는 권한을 행사할 때 청구목적을 명시할 것을 요구하였다. 1984년 모범사업회사법은 그 역사상 가장 큰 폭으로 개정된 것으로서, 그 개정에서 기존의 요건이 더욱 구체적으로 제시되어 오늘에 이르고 있다. 즉, 현행 모범사업회사법은 주주가 ① 선의이며, 정당한 목적이 있고, ② 주주가 그 목적과 열람하고자 하는 기록을 상당히 구체적으로 서술하고, ③ 그 기록이 주주의 목적과 직접적으로 관련이 있는 경우에 한하여 열람청구할 수 있다고 정하고 있으며,[25] 다수의 주(州)가 동법을 수용하여 시행하고 있다.[26]

---

21) 델라웨어주 회사법 제220조(a).

22) 델라웨어주 회사법 제220조(b).

23) 델라웨어주 회사법이 회사설립의 준거법으로 인기가 있는 이유 중의 하나로서 델라웨어주에 형평법 법원이 설치되어 운영되고 있다는 점을 들 수 있다. 형평법 법원은 델라웨어주 헌법에 의하여 1792년에 설립되어 오늘에 이르고 있는 등 오랜 역사와 경륜을 가지고 있으며, 회사법 사안을 중점적으로 다루는 법원이다.

24) 델라웨어주 회사법 제220조(c).

25) 이는 모범사업회사법 제16.02조(d)를 한국어로 정리한 것이다. 이에 해당하는 원문은 아래와 같다.

> (d) A shareholder may inspect and copy the records described in subsection (c) only if: (1) the shareholder's demand is made in good faith and for a proper purpose; (2) the shareholder describes with reasonable particularity the shareholder's purpose and the records the shareholder desires to inspect; and (3) the records are directly connected with the shareholder's purpose.

26) Thomas, *supra* note 20, at 340. 예컨대, 미국의 코네티컷주 회사법 제33-946조(d) 등도 이와 흡사한 내용을 규정하고 있다.

더 나아가 1984년 개정된 모범사업회사법은 주주의 방해행위로부터 회사를 보호하기 위한 차원에서 법원이 주주에게 회사의 기록에 대한 열람과 등사를 허용할 때에 법원은 주주가 당해 권리를 행사하여 취득한 정보를 이용하고 배포하는 것을 제한할 수 있는 권한을 가진다.[27] 법원이 이 권한을 행사함으로써 주주가 회사정보를 부정이용하는 것을 억제할 수 있다. 구체적으로는 법원이 주주에게 민감한 회사정보의 수집과 관련하여 그 범위를 명시하도록 할 수 있는데, 이는 주주의 열람청구와 권리행사 목적과의 관련성이라는 요건의 실효성을 제고하여 기업의 비밀유지 도움이 되는 것으로 평가받고 있다.[28]

3. 주주 열람청구권의 실제 운영 동향

토마스(Thomas) 교수는 두 차례에 걸쳐 델라웨어주 회사법 제220조에 따른 주주의 열람청구권에 관한 종단적 연구를 실시한 바 있다. 최초의 연구[29]는 회사의 장부 및 기록에 대한 열람청구를 목적으로 하여 1981년부터 1994년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 53건의 소송을 분석하였다. 같은 기간동안 주주명부를 열람청구하기 위해 동 법원에 제기된 소송은 91건에 달하는 것에 비하여,[30] 장부 및 기록열람을 위한 소송건수는 상대적으로 작은 편이었다.

[표 1] 1981년부터 1994년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 장부 및 기록 열람권 소송

제소 건수	원고승소판결	장부·기록 열람허용 취지의 기각 판결	원고패소판결	장부·기록 열람불허 취지의 기각 판결	불상의 기각 판결*
53	13	23	3	2	12

* '불상(不詳)의 기각판결'이라 함은 기각판결이기는 하지만 회사측에서 원고에게 장부와 기록열람을 허용하였는지의 여부가 명확하지 않는 경우를 뜻함. 이는 본 통계가 해당 사건을 담당한 변호사와의 인터뷰를 통해 작성되다 보니 담당 변호사가 장부와 기록에 대한 열람을 허용하였는지 여부를 제대로 기억하지 못한 데 기인함.

※ 출처 : Randall Thomas, Kenneth J. Martin & Erin O'Connor, *Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions*, 77 Boston University Law Review 69, 105(1997).

두 번째 연구는 2004년부터 2018년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 델라웨어 회사법 제220조에 관련된 주주의 열람청구소송 전부를 분석하였다. 동 기간동안 열람청구소송은 모두 699건이었으며, 주주명부만을 열람하겠다는 소송은 8건에 지나지 않았다. 각 연도별로 제기된

27) 모범사업회사법 제16.04조(d).
28) Thomas, *supra* note 20, at 368 n.201.
29) *Id.* at 346.
30) Thomas, *supra* note 20, at 354.

소송의 수를 살펴보면 2009년에는 23건으로서 가장 작았으며, 2014년에는 무려 67건이 제기되어 최고치를 기록한 바 있다.[31]

[표 2] 2004년부터 2018년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 열람권 소송

제소 건수	주주명부에 한정한 열람청구	장부·기록에 한정한 열람청구	주주명부 및 장부·기록에 대한 열람청구
699	8	510	181

※ 출처 : James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 Business Lawyer 2123, 2146(2020).

토마스 교수는 동 연구에서 회사의 장부와 기록을 열람청구하기 위해 제기된 소송에 후속(後續)하는 각종 소송의 수를 추가적으로 집계하여 소개하고 있다. 토마스 교수는 열람청구의 상대방인 회사가 열람청구권 소송 후에 당사자로 되어 있는 것 등 몇 가지 기준에 따라 후속 소송을 집계한 것이다.

[표 3] 2004년부터 2018년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 열람권 소송의 후속소송의 유형

후속소송의 수	후속소송의 유형				
	대표소송	집단소송	개인소송	청산관리인 선임 소송	주식매수청구권 소송
133	83	40	31	4	3

※ 주의 : 소송에서 제시된 청구원인에 따라 후속소송의 유형을 나누다 보니 하나의 소송이 복수의 소송유형으로 분류되는 경우가 있어 후속소송의 유형에 따른 분류에서 각 소송의 총합이 후속소송의 전체 수를 넘어서고 있음. 특히 무려 27개의 소송이 대표소송과 집단소송으로 중복적으로 분류되었음.

※ 출처 : James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 Business Lawyer 2123, 2151(2020).

미국의 경우 [표 1]에서 1980년대와 1990년대에 주주가 회사의 장부 및 기록에 대한 열람권을 둘러싸고 법정에서 다투어진 경우가 매우 드물다는 것을 알 수 있다. 이는 원고의 열람청구가 있는 경우 회사로서는 그 청구를 거부하기 보다는 정보의 일부(一部)라도 원고에게 제공하려는 유인이 있었기 때문에 법정다툼으로 변모하는 경우가 흔하지 않았다는 데에서 그 이유를 찾을 수 있다.[32]

---

31) James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 Business Lawyer 2123, 2146(2020).

32) Robin Hui Huang & Randall S. Thoma, *The Law and Practice of Shareholder Inspection Rights: A Comparative*

그러나 이러한 경향은 최근에는 더 이상 찾아보기 어렵다. 최근 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 총 699건에 달하는 회사에 대한 주주의 열람청구소송 중 약 19%가 대표소송과 집단소송 등의 후속소송에 연결되었음을 [표 3]을 통해 알 수 있다.[33] 이처럼 열람청구를 내용으로 하는 사건이 급증한 배경에는 주주의 장부 및 기록에 대한 열람청구권이 제소전 증거개시절차(prefiling discovery)로서 유용하게 사용할 수 있음에 따른 것으로 분석되고 있다.[34] 이상과 같이 주주의 장부 및 기록에 대한 열람청구권을 행사하려는 목적이 변화함에 따라 피고측으로서는 회계장부열람권이 허용되는 경우 후속소송까지 제기될 우려가 있음을 인식하고 전력(全力)을 다해 방어하는 모습까지 노정되고 있다.[35] 그러다 보니 법원의 태도도 많이 바뀌고 있다. 주주의 열람청구권을 둘러싸고 치열하게 전개되는 소송에서 2004년부터 2018년까지의 경우 법원 스스로가 작성하는 문서의 평균값은 46장이었으며, 분량이 최고 많은 문서는 그 분량이 579장이었다. 이처럼 법원이 상당한 분량의 문서를 작성한다는 것은 법원도 이 유형의 소송에서 적극적으로 판단한다는 것을 시사한다.[36]

Ⅲ. 미국 회사법상 열람청구의 목적 기재의 구체성에 관련된 쟁점 검토

1. 구체성의 의미 및 수준

회사경영을 방해하기 위해 주식을 매입하여 주주가 된 자는 회사의 장부열람청구의 목적을 구체적으로 기재하기 어려울 것이며 반대로 충분히 구체적으로 기재하여 신청한 경우에는 그

Analysis of China and the United States, 53 Vanderbilt Journal of Transnational Law 907, 930(2020).

33) Cox, Martin & Thomas, *supra* note 31, at 2151.

34) *Id.* at 2153-2154.

35) 통계적으로 볼 때 1981년부터 1994년까지 회사의 장부 및 기록에 대한 열람청구소송에서 원고의 열람이 허용된 것으로 끝맺은 사건의 경우 원고가 제출한 문서분량의 평균값(mean)은 93장에 달하였다. 물론 그 경우에 가장 분량이 많은 문서는 무려 1,342장이나 되었다. 피고인 회사측에서 제출한 문서분량의 평균값은 56장이었으며, 가장 많은 분량은 341장에 이었다. 이처럼 원고의 주장에 대응하는 피고측의 문서분량은 원고측의 그것보다 현저히 작은 것으로 집계된 바 있다(Randall Thomas, Kenneth J. Martin & Erin O'Connor, *Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions*, 77 Boston University Law Review 69, 104(1997)). 그러나 최근의 통계에 따르면 원고측과 피고측이 제출하는 문서분량이 모두 크게 증가하였다. 2004년부터 2018년까지 열람청구소송에서 원고측이 제출하는 문서분량의 평균값은 182장이며, 분량이 가장 많은 문서는 2,597장에 달하였다. 피고측이 제출하는 문서의 경우 평균값이 152장이며, 최고 많은 분량은 무려 3,192장이나 되었다(Cox, Martin & Thomas, *supra* note 31, at 2151). 이처럼 최근의 경우 회사의 장부 및 기록에 대한 열람청구권 소송의 진행과 관련하여 원고측과 피고측이 제출하는 문서의 양이 1980년대와 1990년대에 비해 크게 증가한 것이다. 특히 피고측이 상당한 분량의 문서를 제출하여 원고측에 반박하려고 노력하는 것은 그 만큼 주주의 장부 및 기록열람이 과거에 비하여 훨씬 강력한 의미를 지니는 것으로 인식한 결과이다.

36) Cox, Martin & Thomas, *supra* note 31, at 2151.

목적이 정당하지 않을 여지도 있다.[37] 이에 미국 회사법은 주주가 회사의 회계장부에 대한 열람을 청구하기 위해서는 반드시 구체적으로(with particularity) 그 청구의 정당한 목적을 기재할 것을 요구하고 있다. 예컨대, 미국 조지아주의 경우에는 주주가 정관, 부속정관, 주주총회 의사록, 이사회 의사록, 이사와 집행임원의 명부 등을 열람청구하는 경우에는 그 열람의 목적을 기재할 것을 요구하지 않는 것[38]과 달리 회계장부를 열람청구할 때에는 그 열람의 정당한 목적을 기재하여야 한다.[39] 이처럼 '정당한 목적'과 '상당한 구체성'을 중첩적으로 요구함으로써 주주의 권한남용을 방지하여 회사를 보호하는 것이다.

미국에서의 '구체성'(particularity) 요건은 회사법에서만 요구되는 것은 아니다. 연방민사소송규칙(Federal Rules of Civil Procedure) 제34조(b)[40]를 비롯하여 다양한 법률에서 이 요건을 강제하고 있다. 미국의 연방법원은 '구체성' 요건이 위협소송[41](strike suit)을 억제하는 기능이 있음을 분명히 하고 있다.[42] 연방법원에 따르면 구체성을 가지기 위해서는 청구인이 주장하는 사실의 '주체, 대상, 시간, 장소 및 방법'을 특정하여 밝혀야 한다.[43] 구체성의 수준은 특정한 행위에 적용되는 법률 혹은 그 행위에 따라 차이가 있을 수밖에 없다.[44] 예컨대, 연방법이 적용되는 증권사기 사건의 경우에는 구체성 요건이 매우 엄격하게 적용되는 것으로 알려져 있다.[45]

주주의 회계장부열람권의 행사요건 중 '구체적으로'에서의 '구체성'을 충족하기 위해서는 어떻게 하여야 하는가? 이와 관련하여 판례는 연방민사소송규칙을 참조하여 "당해 사건에 있어서 열람청구자가 열람청구를 하는 대상 문서에 대해 가지고 있는 지식의 수준에 따르는 상대적인 것"[46]이라고 평가하고 있다. 좀 더 세밀하게 살펴보자면, 미국 법원은 주주의 열람권 행

---

37) Ruari J. O'Sullivan, *Skimming From the 2%: The Status of Georgia's Restrictions on Shareholder Access to Corporate Information*, 46 Georgia Law Review 835, 865(2012).
38) 조지아주 법전 제14편 제2장 제1602조(b).
39) 위의 법전 제14편 제2장 제1602조(c).
40) 연방민사소송규칙 제34조(b)는 증거개시제도(discovery)를 정한 제26조(b)의 실행규정에 해당한다. 제34조(b)(1)(A)는 소송상대방의 자료에 대한 열람을 청구함에 있어 "그 청구는 열람하고자 하는 각각의 대상 또는 대상의 항목을 상당히 구체적으로 기재하여야 한다"(The request … must describe with reasonable particularity each item or category of items to be inspected)고 규정하고 있다.
41) '위협소송'이라 함은 주로 방해효과(nuisance value)를 목표로 하거나 유리하게 화해를 유도하기 위한 지렛대로서 이용하기 위해 정당하지 않는 청구를 내용으로 하는 소송을 가리킨다(Black's Law Dictionary 1572(9th ed. 2009)).
42) DiVittorio v. Equidyne Extractive Indus., 822 F.2d 1242, 1247(2d Cir. 1987).
43) Exergen Corp. v. Wal-Mart Stores, Inc., 575 F.3d 1312, 1327(Fed. Cir. 2009).
44) Joseph F. Donley & Michael M. Rosenberg, *Vagaries of Particularity: New York CPLR 3016(b)*, New York Law Journal (Nov. 13, 2014).
45) In re Burlington Coat Factory, 114 F.3d 1410, 1417(3d Cir. 1997).
46) Parsons v. Jefferson‐Pilot Corp., 333 N.C. 420, 426 S.E.2d 685, 691(1993)("[T]he test must be a relative one, turning on the degree of knowledge that a movant in a particular case has about the documents he requests.").

사에 필요한 구체성 요건을 충족하기 위해서는 "일반인이 어느 문서에 대해 [열람이] 청구된 것인지를 알기에 충분하여야 한다"[47]는 입장이다. 물론 이 기준의 적용은 각 열람청구권 사건의 사실관계와 형편에 따라 달라질 수 있기는 하지만 원고의 서면에 의한 청구에서 회사측이 원고가 열람하고자 하는 것이 무엇인지를 구분할 수 있을 정도라면 구체성 요건이 갖추어진 것으로 된다.

2. 열람청구의 '정당한 목적' 기준과 그 증명

가. '정당한 목적' 기준의 의의

주주가 회계장부열람권을 행사하는 경우 미국의 회사법과 판례는 공통적으로 주주의 투자자로서의 이익과 관련하여 '정당한 목적'이 있을 것을 요구하고 있다. 위에서 언급한 바와 마찬가지로 이러한 요건을 부과하는 것은 주주가 회사의 회계장부 열람을 통해 회사의 내부정보를 취득하는 합법적인 권리를 인정하면서도 주주의 권한행사가 회사의 이익을 저해하는 것을 방지하려는 데 그 목적이 있다. 설령 주주가 회계장부열람권을 행사하는 목적이 주주로서의 이익에 합리적으로 관련이 있다 하더라도 회사의 이익이 침해되는 것은 허용되지 않는 것이다.[48]

미국의 회사법 판례를 살펴보면 정당한 목적을 해석함에 있어 상당히 자유롭게 바라보는 주(州)와 그렇지 않는 주(州)가 공존하고 있다. 특히 전자의 경우에는 회사에 영향을 미치는 모든 것들은 궁극적으로 주주에게 부정적인 영향을 미친다는 사실에 터잡고 있으며, 후자는 주주가 회계장부열람권을 남용할 수 있음을 전제로 하고 있다.[49] 다만, 주주가 회사의 부실경영이 의심되어 회사경영진의 책임을 추궁하기 위해 사전적인 조사차원에서 회계장부를 열람하거나 회사의 경영상태를 평가하여 주식의 가치를 평가하기 위해 회계장부를 열람하는 것은 공통적으로 허용되고 있다.[50]

이상과 같은 경향은 통계적으로도 증명된다. 토마스 교수의 연구를 요약한 [표 1]에 따르면 1981년부터 1994년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 총 53건의 사건에서 원고가 회사의 장부와 기록을 열람하는 데 성공한 경우는 36건에 달하였다. 그 중에서 13건은 법원의 명령에 의하여 원고가 열람할 수 있었으며, 나머지 23건은 당사자간의 합의에 의하여 원고의 열람이

---

47) *Id*("The goal is that the designation be sufficient to apprise a man of ordinary intelligence what documents are required."). 이 판례는 주주의 열람권에 관련된 사건의 중요한 선례로서 자리 잡고 있다. 이 판례를 따르는 후속판례의 예로서 Hagen v. Distributed Solutions, Inc., 328 Ill.App.3d 132(2002) 등을 들 수 있다.

48) James L. Young, *Texas Law on Stockholders' Inspection Rights: How Does It Stack Up against Delaware Law and the Model Business Corporation Act,* 40 Southwestern Law Journal 845, 851(1986).

49) Constance E. Bagley, Managers and the Legal Environment: Strategies for Business 616(9th ed. 2019).

50) George S. Geis, *Information Litigation in Corporation Law,* 71 Alabama Law Review 407, 423(2019).

가능한 경우에 해당하였다. 원고가 열람에 성공하지 못한 17건 중 3건은 법원의 판단에 따라 원고가 패소한 것이며, 14건은 기각으로 인하여 원고가 정보를 더 이상 취득하지 못한 경우이며, 나머지 12건은 그 내용이 불명확한 경우였다.[51]

[표 4] 1981년부터 1994년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 장부 및 기록 열람권 소송에서의 열람청구의 목적과 판결의 결과

열람청구의 목적	원고승소 판결	장부·기록 열람허용 취지의 기각 판결	원고패소 판결	장부·기록 열람불허 취지의 기각 판결	불상의 기각 판결
주식가격 평가	6	11	0	2	10
위임장 권유 등 관련 주주 접촉	2	6	2	0	0
공개매수 관련 주주 접촉	0	2	1	0	0
이사의 의무위반 조사	5	11	1	0	0
경영진의 제안 등 관련 주주와의 소통	0	2	1	0	0
이사의 의무이행 강제	2	2	0	0	1
기타	1	3	0	2	1
합계	16	37	5	6	16

※ 주의 : 하나의 사건에서 복수의 열람청구의 목적을 기재할 수 있으므로 열람청구의 목적은 제소건수 보다 많을 수밖에 없음.

※ 출처 : Randall Thomas, Kenneth J. Martin & Erin O'Connor, *Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions*, 77 Boston University Law Review 69, 106(1997).

[표 4]는 과거 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 주주의 장부 및 기록에 대한 열람청구권 관련 소송에서 기재된 열람청구의 목적과 열람허용 여부와의 관계를 나타내고 있다. 이 표로부터 주주의 열람권행사의 정당한 목적의 대표적인 예가 주식가격을 평가하기 위해서거나 이사의 의무위반에 대한 조사를 하기 위한 데 있음을 확인할 수 있다. 이러한 흐름은 아래의 [표 5]에서 보듯이 최근의 통계에서도 큰 변화없이 유지되고 있음을 알 수 있다.

51) Thomas, *supra* note 20, at 356.

[표 5] 2004년부터 2018년까지 델라웨어주 형평법 법원에 제기된 장부 및 기록 열람권 소송에서의 열람청구의 목적과 판결의 결과

열람청구의 목적	원고승소 판결	피고의 장부·기록 열람허용 합의	원고패소판결	장부·기록 열람불허 취지의 기각 판결	불상의 기각판결*
주식가격 평가	39	25	7	8	168
위임장 권유 관련 주주와의 소통	2	4	1	0	15
공개매수 관련 주주와의 소통	0	0	01	0	2
이사의 의무위반 조사	57	25	24	14	320
경영진의 제안 관련 주주와의 소통	0	1	0	1	5
이사의 의무이행 강제	5	2	0	0	29
다른 소송에서 장부·기록 이용	7	1	1	0	6
기타	7	1	1	0	6
합계	63	32	21	17	456

* '불상의 기각판결'이라 함은 기각판결이기는 하지만 ① 판례에서 회사측이 원고에게 장부와 기록열람을 허용하였는지 여부가 명확하게 확인되지 않는 경우와 ② 사건을 담당한 변호사가 판례에 따라 담당변호사가 장부와 기록에 대한 열람을 허용하였는지 여부를 제대로 기억하지 못한 판결을 가리킴. 편의상 불상의 기각판결을 원고가 회사의 장부와 기록을 열람하는 데 실패한 것으로 취급하였음.

※ 주의 : 하나의 사건에서 복수의 열람청구의 목적을 기재할 수 있으므로 열람청구의 목적은 제소건수 보다 많을 수밖에 없음.

※ 출처 : James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 Business Lawyer 2123, 2148(2020).

나. '정당한 목적'의 제시와 증명

주주의 회계장부열람권 행사에 정당한 목적이 있어야 한다는 요건은 회사장부에 대한 주주의 접근권 남용을 제어하기 위한 수단으로 고안된 보통법상 제도로 출발하였다. 오늘날은 이 요건은 미국 회사법에서 보편적인 것으로 자리잡고 있다.[52]

52) O'Sullivan, *supra* note 37, at 864-865.

델라웨어주 회사법 제220조(c)는 다음과 같이 규정하고 있다.

> (c) … 주주가 회사의 주식대장 또는 주주명부 이외의 회사의 장부와 기록에 대한 열람을 청구하는 경우 그러한 주주는 먼저 이하의 것을 증명하여야 한다.:
> …
> (3) 그 주주가 청구한 열람은 정당한 목적을 위한 것이다.

주주가 회계장부를 열람하고자 하는 경우 그는 법원이 경영진의 부실경영 혹은 부정경영 등이 발생하였음을 추론할 수 있는 '신뢰할만한 근거'(credible basis)를 제시하여야만 정당한 목적이 있는 것으로 된다.[53] 예컨대, 경영진에 대한 검찰의 수사가 있고 체포영장이 발부되었다면 경영진이 부정행위를 하였을 가능성이 높다는 것을 시사하므로 그 경우 주주가 그러한 사실－검찰의 수사와 체포영장의 발부－을 근거로 회계장부열람청구하는 것은 그 청구를 뒷받침하는 정당한 목적이 있는 것으로 된다.[54] 판례는 회사의 경영진이 자기거래를 하여 회사의 손해를 야기하였는지 여부[55] 혹은 집행임원이 회사의 재산을 개인적인 이익을 위해 사용하였는지 여부[56]를 판단하기 위해 회사의 장부를 열람청구하는 경우에도 그 청구에 대해서 정당한 목적이 있는 것으로 보고 있다. 실제 2019년 High River Limited Partnership v. Occidental Petroleum Corp. 사건에서 법원은 회사가 부정행위를 한 증거가 없음에도 불구하고는 단지 회사의 경영방침에 반대한다는 의견을 가진 어느 주주가 다른 주주와의 의사소통이 필요하다는 이유만으로 회사정보에 대한 수집권한을 행사하는 것을 배척한 바 있다.[57]

여기서 '신뢰할만한 근거' 기준은 델라웨어주에서는 가장 낮은 증명책임에 해당한다.[58] 따라서 주주는 부실경영이 사실상 발생하였다는 것을 증명할 필요가 없다. 단순히 서면에다가 경영진의 부정을 합법적으로 문제삼는 것이 정당하다고 신뢰할 만한 정도로 보여주면 족하다.[59] 달리 표현하자면, 주주의 열람청구에 대해 "부실경영에 대한 선의의 우려가 있는 것만으로 충분한 것이다."[60] 다만, 이러한 근거가 '신뢰할만한 것인지'를 증명하는 데에는 반드시 서증(書

53) Seinfeld v. Verizon Communications, Inc., 909 A.2d 117, 118(Del. 2006).
54) Gross v. Biogen Inc., C.A. No. 2020-0096-PAF (Del. Ch. Apr. 14, 2021).
55) Sunlitz Holding Co. v. Trading Block Holdings, Inc., 17 N.E.3d 715, 717(2014).
56) Weigel v. O'Connor, 57 Ill. App. 3d 1017, 1022(1978).
57) C.A. No. 2019-0403-JRS, memo. op.(Del. Ch. Nov. 14, 2019).
58) Melzer v. CNET Networks, Inc., 934 A.2d 912, 917 n.19(Del. Ch. 2007).
59) First Corp. v. U.S. Die Casting & Development Co., 687 A.2d 563, 568(Del. 1997). 예컨대, 주주가 자신의 투자와 관련하여 회계처리를 목적으로 회사의 회계장부를 열람청구하는 경우 정당한 목적이 결여된 것으로 된다(Thomas & Betts Corp. v. Leviton Mfg. Co., 681 A.2d 1026, 1034(Del. 1996)).
60) Weigel v. O'Connor, 57 Ill. App. 3d 1017, 1025(1978). 이에 해당하는 원문표현은 "Good faith fears of mismanagement are sufficient."

證)이 요구되지 않지만 증거의 우월(preponderance of the evidence) 기준은 적용된다.[61] 물론 회사측에서도 원고의 열람청구가 신뢰할만한 근거가 없어 그 청구에 정당한 목적이 결여되었다는 것, 즉 '부당한 목적'을 증거의 우월 기준에 따라 증명한다면 원고의 청구를 저지할 수 있다.

주주가 직접 자신의 열람목적 및 열람할 서류의 범위에 대하여 증명이 어려운 경우 대리인 또는 전문가의 증언, 보고서 등을 이용하는 것도 가능하다. 예를 들어, Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Countrywide Financial Corporation 사건[62]에서 주주는 회사의 회계장부와 기록에 대한 열람을 청구하였는데, 이에 대해 회사측은 주주가 그 열람청구에 필요한 정당한 목적을 명확하게 기재하지 못하였다고 반박하였다. 그러자 주주는 전문가의 도움을 받아 주가의 단기적 변화와 특정한 기간동안 스톡옵션 부여 사이의 통계적 관련성(statistical correlation)을 기반으로 작성한 통계분석을 법원에 제시하였으며, 법원은 이 같이 주주의 요청에 의하여 전문가가 작성한 통계분석이 주주의 회계장부열람청구에 대한 정당화 증거로서 충분하다고 판단하였다.[63]

3. '정당한 목적'의 기준과 '구체성' 요건의 관계

주주의 회계장부열람권은 주주와 회사와의 이해관계가 정면으로 충돌하는 지점이므로 이를 허용할 것인지는 매우 복잡한 사실관계 내지 그러한 목적에 관련하여 증명된 내용에 근거할 수밖에 없다. 특히 정보를 생산하는 데 드는 비용이 그 편익에 미치지 못한다고 하더라도 그 정보를 생산하는 것을 강제함에 따라 역으로 회사의 부(富)가 줄게 된다면 다른 주주가 그러한 정보생산을 원하지 않을 여지도 있다.[64] 그리하여 델라웨어주 법원은 '정당한 목적'이라는 요건이 개방식 기준[65](open-ended standard)이라 해서 그 목적을 마구잡이식으로 제시하면서 증

61) Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244, 267 n.75(Del. 2000); Haque v. Tesla Motors, Inc., C.A. No. 12651-VCS(Del. Feb. 2, 2017). 미국 법정에서 다루어지는 민사소송사건에서의 증명의 정도를 도표로 나타내면 다음과 같다.

증명의 정도	확실성의 정도
절대적 확실성(absolute certainty)	100%
합리적으로 의심할 수 없을 정도(beyond reasonable doubt)	95%
상당한 이유(probable cause)	50% 초과
증거의 우월(preponderance of the evidence)	50% 초과
합리적 의심(reasonable doubt)	5%
합리적 용의(reasonable suspicion)	20%

※ 출처: 민영성, "거증책임과 법률상의 추정", 「고시연구」 통권 제366호(고시연구사, 2004), 175면.

62) C.A. No. 2608-VCN, 2007 WL 2896540(Del. Ch. Oct. 2, 2007).

63) 이 사건에서 통계학이 사용된 것에 대한 의의는 Michael O. Finkelstein & Bruce Levin, Statistics for Lawyers 238-239(3d ed. 2015)에 정리되어 있다.

64) Fred S. McChesney, *"Proper Purpose," Fiduciary Duties, and Shareholder-Raider Access to Corporate Information*, 68 University of Cincinnati Law Review 1199, 1207-1208(2000).

명을 다하였다고 주장하는 것은 극히 곤란하다는 태도를 취하고 있다.

위에서 언급한 바와 같이 정당한 목적에 대해 신뢰할만한 근거를 제시한 것만으로 구체성 요건은 충족된 것을 본다. 같은 맥락에서 델라웨어주 법원은 원고가 열람하고자 하는 주관적인 동기를 문제삼아 단순한 호기심(mere curiosity) 내지 찔러보기(fishing expedition)를 위한 열람청구는 허용되지 않는다는 입장을 고수하고 있다.[66] 예컨대, 1956년 Nodana Petroleum Corp. v. State ex rel. Brennan 사건[67]에서 법원은 주주 자신이 알지 못하는 부당한 거래가 이루어지고 있는지를 파악하기 위해 그동안 있었던 회사의 모든 장부와 기록에 대해 열람청구하는 것은 그 목적이 불충분하다고 판단하였다. 1987년 Helmsman Management Services, Inc. v. A&S Consultants, Inc. 사건에서 법원은 열람청구를 "단순히 발생가능한 일반적인 부정행위를 조사할 목적으로 한다는 기술(記述)만으로는 광범위한 [델라웨어주 회사법] 제220조에 따른 구제권한을 주주에게 부여하지 않는다. 추가적인 문제조사에 이유가 될 수 있는 부정행위 또는 회사재산의 낭비에 대한 증거가 있어야 한다"고 판시한 바 있다.[68] 그 후 2011년 Espinoza v. Hewlett-Packard Co. 사건에서 법원은 주주가 정당한 목적을 증명한다고 하더라도 회사가 보유하고 있는 모든 회사정보를 조사할 수는 없다고 판단하였다.[69] 말하자면, 주주가 열람할 수 있는 회사정보는 그 열람목적을 달성하는 데 불가결한 것에 한한다는 것이다.

이에 반하여 일리노이주 같은 경우에는 2014년 Sunlitz Holding Co., W.L.L. v. Trading Block Holdings, Inc. 사건에서 법원은 주주의 열람청구에 대해 정당한 목적이 인정된 후에는 조사에 필요한 모든 자료뿐만 아니라 파생된 정보를 제공하는 각종 자료까지 열람할 수 있다고 판시하였다.[70] 이처럼 일단 열람청구에 대해 광범위하게 정당한 목적이 인정된다면 각각의 관련 자료를 열람하는 것은 당연히 가능하다는 것이다.[71]

이상에서 살펴본 바와 같이 주주의 회계장부열람청구권과 관련하여 일리노이주 법원에 비하여 델라웨어주 법원의 입장이 경영진에 우호적이다. 2000년 Brehm v. Eisner 사건에서 델라웨어주 법원은 원고가 반드시 "정당한 목적을 제시하여야 하며 열람청구하고자 하는 자료에 대해서는 사격(射擊)할 때처럼 정확성을 가지고 특정하여 개별적으로 밝혀야 한다"고 판시하였다.[72] 이 같은 델라웨어주 법원의 입장을 따른다면 주주가 회계장부를 열람하는 경우 열람의 대상이 되는 각각의 자료에 대하여 정교하게 그 열람의 목적을 구체적으로 제시하여야 한

65) Geis, *supra* note 50, at 423.
66) Saunders Welch et al., Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals § 220.07(2021 ed. 2021). 경우에 따라 특정 행위가 불법 또는 부당하다는 사실을 명시해야합니다.
67) 123 A.2d 243(Del. 1956).
68) 525 A.2d 160, 165-166(Del. Ch. 1987).
69) 32 A.3d 365, 371-372(2011).
70) 17 N.E.3d 715, 737(2014).
71) Weigel v. O'Connor, 57 Ill. App.3d 1017, 1027(1978).
72) 746 A.2d 244, 266-267(Del. 2000)(en banc).

다.[73] 만약 열람을 청구하고자 하는 대상이 그 목적의 달성에 필수적이면서 핵심적이고 충분하여야만(necessary, essential and sufficient)[74] 법원은 그러한 원고의 청구를 들어주게 된다. 이에 반하여 일리노이주의 경우에는 주주의 열람청구권 행사에 있어서 정당한 목적이 인정된다면 회사가 가지고 있는 어떠한 자료라도 볼 수 있으므로 열람대상의 구체성은 상대적으로 비중이 떨어지는 것으로 이해된다.

Ⅳ. 미국의 동향과 한국 판례와의 비교

한국 대법원 판례에 따르면 "주주가 상법상 인정되는 이사해임청구권(상법 제385조), 위법행위 유지청구권(상법 제402조), 대표소송권(상법 제403조) 등 각종 권한을 행사하려면 회사의 업무나 재산상태에 대해 정확한 지식과 적절한 정보를 가지고 있어야 한다. 상법 제448조에 따라 회사에 비치되어 있는 재무제표의 열람만으로는 충분한 정보를 얻기 어렵기 때문에 위와 같이 주주에게 재무제표의 기초를 이루는 회계장부와 회계서류까지 열람하거나 등사할 수 있는 권한을 인정한 것이다."[75] 이처럼 한국에서 회계장부열람은 이사의 책임추궁에 필요한 정보를 수집하기 위한 수단으로 이용된다는 점은 미국의 경우와 동일하다. 회계장부를 열람청구함에 있어 정당한 이유나 목적을 구체적으로 기재하여야 하며,[76] 만약 이 같은 정당한 이유나 목적이 결여된 경우에는 회사가 그 청구를 거부하는 것이 가능하다는 점도 양국에서 차이가 없다.[77]

미국의 경우 회계장부열람청구의 정당한 목적은 주주의 투자자로서의 이익과 관련되어야 하는데, 한국 대법원 판례[78]도 이와 유사한 입장을 취하고 있다. 또한 한국 대법원에 따르면 "회사의 경영실태를 파악하여 정관이나 법령에 위반되는 사실이나 방만한 경영흔적을 밝혀 이

---

73) Daniel R. Saeedi & Richard Hu, *Shareholder Inspection Rights: The Difference Between Illinois and Delaware*, 29 CBA Record, April-May 2015 at 40-41.

74) BBC Acquisition Corp. v. Durr-Fillauer Med. Inc., 623 A.2d 85, 88(Del. Ch. 1992).

75) 대법원 2020. 10. 20.자 2020마6195 결정.

76) 1999년 대법원 판례는 "주식회사 소수주주가 상법 제466조 제1항의 규정에 따라 회사에 대하여 회계의 장부와 서류의 열람 또는 등사를 청구하기 위하여는 이유를 붙인 서면으로 하여야 하는바, 회계의 장부와 서류를 열람 또는 등사시키는 것은 회계운영상 중대한 일이므로 그 절차를 신중하게 함과 동시에 상대방인 회사에게 열람 및 등사에 응하여야 할 의무의 존부 또는 열람 및 등사를 허용하지 않으면 안 될 회계의 장부 및 서류의 범위 등의 판단을 손쉽게 하기 위하여 그 이유는 구체적으로 기재하여야 한다"고 판시한 바 있다(대법원 1999. 12. 21. 선고 99다137 판결).

77) 한국에서 주주의 회계장부열람청구가 회사의 회생을 방해하는 경우, 회사업무의 운영 또는 주주 공동의 이익을 해치는 경우, 주주가 회사의 경쟁자로서 취득한 정보를 경업에 이용할 우려가 있는 경우 또는 회사에 지나치게 불리한 시기를 택하여 행사하는 경우는 주주의 청구에 대한 회사의 거부가 정당화된다(대법원 2020. 10. 20.자 2020마6195 결정, 대법원 2018. 2. 28. 선고 2017다270916 판결).

78) 대법원 2018. 2. 28. 선고 2017다270916 판결.

사의 책임을 추궁하는 등 주주로서의 법적 권리를 행사하기"[79] 위한 것이라면 '정당한 목적(이유)' 기준을 충족한 것으로 된다. 다만, 주주가 회계장부열람청구를 위해 기재한 이유가 정당한지 여부를 둘러싸고 어느 정도 증명하여야 하는지에 관해서는 분명한 잣대가 제시되어 있지 않다. 단순한 호기심이나 찔러보는 차원에서 회계장부를 열람하는 것이 인정되지 않는 미국의 법리[80]가 한국에서 통용될지가 불분명하다. 이처럼 한국에서는 주주가 회계장부열람청구를 하는 이유를 구체적으로 기재하여야 한다고는 하지만, 실제 어느 정도로 구체적으로 제시하여야 하는지, 더 나아가 그 이유를 증명하여야 하는지 여부와 만약 증명이 필요하다면 어느 정도 증명하여야 하는지를 비롯하여 구체성이 결여된 경우 정당한 이유가 없다는 이유를 들어 열람을 거절할 수 있는지 여부를 다룬 선례를 찾을 수 없는 것이다. 한국 대법원이 "소수주주의 열람·등사청구의 대상이 되는 '회계의 장부 및 서류'에는 소수주주가 열람·등사를 구하는 이유와 실질적으로 관련이 있는 회계장부와 그 근거자료가 되는 회계서류를 가리키는 것"[81]으로 보고 있다는 점에서 열람대상이 되는 정보를 그 열람목적을 달성하는 데 불가결한 것으로 제한하는 델라웨어주 법원의 판례와 닮아있을 뿐이다.

Ⅴ. 맺음말

주주가 이사의 회사경영에 대한 감시·감독을 하기 위해서는 주주의 정보수집권은 매우 중요하다. 그러나 주주의 회계장부열람권 행사가 회사경영에 지장을 초래하여 회사의 이익을 해할 우려가 있으므로 미국 회사법은 그 절차를 신중하게 마련하고 있다. 말하자면, 미국 회사법은 주주의 회계장부열람청구와 관련하여 그 목적이 정당하여야 할 뿐만 아니라 그 목적을 구체적으로 기재할 것을 요건으로 제시하고 있는 것이다. 그러나 미국 회사법상 주주의 회계장부열람권에 관한 규정은 일종의 원칙만 제시하는 것에 지나지 않아 법원이 상당히 많은 쟁점을 사후적으로 판단하는 구조로 운영하고 있다. 이는 한국 상법과 입장을 같이 한다.

정당한 목적을 구체적으로 기재하였는지 여부와 관련하여 비교법적 시각에서 대략적으로

---

79) 대법원 1999. 12. 21. 선고 99다120 판결.

80) 일본 법원의 경우도 이와 유사한 입장을 취하고 있다. 2016년 도쿄 고등재판소는 주주가 열람청구의 "이유를 구체적으로 기재한다는 것은 청구를 받은 회사가 열람 등에 응할 의무의 존부 및 열람해야 할 회계장부 등의 범위를 판단할 수 있으면서 동시에, 주주 등에 의한 탐색적 · 증거찾기식의 열람 등을 방지하고(밑줄-필자) 주주 등의 권리와 회사경영의 보호와의 균형을 잡는 것에 있다고 해석되는 까닭에 위법한 경영이 행해지고 있다는 의심이 있어 이를 조사하기 위하여 상기 청구를 하는 경우에는 구체적으로 특정한 행위가 위법 또는 부당하다는 뜻을 기재하여야 한다"고 판시한바 있다(東京高等裁判所 2016年3月28日判決(金判1491号16頁)).

81) 대법원 2001. 10. 26. 선고 99다58051 판결. 일본의 경우에도 "주주 등에 의한 회계장부 등의 열람등사청구는 청구에 대한 이유를 명시하는 것이 요건으로 되어 있으므로 청구이유와 관련성이 있는 회계장부에 한하여 인정된다"(東京高等裁判所 2016年3月28日判決(金判1491号16頁)).

살펴보면 미국 경험이 우리의 그것과 큰 차이가 없음을 알 수 있다. 상법 제466조 제2항의 '정당한 목적' 기준과 관련하여 한국 대법원이 판시한 사항이 미국 회사법 관련 판례에서의 '정당한 목적' 기준과는 맥락이 다소 차이가 있기는 하지만 법리적인 측면에서는 상당히 동일한 입장을 취하고 있는 것이다. 특히 구체성 요건이 열람청구의 대상에도 밀접하게 관련되어 있다는 점에서도 미국과 한국이 입장을 같이한다. 그러나 미국 회사법상 구체성 요건은 열람청구의 정당한 목적에 대해 '신뢰할만한 근거'를 제시하게 되면 법원이 이를 문제삼지 않는 경향이 있다는 점은 앞으로 한국의 대법원이 관련 사건을 처리함에 있어 참조할만한 사항이다. 즉, 대법원 판례가 언급한 것처럼 "회계의 장부와 서류를 열람 또는 등사시키는 것은 회계운영상 중대한 일"[82]이기는 하지만 주주의 회계장부열람청구권이 진정 주주로서의 권리를 행사하기 위하여 필요한 사전적 수단으로 널리 활용되게 하기 위해서는 미국 판례처럼 그 권한의 행사에 정당한 목적이 있는지의 여부에 대하여 낮은 수준의 증명책임을 부과하는 것이 필요하다고 본다. ▨

(논문접수 : 2022. 2. 9. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

82) 대법원 1999. 12. 21. 선고 99다137 판결.

참 고 문 헌

이홍욱/권재열, "비교법에 관한 서론적 고찰", 「사회과학연구논집」 제2집, 대구가톨릭대학교, 1993.

임홍근, 「한국 상법전 50년사」, 법문사, 2013.

S. Samuel Arsht, *A History of Delaware Corporation Law*, 1 Delaware Journal of Corporate Law 1(1976).

Constance E. Bagley, Managers and the Legal Environment: Strategies for Business (9th ed. 2019).

James D. Cox, Kenneth J. Martin & Randall S. Thomas, *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 Business Lawyer 2123(2020).

Joseph F. Donley & Michael M. Rosenberg, *Vagaries of Particularity: New York CPLR 3016(b)*, New York Law Journal (Nov. 13, 2014).

Jay W. Eisenhofer & Michael J. Barry, Shareholder Activism Handbook (2005)(Supp. 2010).

Michael O. Finkelstein & Bruce Levin, Statistics for Lawyers (3d ed. 2015).

Ernest L. Folk III, Report to the Corporate Law Revision Committee (1965–1967).

Robin Hui Huang & Randall S. Thoma, *The Law and Practice of Shareholder Inspection Rights: A Comparative Analysis of China and the United States*, 53 Vanderbilt Journal of Transnational Law 907(2020).

Marilyn J. Ward Ford, Connecticut Corporation Law and Practice (2d ed. 1999)(Supp. 2019).

George S. Geis, *Information Litigation in Corporation Law*, 71 Alabama Law Review 407(2019).

Jonathan R. Macey, Macey on Corporation Laws: Model Business Corporation Act, Delaware General Corporation Law, ALI Principles of Corporate Governance (1998)(Supp. 2021-3).

Fred S. McChesney, *"Proper Purpose," Fiduciary Duties, and Shareholder-Raider Access to Corporate Information*, 68 University of Cincinnati Law Review 1199(2000).

Ruari J. O'Sullivan, *Skimming From the 2%: The Status of Georgia's Restrictions on Shareholder Access to Corporate Information*, 46 Georgia Law Review 835(2012).

Daniel R. Saeedi & Richard Hu, *Shareholder Inspection Rights: The Difference Between*

Illinois and Delaware, 29 CBA Record, April-May 2015 .

Allen Sparkman, *Information Rights-A Survey*, 2 The Business, Entrepreneurship & Tax Law Review 41(2018).

Randall Thomas, *Improving Shareholder Monitoring of Corporate Management by Expanding Statutory Access to Information*, 38 Arizona Law Review 331(1996).

Randall Thomas, Kenneth J. Martin & Erin O'Connor, *Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions*, 77 Boston University Law Review 69(1997).

James L. Young, *Texas Law on Stockholders' Inspection Rights: How Does It Stack Up against Delaware Law and the Model Business Corporation Act,* 40 Southwestern Law Journal 845(1986).

Saunders Welch et al., Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals (2021 ed. 2021).

Abstract

Some Thoughts on Shareholder's Right to Inspect Accounting Books

- A Review of the Particularity of Proper Purpose for Inspection -

Kwon, Jae-Yeol

TIn domestic judgments, there are precedents as to whether there is a justifiable cause for a shareholder's exercise of the right to inspect accounting books, but to what extent should the particular cause be presented, furthermore, whether the cause should be proved, and if proof is necessary, whether inspection can be refused on the ground that there is no justifiable cause for lack of particularity, including whether the degree of proof is required. Accordingly, this paper carefully examined several issues surrounding the particularity of the purpose of inspecting accounting books under the U.S. corporate law, which became a model for shareholders' right to inspect accounting books under the Korean Commercial Act.

Shareholders have the right to collect company information in order to check whether the company's management is being conducted in a bad manner, and the right to inspect accounting books is one of those rights. However, since there is a risk of harm to the company's interests due to the exercise of the right of shareholders to inspect the books, the U.S. corporate law provides that the purpose of a request for inspection of the accounting books must be proper and that the purpose must be written with particularity as a requirement. However, in the U.S. corporate law, the regulation on shareholders' right to inspect the accounting books only presents a kind of principle, so the court is operating in a structure where a considerable number of issues are judged ex post facto. There is no significant difference in this way of operation in the case of the United States and Korea. In particular, the Korean Supreme Court's ruling regarding the 'justifiable cause' standard under Article 466 (2) of the Korean Commercial Act is not somewhat different from the 'proper purpose' standard in US corporate law precedents. If the purpose is to exercise the

rights under the Korean Commercial Act, such as revealing the fact that violates the articles of incorporation or statutes and prosecuting the responsibility, both in Korea and the United States are deemed to have met the criteria for a justifiable cause or proper purpose. In addition, the criteria for particularity of justifiable causes required by the precedents of the Korean Supreme Court are similar to the criteria for propse purposes under the U.S. case law. Furthermore, there is no difference between the United States and Korea in that the particularity requirement is closely related to the object of the request for inspection. However, the fact that the particularity requirement under the U.S. corporate law tends not to be taken into account when creditable bases are presented for the proper purpose of the request for inspection, which is a reference point for Korean courts in handling related cases in the future.

Key Words : Right to Inspect Accounting Books, Minority Shareholder's Right, Proper Purpose, Particularity, Credible Basis, Prefiling Discovery, Preponderance of the Evidence

▣ 논 단

적합성 원칙에서 최선이익 기준으로의 변화: Regulation BI에 따른 브로커-딜러의 의무를 중심으로*

장 근 영

한양대학교 법학전문대학원 교수 / 법학박사

요 약 문

2019년 6월 5일 미국의 SEC는 브로커-딜러가 개인고객에게 투자권유를 할 때 그 고객의 이익을 최우선시 하도록 의무화하는 내용의 Regulation BI를 채택하였다. Regulation BI는 브로커-딜러에 의한 투자권유의 질을 높이고, 이해상충으로 발생하는 고객의 잠재적 손해를 감소시킴으로써 투자자보호를 증진시키기 위해 고안된 것이다. Regulation BI는 브로커-딜러가 개인고객에게 증권거래나 증권을 포함하는 투자전략을 권유할 때에는 고객의 최선이익을 위해 행동하고 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선해서는 안 된다고 규정하는 한편, 이러한 최선이익고려의무는 ① 공시의무, ② 주의의무, ③ 이해상충방지의무, ④ 컴플라이언스의무 등 네 가지의 구체적 의무를 준수함으로써 충족된다고 규정한다.

미국 증권법제상 브로커-딜러에게 전통적으로 적용해온 대표적 행위규범은 '적합성 원칙'이다. 즉 브로커-딜러가 투자권유를 하는 경우에는 고객의 투자목적・재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그에게 적합하지 않은 투자권유를 해서는 아니 된다는 내용의 적합성 원칙을 준수해야 한다. 이러한 적합성 원칙으로 대표되는 브로커-딜러의 의무는 투자자문업자가 부담하는 '신인의무'와는 성격이 다른 것으로 인식되어 왔다. 브로커-딜러는 단지 위탁자의 주문을 실행하거나 자신의 이익을 위해 매매를 하는 자에 불과하지만, 투자자문업자는 투자관리 서비스를 제공하며 고객의 이익을 도모할 책임이 있기 때문에 적합성 원칙보다 훨씬 높은 수준인 신인의무를 부담하는 것이다. 영미법상 신인의무의 내용 가운데 가장 핵심은 최선이익고려의무로 번역되는 'best interest rule'로서, 투자자문업자의 경우에는 고객에게 최선의 이익이 되는 방향으로 투자관리 서비스를 제공해야 한다는 것으로 구체화된다. 그런데 2020년부터 시행되고 있는 Regulation BI에서는 최선이익기준을 브로커-딜러에게도 적용하겠다는 것을 분명히 하고 있다.

* 이 논문은 2020년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 인문사회분야 중견연구자지원사업의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2020S1A5A2A01040718).

이 글에서는 Regulation BI의 도입 배경 및 구체적인 규제 내용과 특징을 살펴본 뒤, 자본시장법상 금융투자업자에게 적용되는 영업행위 규칙의 검토를 바탕으로 우리도 투자중개·매매업자에게 최선이익고려의무를 부과할 것을 제안하였다. 아울러 집합투자업자 등의 의무에 관한 규정도 보완할 것을 제안하였다.

주제어 : Regulation Best Interest, 적합성 원칙, 최선이익, 신인의무, 자본시장법, 브로커-딜러, 투자자문업자

〈目　次〉

Ⅰ. 머리말

Ⅱ. 투자자문업자와 브로커-딜러에 대한 전통적 규제체계
1. 투자자문업자에 대한 규제
2. 브로커-딜러에 대한 규제
3. 규제 간의 주요 차이점

Ⅲ. Regulation BI의 채택 배경 및 규제의 내용
1. 상이한 행위기준에 따른 투자자보호의 공백과 SEC의 대응
2. Regulation BI의 내용과 특징

Ⅳ. 국내 법제와 관련한 검토 및 제안
1. 투자중개업자·투자매매업자가 부담하는 의무의 강화
2. 집합투자업자 등에 관한 의무 규정의 보완

Ⅴ. 맺음말

Ⅰ. 머리말

2019년 6월 5일 미국의 SEC(Securities and Exchange Commission: 증권거래위원회)는 브로커-딜러(broker-dealer)가 개인고객(retail customer)[1]에게 투자권유를 할 때 그 고객의 이익을 최우선시 하도록 의무화하는 내용의 Regulation Best Interest(이하 "Regulation BI")를 채택하였다. 이와 함께 SEC는 Form CRS(Customer Relationship Summary: 이하 "CRS 양식")도 채

1) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010(이하 "도드-프랭크법") 913조(a)는 "개인고객"(retail customer)이란 브로커-딜러나 투자자문업자로부터 증권에 관한 맞춤형 투자자문(personalized investment advice)을 받고 이를 주로 개인과 가족의 목적을 위해 이용하는 자연인 또는 그 대리인으로 정의하고 있다. 그리고 Regulation BI의 적용과 관련하여, "개인고객"이란 브로커-딜러로부터 증권의 거래나 투자전략에 관한 투자권유(recommendation)를 받고 이를 주로 개인과 가족의 목적을 위해 이용하는 자연인 또는 그 대리인으로 정의된다. Regulation BI, Rule 15*l*1(b)(1).

택하였다. CRS 양식은 브로커-딜러 및 투자자문업자(investment adviser)가 고객들에게 제공해야 하는 양식으로서, 그 안에는 이들 금융업자가 고객과 맺고 있는 관계의 성격, 제공되는 서비스 및 그와 관련하여 업자들이 준수해야 할 행위규범에 대한 요약이 간결하고도 평이하게 기술되어야 한다. Regulation BI는 2019년 9월 10일에 발효되었으며, 관련 당사자들은 이를 2020년 6월 30일부터 준수할 의무를 부담하고 있다.

이 글은 미국에서 채택된 Regulation BI의 내용을 살펴보고 우리나라의 관련 법제에 주는 시사점을 찾아 필요한 제안을 하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 미국과 우리나라의 법제 등을 비교・분석하게 되므로 향후 사용되는 용어와 관련하여 몇 가지 언급을 해 두기로 한다. 첫째, 미국법상 "브로커-딜러"(broker-dealer)는 우리나라「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 "자본시장법")상 투자중개업과 투자매매업을 영위하는 금융투자업자에 해당한다. 따라서 "broker-dealer"를 투자중개-매매업자로 번역할 수도 있겠지만, 이 글에서는 각국의 상황을 비교해 살펴보므로 논의의 명확성을 위해 브로커-딜러라는 용어로 사용하기로 한다. 둘째, 미국법상 "투자자문업자"(investment adviser)란 우리 자본시장법상 집합투자업자, 투자자문업자, 투자일임업자를 포괄하는 용어라고 할 수 있다. 우리 자본시장법상 투자자문업자는 금융투자상품 등의 가치나 그에 대한 투자판단에 관한 자문에 응하는 것을 영업으로 할 수 있을 뿐, 별도로 인가를 받지 않는 이상 집합투자업을 영위할 수는 없고, 별도 등록을 하지 않으면 투자일임업도 할 수 없다. 이와 달리 미국에서 투자자문업자는 우리 자본시장법상의 투자자문 외에도 투자관리 서비스를 모두 제공할 수 있다.[2] 실제로 미국에서 회사형 펀드의 운용은 투자회사의 임원이나 직원이 담당하는 경우도 있지만, 대부분의 경우 외부 투자자문업자가 맡는다.[3] 국내에서 "investment adviser"를 투자자문업자로 번역하는 경우가 일반적이어서 이 글에서도 같은 용어를 사용하지만, 위와 같은 차이가 있음을 유의하여야 한다. 그리고 따로 구분하여 언급할 필요가 있는 경우를 제외하고, 이 글에서는 자본시장법상 집합투자업자・투자자문업자・투자일임업자를 "집합투자업자 등"이라는 용어로 포괄해 사용하기로 한다.

미국 증권법제상 브로커-딜러에게 전통적으로 적용해온 대표적 행위규범은 '적합성 원칙'(suitability rule)이다. 즉 브로커-딜러가 투자권유를 하는 경우에는 고객의 투자목적・재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그에게 적합하지 않은 투자권유를 해서는 아니 된다는 내용의 적합성 원칙을 준수해야 한다. 이러한 적합성 원칙으로 대표되는 브로커-딜러의 의무는 투자자문업자가 부담하는 '신인의무'(fiduciary duty)와는 성격이 다른 것으로 인식되어 왔다. 브로커-딜러는 단지 위탁자의 주문을 실행하거나 자신의 이익을 위해 매매를 하는 자에 불과하지

2) 미국의 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940) 202조(a)(11)에서는 증권의 투자・매수・매도와 관련하여 보수를 받고 타인에게 자문을 제공하지만, 증권의 매매 자체를 영업으로 삼지 않는 자를 투자자문업자라고 정의한다.

3) Harvey E. Bines & Steve Thel, *Investment Management Law and Regulation*, 2nd ed. Aspen Law & Business (2004), p. 53.

만,[4] 투자자문업자는 투자관리 서비스를 제공하며 고객의 이익을 도모할 책임이 있기 때문에[5] 적합성 원칙보다 훨씬 높은 수준인 신인의무를 부담하는 것이다.

영미법학에서 신인의무 또는 신인관계(fiduciary relationship)는 몇백 년에 걸쳐 논의되어온 주제의 하나임에도 그 개념은 정확히 파악하기 어려운 것으로 알려져 있다.[6] 신인관계의 유형은 매우 다양하기 때문에 모든 유형의 신인의무자에게 적용되는 일련의 원칙은 존재하지 않으나,[7] 다음과 같이 공통적으로 적용되는 일반원칙을 몇 가지 생각할 수 있다. 첫째, 신인의무는 단순한 공정성(fairness)이나 정직성(honesty)을 넘어서는 것으로서, 신인의무자는 수익자의 최선의 이익(best interest)을 증진시키기 위하여 행동할 의무가 있다. 둘째, 신인의무자는 자신의 이익이 수익자의 이익과 충돌(conflict of interest)하는 행위를 하지 말아야 한다. 따라서 예컨대 신인의무자가 수익자와 계약시 자신의 이해관계를 적절히 공개하지 않는다면 수익자가 동 계약을 취소할 수 있다.[8] 또한 신인의무자가 자신의 충성(fidelity) 의무와 모순되는 행위를 통하여 이익을 얻은 경우, 이러한 이익 보유에 동의하지 않는 수익자는 신인의무자로부터 동 이익을 반환받을 수 있다.[9] 결국 신인의무자와 수익자 사이의 거래에서는 신인의무자가 솔직하여야 하고 최대한의 선의(utmost good faith)를 보여주어야 한다.[10]

이와 같은 영미법상 신인의무의 내용 가운데 가장 핵심은 최선이익고려의무 혹은 고객이익 전념의무 등으로 번역되는 'best interest rule'로서, 투자자문업자의 경우에는 고객에게 최선의 이익이 되는 방향으로 투자관리 서비스를 제공해야 한다는 것으로 구체화된다. 그런데 2020년부터 시행되고 있는 Regulation BI에서는 최선이익기준을 브로커-딜러에게도 적용하겠다는 것을 분명히 하고 있다. 사실 Regulation BI 채택 이전에는 전술한 적합성 원칙만이 브로커-딜러에게 적용될 뿐이라고 생각되었다. 하지만 SEC의 Regulation BI 채택으로 인해 브로커-딜러는 고객에게 최선의 이익이 되도록 투자권유를 해야 하며, 아울러 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선할 수 없게 되었다. 한 가지 주의할 점은 Regulation BI로 인해 브로커-딜러가 좀 더 강화된 의무를 부담하게 되었지만, 후술하듯 이는 여전히 투자자문업자가 부담하는 신인의무보다는 덜 엄격하다는 것이다.

---

4) 김용재, "투자중개·매매업자의 주의의무에 관한 연구 - 미국 Broker·Dealer의 의무를 참조하여 -", 「증권법연구」 제14권 제3호, 한국증권법학회(2013), 34면[이하 "김용재, 전게논문(2013)"].

5) 김용재, "미국 투자자문업법상 주의의무에 대한 법적 쟁점과 그 시사점 분석", 「경영법률」 제25집 제1호, 한국경영법률학회(2014), 199-200면[이하 "김용재, 전게논문(2014)"].

6) Robert Cooter & Bradley J. Freedman, "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences," 66 N.Y.U. L. Rev. 1045, 1046 (1991) (신인관계의 성격에 대하여 "혼란과 논쟁의 원천"이라고 함); Deborah A. DeMott, "Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation," 1988 Duke L.J. 879, 879 (1988) (신인의무를 "영미법에 있어서 가장 파악하기 어려운 개념 중의 하나"라고 함).

7) Henderson v. Merrett Syndicates Ltd. [1995] 2 AC 145 at 206, per Lord Browne-Wilkinson.

8) L.S. Sealy, "Some Principles of Fiduciary Obligation," 1963 Cambridge L.J. 119, 125~126 (1963).

9) Id. at 128.

10) P. Finn, *Fiduciary Obligations*, Sydney: Law Book Co. Ltd. (1977), p. 4.

이하 이 글의 순서는 다음과 같다. 우선 미국법제상 투자자문업자와 브로커-딜러에 대한 전통적인 규제체계를 개관한 뒤(Ⅱ), Regulation BI의 도입 배경 및 구체적인 규제 내용과 특징을 살펴본다(Ⅲ). 이어서 자본시장법상 금융투자업자에게 적용되는 영업행위 규칙의 검토를 바탕으로 우리도 투자중개·매매업자에게 최선이익고려의무를 부과할 것을 제안하고, 아울러 집합투자업자 등의 의무에 관한 규정도 보완할 것을 제안한다(Ⅳ). 마지막으로 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(Ⅴ).

Ⅱ. 투자자문업자와 브로커-딜러에 대한 전통적 규제체계

1. 투자자문업자에 대한 규제

투자자문업자란 개인과 기관투자자를 포함한 고객들에게 직접적으로 투자자문을 제공하는 회사 또는 개인으로서, 일반적으로 운용자산이 1억 달러 이상인 투자자문업자는 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940: 이하 "투자자문업자법")에 따라 SEC에 등록해야 한다.[11] 미국에서 투자자문업자는 고객에 대한 신인의무자라고 널리 인정됨에도 불구하고,[12] 투자자문업자의 의무를 열거하고 있는 투자자문업자법에서 '신인의무'라는 용어가 사용되고 있지는 않다.[13] 그 대신 "사기적, 기망적, 또는 시세조종적"(fraudulent, deceptive, or manipulative) 행위를 금지하는 투자자문업자법 206조의 해석을 통해 투자자문업자의 신인의무가 발생한다고 본다.[14] 즉 투자자문업자법에 명시적인 신인의무 조항이 존재하지는 않으나, 법원과 SEC가 동법이 묵시적으로 신인의무를 부과하고 있다고 보는 것이다.

이와 관련한 일련의 판례들이 있는데, 대표적으로 연방대법원은 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 사건에서 투자자문업자법이 묵시적으로 투자자문업자에게 신인의무를 부과하고 있다고 설시하였다.[15] 동 판결에서 연방대법원은 투자자문업자법 제정 당시 SEC가

---

11) 도드-프랭크법 410조 및 투자자문업자법 203A조 참조. 투자자문업자는 주 차원의 시험을 치러야 하며, 아울러 1억 달러를 초과하는 고객자산을 보유하는 경우에만 투자자문업자법에 따라 등록할 수 있다. 투자자문업자는 브로커-딜러에 비해 더 엄격한 심사를 받아야 하며, 대부분의 주는 투자자문업자가 고객계좌에 대한 재량권을 가지는 경우에는 담보를 제공하도록 요구한다. 또한 투자자문업자는 최소 자본기준을 충족해야 한다.

12) James S. Wrona, "The Best of Both Worlds: A Fact-Based Analysis of the Legal Obligations of Investment Advisers and Broker-Dealers and a Framework for Enhanced Investor Protection," 68 Bus. Law. 1, 7 (2012).

13) 투자자문업자법 201조~224조 참조.

14) Wrona, 전게논문, at 8~9.

15) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 191 (1963); Transamerica Mortg. Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11, 17 (1979) (투자자문업자법의 입법 내력을 보면 미의회가 신인의무 부과를 의도했다는 것은 의심의 여지가 없다고 설시).

작성했던 관련 보고서를 참고하였는데, 해당 보고서는 ① '투자자문업자가 제공하는 서비스의 고객맞춤형 특성'을 보존하면서도, ② 투자자문업자와 고객 사이의 이해상충을 제거함으로써 '비전문 투자자'와 '선의의 투자자문업자' 모두에게 안전장치를 제공한다는 두 가지 목적을 제시하고 있었다.[16] 연방대법원은 사기적 행위를 광범위하게 금지하고 있는 투자자문업자법과 SEC 보고서의 내용에 근거했을 때, 투자자문 관계에 미묘한 신인관계의 성격이 있음을 인식한 미의회의 의도를 투자자문업자법이 반영하고 있다고 설시하였다.[17]

투자자문업자의 신인의무는 충실의무(duty of loyalty)와 주의의무(duty of care)로 구성되는데,[18] 이 가운데 투자자문업자가 투자자에 대해 부담하는 충실의무는 다음 두 부분으로 이루어진다. 첫째는 투자자문업자에게 고객의 최선이익(best interest)을 위해 행동하도록 요구하는 것으로서, 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선하지 말아야 할 의무를 포함한다. 둘째는 투자자문업자에게 자신의 이해상충을 고객에게 공시(disclose conflicts of interest)하도록 요구하는 것이다.[19] 이러한 공시는 잠재적 고객에게 최초로 제공되는 Form ADV를 통해 이루어진다.[20] Form ADV는 "평이한 용어"(plain English)로 기술되어야 한다.[21]

투자자문업자의 주의의무 역시 두 가지 내용으로 되어 있다. 첫째는 투자자문업자가 적합한 투자자문(suitable investment advice)을 제공해야 한다는 의무이다. 이러한 의무를 이행하기 위해서, 투자자문업자는 고객에게 제공되는 투자자문이 고객의 재정상황과 투자목적에 비추어 보았을 때 적합하도록 합리적 결정을 해야 한다.[22] 아울러 투자자문업자는 부정확하거나 불완전한 정보에 근거한 투자권유를 하지 않도록 합리적인 조사를 해야 할 것이 요구된다.[23] 투자자문업자가 부담하는 주의의무의 두 번째 내용은 투자자문업자로 하여금 거래실행시 최선의 집행(best execution)을 하도록 요구하는 것이다. 이러한 의무는 투자자문업자가 고객의 일임계좌(discretionary account) 거래를 집행할 브로커-딜러를 선택할 책임이 있는 경우에 전형적으로 발생한다. 최선집행을 위해서, 투자자문업자는 각 거래에서 고객이 부담하거나 얻게 되는 총비용 또는 총수익이 그 상황에서 가장 유리하게 되는 방식으로 거래를 실행해야 한다.[24]

이러한 신인의무 외에, 투자자문업자는 추가로 여러 요건을 충족해야 한다. 예컨대 투자자문업자법에는 투자자문업자의 등록,[25] 광고,[26] 감독,[27] 기록보관[28] 등에 관한 규정들이 있다.

---

16) Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. at 191.
17) Id.
18) SEC, "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"(Jan. 2011), at 22[이하 "SEC Study(2011)"].
19) SEC Study(2011), at 22.
20) SEC Study(2011), at 18~19.
21) SEC Study(2011), at 19 n.71.
22) SEC Study(2011), at 27~28.
23) SEC Study(2011), at 28.
24) SEC Study(2011), at 28.

2. 브로커-딜러에 대한 규제

통상적으로 고객을 대신하여 증권을 위탁매매할 때에는 브로커 역할을 하고, 자신의 이익을 위해 증권을 거래할 때는 딜러 역할을 하게 되는 브로커-딜러는 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 적용을 받는다. 그렇지만 이들 연방법은 브로커-딜러의 영업행위에 관한 구체적 의무를 규정하고 있지는 않다. 그 대신 SEC의 감독을 받는 자율규제기구인 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)[29]가 브로커-딜러에게 적용되는 영업행위 규칙들을 마련하고 있다. 브로커-딜러는 영업을 위해 주법에 따른 시험을 치러야 하고, FINRA와 같은 자율규제기관에 등록한다.

신인의무를 부담하는 투자자문업자와는 대조적으로, FINRA 규칙에 기반한 규제를 받는 브로커-딜러의 영업행위에는 적합성 원칙이 적용될 뿐이다. FINRA Rule 2111은 "Suitability"라는 표제 하에, 브로커-딜러는 고객의 투자성향(investment profile)을 파악하기 위한 합리적 노력을 통해 얻어진 정보에 기반하여, 자신이 권유한 증권거래나 투자전략이 고객에게 적합하다고 믿을 합리적 근거를 가져야 한다고 규정한다. FINRA에 따르면, 고객의 투자성향에는 고객의 나이, 다른 투자 여부, 재정 상황과 필요, 과세지위, 투자목적, 투자경험, 투자기간, 유동성 필요, 위험감수 및 고객이 알려주는 기타 정보들이 포함된다.[30]

FINRA Rule 2111은 세 가지의 주된 적합성 의무를 규정하고 있는데, 합리성에 기초한(reasonable basis), 고객별로 특화된(customer-specific), 정량적인(quantitative) 적합성이 그것이다.[31] 첫째, 합리성에 기초한 적합성이란 브로커가 ① 증권이나 투자전략의 잠재적 위험과 수익뿐만 아니라 그 성격도 이해하기 위한 합리적 노력을 기울여야 하며, ② 그 이해에 기초하여 자신의 투자권유가 적어도 '일부'(some) 투자자들에게 적합한지 여부를 결정해야 한다는 것이다. 둘째, 고객별로 특화된 적합성이란 Rule 2111(a)의 두 번째 문장에 근거한 것인데, 해당 조문은 브로커-딜러가 증권이나 상품을 권유하기 전에 고려해야 할 요소들을 나열하고 있

---

25) 투자자문업자법 203조.
26) 투자자문업자법 206조(1)~(2); SEC Study(2011), at 29-30.
27) 투자자문업자법 203조.
28) 투자자문업자법 204조.
29) 2007년에 NASD(National Association of Securities Dealers)와 NYSE(New York Stock Exchange)의 집행부문이었던 NYSE Regulation, Inc.와의 합병으로 FINRA가 탄생하였다. Press Release, FINRA, NASD and NYSE Member Regulation Combine to Form the Financial Industry Regulatory Authority--FINRA (July 30, 2007), <http://www.finra.org/newsroom/2007/nasd-and-nyse-member-regulation-combine-form-financial-industry-regulatory-authority>. FINRA는 브로커-딜러의 등록, 자격, 인허가, 교육요건 등을 책임지고 있다.
30) 이와 별도로 FINRA Rule 2090에서는 "Know Your Customer"라는 표제 하에 모든 회원은 계좌의 개설 및 유지와 관련하여 고객에 관한 필수적인 사실(essential facts)을 파악하고 보유하도록 합리적인 노력(reasonable diligence)을 기울여야 한다고 규정한다.
31) FINRA Rule 2111.05.

다.[32] 셋째, 정량적인 적합성이란 실제로(actual) 혹은 사실상(de facto) 고객계좌에 대한 통제권을 가지고 있는 브로커-딜러는 자신이 권유하여 이루어진 일련의 거래들을 하나씩 따로 떼어서 보더라도 고객에게 적합할 뿐만 아니라, 그 거래들을 전체로서 보았을 때에도 고객에게 과도하거나 부적합하지 않다고 믿을만한 합리적인 근거를 가져야 한다는 것이다.[33]

FINRA Rule 2020은, 투자자문업자법 206조와 마찬가지로, 브로커-딜러가 사기적인 업무에 종사하는 것을 금지한다. 즉 브로커-딜러는 시세조종적, 기망적 또는 기타 사기적인 수단이나 계략을 사용하여 증권을 거래하거나 증권의 매매를 유인해서는 아니 된다. 이러한 규칙 외에도 FINRA는 다양한 금융상품에 적용되는 구체적인 규칙을 마련하고 있다.[34]

투자자문업자와 달리, 브로커-딜러에게는 이해상충의 공시에 대한 광범위한 요건이 적용되지 않는다. 실제로 브로커-딜러가 고객을 위한 브로커(즉 대리인)로서 행동하는 경우에 이해상충을 공시하도록 요구하는 규칙은 거의 없다.[35] 예컨대 FINRA Rule 2232는 고객의 계산으로 위탁매매를 하는 브로커-딜러의 경우 '거래의 종결시 또는 그 이전에' 고객에게 확인서(confirmation)를 송부해야 하며, 그 확인서에는 브로커-딜러가 거래의 결과로서 받게 될 보수가 포함되어야 한다고 규정한다.[36] 이는 브로커-딜러의 입장에서 거래가 완전히 집행(executed)되어 취소할 수 없게 될 때까지는 투자자에게 자신의 수수료를 공개할 것이 요구되지 않음을 의미한다.[37] 2004년에 SEC가 특정 상품의 경우에는 매매 시점에 보수를 공시하도록 요구하는 규칙의 채택을 위해 노력을 기울였으나,[38] 이러한 규칙은 제안 단계에서 그치고 말았다.

---

32) FINRA Rule 2111.05(a).

33) FINRA Rule 2111.05(c). 고객이 브로커의 투자권유를 평가하지 못하거나 독자적인 판단을 하지 못하기 때문에 브로커-딜러의 자문을 기계적으로 따른다면, 그 브로커-딜러는 사실상(de facto) 고객계좌에 대한 통제권을 가진다고 할 것이다. Harry Gliksman, Exchange Act Release No. 42,255, 54 SEC Docket 471, 475 (Dec. 20, 1999).

34) 예컨대 FINRA Rule 2310(직접 참여 프로그램에 관한 규칙), FINRA Rule 2320(변액상품에 관한 규칙) 참조.

35) 다만 일정한 상황에서 브로커-딜러 자신이 본인(principal)이나 딜러(dealer)로서 행동하는 경우에 공시하도록 하는 규칙은 있다. FINRA Rule 5121(a)(1). 또한 브로커-딜러는 중요한 정보를 공시해야 하며, 공시의 누락은 사기적이거나 오도하는 행위로 간주될 수 있다. FINRA Rule 2020.

36) SEC Rule 10b-10(a)(2)(i)(D).

37) 거래의 "집행"(execution)이란 "거래상대방이 적용 가능한 법률에 따른 취소가 불가능하여 거래에 구속되는 시점"이라고 정의된다. 17 C.F.R. § 240.15Fi-1(f). 따라서 SEC Rule 10b-10에 의하면, 고객이 법적으로 증권의 매수에 구속될 때까지 브로커-딜러는 자신의 보수를 공시할 의무가 없으며, 이는 고객이 해당 증권의 매수를 결정하기 전에는 보수에 대한 정보를 얻지 못함을 의미한다. Rule 10b-10(a)(2)(i)(D).

38) Confirmation Requirements and Point of Sale Disclosure Requirements for Transactions in Certain Mutual Funds and Other Securities, and Other Confirmation Requirement Amendments, and Amendments to the Registration Form for Mutual Funds, 69 Fed. Reg. 6438, 6438 (proposed Feb. 10, 2004) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 239, 240, & 274).

3. 규제 간의 주요 차이점

이상 살펴본 투자자문업자와 브로커-딜러의 규제 간에는 두 가지 중요한 차이가 존재한다. 첫째는 고객에 대해 부담하는 의무의 차이이고,[39] 둘째는 이해상충 공시요건의 차이이다.[40] 투자자문업자의 신인의무는 적합성 의무와 최선이익 의무로 이루어져 있는 반면, 브로커-딜러는 적합성 의무만을 부담한다. 이에 더하여 투자자문업자는 Form ADV를 통해 모든 이해상충을 공시하여야 하지만, 브로커-딜러에게는 일반적으로 이해상충을 공시할 의무가 없다. 요컨대 브로커-딜러에게 적용되지 않는 신인의무의 두 가지 요소는 고객의 최선이익을 위해 행동할 의무와 이해상충을 공시할 의무이다.

Ⅲ. Regulation BI의 채택 배경 및 규제의 내용

1. 상이한 행위기준에 따른 투자자보호의 공백과 SEC의 대응

일반적으로 투자자문업자와 브로커-딜러는 고객과 각각 상이한 유형의 관계를 맺고, 서로 다른 서비스를 제공하며, 보수 결정 모델도 다르다. 투자자문업자는 광범위한 투자포트폴리오의 관리라는 맥락에서 계속적이고 규칙적인 자문서비스를 제공하고, 투자자문을 제공하는 자산규모에 기반한 연간 운용보수(asset-based fee)나 자문료 등을 주로 받는다. 반면 브로커-딜러는 특정 거래를 권유하고, 주로 거래 기반의 수수료(transaction-based commission)를 받는 것이 전형적인 모습이다.[41] 종래 미국 법제는 이처럼 고객에게 투자관리 서비스를 제공하는 투자자문업자의 역할과, 고객을 대신하여 증권을 위탁매매하는 브로커-딜러의 역할이 구분됨을 전제로 하여 전술하였듯이 상이한 행위기준을 적용해 왔다.

그런데 다수의 브로커-딜러가 투자자문업자에 의해 제공되던 서비스와 유사한 투자 및 은퇴설계와 같은 자문서비스를 제공하면서 점차 투자자문업자와 브로커-딜러의 역할이 수렴하는

---

39) SEC Study(2011), at 22, 27~28.

40) SEC Study(2011), at 26, 29. 투자자문업자는 감시의무를 부담하는 반면, 도드-프랭크법 913조(g)(1)은 SEC가 감시의무를 브로커-딜러에게 부과하는 것을 구체적으로 금지한다. Barbara Black, "How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act," 13 U. Pa. J. Bus. L. 59, 89~92 (2010).

41) SEC, "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct", Release No. 34-86031, File No. S7-07-18 (June 5, 2019), at 6~7[이하 "SEC Release(2019)"]. 일부 투자자문업자는 고객으로부터 시간단위나 고정비율로 보수를 받기도 하지만, 대부분은 운용자산의 비율에 기반한 보수(fees based on the percentage of assets under management)를 받는다. 이로 인해 투자자문업자의 서비스가 거래 기반의 보수를 받는 브로커-딜러의 서비스보다 그 이용비용이 통상적으로 더 높다.

모습을 보이기 시작하였다.[42] 즉 개인고객에게 제공되는 브로커의 서비스 유형에는 단순한 증권의 위탁매매뿐만 아니라, 증권의 거래 또는 증권을 포함한 투자전략을 권유하는 형태로 이루어지는 맞춤형 투자자문의 제공도 포함되고 있다.[43] 아울러 브로커-딜러이자 투자자문업자로 이중 등록된 금융회사들이 늘어나면서,[44] 투자자의 입장에서는 자신이 누구를 상대로 거래하고 있는지 명확히 인식하지 못하는 경우가 빈번히 발생하였다. 무엇보다도 브로커-딜러가 이해상충 상황에서 투자권유를 함으로써 개인고객이 손해를 입게 되는 문제를 현행 법제로는 충분히 대응할 수 없다는 우려가 있었다. 즉 브로커-딜러에 적용되는 적합성 원칙만으로는 개인고객에게 최선의 이익이 되는 투자권유를 요구할 수 없다는 것이다.[45]

이러한 상황에서 SEC는 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)의 위임에 따라 관련 연구를 진행하게 되었다. 2010년 제정된 도드-프랭크법 913조에 따르면 SEC는 투자자문업자와 브로커-딜러에 적용되는 규제체계를 평가하는 연구를 시행하도록 되어 있다.[46] 동조에는 SEC가 해당 연구시 고려해야 할 14개 사항이 열거되어 있는데,[47] 이는 다음 세 가지로 축약될 수 있다. 즉 ① 투자자문업자와 브로커-딜러에 적용되는 현행 규제체계가 투자자들에게 혼란을 주는지 여부, ② 입법자들이 개인고객 및 개인고객이 접근 가능한 금융상품에 미칠 수 있는 영향력, ③ 입법의 결과 투자자나 브로커-딜러가 부담할 수 있는 잠재적 비용 등이다. 한편 도드-프랭크법 913조(f)는 SEC에게 브로커-딜러와 투자자문업자에게 적용되는 규제체계 간의 차이를 다루는 데 필요한 규칙 제정권을 부여하고 있다.

도드-프랭크법 913조에 따라 SEC는 관련 연구를 마치고 2011년 1월에 그 결과를 "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers"라는 제목으로 발표하였다. 해당 연구에서 SEC는 투자자문업자와 브로커-딜러에게 적용되는 행위기준상의 차이를 제시하고, 이들 금융업자들 간의 차이점에 대한 투자자들의 이해도를 조사하였다.[48] 이를 통해 SEC가 알게 된 사실은, 투자자문업자와 브로커-딜러를 광범위하게 규제하고 있음에도 불구하고 개인고객들은 양 금융업자의 역할이 무엇인지, 더 나아가 이들이 개별화된 맞춤형 투자자문이나 투자권유를 하는 경우에는 각 금융업자에게 적용되는 주의의무 기준이 무엇인지 제대로 이해하지 못하고 오히려 혼

---

42) 심수연, "SEC의 Regulation Best Interest 채택", 「자본시장포커스」 2019-15호, 자본시장연구원(2019), 3면.
43) SEC Study(2011), at 8~12.
44) FINRA에 따르면 2017년 현재 약 30,000개의 회사가 투자자문업자로, 3,100개의 회사가 브로커-딜러로, 600개의 회사가 이중등록되어 있다. 심수연, 전게보고서, 3면.
45) SEC Release(2019), at 8-9. 예컨대 적합성 원칙 하에서는 동일하게 적합성을 갖춘 A와 B 두 종류의 금융상품 중 A가 B보다 고객에게 더 이익이 되더라도 브로커-딜러는 더 많은 수수료를 받을 수 있는 B를 고객에게 권유할 수 있다. Regulation BI는 이 경우 브로커-딜러에게 A를 권유할 의무를 부과하는 것이다.
46) 도드-프랭크법 913조(b)(1)~(2).
47) 도드-프랭크법 913조(c).
48) SEC Study(2011), at 106~109.

란스러워 한다는 것이었다.[49] 법제상으로는 브로커-딜러가 보수를 받지 않고 단지 부수적으로만 자문서비스를 제공하는 경우에는 투자자문업자의 정의에서 제외되고,[50] 이러한 요건을 충족하지 않는 경우에만 투자자문업자로서 신인의무의 적용을 받는다. 하지만 고객이 현실적으로 이러한 의무의 차이를 정확히 이해하고 차후에 관련 책임을 묻기란 쉽지 않다. SEC는 이러한 점에 주목하여 ① 투자자문업자와 브로커-딜러에 공통적으로 적용할 새로운 규제를 마련할지, ② 투자자문업자에 적용되는 신인의무를 브로커-딜러에게 확대 적용할지, ③ 브로커-딜러에게만 적용되는 규제를 신설할지 여부를 두고 논의하였다. 이후 2018년에 SEC는 전통적인 수수료 기반의 브로커-딜러 영업모델을 훼손하지 않으면서 기존의 적합성 원칙을 강화하는 방안을 발표하였으며, 마침내 2019년에 최종적으로 Regulation BI가 채택되었다.

2. Regulation BI의 내용과 특징

가. Regulation BI에서 요구하는 최선이익고려의무

Regulation BI에는 무엇이 고객의 '최선이익'인지 명시적으로 정의되어 있지 않다. 다만 Regulation BI는 "최선이익고려의무"(Best Interest Obligation)라는 표제 하에, 브로커-딜러가 개인고객에게 증권거래나 증권을 포함하는 투자전략을 권유할 때에는 고객의 최선이익을 위해 행동하고 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선해서는 안 된다고 규정하는 한편, 이러한 최선이익고려의무는 다음 네 가지의 구체적 의무를 준수함으로써 충족된다고 규정한다.[51]

첫째는 공시의무(Disclosure Obligation)로서, 브로커-딜러는 투자권유시 또는 그 이전 시점에 자신이 어떠한 범위와 조건으로 고객과 관계를 맺는지에 대한 중요사실을 고객에게 서면으로 제공해야 한다. 구체적으로 이러한 공시에는 ① 자신이 브로커나 딜러 중 어떠한 자격으로 행동하는지, ② 부과되는 수수료와 비용은 어느 정도인지, ③ 제공되는 서비스의 유형과 범위는 어떠한지 등이 포함된다.[52] 이와 함께 브로커-딜러는 투자권유와 관련된 이해상충에 관한 중요사실도 모두 서면으로 제공해야 한다.[53] 예컨대 브로커-딜러나 그 관계인이 발행하거나 관리 중인 금융상품(proprietary product)을 권유한다거나, 특정 상품의 권유시 제3자로부터 보수를 지급받기로 되어 있는 상황과 같은 이해상충을 말한다.[54]

둘째는 주의의무(Care Obligation)로서, 브로커-딜러는 합리적인 노력・주의・전문성을 기울

49) SEC Study(2011), at 101.
50) 투자자문업자법 202조(a)(11)(C).
51) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(1) & (2). Regulation BI를 채택한 SEC의 통첩(release)에서는 이러한 최선이익고려의무를 "일반의무"(General Obligation)라고 명명하고 있다. SEC Release(2019), at 13.
52) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(i)(A).
53) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(i)(B).
54) SEC Release(2019), at 14.

여 투자권유를 하여야 한다. 구체적으로 브로커-딜러는 ① 자신의 투자권유에 수반되는 잠재적 위험・보상・비용에 대해 이해하고, 그 투자권유가 적어도 일부 고객에게는 최선의 이익이 될 수 있다고 믿을만한 합리적 근거를 가져야 하며,[55] ② 특정 고객에게 투자권유하는 경우에는 그의 투자성향(investment profile)[56] 및 투자권유에 수반되는 잠재적 위험・보상・비용을 고려했을 때 자신의 투자권유가 해당 고객에게 최선의 이익이 된다고 믿을만한 합리적 근거를 가져야 하고, 아울러 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선해서는 아니 되며,[57] ③ 연속된 일련의 투자권유를 하는 경우에는 각 거래별로 고객에게 최선의 이익이 될 뿐만 아니라, 그 거래들을 전체적으로 보았을 때에도 고객의 투자성향에 비추어 과도하지 않고 최선의 이익이 된다고 믿을만한 합리적인 근거를 가져야 하고, 아울러 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선해서는 아니 된다.[58]

셋째는 이해상충방지의무(Conflict of Interest Obligation)로서,[59] 브로커-딜러는 투자권유와 관련된 이해상충을 다루기 위해 합리적으로 설계된 서면의 정책과 절차를 수립하고 유지 및 시행해야 한다. 이러한 정책과 절차를 통해 ① 투자권유와 관련된 모든 이해상충을 파악하고, 이를 제거하거나, 최소한 전술한 공시의무에 따라 공시해야 하고,[60] ② 관계인이 브로커-딜러나 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선시할 유인을 발생시키는 이해상충을 파악하고 완화시켜야 하며,[61] ③ 고객에게 권유될 수 있는 증권이나 투자전략에 부과된 중요한 제한 및 그 제한과 관련된 이해상충을 파악하고 공시의무에 따라 공시하는 한편, 그러한 제한이나 이해상충으로 인해 브로커-딜러나 관계인이 자신들의 이익을 고객의 이익보다 우선하는 투자권유를 하지 않도록 방지해야 하고,[62] ④ 제한된 기간 내에 특정 증권이나 특정 유형의 증권을 매매하도록 만드는 판매경쟁, 판매할당량, 보너스, 비금전적 보상이 있는지 파악하고 제거해야 한다.[63]

넷째는 컴플라이언스의무(Compliance Obligation)로서, 브로커-딜러는 Regulation BI를 총괄적으로 준수할 수 있도록 고안된 서면의 정책과 절차를 수립하고 유지 및 시행해야 한다.[64]

---

55) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(ii)(A).
56) Regulation BI의 적용과 관련하여, 개인고객의 "투자성향"(investment profile)에는 해당 고객의 나이, 여타 투자상황, 재정상황과 재정수요, 과세지위, 투자목적, 투자경험, 투자시계(investment time horizon), 유동성 수요, 위험감수성, 기타 개인고객이 투자권유와 관련하여 브로커-딜러에게 공시할 수 있는 정보 등이 포함된다. Regulation BI, Rule 15*l*-1(b)(2).
57) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(ii)(B).
58) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(ii)(C).
59) Regulation BI의 적용과 관련하여, "이해상충"(conflict of interest)이란 브로커-딜러나 그 관계인이 의식적으로나 무의식적으로 공평무사하지 않은 투자권유를 하게 만드는 이익을 의미한다. Regulation BI, Rule 15*l*-1(b)(3).
60) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(iii)(A).
61) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(iii)(B).
62) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(iii)(C).
63) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(iii)(D).
64) Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(2)(iv).

합리적으로 고안된 준수 프로그램에는 통제, 미준수 개선, 교육, 정기적 검토와 검사 등이 일반적으로 포함될 것이다.

나. Regulation BI와 최선이익고려의무의 특징

Regulation BI는 브로커-딜러가 전술한 네 종류의 의무를 준수함으로써 최선이익고려의무를 이행하게 된다고 규정하지만, 그렇다고 이들 개별 의무를 준수한 것만으로 항상 최선이익고려의무 위반이 없다고 간주되지는 않는다. 즉 네 가지 의무의 이행이 이른바 "안전항"(safe harbor)을 만들어내는 것은 아니다.[65] 물론 각각의 의무를 준수하는 것이 필수적이며, 어느 의무라도 준수하지 못하면 최선이익고려의무의 위반이 될 것이다. 브로커-딜러가 최선이익고려의무의 네 가지 요소를 준수하였는가의 여부는 (사후적이 아닌) 투자권유가 있었던 시점을 기준으로 하여, 해당 투자권유 및 고객과 관련한 사실관계와 기타 상황 등을 종합적으로 평가하여 결정될 것이다.[66]

Regulation BI는 연방증권법상의 일반적인 사기금지조항들의 적용을 배제하지 않으므로, 의무이행과 관련한 부실공시나 불공정행위가 있다면 관련 규정이 적용될 것이다. Regulation BI 위반을 입증하기 위하여 고의(scienter)가 요구되지는 않는다.[67]

SEC에 따르면 Regulation BI는 브로커-딜러에 의해 이루어지는 투자권유의 질을 높이고 이해상충으로 발생하는 고객의 잠재적 손해를 감소시킴으로써 투자자보호를 증진시키기 위해 고안된 것이다. 즉 SEC는 Regulation BI로 인하여 개인고객들이 브로커-딜러와 투자자문업자의 서비스를 더 잘 이해하고 비교할 수 있게 되고, 충분한 정보를 바탕으로 고객 자신의 필요와 상황에 꼭 들어맞는 서비스를 선택할 수 있으며, 특히 투자권유 단계에서 투자자에게 제공되는 보호 수준의 일관성을 높일 수 있음을 강조한다.[68]

투자권유시 브로커-딜러에게 적용되는 Regulation BI 행위기준의 핵심 요소들은 투자자문업자에게 적용되는 신인의무기준의 핵심 요소와 유사하다. 따라서 개인고객이 투자목적으로 브로커-딜러와 투자자문업자 가운데 누구를 선택하건, 해당 업자로부터 받는 투자권유(브로커-딜러의 경우)나 투자자문(투자자문업자의 경우)은 고객의 최선이익에 부합하게 될 것이며 해당 업자의 이익이 고객의 이익에 우선하지 않을 것임을 기대할 수 있다.[69]

그렇지만 Regulation BI의 행위기준이 투자자문업자법의 신인의무기준과 동일한 것은 아니며 양자 간에는 중요한 차이가 존재한다. 예컨대 일반적으로 투자자문업자의 신인의무에는 계

65) SEC Release(2019), at 72.
66) SEC Release(2019), at 13~14.
67) SEC Release(2019), at 42~43.
68) SEC Release(2019), at 16~17.
69) SEC Release(2019), at 17.

속적인 자문과 감시(ongoing advice and monitoring)가 포함된다. 반면 Regulation BI는 이러한 의무를 부과하지는 않으며, 그 대신 브로커-딜러로 하여금 투자권유가 이루어지는 '시점'(at the time a recommendation is made)에 개인고객의 최선이익을 위해 행동할 것을 요구할 뿐이다.[70] 이처럼 Regulation BI는 브로커-딜러에게 투자권유 이후 고객의 계좌를 감시할 의무(duty to monitor)를 부과하지는 않지만, 만약 브로커-딜러가 계좌감시 서비스(account monitoring service)를 제공하기로 약정하였다면 해당 서비스로부터 연유하는 투자권유에는 Regulation BI가 적용된다. 예컨대 분기별 계좌감시 서비스를 제공하기로 약정한 브로커-딜러라면 분기별로 고객의 계좌를 검토(review)하고 이에 근거한 투자권유를 할 의무를 부담하게 된다. 그런데 해당 브로커-딜러가 분기별 검토에 근거한 결과 투자권유를 하지 않기로 하였다면, 이는 "투자유보"(hold)를 묵시적으로 권유한 셈이고, 명시적으로 "투자유보" 권유를 한 경우와 마찬가지로 Regulation BI의 적용을 받는다.[71] 이러한 결과는 적합성 원칙이 묵시적 투자유보 권유에는 적용되지 않는다는 FINRA Rule 2111의 해석과는 다른 점이다.[72] 요컨대 브로커-딜러가 계좌감시 서비스의 제공을 약정하지 않았다면, Regulation BI는 묵시적 거래유보 권유에는 적용되지 않으며, 오직 명시적 거래유보 권유에만 적용된다.

이처럼 Regulation BI의 최선이익고려의무는 투자자문업자에 적용되는 신인의무를 그대로 브로커-딜러에게 적용하고 있지는 않으며, 최선이익고려의무 자체가 별도의 신인의무도 아니다. 그리고 최선이익고려의무가 브로커-딜러에게 이해상충이 전혀 없는 투자권유만을 하도록 의도된 것은 아니다. 브로커-딜러는 투자권유시 자신의 이익을 고객의 이익보다 우선시할 유인이 발생할 우려가 있다면 그러한 이해상충을 감소시키는 (경우에 따라서는 제거하는) 조치를 취해야 하며, 이해상충이 존속하는 상황에서조차 고객에게 최선의 이익이 되는 투자권유를 하도록 조치를 취하라는 것이다. 최선이익고려의무의 각 요소가 충족되는 상황이라면, 브로커-딜러는 고객에게 고위험이나 고비용이 수반되는 상품을 권유할 수도 있다.[73]

아래의 표는 브로커-딜러에 적용되던 기존의 적합성 원칙과 새로 도입된 최선이익기준의 관련 내용을 비교한 것이다.[74]

---

70) SEC Release(2019), at 17~18.

71) FINRA, "Reg BI and Form CRS Firm Checklist"(2020), <https://www.finra.org>.

72) FINRA Rule 2111은 적합성 원칙이란 브로커-딜러로부터 특정 거래(transaction)를 권유받는 경우뿐만 아니라 투자전략(investment strategies)을 권유받는 때에도 적용됨을 분명히 하고 있다. 따라서 브로커-딜러가 투자의 유보를 권유(recommendation to hold)하는 경우에도 이는 투자전략의 하나이므로 적합성 원칙이 적용된다. 그렇지만 이러한 적합성 원칙의 적용은 브로커-딜러가 특정 거래나 투자전략을 "명시적"으로 권유하는 상황에서만 가능하다.

73) Bradley Berman, Anna Pinedo & Michael Russo, "Regulation Best Interest", Legal Update, Mayer & Brown (2019), at 1~2.

74) Practical Law Capital Markets & Corporate Governance, "Key Considerations and Guidance for Complying with Regulation Best Interest Chart", 2019 WL 2572004.

요건	적합성 원칙	최선이익 기준
행위기준	투자권유 받은 증권거래나 투자전략은 고객에게 적합해야 함.	투자권유는 고객에게 최선이익이 되어야 함. SEC는 이 기준이 적합성 원칙보다 더 엄격함을 밝힘.
적용대상	약간의 예외가 있으나 기관투자자를 포함한 모든 고객.	모든 개인고객(자연인과 그 대리인 포함). 기관투자자에게는 Regulation BI가 적용되지 않음.
이해상충	이해상충 관련해서 특별한 요건 없음.	이해상충은 공시되어야 하며 브로커-딜러는 이해상충 처리를 위해 고안된 정책과 절차를 마련해야 함.
묵시적 투자유보 권유에의 적용 여부	묵시적으로 증권을 계속 보유하거나 투자전략을 유지하도록 하는 투자권유에는 적용되지 않음.	브로커-딜러가 계좌감시 서비스를 제공하기로 한 경우에는 묵시적인 증권보유 권유나 투자전략의 유지 권유에도 적용됨.
고객의 투자 성향 이해	브로커-딜러는 고객의 투자성향(investment profile)을 이해하기 위해 합리적 노력을 기울여야 함.	좌동.
요구되는 정책과 절차	브로커-딜러는 적합성 원칙을 포함한 FINRA 규칙을 준수하도록 합리적으로 고안된 정책과 절차를 마련해야 함.	Regulation BI의 모든 요건을 준수하기 위한 정책과 절차를 마련해야 함.
공시	어떠한 명시적 공시요건도 없음.	투자권유 이전에 모든 중요사실을 고객에게 완전하고 공정하게 공시해야 함.
합리적으로 이용가능한 대안적 투자의 고려	합리적으로 이용 가능한 대안을 고려할 것이 요구되지 않음.	브로커-딜러는 특정 투자권유를 할 합리적 근거가 있는지 여부를 판단할 때 합리적으로 이용가능한 대안적 투자가 있는지 고려해야 함.
비용	투자권유와 관련한 잠재적 비용을 이해하고 고려할 것이 요구되지 않음.	브로커-딜러는 투자권유와 관련한 잠재적 비용을 최소한 고려해야 함.

Ⅳ. 국내 법제와 관련한 검토 및 제안

이곳에서는 자본시장법과 「금융소비자 보호에 관한 법률」(이하 "금융소비자보호법")상 금융투자업자에게 적용되는 영업행위 규칙들을 검토하면서, 우리도 Regulation BI를 참고하여 투자중개·매매업자에게 최선이익고려의무를 부과할 것을 제안한다. 아울러 집합투자업자 등의 의무에 관한 규정도 보완할 것을 제안한다.

1. 투자중개업자·투자매매업자가 부담하는 의무의 강화

전술하였듯이 미국에서는 종래 브로커-딜러와 투자자문업자의 역할이 구분됨을 전제로 양자에게 상이한 의무를 부과하고 있었다. 그런데 투자자 입장에서는 이들 업자를 명확히 구분하는 것이 쉽지 않은 경우가 많아졌고, 특히 브로커-딜러에 적용되는 적합성 원칙만으로는 투자자보호에 충분하지 못하다는 우려가 커졌다. 결국 개인고객에게 최선의 이익이 되는 투자권유를 하도록 요구하는 Regulation BI가 채택되었다.

강화된 투자자보호가 요청되는 상황이라는 점은 우리나라도 크게 다르지 않다고 할 수 있다. 현행 국내 법제상 투자중개·매매업자가 투자권유를 하는 경우에는 최선이익 기준이 아닌 적합성 원칙이 적용될 뿐이다(금융소비자보호법 제17조). 그리고 투자중개·매매업자는 투자자문·일임업을 겸영하는 방식으로, 또는 정식의 투자자문업 등록을 하지 않은 채 투자중개업에 부수하는 방식으로 자문 서비스를 제공하고 있다.[75] 최근에는 투자중개업자들이 투자자문업자로부터 투자자문 수수료 금액 산정·징수 대행 업무를 수탁받은 뒤 자사의 플랫폼을 통해 위탁 투자자문업자를 고객과 연결시켜 주는 방식으로 자문서비스를 간접적으로 제공하는 경우도 증가하고 있다.[76] 여기에 더해 근래에 발생한 일련의 사모펀드 사태를 보면, 관련 사태의 원인이 부적합한 상품의 권유에만 있는 것은 아니지만,[77] 일반금융소비자에게 투자권유를 할

---

75) 투자자문업을 영위하고자 하는 자는 투자자문업 등록을 해야 하는 것이 원칙이지만(자본시장법 제18조 제1항), 따로 대가 없이 다른 영업에 부수하여 자문에 응하는 경우에는 투자자문업에서 명시적으로 배제된다(자본시장법 제7조 제6항 제4호; 시행령 제7조 제4항 제8호 및 제5항 제4호 마목 참조).

76) 파이낸셜뉴스, "DB금투, 투자자문 서비스 강화한다", 2021. 6. 7. 기사; 디지털타임스, "자문서비스 확대 나선 증권사…전문투자자문사와 제휴 활발", 2018. 2. 18. 기사 참조. 투자자문업자 및 투자일임업자는 스스로 처리하기 어려운 전문적 업무이거나 타인을 활용하는 것이 업무의 효율성과 계약목적 달성에 유리한 경우에는 위탁업무에 대한 책임관계 등 적절한 업무운영체제를 확보하는 조건으로 외부위탁이 가능하다(자본시장법 제42조).

77) 사모펀드 사태의 경우는 관련 조사 등이 완료되어야 그 발생 원인을 정확히 알 수 있을 것이나, 현재까지의 금융당국의 검사결과를 통하여 드러난 것들로는 불완전 판매, 리스크 관리 소홀, 유동성 관리 실패, 내부통제 미흡, 펀드 설정·제조·판매 및 운용 전 과정에서 행해진 금융회사들의 사기·배임 등의 위법행위 등이 있다. 송성현·구현주, "해외금리 연계형 DLF 사태 관련, 금융당국의 절차·실체적 조치 및 그 적절·타당성 - 투자자 권리구제와 보호 및 재발방지 관점에서 -", 「BFL」 제104호, 서울대학교 금융법센터(2020. 11), 39면 이하 참조.

때에만 적합성 원칙을 적용하는 현행 규제방식이 투자자보호에 충분한지는 의문이다.[78] 이와 같은 상황들을 고려할 때 우리 법제상으로도 투자중개·매매업자의 의무를 강화할 필요가 있다고 판단된다. 아래에서는 의무강화의 실현과 관련한 몇 가지 문제를 검토한다.

첫째, 투자중개·매매업자의 의무강화를 위해 어떠한 방식을 선택할 것인가의 문제가 있다. 우선 새로운 유형의 의무도입 없이도 현행 자본시장법의 규정을 활용한 의무강화가 가능한지를 살펴본다. 자본시장법은 모든 종류의 금융투자업자에게 공통적으로 적용되는 영업행위 규칙들을 두고 있다. 그 중 제37조 제1항은 "금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 한다."는 신의성실의무를 규정하고 있다. 또한 동조 제2항은 "금융투자업자는 금융투자업을 영위함에 있어서 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제삼자가 이익을 얻도록 하여서는 아니 된다."고 하면서 투자자의 이익을 우선할 것을 규정하고 있다. 이러한 자본시장법 제37조의 법적 성격에 대해서는 ① 기존의 민법·상법상 위임관계에서의 선관주의의무나 충실의무와는 전혀 차원을 달리하는 가중된 형태의 신인의무를 도입한 것으로 보는 견해,[79] ② 제37조 제1항은 공통 영업행위 규칙과 각 업권의 규칙을 모두 적용해 본 후 마지막으로 적용할 수 있는 기본적인 신의성실원칙을 규정한 것이고, 제2항은 자기거래·쌍방대리를 비롯하여 고객과의 이해상충을 막기 위한 조항이라는 견해,[80] ③ 제37조 제1항의 신의성실의무는 당사자들 사이에 신뢰와 신임(trust and confidence)의 관계가 있는 경우에 비로소 인정되는 영미법상의 신인의무와는 다른 것이며, 제2항의 투자자이익 우선의무는 신의성실원칙의 당연한 내용을 확인적으로 규정한 것이라는 견해,[81] ④ 제37조 제1항은 민법 제2조 제1항의 신의성실의 원칙을 주의적으로 규정한 것이고, 제2항은 자기거래·쌍방대리 금지를 포함한 기타의 투자자이익 우선의무의 근거라는 견해[82] 등이 제시되고 있다.

위 ① 또는 ②의 입장에 선다면 별도의 입법조치 없이 제37조의 해석을 통해 브로커-딜러에게 최선이익고려의무 등을 요구할 여지가 있다. 이러한 방식이 가능하다면, 현행 자본시장법은 변화하는 금융거래 상황을 예견하고 이에 대비하기 위해 포괄적 규정을 마련해 놓은 진일보한 법제라고 평가할 수 있을 것이다. 그러나 우리 법제 하에서 '신의성실의무'란 사법적 법률관계를 지배하는 기본적 내용으로서, "법률관계의 당사자가 상대방의 이익을 배려하여 형평에 어

78) 적격투자자라 하더라도 개인투자자의 경우에 상품에 대한 판단과 감시능력이 떨어지므로 투자자보호 장치가 강화되어야 한다는 시각으로 김홍기, "라임사태와 우리나라 사모펀드 규제체계의 개선방안", 「경제법연구」 제19권 3호, 한국경제법학회(2020), 106면 참조.

79) 김병연·권재열·양기진, 「자본시장법: 사례와 이론」, 박영사(2017), 101면; 김병연, "자금수탁자의 신인의무 - 인정 필요성 및 적용영역에 관하여", 「사법」 32호, 사법발전재단(2015), 38면.

80) 김용재, 전게논문(2013), 34~36면.

81) 김건식·정순섭, 「자본시장법」 제3판, 두성사(2013), 761~762면.

82) 김정수, 「자본시장법원론」 제2판, 서울파이낸스앤로그룹(2014), 211~212면; 김홍기, 「자본시장법」, 박영사(2021), 128면; 임재연, 「자본시장법」 2021년판, 박영사(2021), 184~185면.

긋나거나, 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행하여서는 아니 된다"는 추상적 규범을 말한다.[83] 반면 영미의 신인의무는 당사자들 사이에 이른바 '신뢰와 신임'(trust and confidence)의 관계가 있는 경우에 비로소 인정되는 고도의 의무이다. 따라서 자본시장법상 여러 유형의 금융투자업자들이 고객과 맺는 다양한 형태의 관계를 모두 '신뢰와 신임'의 관계로 볼 수 없는 이상, 이들 업자 모두에게 공통으로 적용되는 제37조 제1항의 신인성실의무를 영미의 신인의무와 같다고 보기는 어렵다.[84] 이러한 차원에서 자본시장법 제37조는 민법 제2조를 선언적으로 규정한 것이라 파악하는 ③ 또는 ④의 학설이 설득력이 있으며, 결국 투자중개·매매업자의 의무강화를 위해서는 별도의 입법조치가 뒤따라야 한다고 판단된다. 혹 자본시장법 제37조의 해석을 통해 투자중개·매매업자의 의무를 강화할 수 있다는 입장에 서더라도, 수범자의 입장에서는 준수해야 할 구체적인 행위기준을 명문으로 제시하는 방식을 선호한다는 점을 무시할 수 없다. 요컨대 자본시장법 제37조의 성격에 대한 논의와 상관없이, 이 글에서는 명문조항을 두어 투자중개·매매업자의 의무를 강화하는 방법을 제안한다.

둘째, 입법을 통한 새로운 의무도입시 그 형식과 내용은 어떻게 정할 것인가의 문제가 있다. 우선 자본시장법에서 투자중개·매매업자를 제외한 다른 금융투자업자에게 적용하고 있는 선관의무와 충실의무(자본시장법 제79조, 제96조 등 참조)를 투자중개·매매업자에게도 부과하는 방식을 생각해 볼 수 있다.[85] 그러나 아래에서도 언급되듯이 자본시장법상 선관의무·충실의무는 영미의 신인의무의 성격을 가지는데, 위탁매매를 기본적 영업모델로 하는 투자중개·매매업자가 신인의무자라고 보기는 어렵다.[86] SEC도 이러한 점을 고려하여 투자자문업자의 신인의무 보다는 덜 엄격하게 Regulation BI의 행위기준을 마련한 것이다. 이 글에서도 Regulation BI를 참고하여 엄격한 신인의무 수준이 아닌, 최선이익고려의무 도입을 통해 적합성 원칙을 강화하는 정도로 투자중개·매매업자의 의무를 보완할 것을 제안한다.

Regulation BI를 참고하여 투자중개·매매업자의 의무를 강화하는 법령 도입시, 다음의 사항을 고려해야 할 것이다. ① Regulation BI의 핵심의무 중 하나는 종래 투자자에게 '적합한' 투자권유를 하던 것 대신 '최선이익'이 되도록 해야 한다는 것이다.[87] 그런데 우리 금융소비자보호법 제17조에서 규정하고 있는 적합성 원칙은 투자중개·매매업자만을 적용대상으로 하는 것이 아니다. 따라서 법령 개정을 통해 적합성 원칙 대신 최선이익 기준을 도입할 때 투자중개·매매업자만을 대상으로 할 것인지, 혹은 금융상품판매업자 모두를 대상으로 할 것인지에 대한 입법적 결단이 필요할 것이다. ② Regulation BI의 내용과 실질적으로 유사한 기능을 하고

83) 대법원 2003. 4. 22. 선고 2003다2390, 2406 판결.
84) 김건식·정순섭, 전게서, 761면.
85) 김용재, 전게논문(2013), 56면의 논의 참조.
86) 물론 투자중개업자가 고객으로부터 포괄적 수임을 받아 자신의 재량으로 고객의 자금을 거래하는 경우 등을 비롯하여 신인의무가 적용되는 예외적 경우가 존재한다. 김용재, 전게논문(2013), 48-51면.
87) 이 글 Ⅲ.2.(1)의 주의의무(Care Obligation)에 관한 소개 참조.

있는 기존의 자본시장법 조항들을 고려해야 한다. 예컨대 자본시장법 제37조 제2항은 투자중개·매매업자가 "정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제삼자가 이익을 얻도록 하여서는 아니 된다"고 규정함으로써 이행상충을 방지하고 있다. 해당 내용은 Regulation BI에서 두고 있는 "자신의 이익을 고객의 이익보다 우선해서는 안 된다"[88]라는 문구와 일맥상통한다. 또한 이해상충 관리에 관한 자본시장법 제44조의 내용은 Regulation BI의 공시의무·이해상충방지의무·컴플라이언스의무와 겹치는 부분이 많다. 그 밖에 자본시장법 제66조부터 제76조까지 열거되어 있는 투자중개·매매업자의 개별 영업행위 규칙들은 충실의무를 구체화한 것들로서,[89] Regulation BI와 실질적으로 유사한 기능이 있다. 따라서 Regulation BI를 참고하여 투자중개·매매업자의 의무강화를 위한 법령 도입시 이러한 부분을 주의 깊게 살펴 규제의 중복이나 낭비가 없도록 유의하여야 할 것이다.

셋째, 신규제도 도입시 보호대상 범위를 확대할 것인가의 문제가 있다. Regulation BI는 "개인고객"(retail customer)을 상대로 투자권유를 할 때 적용되는데, 여기서 말하는 개인고객이란 브로커-딜러로부터 투자권유를 받고 이를 개인적 목적으로 이용하는 자연인 또는 그 대리인을 가리킨다.[90] 따라서 대규모의 자산을 보유한 전문투자자라도 그가 브로커-딜러로부터 받는 투자권유를 상업적 또는 영업적 목적으로 이용하지 않는다면 해당 브로커-딜러는 Regulation BI를 준수하여야 한다.[91] 반면 종래 자본시장법의 태도도 그러하였지만, 적합성 원칙을 계수한 금융소비자보호법상으로도 투자중개·매매업자는 원칙적으로 "일반금융소비자"에게 금융투자상품 등을 권유할 때에만 적합성 원칙을 준수하면 된다(금융소비자보호법 제17조).[92] 앞서 언급했던 최근의 사모펀드 사태를 포함하여, 정보 비대칭을 해소하고 다수의 개인투자자를 대상으로 하는 대형 금융사고를 방지하기 위한 방안의 하나로서 Regulation BI와 같이 최선이익 고려의무가 모든 개인고객을 대상으로 하여 준수되도록 법령이 마련될 것을 제안한다.

2. 집합투자업자 등에 관한 의무 규정의 보완

Regulation BI는 브로커-딜러에게 투자자문업자가 부담하는 신인의무에 준하는 - 동일한 수

88) A broker, … shall act in the best interest of the retail customer at the time the recommendation is made, without placing the financial or other interest of the broker … ahead of the interest of the retail customer. Regulation BI, Rule 15*l*-1(a)(1) & (2).

89) 김병연, "금융투자회사 영역별 지배구조의 차별적 접근 검토 - 영미법상 신인의무에 기반하여 -", 「금융법연구」 제16권 제3호, 한국금융법학회(2019), 45면.

90) Regulation BI, Rule 15*l*-1(b)(1).

91) SEC, "Regulation Best Interest: A Small Entity Compliance Guide", <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/regulation-best-interest#_ednref1>.

92) "일반금융소비자"란 금융상품거래에 따라서 필연적으로 발생하는 각종 위험을 스스로 감수할 수 있는 위험감수능력이 부족한 자로서 전문금융소비자가 아닌 금융소비자를 말한다(금융소비자보호법 제2조 제10호).

준은 아니지만 - 의무를 부과하고 있다. 그리고 이 글에서는 자본시장법상 투자중개·매매업자에게 Regulation BI와 유사한 방식으로 최선이익고려의무를 부과할 것을 제안하였다. 이와 관련하여 미국의 투자자문업자에 해당하는 자본시장법상 집합투자업자·투자자문업자·투자일임업자는 투자자문업자의 신인의무에 버금가는 의무를 부담하고 있는가의 문제도 검토해 본다.

앞서 모든 금융투자업자에게 적용되는 자본시장법 제37조의 신의성실의무는 미국의 신인의무와는 같지 않다고 보았다. 그렇지만 자본시장법은 개별 영업행위 규칙으로서 집합투자업자에 대해서는 제79조, 투자자문업자 및 투자일임업자에 대해서는 제96조에서 각각 선관의무와 충실의무를 부과하고 있다.[93] 즉 집합투자재산을 운용하는 집합투자업자, 투자자문에 응하는 투자자문업자, 투자일임재산을 운용하는 투자일임업자는 각각 해당 업무를 "선량한 관리자의 주의로써" 하여야 하고(자본시장법 제79조 제1항, 제96조 제1항), 아울러 이들 업자는 "투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야" 한다(자본시장법 제79조 제2항, 제96조 제2항). 이 밖에도 자본시장법은 각 업자별로 개별 영업행위 규칙을 다양하게 마련하고 있다.

만약 자본시장법에서 부과하는 '선관의무'와 '충실의무'가 투자자문업자법에서 말하는 '신인의무'와 실질적으로 동일한 성격이라면, 투자관리 서비스를 제공하는 미국과 우리나라의 업자들은 동일한 수준의 의무를 부담한다고 볼 수 있을 것이다. 양자의 관계에 대해 언급한 학설은 (ⅰ) 자본시장법상 충실의무와 영미법상 신인의무는 동일한 성격이며, 다만 용어의 혼란을 막기 위해 충실의무를 신인의무로 용어를 변경하고, 세부원칙 보완 차원에서 신인의무의 핵심원칙인 최선이익고려의무와 최선집행의무를 법률에 명확히 규정하자는 견해,[94] (ⅱ) 위임관계에서 수임인이 부담하는 선관주의의무 안에는 신인의무의 구성요소(주의의무와 충실의무) 중 하나인 충실의무도 이미 포함되어 있으며, 선관주의의무로부터 신인의무에 상응하는 가중된 혹은 고도의 의무를 충분히 이끌어 낼 수 있다는 견해,[95] (ⅲ) 자본시장법은 신인의무라는 용어를 사용하고 있지 않지만 선관의무와 충실의무를 합쳐 신인의무로 볼 수 있기 때문에 실질적으로는 금융투자업자의 신인의무를 인정하고 있다는 견해[96] 등이 있다. 결국 이들 학설 모두 집합투자업자 등은 신인의무와 동일한 수준의 의무를 부담한다는 것으로 귀결될 수 있다. 이러한 시각은, 자본시장법이 유독 투자중개·매매업자에게만 개별 영업행위 규칙으로 선관의

93) 선관주의의무(혹은 충실의무)는 위임 혹은 타인의 사무처리라는 위임적 요소를 가진 법률관계에서 발생하는 유·무상 불문하고 부담하는 채무자(수임인)의 의무인데(민법 제681조), 동일한 직업·지위·지식 등을 가진, 평균적·추상적 채무자가 기울여야 할 일반적·객관적 주의의무(주의의무의 기본원칙)를 말한다. 김형배·김규완·김명숙, 「민법학강의」 제13판, 신조사(2014), 849면; 정현수(집필), 박준서(집필대표), 「주석 민법 채권각칙(4)」 제3판, 사법행정학회(1999).

94) 김용재, 전게논문(2014), 200면.

95) 온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제37조(정대익 집필), 로앤비 온주주석서(2019), 3면.

96) 김정수, 전게서, 216면.

무・충실의무 규정을 두지 않은 이유가 바로 이들이 원칙적으로 신인의무의 적용 대상이 아니기 때문이라는 견해와 조화를 이룬다. 그리고 이러한 이해는 투자중개・매매업자에게도 적용되는 공통 영업행위 규칙인 자본시장법 제37조가 신인의무를 선언한 것이라 보기 어렵다는 견해와도 일맥상통한다.

사실 미국법상의 신인의무나 우리법상의 선관의무・충실의무 모두 일반적이고 포괄적인 성격을 가지는 까닭에 양 의무의 외연과 범위를 확정하여 비교하는 것은 매우 어려운 일이다. 따라서 이 글에서는 신인의무의 대표적 요소들이 자본시장법의 선관의무・충실의무 및 기타 개별 영업행위규칙에 반영되어 있는가를 확인하는 방식으로 동일성 여부를 판단해 본다. 앞서 살펴보았듯이 투자자문업자의 신인의무의 주요 구성요소는 충실의무 성격을 갖는 ① 최선이익고려와 ② 이해상충의 방지 및 공시, 그리고 주의의무 성격을 갖는 ③ 투자자문의 적합성과 ④ 최선집행 등으로 분류할 수 있다.[97] 이 가운데 일부 요소들은 자본시장법과 금융소비자보호법에 어느 정도 반영되어 있다고 볼 수 있다. 예컨대 ②와 관련하여 자본시장법 제37조 제2항(자기거래・쌍방대리 금지), 제44조(이해상충의 관리), 제85조・제98조(불건전영업행위 금지), 제246조(분별관리의무) 등이 있다. 또한 ③과 관련하여 금융소비자보호법 제17조(적합성원칙)는 모든 종류의 금융투자업자에 적용되므로, 집합투자업자 등은 투자관리 서비스를 권유할 때 적합성 원칙에 따라야 한다. 한편 ④와 관련하여 자본시장법 제68조에서 최선집행의무를 규정하고 있기는 하나, 동조가 공통 영업행위 규칙이 아닌 투자중개・매매업자만을 대상으로 하고 있어서 집합투자업자 등의 의무라 할 수는 없는 상황이다. ①과 관련해서는 자기거래・쌍방대리 금지의 원칙을 선언하고 있는 자본시장법 제37조 제2항이나 집합투자업자의 충실한 의결권 행사를 요구하는 제87조가 최선이익고려의무를 수용한 것이라는 해석도 있지만,[98] 명문으로 동 의무를 언급한 규정은 없는 상황이다.

요컨대 자본시장법 등의 규정 및 해석을 근거로 하여 우리의 집합투자업자 등이 부담하는 의무는 미국의 투자자문업자가 부담하는 신인의무의 수준과 크게 차이가 없다고 볼 수 있다. 그렇지만 이 글이 제안하듯이 Regulation BI를 참고하여 투자중개・매매업자의 의무를 강화하는 조치를 취한다면, 이에 발맞춰 집합투자업자 등의 의무도 세부적으로 보완할 필요가 있다고 판단된다. 왜냐하면 투자중개・매매업자만을 대상으로 하여 명문으로 최선이익고려의무를 부과하는 규정을 도입한다면, 이는 집합투자업자 등에게는 최선이익고려의무가 요구되지 않는다는 잘못된 시그널이 될 수 있는 까닭이다. 따라서 투자중개・매매업자의 의무강화와 더불어, 수범자들의 오해를 방지하는 차원에서 집합투자업자 등을 대상으로 하는 최선이익고려의무를 명문으로 규정하는 한편, 최선집행의무도 공통 영업행위 규칙으로 자리바꿈 할 것을 제안한다.

---

97) 이 글의 Ⅱ.1.의 내용 참고.
98) 김용재, 전게논문(2013), 55면.

Ⅴ. 맺음말

Regulation BI는 종래 브로커-딜러에게 적용되던 적합성 원칙보다는 더 높지만, 투자자문업자에게 적용되는 신인의무보다는 낮은 수준의 행위기준인 최선이익고려의무를 부과하고 있다. 그렇다보니 신인의무 수준의 엄격한 의무를 부담하지 않는 브로커-딜러들이 마치 투자자문업자와 동일하게 고객의 이익을 최우선시하고 있다고 홍보할 수 있는 법적 근거가 마련되었을 뿐이라는 불만이 제기되기도 한다.[99] 또한 브로커-딜러에 대한 규제강화는 관련 준수비용 상승으로 이어져서 특히 저소득 투자자들의 투자관리 서비스에 대한 접근이 제한될 가능성이 있음이 지적되기도 한다.[100]

사실 최선이익고려의무란 신인의무나 신의성실의무처럼 명확하게 정의하기 어려운 개념이다. 투자중개업자의 투자권유가 고객에게 최선의 이익이 되는지 판단하기 위해서는 여러 요소들을 검토할 수밖에 없다. 따라서 최선이익고려의무를 하나의 명확한 개념으로 정의하려는 시도는 오히려 해당 의무 부과를 통해 달성하려는 투자자보호에 오히려 제약으로 작용할 수 있다. 이러한 점을 고려했을 때, 최선이익고려의무를 정의하는 대신 네 가지 구체적인 의무이행을 통하여 최선이익고려의무를 충족하도록 하는 Regulation BI의 규제방식은 실제적이고 수범자 친화적인 성격을 가진다. 결국 우리나라의 현 상황에서 투자중개·매매업자의 의무강화가 필요하다는 정책적 판단을 전제로 하였을 때, Regulation BI와 유사한 형식으로 그 목적을 달성하려는 시도는 적절하다고 생각된다. 특히 전문성 여부나 보유 자산규모와 상관없이 모든 자연인 고객을 상대로 투자권유를 할 때 적용되는 Regulation BI의 구조는 일반금융소비자에게 투자권유를 하는 경우에만 적합성 원칙을 적용하고 있는 우리 법제에 중요한 시사점을 준다. Regulation BI가 투자자보호에 실질적인 역할을 하지 못한다는 미국에서의 비판은 우리 고유의 제도를 만들면서 충분히 고려하고 극복해 나가야 할 것이다. ▨

(논문접수 : 2022. 2. 9. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

99) Consumer Federation of America, "The SEC's 'Best Interest' Bait and Switch"(2019. 6. 3.), <https://consumerfed.org>; W. Scott Simon, "Observations on Regulation Best Interest and the Continuing Fiduciary Wars", Advisor Insights, Morningstar(2019. 7. 3.), <https://www.morningstar.com/articles/935086/observations-on-regulation-best-interest-and-the-continuing-fiduciary-wars?utm_medium=referral&utm_campaign=linkshare&utm_source=link>.

100) Daniel P. Guernsey, Jr, Note and Comment, "Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest: A Solution Protecting and Empowering Investors," 73 U. Miami L. Rev. 1029 (2019).

참 고 문 헌

김건식・정순섭,「자본시장법」제3판, 두성사(2013).

김병연, “금융투자회사 영역별 지배구조의 차별적 접근 검토 - 영미법상 신인의무에 기반하여 -”,「금융법연구」제16권 제3호, 한국금융법학회(2019).

김병연, “자금수탁자의 신인의무 - 인정 필요성 및 적용영역에 관하여”,「사법」32호, 사법발전재단(2015).

김병연・권재열・양기진,「자본시장법: 사례와 이론」, 박영사(2017).

김용재, “미국 투자자문업법상 주의의무에 대한 법적 쟁점과 그 시사점 분석”,「경영법률」제25집 제1호, 한국경영법률학회(2014).

김용재, “투자중개・매매업자의 주의의무에 관한 연구 - 미국 Broker・Dealer의 의무를 참조하여 -”,「증권법연구」제14권 제3호, 한국증권법학회(2013).

김정수,「자본시장법원론」제2판, 서울파이낸스앤로그룹(2014).

김형배・김규완・김명숙,「민법학강의」제13판, 신조사(2014),

김홍기,「자본시장법」, 박영사(2021).

김홍기, “라임사태와 우리나라 사모펀드 규제체계의 개선방안”,「경제법연구」제19권 3호, 한국경제법학회(2020).

송성현・구현주, “해외금리 연계형 DLF 사태 관련, 금융당국의 절차・실체적 조치 및 그 적절・타당성 – 투자자 권리구제와 보호 및 재발방지 관점에서 -”,「BFL」제104호, 서울대학교 금융법센터(2020. 11).

심수연, “SEC의 Regulation Best Interest 채택”,「자본시장포커스」2019-15호, 자본시장연구원(2019).

온주편집위원회,「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제37조(정대익 집필), 로앤비 온주 주석서(2019).

임재연,「자본시장법」2021년판, 박영사(2021).

정현수(집필), 박준서(집필대표),「주석 민법 채권각칙(4)」제3판, 사법행정학회(1999).

Berman, Bradley, Anna Pinedo & Michael Russo, “Regulation Best Interest”, Legal Update, Mayer & Brown (2019).

Bines, Harvey E. & Steve Thel, I*nvestment Management Law and Regulation*, 2nd ed. Aspen Law & Business (2004).

Black, Barbara, “How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” 13 U. Pa. J. Bus. L. 59 (2010).

Cooter, Robert & Bradley J. Freedman, “The Fiduciary Relationship: Its Economic

Character and Legal Consequences," 66 N.Y.U. L. Rev. 1045 (1991).

DeMott, Deborah A., "Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation," 1988 Duke L.J. 879 (1988).

Finn, P., *Fiduciary Obligations*, Sydney: Law Book Co. Ltd. (1977).

FINRA, "Reg BI and Form CRS Firm Checklist"(2020), <https://www.finra.org>.

Guernsey, Daniel P., Jr, Note and Comment, "Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflicts of Interest: A Solution Protecting and Empowering Investors," 73 U. Miami L. Rev. 1029 (2019).

Practical Law Capital Markets & Corporate Governance, "Key Considerations and Guidance for Complying with Regulation Best Interest Chart", 2019 WL 2572004.

Sealy, L.S., "Some Principles of Fiduciary Obligation," 1963 Cambridge L.J. 119 (1963).

SEC, "Regulation Best Interest: A Small Entity Compliance Guide", <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/regulation-best-interest#_ednref1>.

SEC, "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct", Release No. 34-86031, File No. S7-07-18 (June 5, 2019).

SEC, "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" (Jan. 2011).

Wrona, James S., "The Best of Both Worlds: A Fact-Based Analysis of the Legal Obligations of Investment Advisers and Broker-Dealers and a Framework for Enhanced Investor Protection," 68 Bus. Law. 1 (2012).

Abstract

From Suitability to Best Interest: Focusing on the Obligation of Broker-Dealers under the Regulation BI

Chang, Kun-Young

On June 5, 2019, the U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") adopted Regulation Best Interest ("Regulation BI"), which requires broker-dealers to act in the best interest of their retail customers when making a recommendation. The SEC also adopted Form CRS Relationship Summary, which requires registered investment advisers and broker-dealers to deliver to retail investors a succinct, plain English summary about the relationship and services provided by the firm and the required standard of conduct associated with the relationship and services.

Regulation BI has a "general obligation", which requires that the broker or dealer comply with four component obligations: the disclosure obligation, the care obligation, the conflict of interest obligation, and the compliance obligation. The general obligation requires that broker-dealers, when making a recommendation of any securities transaction or investment strategy involving securities (including account recommendations) to a retail customer, act in the best interest of the retail customer at the time the recommendation is made, without placing the financial or other interest of the broker-dealers ahead of the interest of the retail customer. Prior to the adoption of Regulation BI, broker-dealers were held to a "suitability" standard that required broker-dealers to sell products that were "suitable" for retail customers based on such characteristics as age, goals and risk tolerance. Under Regulation BI, broker-dealers must act in the best interest of their retail customers and are not permitted to place their own self-interests ahead of their customers' interests. This is an enhanced standard of care, but still is considered to be a less stringent standard than the required fiduciary duty an investment adviser has to its customers.

After reviewing the adoption background and the contents of Regulation BI, this Article suggests that domestic regulators should consider amending the current regulations for

investment brokers and investment traders under the Korean Capital Markets Act by incorporating the structure of Regulation BI.

Key Words : Regulation Best Interest, suitability rule, best interest, fiduciary duty, Capital Markets Act, broker-dealer, investment adviser

▣ 논 단

2020년 개정상법의 실무상 영향 검토 및 개선방안*

이 현 균
한국법학원 연구위원 / 법학박사

요 약 문

2020년 개정상법은 소수주주의 권리 강화와 지배구조 개선을 목적으로 다중대표소송 도입, 감사위원회 위원 1인에 대한 분리선임, 전자투표제 도입 시 감사위원 선임 시 의결정족수 완화, 소수주주권 중첩적 적용설 명문화, 배당기준일 개선 등 여러 중요한 개정이 이뤄졌다.

2020년 개정상법의 쟁점들은 이미 많은 연구와 논의가 이뤄진 쟁점이지만, 2020년 개정상법이 시행된 지 약 1년여의 시간이 흐른 시점에서 이번 개정이 입법목적을 달성하기에 효과적인 제도였는지, 도입 이전의 입법 효과에 대한 예측이 타당했는지, 그리고 운영과정에서 미비점과 문제점은 없었는지 검토해볼 필요성이 있다.

이 논문에서는 여러 쟁점 중에서 감사위원 분리선임을 포함한 감사위원회 관련 개정사항, 소수주주권 중첩적 적용설 명문화, 배당기준일 관련 개선을 중심으로 실무상 영향을 분석하고, 운영상 문제점과 미비점을 식별하고자 하였다.

2020년 개정상법이 적용되는 기업은 개별 개정사항마다 적용요건을 다르게 규정하고 있으므로 상이하지만, 상당수의 기업이 영향을 받을 것으로 보인다. 감사위원 분리선임은 감사위원회 설치의무가 있는 자산총액 2조 원 이상의 회사와 자산총액 1,000억 이상 2조 원 미만 회사 중 감사위원회를 자발적으로 설치한 약 510개사에 적용된다. 소수주주권은 전체 상장회사 약 2,081개사에 대해 적용되고, 배당기준일 개선은 모든 주식회사에 대해서 적용된다.

결론적으로 2020년 상법 개정의 입법목적인 소수주주 권리 보호와 지배구조 개선은 현재까지는 그 효과가 크지 않아 보인다. 하지만 2020년 개정상법은 당초의 입법목적이었던 기업지배구조 개선 및 소주주주 권익 보호를 위한 방향성을 보여줬다고 평가할 수 있다.

일부 개선사항과 미비점들을 향후 상법 개정 논의 시 반영할 필요가 있는데, 여러 법률들이 복합적으로 적용되는 회사법 체계를 고려하고 실무상 영향 및 제도 운영과정에서의 문제점 등을 수정함과 동시에 기업과 주주 양측의 입장을 조율할 수 있도록 하여야 할 것이다.

---

* 이 논문은 이현균·정우영, 「2020년 개정상법의 회사법 실무에의 영향 및 개선방안에 대한 연구」, 한국법학원 연구보고서 상-21-④, 2021을 바탕으로 추가적인 연구를 반영하여 수정·보완한 것임을 밝힌다.

주제어 : 2020년 개정상법, 감사위원회, 감사위원, 소수주주권, 배당기준일, 주주총회, 기업지배구조, 소수주주 보호

〈目 次〉

Ⅰ. 서 론

Ⅱ. 감사위원회 관련 개정사항
1. 2020년 개정상법의 내용
2. 실무상 영향 검토
3. 문제점과 미비점 분석
4. 개선방안

Ⅲ. 소수주주권의 중첩적 적용설 명문화
1. 2020년 개정상법의 내용
2. 실무상 영향 검토
3. 미비점과 문제점 분석
4. 개선방안

Ⅳ. 배당기준일 개선을 통한 주주총회 분산개최 유도
1. 2020년 개정상법의 내용
2. 실무상 영향 검토
3. 미비점과 문제점 분석
4. 개선방안

Ⅴ. 결론

Ⅰ. 서 론

2020년 개정상법은 기업지배구조 개선 및 소수주주 보호라는 입법목적을 가지고 2020년 12월 9일 의결되었다. 2020년 개정상법을 의결하기 위해 21대에서 제출된 14개의 법률안(24개 쟁점)이 상임위원회에서 집중적으로 논의되었고, 이 중 5건의 법률안(7개 쟁점)이 상법 일부개정법률안(대안)으로 통합·의결되었다.[1)]

2020년 개정상법의 개정사항 중 중요한 사항을 살펴보면 다음과 같다.[2)]

① 모회사의 대주주가 자회사를 설립하여 자회사의 자산 또는 사업기회를 유용하거나 감사위원회 위원의 선임에 영향력을 발휘하여 그 직무의 독립성을 해치는 등의 전횡을 방지하고자 하였다.

② 소수주주의 권익을 보호하기 위하여 다중대표소송[3)]과 감사위원 분리선출제를 도입함으

1) 백상준, "2020년 개정 상법의 입법 경과와 주요 내용", 「의정논총」 제16권 제1호, 한국의정연구회, 2021, 203면.
2) [의안번호 2106223] 상법 일부개정법률안(대안) 제안이유 중 발췌.

로써 기업의 불투명한 의사결정 구조 개선을 통해 기업과 국가 경제의 지속 가능한 성장 구조를 마련하고자 하였다.

③ 상장회사의 소수주주권 행사요건에 대한 특례규정이 일반규정에 따른 소수주주권 행사에는 영향을 미치지 않음을 명확히 하여 소수주주권의 행사요건을 강화하고 해석 논란을 해결하고자 하였다.

④ 전자투표를 할 수 있도록 한 경우에는 감사 등 선임 시 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 결의요건을 적용하지 않도록 주주총회 결의요건을 완화하였다.

⑤ 신주의 이익배당 기준일에 대한 실무상 논란이 있는 규정을 정비하여 신주의 발행일에 상관없이 이익배당 기준일을 기준으로 구주와 신주 모두에게 동등하게 이익배당을 할 수 있음을 명확히 하고자 하였다.

하지만 2020년 개정상법에 반영된 5개의 법률안을 포함해 21대 국회에 제출된 14개의 상법 개정안은 이미 20대 국회 또는 19대 국회에서 제안되었던 쟁점들이고, 이에 따라 학계에서도 상당히 많은 논의가 진행된 쟁점들이 대다수였다.[4][5] 감사위원 분리선임, 집중투표제 및 전자투표제 의무화도 2013년 법무부 상법개정안에 포함된 바 있다.[6]

이렇듯 2020년 개정상법의 주요 쟁점들은 이미 수차례 입법 시도가 이뤄졌고, 이에 따라 학계와 실무계에서 이미 많은 논의가 이뤄진 쟁점이다.

하지만 다양한 연구와 논의에도 불구하고, 2020년 개정상법이 시행된 지 약 1년여의 시간이 흐른 시점에서 2020년 개정상법이 입법목적을 달성하기에 효과적인 제도였는지, 도입 이전의 학계와 이해관계자들의 주장과 입법 효과에 대한 예측이 타당했는지, 그리고 2020년 개정상법 하에서의 여러 제도들의 운영과정에서 미비점과 문제점은 없었는지 검토해볼 필요성이 있다.

이러한 관점에서 이 논문은 실증적인 자료를 바탕으로 2020년 개정상법상 여러 제도의 실무상 영향을 분석하고, 운영상 문제점과 미비점을 식별하여 회사와 주주의 입장을 합리적으로 조율하는 개선방안을 도출하고자 한다. 상법은 기업의 유지, 강화와 함께 거래안전의 보호를 이념으로 하므로, 기업지배구조 개편을 통해 주주를 보호함과 동시에 기업이 지속적으로 영리활동을 할 수 있도록 경영의 자율성도 함께 보장하는 방향으로 개정방안이 검토되어야 할 것이다.

---

3) 다중대표소송에 대한 분석은 이현균, "2020년 개정상법상 다중대표소송에 대한 사후적 입법영향평가", 「기업법연구」 제36권 제1호, 한국기업법학회, 2022, 145~169면 참조. 다중대표소송에 관해서는 논의할 사항이 많아 별도의 논문을 통해 분석하였다.

4) 국회 의안정보시스템에서 20대 국회(2016.4.30.~2020.5.29.) 중 발의된 상법 개정법률안의 수를 집계한 결과 20대 국회에서도 64건의 상법개정안이 제출되어 기업지배구조 관련 쟁점들이 다수 논의된 바 있다. 출처 : 국회의안정보시스템<http://likms.assembly.go.kr/bill/main.do>, (최종 검색일 : 22년 2월 28일).

5) 천경훈, "2020년 개정상법의 주요 내용과 실무상 쟁점", 「경제법연구」 제20권 제1호, 2021, 4면.

6) 송옥렬, "기업지배구조 관련 상법개정안에 대한 검토", 「경영법률」 제31권 제1호, 경영법률학회, 2020, 56면.

Ⅱ. 감사위원회 관련 개정사항

1. 2020년 개정상법의 내용

가. 감사위원회 개관

우리나라 주식회사에서 넓은 의미의 감사기관은 크게 내부 감사기관과 외부 감사기관을 구분할 수 있다. 내부 감사기관은 감사, 감사위원회, 이사회, 주주총회, 주주, 소수주주, 검사인, 준법지원인, 준법감시인이 있고, 외부 감사기관은 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 제2조 제7호 소정의 회계법인 또는 한국공인회계사회에 등록한 감사반, 법원, 감독기관 등이 있다.

우리나라 현행 감사제도는 미국식의 감사위원회 제도와 독일식이 가미된 일본식 감사제도를 계수하면서 우리나라 특유의 기업환경이 반영되어 현재에 이르고 있다.[7] 1962년 상법 제정 시 일본식 이사회 제도를 그대로 수용하여 집행기능과 감독 기능이 결합된 형태의 이사회를 규정하였고, 별도의 감사를 두어 회계감사의 권한을 갖도록 하였다.[8][9] 제정 상법부터 1999년 개정 이전까지는 감사만이 규정되어 있었고, 여러 차례 상법 개정을 통해 감사의 독립성 확보하고 권한을 강화되었지만, 실제 효과가 크지 않았다. 그러던 중 IMF 외환위기를 거치면서 기존 감사제도가 제 역할을 하지 못한다는 반성과 국제부흥개발은행(IBRD) 등의 권고에 따라 1999년 상법 개정[10]을 통해 이사회 내에 감사위원회가 도입되었다.[11]

소유와 경영이 분리된 주식회사에서 감사기관은 주주의 신뢰를 배신하여 주주의 이익을 침해하는 행위를 방지하고, 회사채권자를 위한 최종 담보가 되는 회사재산이 부정하게 유출되는 것을 방지해 주주, 회사채권자 등 공공의 이익을 보호하는 기능을 하고 있다. 구체적으로 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」에서는 내부회계관리제도에 대한 평가(제8조 제1항), 외부감사인의 선임·해임 요청(제10조 제1항 및 제13조 제2항), 부정행위에 대한 조사·보고(제22조 제1항), 내부신고 관련 고지 상대방(제28조 제1항) 등 감사위원의 역할에 관해 규정하고 있다.[12]

---

7) 권종호, "감사법제의 특징 및 쟁점", 「법학연구」 제24권 제1호, 충남대학교 법학연구소, 2013, 327면.
8) 송옥렬, 「상법강의」 제11판, 홍문사, 2021, 907면.
9) 이러한 현행 감사위원회는 기존 감사제도의 한계를 극복하고자 감사가 가지고 있는 감사 기능과 이사회의 감독 기능을 융합한 것으로 평가되고 있다. 임정하, "감사위원회의 권한과 기능에 대한 비판적 고찰", 「경희법학」 제51권 제2호, 경희대학교 법학연구소, 2016, 486면.
10) [법률 제6086호] 1999.12.31. 일부개정, 1999.12.31. 시행.
11) 권순일 편집대표, 「주석상법 [회사 5]」 제6판, 한국사법행정학회, 2021, 827면.
12) 권재열, "「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」상 감사의 역할 검토", 「경영법률」 제29집 제4호, 한국경영법률학회, 2019, 5~22면.

나. 개정내용

(1) 감사위원 1인 분리선임

우리나라 상법은 감사를 두는 것을 원칙으로 하고, 예외적으로 소규모 회사는 감사를 두지 않을 수 있도록 규정하고 있다(상법 제409조 제4항 및 제415조의2 제1항). 대규모 상장회사는 의무적으로 감사위원회를 설치하도록 하고 있는데, 이에 해당하지 않는 회사도 정관에 규정을 두는 경우 감사에 갈음하여 감사위원회를 설치할 수 있도록 규정하고 있다(상법 제415조의2 제1항 및 상법 제542조의11).

감사기관의 역할을 고려할 때 감사기관은 선임은 물론 활동 전반에 걸쳐 회사나 주주 등 이해관계자들로부터 독립하는 것이 필요하다. 이에 따라 상법은 감사 선임 시 회사 또는 대주주의 영향을 최소화하기 위해 대주주 의결권을 3%를 제한하고 있었다. 하지만 감사위원회 제도 도입 이후 대주주 3% 의결권 제한이 적용되지 않는 이사 선임과정에서 대주주 또는 경영진이 원하는 이사를 선임한 후 그중에서 감사위원을 선임할 때만 대주주 3% 제한이 적용되어 여러 문제가 발생했다.

이에 2020년 개정상법에서는 감사위원이 되는 이사 1인 이상을 이사 선임 시 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하였다. 즉, 이사 선임단계부터 감사 선임에 대한 소위 3% 의결권 제한이 적용되도록 하여 대주주 또는 경영진이 아닌 소수주주들이 원하는 중립적인 감사위원을 최소한 1인을 선임할 수 있는 창구를 만들고자 하였다.

(2) 전자투표 도입 시 의결정족수 완화

개정상법은 감사위원이 되는 이사 1인에 대한 이사 선임단계부터 3% 의결권 제한이 적용되는 경우 의결정족수가 부족해지는 경우를 막기 위하여 전자투표 채택 시 감사 및 감사위원 선임에 필요한 의결정족수를 완화하도록 하였다.

현행 상법상 감사와 감사위원을 선임하기 위해서는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 찬성이 필요한데(상법 제409조 제1항, 제542조의12 제1항, 제368조 제1항), 감사 선임 시에는 의결권 있는 발행주식 총수의 3%를 초과하는 주식(이하 "3% 초과 주식")은 의결권이 제한되기 때문에, 대주주를 제외한 소수주주들이 주주총회에 적극적으로 참석하지 않는 경우 감사 선임에 필요한 의결정족수를 충족할 수 없는 문제가 발생할 수 있다. 특히, 한국예탁결제원이 주주들을 대신에 중립적으로 의결권을 행사할 수 있도록 한 그림자투표(Shadow Voting) 제도가 2018년부터 폐지됨에 따라 이러한 어려움은 더욱 가중된 바 있다.[13)]

한편, 전자투표는 주주들이 주주총회에 직접 출석해야 하는 불편을 해소하기 위해 2009년

상법 제368조의4 규정 신설을 통해 도입되었는데, 현행 상법상 의무사항이 아니라 이사회가 자율적으로 실시 여부를 선택할 수 있도록 규정되어 있어 활용도가 낮았다.

이에 개정상법은 회사가 전자투표를 시행하는 경우에 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 찬성이라는 요건을 충족하지 못하더라도 출석 주주 의결권의 과반수 찬성만으로 감사를 선임할 수 있도록 개정하였다(상법 제409조, 제542조의 12).

이를 통해 감사 선임에 어려움을 겪는 회사들이 전자투표제도를 채택하도록 하는 유인을 제공하여 전자투표로 활성화할 수 있을 것이라 기대되고 있다.

다. 감사위원 분리 선임제의 검토

(1) 분리선임 대상 감사위원의 수

자산총액 2조 원 이상의 상장법인은 감사위원회를 의무적으로 설치해야 한다. 감사위원회는 3인 이상의 이사로 구성하되, 총 위원의 3분 2 이상은 사외이사로 구성해야 한다. 또한, 상법 제542조의11에 따라 감사위원 중 1인 이상은 회계 또는 재무전문가를 포함해야 하며, 감사위원장은 사외이사로 선임해야 한다.

이 중 2020년 개정상법에 따라 의무적으로 분리 선출해야 하는 감사위원은 상법 제542조의12 제2항 단서에서 "감사위원회 위원 중 1명"으로 명시하고 있고, 괄호에서 정관에서 2명 이상으로 정할 수 있다고 명시하고 있다.[14]

한편, 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제19조 제3항에서는 "감사위원이 되는 사외이사 1명 이상"을 분리 선임해야 한다고 규정해 어느 범위까지 분리선출 해야 하는지, 이사회 또는 주주총회에서 분리선출의 범위를 자유롭게 정할 수 있는지 등의 실무상 논란이 발생하고 있다.[15]

이러한 점을 고려하면, 개정상법은 금융회사의 "1명 이상"과 달리 명확하게 "1명"이라고 명시하고 있으므로 정관에서 달리 정하지 않으면 원칙적으로 감사위원 위원 1명에 대해서 분리선임하면 될 것이다.

2020년 개정상법 이후 분리해서 선출해야 하는 감사위원은 1인으로 한정되기 때문에 분리선출방식으로 선임된 감사위원이 재직하는 동안에는 추가적인 분리선출 절차가 필요하지 않고, 분리 선출된 감사위원이 사임, 임기만료, 해임 등의 사유로 퇴직하는 경우 그 이후 개최되는 주주총회에서만 감사위원을 분리 선임하면 된다.[16]

---

13) 박건도·김종희·허원준, 「주주총회 활성화 방안에 관한 연구」, 한국법학원 연구보고서 상-16-1, 한국법학원, 2017, 133~134면.

14) 김지평, "주식회사 이사 및 감사위원 선임의 실무상 쟁점", 「저스티스」 제169호, 한국법학원, 2018, 112면.

15) 김홍기, "금융지배구조법 시행 3년에 대한 평가 및 향후 제도개선 방향", 「금융법연구」 제16권 제3호, 금융법학회, 2019, 21면.

16) 심영, "2020년 개정 상법(회사법) 해석에 관한 소고", 「법학연구」 제31권 제1호, 연세대학교 법학연구원,

(2) 분리 선출된 감사위원의 해임

2020년 개정상법은 분리 선출된 감사위원이 해임되는 경우, 감사위원에서 해임되는 것은 물론 이사에서도 해임되는 것으로 규정하고 있다(상법 제542조의12 제3항).

개정상법은 개정 전과 동일하게 감사위원 해임 권한이 주주총회에 있음을 명문으로 규정하고 있고(상법 제542조의12 제3항 전문), 분리 선출된 감사위원이 주주총회의 결의로 해임되는 경우, 이사와 감사위원회 의원의 지위를 모두 상실한다고 규정하고 있다(상법 제542조의12 제3항 후문).

다만, 분리선출방식이 아닌 일괄선출방식으로 선임된 이사가 감사위원회 위원의 직을 겸하다가 주주총회의 결의로 해임되더라도 상법 제542조의12 제3항 후문의 규정이 적용되는 것은 아니다.[17] 즉, 일괄선출방식으로 선임된 이사에 대해서는 이사의 직은 유지한 채 감사위원에서만 해임하는 것도 가능하다.

(3) 3% 의결권 제한

3% 의결권 제한방식은 단순 3% 의결권 제한방식과 합산 3% 의결권 제한방식이 존재하는데, 2020년 상법 개정 이전부터 두 가지 의결권 제한방식에 대한 논의가 이어져 왔다. 단순 3% 의결권 제한방식은 개별 주주들이 가진 주식을 개별적으로 3%로 의결권을 제한하는 것을 말하고, 합산 3% 의결권 제한방식은 주주의 특수관계인과 상법 시행령 제38조 제1항에서 정하는 자가 소유한 주식을 합산한 지분에 대해 의결권을 3%로 제한하는 것을 말한다.[18]

舊 상법하에서는 사내이사를 선임하는 경우에만 최대주주에 대해 합산 3% 의결권제한을 하고 있고, 나머지는 단순 3% 의결권 제한을 규정하고 있었다.

한편, 대법원은 "상법상 최대주주뿐만 아니라 다른 주주에게도 특수관계인의 지분을 합산하여 3% 제한기준을 적용하도록 하는 정관규정은 상법 제369조 제1항의 '1주 1의결권 원칙'에 반하므로 무효"라고 판시한 바 있다.[19]

이러한 배경에서 2020년 상법 개정과정에서도 감사위원 분리선임을 도입하면서 사외이사

2021, 45~47면.

17) 김지평·김승준, "2020년 개정 상법의 분석 2 : 감사·감사위원 선임과 주주총회 관련 사항", 「BFL」 제106호, 서울대학교 금융법센터, 2021, 30면.

18) 물론 의결권이 주주의 기본적인 권리이므로 이를 제한하는 것은 재산권의 본질적 내용을 침해로서 위헌의 소지가 있고 주식 평등의 원칙에 명백히 위배된다는 주장도 다수 있다. 고창현·김혜성, "감사위원 선임 관련 법적 문제", 「기업법연구」 제31권 제1호, 한국기업법학회, 2017, 239면; 권재열, 전게논문, 14~15면; 황현영, "경제 환경 변화에 따른 감사제도의 전면 개정 필요성에 관한 소고", 「상사법연구」 제38권 제2호, 한국상사법학회, 2019, 118면 등.

19) 대법원 2009.11.26. 선고 2009다51820 판결.

선임절차에서 최대주주에 대해 합산 3% 의결권 제한을 규정하자는 법률안과 모든 주주에게 합산 3% 의결권 제한을 규정하는 법률안, 모든 주주에게 단순 3% 의결권 제한을 규정하는 법률안 등이 다양하게 제안되어 논의되었다.

하지만 결국에는 2020년 개정상법도 舊 상법과 동일하게 사내이사 선임에 대해 최대주주만 합산 3%를 규제하는 것을 유지하는 형태로 상법이 개정되었다. 이는 최대주주를 舊 상법보다 유리하게 대우해줄 수 있는 명분이 없었고, 최대주주 외 다른 주주들은 대량보유보고의무가 없어 특수관계인의 지분을 확인하기 어려웠기 때문으로 판단된다.[20]

즉, 2020년 개정상법 제542조의12 제4항 및 제7항에 따라 사외이사 아닌 감사위원 선출 시 전체 주주에 대해서 3% 의결권 제한을 적용하고 하고, 최대주주에 대해서는 특수관계인을 합산하여 3% 의결권 제한을 적용하고 있다. 그리고 사외이사인 감사위원 선출 시에는 상법 제542조의12 제4항 및 제7항에 따라 최대주주에 대해서도 특수관계인 합산 없이 개별적으로 3% 의결권 제한을 하고 있다.[21]

2. 실무상 영향 검토

(1) 적용대상 기업

2020년 개정상법의 감사위원 분리선임 제도는 상법 제542조의12 특례 감사위원회에 대한 조문에 대한 개정사항이므로 감사위원회를 의무적으로 설치해야 하는 자산총액 2조 원 이상의 상장회사에 대해서 적용된다.[22] 상근감사 설치의무가 있는 자산총액 1,000억 원 이상 2조 원 미만 상장회사가 자발적으로 감사위원회를 설치한 경우에 대해서도 동일하게 적용된다(상법 제542조의10 제1항 단서).

하지만 비상장회사와 자산총액 1,000억 원 미만의 상장회사의 경우에는 감사위원회를 설치하더라도 해당 감사위원회 감사위원을 주주총회가 아닌 이사회에서 선출하기 때문에 감사위원 분리선출 규정이 적용되지 않는다.

한국상장회사협의회에 따르면, 2020년 상법 개정의 감사위원 분리선임이 적용되는 회사는 전체 510개사(코스피 353개, 코스닥 157개)로 집계된다. 2020년 상법 개정으로 감사위원을 분리 선임해야 되는 대상 기업은 원칙적으로는 자산총액 2조 원 이상인 감사위원회 의무설치 대상 상장회사인데, 127개사가 이에 해당한다. 그리고 상근감사를 의무적으로 두어야 하는 자산총액 1,000억 원 이상 2조 원 미만 기업도 자발적으로 감사위원회를 설치한 경우에는 2020년

20) 권순일 편집대표, 전게서, 837면.
21) 정부법률안 등은 분리 선출되는 감사위원 선임 시 최대주주에 대해서도 합산 3% 의결권 제한을 제안하였으나, 입법과정에서 기존과 동일하게 단순 3% 의결권 제한을 유지하는 것으로 개정되었다.
22) 김지평·김승준, 전게논문, 28면.

상법 개정의 감사위원 분리선임이 적용되는데, 자산총액 1,000억 원 이상 2조 원 미만 기업 중 감사위원회를 설치한 기업은 전체의 75%인 383개사로 집계된다.

이를 합하면 전체 510개 상장회사가 개정상법의 감사위원 분리선출 규정이 적용될 것으로 예상한다.

공정거래위원회 조사에 따르면, 2021년 주주총회에서 기존 감사위원 임기만료로 감사위원을 선출한 49개 기업집단 153개 회사에 대해 감사위원 분리선출 현황을 조사하였는데, 모든 상장회사가 상법상 감사위원 분리 선임제도에 부합하게 감사위원을 선출하였다.[23]

(2) 소수주주 보호 효과

감사위원 1인에 대한 분리선임제에 대해서 감사위원 1명의 분리선출로는 감사위원의 독립성 측면에서 충분하지 않고, 모든 감사위원에 대해서 분리선출해야 된다는 견해[24], 1명의 분리선출은 긍정적 효과는 크지 않으면서 절차를 복잡하게 하므로 분리선임제 도입을 반대하는 견해[25]가 대립한 바 있다.

2020년 개정상법은 일괄선출방식과 분리선출방식의 타협안으로써, 1명의 감사위원에 대해서만 분리선출방식을 강제하고, 나머지 감사위원에 대해서는 일괄선출방식으로 감사위원이 아닌 이사들과 일괄하여 선출하도록 개정되었다.[26]

상법상 감사 선임 시 대주주 의결권 3% 제한이라고 하는 소위 '3% 의결권 제한'은 대주주의 지분이 절대적이라도 소수주주가 감사를 선임할 수 있는 제도이지만, 감사위원회 제도의 도입으로 인해 사실상 유명무실화된 바 있다. 이는 감사위원에 대해서 3% 의결권 제한이 적용되더라도 감사위원 선임 전 단계에 해당하는 이사 선임 시에는 대주주의 의결권이 제한되지 않기 때문에 소수주주가 중립적인 감사위원을 선임할 수 있는 수단이 원천적으로 봉쇄되어 있었기 때문이다.[27]

특히, 경제개혁연구소 조사에 따르면 2015년부터 2020년 대기업집단 소속 계열회사의 사외이사 중 약 19.12%, 감사의 경우 약 43%가 일정 수준 이상 이해관계가 있다고 분석되었는데,[28] 이해관계 있는 사외이사 및 감사의 비중이 높은 현재 이사회 구성에 긍정적인 변화를 줄

23) 공정거래위원회, 「2021년 공시대상기업진단 지배구조 현황 분석」, 공정거래위원회 기업집단국 기업정책과, 2021.
24) 김홍기, 전게논문, 21면.
25) 김지평, "금융회사지배구조 규제의 해석상 문제점 및 개선방안", 「금융법연구」 제16권 제3호, 금융법학회, 2019, 250면.
26) 권순일 편집대표, 전게서, 840~841면.
27) 구현주, "2020년 상법 개정이 주주에게 미치는 영향",「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021, 41면.
28) 이수정, 「사외이사 및 감사의 독립성 분석(2019~2020년) - 대기업집단 소속 상장회사 중심으로 -」, 경제개혁리포트 제2020-08호, 경제개혁연구소, 2020, 46~50면.

것으로 기대된다.[29]

즉, 2020년 개정상법에 따라 감사위원이 되는 이사 1인 이상을 이사 선출 단계에서부터 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하여 이사 선임단계에서부터 소위 '3% 의결권 제한'을 적용하게 되면서 감사위원회가 설치된 회사도 소수주주가 원하는 중립적인 감사위원을 선임할 수 있는 길이 마련되었다고 평가할 수 있다.[30]

하지만 2020년 개정상법에서는 정부입법안에서 제안한 최대주주에 대한 합산 3% 의결권 제한 대신 타협안인 단순 3% 의결권 제한을 적용하게 되면서 실제로 주주들이 원하는 감사위원이 선임될 가능성은 낮아졌다. 또한, 2020년 개정상법 이후에도 실무상 주주총회에서 감사위원 선임안건의 처리방법 등의 문제로 실제로 주주 측 제안 감사위원이 선임되기 어려울 것이라는 점도 지배구조 개선 및 소수주주 보호 효과가 크지 않을 것으로 평가하는 가장 큰 이유 중 하나이다. 이에 대해서는 아래의 "Ⅱ.4. 문제점과 미비점"에서 자세히 검토하기로 한다.

그럼에도 불구하고, 2022년 3월 31일 개최된 SM엔터테인먼트 주주총회에서는 소수주주 측 행동주의 펀드인 얼라인파트너스자산운용이 제안한 감사위원이 실제로 선임이 선임된 바 있다.[31] 회사 측은 주주총회 이후 "주주가치 제고를 위한 전환의 계기로 받아들이고 회사와 주주의 동반 성장을 모색하겠다."라고 입장을 발표했고, 이를 반영하듯 주가가 85,600원으로 52주 신고가를 경신한 바 있다.[32] 주식시장 관계자들은 SM엔터테인먼트 주식의 저평가 원인이었던 지배구조 문제의 해소 및 주주가치 제고에 대한 기대감으로 해석하고 있다.

결론적으로, SM엔터테인먼트와 같이 소수주주가 제안한 감사위원이 실제로 선임되는 사례가 늘어나고, 이를 통해 실제로 선임된 1인의 감사위원이 이사회 내에서 어떤 역할을 하는지를 조금 더 지켜본 후 감사위원 분리선임으로 인해 소수주주 보호 효과를 명확히 평가할 수 있을 것이다.[33] 그럼에도 불구하고, 단편적인 사례이지만 SM엔터테인먼트의 경우를 보면 2020년 개정상법상 감사위원 분리선임제 도입이 소수주주 보호라는 측면에서 어느 정도는 긍정적인 효과를 낼 수 있다는 점은 분명해 보인다.

---

29) 이충희, 「감사위원 분리선출 제도 도입의 효과와 분리선출 감사위원 추천 대상회사 분석 - 대기업 집단 소속 상장회사를 중심으로 -」, 경제개혁리포트 제2021-2호, 경제개혁연구소, 2021, 37~38면.

30) 경제개혁연대, "재계의 '공정경제 3법' 관련 주요 주장에 대한 비판 및 반론", 경제개혁이슈, 2020, 4~5면.

31) THE FACT 2022년 3월 31일 기사, "[TF현장] '소액 주주 웃었다'...SM엔터, 주총서 주주제안 수용", <http://news.tf.co.kr/read/entertain/1928216.htm>, (최종 검색일 : 22년 4월 21일).

32) 한경 경제 2022월 3월 31일 기사, "'감사인 선임' 소액주주에 두손 든 SM…주가 8만원대 급등", <https://www.hankyung.com/economy/article/2022033144927>, (최종 검색일 : 22년 4월 21일).

33) 감사위원도 이사라는 점에서 주주의 의결권을 과도하게 제한하는 것은 정당하지 않고, 분리선출되는 1인의 감사위원이 수행하는 기능을 분석하여 향후 입법방향을 결정해야 한다는 견해가 있는데, 필자도 이 견해에 동의한다. 송옥렬, 전게논문(각주 6), 76면.

(3) 경영권 공격 등 악용 가능성

회사 측에서는 원하지 않는 감사위원 1인이 선임되더라도 실질적으로 회사의 경영을 좌지우지할 수는 없으나, 실무관행상 만장일치를 기본으로 운영되는 이사회 특성상 지속적인 반대의견을 표명하여 정상적인 경영활동을 방해하거나 이사의 권한을 남용하여 기술 유출, 단기적 배당정책 추구 등의 부작용이 발생할 가능성은 충분히 있는 것으로 판단된다.[34]

하지만 기존 정부 입법안과 같이 최대주주 및 특수관계인의 지분을 '합산하여' 3%로 의결권을 제한하는 경우에는 투기펀드나 경쟁세력의 이사회 진입 시도 등이 활발해져 과도한 수준으로 경영권을 위협할 우려가 있었으나 실제 2020년 개정상법은 대주주 지분을 '개별적으로' 3%로 제한하는 것으로 결정되어 당초의 우려보다는 그 영향이 크지 않아 보인다.

물론 이는 회사의 지배구조에 따라서 달라질 수 있는데, 주주들 간의 지분비율의 차이가 크지 않거나 경영권 분쟁을 겪고 있는 회사에서는 감사위원 분리 선임제도의 도입으로 인한 영향력이 커질 수 있다.

지배구조가 안정화된 회사의 경우에는 이미 법무팀 실무진 등이 감사위원 분리선임 대상을 누구로 정할지, 분리선임 시 안건 통과 가능성에 대한 사전검토까지 끝낸 상태로 주주총회에 들어가기 때문에 실제로 소수주주들이 원하는 감사위원이 선임될 가능성이 낮다.[35]

2021년 3월 주주총회에서 삼성전자, ㈜LG 등 지배구조가 안정된 회사는 세계 최대 의결권 자문사 "ISS(Institutional Shareholder Services)"와 사모펀드 "화이트박스 어드바이저" 등의 반대에도 불구하고 경영진이 원하는 계획대로 이사진을 구성하고 사업계획을 통과한 바 있다.[36]

반면에, 한국앤컴퍼니, 금호석유화학, ㈜한진 등 경영권 분쟁을 겪고 있고 최대주주와 2대 주주의 지분 차이가 크지 않은 기업의 경우에는 외국계 펀드 또는 유력 적대기업이 연합해 경영권을 공격할 가능성이 커졌다.[37][38]

(4) 국민연금의 역할 증대

2020년 개정상법에 따라 외국계 행동주의 헤지펀드뿐만 아니라 국내 최대 기관투자자인 국

34) 임정호, "2020년 개정 상법의 기업 법무적 검토", 「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021, 28~29면.
35) 한국법학원 2021년 상법팀 심포지엄 자료집 및 인터뷰를 통해 확인한 내용임.
36) 세계일보 2021년 3월 28일 기사, "'3%룰' 경영권 분쟁 불씨… '찻잔 속 태풍'인가 '쓰나미 전조'인가 [뉴스 인사이드]", <http://www.segye.com/newsView/20210326512459?OutUrl=naver>, (최종 검색일 : 21년 12월 31일).
37) 소비자가 만드는 신문 2021년 2월 26일 기사, "3월 주총 앞두고 한진·금호석유화학·한국타이어 오너간 갈등 부글부글", <http://www.consumernews.co.kr/news/articleView.html?idxno=621296>, (최종 검색일 : 22년 4월 21일).
38) 최준선, "이사 선임에 관한 의안 검토 : 2016년 국회제출 상법개정안을 중심으로", 「상사판례연구」 제29집 제4권, 한국상사판례학회, 2016, 434~438면.

민연금의 영향력도 실질적으로 높아질 것으로 분석된다. 국민연금은 2020년 말 기준 약 1,000개의 회사에 투자하고, 상장회사 423개사에 대해 3% 이상의 지분을 보유하고 있고, 국민연금이 2대 주주인 회사가 무려 171개사에 이른다.

국민연금은 그동안 주식보유의 목적을 '단순 보유'로 지정했으나, 최근 삼성전자, 현대차, 카카오, 셀트리온 등 75개사에 대해 '일반 투자'로 변경해 국민연금이 대기업 상당수에 감사 선임에 대해 직접 관여할 수도 있게 되었다.

물론 국민연금의 적극적인 의결권 행사에 대한 찬성론과 반대론이 있었지만,[39] 그동안 업계에서는 엘리엇매니지먼트 등 외국계 행동주의 펀드 또는 적대세력에 대항해 국민연금이 '백기사 역할'을 해주기를 기대하는 의견들이 많았다.

실제로도 앞서 언급한 한국앤컴퍼니, 금호석유화학, ㈜한진 등 경영진 분쟁을 겪고 있는 기업들의 주주총회에서 감사위원 선임안건 표결에서 국민연금이 중요한 역할을 한 바 있다.[40] 이러한 현상은 앞으로도 지속될 것이므로 국민연금의 의결권 행사 방향이 더욱 더 중요해질 것으로 생각된다.

(5) 전자투표제 관련 영향 분석

전자투표는 주주들이 주주총회에 직접 출석해야 하는 불편을 해소하기 위해 2009년 5월 28일 상법 제368조의4 규정 신설을 통해 도입된 제도인데, 상법상 의무사항이 아니라 이사회가 자율적으로 실시 여부를 선택할 수 있도록 규정되어 있어 활용도가 낮았다. 물론 일부 기업에서 전자투표제를 도입한 사례들이 있으나, 실제 활용도는 높지 않은 상황이었다.

하지만 최근 들어 코로나-19 등의 영향으로 실무상 활용이 늘고 있는데, 최근 공정위 조사에 따르면 전체 상장사(274개) 중 75.2%가 전자투표제를 도입하였고 전체 상장사 중 73.4%가 전자투표제 방식으로 의결권을 행사한 것으로 확인되었다.[41]

이러한 상황에서 전자투표제 도입 시 의결정족수 완화라는 유인책 제공은 전자투표제의 실무상 활용을 높일 수 있을 것으로 보인다. 또한, 실제 주주총회에 참석하기 어려운 소수주주가 주주총회 표결에 직접 참석할 가능성이 커졌다는 측면에서는 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

하지만, 현재까지는 전자투표제가 직접적으로 주주총회에서의 표결결과에 미치는 영향, 지배구조 개선 효과, 소수주주권 강화 등의 효과는 미비한 것으로 보인다. 다만, 그림자투표(Shadow voting) 폐지 이후 주주총회 의결권 충족에 어려움을 겪는 중견기업 입장에서는 감사와 감사위원 선임 시 주주총회 의결에 도움이 있을 것으로 판단된다.

---

39) 이에 대해서는 최문희, "스튜어드십 코드의 법적 쟁점 - 국민연금의 경영관여와 주주권 행사를 중심으로-", 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020, 318~321면 참조.

40) 이수원·윤소정·이정은, 「2021 주주총회 프리뷰(2)」, 한국기업지배구조원, 2021, 7면.

41) 공정거래위원회, 전게보고서.

3. 문제점과 미비점 분석

2020년 개정상법의 감사위원 분리선임 개정으로 인해 당초의 입법목적을 달성하기 위해서는 실제로 소수주주가 제안한 감사위원이 선임되는 가능성이 커져야 할 것인데, 현재로서는 그 가능성이 크지 않다.

이는 실무상 주주총회 안건의 상정 여부, 안건의 상정순서에 대한 권한 등 주주총회 의사결정과정 및 절차에 관한 권한을 회사가 가지고 있기 때문이다.[42][43] 실무상 이사의 선임은 순차표결과 일괄표결 두 가지 방식으로 이뤄지는데, 경영진에게 순차표결방식을 택하는 경우 주주제안 이사에 대해서는 표결조차 없이 선임절차가 마무리될 수도 있다.[44] 즉, 회사의 정관상 분리선출 대상 감사위원이 1명으로 한정되어 있고, 회사 측과 주주 측에서 별도의 분리선출 대상 감사위원을 추천하는 경우 안건의 상정순서에 따라 주주 측 추천 인사에 대한 표결조차 이루어지지 못할 가능성이 있다.

예컨대, 2021년도 금호석유화학의 정기주주총회에서는 감사위원회 위원이 되는 사외이사에 대해서는 회사 측 추천인사와 주주 측 추천인사 모두에 대해서 표결이 이뤄졌으나, 분리선임 대상이 아닌 사외이사에 대해서는 회사 측 추천인사에 대한 표결만 진행하고 주주 측 제안 인사에 대한 표결조차 진행하지 않은 채 폐기된 바 있다.[45] 감사위원회 위원이 되는 사외이사 1명 선임의 건이 안건으로 상정되었는데(제3호 의안), 회사 측 추천인사 선임안건이 제3-1호, 주주 측 추천인사 선임안건은 제3-2호로 각각 상정되어 모두 표결이 이뤄졌다. 하지만 분리선임 대상이 아닌 사외이사 3명 선임의 안건(제5호 의안)에 대해 회사 측 추천인사 3인이 각각 제5-1호, 제5-2호, 제5-3호로 상정되어 주주 측 추천인사 3인(제5-4호, 제5-5호, 제5-6호)에 대한 표결 없이 회사 측 추천인사 3인이 선임되었다.

요컨대, 2021년 금호석유화학 주주총회에서 분리 선임되는 이사 선임의 경우 주주 측 제안 후보와 회사제안 후보에 대해서 모두 표결이 이뤄졌으나, 분리선임 대상이 아닌 사외이사 선임의 안건에 대해서는 주주 측 제안 후보에 대한 표결조차 진행되지 않았다. 이를 고려하면 분리 선임되는 이사 선임에 대해서도 안건의 상정순서, 표결방법 등에 따라서 언제든 주주 측 제안 후보에 대해서 표결조차 진행하지 않을 수 있어 주주 측 제안 감사위원이 실제로 선임되기 어렵다고 생각된다.

---

42) 구현주, 전게발표자료, 42면.

43) 동지 : 송옥렬, “감사·감사위원회 관련 2020년 개정상법의 쟁점”, 「경영법률」 제31권 제4호, 한국경영법률학회, 2021, 144~146면; 천경훈, 전게논문(각주 4), 28~29면.

44) 송옥렬, 상게논문, 144~146면.

45) 금융감독원 전자공시시스템 <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210310001124>, (최종 검색일 : 22년 2월 15일).

4. 개선방안

2020년 개정상법은 지배구조 개선 및 소수주주 권리 향상이라는 입법목적을 달성하기 위해서 감사위원회 관련 규정을 개정하였다. 하지만 앞서 살펴본 바와 같이 감사위원회 관련 개정사항들의 지배구조 개선 및 소수주주 권리 향상의 입법목적 달성 효과는 현재까지는 크지 않았다. 이를 개선하기 위해 ① 주주총회 의사결정과정 및 절차에 관한 사항의 개선, ② 노동이사제 및 감독이사제 등 새로운 형태의 감사위원회 구성 등의 개선방안을 고려해볼 수 있을 것이다.

첫째, 현행 실무상 이사의 선임을 순차표결과 일괄표결 두 가지 방식 중 어느 방식으로 표결할지, 순차표결로 하는 경우 어떤 후보를 먼저 투표할지를 경영진에서 결정하고 있다. 앞서 살펴본 금호석유화학의 사례와 같이 실무상 주주총회 안건의 상정 여부, 안건의 상정순서에 대한 권한 등 주주총회 의사결정과정 및 절차에 대한 권한을 회사가 가지고 있기 때문에 주주측이 제안한 인사에 대한 표결조차 이뤄지지 못할 가능성이 크다. 따라서 소수주주들이 제안한 감사위원이 선임되기 위해서는 감사위원이 되는 이사 선임안건의 표결방식을 순차표결로 할 것인지 또는 일괄표결로 할 것인지, 그리고 표결순서 등 의안상정방식도 주주총회에서 논의하도록 하는 등의 방법을 고려해볼 수 있을 것이다.[46]

두 번째, 실제로 소수주주가 제안한 감사위원이 선임된다고 하더라도 단 1인의 감사위원이 지배구조 개선 및 소수주주 권리 향상 등 감사위원회와 이사회에 미치는 영향이 그리 크지 않다면,[47] 궁극적으로 감사위원회 구성 및 역할에 대한 고민해볼 필요가 있다. 특히, 최근 공공부문 노동이사제를 도입하는 「공공기관의 운영에 관한 법률」 일부 개정안이 2022년 1월 11일 국회 본 의회에서 통과되었는데,[48] 사기업에서도 앞으로 노동이사 또는 근로자추천이사에 대한 논의가 더욱 깊이 있게 논의될 것으로 생각된다.

실무상 사외이사는 대부분 회사의 경영진이 미리 후보를 물색하여 선정하고 이를 주주총회에서 승인받는 것이 보통인데, 소수주주의 입장을 대변하고 소수주주의 권리를 향상하는 측면에서는 노동이사, 근로자추천이사 내지는 감독이사 등이 2020년 개정상법의 감사위원 분리선임보다는 더욱 효과가 클 것으로 예상된다.

하지만 궁극적으로 감사위원도 이사라는 점을 고려하여 단순히 소수주주의 이익을 대변하는 감사위원을 선임하는 것에서 나아가 기업가치를 향상시키고 이를 통해 전체 주주의 이익을 대변하는 중립적인 감사위원을 선임할 수 있도록 구체적인 논의가 진행되는 것이 타당할 것이

---

46) 송옥렬, 전게논문(각주 42), 144~146면.

47) 물론 이에 대해서는 주주 제안 감사위원이 실제 선임되는 사례가 늘어나고, 감사위원 1인의 역할이 어떠한지를 조금 더 지켜봐야 할 것이다. 동지 : 송옥렬, 전게논문(각주 6), 76면.

48) 한국경제신문 2022년 1월 11일 기사, "'공공부문 노동이사제'의 거의 모든 것", <https://www.hankyung.com/economy/article/202201110575i>, (최종 검색일 : 22년 3월 15일).

라고 생각된다.[49]

회사 입장에서는 감사위원의 특성상 독립성이 보장되어야 된다고 하더라도 감사위원이 누가 되는지는 매우 중요한 문제이다.[50] 따라서 노동이사 또는 근로자추천이사, 감독이사 도입에 관해서도 재계의 많은 반대가 예상되는데, 이에 대해 타당성 및 부작용에 대해서도 도입 이전에 학계와 실무계의 깊이 있는 논의를 거쳐야 할 것이다.

Ⅲ. 소수주주권의 중첩적 적용설 명문화

1. 2020년 개정상법의 내용

가. 소수주주권 개관

주주의 권리는 그 권리의 내용에 따라 자익권과 공익권으로 구분되고, 행사요건에 따라 단독주주권과 소수주주권으로 구분된다.[51]

이익배당청구권, 잔여재산분배청구권 등과 같이 회사로부터 경제적 이익이나 편익을 받는 것을 내용으로 하는 권리는 자익권에 해당함과 동시에 단 1주를 가진 주주에게도 인정되는 단독주주권이다. 반면에 공익권은 일반적으로 회사의 운영에 참여하는 것을 목적으로 하거나 이와 관련 있는 권리를 말하는데, 공익권은 대부분 단독주주권이지만 일부 공익권의 경우 일정 수 이상 주식의 소유를 그 행사요건으로 하는 소수주주권으로 규정하고 있다.[52]

소수주주권은 공익권으로 주주 개인의 이해를 떠나 회사 전체의 이익을 행사하는 권리를 말한다. 소수주주권은 소수의 주주가 지배주주나 경영자의 독단을 견제할 수 있는 제도인 동시에 개인 주주의 단독적인 권리 행사를 억제하는 양면적인 기능을 한다. 즉, 소수주주권은 다수결의 원리가 지배하는 주식회사에서 지배주주 또는 경영진이 다수결의 원리를 남용해 회사의 이익을 침해할 우려를 방지하기 위한 것으로 발행주식 총수의 100분의 3 이상 등 일정 비율 이상의 주식을 가진 주주가 행사할 수 있는 권리를 말한다.

---

49) 송옥렬, 전게논문(각주 6), 77~85면.

50) 한국법학원 2021년 상법팀 심포지엄 자료집 및 인터뷰를 통해 확인한 내용임.

51) 천경훈, “상장회사 특례규정과 소수주주권 행사요건”, 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020, 246~247면.

52) 소수주주권은 단독주주권에 비하면 오히려 행사요건을 까다롭게 만들어 남용을 방지하고 있는데, 일정 수 이상의 주식이 필요하다는 점에서 ‘다수주주권’이라고 부르는 것이 정확하다는 지적도 있다. 천경훈, 상게논문, 247~249면.

나. 개정내용

舊 상법하에서는 제3편 제4장 제13절 상장회사의 특례규정과 제4장 주식회사에 관한 일반규정과의 관계에 대해서 해석의 문제가 있었다. 상법 제542조의2 제2항은 "이 절은 이 장 다른 절에 우선하여 적용한다."라고 정하고 있는데, 그로 인하여 상법 제3편 제4장 제13절 상장회사에 대한 특례규정이 제4장 주식회사에 관한 일반조항을 배제하는 특칙인지(배타적 적용설, 특칙설), 아니면 중첩적으로 적용되는 사항인지(중첩적 적용설, 선택적 적용설) 해석의 문제가 발생했다.

이에 대한 대법원 판례는 없었으며, 한진칼에 대한 의안상정 가처분사건에서 위 규정의 해석에 관하여 제1심법원[53]과 고등법원이[54] 입장을 달리한 바 있다.

2020년 개정상법에서는 상법 제542조의6 제10항에서 "제1항부터 제7항까지는 상법 제542조의2 제2항에도 불구하고 이 장의 다른 절에 따른 소수주주권의 행사에 영향을 미치지 아니한다."라는 규정을 신설하여, 명문으로 상장회사 특례규정에 따른 소수주주권과 일반규정에 따른 소수주주권이 중첩적 적용사항임을 규정하여 기존의 논란을 입법적으로 해결하였다.[55]

다. 소수주주권 제도 검토

(1) 6개월 이상 계속 보유요건

상장회사 특례의 소수주주권은 지분요건을 완화한 대신 소수주주권 남용을 방지하기 위해 6개월 이상 계속 보유를 추가로 요구하고 있다. 즉, 상장회사 특례의 소수주주권을 행사하기 위해서는 행사 시점에서 6개월 전부터 계속해서 주식을 보유하여야 한다.

소수주주권의 행사 시점에서 6개월 이상 보유하기만 하면 행사 후에 지분이 감소하더라도 소수주주권에 따라 행사한 소의 효력이 영향을 받는지도 매우 중요한 문제이다.

대표소송의 경우에는 상법 제403조 제3항, 제406조의2 제3항 명문의 규정에 따라 지분이 감소하더라도 소수주주권 행사에 영향이 없다. 다만, 대법원 2002.3.15. 선고 2000다9068 판결에서 대표소송 제소 후 주식을 단 1주도 보유하지 않게 되는 경우는 그 원인이 자발적이든 비자발적이든 원고적격을 상실한다고 판시한 바 있다. 즉, 주식을 전혀 보유하지 않는 경우를 제외하고는 상법 제403조 제3항, 제406조의2 제3항의 명시적 규정에 따라 대표소송 제소 후 소수주주권 행사요건 미만으로 주식이 감소하더라도 제소의 효력에는 영향이 없다.

대표소송 이외의 소수주주권에 관해서는 명문의 규정이 없어 학설이 나뉘고 있다. 회계장부

53) 서울중앙지방법원 2019. 2. 28.자 2019카합20313 결정.
54) 서울고등법원 2019. 3. 21.자 2019라20280 결정.
55) 권순일 편집대표, 전게서, 722~723면.

열람등사청구권의 경우, 지분요건을 소송 계속 동안 갖춰야 한다는 대법원판결이 있었고,[56] 그 밖의 소수주주권도 소송 종결 시까지 유지되어야 한다는 것이 유력한 견해이다.[57]

(2) 정관에 의한 행사요건 완화

정관으로 상법 제542조의6에서 정한 소수주주권 지분비율보다 낮은 지분비율로 소수주주권을 행사하게 하거나, 6개월의 보유 기간을 단축하게 하는 것은 상법 제542조의6 제8항에서 명문으로 허용하고 있다.

하지만 이를 반대로 지분요건을 높이거나 장기의 보유 기간을 요구하는 경우는 소수주주권 행사요건을 강화하여 소수주주의 권리를 침해하는 것이므로 허용되지 않는다.[58]

2. 실무상 영향 검토

(1) 적용대상 회사

소수주주권은 일반규정과 상장회사의 특례를 선택적으로 적용할 수 있다는 것이므로 상장회사의 특례규정이 적용되는 전체 상장회사 약 2,081개사에 대해서 적용된다.

(2) 소수주주 보호 효과

2020년 상법 개정의 소수주주권 중첩적 적용설 명문화는 소수주주권 행사와 관련하여 상장회사 특례규정에 따라 주식을 6개월을 보유해야 하는지, 아니면 일반규정에 따라 주식보유기간 없이 가능한지에 대해 발생하던 혼란을 입법적으로 해결한 것은 긍정적으로 평가할 수 있다.[59]

또한, 2020년 개정상법에 따르면, 소수주주는 소수주주권에 관한 일반규정 또는 상장회사의 특례규정인 상법 제542조의6 중 어느 하나를 충족하는 경우 소수주주권을 행사할 수 있게 된다.[60] 즉, 소수주주는 6개월의 보유 기간 없이 일반규정을 갖추어 바로 소수주주권을 행사할 수도 있고, 일반규정보다 적은 수의 지분을 6개월 이상 보유하여 상장회사 특례규정에 따른 소수주주권을 선택적으로 행사할 수 있어 소수주주권의 행사가 기존보다 수월해졌다.

예컨대 주주제안권의 경우 상법 일반규정을 충족해 3%의 주식을 확보하거나, 상장회사의

56) 대법원 2017.11.9. 선고 2015다252037 판결.
57) 권순일 편집대표, 전게서, 767~768면.
58) 이철송, 「회사법강의」 제28판, 박영사, 316면.
59) 구현주, 전게발표자료, 43~44면.
60) 박상욱, "[법·제도동향] 실제 사례를 통해 살펴본 2020년 상법개정의 효과 - ③ 한진칼 사례를 통해 살펴본 소수주주권 행사요건 선택적 적용 명문화의 효과", 법무법인 한누리(여의도투자권익연구소), 2020.

특례조항에 따라 1%의 주식을 확보하는 방법 중에 선택적으로 소수주주권을 행사할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

하지만 주주로서는 중첩적 적용설을 명문화하여 양 규정의 적용요건을 선택적으로 행사할 수 있게 되었다고 하더라도 실제로 소수주주권이 확대되었다고 보기는 어렵다.[61] 예컨대 주주제안권의 경우 상법 일반조항에 따른 권리 행사가 가능해지기 위해서는 100분의 3 이상의 주식을 소유하여야 하는데, 상장회사 주식의 3% 이상을 보유하는 것은 현실적으로 어려움이 존재한다. 이때, 소수주주의 입장에서는 오히려 상장회사의 특례조항에 따라 상장회사 주식의 1%를 6개월 이상 보유하는 것이 쉬울 수 있다.

또한, 소수주주의 성향을 일률적으로 단정 지을 수는 없지만, 대체로 소수주주는 단기 투자에 치중하는 경향이 있어, 장기적인 기업의 지배구조 개선을 도모하기보다는 단기적인 실적 향상 및 주주에 대한 높은 배당 등을 요구할 가능성이 크고, 이는 오히려 기업경쟁력 약화의 요인이 될 수 있다.

즉, 소수주주의 일반적인 성향 등을 고려할 때도 소수주주권 확대가 지배구조 개선 또는 소수주주 보호라는 입법목적을 달성하기 위한 적합한 수단은 아닌 것으로 보인다. 그리고 2020년 상법 개정의 소수주주권 중첩적 적용설 명문화로 인해 명목상 소수주주권의 행사요건이 확대되었으나 실질적으로 주주 입장에서는 상법 개정으로 인한 소수주주권의 확대에 대한 체감은 크지 않을 것으로 판단된다.

(3) 경영권 공격 등 악용 가능성

상법상 소수주주권은 주주제안권, 해임청구권, 대표소송 등의 권리를 포함하는데, 6개월이라는 보유 기간 없는 일반규정을 선택적으로 적용할 수 있어 기습적인 지분 취득을 통한 경영권 공격 등 악용사례가 발생 시 이에 대한 방어할 시간을 확보할 수 없어 큰 어려움을 겪을 수 있다.

행동주의 헤지펀드 등 외국계 자본이 경영권 공격 등을 계획한다면, 상장회사의 특례규정에서 요구하는 6개월의 보유 기간 없이 3% 정도의 주식을 단 하루만이라도 보유하면 소수주주권을 행사할 수 있다.

실제로도 화이트박스 어드바이저 등 외국계 헤지펀드가 국내 기업의 의사결정에 반대를 하는 사례가 증가하고 있고,[62] 세계 최대 의결권 자문사인 ISS(Institutional Shareholder Services)는 이사 선임에 관해 아주 엄격한 기준을 가지고 있고 해당 기준을 충족하지 못하는 경우, 이사 선임에 대한 반대의견을 꾸준히 내고 있다.[63] 또한, 이들이 제기하는 기준과 이사 선임 시 반

61) 구현주, 전게발표자료, 43~44면.
62) 블로터 2021년 3월 26일 기사, "LG 인적분할 통과…'화이트박스'가 반대한 3가지 이유는", <https://www.bloter.net/newsView/blt202103260006>, (최종 검색일 : 22년 3월 15일).
63) 조선비즈 2021년 3월 23일 기사, "4대 금융지주 사외이사 대거 연임…美 ISS, 신한·우리 결정에 반대",

대 사유가 매우 광범위하고 불명확한 경우가 많아 업무의 애로사항이 발생하고 있다.[64]

한편, 기업에서는 외국자본이 아닌 개인투자자인 소수주주들이 실제로 소주주주권을 행사하더라도 기업지배구조 개선 및 경영 건전화에 기여하는 효과보다는 높은 배당요구 등으로 인해 기업경쟁력 약화요인이 큰 것으로 우려하고 있다.

실제로 재계에서는 소수주주권 요건의 선택적 적용에 따라 소수주주권이 확대되는 것은 6개월의 보유 기간 없이 주식의 명의가 변동되는 단 3일 만에 경영권을 공격할 수 있는 길을 만들어준 것이라고 우려를 표한 바 있다. 시가총액이 낮은 기업일수록 일반규정에 따른 소수주주권 행사를 위한 지분을 취득하기 쉽게 때문에 이 같은 공격에 노출될 가능성이 크다고 한다. 한국경제신문의 조사에 따르면, 코스닥 상장기업 1380개사 중 1169개사(전체 84.7%)는 100억원 미만의 금액으로 6개월 보유 기간 없이 지분율 3%를 충족할 수 있다.[65]

특히, 중소기업은 소수주주권을 활용한 갑작스러운 경영권 공격에 대해 인력과 시간, 비용 측면에서 대응이 어려운데, 이들 기업의 주주 중 약 80%가 개인투자자라는 점에서 경영권 방어를 위한 의결권 확보도 어렵다는 문제가 있다.[66] 즉, 재계는 소수주주권을 행사할 상황이 아님에도 부정한 목적으로 소수주주권을 행사하는 경우 또는 행동주의 헤지펀드의 경영권 공격 등 주주권 남용에 대비하기 위해 최소한의 시간적 규제를 법률로 규정해야 한다고 주장하고 있다.[67]

3. 미비점과 문제점 분석

가. 소수주주권 행사요건의 정비 필요성

현행 상법하에서 일반규정에서는 소수주주권에 대해 여러 규정에 분산하고 발행주식총수의 3% 또는 1%의 요건으로 비교적 통일된 지분요건으로 규정하고 있다.[68]

반면에 상장회사 특례규정에서는 소수주주권에 관해 집중투표청구권(제542조의 7)을 제외하

<https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2021/03/23/2021032302828.html>, (최종 검색일 : 22년 3월 15일).

64) 김민철, "2020년 상법 개정이 대기업 실무에 미치는 영향", 「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021, 34~35면.

65) 한국경제신문 2020년 9월 22일 기사, "[단독] 상법개정안, 코스닥 기업에 더 위협적", <https://www.hankyung.com/politics/article/2020092286691>, (최종 검색일 : 22년 3월 5일).

66) 한국경제신문, 상게기사.

67) MoneyS 2020년 7월 19일 기사, "경제단체, 상법개정 투기자본 악용으로 경영위협", <https://moneys.mt.co.kr/news/mwView.php?no=2020071914568076645>, (최종 검색일 : 22년 3월 31일).

68) 주주총회 소집청구권(상법 제366조), 검사인 선임 청구권(상법 제367조), 주주제안권(상법 제363조의2), 이사·감사·청산인 해임청구권(상법 제385조 제2항 및 제415조), 회계장부열람권(상법 제 466조), 위법행위 유지청구권(상법 제402조 및 제408조의9), 대표소송 제기권(상법 제403조, 제324조, 제408조의9, 제415조, 제424조의2, 제467조의2), 다중대표소송 제기권(상법 제406조의2, 제324조, 제403조, 제408조의9, 제415조), 해산판결청구권(상법 제520조) 등에서 소수주주권을 규정하고 있다.

고 상법 제542조의6에서 일괄하여 규정하고 있다. 상장회사 특례규정의 소수주주권은 상장회사 주식은 널리 분산되어 있어 일반규정의 소수주주권 요건을 충족하는 것이 어려우므로 지분율을 대폭 완화하여 소수주주의 권익을 보호하고자 하였다.[69]

〈표-1〉 현행 상법하에서의 소수주주권 행사요건[70]

소수주주권	일반규정	상장회사 특례규정 (6개월 계속 보유 필요)
해산판결 청구권	10%	-
주주총회 소집청구권	3%	1.5%
주주제안권	3% (의결권 주식)	자본금 1천억 원 미만 1% 자본금 1천억 원 이상 0.05%
이사·감사·청산인 해임청구권	3%	자본금 1천억 원 미만 0.5% 자본금 1천억 원 이상 0.25%
회계장부열람권	3%	자본금 1천억 원 미만 0.1% 자본금 1천억 원 이상 0.05%
위법행위 유지청구권	1%	자본금 1천억 원 미만 0.05% 자본금 1천억 원 이상 0.025%
검사인 선임 청구권	1%	-
주주대표소송 제소권	1%	0.01%
다중대표소송 제소권	1%	0.5%

하지만 <표-1>에서 보는 바와 같이 상법상 소수주주권 행사를 위한 지분요건이 너무 세분되어 있고, 심지어 일반규정에서 지분율이 동일한 소수주주권도 상장회사 특례규정에서 상이한 경우도 있다. 이는 개별 제도 도입 시 재개나 소수주주 등 이해집단의 의견을 개별적으로 조정한 것이라고는 하지만, 너무 세분되어 행사요건을 알기 어렵고 일반규정에서 행사요건이 동일한 소수주주권이 상장회사 특례규정에서 그 행사요건이 다른 경우도 다수 존재한다.[71]

이에 따라 소수주주권의 지분요건을 현행과 같이 세부화한 것에 대한 이론적 근거도 없고, 실무적으로도 너무 복잡하므로 개선이 필요하다는 지적도 다수 있다.[72] 필자도 소수주주권 행사를 위한 지분요건을 개선해야 한다는 지적에 동의한다.

---

69) 권순일 편집대표, 전게서, 755면.
70) 권순일 편집대표, 전게서, 766면.
71) 이윤석, "현행 상법상 소수주주권 행사요건에 대한 고찰", 「경영법률」 제26권 제4호, 한국경영법률학회, 2016, 117~118면.
72) 김건식·최문희, "증권거래법상 상장법인 특례규정의 문제점과 개선방안", 「BFL」 제23호, 서울대학교 금융법센터, 2007, 104면; 김교창, "상장회사 특례에 관한 2009년 개정상법의 논점", 「인권과 정의」 제396호, 대한변호사협회, 2009, 68면; 임재연, "상장회사 특례규정에 관한 상법개정시안 검토", 「인권과 정의」 제373호, 대한변호사협회, 2007, 132면 등.

4. 개선방안

소수주주권의 중접적 적용설을 명문으로 규정함으로써 기존의 해석상 문제를 명확히 해결하였고 명목적으로 소수주주권을 확대하였다는 점에서 입법목적에 비추어 긍정적으로 평가할 수 있으나, 실질적으로는 현실적인 이유로 소수주주권의 확대로 이어지기는 어려울 것으로 보인다. 주주로서는 표면적으로 소수주주권의 행사요건이 확대되었으나 개인 소수주주의 경우에는 상장회사의 3% 주식을 단독으로 보유하는 것이 어렵고, 소수주주권 행사를 위한 주식을 모으는 것이 어렵기 때문이다.

오히려 소수주주권 중첩적 적용설을 명문화함으로써 기업으로서는 행동주의 헤지펀드 등 소수주주권을 활용한 경영권 공격 발생 시, 6개월이라는 보유 기간 없는 일반규정을 선택적으로 적용할 수 있어 기습적인 지분 취득을 통한 경영권 공격에 대한 방어할 시간을 확보할 수 없어져서 업무 부담과 경영권 위협이 증가했다고 생각된다. 즉, 기업으로서는 컴플라이언스 실패 시 비용이 크게 증가할 수 있다.[73]

또한, 실제로 기업지배구조 개선에 관심을 가지는 소수주주도 장기간 주식을 보유하고 기업 내부 사정에 관심을 가질 가능성이 크기 때문에 6개월 보유 기간을 요구한다고 해도 기업지배구조를 개선 목적으로 소수주주권을 행사하는데 큰 장애가 되지는 않을 것이다.

따라서 2020년 개정상법 중 소수주주권 중첩적 적용설 명문화에 대한 부분은 실무상 영향을 판단하여 제고가 필요할 것이라 생각한다.

그리고 궁극적으로 상장회사 특례의 소수주주권 행사요건이 너무 세분되고 복잡해 행사요건을 알기 어렵고 일반규정에서 행사요건이 동일한 소수주주권이 상장회사 특례규정에서 특별한 이론적 근거 없이 다른 경우도 다수 있는데, 이에 대해 전면적인 정비가 필요할 것이다.

Ⅳ. 배당기준일 개선을 통한 주주총회 분산개최 유도

1. 2020년 개정상법의 내용

(1) 배당기준일 관련 舊 상법상 관행

주주에 대한 이익배당은 일정 회계기간 동안 손익거래에서 발생한 이익을 주주의 출자액에 대한 배당으로 지급하는 것을 말한다.[74] 이사회에서 이익배당안을 작성하여, 이를 주주총회에

73) 천경훈, 전게논문(각주 5), 37면.
74) 권순일 편집대표, 「주석상법 [회사 4]」 제6판, 한국사법행정학회, 2021, 508~509면.

서 승인하는 것이 일반적인 이익배당절차이다.[75] 이때, 회사는 상법 제354조에 따라 배당을 받을 자를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재변경을 정지하거나 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주를 그 권리를 행사할 주주로 볼 수 있는데, 이때 주주명부폐쇄 초일 또는 일정한 날이 이익배당기준일이 된다.[76]

실무관행상 결산기를 이익배당의 기준일로 정하거나 결산기를 기준으로 상당 기간 주주명부를 폐쇄하여 정기총회에서 의결권을 행사할 주주와 이익배당을 받을 주주를 일치시키고 있다.[77] 이에 따라 결산일 = 이익배당기준일 = 의결권 기준일이 동일한 경우가 많았다.[78]

또한, 「자본시장법」상 금융위원회에 사업보고서를 사업연도 경과 후 90일 이내에 제출해야 되고, 상법상 권리 행사를 위한 주주명단을 확정하기 위해 주주명부 기재변경을 일시 중단하는 주주명부 폐쇄 기간이 3개월로 제한되어 있다.

즉, 국내 대부분 상장사가 12월 결산을 하므로 관행적으로 12월31일을 배당기준일로 잡고 있고, 주주명부가 배당기준일을 기준으로 3개월 안에 유효하고, 사업보고서 또한 3월 말까지 제출해야 하기 때문에 3월에 주주총회가 집중될 수밖에 없는 관행이 형성되었다.[79]

이러한 관행에 따라 상장회사 대다수(약 97.9%)가 2020년 상법 개정 이전에 3월에 정기주주총회를 개최하고 있었다. 예탁결제원 조사에 따르면, 2016~2020년 5년 동안 상장회사 개최된 정기주주총회의 85.5%가 3월 21~31일에 개최되었고, 12.4%가 3월 11~20일에 개최된 것으로 조사되었다.[80]

(2) 개정내용

앞서 살펴본 바와 같이 舊 상법 제350조 제3항은 전환에 의하여 발행된 주식의 이익배당에 관하여 원칙적으로 해당 영업연도 말에 발행된 것으로 보되 정관에 규정이 있으면 신주에 대해서 직전 영업연도 말에 발행된 것으로 하여 구주와 동등하게 배당할 수 있도록 규정하고 있었다. 舊 상법 제350조 제3항에 따라 영업연도 말 = 이익배당기준일 = 의결권기준일이라는 관행이 형성되었고,[81] 이로 인해 정기주주총회 3월 집중 개최 등 해석상 및 실무상 문제가 있었다.[82]

---

75) 권순일 편집대표, 상게서, 514면.
76) 심영, 전게논문, 59~60면
77) 권순일 편집대표, 전게서(각주 74), 514~515면.
78) 이러한 관행에 대해 법적 근거가 없고, 다양한 문제를 야기할 소지가 있다고 비판하는 견해도 존재한다. 송옥렬, "상장회사 정기주주총회 5월 개최에 대한 이론적 검토", 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020, 193~194면.
79) 권용수, "주주총회 분산 개최 및 그에 따른 실무상 과제에 관한 검토", 「상사법연구」 제37권 제2호, 한국상사법학회, 2018, 279~282면.
80) 머니투데이 2021년 2월 27일 기사, "정기 주주총회, 왜 3월 말에 몰아서 할까", <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2021022613300430862>, (최종 검색일 : 22년 3월 5일).
81) 정쾌영, "주주총회의 활성화를 위한 과제", 「기업법연구」 제30권 제2호, 한국기업법학회, 2016, 143면.

이러한 상황에서, 2020년 개정상법은 영업연도 말을 배당기준으로 전제한 상법 제350조 제3항을 삭제하여 실무상·해석상 논란을 해결하고 정기총회 분산개최를 위한 근거를 마련하였다.[83]

법제사법위원회 논의 결과 상법 제350조 제3항 삭제 등 배당기준일 개선이 기업 측의 개정 수요에 따른 것인 점 등을 고려하여 정부안 원안대로 의결되었다. 법제사법위원회 법안심사 제1소위원회에서는 "개정을 통하여 기업 측에서도 더 많은 자율권을 가지고 업무를 수행할 것으로 보인다."라는 검토의견이 제시된 바 있고, 법원행정처에서는 배당기준일을 언제로 정할 것인지, 즉 결산일을 기준으로 할 것인지 결산일보다 뒤의 일자를 기준으로 설정할 수 있도록 할 것인지 아닌지는 입법 정책적으로 결정한 사항이라는 의견을 제시한 바 있다.[84]

2. 실무상 영향 검토

(1) 적용대상 회사

상법 제350조 제3항의 삭제는 이익배당을 하는 모든 주식회사에 대해서 적용된다.

(2) 주주총회 분산개최 가능성

2020년 개정상법은 제350조 제3항을 삭제하여 영업연도 말 외에 다른 날을 배당기준일로 정관 개정을 통해서 자유롭게 정할 수 있게 하였기 때문에 정관 개정 후 주주총회를 4월 또는 5월에 개최할지도 기업의 자율에 맡겨져 있으므로 현재까지는 그 영향이 크지 않다.[85]

실제로 2020년 상법 개정 이후 일부 상장사들만이 배당기준일에 관한 정관 개정을 하고, 2021년 정기주주총회를 4월에 개최하였다. 대표적으로 미창석유공업은 2020년 주주총회에서 배당기준일을 1월 31일로 변경하고, 2021년 4월 9일 정기주주총회를 개최하였다.[86] 이는 2020년 상법 개정 이후 배당기준일에 관한 정관 개정을 하고, 실제로 주주총회를 4월에 개최한 첫 번째 사례라고 보고되었다. 그 밖에 코스피상장사인 STX중공업(4월 9일)과 코스닥상장사인 OQP(온

82) 물론 2020년 상법 개정 이전에도 학계에서는 이 같은 관행이 상법 제350조 제3항에도 불구하고 법적 근거가 없고, 오히려 다양한 문제를 야기할 소지가 있다고 비판하는 견해가 있었다. 송옥렬, 전게논문(각주 78), 193~194면.

83) 다수의 의원법률안에서 논의되었던 다른 쟁점과는 달리 배당기준일 관련 내용은 정부법률안에만 포함되었고, 다른 의원법률안에서는 포함되지 않았다.

84) 백상준, 전게논문, 227면.

85) 한편, 한국상사법학회는 상법 제350조 제3항은 일할배당의 근거 조문이 아니라 일할배당의 가능성이 있다는 전제에서 동등배당할 수 있는 정관의 근거 조문이므로 상법 제350조 제3항의 삭제가 의도한 효과를 가져올 것인지 의문이라는 비판적인 의견을 제시한 바 있다. 한국상사법학회, "(정부안 관련) 의견제시요청에 대한 한국상사법학회의 회신", 2020.

86) 뉴스토마토 2021년 3월 9일, "4월 주총 여는 기업 나왔다…5~6월 '장미주총' 등장할까", <http://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1029469>, (최종 검색일 : 21년 3월 5일).

코퀘스트파마슈티컬 ; 4월14일)만이 4월에 2021년 정기주주총회를 개최하였다.[87]

2022년에는 코스피상장사인 에이프로젠메디신(4월 28일)과 코스닥상장사 약 10개 회사[88]가 4월에 주주총회를 개최했다. 심지어 2020년 상법 개정 이후 5월 정기주주총회를 개최한 첫 번째 기업도 나왔는데, 코스피상장사인 ㈜코람코자산신탁이 2022년 5월 4일 주주총회소집공고를 공시하였다.

요약하면, 2020년 상법 개정 이후 코스피, 코스닥 상장기업을 기준으로 2021년 3개 회사, 2022년 12개 회사가 4~5월에 정기주주총회를 개최했다. 하지만 당분간은 4월 또는 5월 주주총회를 개최하는 기업이 대폭 증가하지는 않을 것으로 예상된다.

상법 개정 이후 2022년 정기주주총회를 4월 또는 5월에 개최하기 위해서는 2021년 정기주주총회 또는 임시주주총회에서 배당기준일 관련 정관 개정을 해야 했는데, 정관을 개정한 기업이 소수에 불과했다. 이는 2022년 정기주주총회에서도 마찬가지이기 때문에 2023년 정기주주총회를 4~5월에 개최하는 기업도 대폭 증가하지는 않을 것이다. 그리고 심지어 2021년에 4월 정기주주총회를 개최했던 3개 기업 중 2개 기업은 2022년에 다시 3월에 정기주주총회를 개최한 바 있다.[89]

이러한 현상은 기업으로서는 4월 또는 5월 주주총회 개최를 통해 얻은 이익이 크지 않고, 관행처럼 굳어져 온 기업 일정을 바꾸는 것에 부담을 느끼고 있는 것으로 보인다. 오히려 기업으로서는 정기주주총회에서 다음연도 사업에 관한 주주 승인을 받기 때문에 1분기 중에 빨리 사업을 확정을 짓는 것이 기업에게 유리하다는 입장이다.[90] 또한, 기존에 굳어진 업무 일정 및 실무 관행을 바꾸기 위한 노력에 비해 주주총회 4월 또는 5월 개최로 인해 얻은 혜택이 크지 않다고 판단하고 있다.[91]

한편, 실제로 주주총회 분산개최라는 효과를 거두기 위해서는 「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 등에 대한 개정도 필요하다는 지적도 있다. 「자본시장법」 제159조 제1항에 따르면, 상장회사는 사업보고서를 각 사업연도 경과 후 90일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 제출해야 된다. 상장법인의 사업보고서에는 재무에 관한 사항 및 부속명세를 포함해야 되는데(「자본시장법」 제159조 제2항, 동법 시행령 제168조 제3항 제7호), 이

87) 대한경제 2021년 3월 31일, "12월 결산 상장사 3곳, 상법 개정 후 첫 4월 주총 개최", <https://www.dnews.co.kr/uhtml/view.jsp?idxno=202103310916571780827>, (최종 검색일 : 22년 3월 5일).

88) 필자가 금융감독원 전자공시시스템 <https://dart.fss.or.kr/main.do>을 통해 직접 주주총회소집통지 공시를 확인한 결과 미창석유공업(4월 6일), ㈜혜성산업(4월 8일), 윙입푸드홀딩스(4월 26일), 케이만금세기차륜집단유한공사(4월 27일), 에머릿지코퍼레이션(4월 28일), 오가닉티코스메틱(4월 28일), 헝셩그룹유한회사(4월 28일), 로스웰인터내셔날유한회사(4월 29일), 차이나크리스탈신소재(4월 29일), 이스트아이사홀딩스(4월 29일) 등 10개 회사를 확인할 수 있었다.

89) ㈜디아크로 사명을 바꾼 OQP는 3월 30일, STX중공업은 3월 31일에 정기주주총회를 개최하였다.

90) 뉴스토마토, 전게기사.

91) 천경훈, 전게논문(각주 5), 34면.

때 재무제표는 주주총회에서 승인을 받아야 한다. 따라서 주주총회에서 재무제표에 승인을 받고 영업연도 경과 후 90일 이내에 사업보고서를 제출하기 위해서는 舊 상법 제350조 제3항의 폐지만으로는 충분하지 않고 오히려 3월 말 주주총회가 집중될 수밖에 없는 결론에 이르게 된다. 주주총회의 분산개최를 유도하기 위해 상법을 개정하면서 다른 법률의 규정들을 충족하기 위해서는 물리적 시간 확보 때문에 주주총회를 최대한 미룰 수밖에 없는 상황이 되었다.

결론적으로 2020년 상법 개정은 주주총회 분산개최를 위해 충분하지는 않지만, 주주총회 분산개최에 대한 한 가지 장애 요소를 제거하여 기업들이 주주총회 분산개최에 대한 인식을 전화하도록 한 효과가 있다고 분석할 수 있다.[92] 2020년 상법 개정 이후 2021년 3개사, 2022년 12개사가 실제로 정기주주총회를 4~5월에 개최하였지만, 2023년과 2024년 정기주주총회에서 4월 또는 5월에 개최하는 기업들이 대폭 늘지는 않을 것이라 생각된다. 정기주주총회가 4월 또는 5월로 분산되기까지는 기업에 주는 유인책과 「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 등 관련 법률의 정비도 함께 이뤄져야 할 것으로 보인다.[93]

(3) 소수주주 보호 효과

기존에 국내 상장사의 정기주주총회가 대부분 3월에 집중되다 보니 여러 회사의 주식을 보유한 투자자는 그 여러 회사의 주주총회에 참석하는 것은 현실적으로 어렵다는 지적이 꾸준히 제기되어 왔다. 실제 의결정족수가 부족해 주주총회에 상정된 안건이 부결되는 비율은 2018년 3.8%에서 2019년 16.8%로 크게 증가한 것으로 집계되었다.[94]

주주총회가 분산 개최되면 주주들이 실제로 주주총회가 참석할 수 있는 여건이 마련되어 의결정족수 부족으로 인해 부결되는 안건이 줄어 주주총회가 실질적인 기능을 하고, 소수주주들의 의견이 반영될 기회가 많아질 것으로 기대된 바 있다.

하지만 기업들이 정관으로 이익배당일을 자유롭게 정할 수 있도록 하여 실제로 기업들이 정관을 개정해 정기주주총회를 분산해서 개최하지 않으면 기대했던 효과가 크지는 않을 것으로 생각된다. 그리고 아래에서 자세히 설명하겠지만 다른 법률의 현행 규정들을 고려할 때 4월 또는 5월 주주총회 개최 가능성이 크지 않기 때문에 소수주주 보호 효과가 현재까지는 크지 않을 것으로 판단된다.

또한, 실제로 4월 또는 5월 주주총회가 개최된다고 하더라도 소수주주들은 대규모 주주운동 등의 특별한 사정이 없으면 실제로 주주총회에 출석하는 등 직접 경영에 참여하기보다는 주가 차익을 목적으로 하는 경우가 많으므로 소수주주 보호 효과가 크다고 할 수 없다.

---

92) 이수원·임현경·정유진, 「2021 주주총회 프리뷰(1)」, 한국기업지배구조원, 2021, 1~2면.
93) 법무부에서도 "배당기준을 결산일로 정하는 것은 그동안 한국과 일본뿐이었는데, 주주총회 분산 개최를 위한 문제 하나를 풀었다는 데 의미가 있다."라고 밝힌 바 있다.
94) 머니투데이, 전게기사.

3. 미비점과 문제점 분석

(1) 3월 말 주주총회 집중 가능성

상법 제350조 제3항을 삭제한 2020년 개정상법에도 불구하고, 「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 등의 법적 제한이 우선 해결되지 않으면 오히려 3월 말에 주주총회가 집중될 가능성이 존재한다.

상장협의회 관계자도 배당기준일을 사업연도 말로 하는 상법 제350조 제3항을 삭제하더라도 회사 자체적으로 정관으로 배당기준일을 정할 수 있도록 했는데, 이로 인해 상법과 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」과 괴리가 생길 수 있다고 우려를 표한 바 있다.[95]

「자본시장법」에 따르면 상장회사는 사업보고서를 각 사업연도 경과 후 90일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 제출하여야 한다(「자본시장법」 제159조 제1항). 상장회사가 사업보고서를 작성할 때 재무에 관한 사항과 그 부속명세를 기재하여야 하고(「자본시장법」 제159조 제2항, 동법 시행령 제168조 제3항 제7호), 이때 재무제표는 주주총회의 승인을 받은 재무제표를 전제로 한다. 이러한 일정에 맞추어 재무제표를 주주총회에서 승인받기 위해서는 결산과 감사절차, 주주총회 개최일 2주 전 소집통지의 의무 준수, 상법 시행령에 따른 사업보고서 및 감사보고서 공시의무 등 법정절차를 거치면 오히려 3월 중순에 개최하던 기업들도 3월 말에 개최하게 돼 주주총회 집중현상이 심화될 수 있다.[96]

실제로도 전체 상장회사 2,426개사 중 약 62%에 해당하는 1,546개사가 2022년 정기주주총회를 3월 28일~3월 31일 사이에 개최한 바 있다.[97]

이 경우 회계감사 기간이 겹치면서 감사 품질 저하가 발생할 수 있을 것이다. 특히, 일반적으로 감사인들이 대기업의 감사를 진행한 뒤 중소기업의 감사를 진행하는 실무관행상 대기업보다는 중소기업에서 촉박한 준비 일정으로 인해 '부적정' 의견을 받게 되거나 부실감사가 이뤄질 가능성이 커진다는 우려가 있다.

(2) 개별 회사별로 상이한 기준일 파악의 어려움

주주로서는 영업연도 말 = 배당기준일 = 의결권기준일이 달라지고, 각 회사마다 배당기준일과 의결권기준일 달라지는 경우 이에 대해서 개별 회사마다 개별적으로 파악해야 하는 불편함

---

95) 팍스넷뉴스 2021년 3월 2일 기사, "[상법개정안 논란] '연말에 사도 배당 못받는다?' 배당기산일 폐지", <https://paxnetnews.com/articles/71395>, (최종 검색일 : 22년 4월 7일).

96) 리걸타임즈 2020년 12월 31일 기사, "[리걸타임즈 '기업과 법'] 공정경제 3법과 시사점", <https://www.legaltimes.co.kr/news/articleView.html?idxno=57539>, (최종 검색일 : 22년 4월 5일).

97) 시사뉴스 2022년 3월 25일 기사, "다음주 주주총회, SK·두산그룹 등 1546개 상장사 몰려", <http://www.sisa-news.com/news/article.html?no=193637>, (최종 검색일 : 22년 4월 21일).

이 발생할 수 있다.[98] 기업으로서도 이익배당일과 의결권기준일을 달리 정하는 경우 주주명부를 따로 만들어야 하므로 실무상 업무 부담이 있다.[99]

또한, 주주총회가 4월 또는 5월에 개최되는 경우 3월에 제출된 사업보고서와 관련된 안건이 주주총회에서 부결되거나 수정 의결되는 등 결과가 달라지는 경우 정정 공시가 늘어날 수 있고, 이 경우 투자자로서는 변경된 정보를 파악하기 어려워질 수도 있다는 우려가 있었다.

물론, 이는 상법 시행령에 따라 주주총회 1주일 전에 사업보고서 및 감사보고서를 공시하도록 했기 때문에 4월 또는 5월 주주총회 개최가 직접적인 원인이 아닐 수도 있지만, 기업의 입장을 종합적으로 고려할 때 오히려 더욱 일정이 촉박해질 수 있다는 우려가 있다.

한편, 한국거래소는 이러한 점을 고려하여 상장회사의 배당기준일 결정을 정관에서 정하지 않는 경우 수시 공시하도록 필요 공시항목을 신설했고, 주식배당 결정 공시를 '사업연도 말 10일 전'에서 '기준일 10일 전'으로 변경하였다.[100] 그리고 주주총회 이후 상이한 보고서 제출기한을 매년 5월 31일로 일원화하여 4월 또는 5월 주주총회 개최로 인해 사업보고서 수정사항이 많아질 것을 대비하였다.

한국거래소의 선제적인 제도 개선으로 인해 실제로 주주들이 정보를 파악하기 어려워진 것을 대비했다는 점에서는 다행이지만, 실제로 이러한 부작용이 실제로 완전히 해소했는지는 조금 더 지켜봐야 할 것이라 생각된다.

4. 개선방안

2020년 개정상법은 영업연도 말 = 이익배당기준일 = 의결권기준일이라는 관행을 야기했던 상법 제350조 제3항을 삭제하여 한 가지 장애물을 제거하였지만, 「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 등 관련 법률에 따른 시간적 제약, 4~5월 주주총회 개최로 얻는 이익이 크지 않아 주주총회 분산개최라는 입법목적을 달성하기에는 부족한 것으로 보인다.

물론 2021년 3개사, 2022년 11개사가 정기주주총회를 실제로 4월 개최하였고, 5월 정기주주총회를 개최한 기업이 생겼지만, 전체 상장 회사의 약 62%는 오히려 2022년 정기주주총회를 3월 마지막 주(3월 28일~3월 31일)에 집중해서 개최하는 양면도 존재하였다. 특히, 대기업 계열회사의 경우는 단 1개사도 4~5월에 정기주주총회를 개최하지 않았다.

이는 해결하기 위해서 기준일 효력 기간 단축[101], 주주총회 자율 분산 프로그램 운용, 인센

98) 권용수, 전게논문, 299면.
99) 권용수, 전게논문, 301면.
100) 뉴데일리경제 2021년 10월 5일 기사, "한국거래소, 개정상법 반영 공시항목 신설…불성실공시 제재 합리화, <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2021/10/05/2021100500061.html>, (최종 검색일 : 21년 4월 10일).
101) 기준일 단축 또는 연장에 관해서는 다양한 논의가 있다. 김순석, "이익배당의 결정과 기준일제도의 개선방안", 「증권법연구」 제14권 제2호, 한국증권법학회, 2013, 79면; 노미리, "주주총회에서의 주주 참여율 제고 방안",

티브 부여 등도 주주총회 분산 개최를 위해 고려해볼 수 있을 것이다.[102] 또한, 「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」 등 관련 법률에 따른 사업보고서 및 재무제표 관련 규정들을 검토해볼 필요가 있다.

결국 실질적으로 주주총회 분산 개최가 효율적으로 이뤄지기 위해서는 기업 입장에서 4월 또는 5월 주주총회 개최를 통해 얻은 혜택이 보다 커져야 할 것이고, 관련 법률에서의 제약 및 실무상 부담이 완화되어야 할 것이다.

Ⅴ. 결 론

2020년 개정상법은 소수주주의 권리 강화와 지배주주 개선을 주된 입법목적으로 다중대표소송 도입, 감사위원회 위원 1인에 대한 분리선임, 전자투표제 도입 시 감사위원 선임 시 의결정족수 완화, 소수주주권 중첩적 적용설 명문화, 배당기준일이 영업연도 말과 동일한 경우를 전제로 하는 상법 제350조 제3항의 삭제 등 여러 중요한 개정이 이뤄졌다.

이 논문에서는 여러 쟁점 중에서 감사위원 분리선임을 포함한 감사위원회 관련 개정사항, 소수주주권 중첩적 적용설 명문화, 배당기준일 관련 개선을 중심으로 개정의 주요 내용과 실무상 영향에 대해서 살펴보았다.

2020년 개정상법이 적용되는 기업은 개별 개정사항마다 적용요건을 다르게 규정하고 있기 때문에 상이하지만, 상당수의 기업이 영향을 받을 것으로 보인다. 감사위원 분리선임은 감사위원회 설치의무가 있는 자산총액 2조 원 이상의 회사와 상근감사를 의무적으로 설치해야 하는 자산총액 1,000억 이상 2조 원 미만 회사 중 감사위원회를 자발적으로 설치한 회사에 대해서 적용되는데, 전체 510개사가 적용대상이 될 것으로 보인다. 소수주주권은 일반규정과 상장회사의 특례를 선택적으로 적용할 수 있다는 것이므로 전체 상장회사 약 2,081개사에 대해서 적용될 것이다. 배당기준일 개선은 모든 주식회사에 대해서 적용된다.

2020년 상법 개정을 전후하여 학계와 재계, 시민단체들의 우려와 기대에도 불구하고, 입법목적인 소수주주의 권리 보호와 지배구조 개선의 효과가 현재까지는 크지 않은 것으로 판단된다.

첫 번째, 감사위원 분리선임도 소수주주의 이익을 대변할 수 있는 중립적인 감사위원을 선임할 수 있는 창구가 마련되었다는 데 그 의의가 있다고 할 수 있지만, 개정상법하에서 실제로 소수주주가 제안한 감사위원이 선출될 가능성이 크지 않고, 선임되더라도 단 1명이 감사위원이 이사회에 지배구조 개선 및 소수주주 권리 향상 등 어떠한 영향을 미칠 수 있을지는 조금

「상사판례연구」 제30권 제3호, 한국상사판례학회, 2017, 87~89면 등.

102) 권용수, 전게논문, 307면.

더 지켜보아야 할 것으로 보인다.

특히, 실무상 주주총회 안건의 상정 여부, 안건의 상정순서에 대한 권한 등 주주총회 의사결정과정 및 절차에 관한 권한을 회사가 가지고 있어 회사 측과 주주 측이 각각 분리선출 대상 감사위원을 추천하는 경우 안건의 상정순서에 따라 주주 측 추천 인사에 대한 표결조차 이루어지지 못할 가능성이 있다.

한편, 경영권 분쟁을 겪고 있고 최대주주와 2대 주주의 지분 차이가 크지 않은 기업의 경우에는 지배구조가 안정화된 회사의 경우와 달리 외국계 펀드 또는 유력 적대기업이 연합해 경영권을 공격할 가능성이 크다고 할 수 있다.

두 번째, 소수주주권의 중접적 적용설을 명문으로 규정함으로써 기존의 해석상 문제를 명확히 해결하였고 표면적으로 소수주주권 행사요건을 완화하였지만, 실질적으로는 개인 소수주주가 상장회사의 3% 주식을 단독으로 보유하는 것이 어렵고, 소수주주권 행사를 위한 주식을 모으는 것이 어렵기 때문이다.

오히려 소수주주권 중첩적 적용설을 명문화함으로써 기업으로서는 행동주의 헤지펀드 등 소수주주권을 활용한 경영권 공격이 있을 때, 6개월이라는 보유 기간 없는 일반규정을 선택적으로 적용할 수 있어 기습적인 지분 취득을 통한 경영권 공격에 대한 방어할 시간을 확보할 수 없어져서 기업의 업무 부담과 경영권 위협이 증가했다고 생각된다.

따라서 2020년 개정상법 중 소수주주권 중첩적 적용설을 명문화에 대한 부분은 실무상 영향을 판단하여 제고가 필요할 것이라 생각한다.

마지막으로, 결산일=배당기준일=의결권기준일이라는 실무 관행의 전제가 된 상법 제350조 제3항 및 준용규정을 삭제하였으나, 여전히 상법 시행령,「자본시장법」 및 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」등의 규제와 업무 일정 및 실무 관행으로 인해 4월 또는 5월 주주총회를 개최하는 기업이 크게 늘지는 않을 것으로 보인다. 실제로 2020년 상법 개정 이후 첫 정기주주총회였던 2021년 정기주주총회에서 4월 주주총회를 개최한 기업은 총 3개사에 불과하였다. 그리고 2022년 12개사로 일부 증가했고 5월 주주총회 개최 기업도 생겼지만, 대기업계열회사 경우는 단 한 곳도 없어 그 영향이 크다고 할 수 없다.

오히려 「자본시장법」 제159조 및 동법 시행령 제168조 등 사업보고서와 재무제표 등에 관한 규정들 때문에 3월 말 주주총회가 집중될 우려가 존재한다. 실제로도 2022년 정기주주총회에서 전체 상장회사의 약 62%에 해당하는 1,546개사가 2022년 정기주주총회를 3월28일~31일 개최한 것을 보면 이러한 우려가 기우가 아니었음을 보여준다.

그럼에도 불구하고 상법 제350조 제3항을 삭제한 2020년 상법 개정은 충분하지는 않지만 주주총회 분산개최를 한 가지 장애 요소를 제거하였고 일부 기업이지만 4~5월 정기주주총회를 개최한 기업이 생겼다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

한편, 이 논문에서 다루지는 않았지만, 다중대표소송의 경우도 포괄적 주식교환 또는 소수

주주 축출 등의 경우 모회사 소수주주를 보호할 수 있는 창구 마련 및 상대적으로 미비한 비상장자회사의 준법감시체계를 제고할 수 있는 기회라는 점에서 긍정적이지만, 다중대표소송을 통한 소수주주 권리 보호와 지배구조 개선 효과도 마찬가지로 현재까지는 크지 않다.[103]

결론적으로 2020년 개정상법은 당초의 입법목적이었던 기업지배구조 개편 효과와 소수주주 보호의 방향성을 보여주었고, 소주주주의 권익을 보호하기 위한 제도적인 창구를 만들었다고 평가할 수 있지만, 현재까지는 당초 기대했던 만큼 입법목적 달성 효과가 크지 않아 보인다.

향후 상법 개정 논의에서는 여러 법률들이 복합적으로 적용되는 전체 회사법 체계를 고려함과 동시에 개정 이후 실제 영향을 모두 고려하여 기업의 경영 자율성과 주주 이익을 합리적으로 조율할 수 있도록 개정해야 할 것으로 생각된다. 이 과정에서 이 논문이 2020년 개정상법의 실무상 영향을 평가하는데 미약하게나마 도움이 되기를 바란다. ▨

(논문접수 : 2022. 3. 22. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

103) 이현균, 전게논문, 154~160면.

참 고 문 헌

1. 단행본

권순일 편집대표, 「주석상법 [회사 4]」 제6판, 한국사법행정학회, 2021.
권순일 편집대표, 「주석상법 [회사 5]」 제6판, 한국사법행정학회, 2021.
송옥렬, 「상법강의」 제11판, 홍문사, 2021.
이철송, 「회사법강의」 제28판, 박영사, 2020.

2. 학술논문 및 연구보고서

고창현·김혜성, “감사위원 선임 관련 법적 문제”, 「기업법연구」 제31권 제1호, 한국기업법학회, 2017.
구현주, “2020년 상법 개정이 주주에게 미치는 영향”, 「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021,
권종호, “감사법제의 특징 및 쟁점”, 「법학연구」 제24권 제1호, 충남대학교 법학연구소, 2013.
권재열, “「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률」상 감사의 역할 검토”, 「경영법률」 제29집 제4호, 한국경영법률학회, 2019.
김순석, “이익배당의 결정과 기준일제도의 개선방안”, 「증권법연구」 제14권 제2호, 한국증권법학회, 2013.
권용수, “주주총회 분산 개최 및 그에 따른 실무상 과제에 관한 검토”, 「상사법연구」 제37권 제2호, 한국상사법학회, 2018.
김건식·최문희, “증권거래법상 상장법인 특례규정의 문제점과 개선방안”, 「BFL」 제23호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
김교창, “상장회사 특례에 관한 2009년 개정상법의 논점”, 「인권과 정의」 제396호, 대한변호사협회, 2009.
김민철, “2020년 상법 개정이 대기업 실무에 미치는 영향”, 「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021.
김지평, “금융회사지배구조 규제의 해석상 문제점 및 개선방안”, 「금융법연구」 제16권 제3호, 금융법학회, 2019.
김지평, “주식회사 이사 및 감사위원 선임의 실무상 쟁점”, 「저스티스」 제169호, 한국법학원, 2018.

김지평·김승준, “2020년 개정 상법의 분석 2 : 감사·감사위원 선임과 주주총회 관련 사항”, 「BFL」 제106호, 서울대학교 금융법센터, 2021.

김홍기, “금융지배구조법 시행 3년에 대한 평가 및 향후 제도개선 방향”, 「금융법연구」 제16권 제3호, 금융법학회, 2019.

노미리, “주주총회에서의 주주 참여율 제고 방안”, 「상사판례연구」 제30권 제3호, 한국상사판례학회, 2017.

박건도·김종희·허원준, 「주주총회 활성화 방안에 관한 연구」, 한국법학원 연구보고서 상-16-1, 한국법학원, 2017.

박상욱, “[법·제도동향] 실제 사례를 통해 살펴본 2020년 상법개정의 효과 - ③ 한진칼 사례를 통해 살펴본 소수주주권 행사요건 선택적 적용 명문화의 효과”, 법무법인 한누리(여의도투자권익연구소), 2020.

백상준, “2020년 개정 상법의 입법 경과와 주요 내용”, 「의정논총」 제16권 제1호, 한국의정연구회, 2021.

송옥렬, “감사·감사위원회 관련 2020년 개정상법의 쟁점”, 「경영법률」 제31권 제4호, 한국경영법률학회, 2021.

송옥렬, “기업지배구조 관련 상법개정안에 대한 검토”, 「경영법률」 제31권 제1호, 한국경영법률학회, 2020.

송옥렬, “상장회사 정기주주총회 5월 개최에 대한 이론적 검토”, 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020.

심영, “2020년 개정 상법(회사법) 해석에 관한 소고”, 「법학연구」 제31권 제1호, 연세대학교 법학연구원, 2021.

이수원·윤소정·이정은, 「2021 주주총회 프리뷰(2)」, 한국기업지배구조원, 2021.

이수원·임현경·정유진, 「2021 주주총회 프리뷰(1)」, 한국기업지배구조원, 2021.

이수정, 「사외이사 및 감사의 독립성 분석(2019~2020년) - 대기업집단 소속 상장회사 중심으로 -」, 경제개혁리포트 제2020-08호, 경제개혁연구소, 2020.

이윤석, “현행 상법상 소수주주권 행사요건에 대한 고찰”, 「경영법률」 제26권 제4호, 한국경영법률학회, 2016.

이총희, 「감사위원 분리선출 제도 도입의 효과와 분리선출 감사위원 추천 대상회사 분석 – 대기업 집단 소속 상장회사를 중심으로 -」, 경제개혁리포트 제2021-2호, 경제개혁연구소, 2021.

이현균, “2020년 개정상법상 다중대표소송에 대한 사후적 입법영향평가”, 「기업법연구」 제36권 제1호, 한국기업법학회, 2022.

이현균·정우영, 「2020년 개정상법의 회사법 실무에의 영향 및 개선방안에 대한 연구」, 한

국법학원 연구보고서 상-21-④, 2021.
임정하, “감사위원회의 권한과 기능에 대한 비판적 고찰”, 「경희법학」 제51권 제2호, 경희대학교 법학연구소, 2016.
임정호, “2020년 개정 상법의 기업 법무적 검토”, 「2021년 한국법학원 상법팀 심포지엄 자료집」, 한국법학원, 2021.
임재연, “상장회사 특례규정에 관한 상법개정시안 검토”, 「인권과 정의」 제373호, 대한변호사협회, 2007.
정쾌영, “주주총회의 활성화를 위한 과제”, 「기업법연구」 제30권 제2호, 한국기업법학회, 2016.
천경훈, “2020년 개정상법의 주요 내용과 실무상 쟁점”, 「경제법연구」 제20권 제1호, 한국경제법학회, 2021.
천경훈, “상장회사 특례규정과 소수주주권 행사요건”, 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020.
최문희, “스튜어드십 코드의 법적 쟁점 －국민연금의 경영관여와 주주권 행사를 중심으로-”, 「BFL총서⑯ 상장회사법의 쟁점」, 서울대학교 금융법센터, 2020.
최준선, “이사 선임에 관한 의안 검토 : 2016년 국회제출 상법개정안을 중심으로”, 「상사판례연구」제29집 제4권, 한국상사판례학회, 2016.
한국상사법학회, “(정부안 관련) 의견제시요청에 대한 한국상사법학회의 회신”, 2020.
황현영, “경제 환경 변화에 따른 감사제도의 전면 개정 필요성에 관한 소고”, 「상사법연구」 제38권 제2호, 한국상사법학회, 2019.

3. 기타 자료

경제개혁연대, “재계의 ‘공정경제 3법’ 관련 주요 주장에 대한 비판 및 반론”, 경제개혁이슈, 2020.
공정거래위원회, 「2021년 공시대상기업진단 지배구조 현황 분석」, 공정거래위원회 기업집단국 기업정책과, 2021.
국회의안정보시스템 <http://likms.assembly.go.kr/bill/main.do>.
금융감독원 전자공시시스템 <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do>.
뉴데일리경제 2021년 10월 5일 기사, “한국거래소, 개정상법 반영 공시항목 신설…불성실공시 제재 합리화, <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2021/10/05/2021100500061.html>.
뉴스토마토 2021년 3월 9일, “4월 주총 여는 기업 나왔다…5~6월 ’장미주총’ 등장할까”,

<http://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1029469>.

대한경제 2021년 3월 31일, “12월 결산 상장사 3곳, 상법 개정 후 첫 4월 주총 개최”, <https://www.dnews.co.kr/uhtml/view.jsp?idxno=202103310916571780827>.

리걸타임즈 2020년 12월 31일 기사, “[리걸타임즈 ’기업과 법’] 공정경제 3법과 시사점”, <https://www.legaltimes.co.kr/news/articleView.html?idxno=57539>.

머니투데이 2021년 2월 27일 기사, “정기 주주총회, 왜 3월 말에 몰아서 할까”, <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2021022613300430862>.

블로터 2021년 3월 26일 기사, “LG 인적분할 통과…’화이트박스’가 반대한 3가지 이유는”, <https://www.bloter.net/newsView/blt202103260006>.

소비자가 만드는 신문 2021년 2월 26일 기사, “3월 주총 앞두고 한진·금호석유화학·한국타이어 오너간 갈등 부글부글”, <http://www.consumernews.co.kr/news/articleView.html?idxno=621296>.

세계일보 2021년 3월 28일 기사, “’3%룰’ 경영권 분쟁 불씨… ‘찻잔 속 태풍’인가 ‘쓰나미 전조’인가 [뉴스 인사이드]”, <http://www.segye.com/newsView/20210326512459?OutUrl=naver>.

시사뉴스 2022년 3월 25일 기사, “다음주 주주총회, SK·두산그룹 등 1546개 상장사 몰려”, <http://www.sisa-news.com/news/article.html?no=193637>.

조선비즈 2021년 3월 23일 기사, “4대 금융지주 사외이사 대거 연임…美 ISS, 신한·우리 결정에 반대”, <https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2021/03/23/2021032302828.html>.

팍스넷뉴스 2021년 3월 2일 기사, “[상법개정안 논란] ’연말에 사도 배당 못받는다?’ 배당기산일 폐지”, <https://paxnetnews.com/articles/71395>.

한국경제신문 2020년 9월 22일 기사, “[단독] 상법 개정안, 코스닥 기업에 더 위협적”, <https://www.hankyung.com/politics/article/2020092286691>.

한국경제신문 2022년 1월 11일 기사, “’공공부문 노동이사제’의 거의 모든 것”, <https://www.hankyung.com/economy/article/202201110575i>.

한경 경제 2022년 3월 31일 기사, “’감사인 선임’ 소액주주에 두손 든 SM…주가 8만원대 급등”, <https://www.hankyung.com/economy/article/2022033144927>.

MoneyS 2020년 7월 19일 기사, “경제단체, 상법개정 투기자본 악용으로 경영위협”, <https://moneys.mt.co.kr/news/mwView.php?no=2020071914568076645>.

THE FACT 2022.3.31. 기사, “[TF현장] ‘소액 주주 웃었다’...SM엔터, 주총서 주주제안 수용”, <http://news.tf.co.kr/read/entertain/1928216.htm>.

Abstract

A Study on Principal impacts and improvement of the Commercial Act Revised in 2020

Lee, Hyeon-Kyun

The Commercial Act was amended on December 29, 2020 in order to strengthen minority shareholders' rights and improve corporate governance, for which one member of the audit committee should be appointed separately, the quorum requirements of decision-making were eased when electronic voting is introduced, and Article 350 (4) of the Commercial Act has been deleted.

All of the amendments refer to issues that were previously discussed and studied. The revised commercial Act 2020 should, however, be scrutinized to determine whether it achieved legislative objectives, whether the arguments and legislative effects expected before introduction were valid, and whether there were any defects and problems occurred in the operation of various systems under the commercial Act 2020.

Among various topics, this paper analyzed the practical effects and operational problems focus on overlapping minority shareholder rights, improvements in record date, and audit committee.

Because of the Commercial Act 2020 specifying different application requirements for every revision, many companies are expected to be affected. Approximately 510 companies with assets of more than 2 trillion won that have the duty of establishing an audit committee as well as those with assets of less than 2 trillion won but more than 100 billion won who have voluntarily established the audit committee could be subject to separate election of auditors. Overlapping minority shareholder rights would apply to all of a listed company. The record date improvement would apply to all companies.

Until now, shareholder rights protection and corporate governance have shown little improvement. However, the revised Commercial Act identified how minority shareholder rights and corporate governance could be improved and established a legal system to

protect minority shareholder rights.

However, there are still many improvements to be made. Hence, future amendments to the Commercial Act should take into account the interests of corporations and shareholders, as well as all of the problems in operations.

Key Words : Revised Commercial Act 2020, Audit Committee, Minority Shareholder Rights, Record Date System, Corporate Governance, Shareholders' Meeting

▣ 논 단

상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적에 관한 연구

박 창 규
고려대학교 ICR센터 전임연구원 / 법학박사

요 약 문

우리나라는 합병이 아니더라도 지배주주가 소수주식을 전부 취득하여 소수주주를 축출할 수 있는 소수주식 전부취득제가 존재한다. 이때 지배주주가 소수주주를 축출하기 위해서는 경영상 목적이 필요하다. 이러한 경영상 목적은 합병과정에서 소수주주가 축출되는 경우 정당한 사업상 목적을 요구하는 과거 미국의 판례법에서 유래된 것이다.

1970년대와 1980년대의 미국 법원은 소수주주가 축출되는 합병 사례에서 경영상 목적의 판단이 활발했다. 미국 판례가 인정한 경영상 목적의 구체적 내용은 (i) 회사경영상 어려움의 극복, (ii) 주주간 갈등의 조정, (iii) 투자 수익의 확보, (iv) 외부 투자유치를 통한 회사 자금의 확보 (v) 중복 투자 방지, (vi) 회사경영의 효율화, (vii) 회사 비용의 절감, (viii) 이해충돌의 방지 등이다. 미국 판례는 다양한 내용의 경영상 목적을 인정했고 결과적으로 합병이 소수주주 축출만을 목표로 하는 경우가 아니라면 경영상 목적을 폭넓게 인정했다.

상법상 소수주식 전부취득제에서 요구하고 있는 경영상 목적은 소수주주를 보호하기 위한 것이다. 그러나 경영상 목적은 본질적으로 상법상 소수주식 전부취득제와 양립할 수 없다. 상법이 경영상 목적을 요구하는 것은 소수주주 축출만을 목적으로 하는 지배주주의 소수주식 취득은 인정될 수 없다는 것인데 이는 소수주주 축출 자체를 본질적 목적으로 하는 소수주식 전부취득제의 취지와 모순이 되기 때문이다. 이와 관련하여 우선 상법은 합병과 소수주식 전부취득제가 다르다는 것을 간과하고 있다. 소수주주 축출 시 경영상 목적을 인정하는 미국 판례는 기본적으로 합병과 관련된 사례로서 지배주주가 합병을 통해 자신의 이익을 취하고 회사에 손해를 끼치는 것을 방지하기 위해 충실의무 위반의 관점에서 경영상 목적을 요구했다. 이에 반해 상법상 소수주식 전부취득제는 합병이 아니라 지배주주의 소수주식 취득을 위해 상법이 정한 별도의 제도이기 때문에 지배주주가 회사에 손해를 끼쳐 충실의무 위반이 문제될 여지가 적다. 또한 미국 판례에서 경영상 목적을 요구하는 것은 합병과정에 대한 법원의 정당한 개입을 위한 것이었다. 미국 법원은 공정한 결과를 가져오는 합병도 사기적일 수 있다고 보았기 때문에 경영상 목적을 통해 정당한 개입을 하고자 하였다. 그러나 상법상 소수주식 전부취득제는 소수주주 축출 자체가

목적이므로 법이 정한 절차를 거치기만 하면 그 과정에서 지배주주의 사기적 행위가 문제될 가능성이 거의 없다. 그리고 미국은 지배주주 개인적 이익만을 위한 합병은 경영상 목적 자체를 인정하지 않았는데 상법상 소수주식 전부취득제는 소수주식 전부를 취득하려는 지배주주의 개인적 이익을 중심으로 하는 제도이다. 아울러 증거개시제도가 있는 미국과 달리 우리나라는 증거개시제도가 없기 때문에 지배주주의 진정한 경영상 목적을 파악하기가 어렵다. 뿐만 아니라 미국 판례의 경영상 목적은 폭넓게 인정되었기 때문에 우리나라의 경우에도 경영상 목적이 인정되지 않는 경우는 거의 없을 것이다. 결국 상법의 경영상 목적의 실익은 적다고 할 수 있다.

이러한 면을 고려할 때 상법상 소수주식 전부취득제에 경영상 목적을 별도로 요구하는 것은 타당하지 않다. 그러므로 입법론적으로 경영상 목적을 삭제하는 것이 소수주식 전부취득제의 본질에 부합한다. 하지만 경영상 목적을 요구하는 현행 상법을 고려한다면 미국 판례에서 인정된 내용을 고려하여 경영상 목적을 폭넓게 인정하는 것이 바람직하다. 중요한 것은 경영상 목적의 의미를 과도하게 엄격히 해석하여 지배주주의 소수주식 취득을 제한해서는 안 된다. 또한 경영상 목적은 소수주식 전부취득제에서 주식매매가격의 공정성을 판단하는 종합적인 요소의 하나로서 고려되는 것이 타당하다.

주제어 : 간이합병, 경영상 목적, 교부금합병, 소수주주, 소수주식 전부취득제, 소수주주 축출, 지배주주, 충실의무, 비공개회사 변경

〈目　次〉

Ⅰ. 서 론

Ⅱ. 소수주식 전부취득제의 의의
1. 교부금합병과 소수주주 축출
2. 소수주식 전부취득제의 개념
3. 소수주식 전부취득제의 요건과 절차

Ⅲ. 소수주식 전부취득제의 경영상 목적에 대한 검토
1. 경영상 목적의 의의
2. 미국 판례의 경영상 목적의 의미
3. 경영상 목적에 대한 판단

Ⅳ. 결 론

Ⅰ. 서 론

소수주주의 축출은 다수주주가 소수주주의 의사에 반하여 소수주주의 지분을 박탈하여 소수주주를 제거하는 것을 의미한다.[1] 소수주주는 합병이나 주식병합 등의 과정에서 다수주주에 의해 축출될 수 있는데 우리나라는 2011년 상법 개정을 통해 합병이나 주식병합 등의 방법을 통하지 않고도 일정한 요건 하에서 지배주주가 소수주식을 전부 취득하여 소수주주를 축출할 수 있는 소수주식 전부취득제를 도입하였다.

상법상 소수주식 전부취득제를 통해 지배주주가 소수주주를 축출하기 위해서는 경영상 목적이 필요하다. 이러한 경영상 목적은 합병과정에서 소수주주가 축출되는 경우 정당한 사업상 목적(legitimate business purpose)을 요구하는 미국 판례법에서 유래된 것으로 알려져 있다.[2] 하지만 소수주주의 축출 자체가 목적인 소수주식 전부취득제에서 별도의 경영상 목적을 요구하는 것이 타당한지는 의문이다. 또한 상법이 요구하고 있는 경영상 목적의 구체적인 내용을 확인하는 것도 쉽지 않다. 따라서 본고에서는 미국 판례를 중심으로 경영상 목적의 구체적 내용을 검토한 후 경영상 목적이 상법상 소수주식 전부취득제에 필요한 것인지에 대해 논의하기로 한다.

Ⅱ. 소수주식 전부취득제의 의의

소수주주의 축출은 교부금합병(cash-out merger)과 같은 기업구조재편의 효과로 발생하거나 소수주식 전부취득제(squeeze-out)와 같은 특정한 제도에 의해 강제적으로 이루어질 수 있다.[3]

---

1) 이동건/유명현/이승진, "상법상 소수주주 축출 방안과 관련한 법률상·실무상 쟁점 – 지배주주의 매도청구권, 교부금합병, 주식병합을 중심으로 -", 「법조」, 제61권 제9호(2012), 247면; Coates, John C. IV, ""Fair Value" as Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions", 「University of Pennsylvania Law Review」, Vol. 147 No. 6, 1999, p. 1253.

2) 김동근, "소수주주 축출제도 도입에 따른 소수주주 보호와 공정한 가격산정 기준", 「동북아법연구」, 제5권 제3호(2012), 180~181면; 김태진, "일본의 2011년 회사법 개정 중간시안에 관한 연구 – 지배주주에 의한 소수주식 전부취득제도 활용을 위한 모색", 「상사법연구」, 제31권 제1호(2012), 173면; 서완석, "상법상의 소수주주 축출제도 – 소수주식 강제매수제도와 교부금 합병제도를 중심으로 -", 「상사법연구」, 제30권 제2호(2011), 432면; 송종준, "소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향", 「기업법연구」, 제26권 제1호(2012), 87면; 육태우, "개정상법상 소수주주축출제도에 관한 연구", 「경영법률」, 제22권 제2호(2012), 19면; 정준우, "지배주주의 주식매도청구권에 관한 입법론적 재검토", 「법과 정책연구」, 제12권 제2호(2012), 19면; 황현영, "최근 판례를 통해 살펴본 지배주주의 매도청구권제도 관련 문제점 및 개정방안", 「상사법연구」, 제37권 제3호(2018), 526면.

3) 주식병합 과정에서 소수주주가 축출되는 경우도 있다. 최근 이에 대한 대법원의 판결이 있었다. 대법원은 10,000:1의 비율로 주식병합이 이루어져 결과적으로 주주가 2명만 남게 된 자본금감소 무효 사건에서 주식병합으로 인해 소수주주가 주주의 지위를 상실하였다고 하더라도 그 자체로 위법한 것은 아니라고 하였다. 대법원 2020. 11. 26 선고 2018다283315 판결. 소수주주 축출에 대한 논의는 미국의 소수주주 축출 합병에서 비롯된 것이다.

미국의 경우 소수주주 축출은 교부금합병과 공개매수 후 교부금합병이 많이 사용된다.[4] 그러나 별도의 소수주식 전부취득제는 존재하지 않는다.[5] 독일은 교부금합병이 인정되지 않지만[6] 소수주식 전부취득제가 존재한다. 일본은 교부금합병도 인정되고 소수주식 전부취득제인 특별지배주주의 주식등매도청구도 인정된다.[7] 우리나라는 교부금합병(제523조 제4호, 제524조 제4호)과 소수주식 전부취득제(상법 제360조의24 제1항)가 모두 인정된다.

1. 교부금합병과 소수주주 축출

미국의 교부금합병은 대상회사를 합병하면서 대상회사의 소수주주에게 인수회사의 주식이 아닌 현금을 교부하는 것인데 이 과정에서 소수주주가 축출된다.[8] 공개매수 후 교부금합병은 공개매수를 통해 대상회사의 주식을 90% 이상 매수한 후 합병을 실시하여 소멸되는 대상회사의 소수주주에게 현금을 교부하여 소수주주를 축출하는 2단계 절차가 진행된다.[9] 이때 공개매수 후 교부금합병은 주로 소멸회사의 주주총회가 필요 없는 간이합병(short-form merger)[10]이 이용된다.[11][12]

일본은 2005년 회사법 제정을 하면서 합병대가로 금전 기타 재산의 교부가 가능하도록 하였

김화진, "소수주식의 강제매수제도", 「서울대학교 법학」, 제50권 제1호(2009), 323면. 그러므로 본고는 소수주주 축출 합병과 소수주식 전부취득제에 대해 논의하는 것을 기본으로 한다. 주식병합에 따른 소수주주 축출은 본고의 논의를 벗어나므로 별도로 언급하지 않는다.

4) 문기석, "미국 소수주주축출 제도의 최근 동향에 관한 연구 : 거래 형태에 따른 상이한 사법 심사 기준의 발달을 중심으로", 「사법」 제19호(2012), 35면, 37면.

5) 김화진, 앞의 글, 324면.

6) 권상로, "독일법상 소수주주 강제축출제도에 관한 연구", 「법학논총」 제22권 제2호(2015), 563면.

7) 일본의 경우 전부취득조항부 종류주식의 취득에 의해서 소수주주가 축출되기도 한다. 일본의 전부취득조항부 종류주식은 2005년 일본 회사법 제정 시에 새롭게 인정된 것으로서 회사의 임의정리 시 100% 감자를 하기 위한 수단으로 도입되었다고 한다. 전부취득조항부 종류주식은 주주총회 특별결의를 통해 그 종류의 주식 전부를 취득할 수 있다(일본 회사법 제108조 제1항 제7호, 제2항 제7호, 제171조 내지 제173조의2). 김경일, "소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구", 「상사법연구」, 제36권 제3호(2017), 231면.

8) 문기석, 앞의 글, 35-36면; 정봉진, "2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도", 「강원법학」, 제35권(2012), 478면.

9) 서완석, 앞의 글, 389-390면; 이동건·유명현·이승진, 앞의 글, 248~251면.

10) 인수회사가 소멸되는 대상회사의 주식을 90% 이상 보유할 경우, 인수회사의 이사회 결의만으로도 합병이 가능한데 이를 간이합병(short-form merger)이라고 한다. Welch, Edward P./Saunders, Robert S./Land, Allison L./Voss, Jennifer C./Turezyn, Andrew J., 「Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals 2020 Edition」, Wolters Kluwer, 2020, p. GCL-919.

11) 문기석, 앞의 글, 35~36면.

12) 미국의 경우 초기의 보통법(common law) 개념에서는 소수주주를 축출할 수 없었지만 1925년 플로리다(Florida)주(州)에서 성문법으로 최초로 교부금합병을 허용한 후부터 아칸소(Arkansas)州, 캘리포니아(California)州, 오하이오(Ohio)주(州)와 같은 다른 주(州)에서도 교부금합병을 허용하기 시작했고 이에 따라 소수주주 축출이 가능해졌다고 한다. Weiss, Elliott J., "The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective", 「New York University Law Review」, Vol 56 No 4, 1981, pp. 627~633.

다.[13] 따라서 소멸회사의 주주에게 인수회사의 주식이 아닌 금전 기타 재산을 교부할 수 있고,[14] 이 과정에서 소멸회사를 합병하면서 소주주주에게 금전을 교부하고 축출하게 된다.[15] 합병 시 소멸회사의 주주총회 특별결의가 필요하고,[16] 합병에 반대하는 주주는 회사를 상대로 공정한 가격에 매수할 것을 청구할 수 있게 된다(일본 회사법 제785조, 제797조, 제806조).[17]

우리나라는 2011년 상법 개정과 2015년 상법 개정을 통해 교부금합병이 가능하게 되었기 때문에 이를 통해 소수주주 축출의 효과가 발생할 수 있다. 흡수합병이나 신설합병의 경우 소멸회사의 주주에게 그 대가의 전부 또는 일부로서 금전 또는 그 대체물 등을 지급할 수 있고(제523조 제4호, 제524조 제4호), 합병 후 소멸회사의 소수주주에게 금전을 지급하게 되면 소수주주의 축출 효과가 발생하게 된다.

2. 소수주식 전부취득제의 개념

소수주식 전부취득제는 지배권을 보유한 다수주주가 소수주주의 의사에 반해 소수주주의 주식 전부를 강제로 취득하는 제도[18]를 의미한다. 소수주식 전부취득제는 소수주주를 강제로 축출하는 것이어서 주주는 회사의 구성원으로서 의사에 반해 퇴출될 수 없다고 보았던 전통적인 관점에 대한 전환을 가져오는 것이다.[19] 또한 소수주식 전부취득제는 합병 등의 효과로 소수주주 축출을 가져오는 것이 아니라 처음부터 소수주주의 축출을 목적으로 하는 제도라고 할 수 있다.

소수주식 전부취득제는 영국 회사법에서 유래한 것이다.[20] 영국은 1929년에 소수주주의 주식을 강제로 매수할 수 있는 권리를 인정하였고 1985년 회사법에서 공개매수자가 10% 미만의 소수주주의 보유주식의 취득에 실패할 경우 공개매수자가 잔여주식을 강제로 취득할 수 있는 권리를 인정하여 강제적인 취득을 합법화하였다.[21] 2006년 영국 회사법은 공개매수자가 공개매수를 통해 대상회사가 발행하는 주식의 90% 이상 취득할 경우 나머지 주식을 강제적으로 취득할 수 있고 소수주주도 자신의 주식을 공개매수자에게 매수를 요구할 수 있도록 한다(영

---

13) 김경일, “소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구”, 236면.
14) 일본 회사법 제749조 제1항 제2호, 제751조 제1항 제2호·제3호, 제758조 제4호, 제760조 제4호·제5호, 제768조 제1항 제2호, 제770조 제1항 제2호·제3호.
15) 김경일, “소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구”, 237~238면, 241면.
16) 김경일, 위의 논문, 242면.
17) 김경일, 위의 논문, 243면.
18) 서완석, 앞의 글, 388면.
19) 송종준, “소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성 - 미국·영국·독입법의 비교분석을 중심으로 -”, 2면; 황현영, ”소수주주축출의 실무상 쟁점과 향후 과제“, 「인권과 정의」, 제461호(2016), 48면.
20) 이철송, 회사법강의(제26판), 박영사, 2018, 1175면.
21) 송종준, “소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성 - 미국·영국·독입법의 비교분석을 중심으로 -, 3면, 10면.

국 회사법 제974조 내지 991조).[22] 따라서 영국의 소수주식 전부취득제는 공개매수를 먼저 해야 하는 특징을 가진다.[23]

독일은 2001년 주식회사법(Aktiengesetz)을 개정하여 소수주식 전부취득제를 명문화하였다. 주주총회 개최와 같은 소수주주와 관련한 형식적 절차 비용이 증가하며, 소수주주가 자신의 권리를 남용하여 무의미한 소송을 제기할 경우 회사의 불필요한 비용과 노력이 소모될 수 있고, 특히 소수주주로 인해 회사에 필요한 기업구조재편 등이 어려워질 수 있다는 점[24] 등을 고려하여 소수주식 전부취득제를 도입했다. 그러나 현재까지 기업에서 실제 활용은 크지 않다고 한다.[25]

일본도 2014년 회사법을 개정하여 소수주식 전부취득제를 인정하였다. 전체 주주의 의결권의 90%를 보유한 주주가 소수주주의 주식 매도를 청구할 수 있다.

우리나라는 2011년 상법 개정 시 소수주식 전부취득제를 도입하였고(상법 제360조의24 내지 제360조의26), 95%이상의 지분을 자기의 계산으로 보유하는 주주(이하 "지배주주")[26]는 소수주주의 주식의 매도를 청구할 수 있다. 소수주주도 지배주주에게 자신의 주식의 매수를 청구할 수 있다. 우리나라는 회사의 주주관리비용을 절감하고 경영상 효율을 높이기 위한 명분으로 소수주식 전부취득제를 도입했고,[27] 이를 통해 회사는 주주총회 개최비용 등을 절감하고 다수주주의 신속한 의사결정이 가능하며, 소수주주는 자신의 출자를 회수할 수 있다고 보았다.[28]

소수주식 전부취득제는 지배주주에 의해 소수주주의 재산권이 침해되고[29] 소수주주가 차별적인 취급을 받는다는 문제를 가지고 있다.[30] 또한 주주는 회사의 구성원으로서 자신의 의사에 반하여 퇴출되지 않는다는 전통적인 회사법의 이념과도 배치되는 부분이 있다. 그러나 복잡해지는 경제적·사회적 환경에서 회사경영의 효율성 증대라는 측면과 자본시장의 투자자[31]로서의 현실적인 주주의 성격을 고려한다면 소수주주의 퇴출을 무조건 부정적으로만 볼 수는

---

22) 김경일, "소수주주축출에 관한 영국의 법리 연구", 「상사법연구」, 제36권 제2호(2017), 351면.
23) 노혁준, "소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구 – 도입형태와 가격산정을 중심으로 -", 「상사법연구」, 제26권 제4호(2008), 244면.
24) 최병규, "독일의 Squeeze-Out제도에 관한 연구", 「한독법학」, 제14권(2003), 493면; 권상로, 앞의 글, 559~561면.
25) 정준우, "상법상 주식매도·매수청구권에 관한 주요쟁점 검토 – 최근의 대법원 판례를 중심으로 -", 「법학연구」, 제22집 제2호(2019), 321면.
26) 본 조항의 지배주주의 정의는 상법상 소수주식 전부취득제에 한하여 사용되는 것이다. 일반적 의미의 지배주주의 개념과는 다르다. 일반적인 의미의 지배주주는 단독으로 또는 다른 주주와 함께 회사의 의사결정과 경영에 대해 실질적인 지배력을 행사할 수 있는 주주라고 정의될 수 있다. 박창규/유진희, "지배주주에 대한 회사기회유용금지 법리의 적용에 관한 시론(試論)", 「경희법학」, 제56권 제4호(2021), 377면.
27) 송옥렬, 상법강의(제12판), 홍문사, 2022, 888면; 이철송, 앞의 책, 1174면.
28) 육태우, 앞의 글, 2면; 문기석, 앞의 글, 30~31면.
29) 노혁준, 앞의 글, 237면.
30) 서완석, 앞의 글, 409면.
31) Holger Fleischer, "Das neue Recht des Squeeze out," 31 Zeitschrift für Unternehmensund Gesellschaftsrecht 757, 766-767 (2002) 참조, 김화진, 앞의 글, 322면에서 재인용; 서완석, 앞의 글, 405면.

없다. 그러므로 회사경영의 효율성을 추구하는 지배주주와 주주로서의 소수주주간의 이익의 조정이 필요하게 된다. 이러한 이익의 조정은 소수주주의 강제적 퇴출을 정당화할 수 있는 이유인데 이를 위해 상법은 정당한 경영상 목적과 공정한 매매가액의 산정을 요구한다.

3. 소수주식 전부취득제의 요건과 절차

소수주식 전부취득제는 우리나라뿐만 아니라 영국, 독일, 일본 등에서 인정하고 있다. 앞서 언급한 대로 미국은 별도의 소수주식 전부취득제를 인정하지 않는다. 영국, 독일, 일본, 우리나라의 소수주식 전부취득제의 요건과 절차에 대해서 알아보기로 한다.

가. 영국의 소수주식 전부취득제

영국은 소수주식 전부취득제가 공개매수 제도와 관련되어 있다. 우선 회사 주식 전부(all the shares)를 취득하며 취득하는 모든 주식에 대해 동일한 조건(the terms of the offer are the same)이 적용된다는 공개매수 청약(takeover offer)이 있어야 한다(영국 회사법 제974조 제1항 내지 제3항).[32] 이때 공개매수자는 공개매수대상 주식(the shares to which the offer relates)의 90% 이상을 취득해야 한다(영국 회사법 제979조 제1항 내지 제4항). 공개매수대상 주식의 90% 이상을 취득한 공개매수자는 취득일로부터 3개월 내에 소수주주에게 잔여주식의 매수의사를 통지할 수 있다(영국 회사법 제979조 제2항, 제4항, 제980조 제2항). 공개매수자는 통지일로부터 6주 후에 회사에게 주식의 대가를 지급해야 하고(영국 회사법 제981조 제6항), 소수주주가 법원에 이의를 신청하지 않는 경우 공개매수자에게 소수주주의 주식을 취득할 수 있는 권리와 의무가 발생한다(제981조 제1항, 제2항). 공개매수자는 통지 사본과 소수주주의 양도증을 회사에 제공해야 하고 회사가 양도증을 수령하게 되면 공개매수자를 해당 주식의 소유자로 등록해야 한다(영국 회사법 제981조 제7항). 공개매수자의 잔여주식 매수에 반대하는 소수주주는 법원에 이의신청이 가능하다(영국 회사법 986조 제1항, 제2항, 제4항 내지 제7항, 제9항, 제10항). 이때 잔여주식 매수의 불공정성은 소수주주가 증명해야 하는데 공개매수자의 잔여주식 매수청구는 기본적으로 공정한 것으로 추정된다. 회사 주주의 90% 이상이 이미 동의한 것이기 때문이다.[33] 한편 공개매수자가 회사 주식의 90%를 취득했다면 소수주주의 주식매수청구권도 인정된다(영국 회사법 제983조 제1항 내지 제4항). 그런데 영국은 소수주식 전부취득과 관련하여 별도의 경영상 목적을 요구하지 않는다.

---

32) 영국 회사법(Companies Act 2006)의 내용은 아래 사이트를 참조하였다.
<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (2022. 2. 17. 방문).

33) 송종준, "소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성 – 미국·영국·독일법의 비교분석을 중심으로 -, 11면.

나. 독일의 소수주식 전부취득제

독일의 경우 자본금(Grundkapitals, share capital)의 95% 이상을 보유한 지배주주(Hauptaktionär, principle shareholder)는 회사에 대해 주주총회를 개최하여 소수주주(Minderheitsaktionäre, minority stockholder)의 축출을 요구할 수 있다(독일 주식회사법 제327a조 제1항).[34] 이때 소수주주 축출을 위해서는 정당한 현금보상이 있어야 한다(독일 주식회사법 제327a조 제1항, 제327b조). 회사는 주주총회를 개최하고 소수주주의 축출과 소수주식의 정당한 보상가액을 결의한다(독일 주식회사법 제327a 제1항, 제327c조, 제327d조). 지배주주는 주주총회 개최 전에 소수주주에 대한 현금지급과 관련된 의무 이행을 보증하는 확인서를 이사회에 제출해야 한다(독일 주식회사법 제327b조 제3항). 또한 지배주주는 현금지급의 적정성을 설명하고 정당화하는 서면을 주주총회에 제출하는데, 지배주주의 신청에 따라 법원이 선임한 전문감사인이 현금보상의 적정성을 감사해야 한다(독일 주식회사법 제327c조 제2항). 주주총회 결의 후 상업등기부에 등기 시 소수주주의 주식은 지배주주에게 이전되며(독일 주식회사법 제327e조 제3항), 지배주주는 현금을 소수주주에게 지급해야 한다. 독일은 소수주주의 주식매수청구권을 인정하지 않고, 소수주식의 전부 취득 시 별도의 경영상 목적도 요구하지 않는다.

다. 일본의 소수주식 전부취득제

일본의 경우 회사 총주주 의결권의 90% 이상을 보유한 주주(이하 "특별지배주주", 特別支配株主)는 소수주주에게 소수주식 전부를 자신에게 매도할 것을 청구할 수 있다(일본 회사법 제179조 제1항).[35] 특별지배주주는 취득일 등을 포함하여 소수주식 매도청구를 회사에 통지하고 이에 대해 회사의 승인을[36] 얻어야 하며, 회사는 승인 후 특별지배주주에게 승인 내용을 통지해야 한다(일본 회사법 제179조의3 제1항, 제4항). 회사는 승인 후 소수주식 취득일의 20일 전까지 소수주주에게 소수주식 매도청구를 통지해야 한다(일본 회사법 제179조의4 제1항 제1호). 또한 회사는 소수주주에 대해 통지한 날부터 취득일 후 6개월이 경과할 때까지 특별지배주주의 매도청구와 관련된 사항을 본점에 비치해야 한다(일본 회사법 제179조의5 제1항). 취득일에 특별지배주주는 소수주식 전부를 취득하게 되며(일본 회사법 제179조의9 제1항), 소수주식 대가를 소수주주에게 지급해야 한다.[37] 회사는 취득 후에도 소수주식 취득과 관련된 사항을 공

---

34) 독일 주식회사법(Aktiengesetz)의 내용은 아래 사이트에서 확인하였다. <영어: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p1769>, <독일어: https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> (2022. 2. 16. 방문).

35) 일본 회사법(会社法)의 내용은 아래 사이트에서 확인하였다. <https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=417AC0000000086> (2022. 2. 17. 방문).

36) 주주총회의 승인을 의미하는 것은 아니다. 김경일, "소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구", 224면.

37) 김경일, 위의 글, 222면.

개해야 한다(일본 회사법 제179조의10 제1항, 제2항). 소수주주는 취득일 20일 전부터 취득일 전날까지 법원에 주식의 매매가격 결정을 신청할 수 있다(일본 회사법 제179조의8 제1항). 일본은 소수주식 전부취득과 관련하여 소수주주의 주식매수청구권을 인정하지 않으며 별도의 경영상 목적도 요구하지 않는다.

라. 우리나라의 소수주식 전부취득제

우리나라의 경우 상법은 회사의 발행주식총수의 95% 이상을 자기의 계산으로 보유하고 있는 지배주주에게 회사의 경영상 목적을 달성하기 위해 주주총회의 승인을 거쳐 소수주주에게 그 보유하는 주식의 매도를 청구할 수 있도록 한다(상법 제360조의24 제1항). 지배주주로부터 매도청구를 받은 소수주주는 매도청구를 받은 날로부터 2개월 내에 지배주주에게 주식을 매도해야 한다(상법 제360조의24 제6항). 매매가격은 지배주주와 소수주주간의 협의로 결정하는데(상법 제360조의24 제7항), 매도청구를 받은 날로부터 30일 내에 매매가액에 대한 협의가 이루어지지 않는 경우 지배주주 또는 소수주주는 법원에 매매가액의 결정을 청구할 수 있다(상법 제360조의24 제8항). 이때 법원은 회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 공정한 가액을 산정해야 한다(상법 제360조의24 제9항). 주식의 이전은 대금지급과 동시에 이루어진다(상법 제360조의26 제1항). 지배주주의 매도청구권은 형성권이기 때문에 매도청구를 할 때 소수주주의 승낙과 무관하게 매매계약이 체결되고 상기한 2개월은 지배주주의 대금지급의무의 이행기가 된다.[38] 상법은 지배주주의 매도청구권에 대응하여 소수주주의 주식매수청구권을 인정한다. 소수주주는 언제든지 지배주주에게 자신이 보유한 주식의 매수를 청구할 수 있다(상법 제360조의25 제1항). 지배주주는 소수주주가 매수를 청구한 날을 기준으로 2개월 내에 해당 주식을 매수해야 한다(상법 제360조의25 제2항). 매수가격은 지배주주의 매도청구권과 같은 방법으로 결정한다(상법 제360조의25 제3항 내지 제5항). 또한 지배주주가 대금지급을 하는 동시에 주식이 이전된다(상법 제360조의26 제1항). 소수주주의 매수청구권도 형성권이기 때문에 소수주주가 매수청구를 할 때 매매계약이 체결되고 지배주주의 대금지급의무의 이행기는 2개월 내가 된다.[39] 그러나 소수주주의 매수청구권은 지배주주의 매도청구권과 달리 경영상 목적을 요하지 않는다. 소수주주가 스스로 주주의 지위로부터 탈퇴하는 것이어서 경영상 목적을 요구할 필요가 없기 때문이다. 따라서 상법상 경영상 목적은 지배주주가 소수주주의 주식을 전부취득하는 경우에만 요구된다.

---

38) 송옥렬, 앞의 책, 892면.
39) 송옥렬, 위의 책, 893~894면.

〈표 1〉 소수주식 전부취득제 비교

	영국	독일	일본	한국	미국
보유비율	공개매수대상 주식의 90%	자본금의 95%	회사 총주주 의결권의 90%	발행주식총수 의95%	해당사항 없음
경영상 목적	불필요	불필요	불필요	필요	
소수주주의 주식매수청구권	인정	불인정	불인정	인정	

Ⅲ. 소수주식 전부취득제의 경영상 목적에 대한 검토

상법은 지배주주가 소수주식의 전부를 취득하기 위한 요건으로 '회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우'를 규정하고 있다. 영국 회사법상 소수주식 전부취득제에 있어서 이러한 경영상 목적은 존재하지 않는다. 독일의 주식회사법도 마찬가지이다. 독일은 소수주식 전부취득제는 주식회사의 청산과 같은 것이며 청산의 경우 청산결의 그 자체에 정당성이 있다고 보는 것처럼 소수주식 전부취득제에서 소수주주가 축출되는 것도 그 자체로 정당성을 가지고 있다고 본다.[40] 일본의 경우도 소수주식 전부취득제를 도입한 개정시안부터 경영상 목적은 제외되어 있었다.[41] 영국, 독일, 일본의 경우에는 입법자의 결단으로 경영상 목적이 별도로 요구되지 않는 것으로 보인다. 따라서 소수주식 전부취득제를 인정하는 주요 국가에서 경영상 목적을 요구하는 국가는 우리나라뿐이다. 그러므로 경영상 목적의 구체적 내용과 필요성에 대해 검토할 실익이 있다. 이하에서 경영상 목적의 구체적 내용과 필요성에 대해 검토해보기로 한다.[42]

1. 경영상 목적의 의의

가. 경영상 목적에 대한 학설

소수주식 전부취득제는 지배주주와 소수주주의 개인적 거래와 관련하여 지배주주의 일방적

40) 최병규, 앞의 글, 498면.
41) 김태진, 앞의 글, 174면.
42) 엄밀하게 말하면 상법상 소수주식 전부취득제는 지배주주의 매도청구권과 소수주주의 매수청구권을 모두 포함한다. 그런데 상법은 지배주주의 매도청구권(제360조의24)의 경우에만 경영상 목적을 요구한다. 본고는 지배주주의 매도청구권의 경영상 목적을 검토하는 것이므로 별다른 언급이 없는 한 소수주식 전부취득제는 지배주주의 매도청구권을 의미하는 것이다.

의사에 근거하여 주식을 양도하게 하는 제도이다.[43] 따라서 사유재산권의 침해의 가능성이 제기된다. 소수주식 전부취득제의 경영상 목적은 그러한 문제를 최소화하고 지배주주의 매도청구의 합리성을 담보하기 위해 규정된 것[44]으로서 소수주주를 보호하기 위한 것이다. 경영상 목적과 관련해서는 경영상 목적의 내용이 명확하지 않아 구체적 내용을 알기 어렵다는 문제점이 있다. 따라서 소수주주의 축출 그 자체만으로도 경영상 목적이 달성되는지가 쟁점이 된다.

국내의 경영상 목적에 대한 학설은 매우 다양하다. 우선, 경영상 목적은 단순히 소수주주를 축출하고자 하는 의도만으로는 부족하고 소수주주로 인해 회사의 경제적 효율성이 현저하게 저하되거나 소수주주의 경영권 방해 또는 주주권 남용행위가 현저한 경우와 같이 별도의 목적이 필요하다고 보는 견해가 있다(제1설).[45] 경영상 목적을 신주, 전환사채, 신주인수권부사채를 제3자에게 배정하기 위한 요건[46]과 동일하게 해석해야 한다는 견해도 있다(제2설).[47] 제2설과는 달리 경영상 목적을 신주 등을 제3자에게 배정하는 경우보다 넓게 해석하여 회사의 이익증대를 위한 목적이면 족하다는 견해가 있다(제3설).[48] 소수주주 축출 외의 별도의 가치 있는 경제적 목적을 가지고 있어야 한다는 견해도 있다(제4설).[49] 이에 반해 소수주주로 인해 발생되는 회사의 주주 관리비용과 경영상 비효율성을 극복하기 위한 것이라면 소수주주 축출만으로도 경영상 목적을 달성한다는 견해도 있다(제5설).[50] 그리고 소수주식 전부취득제도는 지배주주가 필요하면 언제든지 소수주주와 동업관계를 해소할 수 있도록 하기 위한 것이기 때문에 경영상 목적은 무의미하며 실효성이 없는 조항이라고 보는 견해도 있다(제6설).[51]

위와 같이 다양한 학설이 존재하지만 대부분의 학설은 오로지 소수주주를 축출하기 위한 목적으로만 지배주주가 매도청구권을 행사할 경우 경영상 목적을 인정하는 것에 부정적인 것으로 보인다. 또한 경영상 목적의 내용에 대해서는 구체적으로 언급하지 않는다.

---

43) 이철송, 앞의 책, 1175면.
44) 송옥렬, 앞의 책, 890면; 정준우, "지배주주의 주식매도청구권에 관한 입법론적 재검토", 20면.
45) 권상로, 앞의 글, 567면; 서완석, 앞의 글, 432면
46) 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등을 의미한다. 상법 제418조 제2항 단서(신주), 제513조 제3항 후문(전환사채), 제516조의2 제4항 후문(신주인수권부사채).
47) 이철송, 앞의 책, 1178면; 정봉진, 앞의 논문, 505~506면; 정준우, "지배주주의 주식매도청구권에 관한 입법론적 재검토", 20면.
48) 송옥렬, 앞의 책, 891면; 송종준, "소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향", 87면; 이병기, "개정상법상 지배주주에 의한 소수주식의 전부취득", 「BFL」, 제51권(2012), 125면; 황현형, "최근 판례를 통해 살펴본 지배주주의 매도청구권제도 관련 문제점 및 개정방안", 540면.
49) 육태우, 앞의 글, 32면.
50) 김태진, 앞의 글, 173면; 이동건/유명현/이승진, 앞의 글, 260~261면.
51) 최준선, "기업구조조정 수단으로서의 소수주주의 축출과 소수주주의 보호문제", 「법조」, 제62권 제1호(2013), 52~53면.

나. 경영상 목적에 대한 법원의 입장

소수주식 전부취득제와 관련된 판례는 많지 않다. 경영상 목적을 직접적으로 판단한 사례는 하급심 판례 한 건으로 보이며 대법원에서는 경영상 목적의 구체적 내용을 판단하지 않았다.

경영상 목적을 직접적으로 판단한 하급심 판례[52]에서는 경영상 목적을 소수주주의 재산권 박탈을 정당화할 수 있는 회사이익의 실질적 증대를 뜻하는 것이라고 판결하였다. 본 판결에서 법원은 지배주주가 소수주주의 주식을 강제로 매수하여 사적으로 주식매수에 따른 금융이익을 도모하거나 오로지 소수주주의 퇴출만을 목적으로 하는 경우에는 경영상 목적을 달성하는 것으로 보기 어렵다고 하였다. 하지만 소수주주의 경영권 방해행위 및 주주권 남용에 의하여 회사의 정상적인 경영이 곤란할 것이라는 적극적 요건까지 필요한 것은 아니라고 하였다. 본 판결은 소수주주 축출이라는 목적 그 자체만으로는 경영상 목적에 해당하지 않고 회사 이익의 증대라는 별도의 목적이 필요하다는 입장이다. 앞서 언급한 학설 중 제3설과 가장 유사하다고 할 수 있다.

소수주식 전부취득제와 관련된 의미 있는 대법원 판례는 3건 정도 있는데 모두 경영상 목적과는 직접적인 관련은 없다. 이들 판례는 주식매매가액과 지배주주 요건에 관한 판결이었다. 우선 주식매매가액의 산정방식을 판단했는데 대법원은 상속세 및 증여세법과 그 시행령에서 정한 방법에 따라 수익가치와 자산가치를 가중평균한 방법으로 주식매매가액을 결정했다.[53] 또한 제360조의26의 매매가격에 대해 지배주주와 소수주주간 협의로 결정된 금액 또는 법원이 산정한 공정한 가액인 확정가격을 의미하는 것으로 판결했다.[54] 한편, 지배주주 요건에 대해 자회사의 자기주식은 회사의 발행주식총수에 포함되어야 하고 자회사가 보유하고 있는 자기주식도 모회사의 보유주식에 합산되어야 한다고 하였다.[55] 따라서 대법원이 경영상 목적에 대해 어떻게 생각하는지는 확인하기 어렵다. 다만, 주식매매가격은 확정가격이라고 판결한 사례[56]에서 대법원은 경영상 목적에 대해 별도로 언급을 하지 않았지만 원심에서 원고가 경영상 목적을 충족하지 못했다고 주장하고 피고는 이에 대해 주주관리비용 절감 및 경영효율성 제고를 주장했다고 한다.[57] 이에 근거한다면 대법원은 주주관리비용 절감 및 경영효율성 제고만으로도 경영상 목적을 충족했다고 판단한 것으로 추측할 수 있다.[58]

따라서 추측이기는 하나 위의 대법원의 입장은 경영상 목적에 대해 실질적 회사 이익의 증대라는 별도의 내용을 요구하는 2015년 하급심 판결하고는 다소 결이 다르다고 할 수 있다. 명

52) 서울중앙지방법원 2015. 6. 11. 선고 2014가합578720 판결.
53) 대법원 2016. 12. 23.자 2016마1283 결정; 대법원 2017. 7. 14.자 2016마230 결정.
54) 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결.
55) 대법원 2017. 7. 14.자 2016마230 결정.
56) 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결.
57) 백숙종, "상법 제360조의26의 '매매가액'의 의미", 「대법원판례해설」제123호(2020), 117면.
58) 같은 취지로 백숙종, 위의 글, 117면.

확하지 않으나 대법원은 주주관리비용 절감이나 경영효율성 제고 외의 경영상 목적의 내용에 대해 큰 의미를 두고 있는 것 같지는 않다. 그러나 여전히 경영상 목적의 구체적인 내용에 대한 법원의 입장은 명확하지 않으며 그 결과 경영상 목적의 필요성에 대해서도 고민이 필요하다고 할 수 있다.

2. 미국 판례의 경영상 목적의 의미

미국의 경우 소수주식 전부취득제가 존재하지 않고 주로 교부금합병을 통해 소수주주를 축출하고 있다. 합병과 소수주식 전부취득제는 다른 것이어서 미국의 합병 사례의 경영상 목적을 검토하는 것이 적절하지 않을 수도 있다. 그러나 우리나라 소수주식 전부취득제의 경영상 목적은 미국 판례법의 정당한 사업목적(legitimate business purpose)에서 유래한 것이기 때문에 미국 판례에서 인정되었던 경영상 목적의 내용은 상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적의 내용을 구체화하고 필요성을 검토하는 데 의미가 있다. 합병에서 경영상 목적을 인정했던 미국의 과거 판례를 주(州)법원과 연방법원의 판례로 분류하여 검토해보기로 한다.

가. 주(州)법원의 판례[59]

(1) Gut v. MacDonough 판결[60](매사추세츠주(州), 2007년)

(가) 사실관계

원고 Philippe Gut과 Gwen Pratt Gut (이하 "Gut")은 피고 Westboro Financial Services, Inc. (이하 "Westboro Financial")의 소수주주였다. Westboro Financial은 피고 Westboro Bank의 중간 지주회사였고 피고 Westboro Bancorp. MHC (이하 "Westboro MHC")는 Westboro Financial의 주식 64%를 보유하는 지배주주였다. 피고 Joseph F. MacDonough는 Westboro

59) 델라웨어주(州)의 판례는 미국의 다른 주(州)의 판결에서도 많이 참고하기 때문에 델라웨어주(州)의 판결의 의미는 크다. 알려진 바와 같이 델라웨어주(州)는 과거에는 합병에서 경영상 목적을 요구했다가 Weinberger 판결(Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)) 이후 경영상 목적을 인정하지 않는다. 따라서 경영상 목적을 인정하지 않는 대표적인 주(州)라고 할 수 있다. 현재 델라웨어주(州)는 소수주주 축출이 발생하는 합병에 대해 2가지 기준을 적용한다. 첫 번째는 Weinberger 판결에서 정립된 전체적 공정성 기준(entire fairness standard)이다. 두 번째는 전체적 공정성 기준의 예외로서 MFW 판결(Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014))에서 인정한 요건을 충족하는 것을 전제로 한 경영판단원칙 기준(business judgment standard)이다. Emanuel Steven L., 「Corporations and Other Business Entities (Eighth Edition)」, Wolters Kluwer, 2020, pp. 466-480. 본고에서 검토하는 판례는 과거의 사례이기 때문에 현재 미국 판례의 흐름과 다를 수 있다. 그래서 미국 회사법 판례를 대표하는 델라웨어주(州)의 소수주주 축출 합병과 관련된 현재 판단기준을 언급하였다.

60) Gut v. MacDonough, 23 Mass. L. Rptr. 110 (Mass. Super. 2007).

Bank, Westboro Financial, Westboro MHC의 CEO였다. 그런데 Westboro Bank는 2006년 이전부터 대형은행과의 경쟁, 연방법 준수 강화 및 비용 증가로 인한 이자율 압박 등으로 재정적인 어려움을 겪게 되었다. 이에 따라 어려움을 극복하기 위해 Westboro Bank는 독립적인 고문을 고용하여 재정진단을 받은 후 다른 금융기관과의 합병을 통해 어려움을 극복하기로 결정하였다. 그 결과 Assabet Valley Bancorp (이하 "Assabet")과 합병 협상을 하기로 결정하였다. 이에 대해 소수주주인 Gut는 합병계약의 공정성과 주식매매가격의 적정성 등을 문제 삼아 소송을 제기하면서 예비적 금지명령(preliminary injunction)을 신청하였다.

(나) 사건의 경과

법원은 소수주주 축출을 가져오는 합병의 경우 우선 적절한 경영상 목적이 있는지 확인하고 이것이 확인되면 전체적인 상황을 고려하여 해당 합병이 공정한지 판단해야 한다고 하였다. 법원은 본 사건의 합병에 정당한 경영상 목적이 존재하고 하나의 금융기관만을 협상 상대로 정한 합병 계약도 공정하다고 보았다. 그리고 Westboro Bank의 이사들은 자기거래와 이해충돌 행위를 하지 않았다고 보았다. 또한 법원은 Gut이 문제 삼은 합병계약의 조항 등에 대해서도 문제가 없다고 판단했다. 법원은 예비적 금지명령이 인용될 경우, 주주에게 공정하고 합리적이며 Westboro Bank의 고객이나 지역사회의 필요성을 충족하는 합병을 할 수 있는 유일한 기회가 무산될 위험이 있다고 보았다. 이에 덧붙여 예비적 금지명령이 기각되더라도 원고가 본안에서 승소할 경우, 별도의 구제수단이 존재한다고 보았다. 이에 따라 원고의 예비적 금지명령 신청을 기각하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

본 사건에서 Westboro Bank[61]의 2004년, 2005년의 성과가 하락하였고 그로 인해 Westboro Bank는 2006년에 적자가 발생했다. 이에 따라 Westboro Bank는 지역에서 향후 독립적인 은행으로 영업을 하는 것이 어렵게 되었고 다른 금융기관과의 합병이 필요했다. 법원은 Westboro Bank의 이러한 상황을 Westboro Bank과 Assabet간 합병의 정당한 경영상 목적(legitimate business purpose)으로 보았다.

61) 판결문에는 Westborough라고 표현되었으나 판결문의 전체 내용상 Westboro Bank를 의미하는 것으로 보인다.

(2) Horizon House-Microwave, Inc. v. Bazzy 판결(매사추세츠주(州), 1985년)[62]

(가) 사실관계

Horizon House-Microwave, Inc (이하 "Microwave")는 소수주주인 Emil Bazzy (이하 "Emil")에게 소송을 제기하였다. Emil도 Microwave와 Microwave의 지배주주인 William Bazzy (이하 "William") 등에게 반소를 제기했다.

1958년 형제인 Emil과 William는 잡지를 발행하는 Horizon House, Inc. (이하 "Horizon")을 설립하였다. Emil은 Horizon의 420주를 보유하였고 William은 410주를 보유하였다. Horizon은 극초단파(microwave) 기술과 관련된 잡지를 발행하였는데 William의 지인인 Theodore S. Saad (이하 "Saad")는 극초단파(microwave) 기술에 대한 전문가였다. 이 잡지가 성공하게 되면 Bazzy 형제와 Saad는 Saad가 주주로 참여하는 별도의 회사에서 이 잡지를 발행하기로 하였다. 이 잡지는 성공적이었고 1962년에 Bazzy 형제는 Horizon House-Microwave, Inc (이하 "Microwave")를 설립하고 William이 3,000주, Emil이 1,000주, Saad가 1,000주를 보유하게 되었다. 이후 Horizon의 역할은 Microwave에 대해 사무실 공간을 대여하거나 회계 또는 관리 서비스를 제공하는 방향으로 축소되었다. Saad는 Microwave에서 Horizon에 현금이 무의미하게 지출되는 것이라고 생각하여 Horizon의 서비스 제공의 종료를 원하게 되었다. Saad는 Horizon이 존속해야 할 이유가 적다고 생각했다. 1974년 합병을 하게 되었고 Microwave는 Emil의 Horizon 주식에 대해서는 현금을 지급하고 매수하고 William의 Horizon 주식에 대해서는 Microwave의 주식을 주기로 하였다. 결과적으로 Microwave는 Horizon의 완전모회사가 되는 것이었다. 그러나 Emil은 현금을 받고 주식을 매각하는 것에 부정적이었고 당시에는 합병 승인에 주주 2/3의 찬성이 필요했으므로 달리 방법이 없어 합병계획은 지체되었다. 그러나 이후 법이 개정되어 주주의 과반수의 찬성으로도 합병이 가능해졌는데 당시 William은 과반수의 주식을 가지고 있었다. 그러나 Emil이 보유하고 있는 무의결권 주식의 과반수 찬성 요건 등이 문제가 되어 여전히 합병은 이루어지지 않았다. 결국 Microwave는 삼각합병(triangle merger)를 하기로 하고, Microwave는 완전자회사인 Horizon House Dedham Inc. (이하 "Dedham")을 설립하였다. 삼각합병 계획은 Dedham이 Horizon을 합병하면서 Emil에게는 현금을 지급하고 William에게는 Microwave의 주식을 지급하는 것이었다. 그리고 Horizon을 합병한 Dedham은 사명을 Horizon House로 변경한 후 Microwave가 Horizon House로 사명을 변경한 Dedham을 합병하는 것이었다. 이와 같은 방식을 통해 Microwave만 존속법인으로 남아있게 되었다.

62) Horizon House-Microwave, Inc. v. Bazzy, 21 Mass. App. Ct. 190, 486 N.E.2d 70 (Mass. App. Ct. 1985).

(나) 사건의 경과

1심(superior court)은 본 사건의 합병을 합법이라고 판단했다. 항소심(The Appeals Court of Massachusetts)인 본 법원도 합병을 합법이라고 보고 1심을 인정하였다. 법원은 지배주주의 소수주주에 대한 신인의무(fiduciary duty)를 인정한 후 Emil의 항소는 지배주주의 신인의무 남용에 대한 것이어서 Emil은 Microwave와 William에게 직접 소송을 제기할 수 있다고 판결하였다. Emil은 매사추세츠 회사법의 일반합병 조항을 근거로 Microwave의 주주의 합병 승인 없었기 때문에 본 사건의 합병이 위법하다고 주장했지만, 법원은 매사추세츠 회사법의 간이합병(short-form merger) 조항을 근거로 모회사인 Microwave의 자회사인 Horizon에 대한 흡수합병은 별도의 주주의 승인이 필요하지 않다고 하였다. 또한 본 사건의 합병에는 정당한 경영상 목적(legitimate business purpose)이 존재하며 Emil이 수령한 주식의 대가도 공정하다고 하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

본 사건에서 법원은 Emil이 축출되는 합병에 대해 정당한 경영상 목적을 인정했다. 법원은 Emil과 William의 갈등으로 인해 회사는 적대감과 교착상태에 있었고, 향후 회사에 손해를 끼칠 수 있는 Emil과 William간의 분쟁을 피할 수 있는 회사지배구조가 필요했다고 보았다. 또한 본 사건의 합병은 관련 당사자들의 최선의 이익을 위해 Microwave가 효과적으로 운영될 수 있는 경영상 목적을 가지고 있다고 판단하였다.

(3) Alpert v. 28 Williams Street Corp. 판결(뉴욕주(州), 1984년)[63]

(가) 사실관계

79 Realty Corporation (이하 "Realty Corporation")은 Manhattan에 소재한 17층 건물을 소유하고 있었다. Kimmelman 부부와 Zauderer 부부는 Realty Corporation의 주식의 2/3를 소유한 주주이면서 Realty Corporation의 이사와 임원이었다. 원고 Jack L. Alpert 등(이하 "Alpert 등")은 Realty Corporation의 주식의 26%를 보유하고 있었다. 피고 Madison 28 Associates (이하 "Madison Associates")는 본 사건의 건물을 구입하기 위해 Kimmelman 부부와 Zauderer 부부의 주식을 매입하기로 했고 Alpert 등의 주식도 같은 조건으로 매수하기로 하였다. 그러나 Madison Associates는 완전자회사인 28 Williams Street Corporation (이하 "Williams Street")를 설립하여 Kimmelman 부부와 Zauderer 부부의 주식을 매입하였고 이들 부부는 이사와 임원의 지위에서 사임하였다. 이후 Realty Corporation과 Williams Street를 합병하면서 현금을 지급하고 소수주주를 축출하기로 하였고 이러한 합병은 이행되었다.

63) Alpert v. 28 Williams Street Corp., 63 N.Y.2d 557, 473 N.E.2d 19, 483 N.Y.S.2d 667 (1984).

(나) 사건의 경과

Alpert 등은 합병의 유일한 목적이 Madison Associates의 파트너(partner)에게 개인적인 이익이 되는 것일 뿐이고 회사에 합법적인 경영상 이익이 존재하지 않는다고 주장했다. 최초의 1심(the Supreme Court)은 Alpert 등의 청구를 인정하여 합병에 정당한 경영상 목적이 없다고 판단했다. 그러나 항소심(the Appellate Division)은 부분적으로 경영상 목적이 존재해도 합병은 정당하다고 보았다. 이러한 항소심의 판단에 따라 1심(retrial)이 다시 판단하게 되었는데 이때는 정당한 경영상 목적이 존재하며 적법한 합병이라고 보았다. Alpert 등은 다시 항소하였고, 두 번째 항소심은 1심 판결을 인정하였다. 최종심(the Court of Appeals)인 본 판결에서도 뉴욕주(州) 대법원은 2단계 합병을 통해 소수주주가 축출되더라도 정당한 경영상 목적이 존재하고 거래가 공정하다면 합병은 적법하다고 판단하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

본 사건에서 법원은 정당한 경영상 목적(legitimate business purpose)이 있다고 판단했다. 두 번째 1심(retrial)에서 본 사건의 합병은 회사가 임대 수입의 극대화에 필요한 광범위한 수리와 리노베이션을 위한 외부 자본 투자를 유치하는 수단이었다고 보았다. 또한 특정 세금 혜택과 모기지 수익금의 분배도 합병을 통해 얻을 수 있다고 보았다. 뉴욕주(州) 대법원도 그러한 경영상 목적을 인정했는데 합병을 통해 소수주주가 축출되지 않았다면 외부 자본의 유치가 어려웠다고 보았다.

(4) Tanzer v. International General Industries, Inc. 판결(델라웨어주(州), 1977년)[64]

(가) 사실관계

원고 Michael D. Tanzer와 Deborah Tanzer 등(이하 "Tanzer")은 Kliklok Corporation (이하 "Kliklok")의 주주였고, 피고는 International General Industries, Inc. (이하 "IGI")와 IGI의 이사들이었다. IGI는 Kliklok의 주식의 81%를 소유하고 있었다. 1975년 IGI는 KLK Corporation (이하 "KLK")를 설립하고 IGI가 합병을 통해 Kliklok의 모든 주식을 취득하겠다고 하였다. 이러한 계획에 따라 Kliklok, IGI, KLK의 이사회는 KLK가 Kliklok에 합병되는 것을 승인하였다. 이에 Tanzer는 본 사건의 합병이 모회사인 IGI의 이익만을 위한 것이라고 주장하면서 예비적 금지명령(preliminary injunction)을 신청하였다. 이에 대해 원심은 Tanzer의 신청을 기각하였고 이에 대해 Tanzer는 항소하였다.

64) Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121 (Del.1977).

(나) 사건의 경과

Tanzer는 본 사건의 소수주주 축출 합병(freeze-out merger)이 오로지 모회사의 이익만을 위해 설계된 것이라고 주장했다. 법원은 본 사건의 진정한 쟁점은 Kliklok의 이익과 독립적으로 존재하는, IGI의 합병계획과 관련된 정당한 경영상 목적 자체라고 하였다. 법원은 IGI의 합병계획은 주주 의결권의 정당한 행사이기 때문에 적법하다고 보았고 원고의 예비적 금지명령을 기각한 원심을 인용하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

법원은 본 사건의 합병이 장기대출을 통한 IGI의 자금 확보(long-term financing)를 촉진할 수 있는 것으로 보았다. 따라서 모회사인 IGI가 자회사인 Kliklok의 유일한 주주가 되면서 소수주주가 축출되는 합병에 대해 정당한 경영상 목적(legitimate business purpose)이 있다고 판단하였다.

(6) Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결(뉴욕주(州), 1976년)[65]

(가) 사실관계

원고 Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan (이하 "Tanzer Economic Associates")는 Libby, McNeil & Libby (이하 "Libby")와 Universal Food Specialties (이하 "UFS")간의 합병에 대해 집단소송(class action)을 제기하면서 잠정적 금지명령(temporary injunction)도 신청하였다. UFS는 Nestle Alimentana S.A. (이하 "Nestle")의 완전자회사였다. Nestle와 Nestle의 계열회사는 Libby 주식 61%를 가지고 있었는데 UFS도 그중의 하나였다. 1975년 UFS는 Libby의 잔여 주식에 대해 공개매수를 선언했고 Libby 주식의 90%를 보유할 경우 Libby를 UFS에게 합병[66]시키겠다고 공지하였다. 그런데 메인(Maine)주(州)법에 따르면 이 경우 주주총회의 결의가 필요하지 않았고 소수주주는 현금을 받거나 자신이 공정하다고 생각하는 금액의 산정을 요구할 수 있었다. 공개매수는 Libby의 주식 91.86%를 보유하게 되면서 끝났다. 그런데 Libby의 주식 50주를 보유한 원고 Tanzer Economic Associates는 공개매수가 끝나자 집단소송을 제기하였다.[67]

---

65) Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc., 87 Misc.2d 167 (N.Y. App. Div. 1976).

66) 간이합병(short-form merger)을 의미한다.

67) 이후 UFS는 합병계획을 승인하였으나 본 사건이 종료될 때까지 합병을 종결하지 않기로 했다.

(나) 사건의 경과

Tanzer Economic Associates는 처음에는 공개매수의 부적절성에 대한 손해배상 청구를 했으나 이후 합병에 대한 잠정적 금지명령을 신청했다. 이에 대해 법원은 주요한 사실이 공시되었고, 소수주주에게 불리하게 적용되기 위한 합병도 아니라고 보았다. 또한 합병은 정당한 경영상 목적(legitimate business purpose)이 존재하고 신인의무를 위반한 것도 아니며 사기적이거나 기만적인 것이라고 보지 않았다. 이에 따라 법원은 잠정적 금지명령 신청을 기각했다.

(다) 경영상 목적의 인정

법원은 UFS와 Libby간 합병의 경영상 목적을 다음과 같이 인정하였다. (i) 경영과 회사계획의 개선 (ii) Nestle와 Libby의 경영 경험이 서로 유용하게 작용될 수 있다는 장점 (iii) 원재료 구매의 집중화를 통한 비용의 절감 (iv) 공급, 물류와 광고의 공동 마케팅을 통한 경제성 (v) 부서와 인력의 중복 회피 (vi) 다양한 제품 구성을 통한 주기적 수요의 안정성 추구 (vii) 외부자금조달과 효율적인 현금 흐름을 통한 재정적 지위의 강화 (viii) 경영계획에 대한 Libby와 Nestle의 이해충돌의 해결 (ix) 소수주주에 대한 불공정성 문제의 소멸과 주식 양도·배당·주주위임장·연간보고·연방증권거래위원회(Securities and Exchange Commission) 준수 사항 등에 수반되는 법률적 문제의 해결과 관련된 시간과 비용의 절감 등과 같은 소수주주의 부재로 인한 회사의 이익 등이다. 특히 본 판결은 다른 판례와 달리 경영상 목적의 내용을 매우 구체적으로 판시했다.

(6) 기타 판례의 경향

매사추세츠주(州) 판례인 Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc. 판결(1986년)[68]은 델라웨어주(州)에서 경영상 목적 요건이 폐기된 이후 이루어졌다. 본 판결에서 법원은 델라웨어주(州)의 새로운 판례의 경향을 소개하면서도 여전히 경영상 목적을 소수주주 축출 합병(freeze-out merger)에서 고려해야 하는 요소로 보고 있었다. 본 판결에서 기존 구단과 새로운 구단의 합병은 회사재산을 이용하여 기존 구단의 지배주주의 개인적인 부채를 상환하게 하는 것이며 이는 지배주주의 개인적 이익을 위한 것이어서 경영상 목적이 결여된 위법한 합병이라고 보았다.

뉴욕주(州) 판례인 People v. Concord Fabrics, Inc. 판결(1975년)[69]은 뉴욕주(州)가 주식거래의 사기적 행위를 규제하는 뉴욕주(州) 회사법[70]에 근거하여 잠정적 금지명령(temporary injunction)을

68) Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 397 Mass. 525, 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).
69) People v. Concord Fabrics, Inc., 83 Misc.2d 120 (Super. 1975), 이 판결은 뉴욕주(州)대법원에서 인용되었다. People v. Concord Fabrics, Inc., App. Div., 377 N.Y.S.2d 84 (1975).

신청한 사건이다. 본 판결에서 Concord Fabrics, Inc (이하 "Concord")의 지배주주인 Weinstein 가족은 Concord를 비공개회사(going private)로 하기 위해 별도의 회사를 설립 후 Concord와 합병하고 Concord의 소수주주를 축출하고자 했다. 이에 대해 법원은 회사와 관련된 실질적 목적이 증명되지 않았고 특정한 가족의 이익을 위한 합병의 자금조달 수단으로 공개회사의 신용이 이용되었다고 판단하면서 잠정적 금지명령을 인용했다.[71]

델라웨어주(州)의 판례인 Roland International Corp. v. Najjar 판결(1979년)[72]은 공개회사를 비공개회사(going private transaction)로 변경하기 위해 간이합병(short-form merger)을 진행한 사건이었는데 본 판결에서 법원은 소수주주를 축출하는 간이합병의 경우에 경영상 목적이 필요하다고 판결하였다. 하지만 경영상 목적의 구체적 내용을 판단하지는 않았다.[73] 역시 델라웨어주(州)의 판례인 Singer v. Magnavox Co. 판례(1977년)[74]에서 법원은 오로지 소수주주의 축출만을 위한 목적을 가진 별개 회사(a previous unrelated corporation)간 합병은 지배주주의 소수주주에 대한 신인의무를 위반하는 것으로 보고 이 경우에도 정당한 경영상 목적이 필요하다고 하였다. 다만 경영상 목적의 구체적인 내용에 대해서는 별도 판단하지 않았다.

나. 연방법원의 판례

소수주주들이 연방법인 증권거래법(the Securities Exchange Act of 1934)의 사기적이고 기만적 행위 금지(Section 10(b)) 위반 등을 주장하면서 연방법원에 합병에 대한 문제를 제기하는 경우 연방법원이 합병의 경영상 목적을 판단하기도 하였다. 연방법원 판례지만 델라웨어주(州), 메인주(州), 펜실베이니아주(州), 조지아주(州) 등 다양한 주(州)의 회사들이 대상이 되었다.

(1) Dower v. Mosser Industries, Inc. 판결(1981년)[75]

(가) 사실관계

원고 Harry A. Dower 등(이하 "Dower")은 피고 Mosser Industries, Inc. (이하 "Mosser")

70) 증권사기를 방지하는 주(州)법으로서 흔히 Blue Sky Law라고 한다.

71) 법원은 지배주주의 신인의무가 아닌 사기적 주식거래에 대한 별도의 주(州)회사법에 근거하여 본 사건을 판단하면서 소수주주 축출 합병과 관련된 경영상 목적을 언급하였다. 앞서 검토한 Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결에서도 경영상 목적을 인정하는 판례로서 본 판결을 인용한다.

72) Roland International Corp. v. Najjar, 407 A.2d 1032 (Del. 1979).

73) 델라웨어주(州)에서 경영상 목적과 관련하여 가장 널리 알려진 판례는 Singer v. Magnavox Co. 판결, Tanzer v. International General Industries, Inc. 판결, Roland International Corp. v. Najjar 판결이다. 그러나 이들 판례는 Weinberger 판결에 의해 모두 파기된다. 그 결과 델라웨어주(州)에서는 경영상 목적이 합병의 정당성 요건으로 인정되지 않게 되었다.

74) Singer v. Magnavox, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

75) Dower v. Mosser Industries, Inc., 648 F.2d 183 (3d Cir.1981).

주식의 3%를 보유하고 있는 소수주주였고, Ecolaire, Inc. (이하 "Ecolaire")는 Mosser 주식의 93.10%를 가지고 있는 지배주주였다. 1977년 Mosser는 사업확장을 위해 USD 6,300,000을 필요로 하였고 은행에서 대출을 받기로 하였다. 그러나 대출을 위해서는 지배주주인 Ecolaire의 보증이 필요했다. Ecolaire는 보증을 제공하기로 했지만 이러한 재정적 책임을 부담하지 않는 소수주주와 Mosser의 사업확장의 이익을 공유할 필요가 없다고 생각했다. 이에 Ecolaire는 자신이 지배하는 본 건 합병을 위한 회사인 NMI, Inc와 Mosser가 합병을 하도록 하였고 Mosser의 소수주주에게 현금을 지급하고 축출하기로 하였다.

(나) 사건의 경과

Dower는 Mosser와 Ecolaire를 상대로 증권거래법 10(b)조 위반으로 소송을 제기하였다. 원심은 합병이 적법하다고 판결하였고 Dower는 항소하였다. 이에 제3연방항소법원은 합병에 대해 주식대가에 대한 부실표시(misrepresentation)는 없었고 공시를 위한 재무보고서(financial report)도 주요한 사실을 누락하거나 오기하지 않았다고 판결하였다. 또한 본 사건의 합병은 경영상 목적이 존재하며 연방법상 부실표시나 펜실베이니아(Pennsylvania) 법을 위반하여 지배주주의 이익을 위할 목적으로만 소수주주를 축출한 것이 아니라고 판결하였다. 또한 합병은 Mosser의 최선의 이익을 위한 것이었고 불공정한 것이 아니었다고 판결하면서 원심을 인용하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

본 사건에서 법원은 경영상 목적을 인정하고 이러한 경영상 목적은 적법하게 소수주주에게 공개되었다고 판결하였다. 법원은 Ecolaire가 자신이 자본 위험을 부담하기 때문에 투자의 모든 이익을 누리기를 원했고 Ecolaire의 보증을 통해 Mosser가 자신의 사업을 대규모로 확장할 수 있는 대출을 받을 수 있었다는 점을 경영상 목적으로 보았다.

(2) Merrit v. Libby, McNeill and Libby 판결(1976년)[76]

(가) 사실관계

1975년 5월, UFS Specialities, Inc. (이하 "UFS")는 Libby, McNeill & Libby (이하 "Libby")에 대해 공개매수를 진행하였다. 이때 UFS는 Libby 주식의 61%를 보유하고 있었는데 UFS는 공개매수를 통해 Libby 주식의 90%를 보유하게 되면 메인(Maine)주(州)의 간이합병(short-form merger) 방식을 통해 Libby를 UFS와 합병하겠다고 하였다. 메인(Maine)주(州)의 간이합병은 소수주주의 축출을 허용하고 있었다. UFS는 공개매수를 통해 92%의 지분을 보유

76) Merrit v. Libby, McNeill & Libby, 533 F.2d 1310 (2d Cir. 1976).

하게 되었고 UFS의 이사회는 공개매수의 가격과 동일한 가격으로 소수주주의 주식을 취득하여 소수주주를 축출하기로 결의하였다. 이후 공개매수에 대한 아무런 이의 없이 8개월이 지났고 1976년 1월 UFS는 합병을 마무리하기 위하여 소수주주에게 통지를 발송했다. 이에 대해 3월 Manes Merrit (이하 "Merrit")를 포함한 소수주주들은 연방법인 증권거래법 위반을 주장하면서 Libby를 상대로 합병에 대한 예비적 금지명령(preliminary injunction)을 신청하였다.

(나) 사건의 경과

원심은 소수주주를 축출하기 위해 설계된 간이합병을 금지해달라는 소수주주의 예비적 금지명령(preliminary injunction)을 기각했고, 본 판결은 원심의 기각결정을 인용하였다. 법원은 우선 소수주주가 본안에서 승소할 실익이 적고, 합병이 소수주주인 Merrit에게 회복할 수 없는 피해를 준다고 보기도 어렵다고 하였다. 더구나 법원은 Libby가 처음부터 합병의 목적을 공시했고 Merrit의 별다른 이의 없이 공개매수가 진행되어 92%의 지분이 확보된 상태에서 합병이 지연되면 도리어 Libby에게 회복하기 힘든 손해를 발생할 수 있다고 보았다. 그리고 혹시라도 Merrit가 본안에서 승소하더라도 별도의 손해배상이 가능하다고 보았다.

(다) 경영상 목적의 인정

법원은 본 사건에서 소수주주가 축출되는 간이합병(short-form merger)의 경영상 목적을 직접적으로 판단하지는 않았다. 그러나 예비적 금지명령을 기각한 원심을 인용하는 과정에서 법원은 본 사건의 간이합병의 경영상 목적에 대해 언급을 하고 있다. 법원은 간이합병 과정의 소수주주 축출의 목적이 회사자금을 이용한 개인적 이익에 있는 것이 아니라 합병 당사자인 회사들에게 이익이 되는 경영상 목적이 있다고 보았다. 소수주주의 축출을 언급한 Libby의 내부문서는 합병이 회사의 개발프로그램의 적정한 배분과 로열티의 수령 및 회사경영에 더 효과적이고, 회사기회유용이나 이행충돌과 같이 소수주주에게 피해를 줄 수 있는 위험을 피할 수 있다고 언급했는데 이는 본 사건에서 합병의 경영상 목적의 내용으로 법원이 인정한 것이다.

(3) Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette, Inc. 판결(1974년)[77]

(가) 사실관계

원고 C. L. Grimes (이하 "Grimes")는 피고 Meridian Investing and Development Corporation

77) Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette, Inc., 392 F.Supp. 1393 (N.D.Fla.1974). 이 판결은 제5연방항소법원에서 그대로 인용이 되었다. Grimes v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 521 F.2d 812 (5th Cir.1975). 따라서 본고에서는 원심의 판결을 중심으로 검토한다.

(이하 "Meridian") 또는 Meridian의 자회사가 피고 Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc. (이하 "DLJ") 또는 DLJ의 자회사인 DLJ Real Estate (이하 "DLJRE")와 합병하는 것에 대해 예비적 금지명령(preliminary injunction)을 신청했으나 기각되었다. 이후 Grimes는 본안 판결을 신청하면서 예비적 금지명령과 영구적 금지명령(permanent injunction) 신청을 했는데 예비적 금지명령은 기각되었고 영구적 금지명령의 판단은 보류되었다.[78]

Grimes는 Meridian의 주식을 가지고 있는 소수주주였다. DLJ는 Meridian에 상당한 투자를 하기로 결정했다. 1973년 DLJ는 Meridian의 주식 57%를 공개매수했다. 이후 두 회사간 이해충돌 문제가 확인되자 Meridian이 DLJRE와 합병하고 Meridian의 소수주주에게 현금을 지급하고 축출하기로 하였다. 그런데 실제로는 합병을 위해서 설립된 DLJRE의 자회사와 Meridian이 합병을 하였고 Meridian이 존속회사가 되었다. 이와 관련하여 Grimes는 공개매수 시 Meridian의 소수주주가 현금을 받고 축출될 수 있다는 가능성을 공시하지 않았다고 주장하면서 증권거래법을 근거로 연방지방법원에 소송을 제기하게 되었다.

(나) 사건의 경과

법원은 본 사건의 관련 회사들이 모두 델라웨어주(州)의 회사였고 델라웨어주(州)법에 따라 합병을 진행한 점을 고려하여 델라웨어주(州)법을 근거로 판결을 하였다. 법원은 관련 회사 이사회의 이사들은 소수주주에 대한 신인의무를 위반하지 않았고, 경영상 목적이 존재하므로 소수주주에게 현금보상을 한 후 축출하는 합병은 위법하지 않다고 하였다. 또한 델라웨어주(州)법상 원활한 합병을 위해 지배주주가 별도의 회사를 설립하여 합병을 진행해도 문제가 되지 않으며, 장부가격보다 낮은 가격이지만 소수주주에게 지급한 대가도 정당하다고 하였다.

(다) 경영상 목적의 인정

법원은 델라웨어주(州)의 회사법을 적용했는데 합병의 경영상 목적을 인정하였다. Grimes는 DLJRE가 아닌 DLJRE의 자회사와 Meridian이 합병하는 것을 문제 삼았는데 법원은 이러한 형태의 합병에 대해 경영상 목적이 존재한다고 하였다. 법원은 Meridian과 DLJRE는 현재 각각의 자회사를 통해 유사한 사업을 하고 있기 때문에 합병하는 것이 논리적으로 타당하며, 소수주주가 Meridian에 존재할 경우 공동투자회사(joint venture)와의 사업협력이 Meridian과 DLJ의 주주에 대해 잠재적인 이해충돌의 문제가 발생할 수 있다고 보았다. 또한 두 회사의 합병을 통해 연간 30만 달러 이상 그리고 Meridian만 보아도 연간 20만 달러 이상의 회사 운영 비용의 절감을 가져올 수 있다고 보았다.

78) 본 사례가 본안 판결이다.

(4) 기타 판례의 경향

Bryan v. Brock & Blevins Co., Inc. 사건[79]에서 Brock & Blevins Co., Inc (이하 "Brock")의 일부 주주는 Power Erectros, Inc.를 설립한 후 같은 주주였던 Bryan을 제외하고 Brock의 주식을 Power Erectros, Inc. 주식으로 교환하였다. 그 결과 Power Erectros, Inc.가 Brock 주식의 85%를 보유한 지배주주가 되었는데 Brock을 Power Erectros, Inc.와 합병을 하면서 소수주주였던 Bryan을 축출하고자 했다. 제5연방항소법원은 본 사건의 합병은 소수주주에게 기만적이고 사기적이며 정당한 목적이 없이 지배주주가 소수주주를 축출한 것이라고 판결하였다.

다. 소결

1970년대와 1980년대의 미국 판례는 소수주주가 축출되는 합병의 경영상 목적에 대한 판단이 현재에 비해 상대적으로 활발했다. 하지만 1983년 델라웨어주(州)는 소수주주 축출 합병 심사 시 경영상 목적 요건을 폐기했는데 이러한 델라웨어주(州)의 입장은 미국의 다른 주(州)의 판결에 영향을 주고 있다. 따라서 2000년대 이후에는 경영상 목적을 명시적으로 폐기하지 않은 주(州)의 경우에도 경영상 목적을 별도로 판단한 판결을 찾는 것은 쉽지 않다. 소수주주 축출 합병 사례에서 과거 미국 판례가 인정한 경영상 목적의 구체적 내용을 정리하면 아래와 같다.

첫째, 회사경영상 어려움의 극복이다. Gut v. MacDonough 판결에서 연속적인 적자 상태였던 Westboro Bank는 경영상 어려움을 극복하기 위한 수단으로 다른 금융기관과 합병이 필요했고 이 과정에서 소수주주가 축출되었다.

둘째, 주주간 갈등의 조정이다. Horizon House-Microwave, Inc. v. Bazzy 판결에서는 주주간 분쟁을 피할 수 있는 지배구조가 필요했고 합병을 통한 소수주주 축출은 이를 위한 수단이었다.

셋째, 투자 수익의 확보이다. Alpert v. 28 Williams Street Corp. 판결에서 특정 세금 혜택과 모기지 수익금의 분배가 경영상 목적으로 인정되었다. Dower v. Mosser Industries, Inc. 판결에서는 지배주주가 대출에 대한 위험을 감수하는 만큼 투자 수익의 전부를 확보하기를 원했던 것이 경영상 목적이었다.

넷째, 외부 투자유치를 통한 회사 자금의 확보이다. Alpert v. 28 Williams Street Corp. 판결에서는 임대 수입 극대화에 필요한 수리와 리노베이션을 위한 외부 자금 유치가 경영상 목적으로 인정되었다. Tanzer v. International General Industries, Inc. 판결에서는 장기대출을 통한 자금 확보가 경영상 목적으로 인정되었고, Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결에서는 외부자금조달과 효율적인 현금 흐름을 통한 재정적 지위의 강화가 경영상 목적으로 인정되었다. Dower v. Mosser Industries, Inc. 판결

79) Bryan v. Brock & Blevins Co., Inc., 490 F.2d 563 (5th Cir. 1974).

에서도 사업 확장을 위한 대출이 경영상 목적이었다.

다섯째는 사업에 대한 중복 투자 방지이다. Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결은 부서와 인력의 중복 회피가 경영상 목적이었고, Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette, Inc. 판결은 사업의 유사성으로 인한 중복 투자 회피가 경영상 목적으로 인정되었다.

여섯째는 회사경영의 효율화이다. Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결에서는 회사 계획의 개선, 경영 경험의 공유, 다양한 제품 구성을 통한 주기적 수요의 안정성 추구, 소수주주 부재로 인한 회사 이익의 증대 등이 경영상 목적이었다. Merrit v. Libby, McNeill and Libby 판결에서는 개발프로그램의 적정한 배분과 로열티 수령 및 회사경영의 효율성이 경영상 목적으로 인정되었다.

일곱째는 회사 비용의 절감이다. Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결에서는 공급, 물류와 광고의 공동 마케팅을 통한 경제성, 소수주주와 정부 규제 대응에 대한 비용의 절감 등이 경영상 목적이었다. Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette, Inc. 판결은 합병을 통한 연간 30만 달러의 비용 절감이 경영상 목적으로 인정되었다.

여덟째는 이해충돌의 방지이다. Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc. 판결에서는 경영계획에 대한 Libby와 Nestle의 이해충돌의 해결이 경영상 목적이었다. Merrit v. Libby, McNeill and Libby 판결은 회사기회유용과 이해충돌의 회피가 경영상 목적으로 인정될 수 있었다. Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette, Inc. 판결에서는 Meridian과 DLJ의 잠재적 이해충돌 회피가 경영상 목적으로 인정되었다.

미국 판례는 경영상 목적의 내용으로 다양한 경우를 인정했다. 결과적으로 합병이 소수주주 축출만을 목적으로 하는 경우가 아니라면 미국 판례는 경영상 목적을 폭넓게 인정했다고 할 수 있다.

3. 경영상 목적에 대한 판단

상법 제360조의24 제1항에서 요구하고 있는 경영상 목적은 지배주주에 의해 자신의 의사에 반하여 주주권이 박탈되는 소수주주를 보호하기 위한 것이다. 따라서 경영상 목적은 소수주주의 보호라는 측면에서 의미가 있다. 상법의 경영상 목적은 미국 판례법의 정당한 사업 목적에서 유래된 것이다. 우리나라는 경영상 목적에 대해 판단한 사례가 거의 없기 때문에 경영상 목적의 내용은 모호하며 이러한 모호함이 경영상 목적의 판단에 걸림돌이 될 수 있다. 그러나 경영상 목적 내용의 모호함은 지금까지 살펴본 미국 사례를 참조하여 충분히 구체화할 수 있다. 따라서 경영상 목적 내용의 모호함은 경영상 목적 판단에 큰 문제가 되지 않을 것이다.

경영상 목적과 관련하여 중요한 것은 경영상 목적이 상법상 소수주식 전부취득제와 양립될 수 있는지에 대한 것이다. 결론적으로 다음과 같은 이유로 경영상 목적은 본질상 소수주식 전부취득제의 요건으로서 인정될 수 없는 것이라고 보아야 한다.

첫째, 상법이 경영상 목적을 요구하는 것은 소수주주 축출만을 목적으로 하는 지배주주의 소수주식 취득은 인정될 수 없다는 것이다. 그런데 이는 소수주주 축출 자체를 본질적 목적으로 하는 소수주식 전부취득제의 취지[80]와 모순이 된다.

둘째, 상법의 경영상 목적은 합병과 소수주식 전부취득제의 차이를 간과하고 있다는 한계를 가진다. 소수주주 축출 시 경영상 목적을 인정하는 미국 판례는 기본적으로 합병과 관련된 사례이었다.[81] 이들 사례에서 미국 법원은 회사의 이사와 지배주주가 합병을 통해 회사의 절차와 회사 자산을 이용하여 자신의 이익을 취하고 회사에 손해를 끼치는 것을 방지하기 위해 충실의무와 같은 신인의무 위반이라는 관점에서 경영상 목적을 요구하고 있었다.[82] 하지만 상법상 소수주식 전부취득제는 합병이 아니라 지배주주의 소수주식 취득을 위해 상법이 정한 별도의 제도이다. 또한 지배주주가 직접 소수주주에게 매도를 청구하고 95%의 주식을 보유한 지배주주로 인해 주주총회 승인은 형식적인 의미가 강하며 주식매매가액 산정도 협의 또는 법원에서 결정할 수 있는데 이 과정에서 회사에 손해를 끼쳐 이사나 지배주주의 충실의무의 위반이 될 가능성이 적다.[83]

셋째, 미국 사례에서 경영상 목적을 요구하는 것은 합병과정에 대한 법원의 정당한 개입을 위한 것이었다. 미국 법원은 합병이 적법한 절차를 준수하고 공정한 주식매매가격이 산정되더라도 합병 자체가 사기적이거나 기만적일 수 있다는 우려를 가진다. 그러한 합병을 방지하기 위해 법원의 정당한 개입이 필요하다고 보았는데 경영상 목적은 법원의 개입을 가능하게 하는 요건이었다.[84] 하지만 상법상 소수주식 전부취득제는 소수주주 축출 그 자체가 목적이므로 상법이 정한 절차만 준수하면 그 과정에서 지배주주의 사기 또는 기만적인 행위가 문제될 여지가 적다.[85]

---

80) 대법원은 소수주주 축출제도를 회피하기 위해 탈법적으로 동일한 효과를 갖는 다른 방식을 활용하는 것은 위법하다고 하였다. 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결. 대법원도 소수주식 전부취득제의 기본적 목적을 소수주주 축출로 보고 있는 듯 하다.

81) 주식병합(reverse stock split)의 경우에도 경영상 목적을 인정한 판결이 꽤 있다. 하지만 주식병합은 본고의 범위를 벗어나므로 여기서는 논의하지 않는다.

82) Widett Widett v. Snyder, 392 Mass. 778, 467 N.E.2d 1312 (Mass. 1984); Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 397 Mass. 525, 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).

83) 지배주주의 충실의무를 인정하지 않는 견해도 있으나 우리나라 상법에서도 지배주주의 회사와 소수주주에 대한 충실의무를 인정할 수 있다고 본다. 우리나라의 경우 지배주주가 이사회를 지배하여 실질적으로 의사결정을 하는 경우가 많기 때문이다. 박창규/유진희, 앞의 글, 378-380면.

84) Tanzer Economic Associates, Inc. Profit Sharing Plan v. Universal Food Specialties, Inc., 87 Misc.2d 167 (N.Y. App. Div. 1976).

85) 주식매매가격이 사기적이고 기만적인 방법으로 결정될 수도 있지만 이는 경영상 목적과는 별도로 주식매매가격

넷째, 미국 사례는 이사 또는 지배주주의 개인적 이익만을 위한 합병의 경우에는 경영상 목적을 인정하지 않았다. 이는 합병의 공정성과 관련이 있는 것인데 이러한 공정성을 위해 이사 또는 지배주주의 개인적 이익만을 위한 목적이 아닌 별도의 경영상 목적이 존재해야 한다고 보았다.[86] 그러나 상법상 소수주식 전부취득제는 지배주주가 잔여 지분을 모두 취득하겠다는 개인적 이익을 사실상 허용하는 것이며 지배주주의 소수주식 취득행위 그 자체가 소수주주에 대한 공정성에 직접적으로 영향을 주는 것은 아니어서 경영상 목적이 요구될 이유가 적다.

다섯째, 경영상 목적의 증명이라는 면에서도 상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적은 실익이 크지 않다. 미국의 사례에서는 법원이 경영상 목적을 판단할 때 미국 고유의 소송 절차인 증거개시제도(discovery)를 통해 취득한 회사 내부의 기밀서류를 근거로 경영상 목적을 판단하는 경우가 있었다.[87] 증거개시제도가 없는 우리나라에서 회사 또는 지배주주의 내부서류를 확보하지 않는 한 법원이나 소수주주가 진정한 경영상 목적을 파악하기 힘들다.

마지막으로 경영상 목적의 내용적인 면에서도 미국의 사례는 다양한 내용을 경영상 목적으로 인정했다. 소수주주 축출만을 목적으로 하고 있는 경우가 아니라면 경영상 목적을 사실상 인정했다고 보아야 할 것이다. 그러한 미국의 판례의 경향을 고려하면 상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적의 경우에도 경영상 목적이 인정되지 않는 경우는 거의 없을 것이다. 따라서 경영상 목적 요건의 실익은 적다고 할 수 있다.

이러한 사항들을 고려한다면, 상법상 소수주식 전부취득제에 경영상 목적을 별도로 요구하는 것은 타당하지 않다. 그러므로 입법론적으로 상법 제360조의24 제1항에서 경영상 목적을 삭제하는 것이 소수주식 전부취득제의 본질에 부합한다. 하지만 경영상 목적을 요구하는 현행 상법 하에서는 앞서 논의된 미국 판례에서 인정된 내용을 고려하여 경영상 목적을 폭넓게 인정하는 것이 타당하다. 그러나 중요한 것은 경영상 목적이 상법에 규정되어 있다고 해서 그 의미를 과도하게 엄격히 해석하여 지배주주의 소수주식 취득을 제한하는 요소가 되어서는 안 된다는 점이다. 또한 경영상 목적은 주식매매가격의 공정성을 판단하는 종합적인 요소의 하나로서 고려되는 것이 바람직하다.

의 공정성의 관점에서 판단하면 될 것이다.

86) Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 397 Mass. 525, 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).

87) 증거개시제도를 통해 취득한 내부기밀문서의 내용을 확인하여 법원이 경영상 목적을 판단한 바 있다. Merrit v. Libby, McNeill & Libby, 533 F.2d 1310 (2d Cir. 1976).

Ⅳ. 결 론

상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적은 소수주식 전부취득제를 도입한 국가 중 우리나라에만 존재하는 요건인데 이는 미국의 합병 사례에서 유래된 것이다. 미국은 우리나라와 같은 소수주식 전부취득제가 존재하지 않기 때문에 소수주주의 축출은 주로 합병을 통해서 이루어졌다. 과거 미국은 소수주주를 보호하기 위해 지배주주의 충실의무에 근거하여 경영상 목적을 요구하였고, 여러 사례에서 경영상 목적의 내용을 구체화하였다. 비록 델라웨어 주(州)를 비롯한 미국의 최근 판례는 경영상 목적을 요구하지 않거나 경영상 목적에 큰 의미를 부여하지 않는 경향이지만 과거 미국 판례의 경영상 목적에 대한 판결은 상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적의 내용을 구체화하는데 유의미한 도움이 될 것이다.

하지만 소수주식 전부취득제는 95%의 주식을 보유한 지배주주가 자신의 의사에 따라 잔여주식을 취득하여 100%의 주식을 보유하는 것을 근본적인 목적으로 하는 것이어서 본질적인 면에서 별도의 경영상 목적이 불필요한 것이다. 즉, 경영상 목적은 소수주식 전부취득제의 본질과 모순이 되는 것이다. 또한 미국 사례를 보더라도 경영상 목적은 넓게 인정이 되었다. 우리나라의 경우에도 미국의 사례와 유사한 경우가 많을 것이다. 그러므로 경영상 목적은 사실상 존재 의미를 상실할 수밖에 없다. 그러므로 상법상 소수주식 전부취득제에 경영상 목적을 별도로 요구하는 것은 타당하지 않다.

입법론적인 관점에서 상법상 소수주식 전부취득제의 경영상 목적은 삭제되는 것이 바람직하다. 상법상 경영상 목적이 여전히 유지된다 하더라도 경영상 목적은 지배주주의 소수주식 전부취득을 제한하는 독자적인 요소가 되어서는 안 된다. 대신 경영상 목적은 주식매매가격의 공정성을 판단하는 종합적인 고려 요소 중의 하나로서 적용되는 것이 타당하다. ▧

(논문접수 : 2022. 3. 30. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

【국내 문헌】

송옥렬, 「상법강의(제12판)」, 홍문사, 2022.
이철송,「회사법강의(제26판)」, 박영사, 2018.

권상로, “독일법상 소수주주 강제축출제도에 관한 연구”, 「법학논총」, 제22권, 제2호(2015).
김경일, “소수주주축출에 관한 영국의 법리 연구”, 「상사법연구」, 제36권, 제2호(2017).
_____, “소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구”, 「상사법연구」, 제36권, 제3호(2017).
김동근, “소수주주 축출제도 도입에 따른 소수주주 보호와 공정한 가격산정 기준”, 「동북아법연구」, 제5권, 제3호(2012).
김태진, “일본의 2011년 회사법 개정 중간시안에 관한 연구 - 지배주주에 의한 소수주식 전부취득제도 활용을 위한 모색”, 「상사법연구」, 제31권, 제1호(2012).
김화진, “소수주식의 강제매수제도”, 「서울대학교 법학」제50권 제1호(2009).
노혁준, “소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구 - 도입형태와 가격산정을 중심으로 -”, 「상사법연구」, 제26권, 제4호(2008).
서완석, “상법상의 소수주주 축출제도 - 소수주식 강제매수제도와 교부금 합병제도를 중심으로 -”, 「상사법연구」, 제30권, 제2호(2011).
송종준, “소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향”, 「기업법연구」, 제26권, 제1호(2012).
문기석, “미국 소수주주축출 제도의 최근 동향에 관한 연구 : 거래 형태에 따른 상이한 사법 심사 기준의 발달을 중심으로”, 「사법」, 제19호(2012).
박창규/유진희, “지배주주에 대한 회사기회유용금지 법리의 적용에 관한 시론(試論)”, 「경희법학」, 제56권, 제4호(2021).
백숙종, “상법 제360조의26의 ‘매매가액’의 의미”, 「대법원판례해설」, 제123호(2020).
육태우, “개정상법상 소수주주축출제도에 관한 연구”, 「경영법률」, 제22권, 제2호(2012).
이동건/유명현/이승진, “상법상 소수주주 축출 방안과 관련한 법률상·실무상 쟁점 - 지배주주의 매도청구권, 교부금합병, 주식병합을 중심으로 -”, 「법조」,제61권, 제9호(2012).
이병기, “개정상법상 지배주주에 의한 소수주식의 전부취득”, 「BFL」,제51권(2012).
정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, 「강원법학」,제35권(2012).

정준우, “상법상 주식매도·매수청구권에 관한 주요쟁점 검토 - 최근의 대법원 판례를 중심으로 -”, 「법학연구」, 제22집, 제2호(2019).

_____, “지배주주의 주식매도청구권에 관한 입법론적 재검토”, 「법과 정책연구」, 제12권, 제2호(2012).

최병규, “독일의 Squeeze-Out제도에 관한 연구”, 「한독법학」, 제14권, 한독법률학회(2003).

최준선, “기업구조조정 수단으로서의 소수주주의 축출과 소수주주의 보호문제”, 「법조」, 제62권, 제1호, 법조협회(2013).

황현영, ”소수주주축출의 실무상 쟁점과 향후 과제“, 「인권과 정의」, 제461호(2016).

_____, “최근 판례를 통해 살펴본 지배주주의 매도청구권제도 관련 문제점 및 개정방안”, 「상사법 연구」, 제37권, 제3호(2018).

【해외 문헌】

Welch, Edward P./Saunders, Robert S./Land, Allison L./Voss, Jennifer C./Turezyn, Andrew J., *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals 2020 Edition*, Wolters Kluwer, 2020.

Emanuel, Steven L., *Corporations and Other Business Entities (Eighth Edition)*, Wolters Kluwer, 2020.

Weiss, Elliott J., The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, *New York University Law Review*, Vol 56 No 4, 1981.

Coates, John C. IV, “Fair Value” as Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 147 No. 6, 1999.

Abstract

A Study on Business Purpose of Squeeze-out under the Korean Commercial Act

Park, Chang-Gyoo

In Korea, there is a squeeze-out which gives the controlling shareholder the right to buy-out the shares of the minority shareholder even if it is not a merger. For squeeze-out, the legitimate business purpose is required under the Korean commercial act. This business purpose originated from the past US case laws which required the legitimate business purpose in the case of a so called freeze-out merger.

The US courts in the 1970s and 1980s accepted the legitimate business purpose in many freeze-out merger cases. The specific contents of the legitimate in the US cases were (i) overcoming difficulties in company operation, (ii) resolving conflicts between shareholders, (iii) securing investment returns, (iv) securing company funds through outside investment attraction (v) preventing duplicate investment, (vi) efficiency of company operation, (vii) reduction of company costs, and (viii) prevention of conflict of interest. The US courts accepted the various kinds of business purposes, and it means that the US courts accepted a wide range of business purposes in the merger cases except for merger for a freeze-out only.

Business purpose required by a squeeze-out under the Korean commercial act is for the purpose of the protection of the minority shareholder. However, business purpose is essentially incompatible with the squeeze-out under the Korean commercial act. What the Korean commercial act requires for the business purpose is that the acquisition of the minority shares by the controlling shareholder for the sole purpose of eliminating the minority shareholder is not permitted, and it contradicts the purpose of a squeeze-out, which is the essential purpose of eliminating the minority shareholder. The Korean commercial act seems to have overlook the differences between merger and squeeze-out. Basically the US cases accepting the business purpose in case of a freeze-out were related

to the merger, and the cases demanded the business purpose in term of breach of duty of royalty in order to prevent the controlling shareholder from taking their own interests and causing damage to the company through the merger. On the contrary the squeeze-out under the Korean commercial act is not a merger but the separate system taken by the Korean commercial act for the acquisition of the minority shares by the controlling shareholder, and so there is little room for violation of duty of royalty by the controlling shareholder to become the problem, which may cause damage to a company. Also, the business purpose in the US cases were for the legitimate intervention by the courts in the merger. The US courts wanted to intervene in the merger through the business purpose because the fair merger itself would be fraudulent. However, the squeeze-out is for the purpose of eliminating the shareholder itself, and so as long as the legal process is followed, there is little chance that the controlling shareholder's fraudulent behavior will become a problem. Plus, US cases did not recognize the business purpose in the case of merger for the sole benefit of the controlling shareholder, but squeeze-out under the Korean commercial act is a system centered on the personal interests of the controlling shareholder who wanted to acquire all of the minority shares. In addition, unlike the United States, which has a discovery, Korea does not have a discovery, and so it is difficult to determine the true business purpose of the controlling shareholder. Also, since the business purpose of the US cases had been widely accepted, there will be few cases where the business purposed is not accepted in Korea. In the end, it can be said that the practical benefit of the business purpose of the Korean commercial act is small.

Considering these discussion it is not reasonable that the business purpose is required for the squeeze-out under the Korean commercial act. Therefore, it conforms with the essence of the squeeze-out to remove the business purpose from a legislative basis. However, considering the current Korean commercial act that requires business purpose, it is desirable to broadly accept business purpose in consideration of the contents accepted in US cases. It is important not to restrict the acquisition of the minority shares by the controlling shareholder by interpreting the meaning of the business purpose too strictly. Also, it is reasonable that the business purpose is considered as one of the comprehensive factors which judge the fairness of the price in the squeeze-out.

Key Words : Short-form Merger, Business Purpose, Cash-out Merger, Minority Shareholder, Squeeze-out, Freeze-out, Controlling Shareholder, Duty of Royalty, Going Private

▣ 논 단

직상장과 미국 연방증권법 제11조의 추적요건
- Pirani v. Slack Technologies 판결을 소재로 하여 -

류 지 민
변호사 / 법학박사, J.D.

요 약 문

이 글은 미국 연방증권법 제11조(이하 '제11조'라고 약칭한다)가 규정하는 손해배상청구권자인 "그 증권의 취득자(any person acquiring such security)"의 해석에 관한 최근 학계와 실무의 논의를 다룬다. 제11조에 따르면, 증권신고서 중 중요사항의 허위기재 또는 누락('부실기재')에 대한 소송은 오로지 "그 증권의 취득자"만이 제기할 수 있다. 이러한 원고적격을 판단하는 기준으로서 추적요건이 지난 50여 년에 걸쳐 축적된 판례를 통해서 하나의 법리로 정립되었지만, 최근의 직상장과 관련하여 연방제9항소법원이 2021. 9. 20. 선고한 Pirani v. Slack Technologies 판결('슬랙 판결')은 해당 법리에 변화를 가져온 것으로 평가된다.

슬랙 판결의 내용을 전반적으로 검토해 보면, 기존의 추적요건을 직상장에도 그대로 적용할 것을 주장하면서 법정의견에 대한 반박이유를 개진하는 밀러 재판관의 반대의견이 논리적으로 더 설득력이 있다고 생각된다. 그러나 한편으로 법정의견은 기존의 추적요건에 따라 제11조의 "그 증권"을 협의로 해석할 경우 추적의 입증이 명백하게 불가능한 직상장에서 제11조의 소를 전혀 제기할 수 없는 결과로 이어질 수 있다는 정책적 우려를 심각하게 받아들였고, 이에 대한 해결방안으로 부득이하게 직상장에 특유한 절차 등 구체적 상황을 고려한 새로운 해석을 내놓은 것으로 이해될 수 있다.

빠르게 변화하는 증권거래소 상장제도의 진화에 발맞추기 위해서라도 추적요건에 대한 근본적인 고민과 성찰은 피할 수 없게 될 것이다. 슬랙의 2019년 뉴욕증권거래소 직상장과 이에 뒤이은 주주들의 증권집단소송은 거래소의 최신 상장요건과 시대에 뒤떨어진 연방증권법상 투자자 보호 조항 사이의 긴장 관계를 부각하고 있는바, 그러한 면에서 슬랙 판결은 직상장을 고려하는 발행회사와 증권투자자, 그리고 이해관계자 모두에게 매우 중요한 의미가 있다고 할 수 있다.

제11조에 상응하는 우리 자본시장법 제125조의 해석에 관하여도 미국에서의 추적요건 법리에 관한 논의와 슬랙 판결이 주는 시사점은 적지 않다. 현재의 대법원은 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자"에 유통시장에서의 취득자가 포함되지 않는다고 해석하고 있

다. 그러나 미국의 슬랙 판결이 시사하는 바와 같이, 머지않은 미래에 직상장과 같은 신제도의 도입에 따른 투자자 보호의 문제가 새롭게 제기된다면 그 해결을 위해 "증권의 취득자"의 범위를 확대하여 해석할 필요성이 대두될 가능성은 충분히 있다고 본다.

주제어 : 연방증권법 제11조, 원고적격, 추적요건, 그 증권의 취득자, 직상장, 자본시장법 제125조

〈目 次〉

Ⅰ. 시작하며

Ⅱ. 미국의 직상장 제도
1. 검토의 전제
2. 직상장 제도의 개관

Ⅲ. 연방증권법 제11조의 원고적격에 관한 쟁점과 과제
1. IPO 공시 관련 증권소송
2. 연방증권법 제11조의 "그 증권의 취득자"와 추적요건
3. 추적요건에 관한 기존의 주요 판례

Ⅳ. Pirani v. Slack Technologies 판결에 대한 검토
1. 사건의 배경 및 경과
2. 캘리포니아 북부지구 연방지방법원의 판단(제1심)
3. 연방제9항소법원 판결('슬랙 판결', 제2심)의 주요 내용
4. 슬랙 판결의 의의와 쟁점

Ⅴ. 슬랙 판결이 우리 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자" 해석에 주는 시사점
1. 자본시장법 제125조의 손해배상청구권자로서 "증권의 취득자"
2. "증권의 취득자"의 범위에 관한 학설과 판례
3. 자본시장법 제125조와 미국 연방증권법 제11조의 비교
4. 시사점과 전망

Ⅵ. 맺음말

Ⅰ. 시작하며

2019년 이래 뉴욕증권거래소(the New York Stock Exchange)가 본격적으로 도입한 직상장(direct listing)은 빠르게 진화하는 미국의 상장제도를 표상하는 하나의 예이다. 이러한 직상장

시대의 도래에 발맞추어 1933년 연방증권법(the Securities Act of 1933) 제11조 문언의 해석 법리로서 '추적요건(tracing requirement; traceability)' 또한 변화의 가능성을 보여주고 있다. 이러한 움직임의 중심에는 최근 직상장(direct listing)과 관련한 증권집단소송에서의 원고적격(standing) 문제를 다룬 연방제9항소법원의 Pirani v. Slack Technologies 판결(이하 '슬랙 판결'이라고 약칭한다)[1]이 자리하고 있다.

이 글은 미국 연방증권법 제11조(이하 '제11조'라고 약칭한다)가 규정한 손해배상청구권자인 "그 증권의 취득자(any person acquiring such security)"의 해석에 관한 최근 학계와 실무의 논의를 다룬다. 제11조에 따르면, 발행회사의 증권신고서에 기재된 중요사실의 허위기재·누락(이하 '부실기재')에 대한 소송은 오로지 "그 증권의 취득자"만이 제기할 수 있다. 이러한 원고적격을 판단하는 기준으로서 추적요건이 지난 50여 년에 걸쳐 축적된 판례를 통해서 하나의 법리로 정립되었지만, 최근의 직상장과 관련하여 슬랙 판결은 이 추적요건 법리에 변화를 가져온 것으로 평가된다.

연방제9항소법원이 2021. 9. 21. 선고한 슬랙 판결은, 뉴욕증권거래소의 2020년 신규직상장 도입과정에서 심각한 논란 대상이었던 위 법률조항의 해석에 관하여 연방항소법원 심급에서 최초로 이루어진 증권소송 판례이다. 이 사건의 피고이자 항소인인 슬랙 테크놀로지(Slack Technologies, Inc., '슬랙')는 2018년 뉴욕증권거래소의 직상장 관련 규칙 개정 후 스포티파이(Spotify Technology S.A.)와 더불어 전통적 IPO 대신 직상장 방식을 통해 최초로 거래소에 주식을 상장한 회사로 널리 알려진 바 있다.

슬랙 판결은 미국 증권시장에 직상장이라는 신제도의 등장에 발맞추어 투자자 구제방안을 정립하는 방안을 모색하는 과정의 하나이고, 이는 기존의 판례법에 영향을 주어 새로운 해석의 결과로까지 이어질 수 있음을 시사하는 점에서도 의미가 있다고 생각된다. 향후 슬랙 판결이 추적요건 법리의 견고한 입지를 뒤흔드는 새로운 판례로 자리매김할 것인지에 대하여 특히 증권법 실무가들이 많은 관심을 가지고 지켜보고 있다.[2]

무엇보다 이 글에서는 제11조의 문언상 "그 증권"의 해석과 판례법으로서 추적요건의 문제를 다루고, 슬랙 판결의 의미를 집중적으로 조명한다. 우리나라에도 미국 증권법상 추적요건에 관한 다수의 선행연구가 있지만,[3] 이 글은 슬랙 판결을 중심으로 하여 직상장의 도입으로 인

---

1) *Pirani v. Slack Technologies, Inc.*, 13 F.4th 940 (2021). 설명의 편의를 위하여 Pirani v. Slack Technologies 판결의 기초가 되는 배경과 사실관계를 설명할 때는 '슬랙 사건', 슬랙 사건에 대한 연방제9항소법원 판결의 내용에 관하여 서술할 때는 '슬랙 판결'이라고 지칭한다.

2) The National Law Review, Why section 11 is a big deal (Sep. 21, 2021) <https://www.natlawreview.com/article/why-section-11-big-deal> (2022. 3. 25. 방문)

3) 강대섭, "유가증권신고서등의 부실기재로 인한 손해배상청구권자의 범위 - 유통시장에서의 증권취득자 포함 여부", 「상사판례연구」 제19권 제3호, 한국상사판례학회, 2006, 226~230면; 김연미, "미국 증권소송의 추적요건(Tracing Requirement) - In re Century Aluminum Co. Securities Litigation 사건을 중심으로", 「성균관법학」 제27권 제4호, 성균관대학교 법학연구원, 2015, 193~206면; 이철송, "자본시장법 제125조의 「증권의 취득자」의

한 증권시장의 변화, 그리고 이를 계기로 촉발된 제11조의 해석을 둘러싼 법적 논의를 살펴본다는 점에서 차별화될 수 있다고 본다. 한편 제11조의 추적요건 법리는 우리 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법') 제125조에서 규정하는 증권신고서의 부실기재로 인한 손해배상청구권자인 "증권의 취득자"의 해석과 관련하여 비교법적 관점에서 고려할 수 있는 논점이기도 하다.

Ⅱ. 미국의 직상장 제도

1. 검토의 전제

가. 발행시장과 유통시장

주식시장은 발행시장(Primary market, 1차 시장)과 유통시장(Secondary market, 2차 시장)으로 구성되고, 이 두 시장은 상호보완적인 관계에 있다. 발행시장은 자금을 조달하고자 하는 회사가 발행한 주식을 일반 투자자가 처음 취득하는 시장을 말한다.[4] 발행시장은 유통시장에서 주식의 자유로운 유동성이 보장될 때 활성화될 수 있다. 유통시장에서는 기존에 발행된 증권('구주')만이 투자자 사이에서 거래되기 때문에 회사의 신규자금조달 기능은 없다.

유통시장은 발행시장의 거래와 밀접하게 연결되어 있다.[5] 활발한 유통시장을 통해서 투자자는 자신의 증권을 저렴한 비용으로 신속하게 재매도할 수 있는데, 이러한 시장의 기능을 유동성(liquidity)이라고 한다. 유통시장에 대한 확고한 전망이 없다면 발행회사는 유동성 부족에 따른 할인가("illiquidity" discount) 적용을 요구하는 투자자들을 상대로 증권을 매도하는 데에 상당한 어려움을 겪게 될 것이다.[6]

The Securities Act of 1933(이하 '연방증권법')은 발행시장 거래의 규율에 초점을 맞춘다면, the Securities and Exchange Act of 1934(이하 '연방증권거래법')는 유통시장의 거래와 시장조성을 담당하는 전문가와 금융기관을 위주로 규율한다.[7] 먼저 연방증권법을 살펴보면, 해당 법률은 발행시장의 규제에 있어 3가지 접근방식을 제공하고 있다. 첫째, 연방증권법은 공모를 시

범위", 「선진상사법률연구」 통권 제75호, 법무부, 2016, 17~18면; 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009, 262~265면 외 다수.

4) 김건식·정순섭, 「자본시장법」, 두성사, 2013, 161면.

5) Choi Stephen J. & Pritchard, A.C., *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2nd edition, Foundation Press, 2005, p.12.

6) Id.

7) Choi, Stephen J. Choi & Pritchard, A.C., supra note 5, p.37.

행하는 발행인에게 투자자에게 중요하다고 여겨지는 정보를 포함한 의무공시서류를 제출하도록 요구한다. 두 가지의 주된 공시서류는 증권신고서(registration statement, SEC에 제출)[8] 및 투자설명서(prospectus, 투자자에게 제공)이다.[9] 둘째, 연방증권법은 투자자가 투자설명서를 다른 어떤 서면 정보보다도 먼저 교부받도록 하기 위해 이를 보장하는 복잡한 공모절차에 관하여 규정한다("gun-jumping" rule).[10] 공모 과정에서 투자설명서 이외의 추가 정보 교부를 금지하는 기간은 "침묵기간(quiet period)"이라고 불린다. 마지막으로 연방증권법은 공모서류에 기재되는 중요사항의 허위기재 또는 누락('부실기재')에 대하여 강화된 사기방지책임(anti-fraud liability)을 부과한다.[11]

연방증권거래법 또한 다른 증권법규와 마찬가지로 주로 공시를 통해서 투자자를 보호하고 있다.[12] 증권거래법은 특정 유형의 상장회사에 대하여 정기보고서 의무를 부과하는데, 이들 회사를 "증권거래법상 보고서 발행인(Exchange Act reporting issuers)"이라고 부른다. 증권거래법상 보고서 발행인은 SEC에 연간보고서인 Form 10-K와 분기별 보고서인 Form 10-Q를 제출할 의무가 있다.[13]

나. 신규상장와 후속공모

(1) 신규상장(Primary offering, IPO)

신규상장은 비상장회사가 주식을 최초로 공개 발행하여 투자자들이 이를 거래할 수 있도록 자본시장에 상장하는 일련의 과정을 말하며, 이를 흔히 기업공개(Initial Public Offering, 이하 'IPO')라고도 부른다.[14] IPO는 신규상장('모집')만으로도 가능하지만 2차 공모('매출')와 함께 시행되기도 한다.

---

8) Registration statement는 우리 자본시장법상 증권신고서에 대응하는 공시서류로서 연방증권법 제5조에서 규정하고 있다. 이를 '등록신고서'라고 번역하기도 하지만, 이 글에서는 설명의 편의를 위해 '증권신고서'로 번역한다.

9) 발행회사의 증권신고서와 투자설명서는 SEC에 제출된 직후에 공시된다. 미국 국내회사들이 제출하는 서류는 EDGAR database(www.sec.gov.)에서 확인할 수 있다. SEC, The Laws That Govern the Securities Industry, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry> (2020. 3. 15. 방문)

10) Kenton, Will, Gun-Jumping (updated Nov. 13, 2020) <https://www.investopedia.com/terms/g/gunjumping.asp> (2020. 3. 15. 방문)

11) Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., supra note 5, pp.37~38.

12) SEC, supra note 8.

13) Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., supra note 5, p.36.

14) IPO에 의하여 발행된 주식은 거래소 증권시장에 상장되는 것이 보통이지만 상장되지 못한 상태로 장외에서 거래되는 경우도 없지 않다. 이 중에서 IPO와 상장이 함께 행해지는 경우를 일반적으로 기업공개라고 부른다. 직상장은 최초 공모인 IPO가 선행되지 않은 상장에 해당한다. 김건식·정순섭, 앞의 책, 166면.

(2) 후속공모(Follow-on offering; subsequent offering)

후속공모에는 크게 두 가지 유형이 있다. 첫째, 희석 유형의 후속공모(Diluted follow-on offering; seasoned equity offering, 이하 '추가상장')는 상장회사가 이미 상장된 증권과 같은 종목의 증권을 새로이 발행하여 이를 상장하는 것이다.[15] IPO는 비상장회사가 최초로 거래소에 상장하여 그 발행 신주를 일반 투자자에게 매도하는 과정이라면, 추가상장은 이미 IPO를 마친 회사가 필요한 자금을 조달하기 위해 추가로 신주를 발행하여 일반 투자자에게 매도한다는 차이가 있다.[16]

둘째, 비희석 유형의 후속공모(Non-diluted follow-on offering; secondary offering, 이하 '2차 공모')는 발행회사의 IPO 후에 유통시장에서 한쪽 투자자(기존주주)가 보유하는 대량의 회사 주식이 다른 쪽 투자자에게 매도되는 것을 의미하고, 신규상장과 마찬가지로 증권신고서의 제출이 요구된다.[17] 2차 공모에서는 주식 가치의 희석화가 없지만,[18] 추가상장은 신주의 발행으로 인한 발행주식 수의 증가로 주식 가치가 희석되는 효과를 가져온다는 점에서 구별된다.[19]

한편 2차 공모의 경우 회사는 신주를 발행하지 않고, 대신 회사의 투자자들이 주식을 매매하고 대금을 직접 수령한다는 점에서 신규상장과는 다르다.[20] 이는 기존주주에게 유동성을 제공하고, 신주 발행이 없어서 주가가 희석되지 않는 효과도 있다. 잘 알려진 예로 2013년 페이스북(Facebook)의 CEO인 마크 저커버그(Mark Zuckerberg)가 자신의 보유주식 중 약 4,100만 주를 다른 투자자에게 매도한 2차 공모 사례가 있다.[21] 공모대상인 주식은 저커버그 소유의 주식이었고, 따라서 페이스북이 아닌 저커버그가 직접 대금을 받았다. 당시 공시에서 밝힌 주식매도의 사유는 저커버그 개인의 세금 납부에 필요한 자금의 마련이었다. 페이스북은 저커버그의 2차 공모 당시 신주도 같이 발행하였는데, 그 대금은 회사의 자금으로 조달되었다. 이렇게 2차 공모는 단독으로 진행되기도 하지만, 페이스북 사례와 같이 추가상장과 함께 이루어지기도 한다.

---

15) Corporate Finance Institute, Seasoned Equity Offering <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/seasoned-equity-offering-follow-on> (2022. 3. 18. 방문)

16) Johnson, Eric, Blankenship, Michael, Smolij, Ben & Niedzwiecki, John, Market Trends 2019/20: Follow-On Offerings, *Lexis Practice Advisor*, pp.1~2 <https://www.winston.com/images/content/2/0/v2/202821/Market-Trends-201920-Follow-On-Offerings.pdf>

17) 2차 공모에서는 공시서류로 Form S-1 또는 Form S-3의 제출이 요구된다. Hamilton & Associates, What is a Secondary Offering? Going Public Lawyers, *Securities Lawyer 101 Blog* <https://www.securitieslawyer101.com/2014/secondary-offerings-going-public> (2022. 3. 15. 방문)

18) 따라서 회사의 주식 1주당 순이익을 나타내는 지표인 주당순이익(Earnings Per Shares, EPS)이 변경되지 않는다.

19) Corporate Finance Institute, Follow-On Offering <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/follow-on-offering> (2022. 3. 18. 방문)

20) Johnson, Eric et al., supra note 16, p.2.

21) Reisinger, Don, Facebook, Zuckerberg sell shares as part of secondary offering, Cnet (Dec. 19, 2013) <https://www.cnet.com/tech/services-and-software/facebook-zuckerberg-sell-shares-as-part-of-secondary-offering> (2022. 3. 18. 방문)

2. 직상장 제도의 개관

가. 의의

직상장(direct listing)이란 비상장회사가 최초로 그 주식을 증권거래소에 직접 상장하는 것이다. 인수공모(underwritten offering), 회사분할(spin-off), 또는 다른 증권거래소로부터의 이전(transfer quotation from another regulated stock exchange)에 따른 회사의 상장은 직상장에 해당하지 않는다.[22] 뉴욕증권거래소 규칙 제1.1조(f)에 따르면 '직상장(direct listing)'은 뉴욕증권거래소 상장회사규정(NYSE Listed Company Manual) 제102.02B 주석(E)에 의하여 상장된 증권을 말한다. 직상장에는 'Selling Shareholder Direct Floor Listing'(이하 '구주주직상장')과 'Primary Direct Floor Listing'(이하 '신규직상장'), 이 두 가지 유형이 있다.[23] 전자는 2017년 규칙 개정, 후자는 2020년 규칙 개정을 통해서 정식으로 도입·시행되고 있다.

구주주직상장에서 비상장회사는 기존주주들에게 자금회수의 기회를 제공하기 위해 총액인수(firm commitment underwriting) 없이 직접 직상장 당일 거래소에서 경매거래 방식으로 구주를 상장한다. 여기에는 회사 주식의 2차 공모(secondary offering) 등록이 요구되어 Form S-1 양식의 증권신고서 등에 따라 SEC에 공개 신고해야 하고, 이 신고는 적어도 상장 15일 전에 SEC의 공표로 효력이 발생한다.[24] 재매도 목적으로 등록되거나 SEC Rule 144(이하 '규칙 144')에 따라 재매도할 수 있는 주식(등록면제주식)을 보유한 기존주주는 직상장을 통해서 보유주식을 거래소에서 매도할 수 있다. 구주주직상장을 통해서 뉴욕증권거래소에서 주식거래를 시작한 최초의 회사는 스포티파이이고, 슬랙은 스포티파이 다음으로 구주주직상장으로 뉴욕증권거래소에 상장한 회사로 유명하다.[25]

역사적으로 직상장을 통한 기업의 자금조달은 허용되지 않았으나,[26] 2020. 12. 22. SEC는 이를 허용하는 신규직상장에 관한 뉴욕증권거래소 규칙개정안을 최종승인하여 현재는 가능하게 되었다.[27]

---

22) Gibson Dunn, A Current Guide to Direct Listing (Jan. 8, 2021), p.1. 현재 직상장 제도를 시행 중인 증권거래소는 뉴욕증권거래소와 나스닥이다.

23) NYSE Rule §1.1(f) : The term "Direct Listing" means a security that is listed under Footnote (E) to Section 102.01B of the Listed Company Manual, which can be either a "Selling Shareholder Direct Floor Listing" or a "Primary Direct Floor Listing."

24) Gibson Dunn, supra note 22, p.1.

25) Beck, Anat, Rapp, Robert & Livingstone, John, Investment Bankers as Underwriters - Barbarians or Gatekeepers? A Response to Brent Horton on Direct Listings, 73 *SMU L. Rev. F.* 251 (2020), pp.251-252; Rodgers, Greg, Jaffe, Marc & Cohen, Benjamin, Evolving Perspectives on Direct Listings After Spotify and Slack, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (Dec. 17, 2019) <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/17/evolving-perspectives-on-direct-listings-after-spotify-and-slack> (2022. 3. 15. 방문)

26) 당시에 직상장은 신주 발행이 없는 점, 즉 구주 거래를 통한 신규상장만 가능한 것이 전통적 IPO와 가장 다른 특징으로 설명되곤 하였다.

나. 직상장의 특징 – 전통적 IPO와의 비교

직상장(direct listing)은 인수인의 관여가 없다는 점(no underwriter), 매각제한기간의 제한이 없다는 점(no lock-up), 그리고 신주 발행을 전제로 하지 않는다는 점(no new shares, 구주 주직상장)이 주된 특징으로 꼽혀왔다.[28] 투자은행에 의한 총액인수 방식의 주식 인수를 전제로 하는 '전통적 IPO'와 비교되는 직상장의 주요 특징을 구체적으로 살펴보면 아래와 같다.

(1) 증권신고서

전통적 IPO에서 회사는 증권신고서(registration statement)에 기재된 주식을 모집·매출한다. 이때 증권신고서는 공모의 대상인 이들 증권을 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission, 이하 'SEC'라 한다)에 등록하는 역할을 한다.[29] 다시 말해서 발행회사는 증권신고서를 SEC에 제출하고 그 증권신고서가 수리되어 효력이 발생하면 등록된 주식을 공개시장에서 매도할 수 있게 된다. 이 과정에서 투자은행(investment bank)은 회사의 신주를 마케팅하고 필요한 경우에는 사전에 정해진 가격에 신주를 인수하기도 한다.

전통적 IPO에서는 거래소 상장을 위한 연방증권거래법상 증권신고서(Form 10)뿐만 아니라 주식의 모집·매출을 위한 연방증권법상 증권신고서(Form S-1)도 제출할 의무가 있다. 직상장의 경우에는 전통적 IPO와는 달리 인수인에 의한 주식의 모집·매출을 전제로 하지 않지만, 전통적 IPO와 마찬가지로 위 증권신고서를 모두 제출할 것이 요구된다. 실제로 스포티파이와 슬랙도 2017년 개정 뉴욕증권거래소 규칙에 따라서 SEC에 연방증권거래법상 증권신고서뿐만 아니라 연방증권법상 증권신고서도 함께 제출하였다.[30]

(2) 금융자문인

전통적 IPO와는 달리 직상장에서는 인수인(underwriter)의 관여가 전제되지 않는다. 다만

---

27) SEC, Release No. 34-90768; File No. SR-NYSE-2019-67 (Dec. 22, 2020). SEC의 2020. 12. 22.자 뉴욕증권거래소 규칙개정안 승인결정에 관한 설명은 류지민, "직상장(direct listing)에 관한 미국 증권법상의 논점", 「상사법연구」 제40권 제2호, 한국상사법학회, 2021, 272~287면.

28) NYSE, Choose Your Path to Public: Direct Listing, now with a capital rise <https://www.nyse.com/direct-listing> (2022. 3. 13. 방문); Nasdaq, "Nasdaq Direct Listings offer a different way to go public with unrestricted liquity and no lock-up period" <https://www.nasdaq.com/solutions/direct-listings> (2022. 3. 13. 방문)

29) 증권신고서(registration statement)는 우리 자본시장법상 증권신고서에 해당한다. 연방증권법 제5조[15 U.S.C. §77e]에 따르면, 증권을 공모하기 위해서는 먼저 발행인이 발행인과 증권에 대한 모든 중요한 정보를 포함하는 증권신고서를 SEC에 제출하여야 하고, 제출 후 일정 기간의 경과로 증권신고서의 효력이 발생한 후에야 우편이나 주간통상의 방법·수단을 이용한 증권의 매도 및 인도가 가능하다. 즉, 증권신고서의 효력이 발생하기 전에 이루어진 주식 매수·매도의 청약은 위법하다.

30) 류지민, 앞의 논문, 274면.

뉴욕증권거래소 규칙은 인수인 대신 금융자문인(financial advisor)의 참여를 직상장 절차의 요건으로 명시하고 있다. 다시 말해서 전통적 IPO에서든 직상장에서든 그 과정에서 투자은행의 관여는 요구되지만, 직상장에서 이들은 '인수인'이 아닌 '금융자문인'의 역할을 담당한다. 직상장 회사의 금융자문인은 수요예측, 주식의 마케팅과 판매, 그리고 가격안정과 같은 전통적 인수의무를 수행하지 않는다. 이러한 금융자문인에 대하여 연방증권법상 인수인에 준하는 책임을 인정하는 것이 가능할지에 관한 논의가 있었고 SEC 및 다수의 학자와 실무가들은 '법정 인수인'으로 보아 그 책임을 인정하고 있다.[31]

(3) 매각제한기간

투자은행은 주가가 안정적으로 유지되기를 원하는 까닭에 전통적 IPO 과정에서 매각제한기간(a lock-up period)의 설정을 요구한다.[32] 매각제한기간을 두게 되면 기존에 발행된 주식을 보유하고 있던 기존주주는 자신이 보유하는 미등록주식을 이 기간에 매도할 수 없다.[33] 여기서 매각제한기간은 다음과 같은 역할을 한다: 만약 투자자 A가 매각제한기간 동안 회사의 주식을 매수한다면, 해당 기간 중 매각제한의 적용을 받는 미등록주식의 거래가 금지되기 때문에 A의 매수주식은 증권신고서에 기하여 등록된 주식으로 추정된다. 즉 매각제한기간 내에 유통시장에서 주식을 매수한 투자자는 그 주식이 증권신고서에 의하여 발행되었다는 사실을 주장할 수 있다.[34]

다만 매각제한기간은 법령에서 정하는 요건이 아닐뿐더러, 회사는 후속 공모를 통해서 또다른 증권신고서와 결부된 신주를 추가로 발행할 수도 있다. 그 때문에 회사에서 신주를 1회 발행한 경우, 즉 신규상장만 있고 아직 후속 공모가 시행되지 않은 사례 이외에 실제로 원고가 제11조의 추적요건을 충족하기는 매우 어려운 것으로 알려져 있다.

전통적 IPO와는 달리 직상장에서는 기간을 정해서 시장에서 미등록주식의 거래를 배제하는

---

31) 금융자문인이 수행하는 업무 및 게이트키퍼로서의 책임 여부에 관한 검토는 류지민, 위의 논문, 291~302면.

32) 매각제한약정(lock-up agreement)은 회사 내부자(근로자, 그 친구와 친족 및 벤처 캐피탈업체 등을 포함한다)가 일정 기간 동안 그 보유주식을 매도하는 것을 금지한다. 즉 위 약정에 의하여 그 주식은 "잠긴 상태(locked-up)"로 되는 것이다. 회사가 거래소에 상장되기 전에, 발행회사와 인수인은 보통 그 회사의 내부자들이 공모 후에 너무 일찍 공개시장에 진입하여 거래할 수 없도록 매각제한약정을 체결한다. 매각제한약정의 조건은 약정에 따라 다르지만, 대다수 약정은 발행회사 내부자가 상장 후 180일의 기간 동안 보유주식을 매도하는 것을 금지하는 조항을 둔다. 매각제한을 통해서 정해진 기간에 매도 가능한 주식의 수를 제한할 수도 있다. 미국 증권법규에 따르면, 매각제한을 두는 회사는 증권신고서와 투자설명서에 그 계약조건을 공개할 의무가 있다. 몇몇 주(州)에서는 그 주의 증권법("blue-sky" law)으로 매각제한약정을 둘 것을 요구한다. SEC, Initial Public Offerings: Lockup Agreements <https://www.sec.gov/fast-answers/answerslockuphtm.html> (2022. 3. 19. 방문)

33) 증권신고서 제출 시 등록을 면제받고 발행된 주식을 보유한 주주로서, 회사의 직원이나 초기투자자 등이 기존주주(existing shareholders)에 포함된다.

34) Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., supra note 5, p.494.

매각제한기간이 강제되지 않는 것이 원칙이다. 대신 증권신고서의 효력 발생 시 등록주식과 미등록주식이 모두 즉시 거래소에서 공개 매도된다.[35] 그러므로 직상장에서는 하나의 증권신고서에 의하여 등록주식과 미등록주식 양자를 일반 투자자에게 매도할 수 있다.[36]

Ⅲ. 연방증권법 제11조의 원고적격에 관한 쟁점과 과제

1. IPO 공시 관련 증권소송

직상장은 전통적 IPO를 대체할 수 있는 새로운 상장 방식으로 소개되곤 한다. 그러나 직상장 또한 연방증권법규에서 정하는 증권신고서 제출 등 공시의무를 부담한다는 점에서 전통적 IPO와 마찬가지로 일반 투자자들이 제기하는 증권집단소송의 위험에서 자유롭기는 어렵다.

가. 주요 증권소송의 법적 근거

연방증권법 및 연방증권거래법은 양자 모두 IPO 회사 및 다른 참가자들의 완전한 공시를 위한 유인책을 두고, 증권법규 위반으로 손해를 입은 투자자가 배상을 청구할 수 있는 구제수단을 제공하고 있다. 투자자는 이들 법률에 근거하여 증권신고서, 투자설명서 등의 부실기재에 대하여 증권소송을 제기할 수 있는데, 관련 조항은 증권의 매도인 및 매수인에 관한 소송요건을 명시적·묵시적으로 정하고 있다.[37] 일반적으로 원고가 IPO와 관련하여 제기하는 증권소송의 근거로서 주요 법률은 다음과 같다.[38] 이들 증권소송은 많은 경우 집단소송(class actions)[39]의 방식으로 제기되며, 아래 ③의 SEC Rule 10b-5에 의한 증권소송 사례가 가장 많다.[40]

---

35) NYSE Rule Section 102.01B, Footnote E.

36) *Pirani*, 13 F.4th at 947.

37) Clarke, John J., Weber, Robert D. & Chatfield, Kellin M., Securities Litigation: Class Actions Arising from IPOs, *Thomson Reuters Practical Law* (2017), p.2 <file:///C:/Users/Owner/Downloads/Securities%20Litigation%20Class%20Actions%20Arising%20from%20IPOs%20w0072000.pdf>. 한편, 미국 증권법상 발행공시의무 위반에 관한 손해배상책임을 소개한 국내 문헌으로 김연미, 앞의 논문, 193～197면; 이동신, "유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임", 「재판자료 제90권 : 증권거래에 관한 제문제[上]」, 법원도서관, 2001, 274～348면; 임재연, 앞의 책(주3), 261～293면.

38) Clarke, John J. et al., supra note 37, p.2. 증권소송의 절차 및 관할에 관하여 특별히 규율하는 법률로 Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA), Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998 (SLUSA) 참조.

39) Federal Rule of Civil Procedure 23.

40) Mclntosh, Janee, Starykh Stevlana, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2021 Full-Year Review, *NERA* (Jan. 25, 2022), p.3. <https://www.nera.com/publications/archive/2022/recent-trends-in-securities-class-action-litigation－2021-full-y.html>

① 연방증권법 제11조 : 부실기재 있는 증권신고서에 대한 손해배상책임
② 연방증권법 제12조(a)(2) : 부실기재 있는 투자설명서 등에 대한 손해배상책임
③ 연방증권거래법 제10조(b) 및 이를 구체화하는 SEC Rule 10b-5(이하 '규칙 10b-5') : 증권거래법상 사기방지조항에 따른 책임
④ 연방증권법 제15조(a) 및 연방증권거래법 제20조 : 지배자(controlling persons)에 대한 2차 책임

(1) 연방증권법 제11조

미국 연방증권법은 제11조에 증권신고서의 부실기재에 대한 민사상 손해배상청구의 법적 근거를 두고 있다. 그에 따르면 "효력발생시점을 기준으로" 증권신고서에 중요사실에 관하여 허위의 표시가 있거나, 기재되어야 할 중요사실 또는 오인(誤認)의 방지를 위해 기재가 필요한 사실이 누락된 경우에는, 이러한 사실을 모르고 증권을 매수한 투자자는 제11조에 의하여 증권발행 관련자를 상대로 손해배상을 청구할 수 있다.[41]

손해배상을 청구하는 원고는 법률에 열거된 증권발행 관련자의 위법행위를 주장·입증할 필요가 없다. 즉 제11조의 소에서 원고는 증권신고서에 중요한 사실의 허위기재 또는 누락이 있었음을 주장·입증하는 것으로 충분하고, 피고의 고의(scienter), 원고의 신뢰(reliance), 그리고 손해 인과관계(loss causation)를 입증할 필요는 없다.

<표 1> 제11조 및 SEC 규칙 10b-5 등의 증명책임[42]

소송요건	제11조	규칙 10b-5 및 보통법상 사기조항
부실기재(Misstatement or omission where duty to disclose exists)	√	√
중요사항(Materiality)	√	√
고의(Scienter)		√
신뢰(Reliance)		√
손해인과관계(Loss Causation)	방어(Defense)	√

41) 15 U.S.C. §77k(a): "In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security … may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue — (1) every person who signed the registration statement …"

42) Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., supra note 5, p.503. <표 1>에서 √ 표시는 해당 소송요건에서 원고의 증명책임을 요구하는 경우를 말한다.

(2) 연방증권법 제12조(a)(2)

연방증권법 제12조(a)(2)(이하 '제12조(a)(2)'라고 약칭한다)는 "누구든지 중요한 사실에 대한 허위표시나, 상황에 비추어 기재 내용이 오인되지 않도록 하는 데에 필요한 중요한 사실의 기재 누락이 포함된 투자설명서 또는 구두의 정보 제공에 의하여 증권의 매도 또는 매도청약을 하는 자는, 자신이 그러한 허위표시나 누락을 알지 못하였고, 합리적인 주의를 기울였어도 이를 알 수 없었음을 증명하지 않으면, 그 증권의 취득자에 대하여 … 배상책임이 있다"고 규정하고 있다.[43]

제11조의 소와 마찬가지로 제12조(a)(2)에 근거한 손해를 청구하는 원고는 투자설명서나 구두 설명에 의한 부실표시를 신뢰하여 매수 결정을 하였다는 사실 및 피고의 고의를 입증할 의무가 없다. 다만 제12조(a)(2)에 의한 소에서는 원고가 피고로부터 직접 증권을 취득하였다는 사실, 즉 원고와 피고 사이에 직접적인 계약관계(privity, 이하 '직접계약관계')를 요구한다. 이와는 달리 제11조는 직접계약관계의 증명을 요구하지 않는다.

(3) 연방증권거래법 제10조(b) 및 SEC 규칙 10b-5

연방증권거래법 제10조(b)(이하 '제10조(b)라고 약칭한다)는 시세조종적·사기적 방법을 이용한 증권의 매도 또는 매수를 금지하고[44], 구체적인 사기방지에 관한 사항은 위 법률의 위임을 받은 SEC 규칙 10b-5에서 규정하고 있다.[45] 비록 제10조(b)와 SEC 규칙 10b-5는 명시적 사적 소권(express private right of action)에 대하여 정하고 있지 않지만, 연방법원이 보통법상 원칙에 기초하여 묵시적 사적 소권(implied private right of action)을 발전시켜 왔다.

제10조(b) 및 규칙 10b-5의 청구원인과 관련하여 원고는 다음의 사항을 입증하여야 한다: ① 원고는 증권의 매수인 또는 매도인이었다; ② 피고는 중요 사실에 대하여 허위기재를 하였거나 오인의 방지를 위해 반드시 기재되어야 하는 중요사실의 표시를 누락하였다(중요사실의 부실기재); ③ 중요사실의 누락이 주장되는 경우, 피고는 그 누락된 정보를 공시할 의무가 있다; ④ 원고는 중요사실의 허위기재 또는 누락을 신뢰하여 손해를 입었다(reliance); ⑤ 원고의 손해는 중요한 사실의 허위기재 또는 누락으로 인하여 발생한 것이다(cause of loss); ⑥ 중요 사실의 허위기재 또는 누락과 관련하여 피고의 고의(scienter)가 인정된다.[46]

---

43) 15 U.S.C. §77l(a)(2).
44) 15 U.S.C. §78j(b).
45) 17 C.F.R. §240.10b-5.
46) Clarke, John J. et al., supra note 37, pp.2~3.

(4) 연방증권법 제15조 및 연방증권거래법 제20조(a)

IPO와 관련한 증권소송에서 발행회사의 대표이사, 이사회 구성원에 대하여 지배자책임을 추궁하는 사례를 종종 찾아볼 수 있다. 연방증권법 제15조와 연방증권거래법 제20조(a)는 회사를 직접 또는 간접으로 지배하는 자(controlling persons)의 연대책임에 관하여 규정한다.[47]

여기서 "지배(Control)"란 지명된 피고가 회사의 "운영 및 정책의 방향을 지시하거나 영향을 줄 수 있는 권한"을 가지고 있다는 의미이다.[48] 피고의 실제 지배행위에 관한 주장 없이 단순히 발행회사의 임원 또는 이사로서 지위만을 주장하는 것으로는 충분하지 않다.[49]

나. 원고의 소송상 청구에 대한 피고의 대응전략 유형

피고는 흔히 다음과 같은 이유를 들어 회사의 IPO와 관련하여 제기되는 증권소송에 대한 소각하를 주장하곤 한다 :

① 원고에게는 소를 제기할 수 있는 원고적격이 인정되지 않는다(lack of standing)[50]
② 원고는 피고적격이 없는 자에 대하여 소를 제기하고 있다(improper defendant).
③ 피고는 중요사실의 허위기재 또는 누락을 증명하지 못하고 있다(no material misstatement or omission).
④ 문제의 기재 또는 표시는 소송대상이 아닌 의견이나 신념에 관한 것이다(statements of opinion or belief).
⑤ 문제의 사건은 소송대상이 아닌 예측정보의 기재 또는 표시에 관한 사안이다 (forward-looking statement).

이 글에서는 슬랙 사건의 피고 회사가 주주인 원고에게 제11조 등 소를 제기할 수 있는 원고적격이 없음을 주장하면서 소각하 청구(motion to dismiss)를 한 점을 주된 쟁점으로 삼아 논의하는 관계로, 위에 열거한 피고의 대응전략 중 '원고적격의 흠결' 주장에 한정하여 검토한다.

---

47) "연방증권법 제15조의 지배자로서 책임 기준은 연방증권거래법 제20조(a)에 의한 지배자 책임을 결정하는 기준과 실질적으로 다르지 않다." *Hollinger v. Titan Capital Corp.*, 914 F.2d 1564, 1568 n.4 (9th Cir. 1990).
48) SEC 규칙에서 '지배(control)'의 개념을 정의하고 있다. 17 C.F.R. §230.405.
49) Clarke, John J. et al., supra note 37, p.3.
50) 원고적격 또는 당사자적격(영미법에서는 standing)은 특정한 소송사건에서 정당한 당사자로서 소송을 수행하고 본안판결을 받기에 적합한 자격을 말한다. 이시윤, 「신민사소송법(제13판)」, 박영사, 2019. 154~155면. 연방법원 단계에서의 당사자적격에 관한 설명은 Legal Information Institute, Standing <https://www.law.cornell.edu/wex/standing> (2022. 3. 16. 방문)

다. 원고적격의 흠결

연방증권법 제11조 및 제12조(a)(2)는 모두 증권소송을 제기할 수 있는 원고 집단, 즉 원고적격의 범위를 제한하고 있다. 제11조의 청구와 관련하여 증권신고서에 의하여 등록된 증권을 매수하거나 달리 취득한 자는 그가 증권을 발행인이나 인수인으로부터 직접 증권을 취득하였든 유통시장에서 취득하였든 간에 원고적격을 가진다. 그러나 여기에는 아래와 같은 제한이 적용된다.[51]

① 만약 발행회사가 증권신고서의 효력발생일 후 최소 12개월 기간의 손익보고서(earning statement)를 공개한 이후에 원고가 증권을 취득하였다면, 원고는 증권 취득 당시 증권신고서상 부실기재된 내용을 신뢰하였다는 점을 입증하여야 한다.[52]

② 유통시장에서의 매수인은 문제의 공모에서 발행된 증권을 취득하였다는 사실을 "추적(trace)"할 수 있어야 한다. 동종의 증권을 대상으로 복수의 공모가 시행되었거나 그 증권이 다른 경로를 통해서 시장으로 유입된 경우(가령, 창업자의 주식, 근로자에게 우선배정된 주식과 같이 증권법상 등록요건이 면제되는 주식), 이러한 '추적'의 증명은 더욱 어려워진다. 참고로 법원은 통계적 분석(statistical method: 가령, 지분비율 등에 기초한 방법)을 통해서 주식을 추적할 수 있다는 원고의 주장을 받아들이지 않는다.[53]

③ 제11조는 증권의 취득 당시 중요사실의 허위기재 또는 누락을 알고 있었던 취득자의 손해배상청구를 허용하지 않는다.[54]

제12조(a)(2)의 소를 제기할 수 있는 원고 집단의 범위는 제11조보다 한정된다. 그 이유는 제12조(a)(2)의 법문상 유통시장이 아닌 발행시장에서의 취득, 즉 원고가 문제의 공모 당시에 문제의 증권을 취득하였을 것을 요구하기 때문이다.[55] 다만 증권의 취득 당시 투자설명서 등 중요사실의 부실기재 사실을 알고 있었던 취득자가 제12조(a)(2)에 의한 손해배상을 청구할 수 없다는 점은 제11조와 같다.

미국 증권소송에서 제11조와 제12조(2)(a)에서 정하는 '엄격책임(strict liability)'은 비유하자

51) Clarke, John J. et al., supra note 37, pp.3~4.

52) 15 U.S.C. §77k(a) 후단: "If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person."

53) *Krim v. pcOrder.com, Inc.*, 402 F.3d 489, 494-502 (5th Cir. 2005); *In re Puda Coal Sec. Inc. Litig.*, 2013 WL 5493007, at *6-9 (S.D.N.Y. Oct. 1, 2013)

54) 15 U.S.C. §77k(a).

55) *Gustafson v. Alloyd Co*, 513 U.S. 561, 577-78 (1995).

면 "강한 약(strong medicine)"이라고 할 수 있다. 그리고 연방증권법은 원고적격의 범위에 제한을 둠으로써 이러한 엄격책임의 부담을 낮추는 것이다. 그와 비교하여 증권거래법 제10조(b)는 증권의 매매와 관련하여 부실기재된 증권신고서에 대한 소를 제기할 수 있는 원고적격에 특별한 제한을 두고 있지 않지만, 대신 피고의 고의(scienter) 등 책임요건의 입증을 요구한다는 점은 앞에서 본 바와 같다.

제11조 및 제12조(a)(2)의 원고적격 문제로서 "그 증권의 취득자"의 해석에 관한 논의의 내용은 이들 조항 간에 별다른 차이가 없는 관계로, 아래에서는 제11조를 중심으로 이를 설명한다.

2. 연방증권법 제11조의 "그 증권의 취득자"와 추적요건

가. 의의

제11조는 직접계약관계(privity)를 요구하지 않을 뿐만 아니라, 그 손해의 배상을 청구할 수 있는 자 또한 공모 단계에서 직접 증권을 취득한 자에 한정되지 않는다. 유통시장에서의 취득자라고 할지라도, 그가 증권신고서에 등록된 주식을 매수하였고 해당 주식은 해당 증권신고서에 근거한 공모에서 발행된 증권(즉 그 전이나 후의 공모에 발행된 증권이 아님)이라는 사실을 입증할 수 있다면 제소기간[56] 내에 제11조의 소를 제기할 수 있는 자격이 인정된다.[57]

그런데 주주인 원고에게 있어서 제11조의 원고적격 인정에 필요한 '추적(tracing)'은 증명하기가 매우 까다로운 요건이다.[58] 증권신고서 중요사항의 허위기재 또는 누락을 이유로 손해배상의 소를 제기하는 투자자뿐만 아니라, 이를 방어하는 발행 회사의 입장에서도 법원이 추적요건을 엄격하게 적용할지, 아니면 완화하여 적용할지 여부는 중대하고 민감한 문제라고 할 수 있다. 추적요건은 상당히 기술적인 내용의 법리인데, 그러한 특징 때문에 다수의 상황에서 피고에게 강력한 방어 논리를 제공하기도 한다. 따라서 추적요건은 당사자가 제11조 소송에 직면한 경우 결코 소홀히 해서는 아니 되는 중요한 문제의 하나라고 할 수 있다.[59]

앞서 본 바와 같이, 모든 투자자가 제11조에 의한 소송을 제기할 수 있는 것은 아니다. 어느 시점에 공모를 시행하고자 하는 회사는 증권신고서의 제출을 통해서 SEC에 해당 공모의 대상

---

56) 원고는 증권신고서 중요사실의 허위기재 또는 누락의 사실을 발견한 날 또는 합리적 조사(reasonable diligence)의 실시를 통해서 알 수 있었던 때로부터 1년 이내에 제11조 또는 제12조(a)(2)의 소를 제기하여야 한다. Sec. 13 of the Securities Act of 1933(15 U.S. Code § 77m).

57) Johnson, Charles J. & McLaughlin, Joseph, *Corporate Finance and the Securities Law*, 6th Edition, Wolters Kluwer (2021 Supplement), p.5-9.

58) Johnson, Charles J. et al., supra note 57, p.5-10.

59) Cunningham, Ken, Thorton, Grant, Braun, Bruce R. & Conrad, Neil H., Litigating Section 11's Tracing Requirement: A Practitioner's View of a Powerful Defense, *the Bureau of National Affairs, Inc.* (2019), p.1. <https://www.sidley.com/en/insights/publications/2019/06/litigating-section-11s-tracing-requirement>

이 되는 증권을 등록한다. 즉 발행회사는 SEC에 제출되는 증권신고서에 특정 공모에서 매도되는 증권의 종류 및 수량을 명시한다.[60] 제11조에서는 증권신고서의 부실기재가 표적이 되기 때문에, 법원은 제11조가 엄격한 "추적요건(tracing requirement)"을 부과하는 것으로 해석해 왔다. 이에 따르면 제11조의 소를 제기하고자 하는 원고는 문제의 증권신고서에 따라 시행된 공모에서 발행된 주식을 매수하였음을 입증하여야 한다.[61]

1933년 연방증권법 제정 당시만 해도 이 추적요건을 충족하기는 어렵지 않았다. 회사의 주식공모에서 주식을 매수한 투자자에게는 그 주식이 특정 공모와 그 증권신고서에 기한 증권이라는 점을 확인해 주는 실물 주권(an individualized paper certificate)이 교부되었기 때문이다.[62] 그러나 오늘날 대다수 발행회사는 이러한 실물 주권을 교부하는 대신 전자장부에 기입하는 방식(electronic book-entry form)을 이용하고, 그 소유자(beneficial owner)의 명의가 아닌 제3자인 보관인(custodian)의 명의로 증권을 보관한다.[63]

이와 같은 증권시장 실무의 변화로 인하여 많은 사례에서 추적요건을 만족시키기는 훨씬 더 어렵게 되었고, 현재 미국의 법원은 점차 빈번하게 발생하는 추적요건의 문제를 어떻게 해결할지를 고심하는 상황이다. 슬랙 판결에서 직상장 제도 특유의 상장절차로 인하여 제11조의 추적요건 충족이 사실상 불가능한 문제를 두고 벌어진 논쟁도 이와 같은 선상에서 이해될 수 있다.

나. 추적요건의 법적 · 사실적 배경

(1) 법적 배경

추적요건은 제11조의 소송요건 완화를 골자로 하는 미국 연방의회(United States Congress)의 입법적 결정을 구체화하는 중요한 조정장치라고 볼 수 있다. 제10조(b)가 아닌 제11조에 의한 소의 제기를 선택한 원고에게는 보유 증권의 추적 가능성(traceability)에 관한 입증이 요구되는데,[64] 이러한 추적요건은 제10조(b)에서 요구되는 원고의 다른 소송요건 증명의 부담이 제11조에서는 완화되는 것에 대응하여 그 부담의 균형을 맞추는 역할을 한다.[65]

---

60) Stephen J. Choi, A.C. Pritchard, supra note 5, p.494.
61) Id.
62) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.2.
63) Id.
64) 15 U.S.C. §77k(a).
65) "추적요건의 엄격 적용은 실체법상 증명책임 부담의 감경과 당사자적격 증명책임 부담의 가중 사이의 균형을 유지하기 위해 연방의회가 내린 결정의 산물이다. 그러므로 법원은 추적이 불가능한 주식을 매수한 자의 청구에 대하여까지 제11조의 '사실상 절대적인(virtually absolute)' 책임을 널리 인정함으로써 연방의회의 입법 의도를 무효화시킬 수는 없다고 할 것이다." *In re FleetBoston Fin. Corp. Sec. Litig.*, 253 F.R.D. 315, 347 (D.N.J. 2008).

그런데 제11조의 법문상 "그 증권(such security)"이 무엇인지를 구체적으로 설명하는 수식어가 존재하지 않기 때문에, 그 해석은 전적으로 법원에 맡겨져 있다. '추적요건'은 바로 "그(such)"와 관련한 문구의 공백을 보충하는 법원의 해석 과정에서 등장한 법리라고 할 수 있다.

그런데 증권거래 시스템의 변화와 더불어 추적요건의 충족이 거의 불가능한 사례가 다수를 점하게 된 오늘날의 상황에서, 위 문제는 법원에 의한 사법적 방식이 아닌 연방의회에 의한 입법적 방식을 통해 해결되어야 한다는 의견이 점차 힘을 얻어가고 있다.[66]

(2) 사실적 배경

제11조의 소 제기에 대한 추적에 기초한 방어 논리를 제대로 검토하기 위해서는, 현대의 증권거래 시스템에서 증권이 어떻게 매매, 청산 및 결제되는지를 이해할 필요가 있다. 많은 법원과 변호사는 전문가라고 하더라도 실제로 증권거래 시스템이 어떻게 작동하는지를 잘 모르기 때문에 이는 상당한 고충으로 작용할 수 있다.[67]

1933년 연방증권법이 제정되기 훨씬 전부터 증권은 종이 증서(paper certificate, 실물증권)의 양식으로 발행되었고, 주식거래의 결제에서는 실물증권을 실제로 교부할 것이 요구되었다.[68] 실물증서를 발행, 교부 및 양도하는 일련의 수작업 과정(manual process)은 노동집약적이고 이에 들어가는 시간과 비용이 상당하였으나, 한편으로 증권의 추적을 수월하게 하는 장점이 있었다. 제11조의 소를 제기하는 원고는 그가 특정 증권신고서에 의하여 발행된 주식을 취득하였다는 점을 입증하기 위해 실물증권을 제시하면 되었다.[69]

그런데 시간이 지나면서 미국 연방의회는 위 시스템에 의존한 서류작업이 자본시장의 발전을 저해한다는 사실을 깨닫고 해당 문제를 SEC에 일임하게 되었다. 이에 서류작업에 따른 위기를 해결하기 위해 중앙예탁결제원(Depository Trust Company, 이하 'DTC')이 창설되기에 이른다.[70] DTC는 그 회원인 증권회사, 은행 등 금융기관이 공동으로 지분을 가지는 파트너십의 형태로 운영된다. 증권의 중앙예탁기관으로서 DTC는 실물증권을 관리하고 "중개인 역할을

66) 가령 연방제5항소법원은 "증권업자 명의(street name)로 보관되는 주식의 대체 가능성(fungibility)을 고려할 때, 현재의 시장 현실에 따르면 일정한 유통시장 거래에서는 제11조의 소 제기 자체를 불가능하게 할 수 있는데, 이는 연방의회가 적절히 해결하여야 하는 문제이다. 변화된 조건을 반영하여 법률을 개정하는 일은 우리(법원)의 권한 범위 밖이다"라고 판시하였다. *Krim v. pcOrder.com, Inc.*, 402 F.3d 489, 498 (5th Cir. 2005).

67) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.3.

68) Id.

69) Id.

70) DTC의 설립 배경 및 구조, 그리고 주요 업무에 관한 소개는 DTCC, The Depository Trust Company : Disclosure Framework for Covered Clearing Agencies and Financial Market Infrastructures (Dec. 2021), pp.7~13. DTC는 한국예탁결제원에 해당하는 기관으로, 현재 미국 중앙예탁청산기관(Depository Trust and Clearing Corporations, DTCC)의 자회사이다. 미국은 1999년부터 NSCC(National Securities Clearing Corporation)와 DTC를 합병하여 지주회사(DTCC) 형태로 운영하고 있다.

행하는(intermediated)," "간접적인(indirect)" 증권예탁시스템을 개발하였다.[71]

DTC의 증권예탁시스템에서는, 일반적으로 하나 또는 그 이상의 "글로벌 증서(global certificates)"가 DTC 내 발행인의 "증권업자 명의(street name)"로 발행된다. DTC의 동업회사로 지명된 Cede & Co.가 이들 증권의 명의상 등록소유자(registered owner)로 기록되고, DTC 또는 그 하위 예탁기관이 글로벌 증서의 실물을 보관한다.[72] 한편 증권발행 시 DTC 참가자의 지위(즉, 보유주식의 수에 따른 지위)를 보통 "장부 기재(book-entry)" 지위라고 부르는데, 이는 참가자의 지위가 종이 증권의 형태가 아니라 오로지 DTC의 장부 및 기록으로만 반영된다는 사실을 보여준다.[73]

DTC가 보관하는 각각의 발행주식은 증권을 식별하기 위해 사용되는 글자와 숫자의 조합코드인 CUSIP 번호(CUSIP Number)[74]를 부여받는다.[75] 하나의 발행회사에 의하여 발행되는 동종의 주식(가령, 보통주)이지만 다른 시기에 시행된 공모에서 발행된 증권에도 같은 CUSIP 번호가 부여된다. DTC는 동일한 CUSIP 번호를 가진 모든 증권을 증권업자 명의(street name)하에서 합산하여 혼장임치 형태(in a fungible, aggregate bulk)로 보관한다. 이는 서로 다른 시점에 복수의 증권신고서에 의해 발행되었더라도 동종의 주식이라면 DTC에서 대체 가능한 종류물로서 혼합하여 보관하는 방식으로서 단일한 공통의 CUSIP 번호로서만 식별된다.

DTC와 같은 중개인은 자신의 고객을 위한 증권계좌를 보유하고, 이러한 증권예탁시스템에서 고객은 중개인이 보유하는 증권증서에 대하여 직접적인 이해관계를 가지는 대신, 동일 CUSIP 번호를 가진 모든 증권에 대한 '비례적인 이해관계(a pro rata interest)'를 가진다. 즉 고객은 DTC가 보유하는 전체 수량에 대한 '부분적 권리(fractional interest)'를 보유하지만, 이로써 특정 주식에 대한 구체적 권리를 가지는 것은 아니다.[76]

거의 모든 법원이 인정하는 바와 같이, 오늘날 증권거래시스템의 실질적 효과로서 예탁자 소유의 증권이 DTC에 의하여 혼장임치물(fungible bulk)의 일부로 보관되는 이상, DTC 참가자의 증권을 특정 주식으로 식별하는 것은 불가능하게 된다. DTC는 그 회원의 모든 신·구 증서를 그 대리인(Cede & Co.)의 명의하에서 혼장임치 방식으로 모아서 보관하기 때문이다(pooled shares in a fungible mass).[77] 요컨대 DTC 참가자의 특정 주식을 식별할 방법은 달리 없고, 따라서 동종의 주식에 대한 공모가 수차례 시행된 사례에서는 어떠한 경우이든 간에 추적은 사실상 불가능하게 된다.[78] 한편 공개시장에서 거래되는 회사 주식의 대다수가 특정 공

71) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.3.
72) Id.
73) DTCC, supra note 70, p.9.
74) CUSIP은 'Committee on Uniform Securities Identification Procedures'의 약자이다.
75) 가령, 슬랙의 CUSIP 번호는 83088V102이다. SEC, CUSIP Number <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/cusip-number> (2022. 3. 19. 방문)
76) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.3.
77) *Kirkwood v. Taylor*, 590 F.Supp. 1375, 1379 (D. Minn. 1984), aff'd, 760 F.2d 272 (8th Cir. 1985).

모에서 발행된 등록주식이라고 할지라도 그것이 전부 그 공모에서 발행된 주식이 아닌 이상 '추적'의 사실이 추정될 수 없다는 것이 법원의 일관된 입장이기도 하다.[79]

다. 추적요건과 관련한 유의점

위 법적·사실적 배경을 고려할 때, 피고가 추적에 기한 방어 논리(tracing-based defense)를 주장할 가능성과 관련하여 사건의 초반부터 확인해야 하는 다음의 두 가지 핵심적인 문제가 있다.[80] 즉 ① 문제의 사안이 후속공모를 전제하고 있는지 여부와 ② 대표당사자(named plaintiff)[81]가 유통시장에서의 취득자인지 여부의 확인은 소송의 단계별로 당사자의 공격·방어 주장의 논거에 영향을 줄 수 있다. 참고로 현재까지 제11조의 추적요건이 중요하게 다루어진 사례는 크게 아래의 3가지 유형으로 정리해 볼 수 있다.

- 제1유형 : IPO 이후 매각제한기간 또는 SEC 규칙 144에 의한 등록면제주식 보유기간 만료로 그 기한의 제한을 받던 기존주주들이 미등록공모(unregistered offering)를 통해서 다른 투자자에게 주식을 매도하는 경우.[82]
- 제2유형 : IPO 이후에 추가로 공모가 시행된 결과로 복수의 증권신고서가 존재하는 경우(후속공모 사례).
- 제3유형 : 슬랙 직상장과 같이 등록주식(증권신고서에 명시된 증권)과 미등록주식(규칙 144 등에 의하여 등록이 면제되는 증권)이 동시에 매도되는 경우.

(1) IPO 또는 후속공모 사례인지 여부의 확인

첫 번째로 확인할 문제는 대상 사건이 IPO에 관한 것인지, 아니면 후속공모에 관한 것인지 여부이다.[83] 만약 사건이 신규상장 사례이고 그 후에 후속공모가 없었다면 추적요건은 원고적격 인정과 관련하여 별다른 장애가 되지 않는다. 이때 증권거래소에서 거래되는 회사의 모든 주식은 오로지 하나의 증권신고서 하에서 발행되기 때문에 모든 증권의 주식이 그 단일한 증

78) *In re Initial Public Offering Sec. Litig.*, 227 F.R.D. 65, 118 (S.D.N.Y. 2004), vacated on other grounds, 471 F.3d 24 (2d Cir. 2006), as amended, 483 F.3d 70 (2d Cir. 2007).

79) Id. 가령 A회사 전체 발행주식의 90퍼센트는 허위기재 있는 증권신고서에 의한 1차 공모에서, 10퍼센트는 2차 공모에서 발행된 것일지라도 원고 소유 주식의 90퍼센트가 1차 공모에서 발행된 것으로 추정되는 것은 아니다.

80) 이하의 내용은 Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.4 "Key Questions" 부분의 설명을 참조하였다.

81) Named plaintiff는 우리나라의 '대표당사자'에 해당한다. "대표당사자"란 법원의 허가를 받아 총원을 위하여 증권관련집단소송 절차를 수행하는 1인 또는 수인의 구성원을 말한다('증권관련 집단소송법' 제2조 제4호).

82) 매각제한기간의 적용을 받지 않는 미등록주식을 보유한 주주들이 증권거래소에서 직접 주식을 매도하는 경우도 상정할 수 있다.

83) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.4.

권신고서로 추급될 수 있고, 이는 대상 주식이 DTC에 혼장임치(fungible bulk) 방식으로 예치된 주식의 일부로 확인되더라도 마찬가지이다.[84] 즉 그러한 상황에서는 원고가 혼장임치된 주식의 일정 비율에 대한 이해관계만 가지고 있다고 할지라도 그 주식 전부가 같은 증권신고서 하에서 발행된 것이기 때문에 어렵지 않게 제11조의 추적요건을 충족할 수 있다.[85] 다만 등록면제주식의 발행을 통해서든, 후속공모를 통한 신주 발행을 통해서든 간에 일단 IPO 이후 추가 주식이 시장에 유입되면 원고가 자신의 주식이 IPO에서 등록된 바로 그 주식이라는 사실을 입증하는 것은 거의 불가능하게 된다.[86]

(2) 원고가 유통시장에서의 매수인지 여부의 확인

소송절차 초반에 확인이 필요한 두 번째 문제는, 대표당사자가 공모에 직접 참여한 발행시장에서의 취득자인지, 아니면 유통시장에서의 취득자인지 여부이다. 신규상장 이후의 증권거래소 시장, 즉 '유통시장에서의 매수인(aftermarket purchaser)'이란 주식을 발행시장에서 발행회사나 인수인으로부터 직접 매수하는 것이 아니라 그 후에 이루어진 후속 공모 등 유통시장에서 주식을 매수한 투자자를 말한다. 발행회사 등 피고는 제11조에 따른 소를 제기할 수 있는 자가 오로지 최초의 매수인(initial purchaser)에 한정된다는 이론을 들어 유통시장에서의 매수인은 제11조의 손해배상청구의 소에서 절대적으로 배제된다고 줄곧 주장해 왔으나, 대다수의 법원은 피고의 위 주장을 받아들이지 않고 있다.[87]

그러므로 오늘날 제11조에 의한 증권소송 사건에서의 핵심 쟁점은 유통시장에서 주식을 취득한 자가 자신의 주식이 문제의 부실기재를 포함하는 증권신고서에 의하여 발행된 것임을 추적할 수 있는지 여부이고, 이들이 제11조의 보호로부터 처음부터 배제되는지 여부는 아니라고 할 것이다.[88] 다만 유통시장에서의 매수인은 신규상장에서 주식을 직접 매수한 것이 아닌 관계로 추적요건을 만족시키는 데에 상당한 어려움을 겪을 수 있다.

---

84) Id.

85) 다만, 간혹 증권이 신규상장 전에 거래되는 경우가 있어 주의를 요한다. IPO 이전(pre-IPO)의 거래는 원고의 추적가능성 증명에 있어 장애요인이 될 수 있다.

86) Smilan, Lauri & Locker, Nicki, Court Cut Shareholders Slack on Section 11 Claims, Havard Law Forum on Corporate Governance (May 18, 2020) <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/17/courts-cut-shareholders-slack-on-section-11-claims/> (2022. 3. 19. 방문)

87) 가령 *DeMaria v. Anderson*, 318 F.3d 170, 176-78 (2d Cir. 2003); *Lee v. Ernest & Young LLP*, 294 F.3d 969, 976-78 (8th Cirt. 2002).

88) Cunningham, Ken et al., supra note 59, p.4.

3. 추적요건에 관한 기존의 주요 판례

역사적으로 법원은 제11조의 소를 제기하고자 하는 원고에 대하여 원고가 유통시장에서 매수한 증권이 문제의 특정 증권신고서에 의하여 발행되었고 이를 직접 추적할 수 있다는 사실의 증명을 요구하였다. 그런데 이러한 '추적(tracing)'은 달리 문제의 증권신고서 등록대상이 아닌 동종의 주식(미등록주식)이 거래되기 시작하면 많은 경우 그 증명이 논리적으로 불가능한 관계로, 법원은 유통시장에서의 증권 취득자가 제기하는 제11조의 소를 대부분 각하하였다.[89]

슬랙 판결에서 법원은 제11조의 추적요건의 적용 여부와 관련하여 50여 년 전 이루어진 Barnes v. Ofosky 판결을 필두로 다수의 연방항소법원 판례를 인용, 검토하였다. 여기서는 (ⅰ) 추적요건의 시초가 된 판례, (ⅱ) 추적요건에서 인정되는 추적방법의 유형을 확인한 판례, 그리고 (ⅲ) 추적요건을 구체화한 판례의 순서로 검토한다.

가. 추적요건 법리의 시초 : Barnes v. Osofsky

"추적(Tracing)"이라는 개념은 1967년 Barnes v. Osofsky 판결(이하 'Barnes 판결')[90]에서 유래된 것이다. Barnes 판결은 최초로 제11조 원고적격의 인정 기준을 제시한 판례로 잘 알려져 있다.[91]이 사건에서 문제의 에일린 회사(Aileen, Inc.) 주식이 1961년 및 1963년 각 효력이 발생한 2개의 증권신고서에 의하여 발행되었는데, 그 주식의 매수인들은 1963년 증권신고서와 투자설명서의 주요사항에 부실기재가 있음을 주장하면서 증권집단소송을 제기하였다.[92]

연방제2항소법원은 1967년 Barnes 판결에서 제11조의 "그 증권"이라는 문구를 최초로 해석하였다.[93] 법정의견을 집필한 헨리 프랜들리(Henry Friendly) 판사는 연방증권법 제11조의 "그 증권"이라는 문구를 두 가지 방향으로 해석할 수 있다고 하면서, 협의의 해석으로 "증권신고서에 따라 발행된 증권의 취득(acquiring a security issued pursuant to the registration statement)", 광의의 해석으로 "증권신고서에 따라 발행된 증권과 같은 종류인 증권의 취득(acquiring a security of the same nature as that issued pursuant to the registration statement)"을 제시하였다.[94] 프랜들리 판사는 전반적인 법령체계, 입법연혁 등을 근거로 들어

89) Cravath, Swaine & Moor LLP, Cravath Finance and Capital Markets Newsletter vol. 1 issue 1 (Q3 2021), p.7. <https://www.cravath.com/a/web/f6vDiGhqajQ9kYuTMq1T4h/3eQDud/cravath-finance-and-capital-markets-newsletter-2021_q3.pdf>

90) *Barnes v. Osofsky*, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1967).

91) Curmin, Paul C. & Ford, Christine M., The Critical Issue of Standing Under Section 11 of the Securities Act of 1933, 6 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 155 (2000), p.159.

92) *Barnes*, 373 F.2d at 270-271.

93) Labaton Sucharow, 'Traceability' Development in Securities Litigation, *Investor Alert* (Feb 18, 2021), p,2.

94) *Barnes*, 373 F.2d at 271.

협의의 해석을 이 사건에 적용하였다.[95]

2021년 슬랙 판결의 등장 이전까지 연방제9항소법원 및 다른 연방항소법원들은 한결같이 Barnes 판례와 같이 제11조의 "그 증권"을 협의의 의미로 해석해 왔다.[96][97] 이러한 협의의 해석에 바탕을 둔 추적요건은 2013년 In re Century Aluminum Co. Securities Litigation에 의하여 판례법상 기준으로 정립되기에 이른다.[98]

나. 추적요건에 적용되는 추적방법의 확인(direct trace) : Kirkwood v. Taylor

Barnes 판결 이래로 주주들은 '추적'이 요구되지 않는다거나 통계적 방법을 비롯한 온갖 추적방법을 제시하면서 법원을 설득하고자 시도하였으나 성공하지 못하였다.[99] 1984년의 Kirkwood v. Taylor 판결[100]은 제11조의 추적요건과 관련하여 최초로 4가지의 추적방법을 정의하고 있다: 직접 추적(Direct-trace) 이론, 혼장임치(Fungible-mass) 이론, 상대브로커 추적(Contrabroker tracing) 이론, 그리고 전통적 추적(Heritage tracing) 이론이 그것이다.[101] 이 중 DTC에 예탁된 증권의 추적방법으로 원고가 주장한 혼장임치(Fungible-mass) 이론에 따르면, 문제의 공모에서 발행된 주식이 전체 발행주식에서 차지하는 비율을 원고 소유의 주식에 적용하는 방식으로 추적을 증명할 수 있다고 한다.[102]

Kirkwood 사건의 개요는 다음과 같다. 미네통카 회사(Minnetonka. Inc.)는 1981. 3. 5.자 공모 전에 이미 약 690만 주의 주식을 발행하였는데, 그중 280만 주는 DTC에 예탁되어 있었다. 1981. 3. 5.자 공모에서는 132만 주의 신주가 발행되어 그 전량이 DTC에 예탁되었다. 원고는 DTC에 예탁된 증권의 경우 적어도 25퍼센트 이상이 1981. 3. 5.에 발행되었으므로 원고는 이들 신주 및 구주가 혼장임치된 DTC의 증권을 그에 따른 비율로 보유하고 있다고 주장하였다[103].

그러나 피고는 원고가 주장하는 혼장임치 이론과 관련하여 "만약 매수인 A가 1981. 1. 3.

---

95) Id.

96) *Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Nomura Asset Acceptance Corp.*, 632 F.3d 762, 768 & n.5 (1st Cir. 2011); *APA Excelsior III L.P. v. Premiere Techs., Inc.*, 476 F.3d 1261, 1271 (11th Cir. 2007); *Rosenzweig v. Azurix Corp.*, 332 F.3d 854, 873 (5th Cir. 2003); *Lee v. Ernst & Young, LLP*, 294 F.3d 969, 975–78 (8th Cir. 2002); *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1159–60 (10th Cir. 2000).

97) *Hertzberg v. Dignity Partners*, 191 F.3d 1076, 1080 (9th Cir. 1999).

98) *Pirani v. Slack Technologies*, 445 F.Supp. 2d 367, 378 (quoting *In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.*, 729 F.3d 1104, 1106 (9th Cir. 2013)).

99) Sale, Hillary A., Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of the 1933 Securities Act, *75 Wash. L. Rev. 429* (2000), p447.

100) *Kirkwood v. Taylor*, 590 F.Supp. 1375, 1379 (D. Minn. 1984), aff'd, 760 F.2d 272 (8th Cir. 1985)(unpublished table opinion).

101) 추적방법에 관한 4가지 이론의 소개는 *Kirkwood*, 590 F.Supp. at 1378-1383; 김연미, 앞의 논문, 198~199면.

102) *Kirkwood*, 590 F. Supp. at 1378.

103) Id. at 1378, 1379.

500주의 회사 주식을 매수하였을 당시에 브로커 명의(street name)로 보관할 것을 결정했다고 가정하자. 같은 날 브로커는 A를 위해서 500주의 주식을 매수하고 DTC의 브로커 명의 계좌에 이를 예탁하였다. 그 후인 1981. 3. 5. 공모로 발행된 신주가 전량 DTC에 예탁되었다고 하면, A의 브로커는 구주와 교환 가능한 신주를 취득한 것이 된다. 그런데 혼장임치 이론에 따르면 A는 1981. 3. 5. 공모에서 주식을 매수하지도 않았고 해당 증권신고서 등의 내용을 참조한 바 없음에도 불구하고 500주의 25퍼센트인 신주 125주를 소유한 것으로 되는데, 그에 따르면 발행회사가 문제의 1981. 1. 3. 공모로 발행된 주식의 수보다 더 많은 책임을 지는 결과가 되어 불합리하다"라고 주장하였다.[104]

이에 대하여 법원은 "원고는 제11조의 소제기 이유를 진술할 때 (문제의 증권신고서에 의하여) 발행된 신주를 취득하였음을 주장하여야 한다. 공개시장에서 매수한 주식이 문제의 증권신고서에 따라 발행되었을 가능성이 있다는 주장 또는 증명만으로는 추적요건을 충족한 것이 아니다"라고 판시하면서 원고의 혼장임치 이론에 의한 추적방법을 배척하였다.[105] 이 판결 이후에도 법원은 추적요건에서 직접 추적(direct trace)의 방법 이외에 다른 추적방법의 주장은 인정하지 않고 있다.[106]

다. 판례법으로서 추적요건의 구체화 : Hertzberg v. Dignity Partners, Inc. 및 In re Century Aluminum Co. Sec. Litigation

Hertzberg v. Dignity Partners 판결[107]과 In re Century Aluminum Co. Sec. Litigation 결정[108]은 제11조의 추적요건이 주요 쟁점으로 다루어졌고 슬랙 판결과 같은 법원인 연방제9항소법원의 선행 판결이기도 하다.

(1) Hertzberg v. Dignity Partners, Inc. (1999)

디그니티 파트너스(Dignity Partners, Inc., '피고 회사')는 에이즈(AIDS) 환자로부터 생명보

104) Id. at 1380.
105) Id. at 1381.
106) 추적방법으로 혼장임치 이론의 적용을 주장한 원고의 주장을 배척한 판례로 *Krim v. pcOrder.com, Inc.* 402 F.3d 489, 497 (5th Cir. 2005).
107) *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.*, 191 F.3d 1076 (9th Cir. 1999).
108) *In re Century Aluminum Company Securities Litigation*, 729 F.3d 1104 (9th Cir. 2013). "In re"는 "…에 관하여(in the matter of)"라는 뜻의 라틴 문구이다. 법원 사건의 앞에 "in re"가 붙는 경우 이는 그 사법절차에서 반대당사자를 공식적으로 지정하지 않았다거나 달리 다툼이 없는 사안이라는 의미이다. "In re"가 붙는 사건의 명칭은 해당 사건의 주요대상인 객체나 개인 등을 말한다. USLegal, In Re Law and Legal Definition <https://definitions.uslegal.com/i/in-re/> (2022. 3. 18. 방문). 이 글에서는 "in re" 사건에 대한 법원의 판단을 '결정'이라고 번역한다. In re Century Aluminum 결정에 대한 상세한 소개는 김연미, 앞의 논문, 201면 이하.

험 수익금에 대한 권리를 매수하면서 그 대가로 일시불을 지급하고 보험료 지급채무를 인수하는 사업을 하였다. 1996. 2. 14. 피고 회사는 약 270만 주의 보통주 신주를 대상으로 하는 IPO 시행을 위한 증권신고서를 제출했다. 그런데 새로운 에이즈 치료제의 개발로 인해 피고 회사와 계약한 에이즈 환자들의 기대수명이 늘어났다는 사실이 IPO 직후에 대중에게 알려지면서, 피고 회사는 막대한 손실을 입게 되었고 주가는 폭락했다. 원고인 허츠버그(Hertzberg) 등은 IPO 후 25일이 지난 시점(에이즈 환자의 기대수명 연장이나 피고 회사의 손실 발생 사실이 공개되기 전)에 공개시장에서 피고 회사의 주식을 구매한 투자자였다.[109] 제1심 법원(U.S. District Court for the Northern District of California)은 원고가 IPO 첫날, 또는 그로부터 25일 이내에 주식을 매수하지 않았기 때문에 원고적격이 인정될 수 없다는 이유로 원고의 청구를 각하했다.[110] 이 사건에서는 원고들이 피고 회사에 대하여 제11조의 소를 제기할 수 있는 당사자적격이 인정되는지가 쟁점으로 다루어졌는데, 항소심인 연방제9항소법원은 다음과 같은 이유를 들어 원고적격을 인정하고 원심판결을 파기하였다.

제11조의 "그 증권의 취득자(any person acquiring such security)"에서 "any"는 일반적으로 '일부(some)'가 아닌 '모든(All)'이라는 의미이다. 그렇다면 "any person"에 대한 제한은 원고가 "그 증권(such security)"을 취득했었어야 한다는 사실에 있다.[111] 이러한 제한이 분명하게 의미하는 바는, 원고가 다른 어떤 증권신고서도 아닌 오로지 문제의 증권신고서에 하에서 발행된 증권만을 취득했어야 한다는 것이다.[112] 주식이 하나 이상의 증권신고서에 의하여 발행된 사례에서는 입증의 문제가 발생할 수 있지만, 이 사건에서 일반 투자자에게 매도된 피고 회사의 주식은 오로지 부실기재가 주장된 문제의 증권신고서 하에서만 발행되었다.[113] 그러므로 원고들은 해당 주식을 매수한 시점이 IPO 첫날, 1주일 후, 아니면 1달 후였든 그 기간에 상관없이 "그 증권의 취득자"로 인정된다고 판시하였다.

(2) In re Century Aluminum Co. Sec. Litig. (2013)

연방제9항소법원은 In re Century Aluminum 결정의 서두에서 ① 발행회사의 주식 전부가 단일한 증권신고서를 전제로 하는 1건의 공모에서 발행된 경우에는 "추적(tracing)" 요건이 장애가 되지 않지만, ② 발행회사가 1개 이상의 증권신고서에 기한 복수의 공모에서 주식을 발행하였다면 그 회사의 주식을 취득한 원고는 자신의 주식이 다른 어떤 증권신고서도 아닌 바로 부실기재가 있는 문제의 증권신고서에 기하여 발행된 주식임을 증명하여야 한다는 위

109) *Hertzberg*, 191 F.3d at 1077, 1078.
110) Id. at 1079, 1080.
111) Id.
112) Id.
113) Id.

Hertzberg 판결의 법리를 인용하면서[114] 이 사건의 사안은 후자인 ②의 시나리오에 해당함을 확인하였다.[115]

In re Century Aluminum 결정은 법원이 Twombly/Iqbal 기준[116]을 증권법상 추적요건에 적용하여 유통시장에서의 매수인의 소 제기 시 증명이 요구되는 "사실적 구체성(factual specificity)"의 정도를 강화한 최초의 판례라는 평가를 받고 있다. 달리 말하면, 추적요건과 관련하여 법원에 대하여 비합리적 추론을 도출하거나 추측성 결론을 인정해 줄 것을 주장하는 원고의 청구는 받아들이지 않겠다는 법원의 의지가 반영된 판결이라고 할 수 있다.[117]

원고는 2009. 1. 말경 센츄리 알루미늄 컴퍼니(Century Aluminum Company, '피고 회사') 주식을 매수하였고, 2009. 3. 피고 회사가 경영활동으로 발생하는 회사의 현금유동성에 관한 정보를 수정한 직후에 제11조의 소를 제기하였다. 원고는 자신이 매수한 주식이 중요사실의 부실기재가 있는 2009. 1. 28.자 투자설명서 부록(prospectus supplement)[118]에 기하여 발행된 것이라고 주장하였다. 피고 회사는 보통주 2,450만 주의 2차 공모(secondary offering)를 위해 위 투자설명서 부록을 발행한 것이었다. 다만 2차 공모의 개시 당시에는 이미 4,900만 주 이상의 피고 회사 보통주('구주')가 시장에서 유통되고 있었다.[119]

법원은 '사실적 구체성'의 정도는 상황에 따라 달라질 수 있다고 하면서, 이와 관련하여 ① 증권신고서가 하나뿐인 1회의 공모 사례와 ② 증권신고서가 하나 이상인 복수의 공모 사례의 차이점을 다음과 같이 설명하였다. 먼저 사례①에서는 "추가 사실의 보강(further factual enhancement)" 없이도 문제의 공모에까지 "직접 추적이 가능(directly traceable)"하다는 점을 주장하는 것으로 충분하다고 하였다.[120] 그러나 사례②의 경우, 법원이 유통시장에서 매수된 주식을 특정 공모에까지 추적할 수 있다고 합리적으로 추론하기 위해서는 더 강화된 '사실적 구체성'이 요구된다고 설명하였다.[121] 보통의 경험칙과 상식에 따르면, 복수의 증권신고서에

---

114) *Hertzberg*, 191 F.3d. at 1080, 1082.

115) *In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.*, 729 F.3d 1104, 1106 (9th Cir. 2013).

116) Twombly/Iqbal 제소 기준(Twombly/Iqbal Pleading Standard)이라고도 하며, *Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, 440 U.S. 544 (2007)과 *Ashcroft v. Iqbal*, 556 U.S. 662 (2009)에서 발전한 법리이다. 이 기준에 따르면 원고의 청구는 표면상 타당성이 있어야 할 뿐만 아니라, 법원이 그 청구가 타당하다고 추론할 만한 충분한 사실적 주장을 제시하여야 한다. 달리 말하면, 원고의 청구는 단순히 가능한 사실을 주장하는 것만으로는 부족하고 그 주장 사실이 합리적이고 발생할 개연성이 있는 것이어야 한다. Monette, David, Applying Twombly/Iqbal on Removal, American Bar Association (April 30, 2020)<https://www.americanbar.org/groups/litigation/committees/pretrial-practice-discovery/practice/2020/applying-twombly-iqbal-on-removal/> (2022. 3. 18. 방문)

117) Paul Hastings, Ninth Circuit Strengthens Pleading Standard in Section 11 Claims: In re Century Aluminum Co. Securities Litigation (January 2013), p.1. <https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/2331.pdf>

118) 투자설명서 부록(prospectus supplement)은 제11조의 입법목적상 회사의 증권신고서의 일부로 취급된다.

119) *In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.*, 729 F.3d at 1106.

120) Id. at 1107.

121) Id.

따라 수차례에 걸쳐 주식 발행이 이루어진 상황에서 유통시장에서의 매수인이 추적요건을 충족하기는 사실상 불가능한 것이 보통이다. 그러므로 이러한 사안에서 원고는 자신의 상황이 일반적 상황과는 다르다는 점을 법원이 합리적으로 추론해 낼 수 있을 정도의 구체적 사실을 주장해야 한다는 것이다.[122]

이 사건에서 원고는 추적요건 입증에 필요한 추가 사실을 구체적으로 제시하였다고 주장하였으나, 법원은 원고가 주장한 사실만으로는 원고의 주식이 2차 공모에 기한 것이라는 합리적인 추론에 도달하기 어렵다고 판단하였다. 즉 원고의 주장을 사실로 받아들이면 원고의 주식은 이 사건 2차 공모에서 매수한 것일 수도 있지만, 한편으로 "명백한 대안적 설명(obvious alternative explanation)"에 따르면 이들 주식은 '구주의 풀(the pool of previously issued shares)'에서 온 것일 가능성 또한 인정된다고 하였다.[123] 즉 원고가 주장하는 사실을 받아들인다고 하더라도, 해당 사실만으로 법원이 그 주식이 후속공모에 기한 것이라는 사실을 합리적으로 추정할 수는 없다고 판시하였다.

Ⅳ. Pirani v. Slack Technologies 판결에 대한 검토

원고 피야즈 피라니(Fiyyaz Pirani, 이하 '원고')와 피고 슬랙 테크놀로지(Slack Technologies, Inc., 이하 '피고 회사') 간의 증권집단소송 분쟁에서 피고는 원고적격의 흠결을 이유로 한 소각하를 신청하였고(motion to dismiss),[124] 제1심 법원은 2020. 4. 21. 피고의 소각하 신청을 일부 기각하였다.[125] 이에 피고가 제기한 중간항소(an interlocutory appeal)[126]에서 연방제9항소법원은 2021. 9. 20. 제1심 법원의 판결을 인용하는 판결을 선고한다('슬랙 판결'). 아래에서는 슬랙 판결의 핵심 쟁점인 제11조 원고적격의 문제와 주요 내용을 구체적으로 검토한다.

---

122) *In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.*, 729 F.3d at 1108.

123) Id.

124) 소각하 신청(motion to dismiss)의 근거 조항으로 Federal Rule of Civil Procedure 12(b)(6) 참조.

125) 제1심 법원은 슬랙의 직상장에서 신주 발행이 없었다는 점을 이유로 제12조(a)(2)의 청구에 대한 소각하 신청을 인용하였다. 이 글에서는 제11조를 중심으로 검토하는 관계로 해당 내용은 상세하게 다루지 않는다.

126) 중간항소(interlocutory appeal)란 전체 사건에 대한 제1심 법원의 최종 판결 이전에 제기할 수 있는 항소를 말한다. 일부 중간항소 사례들은 슬랙 사건과 같이 사건에 필수적인 법적 쟁점을 판단하지만, 그 외에 본안 청구와 완전히 분리된 부수적 명령을 대상으로 하는 중간항소 사례도 있다. 중간항소의 절차는 28 U.S. Code §1292에서 규정하고 있다. 중간항소에 관한 상세한 소개는 Yates, Jessica E., When to Think About an Interlocutory Appeal, Amerian Bar Association(March 26, 2014), <https://www.americanbar.org/groups/litigation/committees/woman-advocate/articles/2014/when-think-about-interlocutory-appeal/> (2022. 3. 19. 방문)

1. 사건의 배경 및 경과

가. 피고 회사의 직상장 과정 및 원고의 주식 매수

피고 회사는 2019. 6. 20. 직상장을 통해서 최초로 뉴욕증권거래소에 상장하였는데, 그 과정에서 증권신고서를 제출함으로써 기존에 슬랙 주식을 보유하고 있던 회사 내부자와 초기 투자자들('기존주주')이 보유주식의 공개거래를 시작할 수 있었다. 참고로 자본조달을 위해 신주를 공모하는 전통적인 IPO와는 달리, 피고 회사가 선택한 직상장은 기존주주의 주식을 직상장 당일 거래소에서 일반 투자자에게 경매방식으로 매도함으로써 상장하는 구주주직상장 방식이었다.

피고 회사는 문제의 직상장과 관련하여, 거래소에서 일반 투자자에게 매도할 예정인 118,429,640주에 달하는 주식을 등록대상으로 명시한 증권신고서를 SEC에 제출하였고, 그 외의 미등록주식 164,932,646주는 SEC 규칙 144에 의하여 그 등록이 면제되는 증권으로서 거래가능한 주식이라는 점을 증권신고서에서 밝혔다.

원고는 직상장 당일인 2019. 6. 20. 피고 회사의 주식 30,000주를 매수하였고, 수개월에 걸쳐 220,000주를 추가로 매수하였다. 최초 상장 당시의 주식가격은 1주당 38.50달러였으나, 이후 몇 달 동안 피고 회사가 수차례의 서비스 중단 사태를 겪으면서 주가는 25달러보다 아래로 하락했다.

나. 원고의 소 제기

원고는 2019. 9. 19. 피고 회사와 그 임원을 대상으로 주주들을 대표하여 증권집단소송을 제기하였다. 이 소송에서 원고는 증권신고서 중요사항의 부실기재로 주식 가치의 하락에 따른 손실을 입었다고 주장하면서, 연방증권법 제11조, 제12조(a)(2), 그리고 제15조를 손해배상 주장의 법적 근거로 들었다(이하에서는 제11조에 관한 사항에 한정하여 검토한다).[127]

다. 피고 회사의 소각하 신청

피고 회사는 다음과 같은 이유를 들면서 법원에 소각하 신청(motion to dismiss)을 하였다. 원고의 슬랙 주식은 문제의 증권신고서에 등록된 주식인지를 입증할 수 없어 추적요건을 충족할 수 없는 관계로 연방증권법 제11조와 제12조(a)(2)에 의하여 소를 제기할 수 있는 원고적격이 인정될 수 없고, 제11조의 손해는 직상장의 경우 공모가(offering price)를 수반하지 않기 때

127) 원고는 슬랙의 직상장 당시 제출된 증권신고서의 중요사항 중 서비스 정지(service outages) 관련 문제, 사용자 수의 증대에 따른 확장성(scalability)과 회사의 핵심 수익으로 주장된 사항, 성장전략 및 마이크로소프트사와의 경쟁에 등에 관한 사항에 관한 부실기재가 있다고 주장하였다.

문에 손해액을 확정할 수 없으며, 원고는 제12조의 직접계약관계(privity) 요건을 충족하지 못하였기 때문에 원고적격이 없다. 나아가 피고는 원고가 증권신고서의 어떠한 내용이 부실 또는 허위의 기재인지를 제대로 답변하지 못했다고 주장하였다.[128]

2. 캘리포니아 북부지구 연방지방법원의 판단(제1심)

캘리포니아 북부지구 연방지방법원(U.S. District Court for the Northern District of California, 이하 '제1심 법원')은 피고의 소각하 신청에 대하여 일부 승인, 일부 부인하는 판결을 내렸다. 제1심 법원은 원고에게 제11조의 소를 제기할 수 있는 당사자적격이 인정된다고 판단하였다.[129]

직상장에서 증권법상 등록된 주식은 거래 첫날부터 그 등록이 면제된 주식(미등록주식)과 함께 일괄적으로 거래할 수 있다는 점을 특징으로 들 수 있다.[130] 제11조의 문언에 의하면, 증권 관련 증권신고서의 중대한 허위 또는 부실기재에 대한 소송은 오로지 "그 증권의 취득자(any person acquiring such security)"만이 제기할 수 있다. 이 해석에 관한 최초의 사례인 연방제2항소법원의 Barnes v. Osofsky 판결을 시작으로[131] 대다수의 법원은 협의의 해석, 즉 원고는 제11조에 근거한 당사자적격을 주장하기 위해서는 "자신의 주식이 문제의 공모에서 비롯된 것이라는 점을 추적할 수 있어야 한다(trace their shares back to the relevant offering)"라는 법리로 일관하였는데, 그에 따르면 원고가 보유한 주식은 '허위기재된 증권신고서에 의한 공모 과정에서 취득한 증권'이거나 유통시장에서 매수한 주식으로서 '그 주식이 문제의 공모에서 발행된 것이라는 사실의 추적이 가능한' 증권이어야 한다.[132] 다만 Barnes 판결에서 헨리 프랜들리 판사는 방론으로 '증권신고서에 의하여 발행된 증권과 같은 종류의' 증권에 대한 소송의 제기를 허용하는 광의의 해석과 관련하여, 합리적인 이유가 인정된다면 제11조의 "그 증권"을 동종의 주식까지 포함하는 것으로 넓게 해석하는 것도 가능하다고 덧붙인 바 있다.[133]

이 사건에서 제1심 법원은 Barnes 판결에서 제시된 광의의 해석에 착안하여, 원고가 직상장 절차에서 매수한 주식이 비록 증권신고서에 등록된 것이 아닐지라도(미등록주식), 해당 주식이 증권신고서에 의하여 발행된 증권(등록주식)과 동종의 증권이라면 광의의 해석법이 정당화될 수 있다고 판단하였다. 그 이유로, 법원은 피고 회사가 주장하는 추적요건의 근거인 판례법(협

128) 이 글에서는 피고의 위 주장 중 첫 번째 쟁점인 원고적격 인정 여부에 관한 쟁점이 핵심이다.
129) *Pirani v. Slack Techs., Inc.,* 445 F. Supp. 3d 367 (N.D. Cal. 2020). 수잔 일스턴 판사(Susan Illston)가 제1심 재판을 담당하였다. 제1심 판결에 관한 상세한 소개는 류지민, 앞의 논문, 303면의 "3. 직상장과 연방증권법 제11조의 당사자적격 : Pirani v. Slack Technologies, Inc." 부분 참조.
130) *Pirani,* 445 F. Supp. 3d at 380.
131) Id. at 377 [quoting *Barnes v. Osofsky*, 373 F2d. 269, 271 (2d Cir. 1967)].
132) Id. at 378.
133) Id. at 377 (quoting *Barnes*, 373 F.2d at 271).

의의 해석)은 '연속공모(successive stock offering)'[134]의 사례에 관한 것이지 이 사건 직상장과 같은 '동시적 공모(simultaneous offering)'에 적용될 법리는 아니라는 점을 강조하였다. 그러면서 기존의 사례처럼 협의의 해석에 따른다면 연방증권법상 '교정적 징벌(remedial penalties)'의 하나인 제11조는 직상장 사례에서 아예 적용할 수 없게 되는 문제가 있다고 경고하였다.

이에 피고 회사는 중간항소를 제기하였고, 제1심 법원은 2020. 6. 5. 이 사건의 문제가 법원 차원에서 "최초로 심사되는 쟁점으로서 공정한 재판관들 간에도 의견을 달리할 수 있다"고 판단하여 피고의 청구를 승인하였다.[135]

3. 연방제9항소법원 판결('슬랙 판결', 제2심)의 주요 내용

연방제9항소법원의 3인 재판부는 의견의 합치를 보지 못하고 2 대 1로 제1심 판결을 확정하였다.[136] 슬랙 판결을 담당한 재판부는 시드니 토머스(Sidney R. Thomas) 주심 판사, 에릭 밀러(Eric D. Miller) 판사, 그리고 제인 레스타니(Jane A. Restani) 판사로 구성되었으며, 레스타니 판사가 2인의 법정의견을 집필하고 밀러 판사가 반대의견을 개진하였다.

법원은 유효한 증권신고서의 존재 없이는 슬랙의 주식을 매수할 수 없었던 까닭에 원고에게 제11조에 근거한 소송을 제기할 수 있는 원고적격이 인정된다고 하고, 원고의 슬랙 주식은 그것이 등록주식이든 미등록주식이든 간에 모두 제11조의 "그 증권"에 해당한다고 판단하였다.[137]

가. 법정의견의 요지

(1) 제11조 추적요건의 적용 범위와 한계

법정의견은 제1심 판결과 같은 결론을 내렸지만, 제1심 법원과는 달리 Barnes 판결에서 제시된 광의의 해석을 적용하지 않았다. 적어도 2회 이상의 공모와 그에 기초한 다수의 증권신고서가 존재하는 연속공모(successive offering) 상황에 기반을 둔 추적요건에 관한 기존의 판례법은 1개의 증권신고서만을 전제로 하는 이 사건과는 관계가 없다는 논리를 그 이유로 들고 있다.[138]

---

134) "연속공모(successive offering)"는 IPO 이후 추가상장이 이루어지는 등 증권신고서에 의한 주식공모가 2회 이상 이루어진 경우로서, 이때 증권신고서 또한 2개 이상 존재하게 된다. 즉 연속공모에 따르면 신규등록에 뒤이어 추가등록(successive registration)이 이루어지게 되고, 등록 횟수에 따라 증권신고서도 복수로 존재하게 된다. 슬랙의 직상장은 신규상장 당시 등록증권과 미등록증권이 동시에 거래된 경우라는 점에서 차이가 있다.

135) *Pirani v. Slack Techs., Inc.*, 2020 WL 7061035, at *2 (N.D. Cal. June 5, 2020): "… one of the first impression on which fair-minded jurists might disagree …"

136) *Pirani v. Slack Technologies, Inc.*, 13 F.4th 940 (2021).

137) Id. at 943.

법정의견은 같은 법원의 선행 판결인 Hertzberg 판결과 In re Century Aluminum 결정을 위 논리의 근거로 제시한다. 이들 선행 판결에 따르면 제11조의 "그 증권"은, 문제의 공모 전이나 후의 증권신고서가 아닌, 바로 해당 공모의 효력 발생을 위해 필요한 특정 증권신고서에 의하여 모집·매출한 증권을 의미한다. 다른 연방항소법원의 선행 판결도 연속등록(successive registration) 사례나 IPO 이후 다른 경로를 통해서 추가로 증권이 시장에 유입된 사례에서 추적요건에 관한 문제를 다루고 있다. 이들 사례에서 법원은 제11조의 "그 증권의 취득자"를 "다른 어떠한 증권신고서도 아닌 바로 문제의 증권신고서에 따라 발행된 증권을 매수하는 자"라고 해석하면서 "회사가 공개 발행한 모든 주식이 문제가 된 1회의 공모에서 매도되었다면 … 일부 사례에서 제시된 특정 공모에서 발행된 주식인지의 추적에 따르는 어려움은 존재하지 않는다"고 판시하였다는 점을 밝혔다.

그러면서 법정의견은 이 사건이 "최초의 법적 쟁점을 다루는 사건(a case of first impression)"이라고 본 제1심 법원에 동의하는 한편으로, 이 사건에서의 쟁점은 "오로지 1개의 증권신고서만 존재하고 그 하나의 증권신고서의 존재에 근거하여 등록증권과 미등록증권이 동시에 일반 투자자에게 제공되는 직상장의 상황에서 제11조의 '그 증권'이 무엇을 의미하는가"에 있다고 정리하였다. 다만 동일한 법률 문언은 사실관계가 다르다고 하여 달리 해석되는 것이 아니라는 이유를 들면서 제1심과 같이 "그 증권"에 관한 광의의 해석을 그대로 적용하는 대신 직상장 측면에서 제11조 본문과 "그 증권"이라는 용어가 뜻하는 바를 새롭게 검토한다고 하였다. 즉 법정의견은 기존의 판례처럼 Barnes 판결에서 제시된 협의 또는 광의의 해석을 채택하기를 거부하고 직상장이라는 특유의 상황에서 가능한 해석을 새로이 시도한 것이다.

(2) 직상장 관련 제11조의 "그 증권(such security)"의 해석

법정의견은 직상장에서 증권신고서에 기재되지 않은 증권, 즉 미등록증권은 "오직 유효한 등록이 이루어진 경우에만 공개시장 거래가 이루어질 수 있다(their public sale cannot occur without the only operative registration in existence)"고 하면서, 이 사건 직상장에서는 미등록주식도 제11조에서 정하는 "그 증권(such securities)"으로서 자격을 갖춘다고 판시하였다.[139] 법정의견은 이에 대한 법적 근거로 제11조의 문구인 "증권신고서의 … 효력이 발생한 때(the registration … became effective)"와 뉴욕증권거래소의 직상장 규칙, 그리고 해당 규칙에 대한 SEC의 승인 결정을 제시하였다.[140]

---

138) 그러면서 원고가 제12조 책임에 관한 다른 소송요건에 대하여 충분히 주장하였는지 여부는 따로 판단하지 않는다고 덧붙였다. Id. at 946-947.

139) *Pirani*, 13 F.4th at 947.

140) Id. at 947, 949. 뉴욕증권거래소 규칙에 따르면, 회사는 직상장에 참여하기 위해서는 증권신고서를 제출하여야 한다. NYSE Listed Company Manual - Section 102.01B, Footnote E [회사에 대하여 "기존주주들의 거래소

무엇보다 법정의견은 직상장에서 거래의 대상으로 나온 슬랙의 주식은, 그것이 증권신고서에 기재·등록된 등록증권이든 등록의무가 면제된 미등록증권이든 간에, 증권신고서의 "효력이 발생한 때(at the time of effectiveness)", 즉 증권신고서가 유효하게 된 바로 그 시점에 거래소에서 일반 투자자에게 매도되었다는 점을 강조하였다.[141] 매각제한기간이 조건으로 붙는 전통적 IPO와는 달리, 직상장에서는 하나의 증권신고서에 기하여 등록주식뿐만 아니라 미등록주식 또한 일반 투자자에 매도하는 것이 가능하기 때문이다. 그러므로 법정의견은 "슬랙의 직상장을 통해서 주식을 취득한 자는 오로지 증권신고서의 효력 발생 때문에 그 주식의 취득이 가능했던 것"으로서, 결과적으로 직상장 거래에서 동시에 매도된 등록주식 및 미등록주식 모두 "그 증권(such security)"으로서의 자격을 갖추고 있다고 판단하였다.[142]

한편 피고 슬랙은 같은 법원을 비롯한 연방항소법원이 제11조의 "그 증권"의 범위를 '등록증권'에 한정되는 것으로 해석하여 왔다고 주장했으나, 법정의견은 피고 회사의 주장을 받아들이지 않았다. 이들 연방항소법원의 선행 판결은 복수의 증권신고서가 존재하는 연속공모에 관한 사례로서, 1개의 증권신고서를 전제로 하는 직상장 사례인 이 사건과는 구별되어야 한다는 점을 이유로 들었다.[143]

아울러 법정의견은 직상장 사건에서 선행 판결처럼 해석하게 되면 제11조의 입법목적을 약화시키는 허점이 발생할 수 있음을 지적하였다.[144] 즉 전통적 IPO와는 달리 직상장에서는 제도적으로 주식매수인이 그 매수 주식의 등록 또는 미등록 여부를 확인할 수 있는 매각제한기간이 생략되는데, 이러한 상황에서 "직상장 측면에서 제11조가 등록주식에만 적용된다고 해석한다면, 등록주식 및 미등록주식 양자를 위한 직상장 증권신고서의 중요사항의 허위 또는 부실기재에 대한 제11조의 책임을 원천적으로 배제하게 된다"는 것이다.

그렇게 된다면 회사는 제11조에 의한 소 제기의 위험을 회피하기 위해 전통적 IPO를 포기하고 직상장 방식을 선호할 수 있는데, 이에 대하여 법정의견은 직상장을 신청하는 회사가 제11조의 배상책임에 노출되지 않을 것을 확신하고 회사의 가치를 높이기 위해 지나치게 낙관적인 증권신고서(overly optimistic registration statement)를 제출하게 될 수 있다고 우려하였다.[145]

주식매도를 승인받을 목적으로 제출된 증권신고서(재매도 증권신고서)의 효력이 발생하는 때에 거래소에 상장"하는 것을 허용한다]; SEC, Order Granting Accelerated Approval of NYSE Proposed Rule Change Relating to Listing of Companies, Exchange Act Release No. 34-82627, 83 Fed.Reg. 5650, 5651 (Feb. 2, 2018).

141) *Pirani*, 13 F.4th at 947.
142) Id.
143) Id. at 948.
144) Id.
145) Id.

나. 반대의견의 요지

반대의견은 이 사건의 사실관계를 이루는 배경은 참신할지 몰라도 그 법적 쟁점은 특별히 새롭다고 할 수 없다고 하면서,[146] 법정의견이 "회사가 직상장에 따라 상장할 때 제11조의 구제방안을 이용할 수 없게 된다면 이는 나쁜 정책이 될 수 있다"는 우려에 터잡은 결론을 내렸다고 비판하였다.[147] 직상장의 측면에서 그것이 좋은 정책이든 아니든 간에, 법원의 역할은 법률을 문언을 그대로 해석하는 것이지 원하는 형태로 모양을 변경하는 것이 아니라는 것이다. 그리고 이 사건에서 원고는 증권신고서에 의한 '등록주식'을 매수하였다는 사실을 입증하지 못하였기 때문에 원고적격을 인정할 수 없다고 설시하였다.

반대의견에 따르면, 연방제2항소법원의 Barnes v Osofsky를 시작으로 그 후에 같은 문제를 고려했던 모든 연방항소법원의 판결은 "그 증권(such security)"이 "특정 증권신고서에 의하여 발행된 증권"을 의미한다는 협의의 해석법이 "더 자연스러운(more natural)" 해석이라고 표현하면서 지금까지 일관되게 이를 적용하여 판단해 왔다.[148] 반대의견은 이들 선행 판결을 예시로 들면서, 제11조는 "강한 약(strong medicine)"이지만 한편으로 소를 제기할 수 있는 원고 집단을 제한함으로써 그 효과를 줄이는 관계로, 협의의 해석이야말로 제11조에 따라 부과되는 엄격책임의 기준과 일관성을 가진다고 하였다.[149]

나아가 반대의견은, 법정의견이 뉴욕증권거래소 직상장 관련 규칙을 제11조 해석의 법적 근거로 제시한 것을 두고 해당 법률 문언을 제대로 검토하지 않았다고 반박하였다.[150] 제11조는 "증권신고서에 의하여(pursuant to the registration statement)" 발행된 증권을 매수한 자에게 원고적격을 부여하는 조항인데, 법정의견은 미등록주식이 증권신고서에 의하여 발행되었다는 점을 설득력 있게 설명하지 못하고 있다는 것이다. 뉴욕증권거래소 규칙에 의하면 증권신고서의 제출 전에는 슬랙의 미등록주식 매도를 허용하지 않았기 때문에 제11조의 "그 주식"에는 "오로지 유효한 증권신고서의 존재 없이는 거래소에서 경매(public sale)될 수 없는 증권이 모두 포함된다"는 것이 법정의견의 논지인데, 이는 "증권신고서에 의하여 발행된 증권을 취득한 자"에게만 원고적격을 인정하는 제11조의 법률 문언에는 어떠한 근거도 두고 있지 않다고 보았다.[151]

---

146) Id. at 950.
147) Id. at 953.
148) Id. at 951, 952. 반대의견은 "50여 년 전의 연방제2항소법원의 프랜들리 판사는 제11조 문구의 불명확성을 획기적인 판결인 Barnes v. Osofsky을 통해서 해결하였다"고 하였다.
149) Pirani, 13 F.4th at 951.
150) Id. at 952-953.
151) Id. at 953. 마찬가지로 반대의견은 법정의견이 판단의 근거로 인용한 의회회의보고서의 "증권신고서에 따라 매도된 증권(securities sold upon a registration statement)"이라는 문구는 오로지 등록주식만을 의미한다고 하였다.

무엇보다 반대의견은 법정의견과는 달리 추적요건의 적용에 있어 연속공모와 직상장의 구별을 인정하지 않았다. 연속공모에 관한 일련의 판례는 제11조의 법률 문언의 해석상 원고가 매수한 주식이 문제의 '증권신고서'에 기한 '등록증권'임을 증명할 책임을 부과하는 취지(추적요건)라고 하면서, 이 사건 직상장도 이러한 연속공모 사례와 달리 볼 이유가 없다고 보았다.[152]

4. 슬랙 판결의 의의와 쟁점

연방제9항소법원의 슬랙 판결에서 전제하는 전통적 IPO와 직상장 거래에서 나타나는 차이점은 아래 <표 2>와 같다. 이러한 차이점은 슬랙의 직상장에 추적요건을 적용할 것인지에 대한 판단에서 고려되었다. 슬랙 판결에서는 추적요건의 적용 여부를 두고 법정의견과 반대의견이 극명하게 대립하고 있다는 점 또한 주목할 만하다.

〈표 2〉 전통적 IPO와 직상장에서의 거래 비교

유형	주요 내용
전통적 IPO	• 증권신고서의 효력 발생 시 거래소에서 등록주식만 거래됨. • 미등록주식은 매각제한기간 중에는 거래소에서 매도 불가 → 매각제한기간 동안 거래되는 주식은 등록주식으로 추정됨. • 매각제한기간 종료 후 또는 후속공모로 복수의 증권신고서가 존재하는 상황에서 주식을 매수한 자(유통시장에서의 매수인)는 '추적'의 입증이 사실상 어려움.
직상장	• 증권신고서의 효력의 발생 시 등록주식과 미등록주식이 동시에 거래됨(매각제한기간 없음). • 직상장에서 거래되는 주식은 모두 구주임(구주주직상장, 2020년 신규직상장 도입 전).

법정의견은 제11조의 "그 증권"의 해석과 관련하여 기존의 협의나 광의의 해석법이 아닌, 획기적인 상장제도로 등장한 직상장에 적합한 제3의 해석 방안을 제시한다는 의미에서 슬랙 판결을 두고 "새로운 법적 쟁점에 관한 사안(a case of first impression)"이라고 평가하는 것으로 보인다.[153] 그러나 법정의견도 결국은 하나의 법률조항 문구에 대한 추가적인 해석을 내놓는 것에 지나지 않기 때문에 사법상 해결책으로서는 한계가 있다.

슬랙 판결의 내용을 전반적으로 검토해 보면, 기존의 추적요건을 직상장에도 그대로 적용할

152) Id. at 952.

153) "이 법원 사건의 쟁점은 최초의 것(one of the first impression)으로 보인다. 이는 슬랙의 뉴욕증권거래소 직상장이 2018년 SEC에 의해 승인된 새로운 규제의 발전에 따른 결과물이기 때문이다." *Pirani*, 445 Supp. 3d at 378.

것을 주장하면서 법정의견에 대한 반박이유를 개진하는 밀러 재판관의 반대의견이 논리적으로 더 설득력이 있다고 생각된다. 그러나 한편으로, 법정의견은 기존의 추적요건에 따라 제11조의 '그 증권'을 협의로 해석할 경우 추적의 입증이 명백하게 불가능한 직상장에서 제11조의 소를 전혀 제기할 수 없는 결과로 이어질 수 있다는 정책적 우려를 심각하게 받아들였고, 이에 대한 해결방안으로 부득이하게 직상장에 특유한 절차 등 구체적 상황을 고려한 새로운 해석을 내놓은 것으로 이해될 수 있다.

결국, 빠르게 변화하는 거래소 상장제도의 진화에 발맞추기 위해서라도, 판례법으로 자리잡은 추적요건에 대한 근본적인 고민과 성찰은 피할 수 없게 될 것이다. 슬랙의 2019년 뉴욕증권거래소 직상장과 이에 뒤이은 주주들의 증권집단소송은 거래소의 최신 상장요건과 시대에 뒤떨어진 연방증권법상 투자자 보호 조항 사이의 긴장 관계를 부각하고 있는바,[154] 그러한 면에서 슬랙 판결은 직상장을 고려하는 발행회사와 증권투자자, 그리고 이해관계자 모두에게 매우 중요한 의미가 있다고 할 수 있다.

슬랙 판결에서도 알 수 있는 바와 같이, 최근 직상장 제도의 출현은 연방항소법원의 판례를 통해서 형성된 추적요건이 한층 더 심도 있는 법적 검토를 받게 되는 계기가 되었다.[155] 뉴욕증권거래소 규칙에 따르면 직상장 시작일부터 등록주식과 미등록주식 양자 모두 시장에서 동시에 거래된다. 이를 두고 발행회사는, 직상장에 추적요건에 관한 전통적인 판례법을 적용하게 되면 직상장에서 매수한 주식과 관련하여 그것이 증권신고서에 의하여 등록된 증권이라는 사실을 추적할 수 있는지(traceability)를 판단하기는 불가능하다고 주장해 왔다.[156]

이러한 연유로 직상장과 관련한 최초의 증권소송인 슬랙 판결은 하급심 단계에서부터 학계와 실무가들로부터 많은 관심을 받았다. 신규직상장 도입에 관한 뉴욕증권거래소의 규칙의 승인 과정에서 기관투자자협의회(CII)를 비롯한 몇몇 전문가들은 제11조에 의한 투자자 보호의 유효성에 대하여 의문을 제기하기도 하였다.[157] 즉 신주의 발행을 허용하는 신규직상장까지 제도에 편입시킬 경우 추적요건의 충족은 불가능하게 되고, 이는 제11조의 투자자 보호를 무력화시킬 수 있다는 것이다. 이로 인해 뉴욕증권거래소와 나스닥이 제출한 신규직상장 관련 개정규칙안의 승인 절차가 한동안 지연되기도 하였다.[158]

---

154) McConville, Francis, Coquin, Alec & Wood, Charles, Slack's Direct Listing Tests Limits Of Securities Act, *Law 360* (December 10, 2019) <https://www.law360.com/articles/1224848/slack-s-direct-listing-tests-limits-of-securities-act> (2022. 3. 12. 방문)

155) Johnson, Charles J. et al., supra note 57, p.5-10

156) Labaton Sucharow, supra note 93, p,2.

157) SEC, supra note 27, pp,27~28.

158) 그러나 SEC는 이러한 우려에도 불구하고 관련 거래소 규칙의 개정을 최종 승인하였다. 연방제9항소법원이 슬랙 판결에서 직상장 측면에서 추적요건의 적용 문제를 명확하게 밝힐 수 있으리라고 기대하는 한편으로, 금융자문인에 대하여 직상장에서의 역할과 업무의 성격을 고려하여 전통적 IPO의 '인수인'에 준하는 책임을 지울 수 있으리라고 보았기 때문이다. SEC, supra note 27, pp.34~37.

슬랙 판결은 약 50여 년 동안 이어져 온 추적요건 법리와 결별하는 새로운 판례로 평가된다.[159] 많은 증권법 전문가들은 제11조 등의 원고적격 관련 쟁점이 시의성이 높은 중요한 문제인 점과 슬랙 판결의 법정의견과 반대의견이 첨예하게 대립하는 점 등을 들어 차후 같은 법원의 전원합의체(en banc) 또는 연방대법원에서 최종적인 판결을 받을 가능성에 무게를 두고 있다.[160] 즉 슬랙 판결은 직상장 측면에서의 추적요건의 적용 문제를 심사한 최초의 판례이지만, 해당 쟁점을 둘러싼 불확실성은 아직 해소되지 않은 상태이다.[161]

한편 제11조를 비롯한 연방증권법 조항들은 1933년 제정 이래로 그 내용이 개정된 바 없고, 오늘날 기업 상장의 현실에도 적합하지 않은 면이 있다. 법원으로 하여금 이들 법령을 최근의 시장환경에 적합한 형태로 재단하게 하는 방법은 그리 효과적인 해결책이라고 할 수 없다. 논쟁을 불식시키는 가장 훌륭한 방안은, 연방의회가 오늘날 변화하는 증권시장의 수요에 가장 적합한 해결책을 고안하여 이를 법제화하는 것이다.[162]

Ⅴ. 슬랙 판결이 우리 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자" 해석에 주는 시사점

우리 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」('자본시장법')은 발행시장 공시의무 위반에 대한 배상책임에 관하여 제125조와 제126조에서 규정하고, 유통시장 공시의무 위반에 따른 배상책임은 제162조에서 규정하고 있다. 자본시장법은 일반적인 사기적 부정거래행위의 금지조항인 제178조 및 그 위반에 따른 배상책임에 관한 제179조 또한 두고 있다. 한편, 자본시장법 제125조에 의한 손해배상청구, 제162조(제161조에 따른 주요사항보고서의 경우는 제외한다)에 의한 손해배상청구 및 제179조에 의한 손해배상청구에 대하여는 민사소송법에 대한 특례인 증권관련 집단소송의 소를 제기할 수 있다(「증권관련 집단소송법」 제3조 제1항).

---

159) Labaton Sucharow, supra note 93, p.1.

160) Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Roadmap to Cert: Ninth Circuit Splits from Other Circuits, Itself, and History on Strict Liability for Direct Listings, *Lexology* (Sep. 22, 2021) <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=e2966da8-e397-4e76-9ef8-e39c29baa3bd> (2022. 3. 6. 방문); Morrison, Peter B. & Rasheed, Raza, Ruling on Issue of First Impression, Ninth Circuit Issues Decision on Statutory Standing in Direct Listing Cases, *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP* (Sep. 23, 2021) <https://www.skadden.com/insights/publications/2021/09/ruling-on-issue-of-first-impression> (2022. 3. 20. 방문)

161) Broughel, Kevin, Spafford, Michael, Logue, Kevin, Stone, Peter & Lo, Zoe, Ninth Circuit Broadens Shareholder Standing to Bring Securities Act Claims, *Paul Hastings LLP* (Sep. 2021), p.2. <https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/ninth-circuit-broadens-shareholder-standing-to-bring-securities-act-claims> (2022. 3. 19. 방문)

162) Lipton, Ann, Section 11 in the Age of Direct Listings, *Business Law Prof Blog* (Apr. 25, 2020) <https://lawprofessors.typepad.com/business_law/2020/04/section-11-in-the-age-of-direct-listings.html> (2022. 3. 15. 방문)

1. 자본시장법 제125조의 손해배상청구권자로서 "증권의 취득자"

가. 의의

자본시장법 제125조 제1항에 의하면, 증권신고서와 투자설명서[163] 중 중요사항[164]에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 그 증권신고서의 신고인과 신고 당시의 발행인의 이사, 상법 제401조의2 제1항에 규정된 업무집행지시자 등으로서 그 증권신고의 작성을 지시하거나 집행한 자, 그 투자설명서를 작성·교부한 자 등 해당 증권의 모집·매출 과정에 관여한 사람은 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다. 다만, 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 중요사항의 부실기재를 알 수 없었음을 증명하거나 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실은 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다(같은 항 단서). 이 법률조항은 자본시장법의 핵심 규정이다.[165]

증권 관련 위법행위에 관하여 민법상 불법행위책임을 묻기 위해서는 피해자인 투자자가 발행인의 고의·과실, 손해액, 인과관계 등을 증명하여야 하는데, 증권 관련 소송에서 일반 투자자에게 이러한 부담을 지운다면 사실상 배상책임을 물을 수 없게 된다. 따라서 자본시장법에서는 민법상 불법행위로 인한 손해배상청구의 소에 대한 특칙으로 제125조를 규정함으로써 투자자의 증명책임을 완화하고 있다.[166] 참고로 자본시장법 제정으로 2009년 폐지된 증권거래법 제14조는 현행 자본시장법 제125조에 대응하는 조항인바,[167] 해당 조문의 '유가증권의 취득자'는 위 '증권의 취득자'와 같은 의미이다.[168]

---

163) 자본시장법 제119조 및 제123조는 증권을 모집하거나 매출하는 경우 증권신고서를 금융위원회에 제출하고 투자설명서를 작성·공시하여야 한다고 규정한다. 이때 증권신고서에는 일괄신고서, 일괄신고추가서류, 그리고 정정신고서 등이 포함된다. 참고로 자본시장법은 증권신고서의 효력 발생 전이나 투자설명서의 교부 없이 그 증권을 취득하게 하거나 매도하는 행위에 대한 손해배상책임에 관하여는 따로 규정하지 않고 있다. 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2021, 542면.

164) 자본시장법은 금융투자업자의 설명의무에서 '투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항'을 중요사항으로 정의하고 있다.

165) 김화진, 「자본시장법 이론(제2판)」, 박영사, 2016. 자본시장법 제162조는 사업보고서·반기보고서·분기보고서·주요사항보고서 및 그 첨부서류에 관하여 제125조와 유사한 규정을 두고 있다.

166) 한국증권법학회, 「자본시장법 주석서 I (개정판)」, 박영사, 2015, 636~637면. 다만 자본시장법상 손해배상책임과 민법상 손해배상책임은 서로 배척하는 관계가 아니라 경합적으로 적용될 수 있다. 따라서 투자자는 양 청구권을 모두 행사할 수 있고, 판례도 같은 입장이다.

167) **구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장법 부칙 제2조로 폐지된 것) 제14조(거짓 기재 등으로 인한 배상책임)** ① 유가증권신고서와 제12조의 규정에 의한 사업설명서(豫備事業說明書 및 簡易事業說明書를 포함한다. 이하 이 條에서 같다)중 투자판단 또는 유가증권의 가치에 영향을 미칠 수 있는 것 등 중요한 사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 유가증권의 취득자가 손해를 입은 때에는 다음 각호의 자는 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다. …*(이하 생략)*

168) 이철송, 앞의 논문, 3~4면

나. 손해배상청구권자로서 "증권의 취득자"

자본시장법 제125조의 손해배상청구권자는 '증권의 취득자'이지만 어떤 증권의 취득자인지는 해당 조항의 법률 문언만으로 명확하게 알기 어렵다. 이러한 점은 미국 연방증권법 제11조와 비슷하다고 할 수 있다. 그 때문에 발행시장에서 모집·매출을 통하여 증권을 취득한 자로부터 증권을 매입한 자 또는 유통시장에서 거래되는 증권을 취득한 자가 제125조의 손해배상청구권을 행사할 수 있는지와 관련하여 해석상 논란이 있다.[169]

부실기재가 있는 증권신고서·투자설명서에 기한 모집·매출에 응하여 증권을 취득한 자(즉, 발행시장에서의 취득자)를 '증권의 취득자'로 보는 데에는 문제가 없다. 그러나 유통시장에서 증권을 매수한 자도 '증권의 취득자'로서 손해배상을 청구할 수 있는지 여부에 관하여는 법의 해석에 맡길 수밖에 없는 상황이다.[170]

2. "증권의 취득자"의 범위에 관한 학설과 판례

보통 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자"의 해석에 있어서 "유통시장에서 동종의 증권을 취득한 자도 '증권의 취득자'에 포함되는가"라는 쟁점에 대하여 크게 포함설과 불포함설이 대립하고, 이에 더하여 제한적 범위에서 이를 인정하는 절충설도 제시되고 있다. 이들 견해는 일본 금융상품거래법(金融商品取引法)을 비교법적 논거의 하나로 들고 있는데, 해당 법률은 제18조 이하에 허위기재가 있는 유가증권신고서의 신고자 등의 배상책임에 관한 규정을 두고 있다. 금융상품거래법 제18조 제1항은 "해당 유가증권을 해당 모집 또는 매출에 응하여 취득한 자"에 대한 배상책임을 정하고, 제22조 제1항은 "해당 유가증권신고서 신고자가 발행인인 유가증권을 모집 또는 매출에 응하지 아니하고 취득한 자"에 대한 배상책임을 정하고 있다.

가. 학설의 검토

(1) 유통시장에서의 취득자를 포함하는 견해(포함설)

자본시장법 제125조의 '증권의 취득자'를 가장 넓게 해석하여 발행시장에서뿐만 아니라 유통시장에서 같은 종류의 증권을 취득한 자도 '증권의 취득자'로 인정하는 견해로,[171] 그 논거는 아래와 같다:

① 금융위원회는 증권신고서·투자설명서·증권발행실적보고서 등의 서류를 3년간 일정한 장

169) 한국증권법학회, 앞의 책, 639~640면.
170) 임재연, 앞의 책(주163), 549면.
171) 강대섭, 앞의 논문(주3), 252~253면; 이동신, 앞의 논문, 365면; 이철송, 앞의 논문, 18~19면.

소에 비치하고 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 하는데(자본시장법 제129조), 이들 공시서류의 부실기재로 인하여 유통시장에서 거래되는 증권의 가격도 영향을 받게 된다.

② 증권이 발행·상장되면 상당한 기간이 지난 후에 자본시장법 제159조 이하의 사업보고서 등의 공시가 이루어진다. 사업보고서 등의 공시 전까지 증권의 가격은 증권신고서 및 투자설명서에 근거하여 형성된다고 할 것이므로, 이들 자료를 신뢰하고 유통시장에서 증권을 매수한 자는 제125조에 의한 보호를 받을 수 있다.

③ 일본 금융상품거래법과 달리 자본시장법은 전득자에 관한 규정을 따로 두고 있지 않으므로 제125조 "증권의 취득자"의 범위에 반드시 유통시장에서의 취득자를 제외할 필요가 없다.

(2) 유통시장에서의 취득자를 배제하는 견해(불포함설)

자본시장법 제125조 "증권의 취득자"를 가장 좁게 해석하는 견해로서 유통시장에서의 취득자는 그 손해배상청구권자에 포함시킬 수 없다고 한다.[172] 이 견해는 다음과 같은 논거를 제시한다:

① 제125조 제1항 본문의 '증권의 취득자'와 관련하여 같은 호 단서에서 "그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다"고 규정하고 있다. 여기서 '청약'이란 발행시장에서의 청약을 의미하므로 결국 이는 발행시장에서의 취득자만을 가리킨다고 할 것이다.

② 자본시장법은 발행시장에서의 공시책임과 유통시장에서의 공시책임을 엄격하게 구분하고 있다. 유통시장에서의 공시책임에 관한 자본시장법 제162조를 보더라도, 구 증권거래법 규정과는 다르게 발행시장에서의 공시책임에 관한 제125조를 준용하지 않고 직접 손해배상책임을 규정하고 있다.

③ 유통시장에서의 취득자에 대한 별도의 규정을 두고 있는 일본 금융상품거래법과 달리 우리 자본시장법에는 이러한 규정을 두고 있지 않다. 따라서 유통시장에서의 증권 취득자는 자본시장법 제125조의 손해배상청구권자에 포함된다고 볼 수 없다.

(3) 유통시장에서의 취득자 중 일부를 제한적으로 포함하는 견해(절충설)

유통시장에서의 취득자라도 일정한 범위에서는 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자"로 인정할 수 있다는 견해이다. 그 범위와 관련하여 ① 증권의 모집·매출에 응하여 증권을 취득한

172) 임재연, 앞의 책(주163), 553~554면.

자(제1차 취득자)로부터 전득한 자도 '증권의 취득자'에 포함된다는 견해,[173] ② 미국 증권법상 추적요건 법리를 원용하여 유통시장에서의 취득자도 매수증권이 문제의 증권신고서에 의하여 발행되었다는 사실의 추적이 가능하다면 제125조를 적용할 수 있다는 견해[174]가 주장된다.

전자의 견해는 부실기재로 인하여 손해를 입었다는 점에서는 제1차로 취득한 자와 그 후에 취득한 전득자를 차별할 합리적인 이유가 없으므로 손해배상청구권자의 범위에는 최초의 취득자에 한정하지 않고 전득자도 포함된다고 한다. 다만 부실표시로 인한 책임을 무한정 인정하는 것은 곤란하기 때문에 입법론적으로 일정한 기간 내의 취득자로 한정하여 제125조의 손해배상청구권을 인정할 필요가 있다고 본다.[175]

후자의 견해는, 발행시장 공시서류가 유통시장에서의 가격 형성 및 거래에 중대한 영향을 미치는 점등을 고려할 때 유통시장에서 같은 종류의 증권을 취득한 자에 대해서도 일정한 범위에서 제125조의 손해배상 특칙을 허용할 필요가 있다고 하면서 추적요건을 판단기준으로 제시한다.[176]

(2) 판례의 입장

대법원은 현재 "증권의 유통시장에서 증권을 인수한 자는 증권신고서와 투자설명서의 거짓의 기재 등으로 관여자에게 민법상 불법행위책임을 물을 수 있음은 별론으로 하더라도, 자본시장법 제125조에 정한 손해배상청구권자인 증권 취득자의 범위에는 포함되지 않는다"고 하여 불포함설을 취하고 있다.[177] 즉 유통시장에서의 취득자는 자본시장법 제125조에 의한 손해배상청구권자에 포함되지 않는다는 것이 판례의 확립된 입장으로 소개된다.[178]

대표적인 판례인 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결의 사안에서 대한해운 주식회사(이하 '대한해운')는 자본시장법 제119조에 따라 금융위원회에 기명식 보통주식 4백만 주를 '주주배정 후 실권주 일반공모'의 방법으로 신규 발행하였는데(이하 '이 사건 유상증자'), 원고들 중 일부는 이 사건 유상증자에서 대한해운의 주식을 취득한 사람들이 아니고 이 사건 유상증자 이후 유통시장에서 대한해운의 주식을 취득한 사람들이다.[179]

대법원은 이 사건 유상증자 이후 유통시장에서 주식을 취득한 원고들은 자본시장법 제125

173) 김건식·정순섭, 앞의 책, 237면; 김병연·권재열·양기진, 「자본시장법」, 박영사, 2012, 216면.
174) 김연미, 앞의 논문, 213~214면.
175) 김건식·정순섭, 앞의 책, 237~238면.
176) 김연미, 앞의 논문, 213면.
177) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결.
178) 임재연, 앞의 책(주156), 550~551면. 불포함설을 취한 대법원 판례로 대법원 2002. 5. 14. 선고 99다48979 판결; 대법원 2002. 9. 24. 선고 2001다9311, 9328 판결; 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결 등 참조.
179) 대법원 2013다88447 판결의 평석은 강대섭, "2016년 자본시장법 주요 판례의 분석과 평가", 상사판례연구 제30권 제1호, 한국상사판례학회, 2017, 60~71면

조 제1항에서 정한 손해배상청구권자인 '증권의 취득자'에 포함되지 않는다고 봄이 상당하다(불포함설)고 판단한 원심판결[180]을 확정하면서, "① 자본시장법이 증권의 발행시장에서의 공시책임과 유통시장에서의 공시책임을 엄격하게 구분하면서 손해배상청구권자와 책임요건을 따로 정하고 있는 점, ② 자본시장법 제125조의 손해배상책임 규정은 법이 특별히 책임의 요건과 손해의 범위를 정하고, 책임의 추궁을 위한 증명책임도 전환시켜 증권 발행시장에 참여하는 투자자를 보호하기 위하여 규정한 조항인 점, ③ 자본시장법 제3편 제1장의 다른 조에서 말하는 '청약'은 모두 발행시장에서의 증권의 취득 또는 매수의 청약을 의미하므로 같은 장에 속한 자본시장법 제125조 제1항 단서에서 증권 취득자의 악의를 판단하는 기준 시로 정한 '취득의 청약을 할 때'도 발행시장에서 증권의 취득 또는 매수의 청약을 할 때로 보는 것이 자연스러운 점 등"을 그 이유로 들었다.

한편 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008다31751 판결은 "(증권거래)법은 증권거래의 공정성을 확보하고 투자자를 보호하기 위하여 유가증권의 발행인으로 하여금 유가증권의 내용이나 발행회사의 재산, 경영상태 등 투자자의 투자판단에 필요한 기업 내용을 신속·정확하게 공시하게 하는 제도를 두고 있고, 그와 같은 공시제도의 일환으로 법 제186조의2 제1항은 '주권상장법인 등 대통령령이 정하는 법인은 그 사업보고서를 각 사업연도 경과 후 90일 내에 금융감독위원회 등에 제출하여야 한다'고 규정하고 있으며, 법 제186조의5는 사업보고서의 허위기재 등 유통시장의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관하여 유가증권신고서의 허위기재 등으로 인한 손해배상책임에 관한 법 제14조 내지 제16조를 준용하고 있다. 따라서 법 제14조에 따른 손해배상을 청구할 수 있는 사람은 '모집 또는 매출'에 의하여 발행시장에서 유가증권을 취득한 사람에 한정되는 것이 아니고, 유통시장에서 유가증권을 취득한 사람도 포함된다고 보아야 한다."라고 판시하였는데, 이 판결과 관련하여 대법원이 포함설을 채택한 것인가 여부에 대한 논쟁이 있었다.[181]

대법원 2013다88447 사안에서도 유통시장에서 대한해운의 주식을 취득한 원고들은 상고이유에서 원심판결이 대법원 판결에 상반되는 판단을 하였다고 하면서 논쟁의 대상이었던 대법원 2008다31751 판결을 원용하기도 하였으나, 대법원은 해당 주장에 대하여 "대법원 2008. 11. 27. 선고 2008다31751 판결 등은, 유통시장에서 유가증권을 취득한 자가 사업보고서의 부실표시를 이유로 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것) 제186조의5에 기하여 손해배상을 청구한 사안에서 같은 법 제186조의5가 같은 법 제14조 내지 제16조를 준용하고 있으므로 같은 법 제14조에 따른 손해배상청구를 할 수 있다고 판단한 취지이므로 이 사건과는 사안을 달리한다."라고 하여 기존의 판례가 포함설을 채택한 것은 아니라는 점을 분명히 하였다.

---

180) 서울고등법원 2013. 10. 16. 선고 2012나80103 판결.
181) 임재연, 앞의 책(주163), 552면; 한국증권법학회, 앞의 책, 642~643면.

3. 자본시장법 제125조와 미국 연방증권법 제11조의 비교

가. 법률의 입법취지와 목적

자본시장법은 증권신고서 등에 대한 거짓 기재 등으로 인한 손해배상책임에 관하여 민법 제750조의 불법행위에 관한 소보다 입증책임을 완화하는 일종의 특칙인 제125조를 규정함으로써 투자자의 증명부담을 줄여주고 있다.[182] 다만 자본시장법상 손해배상책임과 민법상 손해배상책임은 서로 배척하는 것이 아니라 경합적으로 적용되므로, 투자자는 양 청구권을 모두 행사할 수 있다.[183]

한편 미국의 경우 발행인과 다른 참여당사자에 대하여 증권 사기소송을 제기하고자 하는 원고는 보통법상 사기행위의 청구원인(cause of action) 입증을 요구하는 SEC 규칙 10b-5에 의한 소를 제기할 수도 있지만, 제11조는 이들 요건의 일부를 완화하거나 배제하기 때문에 투자자들이 더 쉽게 손해배상을 받을 수 있다. 이러한 입증책임의 이점 때문에 투자자들 사이에서는 제11조의 소를 선호하는 경향이 있다.[184]

참고로 자본시장법 제125조와 연방증권법 제11조 모두 소송요건의 입증책임이 완화되는 대신 해당 소를 제기할 수 있는 원고의 범위가 제한되고, 그 범위에 대하여 해석상 논쟁이 있다는 점에서 공통된다. 비교 대상인 불법행위책임 규정이나 증권법 및 보통법상 사기조항 관련 소송에서 원고적격에 대한 제한은 상대적으로 엄격하지 않다.

나. 법률의 문언

자본시장법 제125조는 연방증권법 제11조와 비교하여 법문의 구조 및 내용이 상당히 흡사하지만,[185] 차이점도 존재한다.

(1) 자본시장법 제125조는 손해배상청구권자를 단순히 '증권의 취득자'라고만 규정할 뿐, 부실표시가 있는 증권신고서·투자설명서에 기한 모집·매출에 의하여 증권을 취득한 자뿐만 아니라 유통시장에서 증권을 매수한 자도 손해배상을 청구할 수 있는지에 관하여 명확하게 규정하고 있지 않다.[186] 제11조도 '그 증권의 취득자(person acquiring such security)'에게만 소 제기를 허용하는데, '그 증권'이라는 문구를 수식하는 선행사(antecedent)를 두고 있지 않기 때문에 해당 조문만으로는 원고가 당사자적격을 인정받

182) 김병연·권재열·양기진, 앞의 책, 214면.
183) 판례 역시 같은 태도이다. 대법원 1997. 9. 12. 선고 96나41991 판결 참조.
184) Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., supra note 5, pp.493~494.
185) 이철송, 앞의 논문, 17면.
186) 임재연, 앞의 책(주163), 549면.

기 위해서 어떠한 증권을 취득하여야 하는지를 명확하게 알 수 없다.[187]

(2) 자본시장법 제125조의 적용 대상인 공시서류는 증권신고서와 투자설명서이지만, 제11조의 경우는 증권신고서에 한정된다. 투자설명서에 관하여는 연방증권법 제12조(a)(2)에서 따로 규율하고 있다.

(3) 제11조(a)의 괄호부분에 따르면 증권의 취득자는 "그 증권의 취득 당시(at the time of such acquisition)" 허위 또는 누락의 사실을 안 경우에는 소를 제기할 수 없는데, 자본시장법 제125조 제1항 단서에 따르면 증권의 취득자가 "취득의 청약을 할 때"에 그 사실을 안 경우에 배상의 책임을 지지 않는다. 즉 제11조는 청구권자의 인식 시점을 취득의 청약을 할 때뿐만 아니라 그 이후 유통시장에서 취득하는 경우도 상정하지만 제125조는 청구권자의 인식 시점을 취득의 청약 당시로 제한한다는 뜻으로 읽혀진다. 청구권자의 인식 시점에 관한 이러한 규정상 차이는 제125조의 대상서류에 증권신고서에 더하여 투자설명서가 포함된 것이 그 이유인 것으로 생각된다.

투자설명서의 부실기재에 관한 제12조(a)(2)에 의하면 "투자설명서의 방법에 따라 증권을 청약하거나 매도(offers or sells a security...by means of a prospectus)"한 자가 투자설명서의 중요사실 허위기재 또는 누락에 대하여 책임을 진다. 제11조와 마찬가지로 제12조도 그 소를 제기할 수 있는 원고적격을 "그 증권을 취득한" 자로 한정하고 있지만, 제12조(a)(2)의 "그 증권"은 문언상 "투자설명서의 방법으로 청약 또는 매도가 이루어진" 증권으로서 명백히 이를 수식하는 선행사를 두고 있다고 할 수 있다. 이와 관련하여 제12조는 매도인과 매수인 간에 명시적인 직접계약관계(privity) 요건을 두고 있는데, 해당 요건은 제11조에서는 요구하지 않는 것이다.[188] 제11조와 제12조(a)(2)의 차이점에 비추어 볼 때, 자본시장법 제125조 단서의 문구는 "청약에 응한 주식 취득"을 전제로 한다고 할 수 있다. 따라서 만약 위 법률조항의 제정 과정에서 미국 연방증권법이 참고되었다면, 이는 증권신고서에 관한 제11조가 아닌 투자설명서에 관한 제12조(a)를 염두에 두고 규정되었으리라고 짐작된다.

다. 대법원 2013다88447 판결의 논거에 비추어 본 "증권의 취득자"의 해석

앞서 본 바와 같이, 대법원은 증권의 유통시장에서 증권을 인수한 자가 자본시장법 제125조에서 정한 손해배상청구권자인 '증권의 취득자'의 범위에 포함되지 않는다고 본다. 대법원에

187) *Pirani*, 13 F.4th at 951.
188) *Hertzberg*, 191 F.3d at 1081.

따르면 위 '증권'은 증권신고서와 투자설명서의 대상인 증권에 한정되는 것으로 좁게 해석된다고 할 것이다. 대법원이 불포함설을 취하는 이유로 드는 3가지 논거에 관하여 비교법적 관점에서 차례로 생각해 본다.

(1) 첫째 논거로 대법원은 "자본시장법이 증권의 발행시장에서의 공시책임과 유통시장에서의 공시책임을 엄격하게 구분하면서 그 손해배상청구권자와 책임요건을 따로 정하고 있는 점"을 든다. 이는 발행시장과 유통시장의 구분을 전제로 한 논리로 보인다. 그런데 미국에서도 연방증권법은 발행시장의 공시책임에 초점을 두고 연방증권거래법은 유통시장에서의 공시책임에 초점을 두는 이분법적인 구조를 취하고 있지만, 법원은 연방증권법 제11조의 "그 증권의 취득자" 해석에서 유통시장에서의 취득자를 배제하지 않는다. 실제로 증권의 발행시장과 유통시장은 유기적으로 연결되어 있고, 양자 간의 상호보완적인 관계는 정보기술의 진보에 따른 증권시장의 빠른 변화와 더불어 더 심화되고 있다. 이러한 점을 고려한다면, 이렇게 발행시장과 유통시장을 별개의 시장으로 전제하고 이들 시장에서의 공시책임에 적용되는 법리도 구분되는 것으로 설명하는 이분법적 논거는 합리적이라고 보기 어렵다.[189]

(2) 두 번째 논거로 대법원은 "자본시장법 제125조의 손해배상책임 규정은 법이 특별히 책임의 요건과 손해의 범위를 정하고, 책임의 추궁을 위한 증명책임도 전환시켜 증권 발행시장에 참여하는 투자자를 보호하기 위하여 규정한 조항"이라는 점을 드는데, 이 설명에 따르면 제125조의 입법 의도가 그 보호 대상을 '발행시장에 참여하는 투자자'로 제한한다는 취지로 이해될 수 있다.

비교법적으로 제125조가 불법행위책임에 대한 특칙으로서 손해배상청구권자의 입증책임을 현저하게 완화시키는 것과 마찬가지로, 제11조 또한 중요사항의 허위기재 또는 누락이 있는 증권신고서로 인한 손해에 대한 엄격책임을 부과하면서 SEC 규칙 10b-5 및 보통법상 사기조항 등과 비교하여 청구권자의 입증책임을 현저하게 완화하는 조항이다. 미국 법원이 제11조의 엄격책임을 "강한 약(strong medicine)"이라고 표현하고 입법적으로 미국 연방의회가 남소 등 부작용을 방지하기 위해 해당 소를 제기할 수 있는 원고의 집단을 "그 증권의 취득자"로 제한하는 이유이기도 하다. 이에 비추어 보면 자본시장법 제125조가 '발행시장에서의 증권 취득자'만을 보호하기 위한 규정이라는 대법원의 논리는 납득하기 어렵고 달리 그렇게 해석하는 입법적 근거도 찾아볼 수 없다.

---

189) 同旨: 이철송, 앞의 논문, 12~13면. 이철송 교수는 대법원의 '공시책임의 시장별 구분론'에 대하여 비판하면서, 자본시장법상 발행시장에서의 공시책임(제125조)과 유통시장에서의 공시책임(제162조)이 실제 내용에서 별 차이를 보이지 않는다는 점을 근거로 들고 있다.

(3) 대법원이 드는 세 번째 논거는 "자본시장법 제3편 제1장의 다른 조에서 말하는 '청약'은 모두 발행시장에서의 증권의 취득 또는 매수의 청약을 의미하므로 같은 장에 속한 자본시장법 제125조 제1항 단서에서 증권 취득자의 악의를 판단하는 기준시로 정한 '취득의 청약을 할 때'도 발행시장에서 증권의 취득 또는 매수의 청약을 할 때로 보는 것이 자연스럽다"는 점인데,[190] 앞의 두 논거과 비교하여 가장 설득력이 있다고 생각된다.

다만 앞서 본 바와 같이 미국의 경우 부실기재 있는 증권신고서에 관한 제11조와 부실기재 있는 투자설명서에 관한 제12조(a)(2)의 문언 및 원고적격 관련 소송요건에 차이가 있고, 법원 또한 유통시장에서의 취득자에 대하여 제12조(a)(2)의 적용은 인정하지 않지만 제11조의 적용은 원칙적으로 인정(추적요건의 제한 있음)하는 입장인 점을 고려한다면, 우리 자본시장법에서도 증권신고서와 투자설명서는 달리 규율하는 것이 타당하다고 생각된다. 즉 입법론적으로 부실기재된 증권신고서를 신뢰하여 증권을 취득한 자의 경우에는 유통시장에서의 증권 취득자에 대하여도 손해배상청구를 할 수 있는 원고적격을 인정할 필요가 있지만, 투자설명서는 그 성격상 그 필요성이 인정되지 않는다고 본다. 자본시장법상 투자설명서도 공시 대상(제123조)이기 때문에 책임 인정의 여지를 완전히 부정하기는 어려운 면이 있지만, 증권의 모집이나 매출에서 투자설명서를 개별적으로 미리 교부하는 것이 원칙(제124조)이므로 유통시장에서의 취득자에 대한 책임을 인정할 이유가 적다.[191]

4. 시사점과 전망

우리나라의 현행법 규정은 직상장에 관한 별도의 규정을 두고 있지 않다. 실무상으로도 코스닥 상장법인이 유가증권시장으로 이전상장하는 형태의 직상장은 종종 이루어지고 있으나 비상장회사가 바로 유가증권시장에 직상장하는 경우는 거의 없다. 즉 우리나라에서는 미국과 같은 구주주직상장의 개념이나 제도가 정립되었다고 볼 수 없고, 미국의 신규직상장과 같은 제도는 도입되지 않은 상태이다.[192]

그런데 만약 우리나라에도 미국과 유사한 직상장 제도가 도입되고 슬랙 사건과 같은 사례에서 현행 자본시장법 제125조의 적용이 문제된다고 가정할 때, 불포함설을 취하는 판례의 입장

190) 이에 대하여 제125조 제1항 단서의 '청약'이란 발행시장에서의 청약 또는 유통시장에서의 취득을 위한 청약으로 읽을 수도 있고, 따라서 제125조의 취득자가 오로지 발행시장에서의 취득자에 국한된다고 해석할 근거는 되지 못 한다는 의견으로 이철송 앞의 논문, 13~14면.

191) 김건식·정순섭, 앞의 책, 239면. 이와 관련하여 이철송 교수는 일본에서는 투자설명서가 공시서류가 아니지만 우리 자본시장법에서는 투자설명서도 공시서류로 다루기 때문에 증권신고서와 투자설명서를 달리 취급할 이유가 없다고 주장하지만(이철송, 앞의 논문, 19면), 미국에서도 투자설명서는 공시의무 대상이다(연방증권법 제5조(b)).

192) 우리나라에서 직상장 제도의 도입 가능성에 관하여는 류지민, 앞의 논문, 310면 이하.

에 의하면 직상장에서 주식을 취득한 자는 "증권의 취득자"의 범위에 포함되지 않는다고 해석될 가능성이 높다고 생각된다. 슬랙 판결의 구주주직상장은 2차 공모의 일종으로서 그에 따라 기업공개(IPO)가 이루어지는 면에서는 발행시장을 전제로 한다. 그런데 직상장에서는 인수인의 관여에 따른 제한(매각제한기간) 없이 미등록주식도 상장과 동시에 거래되기 때문에 실질적으로 유통시장에서의 거래처럼 운영된다고 볼 수 있다.

직상장의 이러한 특징 때문에 미국 연방제9항소법원은 기존의 제11조 추적요건 법리의 적용 여부를 두고 고심하였고, 결국 이를 그대로 적용하는 대신 직상장에 특유한 해석을 내놓기에 이른 것이다. 슬랙 판결은 판례법으로 발전해 온 추적요건 법리가 완전한 것이 아니고 사실관계에 따라서는 다른 각도에서 새로이 고려해 볼 수 있다는 점을 제시하는 의미 있는 판례라고 할 수 있다. 한편 우리 대법원은 현재 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자"의 범위를 발행시장에서의 취득자로 한정하여 해석하고 있지만, 좀 더 유연한 관점에서 증권시장의 실무와 투자자 보호 필요성 등을 고려하여 그 범위의 확대를 재고할 필요가 있다고 본다.

참고로 현재의 혼장임치 방식의 증권예탁에서 비롯되는 제11조의 추적요건 입증과 관련한 문제는 블록체인 등 새로운 기술의 도입을 통해서 해결될 수 있다고 주장하는 연구가 있다. 이 연구에서는 DTC의 증권예탁시스템에 블록체인의 분산원장기술(Distributed Ledger Technology)을 적용하면, 모든 거래가 원장에 기록되기 때문에 추적요건을 어렵지 않게 충족할 수 있게 되고 기존의 시스템으로 인한 추적요건의 불확실성이 해소될 수 있다고 주장한다.[193]

Ⅵ. 맺음말

슬랙 판결은 직상장에 대하여 연방증권법상 민사책임 조항의 적용이 가능한가의 문제를 처음으로 검토한 사례라는 점에서 중요한 의미가 있다.[194] 현재까지 직상장은 그 성격상 실제로 회사들이 이를 상장 방식으로 채택하는 비중이 크지는 않다. 그러나 이는 전통적 IPO를 대체할 수 있는 또 하나의 선택지로 자리를 잡아가고 있으며, 연방증권법 제11조의 "그 증권(such security)"의 해석에 관한 참신한 고민거리를 제공하기도 하였다. 즉 직상장을 계기로 제11조의 원고적격 판단 법리로서 추적요건의 문제가 새로운 관점에서 증권법 학자, 실무가들의 관

193) 블록체인과 제11조의 추적요건의 관계에 관한 연구로 Belcher, BelSean, Tracing the Invisible: Section 11's Tracing Requirement and Blockchain, *16 Colo. Tech. L.J. 145* (2017-2018); Rotenberg Jonathan, Blockchain Technology May Enable Tracing in Securities Act Litigation (March 22, 2018) <https://katten.com/blockchain-technology-may-enable-tracing-in-securities-act-litigation-1> (2022. 3. 20. 방문)

194) Cleary Gottlieb, Slack's Direct Listing – Court Allows Securities Act Claims Without Tracing, *Alert Memorandum* (April 30, 2020), p.4. <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/slacks-direct-listing-court-allows-securities-act-claims-without-requiring-tracing>

심과 주목을 받게 된 것이다.

미국 증권법 제11조의 추적요건은 50여 년에 걸친 판례의 축적을 통해 현재의 법리로 형성된 것이다. 다만 이는 아직 사실관계에 의존하는 비중이 커서 최종적으로 확립된 법리라고 보기 어렵고, 증권시장의 발전에 따른 변화에 영향을 받기 쉬운 법리이기도 하다. 달리 말해서 추적요건이 전제하는 사실관계는 시장의 발전과 더불어 다변화할 가능성이 잠재된 만큼, 법원이 별다른 대안 없이 해당 법리를 계속 고집할 경우 새로운 상황을 제대로 반영하지 못하고 그대로 뒤처지게 되어 극단적으로는 증권법규의 본래의 목적인 투자자 보호에 역행하는 결과로까지 이어질 수 있다. 슬랙 판결은 직상장이라는 새로운 제도의 도입과 더불어 추적요건의 방향성에 대한 그간의 누적된 고민이 선명하게 드러난 사례라고 할 수 있다.

제11조는 연방증권법이 무엇보다 중시하는 '투자자 보호'라는 정책목표와 관련하여 특별한 의미가 있는 조항이다. 그런데 기존의 추적요건 법리만으로도 제11조의 원고적격이 엄격하게 제한되는 상황에서 직상장이라는 새로운 제도하에서 해당 법리를 그대로 적용할 경우 제11조의 소 제기 자체가 아예 불가능해질 수 있고, 그 때문에 슬랙 판결이 새로운 해석법을 시도한 것이라고 할 수 있다.

제11조에 상응하는 우리 자본시장법 제125조의 해석에 관하여도 미국에서의 추적요건 법리에 관한 논의와 슬랙 판결이 주는 시사점은 적지 않다. 현재의 대법원은 자본시장법 제125조의 "증권의 취득자"에 유통시장에서의 취득자가 포함되지 않는다고 해석하고 있다. 그러나 미국의 슬랙 판결이 시사하는 바와 같이, 머지않은 미래에 직상장과 같은 신제도의 도입에 따른 투자자 보호의 문제가 새롭게 제기된다면 그 해결을 위해 "증권의 취득자"의 범위를 확대하여 해석할 필요성이 대두될 가능성은 충분히 있다고 본다. ▨

(논문접수 : 2022. 3. 30. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

【국내 문헌】

1. 국내문헌

김건식·정순섭, 「자본시장법」, 두성사, 2013.
김병연·권재열·양기진, 「자본시장법」, 박영사, 2012.
김화진, 「자본시장법 이론(제2판)」, 박영사, 2016.
이시윤, 「신민사소송법(제13판)」, 박영사, 2019.
임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009.
_____, 「자본시장법」, 박영사, 2021.
한국증권법학회, 「개정판 자본시장법 [주석서 Ⅰ]」, 박영사, 2015.

강대섭, "2016년 자본시장법 주요 판례의 분석과 평가", 「상사판례연구」 30권 1호, 한국상사판례연구, 2017.
_____, "유가증권신고서등의 부실기재로 인한 손해배상청구권자의 범위 - 유통시장에서의 증권취득자 포함 여부", 「상사판례연구」 제19권 제3호, 한국상사판례학회, 2006.
김연미, "미국 증권소송의 추적요건(Tracing Requirement) - In re Century Aluminum Co. Securities Litigation 사건을 중심으로", 「성균관법학」 제27권 제4호, 성균관대학교 법학연구원, 2015.
류지민, "직상장(direct listing)에 관한 미국 증권법상의 논점", 「상사법연구」 제40권 제2호, 한국상사법학회, 2021.
이동신, "유가증권 공시서류의 부실기재에 관한 책임", 「재판자료 제90권 : 증권거래에 관한 제문제[上]」, 법원도서관, 2001.
이철송, "자본시장법 제125조의 「증권의 취득자」의 범위", 「선진상사법률연구」 통권 제75호, 법무부, 2016.

2. 외국 문헌

Johnson, Charles J. Johnson & McLaughlin, Joseph, *Corporate Finance and the Securities Law*, 6th Edition, Wolters Kluwer, 2021 Supplement.
Choi, Stephen J. & Pritchard, A.C., *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2nd edition, Foundation Press, 2005.

The National Law Review, Why section 11 is a big deal (Sep. 21, 2021).

Beck, Anat, Rapp, Robert & Livingstone, John, Investment Bankers as Underwriters - Barbarians or Gatekeepers? A Response to Brent Horton on Direct Listings, 73 *SMU L. Rev. F.* 251 (2020)

Belcher, BelSean, Tracing the Invisible: Section 11's Tracing Requirement and Blockchain, *16 Colo. Tech. L.J.* 145 (2017-2018).

Broughel, Kevin, Spafford, Michael, Logue, Kevin, Stone, Peter & Lo, Zoe, Ninth Circuit Broadens Shareholder Standing to Bring Securities Act Claims, *Paul Hastings LLP* (Sep. 2021).

Clarke, John J., Weber, Robert D. & Chatfield, Kellin M., Securities Litigation: Class Actions Arising from IPOs, *Thomson Reuters Practical Law* (2017).

Cleary Gottlieb, Slack's Direct Listing – Court Allows Securities Act Claims Without Tracing, *Alert Memorandum* (April 30, 2020).

Cunningham, Ken, Thorton, Grant, Braun, Bruce R. & Conrad, Neil H., Litigating Section 11's Tracing Requirement: A Practitioner's View of a Powerful Defense, *the Bureau of National Affairs, Inc.* (2019).

Curmin, Paul C. & Ford, Christine M., The Critical Issue of Standing Under Section 11 of the Securities Act of 1933, *6 Fordham J. Corp. & Fin. L.* 155 (2000).

DTCC, The Depository Trust Company : Disclosure Framework for Covered Clearing Agencies and Financial Market Infrastructures (Dec. 2021).

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Roadmap to Cert: Ninth Circuit Splits from Other Circuits, Itself, and History on Strict Liability for Direct Listings, *Lexology* (Sep. 22, 2021).

Gibson Dunn, A Current Guide to Direct Listing (Jan. 8, 2021).

Lipton, Ann, Section 11 in the Age of Direct Listings, *Business Law Prof Blog* (Apr. 25, 2020).

McConville, Francis, Coquin, Alec & Wood, Charles, Slack's Direct Listing Tests Limits Of Securities Act, *Law 360* (December 10, 2019).

McIntosh, Janee, Starykh Stevlana, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2021 Full-Year Review, *NERA* (Jan. 25, 2022),

Monette, David, Applying Twombly/Iqbal on Removal, American Bar Association (April 30, 2020).

Morrison, Peter B. & Rasheed, Raza, Ruling on Issue of First Impression, Ninth Circuit

Issues Decision on Statutory Standing in Direct Listing Cases, *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP* (Sep. 23, 2021).

Paul Hastings, Ninth Circuit Strengthens Pleading Standard in Section 11 Claims: In re Century Aluminum Co. Securities Litigation (January 2013).

Reisinger, Don, Facebook, Zuckerberg sell shares as part of secondary offering, *Cnet* (Dec. 19, 2013)

Rodgers, Greg, Jaffe, Marc & Cohen, Benjamin, Evolving Perspectives on Direct Listings After Spotify and Slack, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (Dec. 17, 2019).

Sale, Hillary A., Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of the 1933 Securities Act, 75 *Wash. L. Rev.* 429 (2000).

Smilan, Lauri & Locker, Nicki, Court Cut Shareholders Slack on Section 11 Claims, *Havard Law Forum on Corporate Governance* (May 18, 2020).

Abstract

Direct Listing and Tracing Requirement for Sec. 11 of the Securities Act of 1933

- A Study based on *Pirani v. Slack Technologies* -

Ryu, Jimin

This article is a recent academic and practical discussion on the interpretation of "any person acquiring such security" of section 11 of the Securities Act of 1933("Section 11"). Tracing requirement is generally a prerequisite to recovery under Section 11. Investors who purchase shares traceable to an IPO or secondary offering may be entitled to recover damages caused by false and misleading statements or omissions in the registration statement for that offering.

A recent 2-1 decision of the U.S. Court of Appeals for the Ninth Circuit eased the traditionally strict standing requirements for Section 11 claims by making tracing easier for plaintiffs to prove. In Pirani v. Slack Technologies, the Ninth Circuit was faced with a Section 11 claim brought in the context of a Selling Shareholder Direct Floor Listing (known as a "direct listing"), rather than in the traditional IPO or secondary offering context. The Slack majority opined that application of the traditional tracing requirement would undermine the purpose of Section 11 in direct listing cases because it would effectively eliminate any issuer liability. The dissent in Slack strongly challenged the majority's reasoning. According to the dissent, the majority strayed too far from the statutory text and well-established precedent.

Slack Technologies' direct listing on the New York Stock Exchange and the resulting shareholder litigation highlight the tension between current listing requirements and the potentially dated investor protections of the Securities Act. While this is a case of first impression given the unique circumstances of Slack's IPO, the ruling may still have major implications for securities litigation.

Regarding the interpretation of "anyone acquiring securities" in the Article 125 of the

Capital Market Act, which is similar to Section 11, the discussion on the tracing requirements and the Slack case in the U.S. certainly has meaningful implications from a comparative point of view. The current Supreme Court of Korea is of the view that “anyone acquiring securities” do not include acquirers in the secondary market, but if there is a reasonable reason to protect investors due to the introduction of a new system or changes in society, the need to expand the scope of “anyone acquiring securities” shall be recognized.

Key Words : Section 11 of the Securities Act of 1933, Standing, Tracing requirement, Anyone who acquires such security, Direct listing, Article 125 of the Capital Market Act

▣ 논 단

금융플랫폼의 개인맞춤형 광고가 금융소비자보호법상 금융상품의 권유에 해당하는지에 관한 고찰

남궁 주 현
성균관대학교 법학전문대학원 조교수

요 약 문

2020년 초경 발생한 코로나바이러스 감염증 2019(COVID-19, 이하 '코로나19'라 함)의 확산으로 우리 금융산업에도 큰 변화가 일어났다. 대면 중심 서비스를 중심으로 제공하면서 비대면 서비스를 일부 접목시키던 금융산업은 코로나19의 확산으로 급격하게 비대면 중심 서비스에 초점을 맞추어 사업영역을 확장하기 시작하였다. 그러면서 금융산업에 관한 규제법령이 금융산업계의 변화에 맞춰 정확한 규제를 하지 못하고, 규제의 공백이 생길 가능성이 매우 커졌다. 나아가 처음부터 대면 영업을 하지 아니하는 금융플랫폼 사업자도 등장하여 적극적으로 시장 개척에 나서고 있다. 4차 산업혁명의 원유라 일컫는 데이터로 무장한 금융플랫폼은, 이용자와 면식이 전혀 없어도 가장 유리한 조건의 금리 등을 비교하여 보여주거나, 더 나아가 당해 이용자의 금융생활 패턴에 맞추어 가장 혜택이 큰 카드·보험상품을 개인맞춤형으로 추천해 주고 있다. 이러한 사업환경의 변화로 인해 종전에 금융상품 권유행위를 규제하던 명분이 그대로 적용될 수 있는지에 관한 의문이 제기되기 시작하였다. 대면 영업의 경우 소비자가 수동적 지위에 머물렀기에 '단순히 소개만 해주면 광고, 적극적인 권유가 들어오면 중개'라는 식으로 구분이 비교적 쉬웠던 반면, 소비자의 성향에 맞추어 금융플랫폼이 제공하는 개인맞춤형 광고의 경우 실제 상황에서 유인행위의 강약을 판단하는 것 자체가 대단히 어려워져 종전처럼 직관적으로 광고와 권유를 구분하기 어렵게 되었다. 금융 분야에서 광고와 권유에 관한 규제는 모두 정보의 불균형 또는 금융상품 공급자의 영향력 등에 의해 소비자의 합리적 선택권이 침해되지 않도록 하는 제도적 안전장치이다. 이러한 목적은 금융상품 영업이 대면에서 비대면 환경으로 옮겨왔어도 여전히 유효하다. 금융플랫폼 서비스는 금융소비자보호법상 광고 및 중개 중 어느 것에 해당하느냐에 따라서 비즈니스 모델 자체가 완전히 뒤바뀐다. 전통적인 광고와 권유의 구분기준이 왜 오늘날의 금융플랫폼에게 적용되기 어려워졌는지를 사례를 통해 고찰하고, 최근에 금융당국이 제시한 양자의 구분기준에 관한 법리를 데이터 시대에 더욱 잘 어울리도록 개선할 수 있는 방안을 검토하고자 한다.

주제어 : 금융플랫폼 서비스, 데이터 산업, 핀테크, 개인정보, 이용자 데이터, 맞춤광고, 금융소비자보호법, 권유, 중개, 청약의 유인

〈目 次〉

Ⅰ. 금융소비자 보호에 관한 법률 시행에 따른 광고/권유 구별실익

Ⅱ. 전통적 광고/권유 구분기준
1. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 관련 사례
2. 보험업법 사례
3. 여신전문금융업법 사례
4. 대출중개 사례
5. 소결 - 분야별 권유 규제의 공통분모

Ⅲ. 금융플랫폼에서의 광고/권유 구분기준
1. 문제의 소재
2. 현행 금융당국 해석례 검토 - 유튜브·페이스북 맞춤광고도 '권유'인가
3. 판단요소의 추가 필요성 – 1:1 타게팅 목적 개인정보 제공 여부

Ⅳ. 결 론

Ⅰ. 금융소비자 보호에 관한 법률 시행에 따른 광고·권유 구별실익

「금융소비자 보호에 관한 법률」(이하 '금융소비자보호법') 시행 후 6개월간 주어졌던 감독유예 기간이 종료될 무렵(2021. 9. 25. 종료), 핀테크·빅테크 금융플랫폼이 '광고'라고 인식하고 영위해왔던 서비스들을 돌연 중단하는 사태가 발생하였다.[1] 금융플랫폼이 정보제공·계약관리 서비스, 금융상품 비교·추천 서비스, 가입 보험상품 분석 및 상담 서비스 등을 제공하였는데, 금융당국이 이를 금융소비자보호법상 '중개', 즉 미등록 금융상품판매대리·중개업에 해당한다는 이유로 금융플랫폼 업체에 시정을 요구했기 때문이다.[2] 이는 해당 회사에 직접적인 주가 하락 압박으로 작용하기도 하였다는 점에서 금융플랫폼 사업자에게 현실적으로 당면한 문제이기도 하다.[3] 핀테크 사업자의 금융분야 진출이 활발해지면서 정보통신기술을 활용한 맞춤형

1) 서울경제, "금소법 유예기간 종료…카카오 '보험판매 중단' 네이버는 '현행 유지'", 2021. 9. 24.자 기사 <https://www.hankyung.com/economy/article/2021092420536>.
2) 금융위원회(이하 '금융위')·금융감독원(이하 '금감원'), "온라인 금융플랫폼의 건전한 시장질서 확립을 위해 관련 금융소비자보호법 적용사례를 전파했습니다", 2021. 9. 7.자 보도자료.
3) 서울신문, "금소법 위반 플랫폼, 25일부터 서비스 중단", 2021. 9. 22.자 기사

광고[4]가 활성화되고 있다.[5] 금융소비자의 금융 관련 정보를 취합하고 분석하는 본인신용정보관리업(이른바 '마이데이터')의 도입으로 금융소비자 개개인의 자산 및 특성에 대한 분석이 가능해졌으므로, 해당 사업자는 다양한 금융상품 중 금융소비자의 요구에 맞는 상품을 홍보하는 맞춤형 광고를 할 수 있게 되었다.[6] 그런데 일반 산업분야에서 맞품형 광고로 분류되는 서비스들을 금융분야에서도 동일하게 광고로 보아야 하는 것인지에 관해서는 논란이 있었다.[7] 한편, 금융관련 업법에서는 금융광고에 관하여 정의를 하지 아니하고 있어, 「표시·광고의 공정화에 관한 법률」상 광고개념을 활용하는 것이 부득이한 상황이다.[8]

금융플랫폼 서비스는 금융소비자보호법상 광고[9]와 중개 중 어느 것에 해당하느냐에 따라서 비즈니스 모델 자체가 완전하게 뒤바뀌게 된다. 일단 해당 서비스가 광고에 해당하면 행위 주체의 자격에 대한 규제가 따로 없으므로 허가를 받거나 등록을 하지 아니하여도 된다. 허위 또는 오인유발적 표시(false or misleading representation) 금지 등을 비롯하여 광고 내용에 대한 규제가 가해지나,[10] 이는 소비자 보호에 관한 일반법상 규제[11]가 금융 분야 특성에 맞추어 응

<https://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20210923022014>.

4) 맞춤형광고란 일반적으로 소비자의 온라인 검색기록과 브라우징 정보 등을 통해 개인에 대한 정보를 일정기간 수집하여 만든 프로파일을 기초로 해서 개인화된 맞춤형 표적광고를 전달하는 광고기법 등으로 정의된다[박성용, "온라인맞춤형광고 개인정보보호 가이드라인에 대한 비판적 검토", 「소비자문제연구」 제48권 제3호, 한국소비자원(2017), 207-208면].

5) 한국금융소비자보호재단, 「금융소비자보호법해설」, 북크크, 2021, 146면; 이규복, "디지털금융에서의 소비자보호-금융상품 라이프사이클 측면을 중심으로-", 「주간금융브리프」 제29권 제4호, 한국금융연구원(2020), 6면.

6) 한국금융소비자보호재단, 앞의 책, 146면.

7) 한국금융소비자보호재단, 앞의 책, 146면.

8) 안수현, "금융광고와 금융소비자 보호 - 규제 정비방향과 법적 과제", 「외법논집」 제42권 제1호, 한국외국어대학교 법학연구소(2018), 236면.

9) 참고로 소비자들에게 단순한 정보를 제공하는 정도에 그치면 '광고'에조차 해당하지 않을 소지가 있기는 하지만 그 범위는 매우 협소하다. 예컨대 대부업자가 자사 홈페이지에서 '신용조회를 하나요? 그에 따른 불이익은요?' 질문에 대해 '신용조회는 당연히 하지만 신용조회가 되었다 해서 바로 신용등급이 낮아지지는 않는다'는 취지의 답변을 FAQ 형식으로 정리한 것이 서울고등법원에서는 광고에 해당하지 않는다고 판단되었으나, 대법원은 위 FAQ가 소비자들이 대부업자와 거래를 할 것인지 결정을 하는 데에 영향을 미치는 사항으로서 광고에 해당한다고 판단했다(대법원 2009. 5. 28. 선고 2009두843 판결). 따라서 본고에서는 '광고'에조차 해당하지 않는 단순정보제공 사례에 대해서는 따로 검토하지 않는다.

10) 위 법리에 따라 금지되는 금융상품 광고의 대표적인 예로, 보장성 상품의 보장제한 조건을 미흡하게 고지하여 무제한 보장처럼 오인케 하는 광고, 투자성 상품에 관하여 원금보장이 되는 것처럼 오인케 하는 광고, 예금성 상품의 이자율이나 부수적인 혜택·비용을 오인케 하는 광고, 대출이자를 일 단위로 표시하여 이자율이 저렴한 것처럼 오인케 하는 광고 등이 있다(금융소비자보호법 제22조 제4항). 한편, 금융소비자가 중요한 조건을 분명히 이해할 수 있도록 일정한 사항(예: 보험상품의 해지환급금, 투자성 상품의 투자위험, 만기 시 지급금이 변동하는 상품의 수익예시금액 미보장 고지, 대출조건 등)을 기재하도록 의무화한 규제도 있다(금융소비자보호법 제22조 제3항).

11) 허위 또는 오인유발적 표시를 금지하는 일반법상 규제는 「표시·광고의 공정화에 관한 법률」 제3조에 규정되어 있다. 이는 커먼로(common law)상의 사기(fraud)로부터 유래한 것인데, 사기와 다르게 피해자(소비자)가 실제 기만당했는지 아닌지를 묻지 않고 위법성을 인정하는 쪽으로 법리가 발전하였다[이기종, "기만적 표시·광고의 규제 - 미국법에 대한 비교법적 고찰을 중심으로", 「경제법연구」 제10권 제2호, 한국경제법학회(2011),

용된 것일 뿐 광고 비즈니스 모델 자체를 바꾸어놓을 정도는 아니다. 반면, 금융플랫폼 서비스가 중개에 해당하면 강력한 규제가 적용된다. 첫째, 금융플랫폼 서비스 제공자가 금융상품판매대리·중개업자로서 금융위에 등록을 해야만 하고, 미등록 중개행위는 형사처벌의 대상이 된다.[12] 예금성 상품의 경우 대리·중개업자 제도 도입이 유보되어 있어 현재로서 적법하게 중개를 할 방법 자체가 없다.[13] 둘째, 금융플랫폼이 금융상품을 추천·권유하는 서비스를 제공하려면 적합성원칙을 준수해야 한다. 금융플랫폼은 아무 금융상품이나 추천할 수 없고, 이용자의 투자성향이나 손실감수능력, 대출상환능력 등을 파악할 의무가 생기며 이에 비추어 부적합한 금융상품을 권유하는 것이 금지된다. 적합성원칙에 위반하여 체결한 계약에 대하여는 금융소비자가 일정한 기간 내에 해지를 요구할 수 있고 그 해지 비용을 소비자에게 부과하지 못한다.[14] 셋째, 금융플랫폼은 금융소비자에게 단순히 금리·혜택 등을 보여주는 데 그치는 것이 아니라 설명의무를 이행하여야 한다. 금융상품의 중요사항[15]과 함께 연계·제휴서비스 내용, 청약 철회의 기한·행사방법·효과, 민원처리 및 분쟁 조정 절차 등도 설명해야 한다.[16] 설명의무 위반에 대해서는 위법계약 해지권 발생, 과징금 및 과태료 등의 법적 불이익이 부과된다.[17]

중개에 대하여 강한 규제가 가해지는 이유는 그 행위가 강한 청약의 유인에 해당하기 때문이다. 예컨대 은행 직원이 기존 거래고객의 신뢰를 얻고 있는 것을 이용해 고위험 투자상품을 마치 안전자산인 것처럼 권유한다든가, 보험모집인이 보험사고 발생확률을 가늠하기 어렵고 보장제한 조건 등이 복잡한 보험상품을 무작정 좋다면서 친지들에게 권유하는 사례 등이 있다. 반면에, 광고는 중개보다는 약한 청약의 유인으로서 단순히 상품을 소개하는 데 그쳐 앞서 본 불완전판매 또는 영향력 행사 등의 우려가 적으므로 훨씬 더 약한 규제가 가해진다. 중개와 광고의 구분은 곧 '당해 청약의 유인 행위에 어느 규제를 적용하는 것이 적절한가'의 문제로

162-163면].

12) 금융소비자보호법 제12조, 제67조 제1호.

13) 금융당국은 외국에서 나타난 부작용(은행 대비 예금성 대리·중개업자의 우월적 지위에 따른 수신금리 상승, 예대마진 유지를 위해 고위험 대출 증대, 은행의 건전성 악화)을 이유로 제도적 보완장치를 충분히 검토한 후 비로소 예금성 대리중개업의 등록요건을 마련할 예정이라는 입장이다(금감원, "금융소비자 보호에 관한 법률 설명자료", 2021. 3., 12면)

14) 금융소비자보호법 제17조, 제47조. 참고로 적합성원칙의 수범자는 '금융상품판매업자등'인데, 이는 '금융상품판매업자 또는 금융상품자문업자'로 정의되어 있으며(금융소비자보호법 제2조 제9호), '금융상품판매업자'는 '금융상품직접판매업자'와 '금융상품판매대리·중개업자'로 구분된다. 본고에서 다루는 금융플랫폼은 '권유'를 하는 경우 '금융상품판매대리·중개업자'의 지위에 있게 된다.

15) 보장성 상품의 경우 그 내용, 보험료, 보험금 지급제한 사유 및 지급절차, 위험보장의 범위; 투자성 상품의 그 내용, 위험, 수수료; 대출성 상품의 경우 금리 및 변동여부, 중도상환수수료, 상환조건, 담보설정 및 실행에 관한 사항, 대출원리금 및 수수료 등 채무자 부담금액 총액, 해지에 관한 사항 등을 설명해야 한다.

16) 금융플랫폼으로서는 광고에 대해서는 하이퍼링크 등을 통하여 해당 금융상품직접판매업자의 웹(Web)·앱(App) 영역으로 이용자를 곧바로 이동(forward 또는 redirect)시켜버리면 될 터이지만, 이와 달리 중개에 해당할 경우 금융플랫폼의 관리영역에서 벗어나기에 앞서 설명의무 대상이 되는 사항을 요약하여 보여주는 웹페이지 등을 두어야 한다.

17) 금융소비자보호법 제19조, 제47조, 제57조 제1항 제1호, 제69조 제1항 제2호 및 제6호.

점철될 수 있다.

오늘날의 금융플랫폼은 더 이상 대면 영업을 주된 업무로 취급하지 아니한다. 4차 산업혁명의 원유라 일컫는 데이터로 무장한 금융플랫폼은, 이용자와 면식이 전혀 없어도 가장 유리한 조건의 금리 등을 비교하여 보여주거나, 혹은 더 나아가 당해 이용자의 금융생활 패턴에 맞추어 가장 혜택이 큰 카드·보험상품을 개인맞춤형으로 추천해 주고 있다. 금융소비자는 언제든지 금융플랫폼이 제공하는 웹·앱서비스의 접속을 끊음으로써 그 과정에서 벗어날 수 있다는 점에서 소비자의 자유로운 의사결정이 억압될 소지는 적어졌다. 불완전판매 측면에서 보아도 기존에는 대면 영업 현장에서 암암리에 무슨 일이 벌어지는지를 제대로 감시·통제하기가 어려웠던 반면, 온라인·비대면 영업의 경우 소비자에게 제공된 광고·설명 문구 등 유인 수단이 대부분 웹·앱에 드러나 있거나 서버에 남아있다는 점에서 사전·사후관리가 더 쉬워졌다.

이처럼 금융 분야의 사업환경이 급격하게 변화하면서 종전에 권유행위의 규제를 금융플랫폼 서비스에서도 그대로 적용할 수 있는 것인지에 관한 합리적인 의심이 들기 시작하였다. 대면 영업의 경우 소비자가 수동적 지위에 머물렀기에 '단순히 소개만 해주면 광고, 적극적인 권유가 들어오면 중개'라는 식으로 구분이 비교적 쉬웠던 반면, 소비자의 성향에 맞추어 금융플랫폼이 제공하는 맞춤형 광고의 경우 실제 상황에서 유인행위의 강약을 판단하는 것 자체가 대단히 어려워져 종전처럼 직관적으로 광고와 권유를 구분하기 어렵게 된 것이다.[18]

이 글은 전통적인 광고와 권유의 구분기준이 왜 오늘날의 금융플랫폼에게 적용되기 어려워졌는지를 사례를 통해 고찰하고, 최근에 금융당국이 제시한 양자의 구분기준에 관한 법리를 데이터 시대에 더욱 잘 어울리도록 개선하는 것을 연구의 목적으로 한다. 결론을 미리 말하면, 금융플랫폼의 개인맞춤형 광고가 기존의 중개인·모집인 등이 하던 중개행위를 자동화한 수준에 이르렀을 때 비로소 이를 권유행위로 취급하여야 할 것인바, 그 판단의 기준으로서 고객정보를 얼마나 어떻게 활용하는지를 고려하는 방안을 제안하려고 한다.

본격적인 논의에 앞서 '권유' 용어의 선택에 관하여 정리해두고자 한다. 금융상품판매대리·중개업자의 지위에 대응되는 자가 하는 행위는, 계약체결을 목적으로 금융상품의 정보를 제공하면서 계약체결을 촉구하는'권유', 계약이 체결될 수 있도록 힘쓰는 일체의 사실행위로서의 '중개', 그리고 금융상품직접판매업자를 위해 소비자로부터 청약의사를 수령하거나 소비자에게 승낙의사를 표시하는 법률행위로서의 '대리' 등이 있다. 이 중 상품의 내용을 알리는 행위인 '광고'와 직접적으로 대응되는 것으로는 '권유'가 가장 가까워 보이므로, 이하에서는 인용한 선례에 기재된 중개·모집 등의 문구를 그대로 가져오는 경우를 제외하고는 '권유' 용어를 사용하고자 한다.

---

18) 안수현, 앞의 논문, 242면.

Ⅰ. 전통적 광고·권유 구분기준의 검토

1. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 관련 사례

주식이나 각종 파생상품 등 위험자산을 다루어온 자본시장 분야는 불완전판매나 영향력 행사에 의한 폐해가 나타나기 쉬웠으므로 적합성원칙 및 설명의무 준수에 관한 요청이 강하였다. 이 분야에서는 자본시장법 제정 전 증권거래법과 이에 근거한 구 증권업감독규정 시절부터 증권회사로 하여금 일반고객에게 투자권유를 개시하기 전에 고객의 재무·소득상황, 투자목적, 위험에 대한 태도, 투자경험, 투자권유에 대한 의존도 등을 면담 등을 통하여 파악하고 일부 고위험상품을 권유하지 못하도록 하였다.[19] 이후 제정된 자본시장법 또한 금융투자업자로 하여금 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 그 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 금지하고 있었다.[20] 이 조항은 분야별 적합성원칙이 일반법인 금융소비자보호법 제17조[21]로 통합된 현재는 삭제되어 있다.

자본시장법상 '투자권유'[22]란 특정 투자자를 상대로 금융투자상품의 매매 등 계약의 체결을 권유하는 행위이다.[23] 여기서 눈여겨보아야 할 것은 '특정 투자자'라는 요건이다. 이와 관련한 사례로, 허위의 정보로 주식투자를 권유한 유사투자자문업자에게 손해배상을 명한 판결이 있었다. 인터넷 증권방송 진행자인 피고는 자신의 증권방송 회원들을 상대로 코스닥 상장법인인 주식회사 ◇◇전자에게 대형 호재가 있다면서 주식 매수를 적극적으로 추천하였는데, 그 근거로 제시한 호재들이 근거가 전혀 없는 헛소문에 불과했다. 원고는 피고의 추천으로 그 주식을 매수했던 회원 중 한 사람으로, 결국 ◇◇전자가 상장폐지되자 피고를 상대로 손해배상을 청구하면서 적합성원칙 위반 등을 청구원인으로 주장하였다. 대법원은 자본시장법상 적합성원칙

---

19) 구 증권업감독규정 제4-15조. 이는 2008. 8. 4. 금융위원회고시 제2008-25호로 금융투자업규정이 제정되면서 폐지되었다.

20) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(2020. 3. 24. 법률 제17112호로 개정되기 전의 것, 이하 '자본시장법') 제46조.

21) 금융소비자보호법 제17가 정하는 적합성원칙은 일반금융소비자에게만 적용되고 전문금융소비자에게는 적용되지 아니하므로, 금융상품판매업자등은 금융상품계약체결등을 하거나 자문업무를 하는 경우에는 상대방인 금융소비자가 일반 금융소비자인지 전문금융소비자인지를 확인해야 한다[임재연, 「자본시장법」(2021년판), 박영사, 2021, 405면].

22) 참고로 자본시장법에는 금융상품에 대한 '투자권유'와 별도로 증권신고 대상 등이 되는 '청약의 권유'라는 행위를 규정하고 있는데, 이는 "권유받는 자에게 증권을 취득하도록 하기 위하여 신문·방송·잡지 등을 통한 광고, 안내문·홍보전단 등 인쇄물의 배포, 투자설명회의 개최, 전자통신 등의 방법으로 증권 취득청약의 권유 또는 증권 매도청약이나 매수청약의 권유 등 증권을 발행 또는 매도한다는 사실을 알리거나 취득의 절차를 안내하는 활동"으로 정의된다(자본시장법 시행령 제2조 제2호). 즉 '청약의 권유'는 본고에서 검토하는 '광고' 및 '권유'를 포괄하는 것으로 정의된 용어로서, 이 맥락에서는 양자를 구분할 실익이 없으므로 본고에서는 따로 검토하지 않는다.

23) 자본시장법 제9조 제4항.

을 비롯한 투자자보호의무 관련 규정은 특정 투자자를 상대로 자문하는 투자자문업자에게만 적용되는 것이고 증권방송 시청자처럼 불특정 다수인을 대상으로 자문을 하는 피고와 같은 유사투자자문업자에게는 적용되지 않는다고 판시하면서, 자본시장법이 아닌 민법 제750조를 근거로 피고에게 일부 손해배상을 명하였다.[24] 이는 투자권유에 관한 규제가 적용되기 위해서는 '상대방의 특정성'이 요구된다는 의미로서, 상대방이 불특정한 광고의 경우 투자권유에 해당하지 않는다는 법리로 연결될 수 있다.[25]

이에 더하여 투자권유와 관련하여 '영향력 행사 가능성' (권유하는 자가 금융상품 내용 외적인 영향력을 소비자에게 미치는 것을 일컫는다, 이하에서도 같다) 요건 또한 요구된다. 이와 관련하여 살펴보고자 하는 사례는, 증권사 직원이 자신을 신뢰하는 고객에게 다른 금융투자업자가 취급하는 상품을 소개하고 설명한 행위이다. 피고 ○○증권의 직원은 통장정리를 하러 온 고령의 원고에게 □□투자자문 주식회사가 운용하는 투자일임계약을 소개했는데, 그 제안서에는 KOSPI200 주가지수 옵션에 주로 투자하여 주가변동과 상관없이 수익을 내는 절대수익 추구상품이라는 취지로 기재되어 있었다.[26] 원고가 가입의사를 밝히자 위 직원은 원고의 사무실에 방문하여 ○○증권을 거래증권회사로 하여 위 투자일임계약에 가입하기로 하는 내용의 계좌개설신청서를 작성했다. 그러한 위 직원의 행위가 '단순 소개'인지 혹은 더 나아가 '권유'인지가 쟁점이 되었는데, 법원은 고객이 소개·설명을 해준 당해 금융투자업자에 대한 신뢰를 바탕으로 다른 금융투자업자와 계약체결에 나아가거나 투자 여부 결정에 있어서 그 권유와 설명을 중요한 판단요소로 삼았다면 당해 금융투자업자는 '투자권유'를 하였다고 평가할 수 있어 적법성원칙 준수 및 설명의무를 부담한다는 법리를 설시하면서, ○○증권에게 손해배상을 명했다.[27] 위 사례의 경우 원고가 주식거래 또는 펀드가입 경험이 있었을 뿐 고령으로서 안정적인 수익을 추구하는 성향이었는데, 주로 거래하던 ○○증권 직원의 적극적인 권유와 원고가 그 직원에 대해 기존에 가졌던 신뢰의 존재 등이 아니었다면 현저히 변동성이 높은 주가지수 옵션에 투자하는 금융상품에 가입하지 않았으리라는 사정 등이 권유로 판단된 주된 근거로 보인다. 이러한 ○○증권의 영향력에 방점을 둔 관점이 판결요지 중 '신뢰를 바탕으로' 및 '중요한 판단요소로 삼았다면'이라는 표현에서 드러나며, 이와 달리 만약 대법원이 위 증권사 직원이 계좌개설신청서 작성절차 등 사실행위에 개입한 측면에 더 주안점을 두었더라면 위 표현을 굳이 쓰지 않았을 것으로 보인다. '영향력 행사 가능성' 요건에 관하여 대법원이 판시한 법리는 다른 사건에서도 다시 확인할 수 있다. 대학교 장학재단의 기금운용자문위원으로 활동하던 피고인(자산운용사 대표이사)은 장학재단의 기금관리 회의에서 E 저축은행을 가리켜'부도위험

24) 대법원 2015. 6. 24 선고 2013다13849 판결.
25) 집필대표 정순섭, 「온주 자본시장법」, "제9조 제4항 투자권유", 2019(집필위원 최문희).
26) 실제로는 원금손실 또는 원금을 초과하는 손실 발생의 위험이 있는 상품이었다.
27) 대법원 2015. 1. 29. 선고 2013다217498 판결.

이 없는 우량저축은행'이라는 단정적인 표현을 사용하며 그 발행의 우선주 투자를 권유함으로써 투자가 이루어지도록 하였다. 그러나 이후 E 저축은행이 파산함으로 인해 장학재단이 거액의 손실을 입게 되었다. 피고인은 부당 투자권유행위[28]로 기소되었는데, 재판과정에서 자신의 행위가 단순히 금융상품을 안내한 것일 뿐이므로 투자권유에 해당하지 않는다는 취지로 변론하였다. 하급심 법원은 피고인이 단순히 상품을 소개하는 데 그치지 않고 기금관리 회의에서 자문위원의 자격으로 위 투자상품에 관한 구체적 내용이 담긴 투자 리포트를 제시하면서 여기에 투자할 것을 적극 제안한 점 등에 비추어 투자권유에 해당한다고 판단하였고,[29] 대법원은 앞서 본 ○○증권 판결 법리를 인용하며 원심의 판단을 확정하였다.[30] 위 사례는 법원이 피고인이 장학재단의 자문위원으로서 기존 신뢰를 갖고 있었고 피고인의 설명을 장학재단이 중요한 판단요소로 삼았기 때문에 권유로 판단한 것으로 이해할 수 있다.

'상대방의 특정성' 및 '영향력 행사 가능성' 요건은 모든 사안에서 절대적으로 요구되는 것일까, 혹은 다른 예외적인 사정이 있으면(가령 설명의무에 대한 요청이 매우 큰 사안에서는) 다소 완화될 여지도 있는 것일까. 이와 관련하여, 금융투자업자가 공모주 청약일 당일에 투자자들을 대상으로 공모주식 총수, 확정된 발행가액, 청약일시, 환불 및 납입일 등을 홈페이지 팝업 등을 통해 안내 또는 광고한 사안이 있었다. 금융위는 권유에 해당하지 않는 광고를 통해서는 청약일정 등을 단순히 안내하는 것까지만 허용되고 발행가액 정보 등 투자판단에 필요한 중요사항은 반드시 투자설명서 등을 통하여 전달하여야 한다는 전제에서, 위와 같이 공모주 발행가액을 단순 광고하는 것을 허용할 경우 투자자가 여기에만 의존하여 청약참여 여부를 결정할 소지가 있어 설명의무 등에 반할 우려가 있다는 이유로, 이는 광고가 아니라 청약의 권유에 해당한다고 유권해석했다.[31] 공모주 청약이라는 특수한 상황에서 이를 권유로 판단하여야만 설명의무 등의 절차를 관철할 수 있다는 배경에서 나온 유권해석으로 보인다. 논리적으로는 '설명의무 필요성이 강하니 권유'라고 단정하기보다는, '상대방의 특정성' 및 '영향력 행사 가능성' 요건이 구비되지 않았으므로 권유가 아니라 광고에 해당한다고 보되, 공모주 청약에 관한 광고에 발행가액을 기재하는 경우에는 다른 중요 사항을 함께 기재하도록 의무화하는 특칙을 하위 행정규칙에 둠으로써 투자자 오인 여지를 막는 방안이 자연스럽다고 생각한다.

2. 보험업법 관련 사례

보험분야는 이른바 다단계판매식 영향력 행사 및 불완전판매에 의한 피해 사례가 빈번하였

28) 불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위를 말한다.
29) 서울고등법원 2014. 10. 24. 선고 2014노73 판결.
30) 대법원 2017. 12. 5. 선고 2014도14924 판결.
31) 금융투자협회, "투자광고심사 매뉴얼 및 사례집", 2021, 17면.

다. 보험업법은 보험계약의 체결을 중개하거나 대리하는 '모집' 행위는 자격 있는 자[32]만 할 수 있도록 하고, 모집 시 적합성원칙 및 설명의무를 준수하고 보험안내자료에 법적사항을 기재하도록 하는 등 각종 준수사항을 규정하고 있다.[33]

보험 모집과 광고의 구분기준이 다투어진 유명한 행정소송 사례가 있다.[34] 보험대리점인 원고 회사는 자사의 모집사용인을 △△중앙회 및 다수의 지역금고 사업장에 입점(shop in shop) 시켜 자동차보험상품 광고 등을 하도록 하고, 각 △△금고의 창구직원이 방문 고객에게 적극적으로 위 보험상품을 홍보하여 가입희망의사를 나타내는 고객에게 일부 서류[피보험자·차량사항, 개인(신용)정보 처리 동의서]를 작성하도록 한 후 이를 원고 회사에 송부하도록 함으로써, 해당 고객에게 원고 회사 소속 보험설계사가 별도로 연락하여 계약상담을 하고 보험계약을 체결하는 방법으로 영업하였다. 이렇게 체결된 보험계약 건수를 실적 기준으로 하여 원고 회사는 2007. 8. 26.부터 2013. 2. 26.까지 985개의 지역금고에게 광고홍보비와 입점비용 명목으로 합계 15억 4,600만 원을 지급했는데, 이는 원고 회사 수입수수료의 약 60%에 달하였다. 이에 금융위는 원고 회사가 무자격자인 △△금고로 하여금 보험모집을 하도록 하고 보험모집에 관한 수수료를 지급했다는 이유로 원고 회사에게 보험대리점 등록을 취소하고 담당 임원의 해임을 권고하는 행정처분을 부과했다.

행정소송을 제기한 원고 회사는 △△금고 측으로부터 피보험자·차량사항 등 서류를 받은 후 구체적인 보험가입 권유, 상품 설명, 보험계약체결 등의 모집행위를 모두 원고 회사 소속 보험설계사가 시행했을 뿐, △△금고가 해준 광고 및 사실행위는 보험계약의 종국적인 체결에 직접 관여한 것이 아니어서 '모집행위'에 해당하지 않는다고 주장하였다. 위 사건은 △△금고 창구를 방문한 고객들에게 청약의 권유가 이루어져 '상대방의 특정성' 요건은 당연히 충족하였으므로, '영향력 행사 가능성' 여부가 주된 쟁점이었다.

서울행정법원은 원고의 청구를 기각하고 금융위의 처분이 적법하다고 판결하였다. 법원은 어떠한 행위가 모집행위에 해당하는지는 거래당사자의 보호에 목적을 둔 입법 취지에 비추어 보험계약의 중개 또는 대리하는 자의 행위를 객관적으로 보아 사회통념상 거래의 알선·중개를 위한 행위라고 인정되는지에 의하여 결정하여야 한다는 일반론[35]을 인용하면서, 보험계약의 권유행위란 보험계약의 체결을 목적으로 고객에게 보험상품에 대한 정보를 제공하거나 보험

32) 가령, 보험설계사, 보험대리점, 보험중개사, 보험회사의 임직원 등을 들 수 있다.

33) 보험업법 제83조 제1항, 제95조, 제95조의2. 적합성원칙은 구 보험업법(2020. 3. 24. 법률 제17112호로 개정되기 전의 것) 제95조의3에서 규정되어 있었는데 이 조항은 금융소비자보호법 제17조로 통합되었다.

34) 서울행정법원 2015. 5. 28 선고 2013구합62367 판결(확정).

35) 대법원 1997. 7. 23. 선고 98도1914 판결. 참고로 여기서 인용된 대법원 판결은 사업자가 상가 분양을 위탁받으며 미분양 상가를 인수하는 조건으로 분양대금의 2%를 수임료로 지급받은 행위가 부동산중개업법 위반(법정수수료율을 초과하는 수수료 취득)으로 기소된 사안에서 이는 '중개'가 아니라 '분양대행'(어느 정도의 위험부담과 함께 이득을 취할 수 있는 영업행위)에 해당한다는 이유로 무죄가 선고된 사안에 관한 것이다. 즉, 위 대법원 판결은 '중개'와 '광고'의 구분기준을 제시한 것은 아니고, '중개'의 일반적인 의미를 구체화한 것에 해당한다.

가입을 촉구하는 행위를 말한다는 법리를 판시하였다. 그러면서 본건의 경우 ① △△금고가 적극적으로 보험상품을 권유하면서 일부 서류를 고객으로부터 제출받는 등 보험계약 체결과정에 관여한 것으로 평가되는 점, ② 보험계약자의 입장에서 보면, △△금고 사업장에 원고의 모집사용인이 입점해 있고 관련 서류 양식에 △△금고라고 기재되어 있어 △△금고가 원고 회사와 동등하게 모집에 관한 권한과 책임을 갖는 것으로 오인할 여지가 있는 점 등을 근거로, △△금고의 행위가 보험모집에 해당한다고 판단하였다. 위 ①의 경우 보험모집인이 다른 장소(예: 길거리, 텔레마케팅)에서 영업을 하는 보험상품보다 △△금고 창구에서 추천하는 보험상품에 사회통념상 더 신뢰를 가지게 된다는 점에서 이는 앞서 본 '영향력 행사 가능성' 요건에 대응된다. ②와 같이 청약을 권유하는 주체가 원고 회사인지 △△금고인지 외견상 혼재되어 있었다는 사정 또한 그 △△금고 고객들에게 신뢰를 주어 해당 보험상품의 선택에 영향을 주었다는 점에서 마찬가지로 '영향력 행사 가능성' 요건에 대응될 수 있다.

원고 회사는 △△금고가 모집행위의 구성요소인 구체적인 보험상품의 설명 및 그 설계를 담당하지 않았으므로 모집에 해당하지 않는다고 주장하였다. 법원은 권유행위 등 모집의 다른 구성요소를 갖춘 이상 이를 모집행위가 아니라고 볼 수 없고, 특히 상품에 관한 설명을 하지 않았다는 이유만으로 모집행위가 아니라고 한다면 고지 및 설명의무를 위반한 모집이 모두 모집행위에서 제외되는 불합리한 결과가 발생한다면서 원고의 주장을 배척했다. 이 부분은 당해 사안에서 불완전판매 규제가 적용될 필요가 있다는 목적론적 관점이 반영된 것으로 보이고,[36] 법원은 광고냐 권유냐의 판단은 어디까지나 '다른 구성요소'(앞서 본 '영향력 행사 가능성')를 기준으로 구분해야 한다고 판시한 부분에 초점을 맞추어 이해할 필요가 있다.

위 사례에서는 원고 회사가 △△금고에게 보험계약 체결건수 실적을 기준으로 대가를 지급한 부분을 가리켜 보험모집에 관한 수수료에 해당한다고 보았다. 다만, 일반적으로는 계약체결 실적에 비례하여 대가를 지급한다는 사실 자체가 모집(권유)의 주된 요건은 아니다. 금융위는 보험회사가 제휴사의 홍보를 통해 유입된 마케팅동의서를 아웃바운드 TM 영업에 활용하고 이에 대한 광고홍보비를 보험계약 체결 실적에 비례하여 광고비를 집행한다는 사정만 가지고는 원칙적으로 모집에 해당한다고 볼 수 없다고 해석하기도 하였다.[37]

---

36) 이에 대해서는, 보험상품에 대한 설명행위를 수행하지 않더라도 모집행위의 요소가 있으면 모집에 해당할 수 있으나, 여기에 이르지 않는 단순 소개행위만 있어 광고에 해당한다면 모집에 대한 규제가 적용될 것은 아니며, 다만 당시 보험상품 광고에 관하여 별도의 입법이 없어서 보험모집 규제를 끌어올 수밖에 없었던 배경이 있었다는 견해가 있다[고은희, "보험모집과 보험광고의 의미에 관한 검토 - 서울행정법원 2015. 5. 28. 선고 2013구합62367 판결 분석을 중심으로", 「보험법연구」 제11권 제2호, 한국보험법학회(2017), 162면].

37) 금융위, "마케팅 제휴계약에 따른 광고 홍보비 정산 방식에 대한 법령해석 의뢰", 2019. 9. 27.자 법령해석.

3. 여신전문금융업법 관련 사례

신용카드업의 경우 앞서 본 자본시장법이나 보험업법 분야와 비교하여 신용카드 상품 구조가 그리 복잡하지 아니하여 불완전판매 금지보다는 영향력 행사 가능성을 견제하려는 요청이 더 강한 분야라고 할 수 있다. 광고·중개의 구분보다는 신용카드 모집인의 자격요건 또는 모집 질서 위반행위에 관한 규제가 더 주류를 이루어 왔다. 신용카드 분야에서도 계약체결 실적에 비례하여 대가를 지급한다는 사정 자체가 모집 해당 여부의 주된 판단기준이 아니라는 유권해석이 확인된다. 예컨대 금융위는 신용카드 회사가 제휴사의 인터넷 홈페이지에 카드상품 광고를 의뢰하고 그 카드발급 실적에 따라 수수료를 지급하더라도 별도의 권유행위가 없다면 이는 '모집'이 아니라 '광고'에 해당한다고 판단하기도 하였다.[38]

4. 대출중개 관련 사례

대출 분야의 경우 대부업 등의 등록 및 금융이용자 보호에 관한 법률 제3조에서 대부중개업자의 등록 제도를 규정한 한편, 일반적인 은행·저축은행 등을 위한 대출중개업의 경우 금융업협회에서 2010. 4. 마련한 '대출모집인 제도 모범규준'이라는 자율통제를 통해 따로 규율하고 있었다. 대부업법에 따라 금융위원회에 등록된 대부업자 및 대부중개업자의 경우 금융업협회에서 대출모집인으로 등록하지 못하도록 되어있어 두 제도는 서로 분리 운영되고 있었다.

대부업 분야 사례 가운데, 대출수요자와 대부업자를 연결해주는 역경매 방식 웹사이트가 광고·중개 중 어느 것에 해당하는 지가 문제 된 사례가 있다. 대출수요자가 이 웹사이트에 자신의 신상정보를 올리면, 제휴된 대부업자들이 각자 자사가 취급하는 대출상품, 금리, 한도, 상환조건 등에 관한 정보를 제공하고, 제시된 것 중 가장 유리한 조건을 대출수요자가 골라서 대출상담을 신청하는 방식이었는데, 이 웹사이트는 성사된 중개건수와 무관하게 정액의 광고 수수료를 대부업자로부터 수취하고 있었다. 이에 대해 금융위는 광고 수수료가 비록 개별 대부건과 직접 결부되어 지급되지는 않으나 사실상 대부 알선의 대가로서 지급되어 관련성 및 대가성 요건이 인정된다는 이유로, 이것이 광고가 아니라 중개에 해당한다고 판단하였다.[39]

위 사례의 경우 소비자에게 대부업권 대출을 쓸 의향이 이미 있었으므로 소비 의향을 불러일으킨다는 광고의 속성이 옅었고 대출수요자와 대부업자 간 연결이 그 서비스의 본질이 되었다는 점에서 중개로 판단되는데 특별한 의문이 없다. 그리고 이 정도로 대부업자의 청약의 유인 및 대출수요자의 청약 과정에 깊이 관여한 경우에는, 실적 비례로 수익을 분배하지 않고 정액의 대가를 수취하더라도 중개에 해당하는 점을 피하기 어렵다는 시사점을 얻을 수 있다.

---

38) 금융위, "온라인 배너광고의 카드 발급건수에 따른 광고비 지급 가능여부", 2018. 1. 18.자 법령해석.
39) 금융위, "중개수수료 해석요청", 2017. 11. 6.자 법령해석.

5. 소결 - 분야별 권유 규제의 공통사항

광고와 권유를 규제하는 근본적인 목적은 소비자의 합리적인 의사결정이 왜곡되지 않도록 하는 것이다. "이 금융상품의 내용이 이렇게 불리한지(또는 위험한지) 미리 알았다면 과연 이 상품을 선택했겠느냐"와 "청약의 유인을 받을 당시 인위적으로 조성된 상황으로 인해 거부하지 못한 것 아니냐"등의 문제인 것이다. 광고 규제는 전자에 초점을 맞추어 전달되는 정보 자체의 허위·과장성을 규율하는 반면, 권유 규제는 후자까지 포괄하여 소비자의 상황에 얽매이지 않는 선택권을 보장하여야 하므로 더 강한 법적 규율이 가해진다.

광고가 다수인을 상대로 일방향으로 메시지를 배포(broadcasting)하는 것이라면, 권유는 특정인을 상대로 대화(communication)를 통해 청약을 유인하는 것이므로, 소비자로서는 오로지 자신을 향해서 들어오는 후자의 메시지에 더 설득되기 쉽다. 이것이 바로 앞서 본 권유의 요건 중 '상대방의 특정성'에 대응되는 개념이다.

앞서 사례에서 본 것처럼 권유하는 자가 ○○증권·△△금고처럼 기성 금융기관이거나 기존 거래관계로 인해 이미 고객의 신뢰를 얻고 있는 상황이면, 소비자가 설득될 가능성은 더욱 커진다. 상황에 따라서는 지인·친지가 영업을 하면 설득이 되지 않더라도 그 인적관계 때문에 마지못해 그 금융상품을 선택하는 경우도 있다. 이것이 바로 앞서 본 '영향력 행사 가능성' 요건에 대응되는바, 이것을 견제하기 위해 기존 법리는 분야별로 권유를 할 수 자의 자격요건(예: 등록)을 두거나 함부로 권유를 하지 못하도록 적합성원칙·설명의무 등을 규정하고 있었다.

이상에서 본 '상대방의 특정성' 및 '영향력 행사 가능성'이라는 기준을, 오늘날과 같은 데이터 시대의 금융플랫폼에게 어떻게 적용하여야 광고·권유를 합리적으로 구분하여 상황에 걸맞은 규율을 할 것인지에 관하여 절을 바꿔 논하기로 한다.

Ⅲ. 금융플랫폼에서의 광고·권유 구분기준

1. 문제의 소재

가. 데이터 시대에서 한계를 맞은 전통적 구분기준

앞서 '권유'의 주된 구분기준으로 '상대방의 특정성'과 '영향력 행사 가능성' 요건에 관하여 살펴보았다. 그런데 이 글에서 다루는 금융플랫폼의 맞춤형 광고의 경우 특정 개인 한 명을 타겟팅하면 쌍방향 통신이 없이 일방적으로 정보 전달만 하더라도 '상대방의 특정성' 요건을 항상 구비하게 된다. '영향력 행사 가능성' 요건의 경우 고객이 언제든지 웹·앱 접속을 종료함으

로써 그 절차에서 벗어날 수 있다는 점에서 종전의 대면 영업과 본질적인 차이가 있다. 앞서 본 ○○증권 사건, △△금고 사건 등은 모두 ① 직원과 고객 간 상담을 통해서 권유가 이루어졌고, ② 직원과 고객 간 어느 정도의 신뢰가 있었으며,[40] ③ 그 직원은 특정 하나의 금융상품을 권유하여 소비자의 선택을 이끌어낸 것일 뿐 경쟁관계에 있는 여러 금융상품을 제시한 것은 아니었다.

금융플랫폼의 맞춤광고는 기존의 사례와 상당한 차이가 있다. ① 개인 타겟팅 맞춤광고의 경우 '상대방이 한 명으로 특정되어 있다'라는 상태에 주목하여 '상대방의 특정성' 요건을 따진다면 그 요건을 충족하였다고 볼 수 있으나, 고객의 관점에서 보면 금융회사의 직원이나 중개인과 대화로써 소통하며 금융상품 추천을 받는 것과 웹·앱에서 금융상품 추천이 스쳐 지나가는 것 사이에는 분명한 차이가 있다. ② 대면 관계에서는 상대방과의 친분 또는 공유하는 경험 등으로 인하여 신뢰가 존재할 수 있고 그러한 정성적 요소가 소비자의 의사결정에 영향을 미칠 여지가 있으나, 금융플랫폼이 제공하는 비대면 서비스는 상품조건 등이 대부분 계량화되어 있어 그 외 정성적 요소가 개입할 여지가 적다. 금융플랫폼이 추천한 금융상품이 소비자에게 신뢰를 얻는다면, 이는 '특정 플랫폼이 추천해서 왠지 모르게 믿음이 간다'라는 이유보다는 '당해 상품의 조건이 객관적으로 유리해서 좋다'는 이유가 대체로 더 클 것이다. ③ 앞서 본 ○○증권 사건 및 △△금고 사건에서는 소비자로 하여금 특정 하나의 금융상품을 선택하도록 하는데 권유자의 영향력이 미친 반면, 금융플랫폼은 여러 금융상품의 조건(가령 금리, 보험료 등)을 비교해주어 소비자의 선택권을 넓힌다는 점에서 오히려 '영향력 행사 가능성' 요건과 반대의 지향점을 가진다고 볼 수 있다.

나. 검토의 방향

금융플랫폼의 개인맞춤형 광고가 단순히 광고에 그치는지 혹은 권유에 이르는지에 관한 구분기준은 금융플랫폼의 비즈니스 모델을 바꿔놓을 정도로 파급력이 크다. 이 문제를 본격적으로 다루기에 앞서, 매스 미디어 규제에서 데이터 규제로의 패러다임 전환에 대해 개괄할 필요가 있다.

1차 산업혁명 시기 증기기관을 비롯한 생산설비의 자동화로 인해 잉여 산출물이 생기자 이것을 외부 시장에 내다 팔기 위한 방편으로 열강들은 식민지 쟁탈에 열을 올렸으나 이 시대는 세계대전의 종전과 함께 막을 내렸다. 강제적인 교역을 대체하는 새로운 판매 수단은 때마침 발달한 방송·통신 기술에 힘입어 매스 미디어에 의한 광고의 몫이 되었다. 이때 허위·과장이

40) ○○증권 사건의 경우 고객과의 기존 거래관계로 인해 신뢰가 있었으며, △△금고 사건의 경우 당해 고객과 기존 거래관계가 없었다 하더라도 길거리나 텔레마케팅 모집인이 영업하는 보험보다는 △△금고 창구에서 추천하는 보험이 상대적으로 더 설득 능력이 있었다.

들어간 광고가 방송을 통해 송출되면 다수의 소비자가 동시에 이를 시청함으로 인한 파급력은 매우 큰 데 비해 방송의 일방향적 속성으로 인해 내용의 즉각적인 검증이 어려워 회복하기 어려운 피해가 발생할 우려가 생기므로 광고 규제에 관한 법리가 발달하게 되었다. 허위 또는 오인유발적 표시의 경우 실제 소비자 기만이 발생했는지를 따지지 않고 곧바로 위법성을 인정하는 법리 또한 매스미디어의 파급력을 견제하는 장치 중 하나이다. 광고가 제품·서비스를 알리는 수단이라면 권유는 실제 소비자를 계약체결 단계로 유인하는 수단이었다. 전자는 일방향 전송, 후자는 사람 간 상호작용이라는 측면에서 구분되었고 각 채널의 성격에 맞는 규제가 정비되었다. 예컨대 기업이 자본력을 앞세워 대규모의 다단계 판매조직을 구축하면 이에 따른 부작용을 줄이기 위해 영업인력의 자격요건을 강화하거나 설명의무 등 소비자보호 절차를 의무화하는 식이었다. 그러다가 IT 인프라가 생활 깊숙이 들어오고, 특히 스마트폰이 보편화되면서 소비자 개개인의 행태 데이터가 축적됨에 따라 그 방대한 데이터를 기반으로 한 맞춤형 소비 시대가 열리게 되었다.[41] 소비자들이 과거 TV 광고를 보거나 주변 영업직원의 권유를 받아 주로 구매를 해왔다면, 인터넷 시대에서 최저가 등 비교 검색을 하는 단계를 거쳐 오늘날 모바일 시대에 이르러서는 본인의 성향 및 구매 데이터를 기초로 맞춤형 추천되는 상품을 우선적으로 접하게 되었다. 금융 분야도 예외가 아니어서 과거에는 광고나 영업직원의 권유를 통해 거래할 금융기관을 골랐다면, 지금은 최저금리 등을 비교검색하거나 마이데이터 사업자가 본인의 금융거래내역을 기반으로 추천한 금융상품을 선택하는 비중이 늘어나고 있다. 기업들은 과거 TV 광고에 지출해왔던 마케팅 비용 및 외부 모집인에게 지급해 왔던 실적수당을 이제는 데이터로 무장한 금융플랫폼에게 쓰게 되었다. 기존의 규제는 여전히 유효하지만, 이에 더하여 소비자 개인 데이터를 수집·활용하는 과정에서의 적법성·투명성·공정성도 화두가 되었다. 이것이 현행 개인정보 보호법제의 출발점이다.

금융플랫폼이 개인 맞춤형 광고를 할 수 있는 것은 소비자의 개인정보 덕분이므로, 그 개인정보 활용이 당해 소비자에게 어느 정도로 개별적·구체적인 영향을 미치는지를 기준으로 삼아 광고 또는 권유 중 무엇에 관한 규제를 적용할지 선택하는 것이 합리적일 것이다. 이에 관한 본고의 구분기준을 제안하기에 앞서, 금융위·금감원이 금융소비자보호법 시행 후 어떠한 해석례를 개진해 오고 있는지를 먼저 살펴보기로 한다.

2. 현행 금융당국 해석례 검토 – 유튜브·페이스북 맞춤광고도 '권유'인가

금융소비자보호법 시행 후 금융위[42]·금감원에서 나온 자료를 보면, '권유'란 "특정 소비자로

41) 이시훈, "온라인 행태정보 분석에 기반한 맞춤형 광고의 규제 정책에 관한 연구", 「언론과 법」 제9권 제2호, 한국언론법학회(2010), 40면.

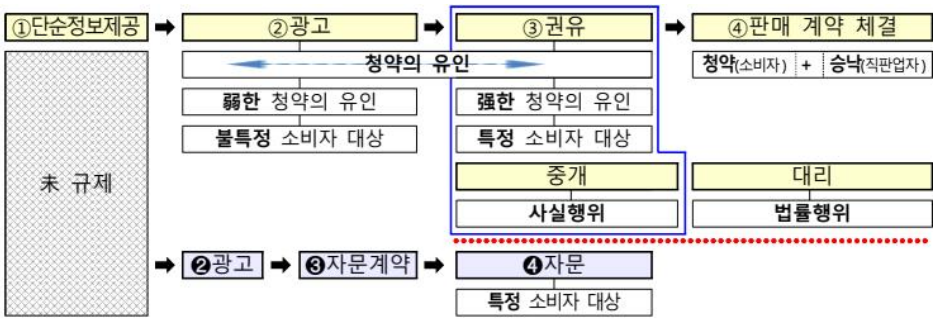
42) 금융위는 아래와 같이 세 차례에 걸쳐 금융소비자보호법 해석에 관한 문답자료를 배포한바 있다.

하여금 특정 금융상품에 대해 청약의사를 표시하도록 유인하는 행위를 의미"하고, 권유에 해당하는지는 "설명의 정도, 계약체결에 미치는 영향, 실무처리 관여도, 이익 발생 여부 등과 같은 계약체결에 관한 제반 사정을 종합하여 판단"한다는 일반론을 공통적으로 인용하고 있다.[43]

구체적으로 들어가면, '상대방의 특정성' 요건의 경우 '한 명의 상대방' 또는 '세분화된 소비자군' 중 무엇으로 해석하는지 혼동의 소지가 있다.

일단 ① 금감원 자료 중에는 "광고란 특정 소비자가 아닌 불특정 소비자에게 사업자나 상품 내용을 널리 알리거나 제시하는 행위, 중개는 금융상품직접판매업자와 금융소비자 간에 계약이 체결될 수 있도록 힘쓰는 일체의 행위"라는 일반론을 전제로,[44] '불특정 소비자 대상으로서 약한 청약의 유인'이면 광고, '특정 소비자 대상으로서 강한 청약의 유인'이면 권유, 이렇게 특정·불특정을 대비하여 개념 구분을 한 것이 있다.[45]

[그림[46]]



② 금융위 자료 또한 "신용카드 회원 전체에 전자메일로 새로운 금융상품을 안내"하는 등 "불특정다수를 대상으로 금융거래를 유인하기 위해 금융상품 관련 정보를 게시"하면 광고이고, "금융상품판매업자가 특정인 맞춤형으로 광고를 제공"하면 권유라고 예시한 것이 있다.[47] 여기서 '특정인'이란 (단체보험처럼 특수한 상황이 아니라면) 계약체결의 주체가 되는 한 명의 소비자라고 보아야 할 것이므로, 위 ① 및 ②에 따르면 상대방이 한 명인지 여부, 즉 1:1 맞춤

---

① 금융위, "금융소비자보호법 FAQ 답변(1차)", 2021. 2. 18.(이하 '1차 FAQ').
② 금융위, "금융소비자보호법 FAQ 답변(2차)", 2021. 3. 17.(이하 '2차 FAQ').
③ 금융위, "금융소비자보호법 FAQ 답변(3차)", 2021. 4. 26.(이하 '3차 FAQ').

43) 앞서 본 ○○증권 판결(대법원 2015. 1. 29. 선고 2013다217498 판결) 및 대학교 장학재단 판결(대법원 2017. 12. 5. 선고 2014도14924 판결)의 판시사항이다.
44) 금감원, "금융소비자가 반드시 알아야 할 금소법", 2021. 3.(이하 '소비자용 안내서'), 21면.
45) 금감원, "금융소비자 보호에 관한 법률 설명자료", 2021. 3.(이하 '금융회사용 안내서'), 9면.
46) 금감원, "금융소비자 보호에 관한 법률 설명자료", 2021. 3., 9면.
47) 금융위, 2차 FAQ, 2면.

타겟팅을 하는지가 광고와 권유를 가르는 주요 기준이 된다고 일견 이해된다.

③ 금융위는 "사실상 불특정 다수로 볼 수 있을 정도로 연령이나 특정 소득 계층을 기준으로 포괄 분류된 소비자군에 대해 동일한 정보를 알리는 행위는 광고에 해당되나, 다양한 정보의 조합을 통해 소비자군을 세분화하여 사실상 특정 소비자에 맞춤형으로 상품정보를 제공한다고 볼 수 있는 경우에는 권유로 판단"된다고 안내한 적이 있다.[48]

위 ③의 해석은 실무상 자주 인용되는 내용임에도 현장에서는 이것이 무슨 뜻인지 논란이 있을 수 있다. '다양한 정보의 조합을 통해 소비자군을 세분화'하여 사실상 '특정 소비자'에 맞춤형으로 정보를 제공하면 권유에 해당한다는 설명이 중의적이기 때문이다. i) 후자의 '특정 소비자' 부분에 방점을 맞추면 특정 한 명의 소비자에게 타겟팅을 해야만 권유에 해당한다는 뜻으로 읽힐 수 있다. 이것이 위 ① 및 ②와도 상통한다. ii) 이와 달리 전자의 '다양한 정보의 조합을 통해 소비자군을 세분화' 부분에 방점을 맞추면 한 명이 아니라 여러 명이 속한 소비자 집단을 타겟팅해도 권유에 해당한다고 볼 소지가 생긴다. 특히 그 앞부분에서 '연령이나 특정 소득 계층을 기준으로 포괄 분류된 소비자군에 대해 동일한 정보를 알리는 행위는 광고'라고 예시한 부분과 대비하여 볼 때 그러한 인구통계학적 분류보다 세분화된 기준으로 소비자군을 나누면 권유에 해당하게 된다는 뜻인지 의문이 자연스럽게 제기된다.

그러나 위의 ii)와 같이 권유의 범위를 넓히면 유튜브나 페이스북 등에서 언제든지 표시될 수 있는 맞춤형 광고가 자칫 '권유'에 포섭될 여지가 생기고 만다. 예컨대 구글[49]이나 페이스북[50] 등은 이용자가 인터넷에서 어떤 정보를 검색하며 어느 게시물을 읽고 '좋아요'를 누르는지를 비롯하여 소비자가 처한 상황과 맥락을 최대한 데이터화 해두었다가 이를 기반으로 이용자가 관심 가질 만한 컨텐츠를 잘 보이는 곳에 표시해주는데 여기에는 그야말로 초개인화

---

48) 금융위, 3차 FAQ, 4면.

49) 구글은 매번 이용자에게 검색결과를 보여줄 때마다 다음과 같은 요인을 실시간으로 연산하여 작동하는 '광고 입찰'을 통해 어느 광고를 상단에 노출할지를 결정한다.
- 입찰가: 광고주가 클릭 1회당 지불할 의사가 있는 최대 금액, 입찰가가 높다고 해서 이 광고가 무조건 노출되는 것은 아니다.
- 광고 품질: 광고에 연결된 웹사이트가 이를 조회하게 될 사용자에게 얼마나 관련성이 높고 유용할지에 관하여 구글이 자동으로 매긴 점수
- 이용자의 검색 문맥: 이용자가 입력한 검색어의 주제, 이용자의 위치정보, 기기 유형(모바일 또는 PC), 검색 시점 등 구글, 광고 게재순위 및 광고 순위에 대한 정보 <https://support.google.com/google-ads/answer/1722122>.

50) 페이스북(현 상호는 'Meta'이나 서비스명을 따서 '페이스북'으로 지칭한다)은 다음의 요인을 고려하는 '광고 입찰'을 운영하여 현재 접속한 각 이용자에게 어떤 광고를 노출할지를 실시간 연산한다.
- 입찰가: 광고주가 지불할 의사가 있는 금액
- 추산 행동률: 당해 이용자가 해당 광고에 대해 보일 반응을 페이스북이 예측한 지표, 가령 당해 이용자가 과거에 게임 관련 컨텐츠에 좋아요를 누른 적이 있고 의류 광고를 숨김처리한 적이 있었다면 그러한 행태정보가 추산 행동률 연산에 반영된다.
- 광고 품질: 광고 내용에 따른 점수, 예컨대 과장이 심하거나 선정적 표현이 광고문구에 포함된 경우 품질 점수가 낮아진다. 페이스북, About Ad Auctions <https://www.facebook.com/business/help/430291176997542>.

(Hyper Personalization)된 추천 알고리즘을 사용한다.[51] 만약 위의 ii)처럼 '다양한 정보의 조합을 통해 소비자군을 세분화'했다는 이유만으로 '권유'에 해당한다고 보게 되면, 유튜브나 페이스북에 금융상품을 소개하는 컨텐츠가 추천되면 이들을 금융소비자보호법상 금융상품판매대리·중개업자로 규율해야 하는 문제가 발생한다. 이러한 문제가 일반화된다면, 위 ii)의 해석은 현실적이지 못하다. i)의 해석에 따를 경우 위'소비자군을 세분화'한다는 것은 1:1 타겟팅 목적으로 소비자 개인정보를 쓴다는 의미로 선해하여야 할 것인데, 이에 대하여는 항을 달리하여 검토하기로 한다.

다음으로 '영향력 행사 가능성' 요건에 관하여, 금융위는 ④ '소비자가 계약 주체를 플랫폼으로 인지할 가능성이 있는지', ⑤ '자동차보험·신용대출처럼 금융상품의 구조가 단순하고 상품 간 차별화 정도가 낮아 판매망 의존도가 높은지' 등의 판단기준을 제시한 바 있고,[52] 아래 표와 같은 상황별 예시 또한 제시한 바 있다.

[표[53]]

구분요소	광고	중개(권유)
⑥ 청약서류 작성기능	○ 특정 금융상품 추천·설명이 없는 광고(예: 배너광고) 클릭 시 계약을 체결할 수 있도록 금융상품판매업자에 연결	○ 상품 추천·설명과 함께 금융상품판매업자와 계약을 체결할 수 있도록 지원 ○ 광고에 더하여 청약서류 작성·제출 기능을 지원
⑦ 추천의 대가		○ 금융상품판매업자로부터 특정 금융상품 추천에 대한 대가를 받는 경우

위 ④ 및 ⑥ 해석의 경우, 주요 계약서류 작성(특히 개인정보 입력)을 플랫폼이 제공하는 웹·앱상에서 한다면 소비자가 계약 주체를 플랫폼으로 오인하거나, 혹은 그렇지 않더라도 플

51) 추천 알고리즘의 경우 종전에는 개인정보를 기반으로 1:1 타게팅을 하였으나, 이 경우 발생하는 프라이버시 침해 소지를 줄이기 위해 이용자의 성향을 그룹화하여 N:1 타게팅을 하는 기술도 도입되고 있다. 예컨대 기존에는 이용자의 웹서핑 이력을 추적하기 위해 이용자의 PC에 제3자 쿠키(third party cookie)를 심는 방법을 활용해 왔으나, 구글은 제3자 쿠키의 대안으로 FLoC(Federated Learning of Cohorts)이라는 API를 제공하여 개인 이용자별 추척을 방지하겠다는 계획을 밝혔다. FLoC이란 1) 공통의 관심사를 공유하는 그룹(cohort, 코호트)을 형성하고, 2) 개인을 해당 그룹 안에 숨기며, 3) 이를 위해 개인의 브라우징 히스토리를 디바이스 내에서 머신러닝(연합학습)하여 정기적으로 코호트를 업데이트 하는 기술로 설명될 수 있다(이진규, "Google의 제3자 쿠키 대체 기술 FLoC에 대한 우려가 제기되는 배경", 「KISA REPORT 2021」 vol.3, 한국인터넷진흥원 (2021).

52) 금융위·금감원, "금융소비자보호법 적용대상 여부 판단 관련 온라인 금융플랫폼 서비스 사례 검토결과", 2021. 9. 7.자 보도자료 첨부자료.

53) 금융위, "금융소비자보호법 FAQ 답변(2차)", 2021. 3. 17., 2면 기반으로 정리하였다.

랫폼에 대한 신뢰가 금융상품에 대한 신뢰로 전이되어 의사결정에 영향을 받을 수 있다는 뜻으로 이해된다. 전자의 경우 소비자가 계약 주체를 플랫폼으로 잘못 인지할만한 특별한 사정이 있어야 할 것인데 이는 실태조사의 영역이므로 이 글에서는 검토하지 아니한다. 후자처럼 권유자의 영향력이 전이된다는 것은 마치 대면 영업 시 소비자가 계약서류를 은행 등의 창구에서 쓰는 것과 길거리에서 보험모집인을 만나 쓰는 것 사이에 현실적인 설득 능력 차이가 있는 것과 같다. 다만, 이로 인해 '영향력 행사 가능성' 요건이 구비되려면, 일단 소비자의 플랫폼에 대한 신뢰가 매우 커서 당해 금융상품에 대한 신뢰를 압도하는 이른바 '신뢰도 역전' 현상이 생겨야 할 것이다. 그러한 사례가 존재하는지 실증하는 것 또한 실태조사의 영역이기는 하나, 아직까지는 금융상품직접판매자(공급자)의 지위에 있는 기성 금융회사들의 신뢰도가 비교적 높았고 후발주자인 금융플랫폼은 이를 추격하는 입장이므로, 소비자가 플랫폼을 더 신뢰하는 상황이 얼마나 존재할지는 의문이다. 설령 그러한 신뢰도 역전 상황이 일부 존재하더라도, 전통적으로 중개를 광고보다 엄격하게 규제하는 이유는 소비자가 계약체결 여부 결정을 내리지 못할 때 그 의사를 강제하여 계약으로 끌어들이는 힘을 규제하기 위한 것인데 비대면 금융플랫폼에 그만한 힘이 없다는 점에서 이를 권유로 보기 어렵다는 의견도 유력하게 주장된 바 있다.[54]

위 ⑤ 해석의 경우 '금융상품의 차별화 정도가 낮고 판매망(플랫폼) 의존도가 높은지'를 '중개'의 판단기준으로 삼고 있다. 그러나 기존 공중파 방송국이나 오늘날의 인터넷 포털처럼 광고매체가 거래상 우월적 지위를 갖는 사례도 흔하므로, 광고주의 광고매체에 대한 의존도가 크다는 사정을 들어 그 법적 성격을 '중개'로 바꾸는 것은 재고의 여지가 있다.

마지막으로 위 ⑦은 앞서 본 전통적 유권해석 중 "광고 대가를 대상 금융상품 가입실적에 따라 지급할 수 있으며, 중개 해당 여부는 다른 기준으로 판단한다"는 취지와 충돌할 수 있다.

3. 판단요소의 추가 필요성 – 1:1 타겟팅 목적 개인정보 제공 여부

금융위[55]와 금감원[56]은 비대면 거래에 있어서 '소비자가 권유를 받겠다는 의사를 표시한 경우', 즉 소비자가 맞춤형 상품 추천에 필요한 정보를 제공하거나, 소비자가 특정 기준(거래빈도, 수익률, 이자율, 대출한도 등)[57]을 선택하여 그 기준에 부합하는 상품을 찾는 때에는 판매

54) 김지식, "플랫폼 비즈니스와 금융소비자 보호에 관한 법률 -중개와 광고-", 「BFL」 제111호, 서울대학교 금융법센터(2022), 20-22면. 참고로 위 논문도 사람이 개입하는 대면거래를 전제로 만든 중개와 광고의 구분을 무리하게 비대면 온라인 광고에 적용하려 하다 보니 많은 부작용이 생기고 있다는 문제의식을 연구의 핵심 동기로 삼고 있다.

55) 금융위, 1차 FAQ, 7면.

56) 금감원, 소비자용 안내서, 27면.

57) 한편, 소비자가 특정 상품명을 직접 입력하여 검색하는 경우는 권유를 받겠다는 의사표시로 보기 어렵다고 한다.

업자의 권유가 있다고 보아 적합성원칙이 적용된다고 설명하고 있다.[58] 금융소비자보호법 제17조는 금융상품판매업자등이 권유를 할 때에는 예외 없이(상황에 따라 정도의 차이가 있을 뿐) 적합성원칙을 준수해야 한다고 규정하므로, 이러한 내용과 위 "권유를 받겠다고 한 경우 적합성원칙이 적용된다"는 설명을 조화롭게 이해하려면 "소비자가 권유를 받겠다고 한 경우 비로소 권유에 해당하여 적합성원칙 적용대상이 되며, 이와 달리 소비자가 권유를 받겠다고 한 상황이 아니라면 광고에 해당한다"는 법리가 뒷받침되어야 할 것이다.

'소비자가 권유를 받겠다'고 하면 상황이 어떻게 달라지기에 그 법적 성격까지 바뀌는가. 이는 '권유를 받겠다'와 '광고를 보겠다'의 차이로 설명할 수 있을 것이다. 소비자 관점에서 광고는 일방적으로 정보를 받아들이기만 하는 것이지만, 권유는 본인이 처한 상황이나 요구사항을 전달하고 이에 맞는 설명을 듣는 소통이 본질이다. 권유는 맞춤형 상담이 수반된다는 점에서 광고와 근본적으로 구분되며, 그 맞춤형 상담 중 정보의 불균형이나 모집인의 영향력 행사 등으로 인해 소비자의 합리적인 선택권이 침해되는 것을 방지하기 위해 마련된 것이 바로 권유규제이다. 공급자의 관점에서 보아도 마찬가지인데, 광고는 내용을 미리 마련해 둔 홍보물을 배포하는 것인 반면, 권유는 특정 소비자와의 상담을 통해 청약을 유인하는 등의 차이가 있다. 따라서 권유에 해당하려면 '소비자의 특정성'은 당연히 전제되어야 하는 요건이며, 여러 명의 소비자에게 일정한 내용의 메시지를 보여주는 것은 소통의 본질에서 벗어나므로 권유가 될 수 없고 광고에 해당한다고 보는 것이 논리적이다. 더 나아가 권유에 해당하려면 당해 소비자의 요구를 듣고 소비자가 원하는 조건에 맞는 금융상품을 추천하거나 그 특장점을 설명해 줄 수도 있어야 한다.

이 글에서는 '소비자가 권유를 받겠다고 한 상황'을 '대상 금융상품의 거래조건 설정에 직접적으로 관련된 소비자의 개인신용정보가 제공되는 상황'으로 구체화하는 해석론을 제안하고자 한다. 그러한 소비자의 개인정보를 통해서 금융플랫폼은 소비자가 처한 상황을 알 수 있고 소비자가 원하는(또는 원할 것으로 추정되는) 조건에 맞는 금융상품을 추천·설명해줄 수 있기 때문이다. 추천에 쓰이는 개인정보는, 소비자 본인이 직접 입력한 정보일 수도 있겠지만, 소비자가 금융플랫폼을 이용하면서 남긴 행태정보(가령 가계부 앱에서 수입·지출을 기록한 내역, 사용한 검색어 등을 통해 드러나는 관심사 등)이거나, 마이데이터[59] 또는 스크린 스크레이

58) 구체적으로 소비자가 권유를 받겠다고 한 것은 권유를 받겠다는 청약의 유인이고, 그에 대하여 플랫폼이 맞춤형 상품 추천을 한 경우 청약(권유)에 해당하고, 그 경우 소비자에의 맞춤형 상품 추천과 관련하여 소비자로부터 추천 관련 개인정보의 취득이 이루어진 상태에서의 추천이면 금융상품의 권유이고, 그렇지 않으면 광고로 볼 수 있을 것이다.

59) 마이데이터란 (1) 정보주체가 특정 유형의 본인정보에 대하여 (2) 그 정보를 처리하는 기관(정보제공자)들을 상대로 (3) 그 정보를 본인 또는 본인이 지정하는 특정 기관(정보수신자)에 전송해줄 것을 요구할 수 있도록 한 제도를 말한다. 금융분야 마이데이터(개인신용정보 전송요구권) 제도의 내용은 (1) 개인신용정보 주체가 본인의 여·수신 정보, 보험 정보, 카드 정보, 금융투자 정보, 선불전자지급수단 정보, 전자결제 정보, 개인형퇴직연금(IRP) 정보, 통신업 정보, 보증보험 정보, 공공 정보 등에 대하여 (2) 해당 정보를 보유한 금융기관이나

핑[60] 등의 수단을 통해 다른 금융기관들로부터 받아 온 데이터가 훨씬 더 많을 것이다. 그렇게 수집된 방대한 데이터를 분석해서 금융플랫폼은 개별 소비자의 상황에 맞는 금융상품을 추천할 수 있는데, 이러한 비대면 영업 행태를 반영하여 광고와 중개 구분기준을 설정하여야 한다.

예컨대 마이데이터 사업자인 금융플랫폼이 이용자 K가 A 은행에서 금리 몇%짜리 신용대출을 받고 있는지 정보를 마이데이터 API를 통해 받아 알고 있는 상황에서, K의 자산·부채·신용점수 수준에 따를 때 B 은행에서 더 낮은 금리로 신용대출을 받음으로써 이자비용 얼마를 아낄 수 있다는 추천을 할 수 있다. 이 정도로 정교한 맞춤광고라면 기존 대면 영업 방식의 대출중개인이 K에게 기존의 신용대출 상황을 물어본 후 그보다 유리한 조건의 대환대출 상품을 물색·추천하는 행위를 자동화한 것과 유사하므로 권유로 분류할 수 있을 것이다. 위 사례의 금융플랫폼이 '이용자 K가 B 은행에서 신용대출을 더 낮은 금리로 받을 수 있다'는 점을 확인하려면 현실적으로 금융플랫폼과 B 은행 간 정보교류가 이루어져야만 한다. B 은행으로서는 K의 개인신용정보를 받아야만 K에게 적용될 신용대출 금리를 산출할 수 있을 것인데, 만약 정보교류를 생략하고 금융플랫폼이 독자적으로 'K가 B 은행에 가면 더 유리한 금리를 적용받을 것이다'라고 추측하여 광고를 하는 경우를 상정하면, 실제로 그 광고를 접한 K가 B 은행에 대출신청을 했을 때 금리가 더 높게 나왔다면 자칫 그 광고가 허위·과장광고로서 위법이 될 리스크가 생기기 때문이다. 금융플랫폼이 상담에 준하는 1:1 개인맞춤형 광고를 제공하기 위해서는 당해 금융상품직접판매업자(당해 상품의 공급자)와 데이터 교류가 수반될 것이고, 이는 기존 대면 영업에서의 중개인·모집인이 금융상품직접판매업자와 고객정보를 주고받는 것과 다르지 않다. 따라서 단순히 금융플랫폼이 자체적으로 파악한 이용자의 개인신용정보를 맞춤형 서비스에 활용한다는 것만으로는 부족하고, '대상 금융상품의 거래조건 설정과 직접적으로 관련된' 소비자의 개인신용정보가 금융플랫폼과 금융상품직접판매업자 사이에서 교류되는 등으로 인해 개별 상품 추천에 반영되어야만 비로소 이를 '권유'로 보아야 한다. 이 부분이 이 글을 통하여 제안하는 광고와 권유를 구별하는 판단기준의 핵심이다.

이와 달리, 대상 금융상품의 거래조건 설정과 직접적 관련이 없는 개인정보만을 가지고 맞춤광고를 한다면 이는 유튜브·페이스북 광고와 다를 바가 없으므로 권유로 보기 어렵다. 유튜

공공기관 등에게 (3) 마이데이터 사업자(본인신용정보관리회사) 등에게 위 데이터를 API를 통해 실시간 전송해 줄 것을 요청할 수 있으며(신용정보법 제33조의2), 마이데이터 사업자는 그러한 정보주체의 전송요구권을 대리행사할 수 있다는 것이다(동법 제39조의3 제1항 제1호). 통상은 마이데이터 사업자의 앱에 '타 금융기관에서 내 데이터 가져오기' 등의 버튼을 통해 본인신용정보 전송요구권의 대리행사가 구현되어 있으며, 이 버튼을 누르면 정보주체가 거래하는 복수의 정보제공자(금융기관 등)들을 상대로 본인이 지정한 정보수신자(마이데이터 사업자 등)에게 위 유형의 본인정보를 제공할 것을 일괄 동의한 것과 유사한 법률효과가 발생한다.

60) 스크린 스크레이핑(screen scraping)이란 마이데이터 제도 시행 전에 임시로 쓰였던 제도로, 이용자가 마이데이터 사업자에게 타 기관 금융서비스에 접속하는 ID·PW를 맡기면 마이데이터 사업자가 대신에 위 접속계정을 가지고 타 기관 웹사이트에 접속하여 여기에 표시되는 금융거래내역을 크롤링해오는 방식을 일컫는다. 참고로 현재 마이데이터 사업자는 API를 통해서만 정보를 제공 받아야 하므로, 2021. 8. 4. 시행된 신용정보법 제22조의9 제3항에 의해 마이데이터 사업자가 스크린 스크레이핑을 하는 것은 금지되었다.

브·페이스북은 이용자들의 방대한 행태정보를 수집하여 개별 이용자의 소비성향, 직업, 거주지역 등을 파악하고 있고 소득·신용수준도 충분히 추측할 수 있으며, 이를 토대로 소비자군을 매우 세부적으로 분류할 수 있다. 그럼에도 유튜브·페이스북과 금융상품 공급자 간 정보교류가 없다면 상담에 준하는 1:1 개인맞춤형 서비스가 제공될 수 없다. 이는 부동문자로 인쇄된 광고전단지를 만들어 부자 동네에서만 나눠주자는 것과 다름이 없고, 유튜브·페이스북이 보유한 여러 가지 정보를 활용하는 것은 단지 부자 동네라는 범위를 설정하기 위한 것일 뿐이다. 그 전단지를 받은 소비자가 '내가 이 금융상품에 가입하면 어떻게 되느냐'를 물어보아도 '전단지를 참조하세요' 이외의 답변을 해줄 수 없다면 이는 권유가 아니라 광고로 보아야 할 것이다.

금융플랫폼도 마찬가지로 대상 금융상품의 거래조건 설정과 직접적 관련이 없는 정보(예컨대 금융플랫폼이 자체 수집하여 금융상품직접판매업자와 교류하지 않는 정보)만 가지고 소비자군을 타겟팅한다면, 그 분류 기준이 아무리 세분화되었더라도 이는 광고 기법이 고도화된 것뿐이지 권유에 이른다고 보기 어려울 것이다. 예컨대 어느 마이데이터 사업자가 신용카드사에서 카드론을 받고 있는 고객들이 누구인지 알고는 이들에게 '저축은행의 중금리 대출상품도 있어요'라고 광고한다면, 이는 그러한 내용의 전단지를 가난한 동네에서 나눠주고자 카드론을 받은 소비자 집단을 가난한 동네로 타겟팅한 것뿐이고 그 대출상품 가입 시 금리조건 등을 상담해 줄 수 없다면 일방향 정보제공일 뿐이므로 여전히 광고에 그치며 권유가 될 수 없다.

그렇다면 위의 예시보다 덜 고도화된 서비스, 예컨대 소비자가 찾는 수익률, 이자율, 대출한도 등의 조건을 직접 금융플랫폼에 입력하여 해당되는 상품을 검색하는 각종 비교서비스의 경우, 이미 데이터베이스에 등록된 금융상품들을 대상으로 그때그때 입력되는 정형적 기준에 부합하는 것을 기계적으로 찾아주기만 하는 것이고 어느 소비자가 검색하든 입력한 검색조건이 같다면 똑같은 검색결과가 나타날 뿐이므로, 이 또한 일방적 정보 전달로서 광고일 뿐 권유가 아니다.

요컨대, 금융플랫폼의 비대면 영업은 금융상품에 대한 매력을 소비자가 스스로 느끼도록 하는 정보를 제공할 뿐 소비자의 의사를 강제하여 계약으로 끌어들이는 힘이 없으므로 이는 기본적으로 광고에 해당하는 사례가 많을 것이다.[61] 다만, 이를 권유로 평가하려면 대면 영업에 준하는 영향력을 개별 소비자에게 미칠 수 있어야 하는데, 이를 위해서는 '상대방의 특정성' 요건이 일단 구비되어야 하고, '대상 금융상품의 거래조건 설정과 직접적으로 관련된 개인신용정보가 활용'됨으로써 1:1 상담에 준하는 맞춤서비스가 제공되어야만 할 것이다.

61) 김지식, 위의 논문, 20-22면.

Ⅳ. 결 론

금융분야에서 광고와 권유에 관한 규제는 모두 정보의 불균형 또는 금융상품 공급자의 영향력 등에 의해 소비자의 합리적 선택권이 침해되지 않도록 하는 제도적 안전장치로서, 기본적으로 광고 규제는 허위 및 오인유발적 표시를 금지하는 것이고, 권유 규제는 권유하는 자가 소비자에게 미칠 수 있는 금융상품 내용 외적인 영향력을 견제하기 위한 취지에서 출발하였다. 이러한 입법목적은 금융상품 영업이 대면에서 비대면 환경으로 옮겨왔어도 여전히 유효하다. 금융소비자보호법 시행에 따라 종전 증권·보험 등 일부 분야에서만 적용되던 적합성원칙 등이 전 분야로 확장된 영향을 받기 때문인지, 비대면 환경에서의 권유 해당 요건 또한 매우 넓게 해석하려는 견해 또한 존재한다.[62] 이는 대면 영업에서 비대면 영업으로 영업환경의 중심이 빠른 속도로 이전되는 금융분야에서 발생할 수 있는 자연스러운 의견 수렴의 과정으로 이해할 수 있다. 한편, 비대면 영업을 하는 금융플랫폼 등이 소비자의 선택을 유도하는 영향력이 전통적인 중개인·모집인이 대면 영업을 할 때만큼의 영향력에 미치지 못한다면, 금융플랫폼이 금융상품을 소개하는 행위는 기본적으로 광고로 보는 것이 합리적이다. 맞춤형 광고도 마찬가지이다. 마이데이터 사업자 등 방대한 데이터를 보유한 금융플랫폼이 1:1 개인맞춤형 광고를 하는 경우에는 권유 해당 여부를 신중하게 살펴볼 필요가 있다. 이 글에서 제안한 의견에 따르면, '상대방의 특정성' 및 '대상 금융상품의 거래조건 설정과 직접적으로 관련된 개인신용정보가 활용될 것' 요건을 구비함으로써 소비자의 요구를 데이터로써 미리 파악하고 이에 대한 답변으로서 어울리는 금융상품을 추천·소개해주는 수준에 이른다면, 이는 종전의 대면 영업을 상당 부분 자동화한 셈이므로 권유로 볼 여지가 있을 것이다.

최근의 통계를 보면, 저축은행의 개인 신용대출 총액 가운데 대출비교플랫폼에 의한 중개 비중은 2020년 1월 1.5%에서 2021년 7월 22.2%로 증가했다고 한다.[63] 약 1년 반 만에 15배가량 폭발적으로 증가한 것도 놀랍지만, 더욱 놀라운 것은 아직까지도 80%에 가까운 사람들이 자동화된 방식으로 대출금리 비교를 하지 않고 전통적인 대면상담 등에 의존하고 있다는 점이다. 인터넷에서 생활용품을 주문할 때에도 가격비교 서비스를 쓰는 것이 일상화된 오늘날, 현저히 큰 금액의 대출을 받는 상황에서 가격비교를 하지 않는 사람이 많다는 것은 아직 우리 금융산업의 갈 길이 멀다는 뜻이다. 그러나 코로나19 대유행 이후 우리 산업 전반의 디지털화가 가속화되는 만큼 금융산업에 있어서도 디지털화가 이전보다 더 빠른 속도로 진행될 것임은 분명하므로, 이에 맞춰 규제의 틀을 변화시키는 것도 매우 중요하다.[64] 금융플랫폼이 부적합한

62) 한국금융소비자보호재단, 「금융소비자보호법해설」, 북크크, 2021, 146면 이하.
63) 이성복, "비대면 금융상품 수요 증가에 따른 금융상품시장 변화와 금융소비자 보호 강화 방향", 「자본시장연구원 이슈보고서」 21-32, 자본시장연구원(2021), 8-9면.
64) 안수현, 앞의 논문, 241면; 이성복, 위의 글, 3면.

금융상품의 오남용이나 불완전판매의 온상이 되지 않도록 관리감독을 할 필요성은 당연히 있으나, 그러한 우려 중 상당수는 허위 및 오인유발적 표시를 금지하는 광고 규제로써 해결할 수 있는 것일 수 있다. 권유 규제의 영역을 지나치게 넓혀서 소비자가 유용한 금융상품을 추천받을 권리를 필요 이상으로 제약하는 것은 균형을 상실한 것이다. 마이데이터, 인터넷은행 등을 비롯한 새로운 제도를 도입한 취지는 기존 과점화되어 있는 금융시장에 새로운 경쟁자를 출연시켜 경쟁을 촉진시키고 금융산업 전반의 경쟁력을 높이고자 하는 것이다. 그러한 경쟁촉진 및 소비자 보호라는 두 가지 법익을 모두 놓치지 않고 추구할 수 있도록 균형 잡힌 법제도를 설계할 필요가 있다.

다른 산업과 마찬가지로 금융 분야 역시 비대면 영업의 중요성이 강조되고 있다. 금융상품은 그 내용이 전문적이고 복잡한 경우가 많아 그 판매에 있어서 특히 금융소비자의 보호를 중시한다. 이러한 이유로 금융상품 판매에 대해서는 금융소비자를 보호하기 위한 엄격한 규제가 적용되는 것이다. 비대면 영업환경은 이러한 엄격한 규제의 틀을 약화시키는 도화선이 될 수 있고, 구체적으로는 기존의 규제체계와 그 해석론의 변화로 시작될 것이다. 문제는 이러한 변화가 금융소비자 보호 기능의 약화로 인식될 수 있다는 것이다. 이러한 문제를 극복하기 위해서는 학계와 실무계의 적극적인 논의가 뒷받침되어야 한다. 온라인 금융플랫폼의 구체적 영업행위와 관련해서는 적극적인 논의나 연구가 상대적으로 저조하였는데, 이 글을 계기로 이에 관한 많은 논의가 이루어지기를 희망하여 본다. ▧

(논문접수 : 2022. 3. 3. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

[단행본]

임재연, 「자본시장법」(2021년판), 박영사, 2021.
집필대표 정순섭, 「온주 자본시장법」, 2019.
한국증권법학회, 「자본시장법주석서」(개정판), 박영사, 2015.
한국금융소비자보호재단, 「금융소비자보호법해설」, 북크크, 2021.

[논문]

고은희, “보험모집과 보험광고의 의미에 관한 검토 - 서울행정법원 2015. 5. 28. 선고 2013구합62367 판결 분석을 중심으로”, 「보험법연구」 제11권 제2호, 한국보험법학회(2017).
김지식, “플랫폼 비즈니스와 금융소비자 보호에 관한 법률 -중개와 광고-”, 「BFL」 제111호, 서울대학교 금융법센터(2022).
박성용, “온라인맞춤형광고 개인정보보호 가이드라인에 대한 비판적 검토”, 「소비자문제연구」 제48권 제3호, 한국소비자원(2017).
안수현, “금융광고와 금융소비자 보호 - 규제 정비방향과 법적 과제”, 「외법논집」 제42권 제1호, 한국외국어대학교 법학연구소(2018).
이규복, “디지털금융에서의 소비자보호-금융상품 라이프사이클 측면을 중심으로-”, 「주간금융브리프」 제29권 제4호, 한국금융연구원(2020).
이기종, “기만적 표시·광고의 규제 - 미국법에 대한 비교법적 고찰을 중심으로”, 「경제법연구」 제10권 제2호, 한국경제법학회(2011).
이성복, “비대면 금융상품 수요 증가에 따른 금융상품시장 변화와 금융소비자 보호 강화 방향”, 「자본시장연구원 이슈보고서」 21-32, 자본시장연구원(2021).
이시훈, “온라인 행태정보 분석에 기반한 맞춤형 광고의 규제 정책에 관한 연구”, 「언론과법」 제9권 제2호, 한국언론법학회(2010).
이진규, “Google의 제3자 쿠키 대체 기술 FLoC에 대한 우려가 제기되는 배경”, 「KISA REPORT 2021」 vol.3, 한국인터넷진흥원(2021).

[보도자료 및 설명자료]

금융위・금감원, “온라인 금융플랫폼의 건전한 시장질서 확립을 위해 관련 금융소비자보호법 적용사례를 전파했습니다”, 2021. 9. 7.자 보도자료.

_____, “금융소비자보호법 적용대상 여부 판단 관련 온라인 금융플랫폼 서비스 사례 검토결과”, 2021. 9. 7.자 보도자료 첨부자료.

금융위, “온라인 배너광고의 카드 발급건수에 따른 광고비 지급 가능여부”, 2018. 1. 18.자 법령해석.

_____, “마케팅 제휴계약에 따른 광고 홍보비 정산 방식에 대한 법령해석 의뢰”, 2019. 9. 27.자 법령해석.

_____, “중개수수료 해석요청”, 2017. 11. 6.자 법령해석.

_____, “금융소비자보호법 FAQ 답변(1차)”, 2021. 2. 18.

_____, “금융소비자보호법 FAQ 답변(2차)”, 2021. 3. 17.

_____, “금융소비자보호법 FAQ 답변(3차)”, 2021. 4. 26.

금감원, “금융소비자 보호에 관한 법률 설명자료”, 2021. 3.

_____, “금융소비자가 반드시 알아야 할 금소법”, 2021. 3.

_____, “금융소비자 보호에 관한 법률 설명자료”, 2021. 3.

금융투자협회, “투자광고심사 매뉴얼 및 사례집”, 2021, 17면.

[신문기사]

서울경제, “금소법 유예기간 종료…카카오 ‘보험판매 중단’ 네이버는 ‘현행 유지’”, 2021. 9. 24.자 기사
(https://www.hankyung.com/economy/article/2021092420536).

서울신문, “금소법 위반 플랫폼, 25일부터 서비스 중단”, 2021. 9. 22.자 기사
(https://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20210923022014).

Abstract

Is Personal Information-Based Customized Advertisement a Brokerage under the Financial Consumer Protection Act?

NamGung, Ju-Hyun

Due to the spread of Coronavirus Infectious Disease-19, which occurred around the beginning of 2020, significant changes have occurred in the Korean financial industry. The financial industry, which had been grafting face-to-face services with non-face-to-face services, began to expand its business area by focusing on non-face-to-face services rather than face-to-face services due to the spread of COVID-19. At the same time, the regulatory laws and regulations related to the financial industry cannot accurately regulate in line with the changes in the industry, and the possibility of a regulatory gap is very high. Furthermore, financial platform operators that do not operate face-to-face operations from the beginning have also emerged and are actively exploring the market. The financial platform armed with data called the crude oil of the 4th industrial revolution compares and shows interest rates under the most favorable conditions without any knowledge with the user, or furthermore, the card with the greatest benefit according to the user's financial life pattern. We offer personalized recommendations for insurance products. Due to these changes in the environment, certain questions arose as to whether the justification of the previous recommendation regulation could be carried out as it is. In the case of face-to-face sales, it was relatively easy to distinguish between advertisements and recommendations by simply introducing them, while in the case of customized advertisements provided by financial platforms, it is very difficult to judge the strength of inducement in real life. In the financial field, both advertising and recommendation regulations are institutional safeguards that prevent consumers from violating rational choices due to information imbalances or the influence of financial product providers. This purpose is still valid even if financial product sales have shifted from face-to-face to non-face-to-face environments. Financial platform services completely change their business model depending on whether they fall under

either advertisement or brokerage under the Financial Consumer Protection Act. Once it falls under advertisement, there is no need to obtain permission or register because there is no regulation on the qualifications of actors. On the other hand, if financial platform services fall under brokerage, remarkably strong regulations will be applied. For now, financial platform service providers must register with the Financial Services Commission as financial product sales agents and brokers, and unregistered brokerage acts are subject to criminal punishment. The reason that strong restrictions are imposed on brokerage is because it is an inducement for strong subscriptions. We would like to examine why traditional advertising and recommendation criteria have become difficult to apply to today's financial platforms, and to improve the legal principles on the criteria for classification of both recently proposed by financial authorities to better suit the data age.

Key Words : Finance Platform Service, Data Industry, Fintech, Personal Information, User Data, Target Advertisement, Act on the Protection of Financial Consumer, Investment Recommendations, Brokerage, Invitation to Make Offer

▣ 논 단

회계법인의 가치평가(valuation) 업무와 관련된 벌칙규정의 해석과 적용에 관한 연구: 공인회계사법과 외부감사법을 중심으로* **

안 태 준

한양대학교 법학전문대학원 부교수 / 법학박사

요 약 문

회계법인은 감사서비스 이외에도 세무자문, 재무자문, 경영자문 등 다양한 비감사서비스를 수행한다. 그 중 재무자문 또는 거래자문 영역에 속한다고 볼 수 있는 가치평가 업무와 관련하여 공인회계사의 형사적 책임이 문제되는 사례가 늘어나고 있다.

부실한 가치평가보고서를 작성한 공인회계사를 형사처벌함에 있어서는 허위보고라는 포괄적이고 추상적인 구성요건을 포함하는 공인회계사법위반죄를 광범위하게 적용하는 경우가 많은데, 여기에는 다음과 같은 문제가 있다. 첫째, 가치평가 업무는 그 속성상 가치평가자의 많은 가정과 추론을 필요로 하고 그 과정에서 전문가적 재량이 폭넓게 인정되는 업무인 관계로 허위의 잣대로 유무죄를 판단하기에 적절하지 않다. 둘째, 비교법적으로도 일반 형사범죄의 공범이나 증권법상의 공시규제 및 반사기금지규정에 위반한 죄로 처벌하는 외에 공인회계사의 업무에만 적용되는 독자적인 구성요건을 규정한 입법례는 거의 찾기 어렵다. 셋째, 같은 가치평가 업무를 수행할 수 있는 다른 평가기관들(예를 들어, 신용평가회사, 증권회사 등)은 부실한 가치평가 업무에 대해 일반 형법상의 범죄에 대한 공범규정 또는 자본시장법상 처벌규정에 의한 것 이외에 자기의 직역에만 적용되는 독자적인 벌칙규정에 의한 형사처벌을 받지 않는데, 공인회계사만이 부실한 가치평가 업무에 대해 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 추가적으로 적용받는 것은 형평에도 맞지 않다.

위와 같은 사정을 고려하면, 회계법인의 부실한 가치평가 업무에 대하여는 형사처벌보다는 다른 제재방법, 즉, 관련 협회의 자율규제에 의한 징계처분, 감독당국에 의한 행정제재(과태료나 과징금 등)를 적용하는 것이 적정규제 또는 형사책임의 보충성 원칙에 부합

* 이 논문은 한양대학교 교내연구지원사업으로 연구되었음(HY-202100000003548).

** 이 논문은 필자가 2021년 한국금융법학회·대검 증권금융전문검사 커뮤니티 추계공동학술대회 제2세션에서 주제발표한 내용을 바탕으로 한 것이다.

할 것이다. 만약 부실한 가치평가를 수행했다고 인정되는 공인회계사를 형사처벌하더라도, 부실한 가치평가가 관련되어 있는 주된 형사범죄(형법상 배임죄나 자본시장법위반죄 등)에 대한 가공 정도에 따라 의뢰인 측의 주된 형사범죄에 대한 공범으로 처벌하는 것으로 충분할 것이다.

주제어 : 회계법인, 가치평가, 부실 가치평가, 가치평가 책임, 가치평가 형사책임, 가치평가 벌칙, 공인회계사법, 허위보고

〈目 次〉

Ⅰ. 서 론

Ⅱ. 회계법인의 가치평가 업무에 대한 개관
1. 회계법인의 업무영역
2. 가치평가 업무의 의의
3. 가치평가의 방법
4. 실무상 가치평가의 단계 및 절차
5. 가치평가의 실무적 활용

Ⅲ. 회계법인의 기업가치 평가 업무의 유형별 적용법규 및 규제체계
1. 자본시장법상 의무적 기업가치 평가 (합병가액 등의 적정성 검토 목적)
2. 재무제표 표시를 위한 기업가치 평가
3. 회사 내부 목적의 임의적인 기업가치 평가
4. 검토

Ⅳ. 회계법인의 가치평가 업무와 관련하여 형사책임이 문제되는 주요 상황과 그 경우의 적용법조 및 주요 법리적 쟁점
1. 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄
2. 외부감사법상 허위재무제표작성죄의 공범
3. 의뢰인 회사 측의 배임죄 등 주된 재산범죄에 대한 공범

Ⅴ. 회계법인의 가치평가 업무와 관련된 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 적용에 대한 검토
1. 가치평가 업무의 본질이나 성격에 비추어 본 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 적용의 적절성 여부
2. 다른 유사 벌칙규정과의 형평상 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 적용범위를 (입법론적으로나 현행 규정의 해석상) 축소 내지 제한할 필요성
3. 가치평가 업무를 수행하는 타 전문가 직역과의 형평성
4. 검토 및 제안

Ⅵ. 결 론

Ⅰ. 서 론

회계법인 내지 그 소속 공인회계사는 자본시장의 게이트키퍼 내지 문지기라 불리면서 자본시장의 기능을 유지하는 데 필수적인 역할을 수행하고 있다.[1] 회계법인은 자본시장에 공시되는 회계정보의 정확성과 신뢰성을 검증하기 위한 외부감사 업무를 기본으로 수행하지만, 외부감사 업무 못지않게 회계·재무 전문가로서 재무자문 등 다양한 비감사 업무를 수행한다.[2] 그 중에서도 특히 외부감사인으로서의 회계법인의 감사 업무와 관련해서는 그 업무수행의 독립성과 공공성을 확보하기 위한 목적으로 엄격한 법적 규제와 책임이 적용된다. 이러한 연유로 종래 회계법인의 법적 책임과 관련한 논의는 주로 외부감사인으로서의 감사 업무와 관련한 손해배상책임이나 형사책임에 집중되어 있었다.

그러나 최근 회계법인의 비감사 업무 중 재무자문 영역에 속한다고 볼 수 있는 가치평가(valuation) 업무와 관련하여, 대중의 관심을 끄는 주요 기업의 인수합병 등 거래에서 가치평가를 의뢰한 회사 관계자들뿐만 아니라 가치평가 업무를 수행한 공인회계사들을 수사하거나 기소하는 사례가 속속 알려지면서 회계법인의 가치평가 업무와 관련한 형사책임이 관심의 대상이 되고 있다. 최근 주목을 끈 사례를 예로 들면, 검찰은 2021. 1. 18. X 회계법인 소속 공인회계사들이 재무적 투자자의 의뢰로 기업 가치평가보고서를 작성하는 과정에서 공인회계사법 제15조 제3항[3], 제22조 제4항[4]을 위반하여 풋옵션 공정시장가치(FMV) 평가기준일을 재무적 투자자에게 유리하게 선정해 적용했다는 혐의 등으로 그 공인회계사들을 기소한 바 있다.[5] 이 사건에 대하여는 최근 서울중앙지방법원에서 피고인들에 대하여 무죄를 선고한 1심 판결이 내려진 바 있는데,[6] 그 판결 내용에 대하여는 뒤에서 관련 쟁점을 본격적으로 분석할 때 언급하

---

1) 백승재, "자본시장법 제정에 따른 기업감시자책임에 대한 고찰", 「증권법연구」, 제11권 제3호 (2010), 132면; 안태준, "금융시장에서의 게이트키퍼책임의 이론", 「BFL」, 제82호 (2017) 등.

2) 임현지 외, "회계법인의 비감사서비스 제공이 감사환경에 미치는 영향: 감사고객수, 감사보수 및 감사시간을 중심으로", 「회계·세무와 감사 연구」, 제57권 제3호 (2015), 2면.

3) 공인회계사는 직무를 행할 때 고의로 진실을 감추거나 허위보고를 하여서는 아니된다.

4) 공인회계사는 제2조의 직무를 행할 때 부정한 청탁을 받고 금품이나 이익을 수수·요구 또는 약속하거나 위촉인이 사기 기타 부정한 방법으로 부당한 금전상의 이득을 얻도록 이에 가담 또는 상담하여서는 아니된다.

5) 머니투데이 기사, "Y 회사 풋옵션 관련 회계사 등 기소 ... 소송결과 촉각" (2021. 1. 19.자) 등. 한편 언론보도에 알려진 위 가치평가 논란의 쟁점은, 공인회계사의 공정·성실 의무 등을 규정하는 공인회계사법 제15조 3항과 명의대여 등을 금지하는 22조 4항 위반 여부 등인데, 위 가치평가를 문제삼은 측은 재무적 투자자 측의 평가과정에 참여한 X 회계법인이 풋옵션 공정시장가치(FMV)의 평가기준일을 재무적 투자자 측에 유리하게 선정해 적용하고 일반적인 회계원칙에 적절하지 않은 평가방법을 사용했다고 주장한 것으로 알려져 있다. 반면 X 회계법인 측은 가치평가가 적법하고 정상적으로 이뤄졌다는 입장으로서 평가기준일을 풋옵션 행사일(2018년 10월 23~24일)이 아닌 2018년 6월30일로 정한 것은 평가작업이 진행될 당시 이용 가능한 비교대상기업들의 가장 최근 재무제표 일자가 해당 일자였기 때문이라고 주장한 것으로 알려져 있다[뉴시스 기사, "회계법인 가치평가 업무 ... 누가 감독해야 하나" (2021. 6. 15.자) 등 참조].

6) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결; 리걸타임즈 기사, "'Y 회사 풋옵션' X 회계법인 · FI 관계자들 1심 무죄" (2022. 2. 10.자) 등

기로 한다(이하 "대상 판결" 또는 "이 사건 판결"). 이 사건 등 최근 가치평가 업무수행과 관련하여 공인회계사들이 공인회계사법위반죄 등으로 수사를 받거나 기소되는 사례가 빈번해지자, 회계법인 업계에서는 형사처벌 위험으로 회계법인들이 주요 업무영역 중 하나인 가치평가 업무를 포기해야 하는 것 아닌가 하는 목소리가 나오기도 하고,[7] 다른 한편에서는 가치평가 업무의 신뢰성과 적정성에 대하여 우려를 제기하면서 회계감사에 대한 감리제도처럼 가치평가에 대해서도 정기·수시 검사를 하고, 허위 평가에 대해서는 형사처벌을 하고, 허위·부실 평가로 인한 피해에 대해 평가자에게 민사 손해배상책임을 지우는 것을 검토하자는 의견이 제시되기도 한다.[8]

이처럼 회계법인 내지 그 소속 공인회계사의 가치평가 업무와 관련된 형사책임이 문제되는 사례가 늘어나고 그에 대한 시장의 관심이 커지고 있음에도 불구하고, 아직 국내는 물론 해외에서도 회계법인의 가치평가 업무와 관련된 형사책임에 관한 선행연구는 찾기가 어려운 실정이다. 물론 앞서도 밝힌 바와 같이 회계법인의 외부감사 업무와 관련한 법적 책임(민사책임과 형사책임을 포함하여)에 관한 선행연구는 일일이 열거하기 어려울 정도로 풍부한 편이다. 그렇지만 공공성이 강조되고 법적으로 독립성을 요구받는 외부감사 업무와 그 이외의 비감사 업무는 규제의 목적이나 방법이 서로 다르기 때문에 회계법인의 외부감사에 관련된 법적 책임에 관한 법리를 가치평가 등 비감사 업무에 관련된 법적 책임(특히 형사책임)에 적용하는 데에는 한계가 있다. 또한 해외의 경우 일반 증권법상의 (공시규제, 사기규제 등과 관련된) 책임조항에 근거하여 공인회계사에 대하여도 발행인 등 다른 행위주체와 함께 책임을 추궁하는 경우는 있어도, 그에 더하여 공인회계사에 대하여만 적용되는 별도의 독자적인 처벌규정을 근거로 공인회계사의 업무상 허위 보고에 대하여까지 그 업무의 성격에 관계없이 광범위하게 형사책임을 추궁하는 입법례는 거의 찾기 어렵다.[9] 이러한 점에서 회계법인의 가치평가 업무와 관련된 형사책임에 관한 논의를 전개함에 있어 비교법적 고찰을 하는 데에도 제한이 있다.

따라서 본 주제에 관한 연구를 진행함에 있어서는 연구방법에 있어 일정한 한계가 있음을 인정할 수밖에 없지만, 대상 판결 등 회계법인의 가치평가 업무와 관련하여 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 등을 다룬 형사판결이 일부 존재한다. 본 연구는 그러한 기존 판결의 쟁점을 정리하는 데서 출발하여, 공인회계사의 가치평가와 유사한 성격의 업무를 수행하는 다른 전문가 직역의 법적 책임에 관한 논의를 참고하고, 회계법인의 가치평가 실무 관행도 분석함으로써, 회계법인의 가치평가 업무와 관련하여 그 업무의 속성이나 유형에 상관없이 공인회계사들에게 형사책임을 추궁하는 것이 적절한지 그리고 그 근거법령(특히 공인회계사법위반죄)의 적용이 타당한지를 살펴보고자 한다.

---

7) 한국경제신문 기사, "'가치평가 업무 포기할까' ... 고민 깊어지는 회계업계" (2021. 3. 2.자)
8) 김광중, "기업가치 평가 감독 제도의 필요성". 아주경제신문 『전문가 기고』 (2021. 3. 10.자)
9) 법무법인(유) 율촌, "외부감사인 책임제도 개선방안 연구용역 보고서" (2018), 229-231면.

구체적으로 본 연구의 구성을 개관하면 다음과 같다. 우선, 제2장에서는 회계법인의 가치평가 업무에 대하여도 외부감사 업무에 준할 정도로 독립성과 공공성을 강조하고 엄격한 법적 책임을 부과하는 것이 타당한지를 본격적으로 고찰하기에 앞서, 가치평가에 관한 일반론으로서 가치평가의 의의와 실무상 가치평가 업무를 수행하는 기본적인 절차 등을 개관한다. 제3장에서는 회계법인의 가치평가 업무에 대한 규범적인 분석을 본격적으로 시도하며 근거법령 내지 목적별로 회계법인의 가치평가 업무를 유형화하고 그 각각에 대한 규제나 제재가 차별화될 필요성이 있다는 점을 논증한다. 제4장에서는 형사재판에서 공인회계사들의 가치평가가 구체적으로 어떤 경우에 형사적으로 문제되는지를 살펴보기 위해 부실한 가치평가에 가담한 공인회계사에게 유죄가 선고된 형사판결 등을 토대로 회계법인이 수행한 부실한 가치평가를 이유로 공인회계사가 형사적으로 문제될 때 주로 적용되는 근거법령과 관련 법적 쟁점을 분석한다. 제5장에서는 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 적용을 중심으로 현재 공인회계사의 가치평가 업무와 관련한 형사처벌 관행 및 그 적용법조의 문제점을 비판적으로 분석해 본다. 즉, 가치평가 업무의 속성 내지 본질 그리고 타 전문가 직역 내지 유사 처벌법규와의 형평성 등의 측면에서, 공인회계사의 가치평가 업무와 관련한 직무상 위법행위 또는 전문가적 윤리기준 위반행위를 형사처벌하는 것이 적절한 것인지, 그리고 (형사처벌하더라도) 현재와 같이 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 광범위하게 적용하는 것이 타당한 것인지 등을 검토한다.[10]

Ⅱ. 회계법인의 가치평가 업무에 대한 개관

1. 회계법인의 업무영역

회계법인이 제공하는 서비스로는 흔히 외부감사로 대표되는 감사서비스만을 떠올리기 쉽지만, 규모가 큰 중대형 회계법인으로 갈수록 다양한 비감사서비스를 제공한다. 회계시장은 소위 빅4로 불리는 4개의 대형 회계법인이 주도한다고 볼 수 있는데, 그들은 고객사를 상대로 용역을 제공하여 매출을 발생시키는 서비스라인을 크게 감사본부와 (비감사) 자문본부로 분류하고, 자문본부는 (법인마다 다소간의 차이는 있지만) 대체로 세무자문본부, 재무자문본부[또는 거래(deal)자문본부], 경영자문본부(또는 컨설팅본부) 정도로 분류하는 경향이 있다.[11] 위와 같은

10) 다만, 뒤에서도 언급하겠지만, 현행의 형사처벌 기준을 검토한다고 하여 가치평가 업무의 공정성과 적정성의 가치를 소홀히 하자는 것은 아니며 (자본시장의 건전한 거래질서 및 투자자 보호에 영향을 미칠 수 있는) 가치평가와 관련한 중대한 위법행위에 대한 형사처벌 자체를 반대하는 것은 아님을 미리 밝힌다. 본 연구의 취지는 가치평가 업무의 공정성이나 적정성은 징계처분에 의한 자율규제나 행정적 감독과 제재 등으로 충분히 도모하되, 그와 관련한 형사법규의 해석과 적용은 지금보다는 좀 더 신중할 필요가 있다는 점을 강조하는 데 있다.

회계법인의 실무상 업무 분류에 의할 때 본 연구의 주제인 가치평가는 비감사서비스로서 대체로 재무자문 내지 거래자문 영역에 속하는 것으로 이해되고 있다.

위와 같은 주요 회계법인의 업무 영역 내지 업무 분류를 분석해 보면, 회계법인 내지 그 소속 공인회계사의 업무 영역에는, 감사업무와 같이 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법")이나 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률(이하 "외부감사법")상 특별한 규제나 책임의 대상이 되는 공공적 성격의 업무도 있지만, 그 이외 의뢰인과의 사적인 관계에서 제공하는 비감사 영역의 다양한 전문가 서비스도 폭넓게 존재한다는 것을 확인할 수 있다. 그런데 뒤에서 보는 바와 같이 현행의 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄는 잠재적으로 공인회계사 업무의 속성에 관계없이 공인회계사의 모든 업무수행 과정과 결과상의 문제에 적용될 여지가 있는데, 이는 다른 전문가 직역법과 비교할 때 상당히 광범위한 처벌법규라 할 수 있다.

2. 가치평가 업무의 의의

먼저 이론 내지 강학상 가치평가는 "이용가능한 정보를 활용하여 합리적으로 값을 결정하는 과정"이라고 볼 수 있으며, 여기서 합리적인 값이란 이해관계자가 합의할 수 있는 가격이 될 수 있을 것이다.[12] 달리 말하면, 평가대상에 대한 특정인의 기대치가 다양한 과정을 거쳐 이해관계자의 기대치와 이해, 설득, 합의를 이루는 과정으로 표현할 수도 있다.[13]

한국공인회계사회 『가치평가서비스 수행기준』(이하 "한공회 수행기준") (I)(2)이 가치평가서비스에 대한 정의를 내리고 있기도 한데, 그에 의하면 "가치평가서비스란 가치추정대상에 대하여 그 가치를 추정하는 업무를 말한다"고 볼 수 있다. 또한 위 기준에 따를 때 가치추정업무는 가치평가업무와 가치산정업무로 세분할 수 있고, 가치추정업무를 수행하는 공인회계사 또는 회계법인을 가치평가자 또는 평가자라 부른다.

한편 금융감독원 『외부평가업무가이드라인』(이하 "금감원 가이드라인")은 가치평가의 핵심적인 개념이라 할 수 있는 공정시장가치(fair market value)에 대한 정의를 내리고 있는데, 그에 따르면 공정시장가치는 "대상자산에 대한 충분한 지식을 가진 자발적인 매수자와 매도자

---

11) 소위 국내 빅4로 분류되는 회계법인의 업무영역 내지 업무분류를 각 사의 홈페이지를 통해 살펴보면, 삼일회계법인은 인증(assurance-회계감사 및 회계인증 관련 업무) 서비스, 세무 서비스(tax), 딜자문 서비스(deals), 공공부문 컨설팅 등을 열거하고 있고, 삼정회계법인은 감사 및 인증 서비스(audit and assurance), 세무 서비스(tax), 자문 서비스(advisory) 등을 표시하면서, 자문 서비스에 대하여는 다시 거래자문 부문(deal advisory), 경영컨설팅 부문(management consulting), 위험컨설팅 부문(risk consulting)으로 세부 분류하고 있다. 또한, 한영회계법인은 인증(assurance), 전략·재무자문(strategy & transaction), 컨설팅(consulting), 세무(tax)로 자신의 서비스 영역을 크게 분류하고 있고, 안진회계법인은 감사 및 회계자문, 재무자문, 세무자문, 리스크자문, 컨설팅으로 자신의 서비스 영역을 크게 분류하고 있다(이상의 내용은 각 사의 홈페이지를 2022. 1. 24. 방문하여 검색한 결과임을 밝힌다).

12) 이중욱·김성수, 기업가치평가와 재무실사, 삼일인포마인, 2019, 21면.

13) 이중욱·김성수, 위의 책, 21면.

가 합의할 수 있는 거래가격"이다.

3. 가치평가의 방법

실무적인 가치평가는 가치평가의 접근방법에 기초한 가치평가모형 또는 이러한 모형을 활용하여 관련 법령에서 정한 평가방법들에 의해 이루어진다. 그리고 하나의 평가접근방법만을 활용하기보다는 둘 이상의 평가접근방법을 활용하여 각 평가접근방법 간의 결과를 종합적으로 고려하는 것이 보통이다.[14]

이론상 가치평가의 접근방법에는 크게 내재가치 평가방법과 상대가치 평가방법이 있는데, 내재가치 평가방법은 "대상기업의 개별 자산 및 부채를 평가하여 가치를 측정하는 방법"인 자산가치 접근법과 "미래에 예상되는 경제적 이익을 현재가치로 환산하는 방법"인 수익가치 접근법으로 나누어 볼 수 있다.[15] 이 중 수익가치 접근법의 대표적인 예가 현금흐름할인모형(DCF Model)인데, 이는 장래에 창출될 현금흐름을 해당 기업의 가중평균자본비용 등 적절한 할인율을 이용하여 현재의 가치로 환산하는 것으로서 가치평가에서 가장 일반적으로 활용되는 방법 중 하나이다.[16] 한편 상대가치 평가방법은 평가대상회사와 영업위험 및 재무위험이 유사한 비교대상기업을 선정하고 비교대상기업의 가격정보를 이용하여 평가대상기업의 가치를 평가하는 방법인데, 세부적으로는 유사(상장)기업 비교법과 유사거래 비교법 등으로 나누어 볼 수 있다.[17]

법령에서 평가방법을 정한 예로는 자본시장법을 들 수 있는데, 자본시장법은 합병, 분할합병, 주식의 포괄적 교환·이전 등에 있어 법령에서 정한 방법에 따른 가치평가를 요구한다.

위와 같이 다양한 가치평가방법이 존재하는 상황에서, 금감원 가이드라인은 "최종가치를 산출함에 있어서 적절한 방법의 선택 및 각 방법에 대한 의존 정도는 평가자의 전문가적 판단에 기초하여야 하며 정해진 공식 등에 의하여 기계적으로 결정하여서는 아니 된다"고 규정하며, 가치평가방법 결정에 있어서 가치평가자의 전문가적 재량을 존중하고 있다.[18]

4. 실무상 가치평가의 단계 및 절차

실무상 가치평가 업무는 먼저 당해 평가의 목적 내지 용도와 당해 평가대상 자산의 성격 등 평가의 개요 및 특성을 파악하는 데서 시작한다.[19] 이 단계에서 가치평가자는 평가에 적용될

14) 이중욱·김성수, 위의 책, 43면.
15) 김종일 외, 기업가치평가실무, 조세통람, 2021, 22-25면
16) 김종일 외, 위의 책, 25면.
17) 김종일 외, 위의 책, 26면.
18) 금융감독원, 『외부평가업무가이드라인』, 28문단.

가치 기준과 적용법규 및 평가의 기본 전제와 가정을 검토하고 평가의 제약사항도 파악하게 된다.[20]

다음으로, 가치평가자는 대상 회사에 대한 실사 등을 통해 대상 회사 및 관련 산업에 대한 다양한 재무정보와 비재무정보를 확보하고 분석한다.[21] 이 때 실사와 정보 제공은 대상 회사의 협조를 전제로 한 임의적인 방법에 의하므로 가치평가자가 필요한 정보를 확보하는 데에는 제약이 있을 수밖에 없는데, 이처럼 가치평가에 필요한 정보를 충분히 확보하지 못하는 경우 가치평가자는 그로 인한 평가의 제약사항을 가치평가보고서에 기재하는 것이 보통이다.

위와 같은 분석을 토대로 가치평가자는 가치평가방법을 선정하는데, 이 때 하나의 평가방법만이 아닌 다양한 평가방법을 모두 선정할지 여부도 고려한다.[22]

가치평가방법을 결정한 후 그 방법을 적용하여 본격적으로 가치평가를 수행하고, 그 방법에 따라 일차적으로 산출된 가치평가결과에 가치조정, 즉 가치의 할증 또는 할인이 필요한지 여부를 검토한 후 최종평가 가치를 산출하고 이를 문서화한다.[23] 이 때 최종평가결과는 단일 수치로 산출되기 보다는 일정한 범위(예를 들어 주당 12,000원에서 13,000원)로 산출되는 것이 보통이다.

위와 같은 절차를 통해 이루어지는 가치평가는 본질적으로 이해관계자들 간의 이해를 바탕으로 한 합의의 과정이 필요한 개념으로서, 가치평가의 과정은 평가대상에 대한 특정인의 기대치가 다양한 과정을 거쳐 이해관계자의 기대치와 이해·설득·합의를 이루는 과정으로 묘사될 수 있다.[24] 따라서 가치평가의 과정에서는 중립적이고 객관적인 평가를 한다는 명목으로 가치평가자와 이해관계자들 간의 단절 내지 절연이 요구되는 것이 아니라, 오히려 이해관계자들 간 그리고 이해관계자와 가치평가자 사이의 의사소통이 요구된다고 하겠다. 또한 가치평가결과는 수학적인 공식만에 의해 산출되는 것이 아니라 다양한 추정과 추론을 적용하는 평가자의 개인적 판단의 결과물로서 하나의 평가대상에 대하여 하나의 정답만이 존재한다고 볼 수는 없다.[25]

---

19) 이중욱·김성수, 앞의 책, 44-45면.
20) 이중욱·김성수, 앞의 책, 45면.
21) 이중욱·김성수, 앞의 책, 45면.
22) 이중욱·김성수, 앞의 책, 45면.
23) 이중욱·김성수, 앞의 책, 46-47면.
24) 이중욱·김성수, 앞의 책, 21, 48면.
25) South Australia Asset Management Corporation v. York Montague Ltd [1997] AC 191; Stuart Isaacs, "Damages in Negligent Valuation Actions" (1998) 10 Singapore Academy of Law Journal 217, 218-9; 한편, 한공회 수행기준 65문단은 "보고서 이용 상의 유의사항"으로서 "평가보고서에 포함된 분석이나 의견, 가치의 평가는 문단 18의 특정한 가정과 제약조건에 따른 것이며, 이러한 분석과 의견, 평가는 평가자의 개인적 판단과 견해에 의한 것"이라는 문구가 평가보고서에 포함되어야 한다고 규정한다.

5. 가치평가의 실무적 활용

가치평가는 실무상 다양한 용도 내지 목적으로 활용되고 있다.

우선, 투자 목적의 기업가치평가를 들 수 있다. 특히 벤처캐피탈 등이 발행 주식의 시가가 존재하지 않는 비상장회사에 투자하려는 경우 투자대상회사의 공정한 가치를 결정하기 위해 가치평가를 수행할 것이다.[26]

둘째, 기업공개시 신주 또는 구주의 공모가를 산정하기 위한 가치평가를 들 수 있다.[27]

셋째, 자본시장법에 의한 주식가치평가로서, 합병가액 산정을 위한 가치평가를 들 수 있다.[28]

넷째, 재무제표 작성시 공정가치 모형이 적용되어야 하는 자산에 대한 재무보고 목적의 가치평가를 들 수 있다(이를 재무보고 목적의 공정가치 측정이라 부르기도 한다).[29] 2011년 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 전면 시행됨에 따라 공정가치 모형(Fair Value Model)을 적용하는 자산이 대폭 증가함에 따라 가치평가의 수요가 대폭 증가하고 가치평가 시장도 크게 성장했다고 한다.[30]

그 밖에도 세무상 필요에 의한 평가(특히 상속세 및 증여세법상의 주식가치평가), 영업권의 가치평가, 신규 프로젝트의 사업타당성 검토를 위한 가치평가, 기업회생절차에서의 의사결정을 위한 가치평가 등을 들 수 있다.[31]

Ⅲ. 회계법인의 기업가치 평가 업무의 유형별 적용법규 및 규제체계

1. 자본시장법상 의무적 기업가치 평가(합병가액 등의 적정성 검토 목적)

(1) 법적 근거

주권상장법인은, 자본시장법 제165조의4 제1항, 제2항, 동시행령 제176조의5 제7항, 제176조의6 제3항 등에 근거하여, 합병, 중요한 영업 또는 자산의 양수도 등의 거래를 함에 있어 회계법인 등 소정의 외부평가기관으로부터 합병가액 등의 적정성을 의무적으로 평가받아야 한다.

---

26) 김종일 외, 앞의 책, 29면.
27) 김종일 외, 앞의 책, 30면; 이중욱·김성수, 앞의 책, 24면.
28) 김종일 외, 앞의 책, 31면.
29) 김종일 외, 앞의 책, 33면; 이중욱·김성수, 앞의 책, 24면.
30) 김종일 외, 앞의 책, 29, 33면. 공정가치 모형에 대비되는 개념 내지 용어로는 '역사적 원가주의' 내지 '원가모형'이 있다.
31) 김종일 외, 앞의 책, 30-31면; 이중욱·김성수, 앞의 책, 24면.

이하에서는 합병을 중심으로 살펴보고, 이러한 유형의 가치평가를 "자본시장법상 의무적 가치평가"라 약칭한다.

(2) 의무적인 외부평가 대상

주권상장법인이 합병을 함에 있어 그 합병가액의 적정성을 의무적으로 평가받아야 하는 경우로는, ① 주권상장법인 간 합병시 합병가액을 주가에 의한 비율에서 10%를 초과하여 할증 또는 할인하는 경우, ② 주권상장법인 간 합병 후 주권비상장법인이 되는 경우 중 주가에 의한 합병비율을 따르지 않는 경우, ③ 주권상장법인이 주가가 존재하지 않는 주권비상장법인 등과 합병하는 경우 등을 들 수 있다.[32]

(3) 적격 외부평가기관

위와 같이 합병가액의 적정성 등을 평가할 수 있는 적격 외부평가기관에는 공인회계사법에 따른 회계법인만 포함되어 있는 것은 아니고, 그 이외에도 신용평가회사와 인수업무 내지 모집·사모·매출의 주선업무를 인가받은 자도 포함되어 있다.[33]

(4) 자본시장법상 의무적 기업가치 평가에 대한 규제

위와 같이 외부평가기관으로부터 합병가액의 적정성 등에 대한 평가를 받은 경우 회사는 그 평가의견서를 주요사항보고서의 첨부서류로 외부에 의무적으로 공개해야 한다.[34]

한편, 외부평가기관으로서의 회계법인은 앞서 본 금감원 가이드라인 및 한공회 수행기준을 준수해야 하고 그 필수적인 절차를 준수하지 않은 부실평가에 대하여는 『증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』 <별표> '외부평가기간의 부실평가 등에 대한 제재기준' (이하 "증권공시규정 별표기준")에 기하여 행정적인 제재를 가할 수 있다.[35]

위 제재기준에 열거되어 있는 부실평가의 대표적인 유형으로는, ① 회사의 과거 재무제표에 중요한 회계처리기준 위반사실이 있다는 사실을 알고 있음에도 이를 묵인하고 평가에 사용하는 경우, ② 회사가 제공한 자료 또는 진술이 허위라는 사실을 알고 있음에도 이를 묵인하고 평가하는 경우 등을 들 수 있다.

32) 자본시장법 시행령 제176조의5 제7항; 금융위원회 보도참고자료, "기업가치 평가 업무 관련" (2018. 11. 23.자).
33) 자본시장법 시행령 제176조의5 제8항, 제68조제2항제1호 및 제2호.
34) 자본시장법 제161조 제1항, 제2항, 동시행령 제171조 제4항 제8호, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제4-5조 제1항 제1호.
35) 금융위원회 보도참고자료, "기업가치 평가 업무 관련" (2018. 11. 23.자)

2. 재무제표 표시를 위한 기업가치 평가

특정 자산의 공정가치를 평가하기 위하여 회계법인이 수행한 가치평가 결과가 재무제표의 개별 계정 과목에 반영되는 경우는, 외부감사법의 적용을 받아 외부감사에 대한 감리(상장사의 경우에는 금융감독원의 감리, 비상장사의 경우에는 한국공인회계사회의 감리) 등을 통해 관리·감독된다고 볼 수 있다.[36] 이러한 유형의 가치평가가 문제되는 상황으로는, 특정 회사가 소유한 비상장주식에 대한 가치평가를 맡은 어떤 회계법인(A)이 그 주식의 공정가치를 과대평가한 가치평가결과를 기초로 (재무제표상 그 주식의 가치가 과대계상되어 있었음에도 불구하고) 그 회사에 대한 외부감사를 맡은 다른 회계법인(B)이 A 회계법인에 의한 가치평가결과의 적정성에 대한 구체적인 검토 없이 형식적인 수준의 검토업무만을 수행함으로써 가치평가보고서가 감사증거로서 적합한지 평가하기 위한 감사절차를 소홀히 하였다는 이유로, 외부감사인인 B회계법인에 대하여 감리조치를 취하는 경우를 상정할 수 있을 것이다.[37] 즉, 재무제표 표시를 위한 기업가치 평가에 대한 규제는 재무제표를 최종적으로 검증하는 외부감사인을 직접적인 타겟으로 하여 그로 하여금 감사증거로서의 가치평가보고서의 정확성 및 신뢰성에 대한 구체적인 검토 등 관련 감사절차를 적정하게 수행하도록 강제하는 효과를 의도한다고 볼 수 있다.

3. 회사 내부 목적의 임의적인 기업가치 평가

회사의 주요 경영상 의사결정 내지 거래수행 목적을 위해 회사의 의뢰를 받아 회계법인이 수행하는 임의적인 기업가치 평가는 회사 내부 참고 목적으로 임의로 수행하는 기업가치 평가로서 평가결과를 사적 계약에 따라 당사자에게만 제공하는 경우 평가방법론 등에 대한 규율이 없고 당국의 직접적인 감독권한도 없다.[38] 다만 이 경우에도 가치평가를 수행한 공인회계사가 공인회계사회 회칙을 위반한 경우 한국공인회계사회의 징계 대상이 될 수 있을 것이다.[39]

한편 앞서 서론에서 언급한 대상 판결에서 문제가 된 가치평가 업무도, 재무적 투자자인 사모펀드와 대상회사의 최대주주 사이의 주주간 계약에서 정한 소정의 조건이 성취되지 않았을 때, 매입주식에 대한 매수청구권을 행사하는 투자자와 최대주주가 각 하나의 독립적인 회계법인 등을 가치평가기관으로 선임하여 매입주식의 공정시장가치에 관한 평가보고서를 제공한다

---

36) 금융위원회 보도참고자료, "기업가치 평가 업무 관련" (2018. 11. 23.자)
37) 비상장주식의 과대계상을 검증하는데 실패한 감사인에 대한 구체적인 감리 사례에 관하여는, 김정애 외, "감사인의 비상장주식 가치평가 관련 업무 수행실패와 게이트키퍼로서의 책임-B사 감리사례분석을 중심으로", 「회계저널」, 제24권 제5호 (2015)를 참조할 수 있을 것이다.
38) 금융위원회 보도참고자료, "기업가치 평가 업무 관련" (2018. 11. 23.자)
39) 금융위원회 보도참고자료, "기업가치 평가 업무 관련" (2018. 11. 23.자)

는 취지의 주주간 계약조항에 따라 이루어진 용역으로서,[40] 일견 앞서 본 다양한 유형의 가치평가 업무 중 임의적인 가치평가 업무로 성격지을 수 있을 것이다.

4. 검토

위에서 본 바와 같이 회계법인이 실무상 수행하는 기업가치 평가업무는 공적 규제의 유무나 업무의 속성 등의 측면에서 다양한 범주로 구분해 볼 수 있다. 그런데 우리에게 보다 익숙한 회계법인의 외부감사 업무의 경우 공적 규제와 업무의 공공성으로 인해 업무수행에 있어 언제나 독립성이 강하게 요구되는 것과 달리, 회계법인의 가치평가 업무 중에는 외부감사 업무 못지않게 공공성이 강하게 요구되는 유형의 업무가 있는 반면 다른 사적인 전문가의 서비스와 마찬가지로 사적이고 임의적인 재무자문서비스로서 제공되는 유형의 업무도 있는 등 그 업무의 스펙트럼이 다양함을 알 수 있다. 이렇듯 그 업무의 성격이 다양하다면 그 업무에 대한 규제나 법적 책임에 있어서도 차별적 규율이 필요할 것인데, 법원이나 수사당국은 회계법인의 가치평가 업무와 관련한 형사적 제재에 있어 가치평가 업무의 다양성을 별도로 고려하고 있지는 않은 듯하다.

Ⅳ. 회계법인의 가치평가 업무와 관련하여 형사책임이 문제되는 주요 상황과 그 경우의 적용법조 및 주요 법리적 쟁점

1. 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄

(1) 개관

회계법인이 회사로부터 비상장회사에 대한 주식 등 특정 자산에 대한 가치평가를 의뢰받아 그 가치를 과대평가하거나 과소평가한 경우가 주로 문제된다. 이 때 행위자인 공인회계사가 회계에 관한 감사, 감정, 증명, 계산 등의 직무를 수행할 때 사실에 관한 인식이나 판단의 결과를 표현함에 있어, 자신의 인식판단이 보고서에 기재된 내용과 불일치하는 것임을 알고서도 진실 아닌 것을 기재하였다고 인정될 경우, 법원은 공인회계사법 제53조 제2항 제1호, 제15조 제3항에 기하여 소위 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄가 성립한다고 본다.[41]

---

40) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결; 법률신문 기사, "'Y회사' 풋옵션 분쟁 X회계법인 회계사 등 1심서 '무죄'" (2022. 2. 10.자)

41) 대법원 2012. 5. 24. 선고 2010도2797 판결 등.

(2) 주요 구성요건으로서의 '허위보고' 요건의 해석

통상적으로 형사구성요건으로서 '허위'를 포함하고 있는 주요 범죄들, 즉 허위사실적시에 의한 명예훼손죄, 무형위조로서의 문서에 관한 죄(허위공문서작성죄나 허위유가증권작성죄) 등을 떠올릴 때 허위라 함은 의견이나 평가가 아닌 사실을 대상으로 하며 진실한 사실에 반하는 내용을 기재하거나 표시할 때 인정된다고 이해되고 있다.[42] 그렇다면 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 주요 구성요건으로서의 '허위보고' 역시 '허위'라는 용어의 일반적인 개념대로 내용이나 결과(평가금액)의 진실성을 의미하는지, 아니면 과정(평가방법)의 적정성을 의미하는지를 먼저 검토할 필요가 있다.

감정평가에 관한 법률상 허위감정죄에 대한 판례이기는 하지만, 대법원은 "허위감정이라 함은 신빙성 있는 감정자료에 의한 합리적인 감정결과에 현저히 반하는 자의적 방법에 의한 감정을 일컫는 것이어서 정당하게 조사수집하지 아니하여 사실에 맞지 아니하는 감정자료임을 알면서 그것을 기초로 감정함으로써 허무한 가격으로 평가하거나 정당한 감정자료에 의하여 평가함에 있어서도 합리적인 평가방법에 의하지 아니하고 고의로 그 평가액을 그르치는 경우에 성립한다"고 판시하고 있다.[43] 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄에 대한 판단에서도 대법원은 주식평가보고서에서의 평가금액 및 그 평균치가 모두 적정평가액의 범위 내에 속한다 하더라도 그 평균치를 의뢰받은 금액에 맞추고자 각각의 평가금액 그리고 이를 도출해 내기 위한 전제가 되는 주요 인자를 인위적으로 조작한 경우 허위의 보고서라 볼 수 있다는 취지의 판시를 한 바 있다.[44] 위와 같은 대법원의 입장을 종합해 보면, 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 구성요건으로서의 '허위'의 개념은 내용의 진실부합성이나 결과의 적정성보다는 과정의 적정성을 의미한다고 볼 수 있을 것인데, 이러한 입장은 '허위'라는 용어에 대한 일반적이고 통상적인 문언 해석의 범위를 벗어난 것으로 볼 여지도 있을 것이다.

또한 허위의 기재가 행위자의 주관적 인식에 반하는 것을 의미하는 것인지 아니면 객관적인 진실에 반하는 것을 의미하는 것인지도 문제될 수 있다. 그런데 "허위보고라 함은 자신의 인식판단이 보고서에 기재된 내용과 불일치하는 것임을 알고서도 진실 아닌 것을 기재한 것을 말한다"는 대법원의 판시내용[45]을 고려하면, 보고서에 기재된 내용이 행위자의 주관적 인식에 반할 뿐만 아니라 객관적인 진실에도 반하는 경우에만 허위보고의 구성요건이 충족된다고 보아야 할 것이다.[46] 이렇듯 주관적 측면과 객관적 측면을 모두 충족해야 '허위보고'의 구성요건

42) 이재상 외, 형법각론, 박영사, 2016, 596면; 오영근, 형법각론, 박영사, 2019, 581면 등.
43) 대법원 1986. 10. 14. 선고 86도1367 판결.
44) 대법원 2005. 4. 29. 선고 2005도856 판결.
45) 대법원 2012. 5. 24. 선고 2010도2797 판결: "공인회계사법상 직무를 행할 때 고의로 허위보고를 한다는 의미는 행위자인 공인회계사가 회계에 관한 감사·감정·증명·계산 등의 직무를 수행할 때 사실에 관한 인식이나 판단의 결과를 표현함에 있어 자신의 인식판단이 보고서에 기재된 내용과 불일치하는 것임을 알고서도 내용이 진실 아닌 기재를 한 것을 말한다."

이 인정될 수 있다는 해석과 앞서 본 다른 대법원 판례[47]에서의 '평가금액이 결과적으로 적정평가액의 범위 내에 속할 경우에도 허위의 보고서로 볼 수 있다'는 취지의 결론이 서로 부합되는 것인지에 대하여는 의문의 여지가 있다.[48]

(3) 주요 구성요건으로서의 '직무' 범위에 임의적인 가치평가 업무도 포함되는지 여부

허위보고에 의한 공인회계사법위반죄는 공인회계사가 '직무'를 행함에 있어 허위보고를 할 경우 성립할 것인데, 공인회계사법 제2조는 각 호에서 동법의 규율을 받는 공인회계사의 직무범위를 한정적으로 열거하고 있는 반면,[49] 앞서 본 것처럼 공인회계사는 다양한 성격의 업무에 종사할 수 있고 가치평가 업무도 법상 의무적인 것부터 회사 내부 목적의 임의적인 것까지 실무상 다양한 유형으로 분류할 수 있다. 이러한 상황에서 공인회계사가 공인회계사법상 직무의 범위로 명시적으로 언급되어 있지는 않은 가치평가 업무를 수행한 경우에도 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 적용을 받을 수 있는지가 문제될 수 있다.

이와 관련하여 대상 판결은 "이 사건 보고서는 형식상 가치평가보고서에 해당하고, 비상장주식의 가치평가는 대상회사 내지 유사상장회사의 재무제표 등 회계서류에 대한 전문적 회계지식과 경험에 기초한 분석과 판단에 대한 보고가 포함되는 업무로 회계의 감정이 수반된다"는 점을 근거로 해당 가치평가 업무가 공인회계사법 제2조의 직무에 포함된다고 판시한 바 있다.[50] 앞서 본 것처럼 대상 판결에서 문제가 된 가치평가 업무가 별도 법률에 의한 공적 규제를 특별히 받지 않는 임의적 성격의 용역이었다는 점을 감안하면, 법원은 임의적인 가치평가 업무도 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 적용을 받을 수 있다고 판시한 것으로 볼 수 있다.

---

46) 즉, 대법원의 판시내용 중 "자신의 인식판단이 보고서에 기재된 내용과 불일치하는 것임을 알면서도"라는 부분은 행위자의 주관적 인식에 반하는 측면을 언급한 것이라면 "진실 아닌 것을 기재한 것"이라는 부분은 객관적인 진실에 반하는 측면을 언급한 것으로 볼 수 있기 때문이다.

47) 대법원 2005. 4. 29. 선고 2005도856 판결.

48) 즉, 평가금액이 결과적으로 적정평가액의 범위 내에 속한다면 [보고의 내용(결론)이] 객관적인 진실에 반하여야 한다는 요건을 충족하기 어렵다고 볼 여지가 있기 때문이다.

49) 공인회계사법은 동법의 규율을 받는 공인회계사의 직무범위로 "1. 회계에 관한 감사·감정·증명·계산·정리·입안 또는 법인설립등에 관한 회계, 2. 세무대리, 3. 제1호 및 제2호에 부대되는 업무"를 열거하고 있다. 이 중 '회계에 관한 감정'의 개념과 관련하여 대법원은 "위 규정이 정한 '회계에 관한 감정'이란 기업이 작성한 재무상태표, 손익계산서 등 회계서류에 대한 전문적 회계지식과 경험에 기초한 분석과 판단을 보고하는 업무를 의미하고, 여기에는 기업의 경제활동을 측정하여 기록한 회계서류가 회계처리기준에 따라 정확하고 적정하게 작성되었는지에 대한 판정뿐만 아니라 자산의 장부가액이 신뢰할 수 있는 자료에 근거한 것인지에 대한 의견제시 등도 포함된다"고 판시한 바 있다(대법원 2015. 11. 27. 선고 2014도191 판결).

50) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결.

(4) 평가를 의뢰한 상대방으로부터 허위로 평가해 달라는 부탁을 받은 경우 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄가 성립할 수 있는지 여부

공인회계사법 제53조 제2항 제1호는 "고의로 진실을 감추거나 거짓보고를 한 자"를 처벌한다고 규정하는데, 이 때 '고의로 진실을 은폐한 점'과 관련하여 피고인들은 '의뢰인도 평가보고서의 내용이 허위임을 알고 있었으므로, 피고인들이 의뢰인에게 허위보고를 하였다고 하더라도 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄가 성립하지 않는다'는 취지의 주장을 하는 경우가 많다. 이에 대하여 대법원은 "허위보고를 내용으로 하는 공인회계사법위반죄는 위촉인이 공인회계사가 진실을 감추거나 허위보고를 하고 있음을 알고 있는 경우에도 인정된다"고 판시하면서 피고인들의 위와 같은 주장을 배척한 바 있다.[51]

(5) 주요 정황증거의 적절성 검토

① 회계법인의 가치평가 업무수행과정에서 의뢰인 회사가 목표(target) 평가금액을 제시하고 공인회계사가 그 금액에 근접한 평가결과 산출에 필요한 데이터나 자료에 관하여 의뢰인 회사와 협의하는 과정을 거친 후 결과적으로 의뢰인 회사의 목표 평가금액에 근접한 평가결과가 도출된 경우, 수사절차나 공판과정에서 이러한 일련의 과정이 유죄의 정황증거로 활용되는 경향이 있다. 즉, 목표 평가금액을 제시하는 부분이나 의뢰인과 공인회계사 사이의 밀접한 의사소통 과정 등을 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 인정을 위한 유력한 정황증거로 보는 경향이 있음을 부인할 수 없는 것이다.

그런데 기본적으로 가치평가 용역계약은 의뢰인 회사와 회계법인 사이의 사적인 전문가 용역계약이자 사법(私法)상 위임계약[52]으로서, 공인회계사와 의뢰인 회사가 소정의 데이터나 자료를

51) 대법원 2012. 5. 24. 선고 2010도2797 판결. 이 사건의 원심판결을 선고한 서울고등법원도 "허위보고에 의한 공인회계사법위반죄는, ①법문에 의하더라도 공인회계사가 직무를 행할 때 허위보고를 하여서는 아니됨에도 그에 위반하여 허위보고를 한 때에 위 범죄가 성립하는 것이어서, 평가 의뢰를 한 상대방이 그것이 허위임을 알았는지 여부를 구별하지 아니하는 점, ②공인회계사가 직무상 작성하는 평가보고서는, 공인회계사와 같은 전문적인 지식을 갖추지 못하여 평가되는 회사의 기업가치 또는 주식가치를 알 수 없는 불특정 다수인에게 적지 않은 영향을 미치기 때문에, 공인회계사로 하여금 평가를 의뢰받은 사항을 보고하는 때에는 어떠한 경우에도 허위의 내용을 보고하지 않도록 하려는 취지에서 규정된 것으로 보이므로, 평가를 의뢰한 상대방으로부터 허위로 평가해 달라는 부탁을 받고 그 부탁에 따라 허위보고를 함으로써 그 상대방이 허위보고임을 잘 알고 있었다고 하더라도, 공인회계사가 직무를 행하면서 허위보고를 한 이상 이를 처벌함이 상당할 것인 점, ③공인회계사가 허위보고를 하는 계기는 대부분 평가 의뢰자의 부탁이 있기 때문일 것인데, 그러한 경우가 위 죄의 처벌 대상에서 제외된다면 허위의 평가보고서가 범람할 우려가 없지 아니하여 위 죄가 규율하고자 목적을 전혀 달성할 수 없게 될 것인 점 등에 비추어 보면, 평가를 의뢰한 상대방이 허위임을 알고 있는 경우에도 당연히 성립한다고 볼 것이다"고 판시한 바 있다(서울고등법원 2010. 2. 5. 선고 2009노2546 판결).

52) 최광선, "공인회계사가 직무상 체결하는 계약의 사법상 지위-개정 외부감사법 및 공인회계사법을 중심으로", 「재산법연구」, 제36권 제3호 (2009), 122-123면에서는 공인회계사의 업무 중 공공적 성격이 가장 강한 감사계약의 법적 성질을 검토하면서 "위임계약이 공인회계사가 직무상 체결한 계약의 중심을 이룬다"는 취지의

인위적으로 조작하거나 위조하지 않는 이상, 의뢰인이 제시한 목표 평가금액을 염두에 둔 긴밀한 협의 내지 조언이 있었다고 하여 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 인정할 수 있을지(설령 인정할 수 있다고 하더라도) 그러한 행위를 형사처벌하는 것이 정책적으로 적절한지에 대하여는 의문이 있다. 한공회 수행기준은 가치평가자가 수행할 업무에 대하여 의뢰인과 상호 이해하여야 한다고 규정하고 있는데,[53] 가치평가에 필요한 데이터나 자료에 대한 공인회계사와 의뢰인 사이의 긴밀한 협의와 조언 과정은 그러한 상호 이해과정의 일환으로도 볼 수 있기 때문이다. 그리고 계약 체결 전 또는 계약 체결 초기에 의뢰인 회사로부터 목표 평가금액을 제시받는 부분도, 가치평가용역계약의 관행상 회계법인이 당해 가치평가용역의 수임 여부 결정을 위해 필요한 측면도 있기 때문에(즉, 의뢰인의 목표 평가금액이 통상적인 가치평가의 방법론상 산출될 수 있는 금액 범위를 벗어난다고 판단할 경우 초기에 당해 용역 의뢰를 거절하기 위한 목적), 목표 평가금액을 제시받는 관행을 유죄의 정황증거로 삼는 것은 불합리한 측면이 있다.

대상 판결에서도 검찰은 의뢰인인 사모펀드 측과 가치평가자인 X 회계법인 사이의 의견교환의 횟수나 정도가 많다는 점, X 회계법인이 사모펀드 측이 제시한 의견을 수용한 점 등을 문제로 제기하였으나, 법원은 한공회 수행기준상 가치평가자와 의뢰인 사이의 상호 이해가 권장되고 있다고 전제하였다.[54] 그러면서 "평가방법이 정해져 있는 감사와 달리 이 사건과 같이 가치평가 업무를 수행함에 있어서는 X 회계법인이 [사모펀드 측]으로부터 다른 의견을 제시받아 전문가로서 그 의견의 합리성을 따져 수용여부를 결정하였다면 의견교환의 횟수가 다소 많다는 사정을 들어 [사모펀드 측]이 평가방법을 결정한 것으로 볼 수 없다"는 점 등을 들어 X 회계법인이 사모펀드 측의 의견을 수용한 것이 비합리적이라 보기 어렵다고 판시하였다.[55]

② 또한, 회계법인의 가치평가 업무와 관련된 수사나 공판과정에서는 평가실무자인 공인회계사가 작성한 관련 전자파일을 압수수색한 결과 가치평가보고서가 여러 버전(version)으로 작성되거나 평가방법이나 관련 수치를 수차례 변경한 흔적이 있을 경우 이 역시도 허위보고의 유력한 정황증거로 삼는 경향이 있다.

그러나 앞서 살펴 본 가치평가 업무의 실무에서도 확인할 수 있는 바와 같이, 어떤 가치평가 업무에 적용할 평가방법에는 한 가지 정답만 있는 것이 아닌 관계로 실무상 다양한 평가방법의 적용을 검토해 볼 수밖에 없고 그 과정에서 여러 버전의 보고서 초안이 작성되거나 평가방법이 수차례 변경되는 것은 통상적인 업무수행과정으로 볼 수 있다.

설명을 하고 있다. 또한 감사인이 "감사대상회사와 외부감사계약을 체결하고 재무제표의 적정성을 검토하는 사무의 처리를 수임한 사람으로서 선량한 관리자의 주의를 다하여 수임업무를 처리할 의무"가 있다고 판시한 하급심 판례(서울서부지방법원 2006. 7. 26. 선고 2005가합6082 판결)도 있다. 이러한 견해나 판례 등을 참고할 때, 감사계약보다 공공적 성격이 약한 가치평가용역계약의 경우는 사법상 위임계약의 성격이 훨씬 더 강하다고 볼 수 있을 것이다.

53) 한국공인회계사회, 가치평가서비스 수행기준, 5면(16문단).

54) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결.

55) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결.

③ 한편, 수사당국은 가치평가보고서 발행과 관련하여 가치평가자들의 민형사상 책임이 문제될 경우 가치평가 의뢰인이 그 법률비용을 전보해 주기로 하는 약정을 하거나 가치평가업무 전후 가치평가기관인 회계법인이 동일한 의뢰인으로부터 다른 성격의 용역을 다수 수임할 경우 이를 허위보고의 유력한 정황증거로 보기도 한다. 그러나 법률비용에 대한 면책약정의 경우 회계법인의 표준적인 계약양식에 대부분 관행적으로 포함되는 조항이며,[56] 대상 판결 역시 그러한 약정을 통상적인 관행으로 인정하였다.[57] 그리고 국내는 물론 국제적으로도 회계 및 관련 자문 시장은 소위 빅4로 불리는 4개의 대형 회계법인의 과점시장으로서 독립성 규정에 위반되지 않는 한 어느 하나의 대형 회계법인이 주요 대기업 개별 고객에 대하여 다수의 용역을 제공하는 것은 흔한 일로서 특정 회계법인이 가치평가용역 전후 동일한 의뢰인으로부터 다수의 다른 용역을 수임한 것 자체가 회계법인과 의뢰인 사이의 공모 내지 통정을 뒷받침하는 증거가 될 수는 없다고 할 것이다.

위와 같이 회계법인의 가치평가 업무와 관련하여 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용할 때 많이 활용되는 정황증거의 경우, 가치평가 업무의 속성이나 실무관행을 충분히 고려하지 못한 측면이 있으므로, 법원이 그들 정황증거를 유죄의 증거로 참고함에 있어서는 신중할 필요가 있을 것이다.

2. 외부감사법상 허위재무제표작성죄의 공범

회사가 재무보고 목적의 공정가치 측정을 위하여 회계법인에 특정 계정 항목에 대한 가치평가를 의뢰하고 그 평가결과가 재무제표에 반영되었는데 그 가치평가보고서의 내용이 허위로 판단된 경우에는, 해당 공인회계사가 외부감사법 제39조 제1항 소정의 허위재무제표작성죄의 공범으로 처벌될 수도 있다.

즉, 외부감사법 제5조에 따른 회계처리기준을 위반하여 거짓으로 재무제표를 작성·공시한 때에 해당하는 경우 회사의 회계업무를 담당하는 자는 신분범인 외부감사법 제39조 제1항 소정의 허위재무제표작성죄의 정범으로 처벌될 수 있다. 한편, 해당 공인회계사가 회사의 회계업무를 담당하는 자와 공모하여 회사의 허위재무제표 작성에 가담하였다고 인정될 경우 (단독정범으로서의 신분은 인정되지 않지만) 형법 제33조 본문에 따라 허위재무제표작성죄의 공모공동정범으로는 처벌될 수 있다.[58] 또한 이때 공모공동정범으로 가담한 공인회계사가 소속 회계법인의 업무에 관하여 가담한 것이라면 외부감사법 제46조의 양벌규정에 따라 그 회계법인 등

56) 예를 들어, 한국공인회계사회의 외부감사계약서 양식에도 법률비용의 면책약정에 관한 조항이 존재한다[한국공인회계사회 2020 외부감사계약서 (예시) 주권상장법인용 제14조 참조].
57) 서울중앙지방법원 2022. 2. 10. 선고 2021고합177 판결: "민, 형사상 문제발생시 법률비용을 보전받기로 한 계약조항은 가치평가업무 관련 용역계약에 통상적으로 포함될 수 있는 내용에 해당한다고 판단되므로 [...]"
58) 한국공인회계사회 회계법연구회, 주석외부감사법, 박영사, 2019, 515면.

도 처벌될 수 있겠지만, 회사의 회계업무담당자와 공인회계사 사이에 허위재무제표 작성에 관한 공모관계가 인정되는 경우에까지 (외부감사법 제46조 양벌규정 적용의 요건인) 업무관련성을 인정하기는 어려울 것이다.[59]

한편 위와 같은 경우 해당 공인회계사를 외부감사법 제39조 제1항 소정의 허위재무제표작성죄의 공범으로 처벌하는 외에 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄로도 처벌할 수 있는지가 문제될 수 있다. 그런데 외부감사법 제39조 제1항 소정의 허위감사보고서작성죄와 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 사이의 관계에 대하여 법조경합 관계 내지 특별법규 관계를 부인하고 각기 독립된 별개의 구성요건으로서 양 죄 모두의 성립을 인정하는 대법원 판례[60]를 고려할 때, 위와 같은 경우 해당 공인회계사에게는 공범으로서의 허위재무제표작성에 의한 외부감사법위반죄와 정범으로서의 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 모두 적용할 수 있다고 보아야 할 것이다.

3. 의뢰인 회사 측의 배임죄 등 주된 재산범죄에 대한 공범

기업가치 평가업무는 주로 회사가 소유한 비상장주식의 양도 또는 비상장회사와의 합병 등의 거래에서 비상장주식의 가치평가와 관련되어 많이 문제된다. 그와 같은 거래에서 지배주주 측의 경제적인 이익을 위해 회사의 손해를 감수하면서 회사 경영진이 비상장주식의 가치를 과대평가하거나 과소평가하려는 범의를 가진 경우 회사 경영진은 배임죄로 처벌될 수 있고, 공인회계사가 그에 가공한 경우 공모 여부나 가담 정도에 따라 공인회계사도 배임죄의 공범으로 처벌될 수 있을 것이다.

Ⅴ. 회계법인의 가치평가 업무와 관련된 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 적용에 대한 검토

1. 가치평가 업무의 본질이나 성격에 비추어 본 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄 적용의 적절성 여부

59) 한국공인회계사회 회계법연구회, 앞의 책, 515면.

60) 대법원 1992. 12. 8. 선고 92도2581 판결: "공인회계사가 직무를 수행함에 있어서 '고의로 진실을 은폐하거나 허위의 보고를 하는 행위'를 규제하는 공인회계사법 제20조, 제12조 제2항과 주식회사의 외부감사에 있어서 '감사인이 감사보고서에 기재하여야 할 사항을 기재하지 아니하거나 허위의 기재를 하는 행위'를 규제하는 주식회사의외부감사에관한법률 제20조 제1항 제2호는 각 법률의 입법목적, 규정사항, 적용대상, 보호법익 등을 달리하는 것으로서, 주식회사의외부감사에관한법률상의 위 처벌법규가 공인회계사법상의 위 처벌법규에 대한 특별법규로 볼 것이 아니라, 위 각 처벌법규는 각기 독립된 별개의 구성요건으로 봄이 상당하다."

(1) 서설

통상 회계법인이 주식 등에 대한 가치평가를 의뢰받은 후 그 소속 공인회계사가 해당 주식 등의 가치를 과대평가하거나 과소평가한 경우 공인회계사법 제53조 제2항 제1호의 소위 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용받는 경우가 많다. 그런데 공인회계사의 가치평가 업무의 속성이나 한계(제약사항) 그리고 관련 공인회계사법 규정, 특히 '허위보고'라는 요건에 대한 해석 문제 등을 감안할 때 위와 같은 경우에 공인회계사법 제53조 제2항 제1호를 적용하는 것이 타당한지에 대하여는 논쟁의 여지가 있다.

(2) 가치평가는 '사실'인지 아니면 '의견'인지(허위보고의 적용대상)

통상적으로 '허위'의 문서를 작성한다 함은 "진실에 반하는 허위내용을 기재하는 것"을 말하는데,[61] 여기서 '진실'이라는 단어의 통상적인 용례를 생각할 때 무언가를 허위로 보고하였다는 점이 인정되려면 그 보고의 대상은 '의견'이 아닌 '사실'로 분류될 수 있는 것이어야 한다고 볼 여지가 있다.

그런데 가치평가보고서에서의 공인회계사의 결론 내지 판단이 사실에 관한 것인지에 대하여는 논쟁의 여지가 있고,[62] 허위보고 여부를 판단하기 위해 공인회계사의 가치평가 결론 내지 판단이 진실에 부합하는지를 검증하는 것이 적절한 것인지(과연 가능은 한 것인지)에 대하여도 의문의 여지가 있다. 통상적인 가치평가 업무의 실무상 관행은 물론 금융감독원 가이드라인 및 한공회 수행기준에 따르더라도, 가치평가 업무를 수행하는 공인회계사는 가치평가방법(평가접근법)의 선택과 적용에 있어서 광범위한 전문가적 재량을 행사할 수 있다. 심지어 가치평가를 수행함에 있어 한 가지 평가접근법만을 활용하는 경우는 별로 없고 다양한 평가접근법을 혼용하는 경우가 더 흔하다. 그리고 실무상 가치평가 수행 후 도출된 수치에 대하여 가치조정의 필요성을 검토한 후 가치를 할증(premium)하거나 할인(discount)하는 것이 일반적이다.[63] 이처럼 평가자에게 광범위한 전문가적 선택과 재량의 여지가 부여된 상황에서 그 평가결과의 허위 여부를 검증하여 형사처벌 여부를 결정하는 것이 타당한지(허위 여부를 검증하는 것이 가능은 한 것인지)에 대하여는 관련 재무전문가들과 법률가들 사이의 진지한 재논의가

61) 김대휘·김신(편집대표), 주석 형법, 한국사법행정학회, 2017, 562면.
62) "가치평가 업무는 특정 자산에 대한 가치를 숫자로 구현한다는 점에서 '사실의 범주'에 해당하는 것처럼 보이기도 하고 그 결과 값을 도출하기까지 수많은 전제와 추론이 적용된다는 점에서 '의견의 범주'에 해당하는 것처럼 보이고도 한다" (엄상준, 한국금융법학회 2021년 추계공동학술대회 자료집, 76면)
63) 즉, 평가접근법에 의해 도출된 숫자를 그대로 결론에 반영해야 하는 것이 아니라, 가치 재조정이라는 단계를 통해 가치평가자의 재량과 판단에 의해 그 숫자를 재조정하는 것도 허용된다는 것이다[한국공인회계사회의 "가치평가서비스 수행기준"도 "평가자는 가치를 평가할 때 조정전 가치에서 할인, 할증 등 가치조정을 해야 할지 여부를 고려하여야 한다"고 규정하고 있다(40문단)].

필요하다.[64]

(3) 가치평가 업무의 한계와 제약사항

가치평가의 결과는 숫자로 표현된다는 점에서 일견 그 결과가 객관적이고 (과학적으로나 수학적으로) 정확한 답이 존재한다는 기대를 가지게 할 수 있다. 그러나 가치평가는 본질적으로 그 과정에서 평가자의 추론 내지 추정을 필요로 할 뿐만 아니라, 오늘날 기업의 가치에 외부적인 경제요인이나 규제환경 그리고 기업 내부의 비재무적 요소들이 큰 영향을 미치는 현실을 감안하면, 기업의 가치를 평가함에 있어서도 어떤 형태로든 주관이 개입될 수밖에 없다는 점을 인정하지 않을 수 없다.[65] 또한 이해관계자에 따라 다양한 기준과 가정이 가능하고 그 기준과 가정에 따라 가치평가 결과 및 그에 대한 해석은 달라질 수밖에 없는바, 특정한 기준과 가정에 따라 가치평가 결과의 허위 여부를 판단한다는 것이 현실적으로 가능할지는 의문이다.

그리고 가치평가는 그 과정에서 충분한 정보와 자료를 필요로 하는데, 대부분의 정보나 자료는 의뢰인 측에 의존할 수밖에 없다. 그런데 공공적 성격이 특히 강조되어 독립성 확보를 위해 별도의 강력한 규제와 감독을 받는 외부감사 업무와는 달리 회계법인의 가치평가 업무는 아직 사적인 영역에서의 전문가서비스라는 성격(즉, 의뢰인과 회계법인 사이의 전문가 자문계약적 성격)이 강하여 의뢰인으로 하여금 공인회계사에게 충분하고 적정한 자료 제공을 강제할 수 있는 수단이 없다. 이러한 상황에서 의뢰인은 자신이 원하는 평가결과가 도출되도록 하기 위해 (자신에게 불리한 자료를 제외한 채) 자료를 선별적으로 제출하거나 심한 경우 내용을 왜곡하거나 조작한 자료를 제공할 수도 있다. 그럼에도 공인회계사는 가치평가 업무를 수행하는 과정에서 (법상의 강제수단이 없을 뿐만 아니라 감사업무에 비해 상당히 낮은 보수 수준으로 인하여 가치평가 업무에 투입할 수 있는 인력이나 시간이 제한적인 관계로) 평가 정보나 자료의 정확성을 충분히 검증하기가 어렵다. 이러한 현실을 감안하여 가치평가보고서에는 일종의 'disclaimer'로서 '보고서 이용상의 주의사항' 등의 표제 하에 '평가자료를 입증하기 위한 어떠한 보강적 절차도 수행하지 않았다'는 점 등 가치평가 업무를 수행함에 있어서의 제약사항이나 제한사항을 기재하는 것이 보통이다.[66]

그런데 가치평가 업무를 수행하는 과정에서 의뢰인으로부터 확보된 자료나 정보가 제한적

64) 한편, 공인회계사법에 대한 것이 아니라 외부감사법상의 벌칙규정에 대한 것이기는 하지만, "회계처리기준의 준수와 관련하여 선택 또는 재량의 여지가 부여되어 있다면 그 선택 또는 재량을 행사함에 있어서 일탈 또는 남용이 있었다는 점을 범죄구성요건으로 삼는 것이 타당한 것이지 객관적으로 거짓이 존재한다는 점을 그 구성요건으로 규정하는 것은 타당하지 않은 측면이 있고 [...]"라는 견해를 참고할 만하다(이준봉, "주식회사의 외부감사에 관한 법률상 회계처리기준 및 회계감사기준의 위반과 관련된 처벌조항의 위헌성에 대한 검토", 「형사법연구」, 제30권 제1호 (2018), 61면).

65) 이중욱·김성수, 앞의 책, 2019, 26면.

66) 한국공인회계사회, 가치평가서비스수행기준, 18-19면.

이거나 부정확한 이유로 인해 그 가치평가 결과가 과대평가되거나 과소평가된 경우에도 수사당국이나 법원은 (특히 형사절차에 관한 한) 위와 같은 제약사항이나 제한사항에 관한 보고서 기재(즉, disclaimer 기재)를 고려하지 않은 채 허위보고 여부를 판단하는 경향이 있다. 위에서 본 바와 같이 가치평가 업무에 현실적인 한계와 제약사항이 존재할 수밖에 없다는 점을 감안하면, 가치평가 결과를 이용함에 있어서의 주의사항을 평가자가 구체적으로 밝힌 이상 그러한 주의사항이 실제 현실화하여 가치평가 결과에 논란이 발생한 경우에는 허위보고에 대한 형사책임을 인정함에 있어 신중할 필요도 있을 것이다.

2. 다른 유사 벌칙규정과의 형평상 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 적용범위를 (입법론적으로나 현행 규정의 해석상) 축소 내지 제한할 필요성

(1) 해당 공인회계사에게 보고의무가 인정되고 공공적 성격이 강한 업무 영역으로 제한할 필요성

앞서 본 것처럼, 회계법인 내지 그 소속 공인회계사의 업무 영역은 다양한데, 그 중에서 외부감사와 같이 공공재로서의 성격이 강한 업무는 다수의 이해관계자들을 위한 공익 차원에서 업무 수행의 적정성과 업무 결과의 투명성을 담보하기 위한 법적 규율을 받고 있고, 그러한 법적 규율의 핵심은 민형사상 책임 부과를 통한 외부감사인의 책임성 추구라 할 수 있다.[67] 형사상 책임의 예를 구체적으로 들자면, 감사인 또는 그에 소속된 공인회계사가 감사보고서에 기재하여야 할 사항을 기재하지 아니하거나 거짓으로 기재한 행위를 소위 허위감사보고서작성죄라는 범죄로 규정한 외부감사법 제39조 제1항 후단을 들 수 있다. 그런데, 회계법인의 업무 영역에는 위와 같이 공공적 규율이 강한 외부감사 이외에도 의뢰인인 기업과의 사적인 계약관계를 통해 이루어지며 그 기업의 경영효율성과 재무상태를 관리 및 개선하기 위한 목적의 다양한 경영·재무 자문용역이 존재하고 그러한 비감사 자문용역의 비중은 갈수록 확대되고 있다. 회계법인의 가치평가 업무 역시 그중 일부(자본시장법의 적용을 받는 합병 등 일부 거래의 적정성을 검토하기 위한 의무적 기업가치 평가업무)는 다수의 이해관계자를 보호하기 위한 공익적 목적을 추구하기 위해 법적으로 강제하고 그 업무수행이 적정하지 못한 경우 책임을 부과하는 것이 정당화될 수 있겠지만, 그 이외에 의뢰인 기업과의 사적 계약에 따라 임의로 수행되는 가치평가 업무에 대하여도 그 업무수행의 적정성을 담보하기 위해 형사책임까지 부과하는 것이 타당한 것인지는 형사책임의 보충성 측면에서 재고할 필요가 있다.[68]

---

67) 이영종, "주식회사 외부감사의 법적 지위와 직무수행에 관한 고찰", 「증권법연구」, 제15권 제3호 (2014).

68) 가치평가 업무에 대한 규제근거라 할 수 있는 금융감독원이 제정한 『외부평가업무 가이드라인』이나 금융위원회고시인 『증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』의 <별표> '외부평가기관의 부실평가 등에 대한 제재기준'도 자본시장법상 합병 등 특정 거래를 위해 요구되는 제한적인 가치평가 업무에만 적용될 뿐이다.

공공적 성격이 강하여 독립성이나 법적 책임에 있어 강한 법적 규율이 정당화될 수 있는 외부감사 업무영역에 있어서도, 우리나라는 외부감사법상 허위감사보고서작성죄와 허위재무제표작성죄를 통해 허위 또는 부실의 작성행위를 형사처벌하고 있지만, 비교법적으로는 그와 같은 허위의 작성행위를 형사처벌하는 것이 흔한 것은 아니라고 한다.[69] 하물며 외부감사 업무보다 공공적 성격이 약하고, (일부 자본시장법 등에 의해 의무화되어 있는 경우를 제외하면) 의뢰인 회사와의 사적인 계약을 통해 목적과 보고서 이용주체를 한정하여 이루어지는 상당수의 임의적 기업가치 평가에 대하여도 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용할 필요가 있는지는 의문이다.

한편, 지금과는 다소 다른 문언으로 허위감사보고서작성죄를 규정한 구 주식회사 외부감사에 관한 법률(1998. 2. 24. 법률 제5522호로 개정되기 전의 것) 제20조 제1항 제2호 규정 등에 대한 위헌법률심판사건[70]에서 헌법재판관 4인이 제시한 반대의견을 주목할 필요가 있는데, 그들은 "처벌가치의 측면에서 보더라도 감사보고서에 기재하여야 할 사항이 아닌 사항은 비록 허위 내용이 있더라도 이는 당해 감사에 관련이 되지 아니하거나 적어도 감사의 결과에 중대한 영향을 미치지는 못할 경미한 내용에 관한 것이므로 이를 형사적으로 제재할 정도의 가치는 없는 것이다. 따라서 비록 감사보고서에 허위의 기재를 하였다고 하더라도 그것이 법률에 의하여 기재하여야 할 것으로 정하여진 사항에 관한 것이 아니라면 위 조항에 해당하지 아니한다"고 하며 처벌의 필요성 측면에서 처벌하여야 할 허위기재의 범위가 제한되어야 한다고 본 바 있다. 이처럼 회계법인의 업무 영역 중 가장 공공적 성격이 강한 외부감사 업무에 있어서도, 처벌할 수 있는 '보고서 허위기재'의 범위를 '법률에 의하여 기재하여야 할 의무가 있는 사항'으로 제한할 필요성을 인정할 여지가 있는데, 현행의 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄는 공인회계사의 업무 성격이나 법률상 보고의무가 있는지 여부에 상관없이 지나치게 광범위하게 적용되고 있다고 볼 수 있는바, 외부감사보다 공공적 성격이 약한 가치평가 업무에 관한 한 다른 법률에 의해 보고의무가 인정되는 경우에만 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용하는 것이 합리적이라 판단된다.

(2) 민형사 책임의 균형 차원에서 '중요한 사항'에 대한 허위보고로 제한할 필요성

허위감사보고서작성죄에 관한 위 헌법재판소 결정에서 반대의견을 제시한 4인의 재판관은, "감사인의 제3자에 대한 민사적 책임은 감사보고서의 '중요한 사항'에 대한 불기재나 허위 기재를 요건으로 하고 있으며, 일반적으로 감사보고서에서 적시한 모든 사항에 있어서의 허위

69) 한국공인회계사회 회계법연구회, 앞의 책, 509면; 한석훈, "개정외부감사법의 회계부정 처벌규정에 대한 평가", 「기업법연구」, 제32권 제3호 (2018), 291-294면.
70) 헌법재판소 2004. 1. 29. 선고 2002헌가20, 21(병합).

기재에 대하여 손해배상책임을 인정하고 있지는 아니한 것이다. 따라서 감사보고서에 나타나는 모든 허위 기재를 처벌한다고 한다면 형사처벌의 대상은 되지만 손해배상의 대상이 되지 아니하는 경우가 발생할 수 있게 되는바, 이러한 결과는 행위자인 감사인의 민형사책임의 지나친 불균형을 초래하는 것으로서 합리적이지 못하며, 나아가서 동 법률의 입법취지와도 배치되는 것이 된다"고 하며 처벌가능한 허위기재의 범위를 중요사항에 대한 것으로 제한할 필요성을 제기하였다.[71]

현행의 외부감사법 제39조 제1항 후단에 대한 해석론으로도 허위감사보고서작성죄의 범죄구성요건은 '중요한 사항'에 대한 기재 누락이나 거짓 기재에 제한되어야 한다는 견해가 학계의 대체적인 입장으로 이해된다.[72]

공공적 성격이 강한 외부감사 업무에 대하여도 위와 같이 처벌가능한 허위보고의 범위를 중요성 관점에서 제한해야 할 필요가 있다면, 그보다 공공적 성격이 상대적으로 약한 공인회계사의 가치평가 업무에 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용함에 있어서도, 그 적용범위를 중요성 개념을 기준으로 제한할 필요가 있다. 다만, 실무적으로 가치평가 업무에 있어 중요성 개념을 어떤 기준으로 적용할 수 있을지에 대하여는 추가적인 검토가 필요할 수 있다. 외부감사 업무의 경우 각 계정과목 별로 산술적인 비율 등을 근거로 중요성 기준을 적용하는 것이 비교적 용이할 수 있지만, 가치평가 업무의 경우 어떤 평가방법모형을 적용함에 있어 수많은 요소들이 반영될 것인데 각 요소가 가치평가 결과값에 미치는 영향을 계산을 통해 확인하는 것은 기술적으로 매우 어려울 수 있고 여러 요소가 복합적으로 결과값에 영향을 미치는 경우 각 요소의 독립적인 영향의 정도를 계산하는 것은 거의 불가능할 수 있기 때문이다.[73] 그러나 여기서 본 연구자가 언급하는 '중요성' 관점은, 반드시 엄밀한 재무학적인 계산 내지 정량적인 측면을 전제로 한 것이라기보다는 가치평가 업무에 대하여 공인회계사법상 형사처벌규정을 신중하게 적용하도록 하기 위한 규범적 개념으로서, 법원이 문제가 된 가치평가의 목적이나 용도, 예상되는 이용자의 범위 및 그 가치평가결과의 자본시장 파급효 등을 충분히 고려한 다음 가치평가 업무와 관련하여 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄의 구성요건 해당성이나 가벌성을 신중히 판단하도록 할 것이라는 데 의의가 있을 것이다.

3. 가치평가 업무를 수행하는 타 전문가 직역과의 형평성

현행법상 의무적인 외부평가 대상인 자본시장법 소정의 가치평가도 공인회계사 내지 회계법인만이 수행할 수 있는 것은 아니고, 신용평가회사나 소정의 증권회사도 적격 외부평가기관

71) 헌법재판소 2004. 1. 29. 선고 2002헌가20, 21(병합).
72) 한국공인회계사회 회계법연구회, 앞의 책, 536면; 이상돈, 부실감사법-이론과 판례, 법문사, 2007, 262면 등.
73) 엄상준, 한국금융법학회 2021년 추계공동학술대회 자료집, 78면.

으로서 수행할 수 있다.[74] 이러한 자본시장법상의 의무적인 가치평가 이외의 가치평가 영역에서는 위와 같은 적격 외부평가기관에 관한 제한규정조차 없다고 볼 수 있다. 이러한 상황에서 가치평가 업무는 공인회계사 자격 없이도 컨설팅회사와 같은 다양한 기관 내지 전문가들이 수행하고 있는 게 현실이다.[75] 이와 같은 현실에서 가치평가 과정이나 결론상의 문제로 공인회계사만이 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 통해 형사처벌까지 받아야 한다는 것은 가치평가 업무를 수행하는 타 전문가 또는 기관과의 형평에도 맞지 않는 측면이 있다. 이렇듯 가치평가 업무 주체에 따라 형사처벌 여부가 달라지는 여건에서 회계법인 입장에서는 외부감사 업무나 컨설팅 업무에 비해 현격히 낮은 보수를 받는 가치평가 업무를 회피할 수 있고,[76] 그럴 경우 국가가 공인한 회계전문성에 기반한 가치평가를 받고자 하는 시장의 수요자가 곤란을 겪을 수밖에 없을 것이고 우리 자본시장 전반의 가치평가의 질도 떨어질 수 있을 것이다.

한편 가치평가 업무를 수행하지는 않지만, 공인회계사 못지않게 자본시장의 게이트키퍼 중 하나로서 거론되기도 하는 변호사에 대하여는 변호사법 제24조 제2항이 "진실을 은폐하거나 거짓 진술을 하여서는 아니 된다"는 의무를 부과할 뿐, 그 의무 위반에 대한 형사처벌규정은 따로 두고 있지 않다.

4. 검토 및 제안

일각에서는 우리 자본시장이나 회사지배구조에서 심각한 문제로 지적되어 온 문제, 즉 다양한 자본거래나 지배권변동거래 등을 통한 지배주주나 그 일가의 사적 이익 추구에 회계법인이 부실한 가치평가를 매개로 협조하는 경우가 많으므로 그러한 폐단을 억제하기 위해서라도 부실한 가치평가에 가담한 공인회계사는 강력하게 형사적으로 처벌해야 하고, 그 처벌근거로서 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 적용하는 것은 타당한 법적용이라 주장할 수 있을 것이다.

그러나 어떤 행위 내지 관행을 사회적으로 억제할 필요성 내지 당위성이 있다고 하여 그 행위를 형사적으로 처벌하는 것이 정당화되거나 일반적인 민형사법에 추가하여 특별법규에 의한 추가적이고 포괄적인 처벌규정을 적용하는 것이 합리화될 수 있는 것은 아니다.

주지하는 바와 같이, 회계법인의 외부감사의 경우 그 업무수행에 있어서 공공성과 독립성 확보를 위한 특별한 규제가 필요하다는 점에 별다른 이의가 없고 그 규제 차원에서 특별법(외부감사법)까지 도입되어 있음에도 불구하고, 외부감사인이 감사보고서의 내용을 허위로 기재

74) 자본시장법 시행령 제176조의5 제8항; 이상복, 자본시장법, 박영사, 2021, 1386면.
75) 한국경제신문 기사, "'가치평가 업무 포기할까'…고민 깊어지는 회계업계" (2021. 3. 2.)
76) 법인(회계법인) 차원에서 가치평가 업무를 유지하려 해도, 그 법인에 고용된 공인회계사가 형사처벌위험은 상대적으로 높고 수임료는 상대적으로 낮은 가치평가 업무 부서를 지원하지 않고 다른 업무 부서를 선호할 것이기 때문에 가치평가 업무의 계속성 내지 영속성 자체에도 문제가 생길 것이다.

한 행위에 대해 일반 형사법상의 공범 처벌규정이나 자본시장법상 처벌규정 외에 외부감사인(즉, 회계법인 내지 공인회계사)만을 대상으로 한 독자적인 구성요건에 의해 형사책임을 가중하는 것에 대하여는 비판적인 견해를 쉽게 확인할 수 있다.[77] 이러한 비판적 견해의 근거로는, 형사법 일반 이론에 따르더라도 내용적으로 허위의 문서를 작성하는 행위, 즉 무형위조는 예외적으로 특별한 유형의 문서에 한정하여 처벌하는 점, 비교법적으로도 일반 민형사법이나 증권법상의 공시규제나 반사기규정 외에 외부감사인에 대하여 형사처벌의 독자적 구성요건을 규정한 입법례는 거의 찾기 어려운 점, 적정규제 차원에서 한국공인회계사회에 의한 징계 메커니즘 또는 민사제재금이나 행정과징금 등을 통한 제재가 선행되어야 하고 부실감사에 대한 형사처벌은 부실감사로 이익을 얻으려고 하는 의사를 갖고 있었던 경우 등에 한정되어야 한다는 점 등을 들 수 있다.[78]

앞서 살펴본 것처럼, 별도의 규제법령 내지 독자적 구성요건에 의해 업무의 독립성이 강제되고 부실한 업무수행에 대하여 독자적이고 별도의 형사책임이 명시되어 있는 외부감사 업무와 달리 가치평가 업무는 그 유형이 다양할 뿐만 아니라 그 업무의 독립성을 강제하는 명시적인 근거법령이 없기 때문에, 그 규제나 법적 책임에 있어 가치평가 업무를 외부감사 업무와 같은 선상에서 논할 수 있는 것은 아니다. 즉, 외부감사 업무상의 부실한 감사보고서 작성행위에 대해 일반 형사법상의 범죄나 자본시장법상의 처벌규정 외의 독자적인 구성요건을 규정하여 형사처벌하는 것이나 (더 나아가) 그러한 행위를 형사적으로 문제삼는 것 자체가 적절하지 않을 수 있다면, 그에 비해 공공성이나 독립성의 요구가 덜한 가치평가 업무에 대한 형사처벌이나 포괄적인 공인회계사법상 처벌규정(허위보고죄)의 적용은 신중할 필요가 있다는 것이다. 그리고 앞서 살펴본 가치평가 업무의 속성상으로도 그 허위 여부를 검증하는 것이 적절하지 않기 때문에 형사적으로 '허위보고'라는 포괄적이고 추상적인 구성요건 규정에 근거하여 사적인 전문가의 업무수행과정에 대하여 유무죄 여부를 판단하는 것은 적절하지 않다. 한편, 같은 가치평가 업무를 수행할 수 있는 다른 평가기관들(예를 들어, 신용평가회사, 증권회사 등)은 부실한 가치평가 업무에 대해 일반 형법상의 범죄에 대한 공범규정 또는 자본시장법상 처벌규정에 의한 것 이외에 추가적이고 독자적인 처벌규정을 적용받지 않는데, 공인회계사만이 부실한 가치평가 업무에 대해 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 추가적으로 적용받는 것은 형평에 맞지 않다. 또한 지배주주나 경영진의 위법한 사적 이익을 추구하기 위한 일련의 거래는 공인회계사뿐만 아니라 변호사 등 다른 전문가에 의한 자문도 필요로 하는 것이 보통인데 이 때 공인회계사의 부실한 재무자문이 문제된다면 변호사 등 다른 전문가에 의한 자문 역시 의뢰인

77) 예를 들어, 이상돈, "부실감사책임: 과잉규제와 탈규제 사이에", 「규제연구」, 제13권 제1호 (2004), 91-95면; 한석훈, "개정 외부감사법의 회계부정 처벌규정에 대한 평가", 「기업법연구」, 제32권 제3호 (2018), 291-310면; 법무법인(유) 율촌, 앞의 보고서, 231-233면 등.

78) 이상돈, 앞의 논문, 91-95면; 한석훈, 앞의 논문, 291-310면; 법무법인(유) 율촌, 앞의 보고서, 231-233면 등.

의 위법행위에 조력하는 부실한 내용을 포함할 개연성이 클 것이다. 그런데 이와 같은 경우에 변호사법에는 허위보고를 처벌하는 공인회계사법상의 벌칙규정과 같은 조항을 포함하고 있지 않으므로,[79] 공인회계사와 다른 전문가 사이에는 처벌의 불균형이 발생하게 된다.

위와 같은 사정을 고려하면, 회계법인의 부실한 가치평가 업무에 대하여는 형사처벌보다는 다른 제재방법, 즉, 한국공인회계사회의 징계처분, 감독당국에 의한 행정제재(과태료나 과징금 등)를 적용하는 것이 적정규제 또는 형사책임의 보충성 원칙에 부합할 것이다. 만약 부실한 가치평가를 수행했다고 인정되는 공인회계사를 형사처벌하더라도, 부실한 가치평가가 관련되어 있는 주된 형사범죄(형법상 배임죄나 자본시장법위반죄 등)에 대한 가공 정도에 따라 의뢰인 측의 주된 형사범죄에 대한 공범으로 처벌하는 것으로 충분할 것이다.

Ⅵ. 결 론

최근 들어 발생한 회계법인의 기업가치 평가결과의 신뢰성 내지 적정성과 관련된 논란을 계기로 일각에서는 회계법인의 가치평가 업무에 대하여도 외부감사와 유사한 규제와 감독을 도입해야 한다는 의견이 제시되기도 하지만, 다른 한쪽에서는 회계법인의 가치평가 업무에 관한 최근 논란이 업계의 관행이나 현실 그리고 공인회계사의 전문가적 재량의 여지를 고려하지 않은 것이라는 취지의 불만의 목소리도 나오고 있다.

현행의 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄는 그 규정의 포괄성과 추상성으로 인해 회계법인이 수행하는 가치평가 업무의 유형이나 성격을 구분하지 않고 그 과정이나 결과상의 문제를 모두 범죄로 포섭할 수 있는 가능성을 내포하고 있다. 공인회계사법 제53조 제2항 제1호, 제15조 제3항의 처벌규정은 다른 어떤 전문가 직역법에서도 유사한 예를 찾기가 어려울 정도로 포괄적이고 추상적인 구성요건으로 규정되어 있다. 아무리 공인회계사에게 기대되는 외부감사라는 주된 직무의 중요성과 공공성을 참작하더라도, 공인회계사 역시 경영과 재무의 전문가로서 고객을 위한 다양한 사적인 서비스를 제공하는 전문가라는 점을 감안하면, 공인회계사가 수행하는 직무의 성격이나 유형에 관계없이 공인회계사의 모든 업무 영역에서 그 업무수행 과정이나 결과의 잘못에 대해 '허위보고'라는 명목으로 형사책임을 부과할 수 있도록 해석하는 것은 형사처벌의 보충성 원칙에도 반할 여지가 있다고 본다. 그렇다고 하여 자본시장법상 의무적인 가치평가 이외의 임의적인 가치평가라 하여 그 공정성이나 적정성이 확보될 필요가 없다는 것은 아니다. 문제는 기술이 발전해갈수록 기업가치 평가는 과거와 패러다임이 달라져서

79) 변호사법 제24조 제2항도 "변호사는 그 직무를 수행할 때에 진실을 은폐하거나 거짓 진술을 하여서는 아니 된다"는 의무규정을 두고 있기는 하지만, 그러한 의무위반에 대한 형사벌칙규정은 도입하지 않고 있다.

다양한 평가방법에 의해 1차적으로 산출된 결과를 미래 전망 등을 고려하여 재조정하는 과정이 거의 필수적으로 수반되고 과거보다 비재무적인 정보에 대한 분석이 더 많이 요구되고 있다. 이러한 이유로 회계법인의 기업가치 평가에는 수학적인 정확성으로 표현되기 어려운 전문가적 직관이나 판단 또는 전문가적 선택이 과거보다 더 많이 개입될 수밖에 없는데, 그에 따른 결과를 진실 또는 허위라는 잣대로 판단하는 것이 현실적으로나 정책적으로 적절한 것인지, 과연 가능은 한 것인지 의문이다. 이러한 점을 고려할 때, 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 공인회계사의 가치평가 업무에 적용하더라도, 앞서 본 대로 가치평가 업무의 유형과 속성 및 그 한계점 등을 충분히 감안하여, 허위보고에 의한 공인회계사법위반죄를 해석하고 적용함에 있어(특히 그 핵심적인 구성요건인 허위보고라는 점을 인정함에 있어) 신중을 기할 필요가 있어 보인다. 더 나아가 정책적으로는, 다른 대부분의 전문가 직역에서도 행정적 제재나 관련 협회의 징계처분 등으로 업무수행의 적정성이나 공정성을 상당 부분 담보하는 것처럼, 가치평가 업무에 대하여도 형사처벌을 대체할 수 있는 수단으로 행정적인 감독이나 규제책을 고민해 봄 직하다.

본 연구는 회계법인의 가치평가 업무에 관련된 법적 책임이 현실적으로 많이 문제됨에도 아직 그에 대한 선행연구나 비교법적 참고자료가 거의 없는 상황에서 회계법인의 가치평가 업무로 인한 형사처벌에 관련된 여러 법적 쟁점을 정리하고 그에 관한 문제제기를 하는 데 초점을 맞추었다. 앞으로 법학 및 경영학을 망라한 관련 학계와 실무자들 사이에서의 추가적인 논쟁과 연구를 기대해 본다. ▨

(논문접수 : 2022. 3. 10. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

김대휘·김신(편집대표), 주석 형법, 한국사법행정학회, 2017.
김종일 외, 기업가치평가실무, 조세통람, 2021.
오영근, 형법각론, 박영사, 2019.
이상돈, 부실감사법-이론과 판례, 법문사, 2007.
이상복, 자본시장법, 박영사, 2021.
이재상 외, 형법각론, 박영사, 2016.
이중욱·김성수, 기업가치평가와 재무실사, 삼일인포마인, 2019.
임재연, 자본시장법, 박영사, 2018.
한국공인회계사회 회계법연구회, 주석외부감사법, 박영사, 2019.

김정애 외, “감사인의 비상장주식 가치평가 관련 업무 수행실패와 게이트키퍼로서의 책임-B사 감리사례분석을 중심으로”, 「회계저널」, 제24권 제5호 (2015)
백승재, “자본시장법 제정에 따른 기업감시자책임에 대한 고찰”, 「증권법연구」, 제11권 제3호 (2010)
법무법인(유) 율촌, “외부감사인 책임제도 개선방안 연구용역 보고서” (2018)
안태준, “금융시장에서의 게이트키퍼책임의 이론”, 「BFL」, 제82호 (2017)
이상돈, “부실감사책임: 과잉규제와 탈규제 사이에”, 「규제연구」, 제13권 제1호 (2004)
이영종, “주식회사 외부감사의 법적 지위와 직무수행에 관한 고찰”, 「증권법연구」, 제15권 제3호 (2014)
이준봉, “주식회사의 외부감사에 관한 법률상 회계처리기준 및 회계감사기준의 위반과 관련된 처벌조항의 위헌성에 대한 검토”, 「형사법연구」, 제30권 제1호 (2018)
최광선, “공인회계사가 직무상 체결하는 계약의 사법상 지위-개정 외부감사법 및 공인회계사법을 중심으로”, 「재산법연구」, 제36권 제3호 (2009)
한석훈, “개정 외부감사법의 회계부정 처벌규정에 대한 평가”, 「기업법연구」 제32권 제3호 (2018)

Abstract

Research on the Interpretation and Application of the Penal Provisions Relating to the Accounting Firms' Valuation Practice: Focusing on the Certified Public Accountant Act and the Act on External Audit

Ahn, Tae-Joon

Accounting firms provide a variety of non-audit services such as tax, financial advisory and consulting services as well as audit services. The number of cases involving criminal liability arising out of valuation services which are alleged to belong to financial or deal advisory services increases. The criminal investigation authorities tend to invoke the violation of the Certified Public Accountant Act involving false report whose requirements are alleged to be vague and broad when prosecuting accountants who are alleged to be involved in issuing false valuation reports. However, the legal basis for such practice is not sound. First, by nature, a lot of hypotheses and inferences are required for valuation services. In this process, it is widely accepted that valuers might exercise considerable professional discretion. Given these, it is not proper to determine whether to hold valuers liable for producing a doubtful valuation figure on the basis of the vague requirement of 'falsehood'. Second, from the perspectives of comparative law study, it is not common that public accountants are punishable on the basis of a penal provision applicable only to the profession in addition to the accomplice provisions of the criminal code and the anti-fraud provisions of the securities act in the case of false report. Third, there is no penal provision applicable to other valuers such as credit rating agencies which can be tantamount to the penal provision under the Certified Public Accountant Act.

Considering the circumstances, it can be said that the sanctions against valuers who made misstatements on their valuation reports should be enforced in the form of administrative fines or disciplinary actions rather than criminal penalties based on the

Certified Public Accountant Act. Over-reliance on the criminal penalties would not be in line with the proposition that criminal penalties should be the last resort. Even if they can be subject to criminal penalties, the legal basis for the punishment should be the accomplice provisions of the general criminal code relating to the principal offender who is alleged to conspire with the accountants or make a request for false reports.

Key Words : accounting firm, audit firm, valuation, valuation report, false valuation report, valuation liability, valuation penalty, certified public accountant act

▣ 논 단

공정거래법상 채무보증 규제의 한계 분석과 대안의 모색

이 상 훈
(경북대 법학전문대학원 교수)

신 영 수
(경북대 법학전문대학원 교수)

요 약 문

공정거래법상의 채무보증 규제는 지난 30년간 제도적 완결성을 높여 오면서 발전해 온 결과 대기업집단 계열사간의 채무보증이 급감하는 등의 괄목할 만한 성과를 거두었다.

그런데 이 같은 현실은 일견 이 제도가 시장 준칙으로 확고히 자리잡은 결과 위법행위의 발생가능성이 최소화되었다는 긍정적 의미로 볼 수 있는 반면에, 대기업집단 소속 기업들이 규제 대상 이외의 방식을 통해 채무보증 수요를 충족하고 있음을 반증하는 것일 수도 있다. 실제로 경제적 측면에서는 채무보증과 유사한 기능을 수행함에도 현행 법령상으로는 채무보증으로 보기 어려운 금융기법들이 출현하고 있는데 그 대표적인 예로 꼽을 수 있는 것들이 기업간의 자금보충약정, 그리고 총수익스와프(Total Return Swap)으로 일컬어지는 TRS거래이다.

이 논문은 공정거래법상 채무보증 규제가 현실을 충분히 포섭하지 못함으로써 자칫 규제의 공백이나 불일치가 발생할 수도 있다는 문제의식에 기초하여, 현행 규제의 구도와 내용을 면밀히 살펴보고 최근 주목을 받고 있는 자금보충약정 및 TRS가 채무보증 기능을 분석하였다. 이를 근거로 현행법상 계열사간 채무보증 규제의 한계를 규명하고 이를 극복하기 위한 대안을 3가지로 모색하여 그 가운데 최선의 대안을 도출하고자 하였다.

주제어 : 공정거래법, 대규모기업집단규제, 채무보증, 자금보충약정, 총수익스와프, 파생금융

* 이 논문은 필자들이 한국공정거래조정원의 2021년 법·경제분석그룹(LEG) 학술연구지원사업으로 진행한 연구("공정거래법상 채무보증 제한제도에 관한 실태조사 및 규제 필요성 고찰")의 일부를 논문 형태로 작성한 것임을 밝혀 둔다.

〈目 次〉

Ⅰ. 논의의 배경과 분석의 착안점

Ⅱ. 공정거래법상 채무보증 규제의 취지와 변천, 그리고 현황
1. 계열사간 채무보증에 대한 규제의 취지
2. 공정거래법상 규제의 도입 및 변천 과정
3. 현행법상 채무보증 규제의 구도와 내용
4. 기업집단 계열사간 채무보증의 추이

Ⅲ. 채무보증 유사거래의 실태: 자금보충약정 및 TRS의 개념과 기능을 중심으로
1. 채무보증 유사 금융거래의 유형
2. 자금보충약정의 개념과 기능
3. TRS의 개념과 기능

Ⅳ. 자금보충약정, TRS 등 채무보증 유사거래에 대한 규제의 접근 방향
1. 고려할 사항
2. 생각해 볼 수 있는 규제의 접근 방향
3. 타법상 인접개념 준용의 필요성 및 유의점

Ⅴ. 결 론

Ⅰ. 논의의 배경과 분석의 착안점

지난 1992년 12월에 도입되어 1993년 4월부터 시행되어 온 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하, '공정거래법'이라 함)상 채무보증 제한 제도[1]는 시행 이후 여러 차례의 기술적 보완 및 점차 규제를 강화하는 방향으로의 정비 과정을 거쳐 현재에 이르고 있다. 또한, 법률 이외에 동법 시행령도 수시 개정함으로써 규제 대상을 보다 구체화해 오는 한편, 외형상 보증 형식을 취하지 않으면서도 사실상 보증과 동일한 경제적 효과를 발생시키는 일련의 행위들을 탈법행위로 금지함으로써 자칫 발생할 수 있는 규제의 공백을 메워 왔다. 국내 금융기관에 대한 계열회사의 기존 채무를 면하게 함이 없이 동일한 내용의 채무를 부담하는 행위 이른바 '병존적 채무인수', 그리고 다른 기업집단 소속 회사로 하여금 자기의 계열회사에 대해 채무보증을 하면서 그 대가로 다른 기업집단 소속 회사에 대하여 행하는 '교차 채무보증'이 그것이다.

이처럼 지난 30년간 제도적 완결성을 높여 온 규범 환경 속에, 공정거래법상 규제 대상이 되는 채무보증 자체의 발생 빈도는 물론이고, 법적으로 허용되는 규제대상에서 제외되는 채무보

1) 공정거래법상 관련 규정은 구법 공정거래법 제2조(정의) 제3의7호 및 제10조의2(계열회사에 대한 채무보증의 금지)에 자리 잡았고, 2020. 12. 29. 전부개정(2021. 12. 30. 시행) 법률에서는 내용상 큰 변화는 없는 상태에서 제2조 제18호 및 제24조로 규정의 조번이 변경되었다.

증의 수도 지속적으로 감소하거나[2] 사실상 해소되는[3] 괄목할 만한 성과를 거두고 있다.[4] 이런 외형적 성과의 가장 직접적인 원인은 무엇 보다 현행 법령이 상당히 구체적인 기준을 제시하고 일관된 규제 기조를 견지해 왔기 때문인데, 그 결과 대기업집단 소속 회사들이 굳이 법상의 명료한 기준에 저촉되는 채무보증 행위를 감행하려는 시도를 하지 않고 있는 것으로 볼 수 있다.[5] 이와 더불어 그간 경제위기를 거치는 과정에서 부실 계열회사에 대한 채무보증이 기업집단 전체의 동반부실화를 유발할 수 있음이 경험적으로 확인된 점, 그에 따라 채무보증 규제의 불가피성에 대한 공감대가 기업들 사이에 형성되어 있는 점도 일조하고 있다.

[표 1] 2017년 이후 채무보증제한집단 채무보증 변화 추이

(단위: 억원)

구 분	2017	2018	2019	2020
제한대상	1,256	1,256	106	7
제한제외	1,689	1,422	975	857
합 계	2,945	2,678	1,081	864

그런데 이 같은 현실은 일견 이 제도가 시장 준칙으로 확고히 자리잡은 결과 위법행위의 발생가능성이 최소화되었다는 긍정적 의미로 해석될 수 있는 반면에, 어쩌면 대기업집단 소속 기업들이 규제 대상 이외의 방식을 통해 채무보증 수요를 충족하고 있음을 반증하는 것일 수도 있다. 그렇게 보는 이유는 최근 들어 채무보증의 실체와 규제환경의 실효성을 객관적이고도 새로운 관점에서 재평가해 보게 만드는 징후들이 새롭게 발견되고 있기 때문이다.

그 징후의 대표적인 예로 꼽을 수 있는 것들이 기업간의 자금보충약정, 그리고 총수익스와프(Total Return Swap)으로 일컬어지는 TRS거래이다.[6] 이들 약정 및 거래는 사실상 채무보증과 유사한 기능을 수행함에도 현행 법령의 외형상으로는 규제의 대상 여부가 불분명하여 현행

2) 상호출자제한기업집단의 채무보증 금액은 2020년 5월 1일 기준 864억 원으로, 직전연도인 2019년 1,081억 원 대비 217억 원 감소(20.1%)한 것으로 나타났다.

3) 2019년에 남아있던 제한대상 3개 집단(「에스케이」, 「카카오」, 「에이치디씨」)의 채무보증 금액 106억 원은 2020년에 모두 해소되었고, 「농협」기업집단의 계열회사 편입에 의해 신규 제한대상 채무보증(7억 원)이 발생하는데 그쳤다.

4) 공정거래위원회, 「2021년판 공정거래백서」(2021.10.), 288면.

5) 다만 2021년 전체 상호출자제한기업집단(40개)의 채무 보증 금액은 1조1,588억 원(8개 집단)으로, 전년 대비 1조724억원 증가한 것으로 집계됐다. 이는 채무보증을 보유한 4개 집단이 상호출자제한기업집단으로 신규 지정되면서 발생한 결과로서 이들 기업집단을 제외한 기존 집단의 사실상 채무 보증액은 177억원으로 전년도 대비 20.5% 감소한 것으로 나타났다. 공정거래위원회, "2021년 상호출자제한기업집단 채무보증 현황"(2021. 10. 26. 보도자료) 참조.

6) 예컨대, 자신의 보통주를 기초자산으로 하는 교환사채를 발행하고 당시 계열회사가 교환사채 인수자와 동 교환사채를 기초자산으로 하는 TRS 계약을 체결하여 채무에 대한 손익을 인수함으로써 사실상 채무보증과 동일한 효과를 가져다주는 신용보강을 제공한다.

법상의 잣대로는 위법으로 재단하거나 제한하기 어려운 사각지대에 놓여 있다. 그런 가운데 우회적 금융거래에 대한 기업들의 의존도와 활용도는 점차 증가하고 있는 것으로 추정된다.

이처럼 대기업집단 규제 측면에서 사실상 채무보증과 유사한 기능을 수행하는 금융거래가 존재하는 상황을 대하면서, 규제를 우회하는 현실 변화를 법이 따라가지 못한다는 문제의식을 가져야 할지, 아니면 기존 제도의 역할이 축소될 만큼 금융거래 환경이 달라졌으므로 굳이 새로운 규제를 신설하여 추적할 필요가 없는 것으로 봐야할지 부터가 모호하다. 같은 맥락에서, 일견 성공적인 것으로 여겨져 온 현행 법령상 채무보증 규제가 실효성 측면에서 한계에 직면한 것은 아닌지 여부, 그리고 자금보충약정이나 TRS 등 채무보증 유사 금융거래의 경제적 기능을 공정거래법적 관점에서 어떻게 조망하고 평가할 것인지를 원점에서 고민해 봐야 할 시점이다.

이 논문은 현재의 상황에 대해 기존의 규제가 충분히 포섭하지 못함으로써 자칫 규제의 공백이나 불일치가 발생할 수도 있다는 문제의식에 기초하고 있다. 이를 바탕으로 하여 아래에서는 현행 공정거래법상 채무보증 규제의 구도와 내용을 살펴보고, 최근 주목을 받고 있는 자금보충약정 및 TRS가 채무보증 기능을 수행하게 되는 경로를 짚어 본 후 현행법상 계열사간 채무보증 규제의 한계를 분석하여 그 대안을 모색해 보기로 한다.

Ⅱ. 공정거래법상 채무보증 규제의 취지와 변천, 그리고 현황

1. 계열사간 채무보증에 대한 규제의 취지

주지하다시피 공정거래법상 규율대상이 되는 채무보증은 기업집단 소속 계열사의 자금 조달 과정에서 다른 계열사가 그 반환채무를 보증하는 법률행위를 의미한다. 한국의 경제성장 과정에서 기업들은 자금 동원여력의 부족했던 초기부터 사업자금의 상당 부분을 타인자본에 의존하는 차입경영 방식을 채용했고 이 과정에서 계열사간 채무보증이 자금조달을 실현하거나 조력하는 효과적 수단으로 활용되어 왔다. 특히 채무보증은 계열관계 외의 기업 간에는 사실상 거의 발생하지 않아서 대기업집단 소속 기업들 상호간에만 향유 가능한 금융상의 혜택으로 여겨지는 것이 현실이다.

사실 계열회사간 채무보증은 기업집단 소속 기업의 관점에서는 매우 효율성이 큰 금융조달 방식이라 할 수 있다. 외부자본의 공급에 제약이 있는 경우에 내부자본시장을 조성하여 자본제약을 완화하고 우량한 투자기회를 적극적으로 활용할 수 있게 하는 한편, 보증관계를 통하여 정보의 비대칭을 완화시킴으로써 내부 자본시장을 효율화하는 등의 긍정적 기대 효과들이 있기 때문이다.[7] 문제는 채무보증의 활용가능성이 대규모기업집단 소속의 극소수 기업들에 국

한되면서 대기업집단에 의한 경제력 집중의 우려를 야기하는 한편, 경쟁정책적 관점에서도 시장의 경쟁여건을 왜곡하는 결과를 유발하게 된다는 점에 있다. 즉 계열사간 채무보증 행위는 피보증인이 누리는 내부적 효율성에도 불구하고 다양한 부의 외부효과(negative externalities)를 수반하는 행위이다.

그 외부효과의 주된 양상은 경제력 집중으로 나타난다. 계열사간 채무보증은 기업집단 내 한계기업의 퇴출을 지연, 저지시키고, 부실의 전이 내지 연관 기업들의 동반부실화를 초래함으로써 국민경제의 리스크를 키울 수 있다.[8] 게다가 채무보증으로 인해 강화된 견련관계는 해당 기업집단의 공동운명체적 속성을 증진시킴으로써 소속 기업집단으로부터 발원하는 경제력의 일반집중, 그리고 기업집단의 특수관계인들을 위한 소유·지배집중을 강화하는데 기여할 가능성이 크다.

다른 한편에서는 전술한 바와 같이 경쟁정책적 측면의 외부효과도 발생한다. 계열사로부터의 보증을 통해 자금조달이 수월해지는 대기업집단 소속의 극소수 기업들은 동원된 자금능력 및 유동성 확보를 기반으로 다양한 사업수행을 도모할 수 있게 된다. 이처럼 시장 자금이 채무보증을 용이하게 받아낼 수 있는 대기업집단 계열사에 편중되면, 결국 독립·중소기업의 공정한 자금조달 기회를 박탈되는 등 여신시장의 경직화와 자원배분의 비효율화를 초래하게 될 것이다.[9] 요컨대 채무보증은 금융자원 배분의 왜곡으로 인한 경쟁여건의 불균형 차원의 사안이기도 하며, 이 점에서 유의미한 경쟁정책적 고찰의 대상이 아닐 수 없다.

그런데 기업에 자금을 지원하면서 그로 인한 대금채권의 안정적 회수 가능성 확보를 우선순위에 두게 되는 금융기관의 입장에서는 채무자인 기업이 소속 계열사로부터 보증을 얻는 상황 자체를 기피할 유인이 크지 않다. 즉 금융시장의 자율 내지 자정 기능만으로 계열사간 채무보증 관행이 통제되거나 억제되는 결과를 기대하기는 어렵다.[10]

따라서 무분별한 채무보증을 통한 계열사 연계관계를 차단함으로써 일부 계열사의 부실이 그룹 전체의 부실화를 초래하는 위험을 차단하고 개별기업 중심의 독립경영체제 여건을 조성하기 위한 별도의 공적 수단이 요구되는데, 그런 경제현실 및 입법정책적 요청을 수용하여 도입된 것이 공정거래법 제24조의 계열사간 채무보증금지 규정이라 할 수 있다.[11] 이 규제로 인해 대규모 기업집단 소속 기업들은 계열사 채무보증에 의존한 방만한 차입경영을 억제함으로써 기업의 재무구조 건실화를 도모할 수 있게 되고, 동반부실의 위험이 감소되면 개별기업에

---

7) 최도성, "대규모 기업집단의 지배구조", 권오승 편, 「자유경쟁과 공정거래」, 법문사, 2002, 335면.
8) 권오승·서정, 「독점규제법」 (제5판), 2022, 557면.
9) 조성욱, "경제위기 이후 재벌정책에 대한 평가", 21세기 한국기업의 경쟁력, 서울대학교 기업경쟁력연구센터 심포지움(2002), 13면.
10) 권오승 외 6인 공저, 「독점규제법」(제7판), 법문사, 2020, 149면.
11) 판례도 계열사간 채무보증 금지의 입법취지를 과도한 경제력집중을 방지하기 위한 것으로 파악하고 있다. 대법원 2006. 10. 27. 선고 2004두3274 판결.

대한 시장평가의 적정화로 기업가치가 제고되는 효과가 있기 때문에 채무보증 해소에 나설 유인을 갖게 된다.

1992. 12. 8. 제정되어 1993. 4. 1. 부터 시행되기 시작한 이 규정은 당초 '계열사간 부당지원행위의 금지 규정'과 함께 입법이 추진되었으나, 결국 1992년에는 채무보증 제한 규정만이 입법의 실현을 이루었고, 부당지원행위 금지 규정은 1996년에 입법의 재추진을 통해 비로소 도입이 관철되었다. 1990년대 중반 무렵의 정책환경 하에서는 부당지원행위보다 채무보증으로 인한 폐해가 더 중차대하거나 시급한 과제로 평가되었던 것으로도 해석할 수 있다.

2. 공정거래법상 규제의 도입 및 변천 과정

계열회사 간 채무보증에 대한 규제는 대상과 기준을 수차례 변경하면서 발전하여 왔다. 도입 당시에는 대규모기업집단의 지정이 자산순위를 기준으로 한 것이어서 1위에서 30위까지를 채무보증제한집단(상호출자제한기업집단과 동일)으로 지정된 기업을 대상으로 채무보증의 한도를 자기자본의 200%로 제한한다는 기준이 적용되었다. 이는 기업이 보유한 자본의 2배를 넘지 않는 범위 내에서만 계열사간 채무보증이 허용된다는 의미였는데, 전면금지가 아닌 2배 까지의 허용가능성을 인정해 준 점에 대해 경제력 집중으로 인한 폐해를 억제하기에는 미흡하다는 지적이 학계와 정부 안팎으로부터 제기되었다.

그에 따라 1996년부터 채무보증한도를 자기자본의 100%로 하향하였고, 이후 1998년부터는 신규 채무보증을 전면적으로 금지하되 기존의 채무보증은 2001년 3월까지 단계적으로 해소토록 하는 것으로 규제가 대폭 강화되었다. 그 결과 2001년 초까지 채무보증의 93.3%가 해소되는 등 높은 성과를 거두기도 하였다.

이와 더불어 채무보증제한 제도의 실효성을 담보하기 위해 보증의 형식을 취하지 않으면서 실질적으로 보증과 동일한 경제적 효과를 발생시키는 행위를 열거하여 이를 탈법행위로 금지하는 조항을 시행령에 신설한 점도 의미가 컸다. 채무보증 규제를 탈피하기 위한 유사 보증행위를 포섭하는 차원으로 정책적 관심이 확장되는 계기라 할 수 있다.

3. 현행법상 채무보증 규제의 구도와 내용

가. 금지대상 채무보증의 개념

공정거래법상 금지되는 채무보증(제한대상 채무보증)은 국내 금융기관(외국계 은행 국내지점 포함)으로부터의 여신과 관련하여 채무보증제한기업집단에 속하는 회사(금융·보험사는 제외)가 국내 계열회사에 대하여 행하는 보증의 경우에 한정된다.

이때 보증은 당연히 인적 담보를 의미하며 저당권 설정과 같은 물적 담보는 해당하지 않는다. 따라서 금융기관(여신)이 매개되지 않고 기업과 기업 간에 직접 행하는 보증(인적보증), 예를 들면 A그룹의 B사가 비계열사인 C사로부터 외상매입을 하면서 B사의 계열사인 D사가 직접 보증하는 경우는 법상 금지대상이 되는 채무보증에 해당되지 않는다.

또한 보증한 회사가 금융·보험회사인 경우는 제외되므로 계열회사 중 금융보험회사로부터 보증을 받은 것은 제외되는 반면에, 일반 비금융보험회사가 금융보험회사에 대한 보증을 한 경우는 채무보증에 해당된다.

한편 공정위에서 지정한 기업집단 소속 국내 계열사 간 보증만 해당하므로 해외 현지법인 간 또는 해외 현지법인과 국내법인 간 보증도 규제대상에서 제외된다.

나. 국내금융기관 범위

대기업집단 소속 회사는 계열사가 국내 금융기관(외국계 은행 국내지점 포함)으로부터의 여신과 관련한 채무보증(제한대상 채무보증)을 할 수 없는데, 여기서 국내 금융기관은 법률 제2조 제3호의7에서 정하는 바, 「은행법」에 따른 은행, 「한국산업은행법」에 따른 한국산업은행, 「한국수출입은행법」에 따른 한국수출입은행, 「중소기업은행법」에 따른 중소기업은행, 「보험업법」에 따른 보험회사, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 투자매매업자·투자중개업자 및 종합금융회사 그리고 시행령 제3조의4에서 규정하는 「여신전문금융업법」에 따른 여신전문금융회사와 「상호저축은행법」에 따른 상호저축은행을 의미한다.

우선 여기서의 은행은 은행법상의 은행만을 대상으로 하므로 한국은행은 제외되는 반면, 농협중앙회, 수협중앙회의 신용부문은 규제를 적용받게 된다. 한편, 은행법 제59조 제1항에 따라 외국은행 국내법인, 지점, 대리점은 국내금융기관에 해당하는 반면에 외국은행의 사업소는 해당되지 않는 것으로 본다. 또한 국내 금융기관의 해외지점은 포함되지만 해외법인은 이에 포함되지 않는다.

또한 보험업법에 따른 보험회사는 생명보험사, 손해보험사를 들 수 있으며, 2007년 8월 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정에 따라 투자매매업자·투자중개업자 및 종합금융회사가 국내금융기관의 유형에 포함된다. 여기에는 외국계 증권회사도 포함되는 것으로 해석된다. 이 외에 여신전문금융회사로서 신용카드회사, 할부금융회사, 리스회사, 신기술금융회사도 국내 금융기관에 포함된다.

다. 여신의 종류

현행법은 국내금융기관으로 부터의 여신과 관련된 보증을 금지대상으로 한다. 따라서 보증

이라도 여신 이외의 공사이행 보증 등은 금지대상에서 제외된다. 여기서 채무보증의 대상이 되는 여신은 '국내금융기관의 대출 및 회사채무의 보증 또는 인수'를 의미 하는데,(공정거래법 제2조 제9호) 일반적으로는 금융기관의 대출과 지급보증으로 구분할 수 있다. 사모사채를 금융기관이 직접 인수하고 이에 대해 계열사가 보증한 경우도 채무보증에 해당한다. 반면에 사모사채를 금융기관이 아닌 비금융회사가 직접 인수한 경우는 계열사의 보증이 있더라도 채무보증에 해당되지 않는 것으로 본다. 인수자가 사전에 결정되지 않고 보유자도 수시로 변할 수 있는 공모형식의 채권(예, 자산유동화 증권)은 발행시 금융기관이 인수하더라도 채무보증에 해당 되지 않는다.

한편 리스의 경우는 금융리스만 여신에 해당되며 운용리스는 여신에 포함되지 않으므로 운용리스에 대한 보증도 규제 대상이 아니다. 여신의 종류를 금융기관 내부적으로 정하고 있는 대출과목을 기준으로 하여 정리하면 아래와 같다.

대 출		지급보증
- 상업어음할인 - 기업어음할인 - 기업어음대출 - 당좌대출 - 적금관계대출 - 무역어음대출 - 무역어음할인 - 일반자금대출 - 방위산업지원자금대출 - 국민투자기금대출 - 재정자금대출 - 외상채권대출 - 신탁자금대출	- 특별자금대출 - 차관자금대출 - 외화차관자금대출 - 국외지점대출 - 금융리스 - 내국수입유산리스 - 보증어음매입 - 무역어음매입 - 지급보증대지급금 - 기타운전자금대출 - 기타시설자금대출 - 기타외화대출 - 사모사채인수 - 기타대출	- 상업어음보증 - 무역어음인수 - 수입신용장관련보증 - 차관지급보증 - 사채지급보증 - 차관인수 - 화물선취보증 - 기타원화지급보증 - 기타외화지급보증 - 기타지급보증

라. 제한대상과 제한제외대상 채무보증의 구분

동법 제10조의 2 단서에 의하여 동 규정의 적용제외가 인정되는데, 「조세특례제한법」에 의한 합리화기준에 따라 인수되는 회사의 채무와 관련하여 행하는 보증과 기업의 국제경쟁력강화를 위하여 필요한 경우의 채무에 대한 보증이 이에 해당하며, 적용제외의 구체적 대상은 동법 시행령 제17조의 5에서 규정하고 있다.

이에 따르면 채무보증은 공정거래법에 의해 통상 제한대상과 제한제외대상 채무보증으로 구분될 수 있다. 즉, 원칙적으로 공정거래법에 의한 채무보증규제는 모든 채무보증에 적용이 되나, 일부 국제경쟁력 강화 등과 관련된 채무보증에 대하여는 예외적으로 채무보증에 해당되더라도 규제되지 않는다.

포괄근보증의 경우 원칙적으로 현재 또는 장래의 모든 채무를 일정한도 내에서 보증하는 것이므로 어떤 종류의 여신이 발생되었는지에 관계없이 제한대상 채무보증에 해당한다. 포괄근보증서를 징구하였으나, 여신종류를 한정함으로써 사실상 특정 또는 한정근보증의 효과를 갖는 경우에는 관련 증빙을 첨부하여 제한제외대상 채무보증에 해당한다는 사실을 반드시 확인받아야 한다.

4. 기업집단 계열사간 채무보증의 추이

공정거래위원회의 분석에 따르면 1998년 4월 상호출자제한기업집단의 계열회사 간 채무보증이 금지된 이후 채무보증 금액은 지속적인 감소 추세로서, 계열회사간 보증을 통해 경제력 집중을 심화시키는 불합리한 자금 조달 관행이 개선되고 있는 것으로 평가된다.

2020년 5월말 기준으로 남아있는 제한대상 채무보증은 존재하지 않는 등 채무보증 금지가 시장준칙으로 정착된 것으로 파악된다.

한편 법상 허용하고 있는 제한제외대상 채무보증도 매년 감소하고 있는 추세이다. 앞서 설명한 바와 같이 제한대상 채무보증의 경우 1998.4월 이전에 발생한 채무보증 33.6조원은 2002.4.1까지 모두 해소되었고, 그 이후 신규지정·계열편입으로 발생한 채무보증도 기한내에 모두 해소되었다.[12)]

[표 2] 채무보증 현황

(단위: 조원, %)

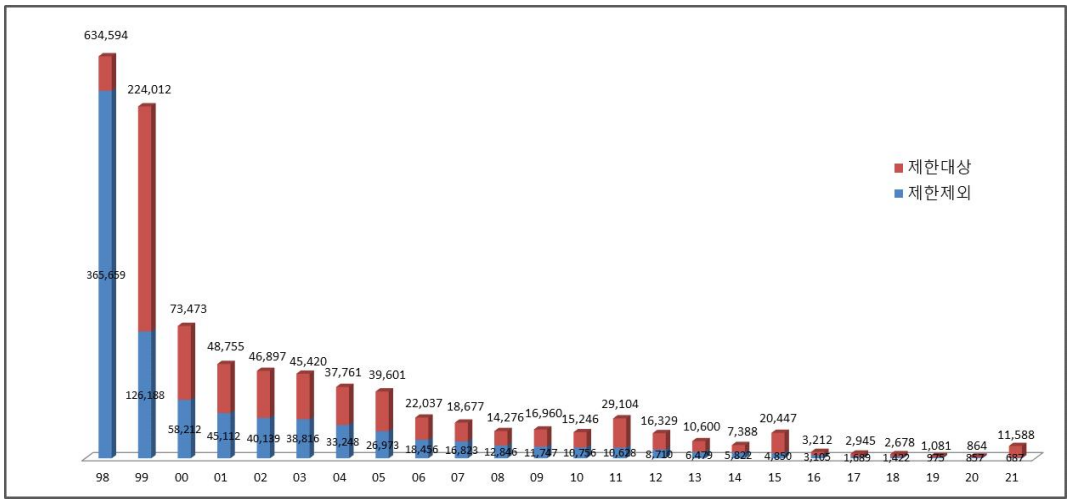
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
채무보증금액 총계	3.00	1.70	1.10	0.70	2.06	0.32	0.29	0.26	0.11	0.09
제한대상 채무보증금액	1.90	0.90	0.40	0.10	1.60	0.01	0.12	0.12	0.01	0.00
제한제외대상 채무보증금액	1.10	0.80	0.70	0.60	0.46	0.31	0.17	0.14	0.10	0.09

출처: 공정거래위원회 (채무보증제한기업집단자료) 2022

12) 공정거래위원회, 「공정거래위원회 40년사」, (2021. 4.), 82면

[표 3] 1998년 이후 채무보증 변동 현황

(단위: 억 원)



출처: 공정거래위원회 (채무보증제한기업집단자료), 2022

2009년부터 기업집단현황공시가 도입됨에 따라 계열회사간 채무보증 및 담보제공현황 등을 공시토록 하여 시장감시 효과가 강화되었다. 다만, 2021년도의 경우는 전체 상호출자제한기업집단(40개)의 채무 보증 금액은 1조1,588억 원(8개 집단)으로, 채무보증을 보유한 4개 집단이 상호출자제한기업집단으로 신규 지정되면서 전년(864억 원)보다 1조724억 원 증가(+1,242%)하였으나, 신규 지정된 4개 집단(셀트리온, 넷마블, 호반건설, SM의 1조901억)을 제외할 경우 채무보증금액은 687억 원(4개 집단)으로, 전년보다 177억 원 감소(-20.5%)한 수준이어서,[13] 전반적인 감소추세는 유지되고 있는 것으로 분석된다.

[표 4] 전체 상호출자제한 기업집단의 채무보증 증감 현황

(단위: 억 원)

구 분		'20.5.1. 기준	'21.5.1. 기준	증감
전체 집단('20년 34개, '21년 40개)		864	11,588	↑10,724
	연속 지정	(33개) 864	(33개) 687	↓177
	신규 지정*	(1개) 0	(7개) 10,901	↑10,901

13) 공정거래위원회, "2021년 상호출자제한 기업집단 채무보증 현황 및 금융·보험사의 의결권 행사 현황 정보공개 실시", (2021. 10. 26. 보도자료) 참조

이상에 비추어 볼 때 법상 규제대상임이 명확한 채무보증의 경우에는 향후에도 억제력이 실효적으로 작용할 것으로 예상되며, 계열사간 채무보증 관행으로 인한 대규모 기업집단의 편중여신 및 기업집단 동반부실화 위험은 현실화될 가능성이 크지 않을 것으로 전망된다.

그런데, 이런 현실을 긍정적, 낙관적으로만 평가하는 것은 다소 성급한 판단일 수 있다. 전술한 바와 같이 기업들이 규제 대상 이외의 방식을 통해 채무보증 수요를 충족하고 있음을 반증하는 것일 수도 있기 때문이다. 실제로 최근 들어 채무보증의 실체와 규제환경의 실효성을 객관적이고도 새로운 관점에서 재평가해 보게 만드는 징후들이 새롭게 발견되고 있다. 그 징후의 대표적인 예가 자금보충약정, 그리고 총수익스와프(Total Return Swap)으로 일컬어지는 TRS거래인데, 이런 거래 및 약정은 사실상 채무보증과 유사한 기능을 수행함에도 현행 법령상으로는 규제의 대상이 되는지가 명확하지 않은 상황이다.

이하에서는 이 점을 감안하여 자금보충약정과 TRS의 실태와 채무보증과의 유사성을 살펴보기로 한다.

Ⅲ. 채무보증 유사거래의 실태: 자금보충약정 및 TRS의 개념과 기능을 중심으로

1. 채무보증 유사 금융거래의 유형

현실의 금융거래에서는 엄밀한 의미에서 민법상 보증[14]으로 보기는 어렵지만 그와 유사한 기능을 수행하는 거래 수단들이 적지 않게 존재한다. 그런 수단으로 꼽을 수 있는 것들로는 전통적인 민사 계약적인 수단에 의하는 방법으로서 컴포트레터(comfort letter), 손해담보, 자금보충약정,[15] 그리고 신용 파생상품 거래에 의하는 방법으로서, TRS, CDS, CLN[16] 등을 들 수 있다.

---

14) 민법 제428조(보증채무의 내용)
① 보증인은 주채무자가 이행하지 아니하는 채무를 이행할 의무가 있다.
② 보증은 장래의 채무에 대하여도 할 수 있다.

15) 계열사간 컴포트레터(comfort letter), 손해담보, 자금보충약정의 보증과의 유사성 및 사법적 효력에 관하여는, 임지웅/김도경, "특집 _ 신용보강(credit enhancement)거래의 법률문제 : 계열회사에 대한 채무보증의 법적 효력-사법적 효력을 중심으로-" BFL, 33호, 서울대학교 금융법센터(2009), 74면 이하; 자금보충 약정과 보증의 유사성에 관하여는, 박근용, "부동산 프로젝트 금융(PF)에서 시공사 신용보강에 관한 법적 연구" 「금융법연구」 제11권 제2호, 한국금융법학회(2014), 208면 등.

16) CLN, CDS, TRS 등 신용파생상품의 보증과 유사성에 대하여는, 박준/한민, 「금융거래와 법 제2판」, 박영사, 2020, 618면 이하; TRS의 보증과의 유사성에 관하여는, 이총희, "기업집단의 TRS를 통한 채무보증 분석", 「기업지배구조연구」 제54권, 경제개혁연구소(2017), 2면 이하, 홍명수, "TRS거래에 대한 독점규제법의 적용", 「선진상사법률연구」 제88호(2019), 29면 이하, 정순섭, "총수익률스왑의 현황과 기업금융법상 과제", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020, 352면, 정일묵, ; TRS의 보증과의 유사성 및 TRS와 CDS의 유사성(후자는 개념상 전자의 일종이라고 함)에 관하여는, 정성구, "TRS와 지급보증, 신용공여 및 보험 규제와의 접점", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020, 367면 이하.

이 가운데 공정거래법상 규제대상인 채무보증과 유사한 기능을 수행하는지 여부의 판단을 위해서는 하나 더 추가적인 분류 필터가 필요하다. 민법상 보증은 반드시 그 피보증채무가 차입금 채무 즉 금융채무일 필요가 없다. 따라서 상거래에서 공사 이행 채무와 같은 비금전채무, 또는 금전채무일지라도 상거래에서 발생하는 물품대금 채무라거나, 손해배상채무 등도 보증의 대상이 될 수 있다. 하지만 공정거래법에서 문제 삼는 채무보증은 원칙상 금전채무 중에서도 차입금 채무에 대한 보증만을, 즉 '여신과 관련된 보증'만을 금지대상으로 한다. 또한 이때 채무보증의 대상이 되는 여신은 '국내금융기관의 대출 및 회사채무의 보증 또는 인수'(공정거래법 제2조 제9호)를 뜻하므로 결국 (국내금융기관으로부터의) 금융채무, 즉 차입금 채무만이 해당된다. 따라서 민법상 보증과 유사한 기능을 수행하는 방법들 모두가 공정거래법상 대기업집단 규제와의 관련성을 가지는 것은 아니고 차입금 실질의 부담에 대한 보증 유사의 기능을 수행하는 유형으로 국한된다.

다만 현실적으로는 여러 일련의 거래를 결합시킴으로써 여신에 대한 채무보증의 효과를 창출할 수 있으므로 이 점에도 주의를 요한다. 당사자들이 의욕하는 보증의 본질적인 대상은 차입금 채무 또는 그와 유사한 실질을 지니지만 채무자가 외형상 그리 분류되는 것을 회피하기 위하여, 예컨대 금융거래를 몇 단계 추가함으로써 마치 차입금채무가 아닌 사업상의 상거래채무를 보증하는 것처럼 구성하거나, 법률적인 의미에서는 '채무'로 보기 어렵고 단지 경제적 부담에 불과하여 엄밀한 의미에서 피보증 대상으로서의 '주채무' 성립을 인정하기 어렵도록 금융거래를 구성한다면 사실상 채무보증과 다를 바 없는 효과를 유발하게 될 것이다. 요컨대 공정거래법상 채무보증 효과 여부의 판단에는 실거래마다의 사안별 조망 및 접근도 추가적으로 필요할 수 있다.

아래에서는 유사 채무보증 행위 가운데 대표적인 유형인 자금보충약정과 TRS를 중심으로 그 경제적 기능과 현행법상 규제의 포섭가능 여부를 규명해 보기로 한다.

2. 자금보충약정의 개념과 기능

'자금보충약정'은 법전상의 용어는 아니며 실무상의 명칭이다. 자금보충약정은 주로 프로젝트 금융(project finance)에서 활용되는 것으로 알려져 있다.[17] 국내 프로젝트 금융의 일반적인 모습은, 해당 프로젝트의 건설을 위해 건설사 등이 컨소시엄으로 참여하면서 특수목적법인(SPC)을 설립하고, 이 SPC가 사업자금의 상당 부분을 금융기관으로부터 대출 받아 사업을 시행하는 형태이다.[18] 이 때 SPC가 부담하는 차입금 채무에 대하여 SPC에 대한 출자자들이 대

17) 윤지훈/김제완, "자금보충약정 불이행에 대한 구제수단으로서 손해배상 법리의 문제점." 은행법연구(2020), 124면.

18) 박준/한민, 「금융거래와 법 제2판」, 박영사, 2020, 721면 윤지훈, 124면.

주(貸主; Lender)들에게 직접 보증을 제공하지 않고, SPC의 대주들에 대한 채무 상환 재원이 부족할 수 있는 일정한 사유가 발생할 경우 출자자들이 SPC에게 후순위대출을 실행하거나 추가 출자를 하기로 특약을 하는 경우가 많다.[19] 이러한 특약을 자금보충 특약 또는 자금보충 약정이라고 한다.[20] 본래의 의미의 자금보충은 부족한 사업비를 보충하여 사업이 계속 진행될 수 있도록 하는 취지였으나, 실제로는 주로 대출원리금 상환재원 부족시 자금을 보충할 목적으로 이루어지고 있다.[21]

이처럼 차주의 상환재원 부족 시 이를 보충한다는 기능은 보증과 유사하기 때문에 공정거래법상 금지되는 계열사간 채무보증에 해당하는지 여부가 문제된다. 자금보충 의무를 부담하는 주체는 SPC에 대한 출자자라든지 그밖의 사업상의 높은 관련성 내지 영향력을 갖는 자로서, 공정거래법상 계열사 개념을 충족시키는 경우가 생길 수도 있다. 이러한 공정거래법상의 규제를 회피하기 위하여 채무보증과 기능은 동일함에도 채무보증 대신 자금보충 약정이 실무상 선호된다[22]고 한다. 2012년 공정거래위원회의 실태조사에 따르면 63개 기업집단 중 35개 기업집단의 86개 소속 회사에서 총 586건, 21조8천억원 규모의 자금보충약정이 존재[23]하는 등, 자회사나 계열사 지원을 위한 편법수단으로도 활용되는 것으로 보인다.[24] 공정거래법상의 규제 회피가 가능하다면, 이것은 자금보충 약정이 체결되는 또 다른 이유이자 가장 본질적인 이유가 될 수도 있다.

3. TRS의 개념과 기능

TRS 즉 총수익률스왑은 '대출채권이나 증권, 그 밖의 기초자산에서 발생하는 실제 현금흐름과 사전에 약정된 확정 현금흐름을 교환하는 거래[25]로서 신용파생상품의 하나로 분류된다.[26]

---

19) 사회기반시설에 관한 민간투자법에 따른 민간투자사업의 경우에도 자금보충 약정이 활용된다, KDI 공공투자관리센터, 「민간투자사업의 금융약정에 관한 연구」, 2009, 19~20면. 서희건설의 2021년 반기보고서 공시에 따르면 자금보충 약정액 9,459억원 중 5,495억원이 실행되었는데 이들 대부분이 민간투자법에 의한 민간투자사업에 관한 것이라고 한다. http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210813000424&dcmNo=8172975&keyword=%EC%9E%90%EA%B8%88%EB%B3%B4%EC%B6%A9%EC%95%BD%EC%A0%95; 2021.8.15. 최종 접속.

20) 임지웅/김도경, "특집 _ 신용보강(credit enhancement)거래의 법률문제 : 계열회사에 대한 채무보증의 법적 효력-사법적 효력을 중심으로-" BFL, 33호, 서울대학교 금융법센터(2009), 78면.

21) 법무법인 지평, 「부동산PF 개발사업법」, 박영사, 2016, 130면 참조(윤지훈, 125면에서 재인용).

22) 윤지훈/김제완, 앞의 논문, 125면. 그 외에도 공시 회피 목적도 있다고 한다.

23) 박근용, "부동산 프로젝트 금융(PF)에서 시공사 신용보강에 관한 법적 연구" 「금융법연구」 제11권 제2호, 한국금융법학회(2014), 208면 각주 76.

24) 박근용, 위 논문 같은 곳.

25) 박준/한민, 621면; 정성구, "TRS와 지급보증, 신용공여 및 보험 규제와의 접점", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020, 368면; 정순섭, "총수익률스왑의 현황과 기업금융법상 과제", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020, 345면

26) 박준/한민, 621면; 정순섭, 345면.

기초자산은 주식이나 사채가 일반적으로 거론되나 그에 국한되는 것은 아니다.[27] TRS라는 개념은 JP 모건과 SK증권의 사건[28]을 계기로 국내에 널리 알려지게 되었으며 이에 관하여는 많은 논문이 발표된 바 있다.[29]

구체적인 거래는 다음과 같은 형태로 진행된다. 기초자산을 보유한 자산보유자는 그 자산 예컨대 대출채권에서 실제 발생하는 현금흐름(예컨대 실제 회수하는 원리금액)을 TRS 계약 상대방에게 지급하고, 그 상대방은 TRS계약의 다른 일방인 자산보유자에게 사전에 TRS계약에서 합의된 현금흐름(예컨대 TRS 계약 당사자간에 설정된 일정 금액에 금리를 가산한 금액)을 지급하기로 약정하는 것이다.[30] 이 경우 자산보유자는 기초자산으로부터 발생하는 불확실성 즉 위험을 상대방에게 이전(매도)하였다는 관점에서 '위험매도자(risk seller)', 또는 위험을 매도한 만큼 보장을 받았다는 관점에서 '보장매수자(protection buyer)'라 불리운다.[31] 반대로 거래 상대방은 위험을 매수함으로써 보장을 판매하였다고 볼 수 있어 '위험매수자(risk buyer)' 또는 '보장매도자(protection seller)'라고 불리운다.[32]

이처럼 TRS는 보장매도자가 보장매수자의 기초자산에 대한 신용위험과 시장 위험을 보장한다는 기능면에서 보증과 매우 유사하다.[33] 기초자산이 채권인 경우, 그로 인한 실제 현금흐름을 이전하고 그 대가로 안정적인 현금흐름을 이전받는다면, 해당 채권의 채무자가 채무를 제때 상환하지 못함으로 인한 위험을 보장받는 효과가 생기므로 보증과 실질적인 기능이 유사해지는 것이다. 기초자산이 채권이 아닌 경우에도, 가령 주식인 경우에도, 주식 보유로 인한 실제 현금흐름을 이전하고 그 대가로 주식 취득에 소요된 자금의 원리금 상당액을 받기로 한다면, 주식 취득 자금 상당의 대출금채무 상환을 보장받는 효과가 생기므로 보증과 유사한 속성이 더해질 수 있다. 이러한 보증유사의 기능이 바로 신용공여를 규제하는 각종 법령상의 규제를 회피하기 위한 용도로 TRS가 사용되는지 검토하게 만드는 배경이라 할 수 있다.

TRS는 위에서 본 바와 같이 채무자의 신용을 보강함으로써 사실상 신용을 공여해주는 효과를 가진다는 점에서 보증과 더불어 넓은 의미에서 신용공여라는 개념으로 포섭할 수 있다.[34] TRS는 이러한 신용공여 기능 외에도 헷지 기능, 주로 M&A 파이낸싱에서의 자금조달 기능, 주식소유권 공시의무 등 규제회피 기능 등을 갖는다는 점이 추가로 지적된다.[35]

---

27) 정순섭, 345면; 정성구, 368면.
28) 서울지방법원 2003. 6. 13. 선고 2003고합237,2003고합311(병합) 판결 및 서울고등법원 2005. 6. 10. 선고 2003노1555,2004노1851(병합) 판결.
29) 예컨대, 윤성승, "외국의 장외파생상품 피해 관련 사례와 우리나라에 대한 시사점." 「금융법연구」, 제8권 제1호, 한국금융법학회(2011), 39면.
30) 정순섭, 346면; 정성구 372면.
31) 정순섭, 346면.
32) 정순섭, 346면.
33) 정순섭, 352면; 정성구, 376면 이하.
34) CDS와 TRS를 신용공여라는 관점에서 분석하고 있는 것으로, 정성구, 387면.

Ⅳ. 자금보충약정, TRS 등 채무보증 유사거래에 대한 규제의 접근 방향

1. 고려할 사항

자금보충약정은 그간 주로 프로젝트 파이낸싱에서 자금을 조달하는 수단으로 사용되어 왔다. 보증과 유사한 기능을 수행하기는 하지만 직접 주채무 전액을 보증하는 것이 아니라 사업 수행을 위해 별도 설립된 SPC에 처음부터 자금을 많이 투입하지 않고 그때그때 필요자금을 보충하는 형태의 투자효율을 위한 방편으로서의 순기능이 있다. 이러한 자금보충약정을 채무보증 유사행위로 규제할 것인지 문제된다.

한편 TRS는 전통적으로 헤지와 투기를 위한 것으로 알려져 온 파생상품의 하나이나, 최근 들어 자금조달이나 계열사에 대한 신용지원, 의결권 제한의 회피나 순환출자의 해소와 같은 다양한 목적으로 활용되고 있다[36]. 이러한 새로운 용도로 활용되는 경우의 TRS 거래를 어떻게 바라보고 규제할 것인지 문제된다.

이 글의 검토 목적과 관련하여 쟁점이 되는 부분은, 자금보충약정이 형식적으로는 자금을 보충할 뿐인 약정임에도 불구하고, 또 TRS 거래가 형식적으로는 신용파생 거래임에도 불구하고, 이들의 신용지원 기능에 착안하여 이를 공정거래법상 금지되는 채무보증 또는 그 탈법행위로 볼 것이냐의 점이다. 특히 여러 단계로 거래가 이루어질 경우 당사자들은 「보증과는 구별되는 거래」라고 주장할 수 있다. 그럼에도 공정거래법 목적상, 이들 전체를 '하나의 목적을 가진 일련의 거래'로 보아 계열사간 보증 내지 탈법행위 또는 그에 준하여 규제가 필요한 행위라고 볼 것인지도 문제된다.

이처럼 거래의 형식을 넘어 그 실질을 중시하여 거래의 성질을 재구성하는 것을 성격재규정(recharacterization)이라고 한다.[37] 이러한 성격재규정은 시민사회에 법적인 리스크 또는 불명확성을 초래하여 법적 안정성을 저해[38]할 수 있는 반면, 이를 피하고자 거래 형식을 있는 그대로 인정해 줄 경우에는 당초의 규제를 모두 회피해 나갈 수 있게 되어 본래의 규제 목적이 훼손된다는 문제가 생긴다.

자금보충약정과 TRS등 채무보증 유사거래의 적법성을 판단함에 있어서는, 상기와 같은 성격재규정 이슈 외에, 다른 각도에서의 문제 가능성도 고려할 필요가 있다. 가령 계열사의 신용지원, 순환출자 해소를 위해 계열사 중 어느 일방에 피해가 간다면 부당지원 내지 업무상 배

35) 정순섭, 7면 이하; 조주현, 3~7면; 정일묵, 17~21면; 임정하, "총수익률스왑과 의결권행사 - 회사법, 공정거래법 및 자본시장법 문제를 중심으로-", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020, 412면 이하.
36) 정순섭, 362면.
37) 정순섭, 363면.
38) 이를 '성격재규정 위험'이라 한다, 정순섭, 363면.

임, 상장법인의 특수관계인에 대한 신용공여 금지규제 저촉 등의 문제가 생길 수 있다는 점이다. 또한 금융기관이 아닌 일반 기업이 대가를 받고 신용파생 거래를 하는 것이 회사의 능력/목적 범위내의 행위로서 사법상 유효한 행위이냐, 또 금융업 라이센스 없이 금융업무를 취급한 것이 되어 관련 금융업법 규제에 위반되느냐는 문제도 있을 수 있다. 또한 해당 거래가 대량보유보고 또는 계열사 공시 등에 관한 의무를 촉발시킨다면 해당 공시 규제에 위반 문제도 생길 수 있을 것이다. 이러한 규제 위반여부는 해당 규제 독자의 목적에 따라 판단되어야 할 것이나, 경우에 따라서는 채무보증 제한 위반 여부를 판단하는데 참고하여야 할 내용이 될 수 있고 채무보증 제한 회피가 해당 규제 위반 거래의 동기를 이루는 경우도 있을 것이다. 따라서 공정거래법 규제를 설계하고 집행함에 있어서는 이러한 인접 제반 규제의 위반 여부도 문제되고 서로 영향을 받을 수 있음을 고려할 필요가 있을 것으로 생각된다.

2. 생각해 볼 수 있는 규제의 접근 방향

가. 제1안: 규제 폐지

공정거래법상 채무보증 규제는 파생상품 거래, 자금보충 약정 등 다양한 형태의 우회 거래로 인해 이미 규제 효력이 잠식되었다는 점, 어차피 채무보증 제한제도는 이미 그 예외가 많아 실효성이 크다고 보기 어렵다는 관점, 이미 부당지원 등 유사 규제가 존재한다는 점 등을 고려하여 규제를 폐지해야 한다는 시각도 있을 수 있다.

다만 이 방안은 채무보증 유사 거래들을 규제할 것이냐는 질문과는 논의의 평면이 다르다. 채무보증 제한 제도 자체의 근본적인 적정성, 유지 필요성을 묻는 질문이기 때문이다. 그것은 채무보증 제한 제도 자체의 폐지론에 관한 것으로서 별개의 질문이다. 채무보증 제한 제도의 적정성 여부는 이 글의 검토 범위 밖이며 이 글은 채무보증 제한 제도를 유지한다는 점을 전제로 하여, "그렇다면 그 유사 행위들을 어떻게 할 것이냐"는 점에 대한 검토이다.

따라서 본 검토의 목적상 제1안을 채택하기는 어려운데, 그럼에도 제1안을 언급하는 이유는, 채무보증 유사행위까지 모두 규제한다는 의사결정 속에는 채무보증 제한 제도의 근본 취지가 무엇인지, 그것을 여전히 유지, 지속할 것인지라는 근본 물음에 대한 답이 준비되어 있어야 한다는 점을 환기하기 위함이다.

나. 제2안: 현행유지

공정거래법상 채무보증 제한은 여전히 필요하다고 보는 전제에서, 다만 이를 우회하는 우회수단을 차단하는 것이 관건인데, 그에 대하여는 자금보충약정에 관하여 선고된 판결에서처럼

현행 공정거래법 조문상의 탈법행위로 의율이 가능[39]하므로 현행을 유지하면 충분하며, 굳이 다음 제3안에서 소개할 신용공여 개념과 같은 복잡한 규제 방식을 새로 도입할 필요는 없다고 보는 입장을 생각해 볼 수 있다.

다만 탈법행위 조항은 실무상 적용이 쉽지 않다는 한계가 있다. 탈법행위의 요건이 무엇인지, 그것을 충족하였는지를 판단할 수 있는 구체적인 준거 틀이 법령에 제시되어 있지 않기 때문이다. 그러므로 탈법행위 조항으로 의율하려면 매 사안별로 구체적으로 어떠한 요소들 때문에 탈법행위의 요건이 충족된다는 것인지를 실무진이 탐지, 발견해 나가야 하는 부담이 따를 것이다. 특히 제재규정으로서의 특성상 입증의 부담이나 불확실성은 공정위에게 부과될 것이고 그것의 적정성을 두고 법정에서 번번히 다투어질 가능성도 뒤 따를 수 있다. 이는 적극적인 법적용을 위축시켜 결국 규정의 실효성을 크게 잠식할 수 있다. 탈법행위 조항이 그간 공정위 실무상 빈번하게 활용되지 않는 것도 그러한 이유 때문이라고 추측된다. 이러한 점을 고려하면 채무보증 유사행위를 탈법행위 조항에 의지하는 것으로 방침을 정할 경우 지나치게 소극적인 대응이라는 비판이 제기될 가능성이 있다.

다. 제3안: 신용공여 등 상위의 개념으로 재구성하는 방안

자금보충약정과 TRS는 보증과 거래 형식은 다르지만 경제적 기능이 유사한 측면이 있고 그것은 계열사에게 자금을 지원하는 기능, 보다 일반화하여 말한다면 금융기관에 대하여 계열사의 신용을 보강하는 기능 즉 신용 공여 기능이 있다는 점에서 공통된다고 말할 수 있다. 신용공여라는 단어는 거래 형식보다는 경제적 기능에 중점을 둔 표현이기 때문에 보증과 자금보충약정, TRS, 그리고 그 밖에도 CDS 기타 이와 유사한 기능을 수행하는 거래 형태를 모두 아우를 수 있는 포괄적인 단어라 할 수 있다. 이러한 관점에서 세 번째 방안으로, TRS를 아우를 수 있는 신용공여 또는 그와 유사한 개념을 사용하여 규정을 개정하는 방법을 고려할 수 있다.

이 제3안을 지지하는 논거로는, 현행 공정거래법의 탈법행위 규정이 채무보증 개념을 확장해주는 역할을 수행하고는 있으나, 규제의 명확성과 안정성이 부족할 수 있음을 고려하고, 타법규, 특히 유사한 취지와 규제 효과를 추구하는 타법의 입법례와 비슷하게 통일적인 규정을

39) 대법원 2019. 1. 17. 선고 2015다227000 판결: "전북은행과 하나캐피탈은 웅진홀딩스의 계열회사인 웅진캐피탈에게 700억 원을 대출해주려고 하였으나, 독점규제법상 채무보증금지 규정의 적용을 피하기 위해 JHW를 설립하여 JHW에게 700억 원을 대출한 다음 JHW가 그 700억 원을 다시 동일한 조건으로 웅진캐피탈에게 대여하도록 하고, 웅진홀딩스는 웅진캐피탈이 아닌 JHW에 대한 자금보충 및 병존적 채무인수의무를 부담하도록 하였으므로, 웅진홀딩스가 실질적으로 보증을 하게 된 주채무자는 JHW가 아닌 웅진캐피탈이라 할 것이다. *이와 같은 내용의 자금보충약정은 웅진홀딩스가 자기 계열회사의 기존의 채무를 면하게 함이 없이 동일한 내용의 채무를 부담하는 내용으로 독점규제법 제15조, 제10조의2 제1항, 동법 시행령 제21조의4 제1항 제2호 가목에서 금지하는 채무보증의 탈법행위에 해당한다.*"

마련하는 것이 법규 수범자인 국민들의 입장에서도 편의성이 증대될 것이라는 점 등이 제시될 수 있을 것이다.

여기서 '타법의 입법례'라 함은 채무보증과 유사한 행위를 모두 포괄하도록 규정하는 입법례를 말하는데, 우선 은행법과 자본시장법, 그리고 상법을 들 수 있다. 흥미로운 점은 이들 입법례 모두 신용공여라는 용어를 사용하면서 그 세부항목을 구체적으로 나열함으로써 외연을 확장함과 동시에 법적 안정성을 도모하고 있다는 점이다. 특히 은행법은 TRS와 같은 신용파생거래를 포괄할 수 있도록 명문의 규정을 두고 있다. 이하에서는 타법의 입법례를 살펴보기로 한다.

(1) 은행법의 예

은행법은 신용공여를 규제하면서 총수익률 스왑을 제외할 경우 탈법행위의 가능성이 있음을 고려하여 총수익률스왑을 신용공여 규제의 대상에 포함하고 있다[40](은행업감독규정 별표 2). 은행법의 신용공여 개념은, 채무보증과 그 탈법행위 개념을 사용하고 있는 공정거래법에도 참고가 된다.

우선 은행법은 법 제2조 제7호에서 신용공여를 다음과 같이 정의하고 있다. *7. "신용공여"란 대출, 지급보증 및 유가증권의 매입(자금지원적 성격인 것만 해당한다), 그 밖에 금융거래상의 신용위험이 따르는 은행의 직접적·간접적 거래를 말한다."*

한편 은행법 시행령은 신용공여의 범위를 보다 구체적으로 다음과 같이 정의한다.

> 제1조의3(신용공여의 범위) ① 법 제2조제1항제7호에 따른 신용공여의 범위는 다음 각 호의 것으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 것으로 한다.
> 1. 대출
> 2. 지급보증
> 3. 지급보증에 따른 대지급금(代支給金)의 지급
> 4. 어음 및 채권의 매입
> 5. 그 밖에 거래 상대방의 지급불능 시 이로 인하여 은행에 손실을 끼칠 수 있는 거래
> 6. 은행이 직접적으로 제1호부터 제5호까지에 해당하는 거래를 한 것은 아니나 실질적으로 그에 해당하는 결과를 가져올 수 있는 거래
> ② 금융위원회는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래에 대해서는 제1항에도 불구하고 이를 신용공여의 범위에 포함시키지 아니할 수 있다.
> 1. 은행에 손실을 끼칠 가능성이 매우 적은 것으로 판단되는 거래
> 2. 금융시장에 미치는 영향 등 해당 거래의 상황에 비추어 신용공여의 범위에 포함시키지 아니하는 것이 타당하다고 판단되는 거래

40) 정순섭, 356면.

위 은행법 시행령 규정을 보면, 채무보증을 포함하여 그와 유사한 경제적 효과를 발휘할 수 있는 거래 유형을 가급적 구체화하면서 망라하여 규정하고 있음을 알 수 있다. 지급보증은 물론, 대출이나 어음매입도 사실은 채무보증과 동일한 기능을 수행할 수 있으므로 이들을 포함시키고 있다. 나아가 그밖에 지급불능시 은행에 손실을 끼칠 수 있는 일체의 형태를 포괄함으로써 개념적으로는 채무보증에 준하는 일체의 행위를 포섭하는 형태로 되어 있다. 위 시행령 제1조의 3 제1항 본문에서 언급하고 있는 '금융위원회의 고시' 즉 은행업감독규정 별표2에서는 신용파생상품에 대하여도 규정하고 있다. 동 별표의 주5에서는, 후순위 수익증권을 포함하여, TRS, CDS, CLN 등을 모두 신용공여의 일종으로 포함시키고 있다. 동 별표는 그 외에도 다양한 거래를 나열하고 있는데, 이러한 부분은 추후 공정거래법을 신용공여라는 개념으로 재편하는 선택을 할 경우 검토 가치가 있을 것으로 보인다.

(2) 상법의 예

상법에서는 상장회사에 관하여 주요주주 및 그 계열사에 관한 보증 등 신용공여를 금지하고 있다. 신용공여의 개념은 시행령에 규정되어 있는데, 동 규정은 자본시장법상 신용파생거래를 나열함으로써 TRS 등을 포함시키는 구조이다.

상법 제542조의9(주요주주 등 이해관계자와의 거래) ① 상장회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 상대방으로 하거나 그를 위하여 신용공여(금전 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권 매입, 그 밖에 거래상의 신용위험이 따르는 직접적·간접적 거래로서 대통령령으로 정하는 거래를 말한다. 이하 이 조에서 같다)를 하여서는 아니 된다.

1. 주요주주 및 그의 특수관계인
2. 이사(제401조의2제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 포함한다. 이하 이 조에서 같다) 및 집행임원
3. 감사

② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 신용공여를 할 수 있다.

1. 복리후생을 위한 이사·집행임원 또는 감사에 대한 금전대여 등으로서 대통령령으로 정하는 신용공여
2. 다른 법령에서 허용하는 신용공여
3. 그 밖에 상장회사의 경영건전성을 해칠 우려가 없는 금전대여 등으로서 대통령령으로 정하는 신용공여

(이하 생략)

상법 시행령 제35조(주요주주 등 이해관계자와의 거래) ① 법 제542조의9제1항 각 호 외의 부분에서 "대통령령으로 정하는 거래"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래를 말한다.

1. 담보를 제공하는 거래
2. 어음(「전자어음의 발행 및 유통에 관한 법률」에 따른 전자어음을 포함한다)을 배서(「어음법」 제15조제1항에 따른 담보적 효력이 없는 배서는 제외한다)하는 거래
3. 출자의 이행을 약정하는 거래
4. 법 제542조의9제1항 각 호의 자에 대한 신용공여의 제한(금전·증권 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권 매입, 제1호부터 제3호까지의 어느 하나에 해당하는 거래의 제한을 말한다)을 회피할 목적으로 하는 거래로서 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제38조제1항제4호 각 목의 어느 하나에 해당하는 거래
5. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제38조제1항제5호에 따른 거래

자본시장법 시행령 제38조 (신용공여의 범위 등) ① 법 제34조제2항 각 호 외의 부분 본문에서 "대통령령으로 정하는 거래"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래를 말한다.

1. 대주주(그의 특수관계인을 포함한다. 이하 이 항에서 같다)를 위하여 담보를 제공하는 거래
2. 대주주를 위하여 어음을 배서(「어음법」 제15조제1항에 따른 담보적 효력이 없는 배서는 제외한다)하는 거래
3. 대주주를 위하여 출자의 이행을 약정하는 거래
4. 대주주에 대한 금전·증권 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권의 매입, 제1호부터 제3호까지의 어느 하나에 해당하는 거래의 제한을 회피할 목적으로 하는 거래로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 거래

가. 제3자와의 계약 또는 담합 등에 의하여 서로 교차하는 방법으로 하는 거래

나. **장외파생상품거래**, 신탁계약, 연계거래 등을 이용하는 거래

5. **그 밖에 채무인수 등 신용위험을 수반하는 거래**로서 금융위원회가 정하여 고시하는 거래

금융투자업 규정 제3-72조(대주주에 대한 신용공여의 제한) ① 영 제38조제1항제5호에서 "금융위원회가 정하여 고시하는 거래"란 다음 각 호의 행위를 말한다.

1. 채무의 인수
2. 자산유동화회사 등 다른 법인의 신용을 보강하는 거래
3. 그 밖에 대주주의 지급불능시 이로 인하여 금융투자업자에 손실을 초래할 수 있는 거래

위 상법 제542조의 9 제1항 1호에서는 주요주주 및 그 특수관계인을 상대방으로 하거나 그를 위한 신용공여를 금지한다. 은행법과 동일하게 신용공여라는 개념을 사용하면서 그 개념의 상세를 시행령에 위임하고 있는데, 시행령은 다시 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」까지 인용함으로써, 담보제공, 어음거래, 신용지원을 위한 증권매입, 보증, 출자약정, 장외

파생상품 거래, 탈법을 위한 품앗이 효과를 가질 것으로 보이는 교차 계약, 담합, 재산대여 등 기능적으로 신용지원 행위를 망라적으로 포섭하고 있다. 이러한 규정에 따르면 신용지원 기능의 자금보충약정은 당연히 포함될 것으로 보이고, TRS의 경우에도, 상법 시행령 및 자본시장법 시행령, 그리고 자본시장법 시행령이 인용하는 금융투자업 규정에 이르기까지의 연쇄를 따라가면 은행법에처럼 TRS를 명문으로 규정하고 있지는 않으나, 장외파생상품이 포함되므로 TRS도 규율 대상에 해당될 것으로 보인다.

한편 위 조항에서의 주요주주라 함은, 상법 제542조의 8 제6호에 정의되어 있는데, "누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주"를 말한다. 회사에 대한 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 자이므로 공정거래법상의 동일인과 상당부분 중첩될 수 있으나, 두 가지 차이점이 있다. 첫째는 주주여야 한다는 점이고 둘째는 상장법인에 대해서만 성립하는 관계라는 점이다.

한편, 특수관계인의 개념은 상법 제542조의 8 제2항 제5호의 위임을 받은 상법 시행령 제34조 제4항에서 정의하고 있는데, 공정거래법상의 계열사 개념을 그대로 수용하고 있다.

> 상법 시행령 제34조 ④ 법 제542조의8제2항제5호에서 "대통령령으로 정하는 특수한 관계에 있는 자"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(이하 "특수관계인"이라 한다)를 말한다.
> 1. 본인이 개인인 경우에는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사람
> 가. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 사람을 포함한다)
> 나. 6촌 이내의 혈족
> 다. 4촌 이내의 인척
> 라. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 다목까지의 관계에 있는 사람과 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 법인 또는 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 이사·집행임원·감사
> 마. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 라목까지의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 법인 또는 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우에는 해당 법인 또는 단체와 그 이사·집행임원·감사
> 2. 본인이 법인 또는 단체인 경우에는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자
> 가. 이사·집행임원·감사
> 나. **계열회사** 및 그 이사·집행임원·감사
> 다. 단독으로 또는 제1호 각 목의 관계에 있는 자와 합하여 본인에게 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 본인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 개인 및 그와 제1호 각 목의 관계에 있는 자 또는 단체(계열회사는 제외한다. 이하 이

> 호에서 같다)와 그 이사·집행임원·감사
> 라. 본인이 단독으로 또는 본인과 가목부터 다목까지의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30 이상을 출자하거나 그 밖에 이사·집행임원·감사의 임면 등 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 해당 단체와 그 이사·집행임원·감사

상기 특수관계인 개념은 공정거래법상의 채무보증이 계열사에 국한되어 있는 것과 달리 자연인인 특수관계인까지 포괄하고 있다는 점에서 오히려 그 범위가 넓다. 다만 그 특수관계인은 동일인을 기준으로 파악되는 것이 아니라 주요주주를 기준으로 파악되기 때문에, 만약 상장법인이 계열사에게 신용공여를 제공하는데, 그 동일인이 해당 상장법인의 주요주주가 아닌 경우에는 규율대상에 해당하지 않게 되는 공백이 생긴다. 그 점에서 공정거래법과 규제 대상에 차이가 있다. 공정거래법상의 동일인은 계열 상장법인의 주식을 소유하는 경우도 있지만 반드시 그러한 것은 아니며 다른 계열사를 통해 간접 소유하는 경우도 많고 계열사가 아닌 자연인인 경우도 많기 때문에, 위 상법에 의한 신용공여 금지 규제와는 규제 범위에 차이가 생길 수 있다.

상법 규정이 주는 시사점은 다음과 같이 정리해볼 수 있다.

첫째, 상법 역시도, 채무보증 뿐 아니라 신용공여라는 보다 포괄적인, 기능적으로는 동일한 역할을 수행하는 거래 형식을 모두 망라적으로 포괄하고 있다는 점이다. 이 조문이 형사벌이 부과되는 범죄 구성요건 규정이어서 규정의 엄밀성이 요구되는 분야임에도 이러한 신용공여와 같은 규정을 사용하고 있다는 점은 공정거래법의 규정태도와 관련하여서도 참고할 필요가 있다고 보인다.

둘째, 상법의 경우, 거래 상대방으로 하는 경우뿐 아니라, '그를 위한' 거래도 포괄함으로써, 계약의 상대방인 경우는 물론, SPC를 세워 거래 주체를 분리하는 경우에도 신용공여의 수혜가 어디로 귀속되는지 여부에 따라 규제 대상에 포섭이 가능하도록 하고 있다는 점이다.

셋째, 상장법인의 경우는 이미 주요주주 및 특수관계인에 대한 신용공여를 규제함으로써 공정거래법과는 중복의 소지가 있다는 점이다. 다만 상법은 공정거래법상 동일인 개념 대신, 주식 소유를 요건으로 하는 '주요주주'개념을 사용하는 바람에 주식의 직접 소유에 구애되지 않고 간접 소유를 포함한 실질적인 지배를 중시하는 동일인 개념에 입각하고 있는 공정거래법에 비해 규제 취지가 다소 훼손되는 흠이 있다. 반면, 계열사 뿐 아니라 자연인에 대한 보증까지 금지대상을 확대함으로써, 경제력 집중이나 부당지원의 위험성을 차단한다는 관점에서는 오히려 공정거래법에 비해 합목적적인 측면도 있다. 이러한 부분은 향후 공정거래법상의 채무보증 규제를 재설계할 경우, 상법과의 중복 조정 및 바람직한 통합 방안을 고민할 필요성을 말해준다고 볼 수 있다.

3. 타법상 인접개념 준용의 필요성 및 유의점

은행법과 상법은 공정거래법과는 입법목적이 다르므로 이들 법에서 사용하는 개념을 그대로 차용함에 있어서는 여러 고려들이 선행되어야 한다. 그럼에도 채무보증 규제에 인접한 규범들에서 신용공여라는 공통점에 착안하여 이를 망라적으로 규율하고 있는 점에는 분명 주목할 필요가 있으며, 향후 공정거래법에서 채무보증 관련 규제에 관한 개정 논의 시에도 필히 참고해야 할 부분이라고 본다. 공정거래법이 계열사간 채무보증을 금지한 이유는 계열사간 자금조달 즉 내부 금융을 규제한다는 기능적인 규제에 초점이 있는 것이지, '채무보증'인 경우를 금지한다는 '법 형식' 규제에 초점이 있는 것은 아니라고 할 것이다(전술 II.1.항 참조). 이러한 공정거래법의 규제 취지에 비추어보면, 공정거래법이 채무보증만을 언급한 것은 법 제정 당시 다양한 직접 금융 수단으로서의 증권 내지 파생상품 등의 자본시장이 지금처럼 활성화되지 못한 상태에서 차입 금융이 주된 금융 수단이었던 역사적인 한계를 반영(하여 제정된 이후 특별히 이를 업데이트하지 아니)한 것일 뿐, 반드시 그 규제대상을 '금융기관으로부터의 차입에 대한 채무보증'이라는 특정 법 형식으로 한정하려는 취지는 아니라고 보아야 할 것이다.

그렇다면 채무보증이라는 법 형식을 넘어 유사한 금융조달 행위를 망라하는 기능적인 관점의 상위 개념으로 법을 보완함으로써 발전된 시대 상황을 반영할 필요가 있다. 그 점에서 법 형식을 넘어 자금을 공여하는 행위 전체를 기능적인 관점에서 바라보는 은행법과 상법의 시각은 그 입법목적의 상이에도 불구하고 공정거래법에 이를 받아들일 필요가 있다. 물론 공정거래법상 신용공여와 같은 상위 개념을 어떻게 설정하고 그 구체적인 항목을 어떻게 규정할 것인지는 공정거래법의 입법목적과 실태조사를 토대로 추가적이고 심도 깊은 별도의 검토가 필요할 것이다.

Ⅴ. 결 론

제도 도입 이후 괄목할 만한 발전과 성과를 거둔 공정거래법상 채무보증 규제는 최근에 와서는 그 역할과 존재감이 점차 감소되고 있는 상황을 맞고 있다. 일견 규제 필요성이 대폭 감소될 만큼 기업집단의 금융거래 환경이 투명해졌다는 긍정적 의미로 볼 수도 있지만, 채무보증과 유사한 금융거래들이 자금보충약정이나 총수익스와프(TRS)를 중심으로 나타나는 현실을 감안하면 오히려 규제의 한계 및 실효성에 대한 근본적 고민과 대안의 모색이 필요한 것으로 보아야 한다.

특히 자금보충약정과 TRS 거래가 형식적으로는 자금을 보충하거나 신용파생 거래이지만, 그 실질이 신용지원 기능에 있다면 이에 착안하여 공정거래법 목적상, 이들 전체를 '하나의 목

적을 가진 일련의 거래'로 보아 계열사간 보증 내지 탈법행위로 파악함이 타당하다. 경제력 집중에 더하여 계열사의 신용지원, 순환출자 해소가 부당지원이나 업무상 배임, 상장법인의 특수관계인에 대한 신용공여 금지규제 저촉 등의 문제로 연계될 가능성도 배제하기 어렵다. 이런 현실에 대응하기 위해서는 현행 규제를 유지하는 소극적 접근방식 보다는 채무보증과 유사한 금융거래를 규제의 취지에 부합하도록 하기 위한 새로운 접근법을 시도해 볼 필요가 있다.

이 논문은 그 방안으로 기존의 채무보증 개념을 대체하여 자금보충약정, TRS, 그리고 그밖에도 CDS 기타 이와 유사한 기능을 수행하는 거래 형태를 모두 아우를 수 있는 포괄적인 개념으로서 신용공여를 제안한다. 이미 채무보증과 유사한 행위를 모두 포괄하도록 규정하는 입법례가 은행법과 자본시장법, 그리고 상법상 발견되는 만큼, 계열사에게 자금을 지원하는 기능, 환언하면 금융기관에 대하여 계열사의 신용을 보강하는 기능을 포괄하는 개념으로서 계열사에 대한 신용공여에 대한 규제 중심으로 관련 규정을 재편하는 방안을 통해 현행 규제의 한계를 극복할 수 있을 것으로 본다.

돌이켜 보면, 기업집단 내부의 지원 및 거래 방식에 변화가 목격될 때마다 그에 맞춰 규범과 제도적 환경을 재구축하며 변모해 온 것이 지난 대기업집단 규제의 발전 과정이었다. 공정거래법상 채무보증 규제에도 그런 시점이 도래하고 있다. ▨

(논문접수 : 2022. 3. 31. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

공정거래위원회, 「공정거래위원회 40년사」, 2021.4.

공정거래위원회, 「2021년판 공정거래백서」, 2021.10.

권오승·서정, 「독점규제법」 (제5판), 2022.

권오승 외 6인 공저, 「독점규제법」(제7판), 법문사, 2020.

박근용, "부동산 프로젝트 금융(PF)에서 시공사 신용보강에 관한 법적 연구" 「금융법연구」 제11권 제2호, 한국금융법학회(2014).

박준/한민, 「금융거래와 법 제2판」, 박영사, 2020.

법무법인 지평, 「부동산PF 개발사업법」, 박영사, 2016.

윤성승, "외국의 장외파생상품 피해 관련 사례와 우리나라에 대한 시사점." 「금융법연구」, 제8권 제1호, 한국금융법학회(2011).

윤지훈/김제완, "자금보충약정 불이행에 대한 구제수단으로서 손해배상 법리의 문제점" 「은행법연구」(2020).

이총희, "기업집단의 TRS를 통한 채무보증 분석", 「기업지배구조연구」 제54권, 경제개혁연구소(2017).

임정하, "총수익률스왑과 의결권행사 – 회사법, 공정거래법 및 자본시장법 문제를 중심으로-", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020.

임지웅/김도경, "특집 _ 신용보강(credit enhancement)거래의 법률문제 : 계열회사에 대한 채무보증의 법적 효력-사법적 효력을 중심으로-" BFL, 33호, 서울대학교 금융법센터(2009).

조성욱, "경제위기 이후 재벌정책에 대한 평가", 21세기 한국기업의 경쟁력, 서울대학교 기업경쟁력연구센터 심포지움(2002).

조주현. "총수익스왑(TRS), 재무적 의사결정의 한 수단." POSRI 이슈리포트(2016.6).

정성구, "TRS와 지급보증, 신용공여 및 보험 규제와의 접점", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020.

정순섭, "총수익률스왑의 현황과 기업금융법상 과제", 「파생금융거래와 법 제2권」, BFL 총서17, 2020.

정일묵, "기업의 총수익교환약정(TRS) 활용 사례", CGS Report 6권 5-6호, 기업지배구조 연구소(2016).

최도성, "대규모 기업집단의 지배구조", 권오승 편, 「자유경쟁과 공정거래」, 법문사, 2002.

홍명수, "TRS거래에 대한 독점규제법의 적용", 「선진상사법률연구」 제88호, 2019.

KDI 공공투자관리센터, 「민간투자사업의 금융약정에 관한 연구」, 2009년도 민간투자 정책연구 보고서, 2009.

Abstract

A Study on the Analysis of Limitations of the Debt Guarantee Regulation under the MRFTA and Search for Alternatives

Lee, Sang-Hoon*
Shin, Young-Su**

Debt guarantee regulation under the Monopoly Regulation and Fair Trade Act(hereinafter 'MRFTA') has been developed while increasing institutional integrity over the past 30 years.

At first glance, however, this reality can be seen as a positive meaning that the possibility of illegal acts is minimized as a result of this system being firmly established as a market rule, while companies belonging to large conglomerates are able to meet the demand for debt guarantee through methods other than those subject to regulation. It may be to prove that you are doing it. In fact, financial techniques that are difficult to see as debt guarantees under current laws and regulations are emerging, even though they perform similar functions to debt guarantees from an economic point of view. A representative example of this is a replenishment agreement between companies and a Total Return Swap (TRS) transaction.

This article from the awareness that the regulation of debt guarantee under the Fair Trade Act does not adequately cover the reality, which may lead to a gap or inconsistency in regulations. Replenishment agreements and TRS debt guarantee functions were analyzed. Based on this, we tried to identify the limitations of the debt guarantee regulation among affiliates under the current law, and to find three alternatives to overcome them, and to derive the best one among them.

Key Words : Monopoly Regulation and Fair Trade Act(MRFTA), Large Business Conglomerate regulation, Debt guarantee, Replenishment Agreements, Total Return Swap (TRS), Derivative Finance

▣ 논 단

클라우드 컴퓨팅법 및 개인정보 보호법의 개인정보 국외이전 규정의 검토

노 현 숙

건국대학교 글로컬캠퍼스, 조교수, 법학박사

요 약 문

클라우드 컴퓨팅은 4차산업혁명의 핵심기술이자 다른 기술의 근간이 되는 기술이다. 클라우드 컴퓨팅 방식에서는 데이터가 분산되고 가상화되어 저장된다. 이러한 클라우드 컴퓨팅의 특수성으로 인하여 클라우드 컴퓨팅 서비스를 기반으로 저장되는 정보가 국외에 저장되기도 하고 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에 의하여 국외의 제3자에게 제공되기도 한다. 클라우드 컴퓨팅 서비스에서 개인정보가 국외에 저장되는 경우에 대하여 클라우드 컴퓨팅법 제26조에 의하면 이용자는 자신의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 서비스 제공자에게 알려달라고 요구할 수 있다. 개인정보 보호법 제17조에 의하면 정보주체의 정보를 국외의 제3자에게 제공할 때에는 개인정보처리자는 개인정보 보호법에서 정하는 사항들을 정보주체에게 알려주고 정보주체의 동의를 받아야 한다. 개인정보 보호법 제39조의12에 의하면 개인정보를 국외에 제공하거나 이전하기 위해서는 정보통신 서비스 제공자는 개인정보가 이전되는 국가의 이름 등을 이용자에게 알려주고 이용자의 동의를 받아야 한다. 이러한 규정들은 서로 중복되기도 하고 다소 내용의 차이가 있다. 따라서 클라우드 컴퓨팅법과 개인정보 보호법 규정 간 내용의 조율이 필요하고 중복되는 규정은 하나로 통합하는 것이 명확하고 적절한 명시가 될 것으로 보인다. 현재의 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 규정이 실효성을 가지기 위해서는 개인정보 보호법 제39조의12 제3항을 반영하여 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자가 이용자에게 알려야 한다고 수정되고 위반 시 처벌 규정의 추가도 검토될 필요가 있다고 보인다. 또한, 개인정보 보호법 제39조의12 제3항의 내용을 제17조 제2항으로 통합하는 것이 적절할 것으로 보인다.

주제어 : 클라우드 컴퓨팅, 개인정보, 개인정보 국외이전, 개인정보 국외제공, 클라우드 컴퓨팅법, 개인정보 보호법

〈目 次〉

Ⅰ. 들어가며

Ⅱ. 개인정보의 개념 및 클라우드 서비스에서의 개인정보 보호의 필요성
1. 개인정보의 개념
2. 클라우드 서비스에서 개인정보 보호의 필요성
3. 국내 개인정보 보호의 연혁

Ⅲ. 클라우드 컴퓨팅 서비스의 의의 및 특징
1. 클라우드 컴퓨팅과 기존 컴퓨팅의 차이점
2. 클라우드 컴퓨팅의 중앙통제적 방식
3. 소결

Ⅳ. 개인정보 국외이전 규정의 검토 및 개선안
1. 개인정보 국외이전 및 제공과 정보전송권과의 구별
2. 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 검토
3. 개인정보 보호법 제17조의 검토
4. 개인정보 보호법 제39조의12의 검토
5. 클라우드 컴퓨팅법 제26조, 개인정보 보호법 제17조, 제39의12조의 관계 및 제안

Ⅴ. 마무리하며

Ⅰ. 들어가며

클라우드 컴퓨팅은 4차산업혁명 기술 가운데 대표적인 핵심기술의 하나이고 다른 기술의 근간이 되는 기술이라고 할 수 있다. 4차산업혁명 시대에 있어서 전 세계에서 최초로 국내에 클라우드 컴퓨팅에 관한 특별법인 클라우드 컴퓨팅 발전 및 이용자 보호에 관한 법률(이하 "클라우드 컴퓨팅법")이 제정된 것은 주목할만하다.[1] 클라우드 컴퓨팅의 특수성 및 중요성을 고려하고 이에 관한 법의 필요성을 예측하여 특별법이 제정되었으나 클라우드 컴퓨팅법의 영역은 기존의 다른 법들에서 다루어지는 영역과 상당 부분 중복되기도 한다. 다른 법과 중복되거나 연관되는 경우를 고려하여 클라우드 컴퓨팅법 중 클라우드 및 이용자 보호에 관한 부분에 대해서는 클라우드 컴퓨팅법을 다른 법보다 우선하여 적용하도록 하여 클라우드 컴퓨팅법의 특별법적 지위를 확인하고 있다.[2]

클라우드와 이용자 보호에 관하여서는 클라우드 컴퓨팅 법을 우선으로 적용하는 반면, 클라우드 컴퓨팅 서비스와 중요한 관련이 있는 개인정보에 관한 사안에 대해서는 개인정보 보호법

* 논문을 심사해주시고 아낌없이 귀중한 의견을 주신 심사위원께 감사드립니다.
1) 국내 클라우드 컴퓨팅법은 2015년 3월에 제정되어 2015년 9월부터 시행되어오고 있으며 몇 차례 개정되었다.
2) 클라우드 컴퓨팅법 제4조 본문.

이나 정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률(이하 "정보통신망법")을 적용하도록 명시하고 있다.[3] 특히, 클라우드 컴퓨팅과 관련한 법적 문제 가운데에서 개인정보의 국외이전에 관한 문제는 클라우드 컴퓨팅에서 제기될 수 있는 가장 주요한 법적 쟁점의 하나이다. 클라우드 컴퓨팅에서 개인정보 국외이전 및 국외제공의 원인은 클라우드 컴퓨팅의 기술 및 특수성에 기인하기도 하는데, 이로 인하여 개인정보가 국외에 저장되는 경우가 종종 발생한다. 클라우드 컴퓨팅에서 개인정보의 국외이전, 국외제공, 국외 저장 등이 문제가 되는 이유는 각국의 개인정보 보호법제나 개인정보의 보호 수준이 다르기 때문이다.[4] 클라우드 컴퓨팅법에서는 클라우드 컴퓨팅 서비스에서 개인정보가 국외에 이전되거나, 국외로 제공되는 경우, 국외에 저장되는 경우 등에 대하여 이용자가 서비스 제공자에게 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 알려달라고 요구할 수 있도록 규정하고 있다. 개인정보와 관련하여서는 클라우드 컴퓨팅을 기반으로 발생하는 사안에 대해서도 개인정보 보호법을 반영하게 되므로 개인정보 보호법의 국외이전 및 국외제공 등에 관한 규정은 클라우드 컴퓨팅법의 측면에서는 클라우드 컴퓨팅법의 일부라고도 볼 수 있을 것이다. 즉 클라우드 컴퓨팅 서비스에서의 개인정보의 국외이전과 관련하여 클라우드 컴퓨팅법과 개인정보 보호법은 중요한 기준이라고 할 수 있는데 두 법의 규정 중에는 조화되지 않거나 일치되지 않는 내용이 발견된다.[5] 클라우드 컴퓨팅에서 개인정보 국외이전이 차지하는 중요성을 고려할 때 관련 법규 간의 중복이나 충돌되는 문제는 해결되어야 할 중요한 문제점의 하나이고[6] 면밀하게 검토될 필요성이 있다고 보인다. 이 글에서는 클라우드 컴퓨팅에서 제기되는 핵심적 법적 쟁점의 하나인 개인정보 국외이전과 관련하여 개인정보의 개념과 보호의 필요성 및 국내 개인정보 보호의 연혁을 살펴보고, 클라우드 컴퓨팅의 특수성과 종전 컴퓨팅 방식과의 차이점을 비교하여 검토하며, 개인정보 국외이전 및 국외제공에 관한 클라우드 컴퓨팅법과 개인정보 보호법을 비교 검토하여 개선되어야 할 부분을 살펴보고자 한다.

---

3) 클라우드 컴퓨팅법 제4조 단서.

4) 박훤일, "개인정보에 대한 시장의 역할과 국제동향", 「정보화사회」(2001), 5-6면; 최경진, "개인정보 국외이전에 관한 소고", 「법학논집」, 제20집 제1호(2013), 33-49면; 박훤일, "개인정보 유통에 관한 국제규범과 우리의 대응 －EU BCRs와 APEC CBPR을 중심으로", 「국제거래법연구」, 제23권 제2호(2014), 238-55면.

5) 개인정보 관련 법제 간의 중복이나 부조화의 문제는 국내 개인정보보호법제의 문제점의 하나이다. 최경진, "4차 산업혁명 시대의 개인정보보호법제 개선방안", 「법제연구」, 제53호(2017), 184면.

6) 이준복, "통합 개인정보보호법 시행의 함의와 시사점", 「정보법학」, 제15권 제3호(2011), 172-73면.

Ⅱ. 개인정보의 개념 및 클라우드 서비스에서의 개인정보 보호의 필요성

1. 개인정보의 개념

정보는 어떤 대상에 대하여 설명해주는 지식을 의미한다고 할 수 있다. 정보의 개념을 설명하는 국내법 정의에 의하면, 정보는 광(光)이나 전자적 방식으로써 처리되는 부호나 문자, 음성, 음향, 영상 등에 의하여 표현된 모든 종류의 자료나 지식을 의미한다.[7] 개인정보 또한 정보의 일종으로서 특히 개인에 관한 정보를 의미한다. 즉 개인에 관한 모든 종류의 자료나 지식을 가리키는 것으로 볼 수 있다. 구체적으로 개인정보는 살아있는 사람에 대한 자료나 지식이다.[8] 개인정보 보호법에서의 개인정보는 살아있는 개인을 다른 사람과 식별 또는 구별할 수 있게 하는 정보로서 성명이나 주민등록번호, 영상 등 단일 정보만으로 개인을 식별할 수 있게 하는 정보이고, 그 자체로는 개인을 식별하기 어렵더라도 다른 정보와 쉽게 결합함으로써[9] 특정한 개인의 식별이 가능한 정보 또한 개인정보에 포함된다.[10]. 유럽연합의 개인정보보호지침(EU Directive)[11] 및 일반개인정보보호규정(General Data Protection Regulation; GDPR)[12]에 의하면, 개인정보는 식별되거나 식별 가능한 자연인에 관한 모든 정보이며, 식별할 수 있는 개인이란 특히 이름이나 개인의 식별번호 또는 신체, 생리, 유전, 정신, 경제, 문화적, 사회적 정체성(identity)을 나타내는 한 가지 또는 그 이상의 특유한 요소들을 참조하여, 직접적으로나 간접적으로 식별이 가능한 개인을 의미한다.[13] 영국의 개인정보 보호법[14]에 의하면 개인정보란 살아있는 개인에 관한 정보로서, 개인을 식별할 수 있거나 정보관리자(data controller)가 접근할 수 있는 자료 또는 정보(information)를 결합하여 개인을 식별할 수 있도록 하는 정보를 의미한다.[15] 여러 규정에서의 개인정보의 정의를 종합하여 볼 때, 개인정보는 살아있는 개인을

---

7) 지능정보화 기본법 제2조 제1호.

8) 개인정보 개념의 범위와 관련하여 국내 개인정보 보호법은 '살아있는' 개인의 정보를 개인정보로 규정하고 있으나 사자(死者)와 관련한 정보도 유족과의 관계를 고려하여 보호 대상이 될 것인가에 관한 논란이 있다. 권헉빈, 개인정보 유출을 통해 본 잊혀질 권리와 개인정보보호법의 개선방안, 「한국경찰연구」, 제13권 제2호(2013) 22면.

9) 쉽게 결합한다는 의미가 모호하여 개인정보 보호법의 적용 가능 여부를 불안정하게 할 수 있다. 이대희, "개인정보 개념의 해석 및 범위에 관한 연구", 「고려법학」, 제79호(2015), 172-73면.

10) 개인정보 보호법 제2조 제1호.

11) Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data

12) REGULATION (EU) 2016/679 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCILof 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data, and repealing Directive 95/46/EC

13) Article 4(1) General Data Protection Regulation; Article 2(a) EU Data Protection Directive.

14) Data Protection Act 1998.

15) Section 1(1) of Data Protection Act 1998.

식별할 수 있도록 하는 간접적, 직접적 정보를 의미한다고 할 수 있을 것이다.[16] 다만, 개인정보 보호법에 따라 실질적으로 보호되는 개인정보는 개인에 관한 모든 포괄적인 개인정보가 아닌 개인정보처리자가 일정한 업무 또는 절차를 위해 처리하는 개인정보에 중점을 두고 있다고 할 수 있다.[17] 또한, 개인정보를 식별성이 없게 처리한 가명정보와 익명정보의 개념도 개인정보의 개념에서 비롯되었다. 가명정보는 개인정보를 활용하기 위하여 특수한 방식으로 정보를 처리한 것으로서 개인정보 가운데 일부분을 삭제하거나 개인정보의 일부 또는 전부를 다른 내용으로 대체한 것으로서 추가 정보 없이는 원래의 특정 개인을 식별할 수 없게 처리한 정보이다.[18] 익명정보는 식별되거나 식별 가능한 자연인 또는 정보주체를 식별할 수 없는 정보이거나 더 이상 식별할 수 없는 방식으로 처리한 정보이다.[19] 가명정보와 익명정보가 명확히 구별된다고 보기는 어렵지만, 익명정보는 다시 식별화할 수 없고 개인정보 보호법의 적용을 받지 않는 정보인 반면, 가명정보는 일정한 절차를 거치면 다시 식별화될 수 있어 가명정보의 경우에는 개인정보처리자의 책임이 완전히 면책되지 않을 수도 있다는 점에서 차이가 있다. 그 밖에 IP주소(Internet Protocol address), 쿠키(cookie) 정보 등 온라인상의 정보와 관련하여서는 상황에 따라 개인정보가 될 수도 있고[20] 개인정보에 해당하지 않을 수도 있다.[21]

2. 클라우드 서비스에서 개인정보 보호의 필요성

개인정보가 클라우드 컴퓨팅 서버에 저장되는 경우 클라우드 컴퓨팅 서비스의 특성상 데이터가 국외로 이전되기도 하고 여러 데이터센터에 걸쳐 저장되기도 한다. 국외로 이전한 개인정보는 국내의 개인정보 보호의 기준과는 다른 외국의 개인정보 관련 법의 적용을 받기도 함으로써 개인정보가 보호되지 못할 수 있다.[22] 그러나 이용자는 자신의 개인정보가 국외로 이전되어 데이터센터가 위치한 국가의 개인정보 규정이 적용될 수 있다는 것을 알지 못할 수 있다. 또는 이용자가 자신의 개인정보가 국외의 데이터센터에 저장될 수 있다는 사실을 알지만,

16) 개인정보와 유사한 개념으로서 사적 정보의 개념을 들 수 있는데, 개인정보와 사적 정보를 구별하는 견해에 의하면, 사적 정보란 정보의 내용과는 무관하게 특정 개인이나 집단의 지배하에서 공중이 자유롭게 열람하거나 이용하는 것이 허용되지 않는 정보를 의미한다고 본다. 또한, 정보에 대한 지배는 유체물과는 달리 인식이 중요한 요인이므로 공중이 알고 있는 정보인 경우, 특정인의 지배하에 둘 수는 없지만, 정보를 인식하는 주체가 반드시 그 정보를 자유로이 이용하거나 공표할 수 있다고 할 수는 없다고 본다. 김기창, "클라우드 서비스와 개인정보보호", 「정보법학」, 제16권 제3호(2012), 157면.

17) 김민호, "개인정보처리자에 관한 연구", 「성균관법학」, 제26권 제4호(2014), 248면.

18) 개인정보 보호법 제2조 제1호의2.

19) Recital 26 General Data Protection Regulation.

20) Recital 30 General Data Protection Regulation.

21) 국내외 관련 판결들에서는 사실관계에 따라 ip주소의 개인정보 여부를 다르게 판단하였다.

22) 개인정보가 국외로 이전되는 경우 이전된 국가의 개인정보 보호법이 국내법과 다르거나 보호 수준이 국내의 보호 수준보다 낮은 경우 국내에서보다 개인정보의 침해 위험성이 크다. 노현숙, "클라우드 서비스에서 개인정보 국외 이동의 개념에 관한 연구", 「고려법학」, 제79호(2015), 219면.

외국의 개인정보 관련 법이나 규정이 이용자 자신의 개인정보에 적용되어 결과적으로 개인정보가 침해될 수 있다는 것은 모르기도 하고, 국외 개인정보 규정의 내용을 명확히 알지 못하는 경우도 많다. 이용자가 자신의 개인정보가 국외로 이전되거나 제공됨으로써 개인정보가 침해될 수 있다는 것을 정확히 인식하지 못하는 가운데 클라우드 컴퓨팅 서버에 저장된 개인정보가 국외로 이전되어 발생하는 침해에 대한 책임의 부담도 문제가 되지만, 개인정보 침해의 문제가 해결된다고 하더라도 침해 이전의 상태로 회복될 수 없다. 따라서 클라우드 컴퓨팅 서비스를 통한 개인정보 국외이전 및 국외제공과 관련하여 개인정보의 사전 보호가 중요하다고 보인다.

3. 국내 개인정보 보호의 연혁

개인정보의 보호에 관한 논의는 주로 정보주체와 기업, 정부 기관의 3자를 중심으로 논의되고, 기업과 정부 기관이 각자의 필요에 따라 개인정보를 효율적으로 이용하고 정보화가 가속되면서 정보주체의 개인정보가 유출되거나 왜곡될 위험이 증가하였다.[23] 국내에서는 1984년에 행정전산망사업을 계기로 1986년 전산망 보급 확장과 이용촉진에 관한 법률을 제정하여 처음으로 정보화에 따른 보호 체계를 수립하였다. 1995년에는 정보화촉진기본법에 근거하여 안전한 정보유통이 이루어지도록 법적 근거를 마련하였고, 1999년에 정보통신망법을 통해 정보시스템을 보호하고자 하였다. 2001년에는 사이버범죄 예방을 위하여 정보통신기반보호법을 제정하였다. 공공부문에서는 1994년에 공공기관의 개인정보보호에 관한 법률을 제정하였다. 오늘날의 주요 핵심기술의 하나이기도 한 유비쿼터스 방식에 대비하여 종합적인 개인정보보호계획의 필요성이 제기되기도 하였다.[24] 국내에서는 민간 분야와 공공 분야로 나뉘어 개인정보를 보호하고 분야별 개별법으로 개인정보를 보호하는 방식을 취하였으며[25] 개별법으로 개인정보를 보호하는 과정에서 보호가 미흡하거나 법이 적용되지 않는 사각지대(dead zone)가 나타나게 되었다. 또한, 개인정보와 관련한 피해의 구제는 민간부문에 대해서는 정보통신망법에 따라 개인정보분쟁조정위원회에서 분쟁을 조정하였고, 공공부문에서는 공공기관 개인정보보호심의위원회에서 심의하였는데, 이러한 체계에서 개인정보 유출에 대응하는데 한계가 있고 개별법들에서 공통기준이 없어 혼란한 점이 많았다.[26] 민간부문과 공공부문의 이원화 및 부문별 개

---

23) 이향수, "개인정보 보호에의 관심과 대응" 「정책분석평가학회보」, 18권 2호(2008), 210-11면.
24) 신영진, "우리나라 개인정보보호수준의 개선방안에 관한 연구", 「정보화정책」, 제16권 제1호(2009), 43-44면.
25) 행정안전부의 공공기관 개인정보보호에 관한 법률, 금융위원회의 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률, 교육과학기술부의 교육기본법, 보건복지부의 의료법, 지식경제부의 전자상거래 등에서의 소비자보호에 관한 법률, 공정거래위원회의 소비자기본법, 법무부의 통신비밀보호법 등 개별법을 각 부문의 개인정보 사안에 적용하였다.
26) 정대경, "국내외 개인정보보호정책 비교 분석 - 개인정보보호 법률과 전담조직을 중심으로 -", 「정보통신학회논문지」, 제22권 제4호(2012), 928면.

별법에 따를 문제점을 보완하고 개인정보 보호의 일원화 체계의 필요성이 제기되어 2011년 개인정보 보호법이 제정되었다. 정보통신과 관련하여서는 개인정보 보호법의 제정 이후에도 정보통신망법의 개인정보에 관한 내용은 그대로 유지되어 개인정보 보호법과 정보통신망법의 적용이 병행되었다가 2020년 2월의 정보통신망법의 개정(2020년 8월 시행)을 통해 정보통신망법상의 개인정보 관련 내용이 모두 개인정보 보호법으로 통합이관되었다. 이로써 클라우드 컴퓨팅법과 관련한 개인정보 보호의 내용은 비로소 개인정보 보호법이 단일 적용되게 되었다.

Ⅲ. 클라우드 컴퓨팅 서비스의 의의 및 특징

1. 클라우드 컴퓨팅과 기존 컴퓨팅의 차이점

클라우드 컴퓨팅 이전의 컴퓨팅 방식은 이용자가 자신의 개인 컴퓨터에 필요한 컴퓨팅 자원을 개별적으로 구입하고 저장하여 관리하고 사용하는 방식이었다. 현재까지 다수의 개인 이용자들이 사용하는 컴퓨터의 방식이다. 이러한 컴퓨팅 방식에서는 각 이용자가 자신의 컴퓨터에서 사용할 소프트웨어나 하드웨어 등의 컴퓨팅 자원을 구입하고 필요하지 않은 경우에도 컴퓨터에 저장하여 보관하기 위하여 상당한 용량이 할애되어야 하므로 대용량의 컴퓨터 구입이 요구되기도 한다. 또한, 컴퓨팅 자원들을 사용하지 않는 기간에도 컴퓨팅 자원을 관리하기 위해 별도의 비용이 요구되기도 한다. 따라서 개별적으로 구입한 컴퓨팅 자원을 저장하여 보관하고 관리하기 위하여, 컴퓨팅 자원을 사용하지 않는 때에도 계속해서 비용이 소요되고 새로운 컴퓨팅 자원을 필요로 하는 경우 다시 새로운 자원을 구입해야 하는 등 끊임없이 유지 비용이 필요하다. 이러한 구입 및 유지 보수의 비용에도 불구하고 기존의 컴퓨팅 방식에서는 즉각적인 용량의 증가나 새로운 자원을 즉각적으로 공급받아 이용하기 어려운 한계를 가지고 있다.

클라우드[27] 컴퓨팅에서는 이용자가 컴퓨팅 자원을 자신의 컴퓨터에 개별적으로 보유하지 않고도 필요한 때에 클라우드 컴퓨팅 자원에 접근하여 자유롭게 이용할 수 있다. 클라우드 컴퓨팅 방식에서는 각각의 이용자가 컴퓨팅 자원을 구입하고 유지하고 관리할 필요가 없을 뿐만 아니라 필요한 때에 즉각적으로 컴퓨팅 자원을 공급받을 수 있고, 컴퓨팅 환경을 즉각적으로 증가하거나 분할 또는 통합할 수도 있어서 자유롭게 컴퓨팅 용량의 확대나 축소도 가능하다. 클라우드 컴퓨팅은 컴퓨팅 자원을 가상화하여 저장하였다가 이용자가 필요로 하는 때에 네트워크를 통해 필요한 자원을 실시간으로 언제 어디서나 신축성 있고 즉각적으로 공급받을 수

27) 클라우드(cloud)라는 표현은 인터넷상의 구름에 데이터를 저장한다는 개념을 묘사하는 비유적인 표현이다. Richard Kemp, Trends in Information Technology Law: Looking Ahead to 2010, 15 No. 1 Cyberspace Law, 2010, p. 9.

있도록 하는 컴퓨팅 방식이고, 이러한 클라우드 컴퓨팅 방식에 의하여 제공되는 서비스가 클라우드 서비스라고 할 수 있다.[28] 클라우드 컴퓨팅 기술은 컴퓨팅 자원을 소유하는 형태가 아니고 컴퓨팅 자원을 이용하는 방식의 공유경제의 형태라고도 볼 수 있을 것이다.[29] 클라우드 컴퓨팅 서비스는 이러한 공유경제를 가능하게 하는 일종의 사회간접자원이라고 보인다.

클라우드 컴퓨팅이 새로운 컴퓨팅 방식이지만, 이용자의 입장에서는 인터넷만 연결되면 클라우드에 저장된 컴퓨팅 자원에 접근함으로써 필요로 하는 컴퓨팅 자원이나 저장 공간을 제공받을 수 있다는 점에서, 기존의 인터넷 환경에서 저장된 자원에 접근하거나 웹하드 등에 자료를 저장하여 사용하는 것과 유사한 방식으로 생각될 수 있다. 그러나 인터넷상에 자료나 정보를 저장하여 사용하는 기존의 방식에서는 저장 공간 등 단편적인 자원이나 환경만 제공되는 반면, 클라우드 컴퓨팅에서는 저장 공간을 비롯하여 소프트웨어와 하드웨어 등 컴퓨터를 통해 이용할 수 있는 모든 컴퓨팅 자원이 제공된다. 따라서 클라우드 컴퓨팅 서비스는 모든 영역의 컴퓨팅 자원을 입체적으로 제공하는 서비스라고 할 수 있다. 또한, 기존의 온라인 저장방식에서는 데이터를 저장하는 서버의 위치가 고정되었던 반면, 클라우드 컴퓨팅 서비스에서는 서버와 데이터센터가 여러 지역 및 여러 국가에 분산되어 위치하고, 실시간으로 데이터나 정보의 저장 위치가 한 국가에서 다른 국가로 이전되기도 한다. 데이터의 저장 위치가 고정되지 않고 유동적이고 특정하기 어렵다는 점에서 기존의 저장 환경과 구별된다.

클라우드 컴퓨팅 서비스에서는 이용자가 인터넷 등의 네트워크를 기반으로 다양한 방식의 단말기를 사용하여 어느 때이든 또는 어느 장소에서나 자유로이 필요한 컴퓨팅 자원에 접근을 가능하게 하는 방대한 규모의 데이터센터가 구축되어 있다. 데이터센터에서는 데이터가 가상화되고 여러 서버에 분산되어 저장되기도 하며 개인정보를 포함한 데이터가 실시간으로 국외의 서버와 데이터센터에 저장되기도 하여 특정 데이터가 저장된 서버나 데이터센터를 확인하기 쉽지 않다.

클라우드 컴퓨팅 방식에 의한 클라우드 서비스는 이용자로 하여금 장소의 제한이 없이 필요한 서비스를 공급받을 수 있도록 한다는 점에서 어디에나 존재하는 유비쿼터스(ubiquitous)[30]의 개념을 실현하는 대표적인 서비스라고 할 수 있다. 현실 생활에서의 물리적 공간과 인터넷상의 전자적 공간이 융합으로 실현되는 새로운 제3의 공간인 유비쿼터스 공간에서는 정보가

---

28) 전 세계적으로 정보통신자원을 구매, 설치하는 방식에서 인터넷을 통해 빌려 쓰는 이용 방식으로 전환되고 있고 미국, 유럽 등의 선진국은 클라우드를 우선으로 적용하는 정책을 통해 클라우드 컴퓨팅 서비스 확산을 추진하고 있다. 김현철, "클라우드컴퓨팅 규제개혁의 법적문제", 「법학논집」, 제42권 제4호(2018), 6-7면.

29) 성봉근, "글로벌 클라우드 서비스에 대한 법적 규제 - 법적 의무와 행정의 실효성 확보수단을 중심으로 -", 「토지공법연구」, 제90집(2020), 205면.

30) 유비쿼터스(ubiquitous)는 '어디에나 존재한다'는 의미로서, 클라우드 컴퓨팅에서 이용자가 장소에 제한을 받지 않고 자유롭게 네트워크에 접속하여 자원을 이용할 수 있는 것을 의미한다. 단말기의 종류에 상관없이 네트워크를 통하여 어디서나 이용이 가능한 클라우드 서비스는 유비쿼터스의 개념을 실현하는 대표적인 서비스라고 볼 수 있다.

자유롭게 공유되거나 이용될 수 있다. 클라우드 서비스는 유비쿼터스 개념을 바탕으로 하면서 유비쿼터스의 초월적 공간의 특징을 실생활에서 잘 나타내는 서비스이다. 클라우드 컴퓨팅 방식으로의 전환은 정보통신기술의 변화일 뿐만 아니라, 정보통신 문화의 새로운 변화이고 나아가 사회적, 시대적 패러다임에 변화를 가져온 주요한 원인이자 근간이 되고 있다.[31] 그러므로 클라우드 컴퓨팅 서비스에 적응하고 서비스를 활용하는 것은, 이 시대의 문화적, 사회적, 시대적인 중요한 패러다임을 수용하는 것이라고 보인다.[32]

2. 클라우드 컴퓨팅의 중앙통제적 방식

클라우드 컴퓨팅에서는 컴퓨팅 자원을 이용자에게 언제 어디서든지 어떠한 컴퓨팅 자원이라도 제공할 수 있는 것을 특징으로 하는데, 이러한 방식에서는 클라우드 컴퓨팅 서비스를 제공하는 서비스 제공자가 컴퓨팅 방식이나 컴퓨팅 자원을 주도적으로 통제하게 된다. 클라우드 컴퓨팅 방식은 개별 컴퓨터에서의 방식과는 달리 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자를 중심으로 하는 중앙집중적 또는 중앙통제적 방식이라고 할 수 있다.[33] 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자가 중앙에서 각각의 이용자의 요구에 대응하여 컴퓨팅 자원을 공급하기도 하고 이용자의 정보를 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자가 수용하기도 한다. 클라우드 서비스를 이용하여 각각의 이용자가 서로의 정보를 공유하는 경우 이용자 간에 직접 정보를 공유하기보다는 클라우드 컴퓨팅 서비스를 통해 중앙의 컴퓨터를 거쳐 정보를 공유하게 된다. 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자가 서비스를 강력하게 통제하고 운용하는 것을 기반으로 하는 클라우드 컴퓨팅의 중앙집중적인 운용 및 통제 방식은 클라우드 컴퓨팅의 편리하고 유용한 특성을 가능하게 하는 핵심적인 요인이다.

클라우드 컴퓨팅의 중앙통제적 방식은 클라우드 컴퓨팅 환경에서 이루어지는 계약관계에서의 법적 책임의 소재를 파악하는 데에 중요한 단서가 될 수 있지만 동시에 중앙통제적 방식으로 인하여 법적 책임의 소개가 모호하게 되는 원인이 되기도 한다. 예를 들어 소비자가 특정 기업에 자신의 정보를 제공하고 기업의 서비스를 이용하려고 할 때, 해당 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 소비자에 관한 데이터를 위탁할 수 있다. 이 과정에서 소비자의 데이터와 관련한 파손이나 침해가 발생하게 되는 경우 소비자는 자신이 데이터를 제공한 기업에

---

31) Mary Meeker, David Joseph & Anant Thaker, Technology Trends, Morgan Stanley, 2008.

32) Steven M. Reilly, Losing My Edge: The Copyright Implicationsn of Audioblogging and Why Blogs Matter to the Music Industry, 12 Vand. J. Ent. & Tech. L. 439, 469-70 (2010).

33) 개인 컴퓨터가 등장하기 전에 초기의 컴퓨팅 방식은 중앙집중적 방식으로서 중앙의 대형 컴퓨터를 중심으로 운용되었으나 개인 컴퓨터의 등장으로 인하여 개별적인 통제가 가능하였다가 클라우드 컴퓨팅으로 인하여 중앙집중적인 방식으로 다시 회귀하게 되었다고 할 수 있다. M. Scott Boone, The Past, Present, and Future of Computing and Its Impact on Digital Rights Management, Mich. St. L. Rev. 413, 423 (2008).

대하여 책임을 요구하게 될 것이다. 기업은 소비자와의 계약관계에서 침해에 대한 책임을 질 의무가 있고, 기업과 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자의 내부적 관계에서 볼 때 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에 대한 관리, 감독의 의무가 있고 클라우드 서비스 제공자는 수탁자로서의 위치에 있다. 그러나 사실상 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자를 관리나 감독하기 쉽지 않다는 문제가 있다. 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스에 대하여 관리, 감독을 하기 위해서는 전문적인 지식과 기술 및 비용이 필요하고 그러한 번거로움을 대신하기 위한 것이 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는 하나의 이유이고, 클라우드 컴퓨팅 서비스가 외부의 관리, 감독을 받는 것은 클라우드 컴퓨팅의 보안과 관련하여 문제가 제기될 수 있어서 단순하지 않다고 보인다. 따라서, 기업이 클라우드 컴퓨팅 서비스에 대한 관리, 감독 의무를 온전하게 이행하기에는 현실적으로 쉽지 않다고 보인다.

3. 소결

클라우드 컴퓨팅은 이용자가 컴퓨팅 자원을 구매하지 않고도 필요한 때에 즉각적으로 컴퓨팅 자원을 이용할 수 있고, 컴퓨팅 자원을 가상화하여 컴퓨팅 환경과 용량을 급속하게 확대 또는 축소하거나 분할 또는 통합하면서 자유롭게 필요한 컴퓨팅 자원을 실시간으로 언제 어디서나 신축성 있고 즉각적으로 공급받을 수 있도록 하는 컴퓨팅 방식이다. 클라우드 컴퓨팅 서비스는 이용자에게 자연스럽고 편리하게 컴퓨팅 자원을 제공해주는 동시에 고도의 정보통신 기술이기도 하다.[34] 이러한 클라우드 컴퓨팅 방식에서는 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자를 중심으로 컴퓨팅 자원이 공급되고 수용되는 중앙통제적 방식으로 운용되기 때문에, 클라우드 서비스를 이용하는 개별 이용자 및 이용기업은 데이터에 대한 통제권을 가지기 어렵다. 또한, 언제 어디서나 컴퓨팅 자원의 이용을 가능하도록 해주는 클라우드 컴퓨팅의 유비쿼터스 방식의 특징은 데이터의 국외이전으로 인하여 클라우드 컴퓨팅법 및 개인정보 보호법 규정과 관련하여 문제가 제기될 수 있다. 다음에서는 클라우드 컴퓨팅법 및 개인정보 보호법의 개인정보 이전 및 제공에 관한 조항을 검토하도록 한다.

34) Jasper P. Sluijs, Pierre Larouche & Wolf Sauter, Cloud Computing in the EU Policy Sphere, Journal of Intellectual Property, Information Technology and e-Commerce Law 3(1), TILEC Discussion Paper No. 2011-036, 2011, p. 5. http://ssrn.com/abstract=1909877.

Ⅳ. 개인정보 국외이전 규정의 검토 및 개선안

1. 개인정보 국외이전 및 제공과 정보전송권과의 구별

개인정보의 국외이전 및 국외제공과 관련한 문제는 유럽연합의 개인정보보호규정에 도입된 개인정보 전송요구권(right to data portability)[35]과는 구별되는 개념이다. 데이터 이동권 또는 개인정보 정보전송요구권[36]은 정보주체가 개인정보처리자에게 자신의 정보를 요청하거나 자신의 개인정보를 제3의 개인정보처리자에게 전송해줄 것을 요청하는 권리이다. 이 글에서 논의하고자 하는 개인정보의 국외이전과 국외제공은 개인정보처리자가 개인정보를 처리하는 과정에서 개인정보를 국외로 이전하여 저장하거나 어떤 목적에 따라 개인정보를 국외에 있는 제3자에게 제공하는 경우를 의미한다. 즉, 데이터 이동권은 정보주체의 요청에 따라 개인정보가 정보주체에게 이동되거나 제3의 개인정보처리자에게 이동되는 것이고, 이 글에서의 개인정보 국외이전과 국외제공은 정보주체의 별도의 요청에 의한 것이 아니라 개인정보처리자가 개인정보의 처리, 저장, 이용 등의 과정에서 불가피하게 또는 필요에 따라 개인정보가 이전되고 제공되는 것을 의미한다. 국내법상 개인정보 국외이전이나 국외제공을 위해서는 정보주체의 동의가 필요하지만, 정보주체가 능동적으로 개인정보를 요구하는 데이터 이동권과는 구별되는 개념이다.

2. 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 검토

클라우드 컴퓨팅법 제26조 제1항에서는 이용자가 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지 알려달라고 요구할 수 있도록 하는 규정을 두고 있다.[37] 클라우드 컴퓨팅 서비스에서의 개인정보와 관련한 사안에 대해서는 개인정보 보호법을 준용한다는 규정을 두고 있음에도 불구하고, 클라우드 컴퓨팅법 제26조에서 별도로 개인정보에 관한 규정을 두고 있음으로써 제26조 규정의 중요성이 확인되고 있다고 본다. 개인정보와 관련한 모든 사안은 개인정보 보호법의 규정을 준용하도록 하면서 별도로 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 알려줄 것을 요청할 수 있도록 클라우드 컴퓨팅법에 규정한 것은 클라우드 컴퓨팅 서비스의 특수한 성격을 고려한 것으로서, 개인정보가 저장되는 국가가 어디인지 이용자가 확인할 필요가 있다는 점을 강조하는 규정이라고 보인다. 또

35) Article 20 General Data Protection Regulation.
36) 정부 발의, "개인정보 보호법 일부개정법률", 제21127232호(2021. 9. 28).
http://likms.assembly.go.kr/bill/billDetail.do?billId=ARC_O2N1V0O9E2Y8Q1D8V2C5N4E9A0K8E2
37) 클라우드 컴퓨팅법 제26조 제1항.

한, 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 제2항에서는 정보통신 서비스[38] 이용자는 정보통신 서비스 제공자[39]가 정보통신 서비스 과정에서 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는지 여부 및 이용자 자신의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 서비스 제공자에게 알려달라고 요구할 수 있음을 규정하고 있는데[40] 클라우드 컴퓨팅의 이용 여부가 개인정보의 보호에 영향을 줄 수 있음을 확인해주는 조항이라고 보인다. 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자도 정보통신망법상 정보통신 서비스 제공자에 해당하므로 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는 정보주체는 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자와 정보통신 서비스 제공자 모두에게 자신의 정보가 저장되는 국가가 어디인지를 알려달라고 요구할 수 있다. 이 조항에서 이용자 자신의 정보란 이용자가 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 위탁하는 정보 또는 정보통신 서비스 제공자에게 위탁하는 정보이다. 이용자 자신의 정보가 개인정보인지 또는 이용자가 서비스 제공자에게 위탁하는 개인정보를 포함한 모든 정보를 의미하는지는 명시되어 있지 않으나, 이용자 자신의 정보가 반드시 개인정보만을 가리키는 것이 아니라고 하더라도 '이용자 정보'에는 이용자의 개인정보가 포함된다고 할 것이다. 클라우드 컴퓨팅법 제4조에서는 개인정보의 보호와 관련하여서는 개인정보 보호법에 따르도록 규정하여, 클라우드 컴퓨팅과 관련한 사안이라도 개인정보의 보호에 관한 사안에 대해서는 개인정보 보호법을 적용하도록 명시하고 있으면서도, 클라우드 컴퓨팅법 제26조에서 이용자 정보에 관한 내용을 별도로 명시하고 있다는 것은 클라우드 컴퓨팅의 특성을 고려할 때 국외에 저장되는 이용자 정보와 관련하여 이용자의 권리가 보호되어야 한다는 점이 특별히 반영된 것으로 보인다.

구체적으로는 클라우드 컴퓨팅법 제26조 제1항에 의하면 이용자는 자신의 정보가 어느 국가에 저장되는지 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 알려달라고 요구할 수 있다. 제2항에 의하면 정보통신 서비스 이용하는 자는, 정보통신 서비스 제공자가 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는지 여부와 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용으로 인하여 외국에 이용자의 정보가 저장될 수 있으므로 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 알려달라고 요구할 수 있다. 제3항에 의하면 이용자 또는 정보통신 서비스 이용자 보호에 필요한 경우 과학기술정보통신부장관은 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자나 정보통신 서비스 제공자에게 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 공개하도록 권고할 수 있다. 요컨대 이용자는 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용함으로써 어느 국가에 자신의 정보가 저장되는지를 알려달라고 요구할 수 있으나 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자가 이용자의 요구에 반드시 부응할 의무는 나타나 있지 않다고 보인다. 그러므로 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용자가 자신의 정보가 어느 국가에 저장되는지에 관한 고지를 받을 권리가 명시되고 확대될 필요가 있다고 보인다. 따라서, 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자

38) 정보통신망법 제2조 제2호.
39) 정보통신망법 제2조 제3호.
40) 클라우드 컴퓨팅법 제26조 제2항.

나 정보통신 서비스 제공자는 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지, 정보통신서비스 제공자가 클라우드컴퓨팅서비스을 이용하는지 여부에 관하여 이용자가 알려달라는 요구 여부와 상관없이 이용자에게 알려 주어야 한다는 취지로 개정될 필요가 있다고 보인다. 이러한 개정은 국내 개인정보 보호법의 내용에 부합할뿐더러 정보주체가 본인의 개인정보에 대해서 갖는 개인정보자기결정권[41]에 근거하여서도 필요하다고 보인다.

3. 개인정보 보호법 제17조의 검토

개인정보 보호법 제17조 제1항에 의하면, 개인정보처리자가 정보주체의 개인정보를 제3자에게 제공하기 위해서는 정보주체의 동의가 필요하고[42] 제2항에 의하면 정보주체의 동의를 받기 위해서는 정보주체의 개인정보를 제공받는 자가 누구인지, 제공되는 개인정보의 이용 목적이 무엇인지, 제공되는 개인정보의 항목이 무엇인지, 개인정보를 제공받는 자가 얼마 동안의 기간에 걸쳐 개인정보를 보유하고 이용하는지, 정보주체가 개인정보 제공에 대하여 동의를 거부할 권리가 있다는 점 등을 이용자에게 알려야 하고, 이용자가 동의를 거부할 경우 불이익이 있다면 불이익의 내용이 무엇인지도 정보주체에게 알려야 한다.[43] 개인정보 보호법 제17조 제3항에 의하면 개인정보처리자가 국외에 있는 제3자에게 개인정보를 제공할 때에는 정보주체의 동의가 필요하고 개인정보를 제3자에게 제공할 때에 알려야 하는 사항 등의 내용을 정보주체에게 알려야 하며 이러한 사항을 위반하여 국외이전에 관한 계약을 체결해서는 아니된다는 규정을 두고 있다.[44]

개인정보 보호법 제17조에서는 개인정보를 국외의 제3자에게 제공하는 경우에도 개인정보를 제공받는 자가 누구인지의 정보를 이용자에게 알리도록 하고 있을 뿐 개인정보를 어느 국가로 제공하는지 또는 개인정보를 제공받는 자가 어느 국가에 있는지의 정보를 이용자에게 알리도록 하는 내용은 포함되어 있지 않다. 개인정보를 국외에 제공하는 경우에 개인정보를 제공받는 자가 누구인지에 관한 정보뿐만 아니라 어느 국가로 개인정보가 제공되는지가 개인정보의 보호와 관련하여 중요한 부분이라고 보인다. 개인정보의 보호 수준이 국가마다 다르므로 외국으로 개인정보가 제공되는 경우에는 누구에게 개인정보가 제공되는지와 함께 어느 국가로 개인정보가 제공되는지를 이용자에게 알려야 할 것으로 보인다. 이러한 내용은 뒤에서 살펴볼 개인정보 보호법 제39조의12에서도 확인되고 있다.

---

41) 개인정보가 어느 정도로 어떻게 이용되고 보호될지를 정보주체가 결정할 자유를 다루는 것이 개인정보자기결정권이라고 할 수 있다. 노현숙, "개인정보자기결정권에 관한 검토", 「헌법논총」, 제30집(2019), 118면. 개인정보자기결정권은 정보주체가 자신의 개인정보를 주체적으로 관리 및 통제할 권리라고 요약할 수 있다. 구재군, "인터넷 이용자의 개인정보 자기결정권" 「정보화정책」, 제10권 제3호(2003), 142면.

42) 개인정보 보호법 제17조 제1항.

43) 개인정보 보호법 제17조 제2항.

44) 개인정보 보호법 제17조 제3항.

4. 개인정보 보호법 제39조의12의 검토

개인정보 보호법 제39조의12에서는 정보통신 서비스 제공자는 이용자의 개인정보를 국외에 제공하려면 이전되는 개인정보 항목과 이전되는 국가, 이전일시, 이전방법, 이전받는 자의 성명, 개인정보를 이전받는 자의 이용 목적, 이전받는 개인정보의 보유 기간 및 이용 기간 등을 정보주체에게 알리고 정보주체의 동의를 받아야 한다고 규정하고 있다. 2020년 개인정보 보호법 개정에서 신설된 이 규정은 개인정보 보호법 제17조의 적용과 일부 중복된다. 개인정보 보호법 제17조는 개인정보처리자가 개인정보를 국외의 제3자에게 제공하는 경우에 대한 것이고, 제39조의12는 정보통신 서비스 제공자가 국외에 개인정보를 제공하거나 이전하는 경우에 대한 것이다. 제39조의12에서 개인정보처리자를 정보통신 서비스 제공자로 특정하고 있다는 점에서 차이가 있으나 정보통신 서비스 제공자 또한 개인정보처리자에 포함되므로 제39조의12의 규정을 제17조 조항에서 함께 포함하여 규정하는 것이 효율적이고 혼동을 방지할 것으로 보인다. 이에 대하여 개인정보 국외이전과 관련한 개인정보 보호법 제17조 제3항과 제39조의12 조항을 삭제하고 국외이전 상황을 포괄하는 독립 조항을 신설할 필요가 있다고 보는 견해도 타당한 면이 있으나,[45] 기존의 개인정보 보호법 제17조를 기준으로 하여 신설된 제39조의12의 내용을 제17조에 포함하여 보완하는 방향으로 개정하는 것이 개정을 최소한으로 하면서 이용자들에게 익숙한 조항을 보완할 수 있다는 점에서 적절할 것으로 보인다.

5. 클라우드 컴퓨팅법 제26조, 개인정보 보호법 제17조, 제39의12조의 관계 및 제안

클라우드 컴퓨팅법 제4조에서는 개인정보의 보호에 관하여는 개인정보 보호법 및 정보통신망법에서 정하는 바를 적용한다고 규정하고 있다. 클라우드 컴퓨팅법의 이 조항이 제정된 이후 다른 법들이 개정되어 정보통신망법상 개인정보와 관련한 내용은 대부분 개인정보 보호법으로 통합되어 사실상 클라우드 컴퓨팅법과 관련한 개인정보의 보호와 관련한 내용은 개인정보 보호법의 규정을 따르고 있다. 따라서 클라우드 컴퓨팅의 개인정보 관련 사안에서 클라우드 컴퓨팅법과 개인정보 보호법이 함께 고려될 필요가 있다.

클라우드 컴퓨팅법 제26조는 정보통신서비스 제공자가 클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는지 여부와 정보주체가 자신의 정보가 저장되는 국가가 어디인지를 알려달라고 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자 및 정보통신 서비스 제공자에게 알려달라고 요청할 수 있도록 규정하였으나 서비스 제공자가 이를 반드시 준수하여야 한다고는 볼 수 없다. 이에 비하여, 개인정보 보호법 제39조의12는 이용자의 요구 여부와 상관없이 이용자의 정보가 저장되는 국가가 어디인지를

45) 안정민, "개인정보보호법상의 국외이전 개정방안 연구", 「경제규제와 법」, 제13권 제1호(통권 제25호) (2020), 70면.

이용자에게 알려줘야 하는 의무를 정보통신 서비스 제공자에게 부과하여 이용자의 권리를 강화하고 있고, 클라우드 컴퓨팅법 제26조가 실효성을 가질 수 있도록 일부 보완하는 규정이 될 수도 있다고 보인다. 개인정보 보호법 제39조의12는 서비스 제공자를 구속하는 의무규정이고 클라우드 컴퓨팅법 제26조는 서비스 제공자를 구속하는 규정이라고 보기는 어렵지만, 클라우드 컴퓨팅법 제26조와 개인정보 보호법 제39조의12는, 개인정보가 특정 의도를 가지고 전송되는 경우와 단순히 저장 위치가 변경되는 이전의 경우를 모두 포함한다는 점에서 공통된다. 따라서, 두 조항을 통합하거나 일치되게 개정할 필요가 있다고 보인다. 클라우드 컴퓨팅법 제26조는 이용자가 요구하는 경우에만 클라우드 서비스 제공자가 정보의 저장 국가를 알려줄 수 있다고 규정하고 있으므로, 이용자의 고지받을 권리를 확대하여 이용자의 요구와 무관하게 클라우드 서비스 제공자가 정보주체에게 정보가 저장되는 국가가 어디인지 알려야 한다는 내용으로 개정할 필요가 있다고 보인다.[46] 클라우드 컴퓨팅법 제26조 제1항에서 '이용자는 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 자신의 정보가 어느 국가에 저장되는지 알려달라고 요구할 수 있다'는 내용을 '**클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자는 이용자에게 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려야 한다**'는 내용으로 개정하고, 제2항에서 '정보통신서비스 이용하는 자는 정보통신서비스 제공자에게 클라우드컴퓨팅서비스 이용 여부와 자신의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려줄 것을 요구할 수 있다'는 내용을 '**정보통신서비스 제공자는 정보통신서비스를 이용하는 자에게 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용 여부와 이용자의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려야 한다**'는 내용으로 개정하여 이용자의 고지받을 권리를 보장하고, 현재 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 실효성을 확실히 할 필요가 있다고 보인다. 이러한 개정을 통해 개인정보 보호법 제39조의12의 내용과도 일관성을 가지게 될 것으로 보인다. 또한, 제26조의 실효성을 확인하기 위하여 개인정보 보호법상의 처벌조항을 반영하여[47] 클라우드 컴퓨팅법 내에 위반 시의 처벌조항이 검토될 필요가 있다고 보인다. 클라우드 컴퓨팅법 제37조의 과태료 부과 조항에, '**제2항 다음에 해당하는 자에게는 3천만원 이하의 과태료를 부과한다. 1. 제26조제1항을 위반하여 이용자**

46) 한편, 국회에 계류 중인 개인정보 보호법 발의안에서는 개인정보 보호법 제20조 제1항의 개인정보처리자가 정보주체 이외의 출처로부터 수집된 개인정보를 처리하기 위해서 정보주체의 요구가 있는 즉시 개인정보가 수집되는 출처와 개인정보 처리의 목적 및 개인정보 처리를 정지해달라고 요구할 권리가 있음을 정보주체에게 알려야 한다는 내용 대신에 '정보주체의 요구와 무관하게' 개인정보처리자는 정보주체에게 개인정보가 수집되는 출처와 개인정보가 처리되는 목적, 개인정보 처리를 정지해달라고 요구할 권리가 있다는 것을 정보주체에게 알려야 한다는 내용을 포함한다. 즉 정보주체의 요구에 따른 소극적인 고지가 아닌 정보주체의 요구와 무관한 개인정보처리자의 적극적인 고지를 통해 정보주체가 고지받을 권리를 확대하는 내용을 포함한다. 민병덕의원 대표 발의, "개인정보 보호법 일부개정법률안", 의안번호 제2114268호(2022. 1. 5.).

47) 개인정보 보호법 제75조 제2항에서는 제17조 제2항을 위반하여 개인정보를 제3자에게 제공하면서 정보주체에게 알려야 할 사항을 알리지 아니한 자에게 3천만원 이하의 과태료를 부과하도록 하고 있다. 이 조항은 국내의 개인정보 제3자에게 개인정보를 제공하는 경우에 대한 것이라고 한다면, 국외의 제3자에게 개인정보를 제공하거나 국외로 개인정보를 이전하는 경우에 대한 위반에 대하여 동일한 벌칙을 두는 것을 과도한 규제라고 보기는 어렵다.

에게 정보가 저장되는 국가의 명칭을 이용자에게 알리지 아니한 자 2. 제26조제2항을 위반하여 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용 여부와 이용자의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알리지 아니한 자'의 내용의 추가를 검토할 필요가 있다고 보인다. 요컨대 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자 또한 정보통신 서비스 제공자에 해당하므로 이용자의 고지받을 권리를 보장하고 클라우드 컴퓨팅법 제26조와 개인정보 보호법 제39조의12의 내용이 일관성을 가지도록 수정될 필요가 있으며, 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 위반에 대한 처벌조항을 통해 법의 실효성을 확인할 필요가 있다고 보인다.

한편, 개인정보 보호법 제17조는 개인정보처리자가 국내 또는 국외의 제3자에게 정보주체의 정보를 제공할 때 정보주체의 정보 제공에 관한 몇 가지 사항을 정보주체에게 알려주고 이에 대하여 정보주체의 동의가 있어야 개인정보를 제공할 수 있다고 규정하고 있다. 이 규정은 클라우드 컴퓨팅 서비스에 대하여도 적용될 수 있다. 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용자의 정보를 제3자에게 제공하는 경우 이용자의 정보가 누구에게 제공되는지를 이용자에게 알리고 동의를 얻어야 한다. 그러나 개인정보 보호법 제17조에서는 클라우드 컴퓨팅 서비스 이용자의 정보가 어느 국가에 저장되는지를 개인정보처리자가 이용자에게 알려야 한다는 규정은 두고 있지 않다. 그러므로 국외의 제3자에게 정보주체의 정보를 제공할 때 정보주체에게 개인정보가 제공되는 국가의 명칭을 알려야 한다는 내용이 포함될 필요가 있다고 보인다.[48] 개인정보 보호법 제17조 제3항에서는 국외의 제3자에게 개인정보 제공에 관하여 규정하고 있는데 국외로 개인정보를 이전하는 경우도 포함될 필요가 있다고 보인다. 국외의 제3자에게 제공되는 경우가 아니라도 국외에 개인정보가 이전되는 경우에 개인정보의 보호 환경이 달라진다는 점에서 국외의 제3자에게 제공되는 경우를 비롯하여 개인정보가 국외로 이전, 저장되는 경우도 포함하는 것이 적절하다고 보인다. 요컨대, 개인정보 보호법 제17조 제3항에서, 개인정보처리자가 개인정보를 **'국외의 제3자에게 제공하거나 국외에 이전할 때에는 제2항 각 호에 따른 사항 및 개인정보가 이전되는 국가, 이전일시 및 이전방법을 정보주체에게 알려야 한다'**는 내용으로 수정하는 것이 적절할 것으로 보인다. 이러한 내용은 개인정보 보호법 제39조의12에 규정된 내용이지만 별도로 제39조의12에 두기보다는 양 조항의 내용을 포괄할 수 있도록 개인정보 보호법 제17조로 통합하고 제39조의12를 삭제함으로써 법조문을 최소화할 뿐만 아니라, 적용상의 중복 및 혼선을 피하여 법의 명확성을 위해서도 필요하다고 보인다.[49] 그 밖에 개인정보 국외이전과 관련한 사항을 위반한 경우에는 더 이상의 침해 가능성을 차단하기 위하여 보호위원회가 개인정보처리자에게 개인정보 국외이전을 즉시 중지하도록 명해야 한다는 규정을 둘 필요가

48) 박종찬, 정민호, "'클라우드법 제정안' 의 주요내용과 검토과제", 「법학논집」, 제36권 제2호(2012), 901면.
49) 개인정보보호 규정들의 중복은 부서 간 업무의 분산과 정책 혼선, 추가 비용의 발생 등 여러 가지 문제를 발생시킬 수 있다는 점에서도 우려가 된다. 이필재, "개인정보보호법과 관련 법률의 체계문제", 「위기관리이론과 실천」, 제10권 제1호(2014). 94면.

있다고 보인다.[50] 개인정보 보호법 제17조 제5항에 '**보호위원회는 개인정보처리자가 제3항의 어느 하나에 위반하여 개인정보를 국외로 이전하는 경우 개인정보처리자에게 개인정보의 국외이전을 즉시 중지할 것을 명해야 한다**'는 조항을 두어 이 법에 위반하여 개인정보가 국외로 제공되거나 이전되는 것을 신속하게 중단할 수 있도록 하는 조치가 필요하다고 보인다.

클라우드 컴퓨팅법 제26조 제1항을 개정하여 '클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자는 이용자에게 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려야 한다.'는 내용으로 개정하는 경우, 국내 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게만 적용된다면 해외 클라우드 컴퓨팅 서비스 사업자에 비하여 국내 사업자가 역차별된다는 논의가 제기될 수 있으나[51] 국내 사업자뿐만 아니라 국내에서 사업을 진행하는 외국의 사업자에 대해서도 동일한 기준을 적용함으로써 역차별의 문제도 보완될 수 있을 것으로 보인다. 국내 개인정보 보호법이 외국의 기준에 비하여 엄격한 보호를 하고 있다고 평가되고 있고[52] 개인정보 보호법의 엄격한 기준은 4차산업혁명의 활성화를 제한하는 요인이라고 지적되기도 한다. 그러나 개인정보가 적정하게 보호될 것임을 이용자와 서비스 제공자가 서로 신뢰할 수 있을 때[53] 외국 기업과의 개인정보의 유통도 원활할 수 있고, 결과적으로 4차 산업과 국제 거래 및 교류도 더욱 활성화될 수 있을 것으로 보인다.

유럽연합의 일반개인정보보호규정(GDPR)에서는 유럽연합 역내 국민의 개인정보를 역외로 이전하기 위해서는 이전되는 국가의 개인정보 보호의 수준이 유럽연합의 적정한(adequate) 보호 기준에 부합하는 경우에만 개인정보의 이전을 허용하고 있다.[54] 예를 들어 미국과 유럽연합의 교류에 있어서 양 지역의 개인정보 보호의 수준에 차이가 있어서 유럽연합 국가의 입장으로 볼 때는 원칙적으로는 양 지역의 개인정보 유통은 가능하지 않다. 상호 거래를 위해서는 개인정보의 유통이 불가피하므로 이러한 문제점을 해결하기 위하여 유럽연합과 미국기업 간 종전에는 세이프 하버(Safe Harbor)를 적용하였고 이후 이를 대체하는 프라이버시 쉴드(Privacy Shield)가 적용되게 되었다.[55] 양 지역의 개인정보 보호의 체제를 통일하는 것은 방대한 절차가 필요하고 사실상 가능성이 희박하므로, 유럽연합의 개인정보 보호의 기준에 동의하는 미국의 기업에 대해서 유럽연합과의 교류를 가능하도록 하는 절충안을 둔 것이라고 할 수

---

50) 국회에 계류 중인 개인정보 보호법 발의안(정부 발의, "개인정보 보호법 일부개정법률안" 의안번호 제2112723호(2021. 9. 28.))에서는 보호위원회가 개인정보 이전의 중지를 '명할 수 있다'는 규정을 제안하고 있으나 법에 위반하여 개인정보가 국외로 제공되거나 이전되는 경우에는 보호위원회가 일단은 즉시 중단을 명하고 추후 국외이전의 허용 여부를 검토할 필요가 있다고 보인다.

51) 박종찬, 정민호, 앞의 논문, 892면.

52) 2020년 개정 개인정보 보호법에서는 정보주체의 동의가 없는 경우에도 개인정보를 활용할 수 있도록 개인정보이용 범위를 확대하였고, 국내 개인정보 보호법의 이러한 경향은 개인정보의 활용 측면을 강조하는 경향으로 태세를 전환하고 있는 것으로 보인다.

53) 손형섭, "디지털 뉴딜 관련 데이터 법제의 입법 방향에 관한 연구", 「헌법학연구」, 제27권 제1호(2021), 221면.

54) Article 45 General Data Protection Regulation

55) 종전에 적용되던 세이프 하버에 대하여 유럽사법재판소는 유럽연합의 기준에 부합하지 않는다고 판단하였고 보다 강화된 프라이버시 쉴드가 적용되게 되었다.

있다. 유럽사법재판소는 프라이버시 쉴드에 대해서도 유럽연합의 개인정보 보호의 기준에 부합하지 않는다고 판단함으로써[56] 미국과 유럽연합 간 새로운 협약이 요구될 가능성도 있다. 한편, 유럽연합은 한국에 대한 <개인정보보호 적정성 결정(Adequacy Decision)>을 채택하여 발효하였고 한국의 개인정보 보호의 기준이 유럽연합의 적정한 개인정보 보호 수준에 부합하며 유럽연합의 일반개인정보보호규정(GDPR)에 준하는 적정성에 부합함'이 확인되었다. 이로써 한국 기업은 유럽연합의 추가적인 인증이나 절차 없이 유럽연합 역내 시민의 개인정보를 한국 국내로 이전할 수 있게 되었다.[57] 유럽연합에서 한국으로 개인정보를 이전하는 것과 관련하여서는 한국의 개인정보 보호의 적정성이 확인되었고 유럽연합의 개인정보 보호도 한국의 보호 수준 또는 그 이상의 수준에서 보호되고 있으나, 국내에서 유럽연합 외의 국가에 개인정보를 이전하는 경우에 개인정보가 이전되는 국가의 개인정보 보호의 적정성이 충분히 검토되고 있는지는 그리 명쾌하다고 보기 어렵다. 국내 개인정보 보호법에서는 개인정보를 국외의 제3자에게 제공하려면 정보주체의 동의가 필요하다고 규정하여 엄격한 개인정보 보호의 입장을 취하고 있다.[58] 그에 비해 어떠한 개인정보 보호 기준을 가진 국가로 개인정보가 제공될 수 있는지에 관한 기준이 명확하지 않고 정보주체의 동의만을 필수적으로 요구하고 있어 개인정보처리자가 스스로 외국의 개인정보 보호의 수준에 관한 적정성 여부를 평가하거나[59] 정보주체 스스로 외국의 개인정보 보호의 수준을 판단해야 하는 상황이었다고 보인다.[60] 결과적으로 외국의 개인정보 보호 수준은 고려되지 않은 채 정보주체가 동의한다면 어떤 국가로도 정보가 제공될 수 있는 상황이라고 보인다. 동의 규정은 정보주체가 자신의 개인정보 처리에 관한 자유로운 의사를 명백하게 표시하는 것이라고 볼 수가 있다.[61] 개인정보는 그 자체뿐만 아니라 개인의 존엄을 달성하기 위한 수단의 하나라는 점에서 정보주체의 동의는 중요한 의미를 가진다고 보인다.[62] 따라서, 현재 동의 규정의 존재 자체가 문제라기보다는 동의가 반강제적, 형식적인 동의의 성격을 가지므로[63] 동의 요구와 함께 개인정보가 제공되는 국가의 개인정보 보호

---

56) Data Protection Commissioner v Facebook Ireland Limited and Maximillian Schrems, Case C-311/18ms.

57) 개인정보보호위원회 보도자료, 2021년 12월 18일. https://www.pipc.go.kr/np/cop/bbs/selectBoardArticle.do?bbsId=BS074&mCode=C020010000&nttId=7749#LINK

58) 영국 등에서도 정보주체에 대한 개인정보 이용에 관한 고지 및 동의를 통하여 정보이용의 투명성을 제고하고자 한다. 홍선기, 고영미, "개인정보보호법의 GDPR 및 4차 산업혁명에 대한 대응방안 연구". 「법학논집」, 제43권 제1호(2019), 325면.

59) 안정민, "개인정보보호법상의 국외이전 개정방안 연구", 「경제규제와 법」, 제13권 제1호(통권 제25호) (2020), 70면.

60) 외국의 개인정보 보호의 적정성과 관련하여, 일본 개인정보 보호법에서는 일본과 동등한 수준으,로 개인정보를 보호한다고 인정되는 국가로 개인정보를 이전하는 경우에 정보주체의 동의 없이도 개인정보 제공을 인정하고 있다. 손형섭, "일본 개정 개인정보보호법과 우리법의 나아갈 방향", 「공법연구」,, 제46집 제2호(2017), 317면.

61) 임규철, "유럽연합과 독일의 개인정보보호법의 비판적 수용을 통한 우리나라의 개인정보보호법의 입법개선을 위한 소고", 「법학논고」, 제61집(2018), 109면.

62) 김해원, 개인정보에 대한 헌법적 검토, 「공법학연구」, 제20권 제4호(2019), 84면.

의 수준이 검토될 필요가 있다고 본다. 또한, 동의 규정 위반 시의 처벌 규정을 명확히 하여 형식적인 동의절차가 무분별하게 남용될 수 있는 점이 개선되어야 할 것으로 보인다.[64]

국내의 동의 규정은 국내 개인정보 보호법을 전 세계에서 가장 엄격한 개인정보 보호의 체제가 되도록 하는 중요한 요인 가운데 하나이지만, 국내법이 엄격한 기준이라는 평가를 받는 것에 비하여 개인정보가 이전되는 국가의 개인정보 보호의 수준이나 적정성에 대한 검토는 부족하다고 보인다. 요컨대 보호의 형식적인 기준은 엄격하지만, 보호의 질적 수준은 충분하다고 보기 어렵다. 따라서, 클라우드 컴퓨팅법 제26조와 개인정보 보호법의 제17조 및 제39조의12의 개정을 통하여 개인정보가 이전되는 국가가 어디인지에 관한 정보를 정보주체에게 필수적으로 제공하도록 한다면 개인정보 보호의 질적인 수준을 일부 보완하는 방안이 될 것으로 보인다.

〈클라우드 컴퓨팅법 제26조와 개인정보 보호법 제17조 및 제39조의12 개정 제안〉

	현재	**개정안**
클라우드 컴퓨팅법 제26조	제26조(이용자 보호 등을 위한 정보 공개) ① 이용자는 클라우드컴퓨팅서비스 제공자에게 이용자 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려 줄 것을 요구할 수 있다. ② 정보통신서비스(「정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률」 제2조제2호에 따른 정보통신서비스를 말한다. 이하 제3항에서 같다)를 이용하는 자는 정보통신서비스 제공자(「정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률」 제2조제3호에 따른 정보통신서비스 제공자를 말한다. 이하 제3항에서 같다)에게 클라우드컴퓨팅서비스 이용 여부와 자신의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려 줄 것을 요구할 수 있다.	제26조 (이용자 보호 등을 위한 정보 공개) **① 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자는 이용자에게 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려야 한다.** **② 정보통신서비스 제공자**(「정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률」 제2조제3호에 따른 정보통신서비스 제공자를 말한다. 이하 제3항에서 같다)**는 정보통신서비스**(「정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률」 제2조제2호에 따른 정보통신서비스를 말한다. 이하 제3항에서 같다)**를 이용하는 자에게 클라우드컴퓨팅서비스 이용 여부와 이용자의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알려야 한다.**

63) 정보주체는 서비스의 이용이나 고용 관계의 유지 등을 위해서 불가피하게 개인정보 국외이전에 동의해야 하는 경우가 대부분이다. 이창범, 한국의 개인정보 국외이전 법제 현황과 개정방향, 「법학논집」, 제36권 제3호)(2016), 386면.

64) 이인호, "개인정보 처리 동의제도 개선방안연구", 한국인터넷진흥원(2019), 18면; 강달천, "개인정보자기결정권 보호의 한계의 관점에서 본 「개인정보보호법」 개정의 문제점" 「중앙법학」, 제22집 제3호(2020), 29-30면.

	현재	개정안
클라우드 컴퓨팅법 제37조		제37조(과태료) **② 다음에 해당하는 자에게는 3천만원 이하의 과태료를 부과한다.** **1. 제26조제1항을 위반하여 이용자에게 정보가 저장되는 국가의 명칭을 이용자에게 알리지 아니한 자** **2. 제26조제2항을 위반하여 이용자에게 클라우드컴퓨팅서비스 이용 여부와 이용자의 정보가 저장되는 국가의 명칭을 알리지 아니한 자**
개인정보 보호법 제17조	③ 개인정보처리자가 개인정보를 국외의 제3자에게 제공할 때에는 제2항 각 호에 따른 사항을 정보주체에게 알리고 동의를 받아야 하며, 이 법을 위반하는 내용으로 개인정보의 국외 이전에 관한 계약을 체결하여서는 아니 된다.	③ 개인정보처리자가 개인정보를 국외의 제3자에게 **제공하거나 국외에 이전할 때에는** 제2항 각 호에 따른 사항 및 **개인정보가 이전되는 국가, 이전일시 및 이전방법**을 정보주체에게 알리고 동의를 받아야 하며, 이 법을 위반하는 내용으로 개인정보의 국외 이전에 관한 계약을 체결하여서는 아니 된다. **⑤ 보호위원회는 개인정보처리자가 제3항의 어느 하나에 위반하여 개인정보를 국외로 이전하는 경우 개인정보처리자에게 개인정보의 국외 이전을 즉시 중지할 것을 명해야 한다.**
개인정보 보호법 제39조의 12	③ 정보통신서비스 제공자등은 제2항 본문에 따른 동의를 받으려면 미리 다음 각 호의 사항 모두를 이용자에게 고지하여야 한다. 1. 이전되는 개인정보 항목 2. 개인정보가 이전되는 국가, 이전일시 및 이전방법 3. 개인정보를 이전받는 자의 성명(법인인 경우에는 그 명칭 및 정보관리책임자의 연락처를 말한다) 4. 개인정보를 이전받는 자의 개인정보 이용목적 및 보유·이용 기간	③ **삭제**

Ⅴ. 마무리하며

클라우드 컴퓨팅법은 클라우드 기반 산업의 활성화 및 이용 촉진을 도모하기 위한 특별법으로서 제정되었다. 개인정보 국외이전의 문제는 클라우드 컴퓨팅 서비스와 관련하여 가장 핵심적인 법적 쟁점의 하나이다. 클라우드 컴퓨팅 서비스에서의 개인정보와 관련한 문제는 개인정보 보호법을 준용하도록 규정하고 있어서 개인정보와 관련한 사안에 대해서는 클라우드 컴퓨팅법에 우선하여 개인정보 보호법을 적용해야 한다. 다만 클라우드 컴퓨팅법 제26조에서는 이용자 정보가 어느 국가에 저장되는지 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공자에게 이용자가 알려달라고 요구할 수 있다는 규정을 두고 있어 클라우드 컴퓨팅법에서 개인정보와 관련한 규정을 특별히 명시하고 있다는 점에서 주목할만하다.

클라우드 컴퓨팅법 제26조와 개인정보 보호법 제17조 및 제39조의12 내용의 일관성 있는 조율이 필요하고, 중복되거나 일치되지 않는 내용을 일관성 있게 통합할 필요가 있다고 보인다. 클라우드 컴퓨팅법 제26조에 의하면 이용자 정보가 저장되는 국가 명칭을 이용자가 서비스 제공자에게 알려달라고 요구할 수 있을 뿐이어서 서비스 제공자가 이용자에게 어느 국가에 저장되는지를 알려주어야 하는 강제성을 포함하고 있다고 보기 어렵고 따라서 실효성이 적다고 보인다. 다만 정보가 저장되는 국가를 이용자가 아는 것이 중요하다는 점을 확인해주는 규정으로서의 의의가 있다고 보인다. 클라우드 컴퓨팅법 제26조의 규정이 실효성을 가지기 위해서는 클라우드 서비스 제공자 및 정보통신 서비스 제공자가 이용자에게 정보가 저장되는 국가 명칭을 알려줘야 하고 클라우드 컴퓨팅 서비스의 이용 여부를 알려줘야 한다는 내용으로 보완될 필요가 있다. 이러한 보완은 제39조의12 규정과의 일관성을 위해서도 필요하다고 본다. 또한, 개인정보 보호법 제39조의12의 규정과 개인정보 보호법 제17조의 규정을 포괄하여 개인정보 보호법 제17조로 통합하는 것이 적절할 것으로 생각된다. 이러한 작업을 통해 클라우드 컴퓨팅 서비스에서의 개인정보에 관한 이용자의 권한이 확인되고 개인정보 국외이전 시의 질적 보호가 보완될 수 있으며 결과적으로 클라우드 컴퓨팅 서비스의 이용이 더욱 활성화될 수 있을 것으로 보인다. ▧

(논문접수 : 2022. 3. 31. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

참 고 문 헌

강달천, “개인정보자기결정권 보호의 한계의 관점에서 본 「개인정보보호법」 개정의 문제점” 「중앙법학」, 제22집 제3호(2020.09).

강철하, “클라우드 환경에서 개인정보 국외이전의 법적 쟁점과 개선방향”, 「경제규제와 법」, 제10권 제2호(통권 제20호)(2017.11).

구재군, “인터넷 이용자의 개인정보 자기결정권” 「정보화정책」, 제10권 제3호(2003.03).

권혁빈, “개인정보 유출을 통해 본 잊혀질 권리와 개인정보보호법의 개선방안”, 「한국경찰연구」, 제13권 제2호(2013.06).

김기창, “클라우드 서비스와 개인정보보호”, 「정보법학」, 제16권 제3호(2012.12).

김민호, “개인정보처리자에 관한 연구”, 「성균관법학」, 제26권 제4호(2014.12).

김준우, 소재선, “개인정보보호법제에 대한 소고”, 「경희법학」, 제47권 제3호(2012.09).

김해원, “개인정보에 대한 헌법적 검토”, 「공법학연구」, 제20권 제4호(2019.11).

김현철, “클라우드컴퓨팅 규제개혁의 법적 문제”, 「법학논집」, 제42권 제4호(2018.12).

노현숙, “개인정보자기결정권에 관한 검토”, 「헌법논총」, 제30집(2019.11).

_____, “클라우드 서비스에서 개인정보 국외 이동의 개념에 관한 연구”, 「고려법학」, 제79호(2015.09).

박종찬, 정민호, “‘클라우드법 제정안’의 주요내용과 검토과제, 「법학논집」, 제36권 제2호(2012.12).

박훤일, ”개인정보에 대한 시장의 역할과 국제동향“, 「정보화사회」(2001).

_____, “개인정보 유통에 관한 국제규범과 우리의 대응 －EU BCRs와 APEC CBPR을 중심으로”, 「국제거래법연구」, 제23권 제2호(2014.12).

성봉근, “글로벌 클라우드 서비스에 대한 법적 규제 - 법적 의무와 행정의 실효성 확보수단을 중심으로 -”, 「토지공법연구」, 제90집(2020.05).

손형섭, “디지털 뉴딜 관련 데이터 법제의 입법 방향에 관한 연구”, 「헌법학연구」, 제27권 제1호(2021.03).

_____, “일본 개정 개인정보보호법과 우리법의 나아갈 방향”, 「공법연구」„ 제46집 제2호(2017.12).

신영진, “우리나라 개인정보보호수준의 개선방안에 관한 연구”,「정보화정책」, 제16권 제1호(2009.03).

안정민, “개인정보보호법상의 국외이전 개정방안 연구”, 「경제규제와 법」, 제13권 제1호(통권 제25호)(2020.05).

이대희, “개인정보 개념의 해석 및 범위에 관한 연구”, 「고려법학」, 제79호(2015.09).

이병준, “개인정보 국외이전의 예외적 허용요건의 확대에 관한 연구”, 「IT와 법연구」, 제12집(2016.02).

이정념, “개인정보보호법의 개정 의의와 적용상 한계”, 「저스티스」, 통권 제179호(2020.08).

이준복, “통합 개인정보보호법 시행의 함의와 시사점”, 「정보법학」, 제15권 제3호(2011.12).

이창범, “한국의 개인정보 국외이전 법제 현황과 개정방향”, 「법학논집」, 제36권 제3호(2016.09).

이필재, “개인정보보호법과 관련 법률의 체계문제”, 「위기관리 이론과 실천」, 제10권 제1호(2014.01).

이향수, “개인정보 보호에의 관심과 대응” 「정책분석평가학회보」, 18권 2호(2008.06).

임규철, “유럽연합과 독일의 개인정보보호법의 비판적 수용을 통한 우리나라의 개인정보보호법의 입법개선을 위한 소고”, 「법학논고」, 제61집(2018.04).

정대경, “국내외 개인정보보호정책 비교 분석 - 개인정보보호 법률과 전담조직을 중심으로 -”, 「정보통신학회논문지」, 제22권 제4호(2012.08).

최경진, “4차 산업혁명 시대의 개인정보보호법제 개선방안”, 「법제연구」, 제53호(2017.12).

_____, “개인정보 국외이전에 관한 소고”, 「법학논집」, 제20집 제1호(2013.04).

홍선기, 고영미, “개인정보보호법의 GDPR 및 4차 산업혁명에 대한 대응방안 연구”. 「법학논집」, 제43권 제1호(2019.03).

이인호, “개인정보 처리 동의제도 개선방안연구”, 한국인터넷진흥원(2019.12).

Meeker, Mary David Joseph & Anant Thaker, Technology Trends, Morgan Stanley, 2008.

Reilly, Steven M., Losing My Edge: The Copyright Implicationsn of Audioblogging and Why Blogs Matter to the Music Industry, 12 Vand. J. Ent. & Tech. L. 439, 469-70 (2010).

Sluijs, Jasper P., Pierre Larouche & Wolf Sauter, Cloud Computing in the EU Policy Sphere, Journal of Intellectual Property, Information Technology and e-Commerce Law 3(1), TILEC Discussion Paper No. 2011-036, 2011, p. 5. http://ssrn.com/abstract=1909877.

Abstract

Examining the Provisions for Overseas Transfers of Personal Data under the Cloud Computing Act and the Personal Information Protection Act

Roh, Hyeon Sook

Cloud computing is a critical technology in the era of the Forth Industrial Revolution and is a basis of other related technologies. Decentralized and virtualized cloud computing make personal data stored abroad or provided to third parties abroad. In this case, Article 26 of the Cloud Computing Act stipulates that a user may request to inform a service provider of which country their data is stored in. Also, Article 17 of the Personal Information Protection Act stipulates that a service provider shall obtain the consent of a data subject after notifying the data subject of several matters stipulated in the law, when providing the personal data to a third party overseas. Article 39-12 of the Personal Information Protection Act stipulates that a service provider shall notify a user of the name of the country where the personal data is provided to obtain consent. While these regulations seem to provide for overlapping matters, they are repeated but somewhat different. Therefore, I think that it is necessary to coordinate the contents of these regulations and it will be more appropriate to integrate the overlapping regulations into one regulation. In addition, for now the content of Article 26 of the Cloud Computing Act seems to be less effective, and it is considered that the provision needs to be amended as the provision the a service provider shall notify a user of the name of the country where the personal data is transferred, reflecting Article 39-12 of the Personal Information Protection Act. Additionally, it seems that there is a need to add a penalty provision to enhance the effectiveness of the provision.

Key Words : cloud computing, personal data, overseas transfers of personal data, Cloud Computing Act, Personal Information Protection Act

▣ 논 단

디지털 헬스 시대와 의료기기의 정의

이 원 복
이화여자대학교 법학전문대학원 교수

요 약 문

의생명과학 분야에서도 전에 보지 못한 형태의 혁신적 기술들이 등장하고 있다. 특히 ICT 기술이 의료기기에 접목되면서 “디지털 헬스”라는 새로운 제품군과 산업이 탄생하고 있다. 그런데 디지털 헬스 기기는 의료기기에 해당하기 때문에 의료기기법에 따른 규제를 받아야 하는지가 늘 문제로 대두된다.

의료기기법상 의료기기의 정의는 매우 범위가 넓고 추상적이다. 해석하기에 따라서는 건강과 관련하여 사람에게 사용되는 기기라면 의료기기에 포함되는 것으로 볼 여지가 있다. 게다가 규제기관인 식품의약품안전처와 우리 법원은 의료기기의 기준을 주체의 주관적 목적뿐만 아니라 기기의 객관적 기능을 포함해 판단하고 있기 때문에 범위가 더욱 넓어진다.

미국 및 유럽 연합의 의료기기 정의 및 판례와 비교해 보면 정의 규정의 문면 자체는 우리 의료기기법의 그것과 거의 동일한데도, 현실에서의 적용과 법원의 해석은 우리의 그것과 주목할 만한 차이가 있다는 점에 착안하여, 이 글은 우리 법상 의료기기의 정의의 합리적인 해석론과 입법적 보완책을 제안한다.

주제어 : 의료기기, 디지털 헬스, 의료 인공지능, 모바일 헬스, 디지털 치료제, 웨어러블 디바이스, 21세기 치료법, 왓슨 포 온콜로지

〈目 次〉

Ⅰ. 들어가는 글
Ⅱ. 의료기기의 정의와 문제점
Ⅲ. 외국과의 비교
1. 미국
2. 유럽 연합

1. 의료기기 정의와 연혁
2. 식품의약품안전처 디지털 헬스 가이드라인
3. 판례
4. 문제 사례: Watson for Oncology
5. 소결
3. 소결
Ⅳ. 의료기기 정의의 해석론 및 입법적 개선
1. 의료기기 정의 규정의 바람직한 해석
2. 규제 공백의 보완
3. 기존 식품의약품안전처 가이드라인과의 조화
Ⅴ. 나가는 글

Ⅰ. 들어가는 글

통상적으로 의약품보다는 혁신의 속도가 느리다고 생각되어 오던 의료기기 분야에서 큰 변화가 일어나고 있다. ICT 기술이 의료기기에 접목되면서 "디지털 헬스"라는 새로운 제품군과 산업이 탄생하고 있다. 이에 따라 식품의약품안전처는 디지털 헬스 규제 지원과를 신설하기로 하였고, 국회는 『의료기기산업 육성 및 혁신의료기기 지원법』을 제정하여 혁신의료기기소프트웨어에 대한 특례를 마련하였으며 근래에는 새로이 『디지털헬스케어산업의 육성 및 지원에 관한 법률안』도 발의하였다. 행정적, 입법적 지원에 힘입어 디지털 헬스를 사업 모델로 하는 벤처 기업의 숫자는 그야말로 셀 수 없을 정도로 늘어나고 있다.

그런데 디지털 헬스와 관련하여서는 다음과 같은 기본적인 질문이 늘 등장한다. 과연 [ ]은 의료기기인가? 새로 등장하는 혁신적인 제품군이 이 괄호 안을 돌아가며 채울 뿐, 질문은 동일하다. 의료용 인공지능은 의료기기인가? 모바일 건강 앱은 의료기기인가? 디지털 치료제는 의료기기인가? 주어만 바뀌어 가며 같은 질문이 반복되는 것은 그다음에 이어지는 "의료기기"의 정의가 매우 모호하기 때문이다.

법은 추상적인 언어로 기술되어 있으므로 모호할 수밖에 없는 필연적인 측면이 있고, 그 모호성을 구체화하고 예측할 수 있도록 내용을 채우는 것이 법원의 역할이다. 하지만 규제 산업에 뛰어드는 입장에서는 법원의 판단을 받을 때까지 기다릴 수 없다. 경영자들은 규제의 정도에 따라 실제로 사업을 시작할지 말지를 결정해야 하기 때문이다. 더구나 위반시 형사 처벌이 따르는 경우는 더욱 그러하다. 예컨대 "선관주의 의무"의 내용을 놓고 당사자들 사이의 민사 분쟁이 벌어질 경우 궁극적으로는 법원의 판단을 받아야 하겠지만, 그 이전이더라도 당사자들이 사적 자치의 원칙에 따라 합의 등을 통하여 분쟁을 종결시킬 수도 있고, 또 당사자들 사이에 해소가 안되어 법원의 판단을 받는다고 하더라도 그 결과는 민사 판결이다. 하지만 의료기기법상 의료기기 해당 여부는 사적 영역에서 당사자들이 해소할 방법이 없거니와,[1] 법원

의 판단에 따라 자칫하면 형사 처벌을 받게 되는 불안에 놓이게 된다. 디지털 헬스 시대가 본격적으로 열리면서 의료기기 정의의 중요성이 다시 부각되는 이유이다.

이 글에서는 의료 체계에 커다란 변화를 가져올 것으로 기대되는 디지털 헬스 시대를 맞이하여 그동안 해묵은 문제로 인식되어 온 의료기기의 정의를 다시 깊이 있게 검토해보고자 한다.[2)]

Ⅱ. 의료기기의 정의와 문제점

1. 의료기기 정의와 연혁

현행 의료기기법상 의료기기를 국내에서 제조하거나 아니면 해외에서 제조된 것을 수입하는 업에 종사하기 위하여는 미리 식품의약품안전처장의 허가를 받아야 하고, 제조 또는 수입하는 의료기기 개별 품목에 대하여도 허가, 승인, 신고 등의 절차를 거쳐야 한다.[3)] 의료기기의 정의는 다음과 같다. 보다시피 약사법상 의약품의 정의와 매우 흡사하게,[4)] 제품의 목적이 법에서 정한 경우 중 하나라면 의료기기에 해당하는 것으로 포괄적으로 정의되어 있다. (이와 같은

---

1) 엄밀하게는 아무런 방법이 없는 것은 아니고 의료기기법의 하위 규정인 "의료기기 허가·신고·심사 등에 관한 규정" 제60조에 따라 식품의약품안전처장에게 의료기기 해당 여부 검토를 신청할 수 있다.
행정청의 허가가 있어야 함에도 허가받지 아니하여 처벌 대상의 행위를 한 경우라도 허가를 담당하는 공무원이 허가를 요하지 않는 것으로 잘못 알려 주어 이를 믿었기 때문에 허가받지 아니한 것이라면 허가받지 않더라도 죄가 되지 않는 것으로 착오를 일으킨 데 대하여, 즉 소위 위법성의 착오에 대하여 정당한 이유가 있는 경우에 해당하여 처벌할 수 없다고 한 대법원 판례로는 대법원 2009. 1. 15. 선고 2006도9317 판결이 있다. (당시 식품의약품안전청은 피고인들로부터 자신들이 판매하려는 제품이 약사법이 적용되는지 여부에 관한 질의를 받고 약사법상 의약품에 해당하지 않는다는 취지의 회신을 하였고, 피고인들의 제품과 유사하게 피부결손환자 등을 위하여 사용되는 제품 등이 약사법의 적용 대상인지 여부에 관한 서울지방경찰청장의 질의에 대하여도 위 제품들이 시신에서 채취한 피부조직이라는 이유로 약사법상의 의약품이 아니라는 견해를 표명한 사건이다)

2) 지난 2019. 4. 30. 체외진단 의료기기법이 제정됨에 따라 기존에 의료기기법이 함께 규율하던 체외진단 의료기기는 이제 별도의 법이 규율하게 되었는데, 이하의 의료기기 정의에 관한 논의는 체외진단 의료기기에도 그대로 적용될 수 있을 것이다.

3) 의료기기법 제6조 제1항; 제15조 제1항. 이외에도 어떤 기기가 의료기기에 해당하게 되면 이를 개발, 제작 또는 판매하려는 자에게는 임상시험 실시 의무라든가 과장광고 금지 등 많은 법적 의무가 수반된다. 배현아, "새로운 과학기술도입과 의료기기 해당성 판단", 「과학기술법연구」, 제21권, 제3호(2015), 123-156면

4) 약사법 제2조(정의)
4. "의약품"이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 물품을 말한다.
가. 대한민국약전(大韓民國藥典)에 실린 물품 중 의약외품이 아닌 것
나. 사람이나 동물의 질병을 진단·치료·경감·처치 또는 예방할 목적으로 사용하는 물품 중 기구·기계 또는 장치가 아닌 것
다. 사람이나 동물의 구조와 기능에 약리학적(藥理學的) 영향을 줄 목적으로 사용하는 물품 중 기구·기계 또는 장치가 아닌 것

입법 태도를 이 글에서는 “**포괄주의**”라고 부르기로 한다.[5])

> 의료기기법 제2조(정의)
> ① 이 법에서 “의료기기”란 사람이나 동물에게 단독 또는 조합하여 사용되는 기구·기계·장치·재료·소프트웨어[6] 또는 이와 유사한 제품으로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 제품을 말한다. …
> 1. 질병을 진단·치료·경감·처치 또는 예방할 목적으로 사용되는 제품
> 2. 상해(傷害) 또는 장애를 진단·치료·경감 또는 보정할 목적으로 사용되는 제품
> 3. 구조 또는 기능을 검사·대체 또는 변형할 목적으로 사용되는 제품
> 4. 임신을 조절할 목적으로 사용되는 제품

연혁적으로 거슬러 올라가면 의료기기는 독립된 의료기기법에 의하여 규율되었던 것이 아니라 2003년까지만 해도 약사법에 의하여 의약품과 함께 규율되고 있었고 용어도 “의료기기” 대신 “의료용구”라는 용어가 사용되었다.[7] 의료기기법이 약사법으로부터 분리되어 독립되기 이전의 의료기기의 정의는 아래와 같았다.

> 약사법 제2조(정의) [2003. 5. 29. 법률 제6909호로 개정되기 전]
> ⑨ 이 법에서 "의료용구"라 함은 사람 또는 동물의 질병의 진단·치료·경감·처치 또는 예방의 목적에 사용되는 것과 사람 또는 동물의 구조·기능에 영향을 주기 위한 목적으로 사용되는 기구·기계 또는 장치로서 식품의약품안전청장이 지정하는 것을 말한다.

위 정의에 따라 식품의약품안전청장은 “의료용구의 지정 등에 관한 규정”이라는 고시를 통하여 규제 대상이 되는 의료기기를 지정하였다. (이와 같은 입법 태도를 이 글에서는 “**열거주의**”라고 부르기로 한다.) 의료기기의 정의가 열거주의에서 포괄주의로 바뀌었지만, 과거 “의

---

5) 이 글의 투고 단계에서의 심사의견 가운데는 의료기기법상 의료기기 정의의 입법 형식이 완전 포괄주의가 아니라 유형적 포괄주의를 취하고 있다는 지적이 있었다. 타당한 지적이다. 다만 이하의 논의는 현행 의료기기법상 의료기기 정의의 입법 형식이 완전 포괄주의인지 아니면 유형적 포괄주의인지에 따라 달라지지 아니하므로, 여기서는 독자의 편의를 위하여 단순히 포괄주의로 기술하기로 한다.

6) 소프트웨어는 의료기기법이 2018.12.11. 법률 제15945호로 개정되면서 추가되었다. 이에 대하여는 이전 규제의 사각지대에 있던 빅데이터 및 인공지능 기술을 활용하는 소프트웨어를 의료기기 범주에 포함함으로써 해당 소프트웨어가 진단·예측 등의 본래의 목적대로 기능을 하지 않고 환자에게 유해한 결과를 야기하는 경우 이에 대한 법적 근거를 마련하려는 것으로 볼 수 있다는 한 연구자의 평가가 있다. 이인영, “보건의료에서의 인공지능 적용과 관련된 법적 과제에 대한 개관”, 「한국의료법학회지」, 제27권, 제2호(2019), 46면.

7) 이와 같은 용어의 변경은 의료용구 대신 의료기기 용어를 사용하기 시작한 일본의 2002년 7월 약사법 개정의 영향을 받은 것으로 보인다. 춘해보건대학 산학협력단, 「2등급 의료기기의 품목별 기술문서 심사기준 및 인정규격 개발에 관한 연구」, 2010, 12면.

료용구의 지정 등에 관한 규정”을 통하여[8] 고시되던 의료기기 목록이 완전히 사라지지는 않았고, 의료기기법 제3조에 근거한 식품의약품안전처 고시인 “의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정”의 별표를 통하여 유지되고 있다. 다만 과거 열거주의하에서는 “의료용구의 지정 등에 관한 규정”에 등재가 되어야만 법상 의료기기로 구분되던 반면, 현재의 포괄주의하에서는 “의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정”의 별표는 의료기기의 예시로 이해해야 하므로 동 별표에 등재되지 않더라도 의료기기법의 의료기기 정의를 충족하면 의료기기가 되는 것이다.[9] 아무튼 “의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정”의 별표는 어떤 제품들이 의료기기로 규율되는지 일목요연하게 보여주므로 한 번 음미해 볼 만하다. 이 별표에 의하면 “사람 또는 동물의 질병의 진단·치료·경감·처치 또는 예방의 목적에 사용되는 것과 사람 또는 동물의 구조·기능에 영향을 주기 위한 목적으로 사용” 된다는 뜻은 직접적으로 사용되는 경우뿐만 아니라 간접적으로 사용되는 경우도 포함하고 있다. 예를 들어 환자의 진료 시에 사용하는 조명용 기구 (A03040.01 품목), 환자를 이송하는 데에 사용하는 수동식환자운반기 (A19020.01 품목), 약액 등을 혼합하는 혼합주걱 (A61020.01 품목), 의료용 필름 뷰 박스[10] (A87000 품목) 등이 등재되어 있다.

의료기기에 해당하는 기기라고 하여 다 동일하게 규제되는 것은 아니고, 사용 목적과 사용 시 인체에 미치는 잠재적 위해성(危害性) 등의 차이에 따라 잠재적 위해성이 거의 없는 1등급부터 고도의 위해성을 가진 4등급까지 4개의 등급으로 나뉜 후,[11] 등급에 따라 허가받거나, 인증받거나, 신고해야 한다.[12]

2. 식품의약품안전처 디지털 헬스 가이드라인

디지털 헬스용 의료기기와 관련하여서는 식품의약품안전처의 다양한 가이드라인을 참고할 필요가 있다. 가이드라인은 비록 의료기기법에 근거를 두지 아니한, 따라서 법적으로는 국민을 구속할 수 없는 규범이기는 하나, 디지털 헬스 영역에서는 의료기기에 해당하는지 여부에 대한 식품의약품안전처의 판단이 이러한 가이드라인을 통하여 공표되기 때문이다. 대표적인 디지털 헬스 관련 가이드라인으로는 『의료기기와 개인용 건강관리(웰니스) 제품 판단기준』, 『모바일 의료용 앱 안전관리 지침』, 『빅데이터 및 인공지능 기술이 적용된 의료기기의 허

8) “의료용구의 지정 등에 관한 규정”은 식품의약품안전청 고시 제 2003-22호로 마지막으로 개정되고 폐지되었다.
9) 따라서 의료기기법상 의료기기 정의를 충족하지만 아직 “의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정”의 별표에 등재가 되지 않았다면 “의료기기 허가·신고·심사 등에 관한 규정”에 따른 분류 결정부터 받아야 한다.
10) 필름을 걸고 그 후면의 조명을 켜서 눈으로 이미지를 쉽게 볼 수 있도록 하는 장치이다. 이제는 이미지도 컴퓨터로 전송되어 필름 대신 직접 모니터를 통해 확인하므로 이 기기를 보기 힘들어졌지만, 과거에는 환자들에게 병원과 함께 연상되는 대표적인 기기였다.
11) 의료기기법 제3조; 의료기기법 시행규칙 제2조.
12) 의료기기법 시행규칙 제4조.

가 심사 가이드라인』, 『의료기기 소프트웨어 허가·심사 가이드라인』, 『디지털치료기기 허가·심사 가이드라인』 등이 있다.

이들 가이드라인은 기본적으로 의료기기에 해당할 경우 어떤 기준으로 심사를 거칠 것인지가 기술되어 있는 문서인데, 대전제로서 의료기기에 해당하는지 여부를 판단하는 기준도 함께 담고 있다. 예를 들어 『의료기기와 개인용 건강관리(웰니스) 제품 판단기준』의 경우 당해 제품이 개인의 건강관리 목적만을 표방하는가와 당해 제품의 위해도가 낮은가의 2개 질문에 긍정적인 답을 할 수 있는 경우에는 의료기기로 취급하지 않는다는 기준과 함께, 구체적인 판단을 돕는 플로 차트를 포함하고 있다. 또 다른 예로 『모바일 의료용 앱 안전관리 지침』의 경우에는 1. 일반적 의료정보를 제공하는 모바일 앱, 2. 특정 환자를 위한 진단·치료법 제공 없이 자가 건강관리를 돕는 모바일 앱, 3. 환자 정보관리, 전자기록 시스템 등 의료기관 내의 업무를 자동화하여 보조하는 모바일 앱, 4. 의료인과 환자의 문진을 위한 화상 지원 등의 통신시스템을 제공하기 위해 사용되는 모바일 앱, 5. 객관적 정보를 분석·제공하는 모바일 앱의 경우에는 의료기기가 아니라는 기준을 제시하고 있다.

막연한 의료기기법 제2조 소정의 의료기기 정의만으로는 ICT 기술이 접목된 다양한 디지털 기기나 소프트웨어가 과연 의료기기에 해당하는지 예측하기 어려우므로, 식품의약품안전처가 이러한 가이드라인을 통하여 수규범자들의 예측 가능성을 높여주려는 시도는 분명히 높이 평가할 가치가 있다. 그리고 실제 디지털 기기를 개발하는 산업계에는 추상적인 의료기기법 제2조의 의료기기 정의보다 식품의약품안전처 가이드라인의 규범력이 사실상 더 강하다고도 할 수 있다. 하지만 위반 시 처벌조항까지 있는 규제 영역에서 상위법의 수권 조항이 없음에도 불구하고 이런 식으로 세부적인 사항을 "가이드라인"이라는 제목의 문서를 통하여 상세하게 규제하는 것은 법적인 논란의 소재가 분명히 있다. 이는 아마도 미국 FDA에서 시작된 관행이 우리나라에 (그리고 아래에서도 보겠지만 유럽에도) 영향을 미친 것이 아닐까 짐작될 뿐이다.[13] 나아가 이들 가이드라인이 제시하는 의료기기 해당 여부 판단 기준이 과연 법문의 충실한 해석인지 여부도 의문이 있을 수 있는데, 그에 관하여는 아래에서 더 자세히 살펴보기로 한다.

13) 그러나 아래에서 더 자세히 보듯이 미국의 가이드라인은 상위 법령에 수권 조항이 있는지를 불문하고 법원에 의하여 관련 법령의 일차적인 해석으로 존중되는 것이 법리로 자리 잡고 있다.

3. 판례

가. 의료기기법 제정 이전

(1) “전자파 발생기기” 사건[14]

피고인이 자신의 제품을 “지구자장과 동일한 주파수를 발진하는 기구로서 자장에서 발생되는 주파수가 세포막 사이에 산소를 공급하여 생체리듬을 원활하게 하고 혈액순환을 촉진시키며 성욕과 생식력을 활성화시켜 지속적인 호르몬 분비작용으로 전신의 건강상태가 호전되며 발기력이 증가되는 제품”이라고 선전하여 판매한 사건으로서, 위 제품이 자기치료기를 의료기기로[15] 지정한 당시 고시에 따라 의료기기에 해당하는지가 문제가 되었다.

대법원은 이 사건에서 “어떤 기구 등이 의료기기에 해당하는가의 여부를 판단함에 있어서는 그 기구 등이 위 조항 소정의 목적으로 사용되는 것이면 족하고 객관적으로 그러한 성능을 가지고 있는가는 고려할 필요가 없으며, 또 그 기구 등의 사용목적은 그 기구 등의 구조와 형태, 그에 표시된 사용목적과 효과, 판매할 때의 선전 또는 설명 등을 종합적으로 고려하여 결정하여야 할 것”이라고 판시하면서, “피고인이 제조한 제품은 적어도 사람의 기능에 영향을 주기 위한 목적으로 사용되는 기구에 해당한다고 할 것이고 또 보건사회부장관이 의료기기로 지정한 자기치료기는 그 명칭과 같이 질병의 치료목적으로 사용되는 것 뿐만 아니라 전자파나 자력을 이용하여 사람이나 동물의 구조나 기능에 영향을 주기 위한 목적으로 사용되는 것도 포함한다고 봄이 상당하므로 이 사건 제품은 의료기기에 해당한다”고 판단하였다.[16]

이와 같은 해석 기준은 약사법상 의약품의 정의에 관한 기존 대법원 해석을[17] 의료기기에도 그대로 투영한 것으로 보인다. 즉, 의약품에 해당하는지를 판단할 때와 마찬가지로, 어떤 기기가 객관적으로 의료기기로서의 성능이 있는지는 묻지 않고, 당시 약사법상 정의된 “사람 또는 동물의 질병의 진단・치료・경감・처치 또는 예방의 목적에 사용되는 것과 사람 또는 동물

---

14) 대법원 1993. 3. 12. 선고 92도811 판결

15) 판결문 원문에는 의료기기법 제정 이전의 약사법상 용어인 의료용구로 기술되어 있으나, 독자의 편의를 위하여 이 글에서 의료용구는 의료기기로 대체한다.

16) 같은 취지의 판례로는 한의원 전용 자외선 살균소독기가 문제가 되었던 대법원 1997. 3. 14. 선고 96도3460 판결이 있다.

17) 대법원 1985.3.12. 선고 84도2892 판결 (위에서 말하는 의약품은 사람 또는 동물의 질병의 진단, 치료, 경감, 처치 또는 예방에 사용됨을 목적으로 하는 것이거나 혹은 사람 또는 동물의 신체의 구조, 또는 기능에 약리적 기능을 미치게 하는 것이 목적으로 되어 있는 것은 모두 포함하는 개념(단 기구기계, 화장품 제외)이라 할 것이고 반드시 약리작용상 어떠한 효능이 있고 없고는 관계없이 그 물의 성분, 형상(용기, 포장, 의장등), 명칭, 거기에 표시된 사용목적, 효능, 효과, 용법, 용량 판매할 때의 선전 또는 설명 등을 종합적으로 판단하여, 사회일반인이 볼 때, 한눈으로 식품으로 인식되는 과일, 야채, 어패류 등을 제외하고는 그것이 위 목적에 사용되는 것으로 인식되고, 혹은 약효가 있다고 표방된 경우에는 이를 모두 의약품으로 보아 약사법의 규제의 대상이 된다.) 등.

의 구조·기능에 영향을 주기 위한 목적”으로 사용되는 것이면 충분하다는 기준이다.

(2) “자쿠지” 사건[18]

집이나 숙박시설에 설치하는 자쿠지 욕조를 수입하는 업자에 대하여 승인받지 않은 의료기기의 수입이라는 이유로 형사 고발이 이루어진 사건이다. 당시 식품의약품안전처 의료기기 규정상 수요법장치는 ‘물, 온수, 증기 등을 가압 또는 와류하여 피부자극, 통증의 완화, 소양증 및 외상치료의 보조로 사용되는 기구, 분만용 욕조를 포함한다.’라고 규정되어 있었기 때문에, 실질적으로 수요법 장치나 다름없는 자쿠지에 대하여 의료기기로 승인받지 않았다는 이유에서이다.

하지만 이 사건에서 대법원은 이 제품이 질병 치료가 아니라, 기포가 포함된 물줄기에 의해 피부나 근육을 자극하여 피로회복, 긴장완화 등의 작용을 하므로 의료기기가 아니라고 판단했다. 즉, 질병 치료가 아닌 건강관리에 주목적이 있다고 본 것이다. 또한 이 사건에서 자쿠지 욕조는 고급빌라, 주상복합건물, 모텔 등을 그 판매 대상으로 하고 있을 뿐, 의료기관을 대상으로 하고 있지 않았고, 광고 팸플릿에도 질병의 진단·치료·경감·처치 또는 예방의 목적 대신 마사지 효과, 온열효과, 긴장완화 등 진정작용, 세정효과가 있다고만 표시되어 있었다는 점도 참작하였다.

그런데 이 사건에서 대법원은 의료기기의 기준은 (가) 객관적으로 (당시) 약사법 제2조 제9항 소정의 성능을 가지고 있거나 (나) 객관적으로 그러한 성능을 가지고 있지 않더라도 그 구조와 형태, 그에 표시된 사용목적과 효과, 그 판매 대상과 판매할 때의 선전, 설명 등을 종합적으로 고려하여 위 조항에서 정한 목적으로 사용되는 것으로 인정되는 경우라고 보았다. 이는 앞의 사건에서 “그 기구 등이 위 조항 소정의 목적으로 사용되는 것이면 족하고 객관적으로 그러한 성능을 가지고 있는가는 고려할 필요가 없으며”라고 설시한 것과는 결을 달리한다. 기존 대법원 판례의 취지와 달리 이 판례에서는 (가) 객관적으로 의료기기 정의 조항에서 정한 성능을 갖고 있기만 하더라도[19] 의료기기에 해당할 수 있다고 보고 있기 때문이다.[20] 이 논점에 대하여는 아래에서 더 자세히 분석하기로 한다.

---

18) 대법원 2005. 3. 25. 선고 2004도8706 판결. 대법원 판결 자체는 2005년에 선고되었으나, 공소사실은 의료기기법이 제정되기 이전에 발생하였으므로, 대법원은 의료기기법이 아닌 약사법을 적용하였다. 즉, 이 사건은 의료기기의 정의가 열거주의를 택하고 있었던 시기에 발생한 사건이다.

19) 이 당시는 의료기기 정의가 의료기기 열거주의를 취하고 있었으므로, 결국 의료용구의 지정 등에 관한 규정에 고시된 의료기기 가운데 하나와 동일한 성능을 가진 경우가 그에 해당할 것이다.

20) 그럼에도 불구하고 이 사건에서는 해당 자쿠지 욕조가 수요법 장치로서의 성능을 객관적으로 가지고 있지 않다고 보아 의료기기 해당을 부정하였다.

나. 의료기기법 제정 이후

(1) “진단 폐활량계” 사건[21]

진단 폐활량계를 일부 개조한 다음 거기서 나온 사용자의 폐활량 수치 등을 토대로 사용자의 체력을 진단할 수 있도록 하고, 그에 따른 운동처방을 제시하여 줄 수 있는 시스템이 의료기기에 해당하는지 여부가 문제가 된 사건이다.

이 사건에서 대법원은 위 “전자파 발생기기” 사건과 마찬가지로 “어떤 기구 등이 의료기기법 제2조 제1항에서 정한 의료기기에 해당하는가 여부를 판단함에 있어서는 그 기구 등이 위 조항 소정의 목적으로 사용되는 것이면 족하고 객관적으로 그러한 성능을 가지고 있는가는 고려할 필요가 없으며, 또 그 기구 등의 사용목적은 그 기구 등의 구조와 형태, 그에 표시된 사용목적과 효과, 판매할 때의 선전 또는 설명 등을 종합적으로 고려하여 결정하여야 한다”라는 기준을 제시하면서, 이 사건의 기기는 의료기기에 해당한다고 보았다.[22]

다만 이 사건에서 대법원은 “의료기기법 제2조 제1항, 같은 법 시행규칙 제2조 [별표 1]에 따라 정해진 식품의약품안정청 고시 ‘의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정’ 별표 A27010 항목에서 진단폐활량계를 ‘환자의 폐에서 나오고 들어가는 가스의 양을 측정하는 폐기능 측정기구’라고 규정하고 있다고 하여 반드시 폐에서 나오고 들어가는 가스의 양을 모두 직접 측정하는 기능을 가진 폐기능 측정기구만이 이에 해당하는 것은 아니므로, 이 사건 제품이 직접적으로는 폐에서 나오는 가스의 양을 측정할 뿐, 폐로 들어가는 가스의 양을 측정할 수 없다고 하더라도 위 항목에서 정한 진단폐활량계에 해당한다”고 판단한 하급심을 인용하였는데, 의료기기의 범위가 열거주의에서 포괄주의로 변경된 이후의 사건임에도 불구하고 “의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정”상 나열된 구체적인 의료기기 가운데 하나에 해당함을 굳이 인정할 필요가 있었는지는 의문이다.

(2) “EMS 운동기구” 사건[23]

몸에 전기자극을 주는 옷을 입고, 이 전기자극으로 인해 근육이 더 많이 수축하기 때문에 같은 양의 운동을 할 때 운동의 효과를 증폭시켜주는 소위 Electrical Muscle Stimulus (“EMS”) 운동기구가 의료기기에 해당하는지가 문제가 된 사건이다.

이 사건에서 대법원은 앞의 “자쿠지” 사건과 동일한 기준을 설시하였다. 즉, (가) 객관적

21) 대법원 2008. 12. 11. 선고 2008두10393 판결. 여기서 소개하는 다른 사건들은 의료기기법 위반 형사 사건인데 반하여 이 사건은 행정소송 사건이다. 식품의약품안전처가 의료기기법 위반을 이유로 기기의 제조업무정지 및 수거폐기처분을 내린 데 대하여 불복한 사건이다.

22) 이와 거의 동일한 논지의 판례로는 왕쑥찜기가 문제가 된 대법원 2010. 4. 29. 선고 2008도7688 판결도 있다.

23) 대법원 2018.8.1. 선고 2015도10388 판결.

으로 의료기기법 제2조 제1항 각 호에서 정한 성능을 가지고 있거나 (나) 객관적으로 그러한 성능을 가지고 있지 않더라도 그 구조와 형태, 그에 표시된 사용목적과 효과, 그 판매 대상과 판매할 때의 선전, 설명 등을 종합적으로 고려하여 위 조항에서 정한 목적, 즉 의료기기법 제2조 1항에서 정한 목적으로 사용되는 것으로 인정되는 경우라면 의료기기에 해당한다고 판시한 것이다. 그 결과 이 사건의 경우, 운동 목적으로 제작되어 수입・사용되고 있기는 하지만, 이 기구가 가지는 객관적인 성능과 원리는 의료기기로 구분된 개인용 저주파 자극기와 다르지 않다고 보았다.[24]

나아가 대법원은 이 사건의 EMS 운동기구가 "개인용 저주파 자극기의 사용 시 인체에 미칠 수 있는 잠재적 위해성과 동일한 위해성을 가지고 있으며, 심지어는 피고인들도 그러한 위해성을 충분히 인식하고 있었으므로", 비록 운동기구라고 하더라도 의료기기라고 보았다. 의료기기 해당 여부를 판단함에 있어 "인체에 미칠 수 있는 위해성"은 기존의 대법원 판례에서 찾아볼 수 없는 요소이다. 아마도 식품의약품안전처의 『개인용 건강관리제품 기준』의 내용을 일부 채용한 것으로 짐작된다.[25]

다. 분석

의료기기 해당 여부를 다룬 판례 숫자 자체가 많지 않고, 위에서 소개한 첫 판례와 마지막 판례 사이에는 25년이라는 긴 시간도 흘렀기 때문에, 장기간에 걸친 소수의 판례로부터 우리 법원의 입장을 분석한다는 것은 조심스럽다. 그와 같은 제약 아래 위 판례들을 분석해 본다.

(1) 의료기기 해당 여부 판단 근거: 의도 기준설 vs. 성능 기준설

의료기기 해당 여부를 제품을 만들거나 판매하는 자의 의도에만 기초할 것이냐 (이를 "**의도 기준설**"이라고 부르기로 한다), 아니면 의도가 그런 경우는 물론이거니와 기기를 만들거

---

24) 대법원 판결문에는 설시되어 있지 않지만, 하급심 판결문을 보면 피고인이 식품의약품안전처로부터 의료기기 해당 여부 검토 회신을 통하여 이 사건 운동기구가 단순히 저주파 자극을 통하여 운동을 보조하기 위한 기구라면 의료기기법 제2조 의료기기 정의에 부합하지 않으나, 사용목적이 '저주파 자극을 이용한 근육 위축 개선, 근육의 탄력 향상, 통증완화 등의 목적으로 사용되는 기구'라면 같은 법 의료기기 정의에 부합되므로 의료기기에 해당되며, "의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정" 제3조 별표에 따라 '개인용 저주파 자극기'에 분류될 것으로 보인다는 유권해석을 받은 점과 피고인이 네이버 지식인 검색창에 이 사건 기구에 대하여 「근력 향상과 근육 생성 / 다이어트와 셀룰라이트 제거 / 허리 통증 완화 및 재활치료 피부 개선 혈액순환 개선 골다공증 예방 / 전문 운동 선수의 운동 능력 향상에 효과적입니다」라고 글을 올려, 웨이트 트레이닝이나 마사지 등으로 인한 일반적인 기능과 효과를 강조함에 그치지 않고 마치 질병의 치료・경감・처치 또는 예방, 상해 또는 장애의 치료・경감 또는 보정의 기능이 있는 것처럼 이 사건 기구의 효능을 기재한 점이 나타나 있다. 대법원도 이러한 사정을 고려했을 것으로 보인다.

25) 식품의약품안전처, "의료기기와 개인용 건강관리(웰니스) 제품 판단기준", (2020), 제7~10면.

나 판매하는 당사자의 의도가 그러하지 않았다고 하더라도 제품 자체의 성능이 의료기기에 해당하면 의료기기에 해당하는 것으로 볼 것이냐의 (이를 "**성능 기준설**"이라고 부르기로 한다) 문제이다.[26] 이는 당사자의 의도만 놓고 보면 의료적 용도를 목적한 것인지 의문이 있지만 기기 자체의 성능이 기존의 의료기기와 동질한 성능을 가진 경우에 발생하는 쟁점이다.[27] 우리 판례는 의도 기준설에 입각한 것과 성능 기준설에 입각한 것이 혼재되어 있다. 위에서 본 "전자파 발생기기" 사건과 "진단 폐활량계" 사건은 전자에 해당하고, "자쿠지" 사건과 "EMS 운동기구 "사건은 후자에 해당한다고 볼 수 있다.

그런데 우리 판례가 때때로 성능 기준설을 취하는 것이 법문에 충실한 해석인가 하는 점은 의문이 있다. 왜냐하면 의료기기의 정의에서 요구하는 "목적"은 누군가의 - 여기에서 누군가란 제품을 제조하거나 판매하는 자가 될 것이다 - 의도를 필연적으로 수반하는 개념이므로 법문은 의도 기준설을 취하는 것으로 해석해야 한다. 또한 성능 기준설은 열거주의가 아닌 포괄주의를 취한 현행 의료기기법의 정의 규정과도 잘 부합하지 않는다. 앞에서도 보았듯이 열거주의하에서는 과거 "의료용구의 지정 등에 관한 규정"에 나열된 품목들만이 의료기기에 해당하므로 동 목록에 등재된 기존의 의료기기와 비교하는 것이 의미가 있을 수 있지만, 포괄주의하에서는 사전에 지정된 품목들만으로 의료기기의 범위가 국한되는 것도 아니므로 "기존의 의료기기"라는 개념에 구속될 이유가 없다.

물론 의도 기준설을 취하면서도, 당사자의 의도를 판단하는 자료로써 제품의 성능을 참고하는 것은 얼마든지 허용된다. 바로 아래에서 보겠지만, 당사자가 의료기기로 유통할 것을 목적하면서도 의료기기 규제를 피하고자 행동으로는 의료기기가 아닌 제품을 취급하는 외양을 취할 수도 있는데, 이때는 제품의 성능을 당사자의 숨겨진 의도를 추론하는 데 참고할 수 있을 것이다.

(2) 진단·치료·경감·처치·예방 목적 판단 근거: 주관설 vs. 객관설

의료기기에 해당하는지 여부를 판단하는 근거로써 의도 기준설을 취하는 경우에도 의료기기를 제조 또는 판매하는 자의 의도에 어떤 목적이 있었는지를 판단하기 위해 당사자가 직접적으로 외부에 표시한 주관적 의사만 놓고 볼 것이냐 (이를 "**주관설**"로 부르기로 한다) 아니면 주관적 의사 뿐만 아니라 여러 가지 객관적 정황도 함께 놓고 볼 것이냐 (이를 "**객관설**"로 부르기로 한다) 하는 문제가 있다. 예컨대 어떤 기기의 판매업자의 홍보 문건이나 대화 내

---

26) 이와 같은 분류는 학계에서 자리 잡은 분류는 아니다. 하지만 의료기기 해당 여부를 판단하는 기준에 관한 유용한 분석 틀을 제공하므로 앞으로 학계에서도 자리 잡기를 바라는 마음이다.

27) 그와 달리 기기 자체가 기존 의료기기에서 요구되는 성능은 갖추지 못했지만, 당사자의 행위가 분명히 의료적 용도를 목적한 것이라고 보인다면 이는 별로 의문의 여지 없이 의료기기 정의 조항에 따라 의료기기의 요건을 충족한다고 할 것이다. 앞에서도 보았듯이 우리 판례도 같은 취지이다.

용에 자신의 기기가 질병을 진단 또는 치료하는 기기라고 주장하는 내용이 들어있다면 이는 어느 모로 보나 의료기기 정의에 요구된 의료적 목적이 충족된다고 할 것이다. 하지만 어떤 기기의 판매업자가 자신의 기기를 의료적 용도로 사용할 수 있다는 주장을 한마디도 하지 않은 경우는 어떠한가? 그 경우도 객관설을 취한다면 여러 가지 정황에 근거하여 그런 목적이 있었음을 추정하는 것이 허용될 것이다. 우리 판례는 객관설을 취하는 것으로 보이는데 타당한 태도이다. 형사 처벌이 따르는 범죄의 주관적 요건으로서의 고의를 증명함에 있어서도 피고인이 고의를 부인하는 경우 사물의 성질상 범의와 관련성이 있는 간접사실 또는 정황 사실을 증명하는 수밖에 없으므로,[28] 의료기기 구성요소로서의 주관적 요소인 의료적 목적, 즉 진단・치료・경감・처치・예방 목적 역시 정황적 근거로 인정하는 것을 허용할 수밖에 없다. 다만 객관설을 취할 경우에도 어느 범위의 정황적 사실을 의료적 목적을 인정하는 근거로 인정할 것인지는 논란이 있을 수 있다. 예컨대 제조업자 본인은 직접 표방하지 않았지만 기기를 사용하는 의료인이 규제당국으로부터 승인받지 않은 용도로 이를 이용하고 제조업자도 그 사정을 충분히 알았다면 제조업자에게도 그러한 의도가 있었던 것을 인정할 것인가가 문제 될 수 있다. 아래에서 보겠지만 미국에서는 그 논란이 최근까지 진행되어 왔다.[29]

(3) 식품의약품안전처 기준과의 수렴 현상

끝으로 소수이지만 의료기기 해당 여부를 판단한 대법원 판례에서는 법원이 규제기관인 식품의약품안전처가 가이드라인 등을 통해 제시한 기준을 수용하는 모습이 보인다. 의료기기와 같은 전문 영역의 경우 일반인인 법관보다는 전문가 집단인 규제기관의 지식이나 전문성이 우월하므로, 규제기관이 설정한 기준을 깊이 고려할 필요는 분명히 있다. 문제는 식품의약품안전처가 제시한 기준이 법규 명령으로서 효력을 갖는 기준인가 하는 점이다. 만약 그렇지 않다면 국민을 법적으로 구속한다고 볼 수 없기 때문이다. 예를 들어 위 “EMS 운동기구” 사건에서 법원은 해당 기구의 “위해성”을 함께 고려하는 논거가 보이는데, 위해성 자체는 법문상 의료기기의 구성 요건이 아니고, 식품의약품안전처의 『개인용 건강관리제품 기준』에 등장하는 개념인데 이 식품의약품안전처 기준은 수권 조항에 근거하고 있지 않으므로 법규 명령의 효력이 부정될 수밖에 없다.[30] 추상적인 법령보다는 훨씬 구체적이기 때문에 오히려 당사자가 이해하고 준수하기에 용이하지만, 법률에 위임 규정이 없어 법규 명령의 효력을 갖지 못하는 규제기관의 기준을 어떻게 재판 규범으로서 인정할 것인가는 의료기기와 같은 첨단 기술 영역에

28) 제13조[범의], 김희수 - 주석 형법, 김대휘・김신 대표편집, 한국사법행정학회.
29) 이하 III. 1. 미국 참고.
30) 물론 의료기기법의 다른 규정에서는 위해성이라는 개념이 중요한 역할을 한다. 예컨대 제3조에서는 의료기기의 사용목적과 사용 시 인체에 미치는 잠재적 위해성 등의 차이에 따라 체계적・합리적 안전관리를 할 수 있도록 의료기기의 등급을 분류하여 지정하도록 하고 있다.

서 문제 될 수밖에 없다. 이 문제는 아래의 비교법적 연구에서 더 깊이 살펴보겠다.

4. 문제 사례: Watson for Oncology

이상 의료기기의 정의와 판례의 태도를 종합하면, 우리나라 의료기기 정의가 야기할 수 있는 문제점은 다음과 같다. 의료기기의 정의가 포괄주의를 취하고 있으므로, 자칫하면 의료기기의 범위가 너무 넓어질 수 있는데 반하여, 의료기기의 범위를 합리적이고 구체적으로 제한할 수 있는 입법적 장치라든가 법리가 없다. 역으로 의료 영역에 근접한 제품이고 소비자 보호를 위하여 규제가 필요한데도 불구하고 의료기기 정의에 해당하지 않는다면 규제의 공백이 생길 여지도 있다. 그리하여, 다소 진부한 비난이지만, 새로운 기술이 접목된 의료기기에 대한 탄력적인 대처가 어렵게 된다. 이런 현상은 특히 디지털 헬스 기기와 관련하여 자주 목격이 된다.[31] 어떤 기기를 의료기기에서 제외할 정책적이고도 합리적인 필요가 있는 경우라고 하더라도, 의료기기의 포괄적인 정의 방식으로 인하여 해석상 의료기기 요건을 충족하게 되면 - 추후 규제기관인 식품의약품안전처가 인체에 대한 위해성이 낮다고 보아 심사 없이 신고만으로도 제조와 판매를 하도록 분류하는 것은 별론으로 하고 - 일단 규제기관에 의하여 해당 기기에 대한 면밀한 평가와 그에 따른 품목 분류 절차가 진행되어야 하고 그전까지는 해당 제품을 판매하거나 의료현장에서 사용하는 것이 금지된다.

그러다 보니 때로는 무리한 듯한 해석에 의존하여 새로 등장하는 제품을 의료기기 영역 안으로 끌어들이거나 반대로 의료기기 영역 밖으로 제외하려는 시도가 생긴다. 대표적인 사례로 인공지능에 기반한 임상결정지원(Clinical Decision Supporting, 이하 "CDS") 소프트웨어인 "왓슨 포 온콜로지 (Watson for Oncology)"를 들 수 있다.[32] 식품의약품안전처는 "빅데이터 및 인공지능(AI) 기술이 적용된 의료기기의 허가·심사 가이드라인"(이하 "AI 가이드라인")을 통하여 인공지능에 기반한 소프트웨어의 의료기기 해당 여부 및 심사 기준을 제시한 바 있다. 위 AI 가이드라인에 따르면 "빅데이터 및 인공지능 기술을 활용하는 소프트웨어의 의료기기 해당 여부는 사용목적과 위해도에 따라 판단"한다.[33] 그리고 여기에서 위해도는 다시 1) 소프트웨어가 의도한 대로 작동하지 않아 환자에게 위해를 끼칠 가능성이 있는지 여부, 2) 소프트웨어가 의료인의 임상적 판단을 보장하는지 여부를 고려하여 판단할 것을 제시한

31) 물론 반드시 그런 것은 아니고 디지털 헬스 이외의 맥락으로는 동물의 장기를 이식하는 이종장기 등에서도 발생할 수 있는 문제이다. 배현아, "새로운 과학기술도입과 의료기기 해당성 판단", 「과학기술법연구」, 제21권, 제3호(2015), 151면.

32) 왓슨 포 온콜로지가 국내에 도입되던 2017년은 알파고가 이세돌 기사에게 연승하면서 인공지능에 대한 국내의 관심을 한껏 고조시킨 시점이었다. 그러나 최근 기사를 보면 왓슨 포 온콜로지는 그리 성공을 거두지는 못했고 IBM에 의하여 타 기업에 매각되기까지 했다.

33) 식품의약품안전처, "빅데이터 및 인공지능(AI) 기술이 적용된 의료기기의 허가·심사 가이드라인", (2017), 제5면.

다.[34] 그리하여 의료기기에 해당하지 않는 소프트웨어로 의료기관의 행정사무(병실・재고관리, 전자수속 등)를 지원하는 소프트웨어, 운동・레저 및 일상적인 건강관리 목적의 소프트웨어, 교육・연구 목적의 소프트웨어, 질병 치료・진단 등과 관계없는 의료기록 관리 목적의 소프트웨어, 의료인에게 환자의 건강정보 또는 진료 정보를 정리 및 추적하는 툴을 제공하거나 의학 정보에 쉽게 접근하도록 도움을 주는 소프트웨어를 선별하였고,[35] "왓슨 포 온콜로지"는 그 가운데 마지막 카테고리에 해당하여 의료기기가 아니라는 결정을 내렸다.[36] 환자의 치료 방법 결정에 도움을 주는 것은 맞지만, 그 방법은 환자의 검사 결과 등 정보를 입력받은 후 이를 토대로 기존의 의학 문헌을 검색해 치료 방법을 제시하는 기제이기 때문에 의료정보 검색용 소프트웨어와 다르지 않다고 판단한 것으로 보인다.

왓슨 포 온콜로지가 의료기기에 해당하는지 여부는 사실관계에 결정적으로 의존하는 문제이므로, 왓슨 포 온콜로지를 직접 시연하면서 규제당국의 입장에서 검토해 보지 않은 필자가 가볍게 판단할 수 있는 문제는 아니다. 그러나 각종 매체에 보도된[37] 왓슨 포 온콜로지의 기능을 의료기기 정의 및 우리 판례에 나타난 판단 기준에 대입해보면 의료기기가 아니라고 보기 어렵다는 생각이다.[38] 의료기기법상 소프트웨어와 관련된 의료기기의 정의를 분해하면 "질병을 진단・치료・경감・처치 또는 예방할 목적으로 사용되는 소프트웨어"인데, 왓슨 포 온콜로지는 질병을 치료하는 목적으로 사용되는 소프트웨어에 해당한다는데 별로 의문이 없어 보

---

34) 식품의약품안전처, "빅데이터 및 인공지능(AI) 기술이 적용된 의료기기의 허가・심사 가이드라인", (2017), 제6면.

35) 이는 아래에서 볼 미국 FDCA법 360j (o)에 따라 입법적으로 의료기기에서 제외되는 소프트웨어의 범주와 거의 유사하다. 아래 각주 42 참고.

36) 앞에서도 보았듯이 의료기기법상 의료기기 정의에 소프트웨어가 추가된 것은 2018년 12월이고 식품의약품안전처가 왓슨 포 온콜로지가 의료기기에 해당하지 않는다고 판단한 것은 그 이전이다. 그렇다고 식품의약품안전처의 왓슨 포 온콜로지에 대한 결정이 의료기기 정의에 소프트웨어가 들어있지 않다는 점에 기초한 것은 아니다. 다른 국내 인공지능 소프트웨어에 대하여는 비슷한 시기에 의료기기에 해당한다는 결정을 한 바 있기 때문이다. 문선희, 의료기기, '왓슨' 은 안되고 '뷰노'는 되는 이유?(2022.3.10. 방문), <http://www.kmedinfo.co.kr/news/articleView.html?idxno=50450>

37) 대표적으로 TJB NEWS, [TJB뉴스]인공지능 의사 왓슨 진료 시작(2022.3.10. 방문), <https://youtu.be/4OZE5ec3E0E>. 이 밖에도 유튜브에서 왓슨 포 온콜로지의 다른 시연 영상들을 쉽게 찾아볼 수 있다.

38) 법학자의 시각에서 이 문제를 고민한 연구는 많지 않다. 한 연구자는 필자의 견해와는 달리 왓슨 포 온콜로지와 같은 인공지능 소프트웨어가 질병의 진단, 치료, 예방을 목적으로 사용되는지에 대하여 부정적이거나 분명하지 않다는 입장을 취한다. 김재선, "인공지능 의료기기 위험관리를 위한 규범론적 접근 - 인공지능 소프트웨어 규범화 논의를 중심으로 -", 「공법연구」, 제46권(2017), 143-144면. 역시 식품의약품안전처의 판단을 지지하는 듯한 견해로는 배현아, "보건의료법제 하에서 인공지능기술의 의료영역 도입의 의의와 법적 문제", 「법조」, 제66권, 제4호(2017), 63-67면; 엄주희·김소윤, "인공지능 의료와 법제", 「한국의료법학회지」, 제28권, 제2호(2020), 70면; 정채연, "의료 인공지능의 법적 수용을 위한 시론적 연구 - 쟁점과 과제 -", 「법학논총」, 제45권, 제3호(2021), 145-176면. 이와 달리 왓슨이 단계별로 추천해주는 구체적인 치료법에 의사가 사실상 영향을 받지 않는다고 볼 수 없다는 점에서 여전히 (주: 왓슨은 데이터 검색 이상으로 데이터를 재해석하거나 새로운 진단 또는 치료 방법을 제시하지는 않기 때문에 의료기기가 아니라는 식품의약품안전처의 판단은) 의문의 여지가 있다고 보는 견해로는 박정연, "의료기기 진입규제의 변화: 공법적 정당화 논거와 규제 방향성", 「법학논총」, 제46권(2020), 200면.

인다. 한 보도 영상에 의하면, 환자의 나이와 의료기록, 진단명, 검사 결과 등을 입력하자 왓슨 포 온콜로지는 어떤 약물 치료가 환자에게 적합한지 화면에 표시해 준다. 이것은 "질병을 치료할 목적으로 사용되는 소프트웨어"라는 의료기기법 정의에 정확히 부합한다.

이에 대하여, 의료기기의 정의상 "치료"란 환자를 치료하는 데 직접 이용되는 것을 의미한다고 보아 예컨대 환자가 직접 실행하면서 심리치료를 받는 소프트웨어는 여기 해당하지만[39] 왓슨 포 온콜로지처럼 환자를 치료하는 데 간접적으로 활용하는 소프트웨어는 여기 해당하지 않는다는 반론이 있을 수 있다.[40] 하지만 의료기기 정의 조항은 반드시 인체에 직접 적용되는 경우에만 의료기기에 해당할 것을 예정하고 있는 것도 아니거니와, 앞에서도 보았듯이 식품의약품안전처의 "의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정" 별표에 등재된 의료기기들은 직접 또는 간접적으로 질병을 진단·치료·경감·처치 또는 예방하는데 사용되는 기기들이므로, 유독 소프트웨어에 대해서만 환자에게 직접 또는 환자에 의하여 직접 이용된다는 제한을 하는 것은 일관성이 떨어진다.

다른 반론으로는, 왓슨 포 온콜로지의 추천이 여과 없이 환자의 치료에 바로 이용되는 것이 아니라 궁극적으로 의사의 판단이 개입하기 때문에 의료기기에 해당하지 않는다는 입론이 있을 수 있다. AI 가이드라인이 의료기기 판단기준으로서 "식품의약품안전처로부터 안전성과 성능에 대해 검증받지 않은 의료용 소프트웨어의 경우, 의료인이 자체적으로 해당 소프트웨어의 정확도, 신뢰도를 검증할 수 없는 상태에서 해당 제품에 의존하여 질병을 진단하거나 치료방법 등을 결정하게 되면 부정확한 진단과 치료 등으로 국민건강에 위해를 끼칠 수 있다. 따라서 의료인이 개입하는 과정이 없거나 판단이 어려운 영역인지의 여부와 의료인이 정보 또는 치료방법 권고의 근거를 검토할 수 있는 합리적 기회가 부여되었는지에 대한 검토가 필요하다."고 제시하는 것도 그와 같은 논리에 선 것으로 보인다.[41] 이는 미국 21세기 치료법이 21 U.S.C. §360j (o) 조항을 신설하면서 의료기기에서 배제되는 CDS의 기준으로부터 영향을 받은 것으로 추측되는데,[42] 이와 같은 기준은 정책적 관점에서 합리적일지는 몰라도 법에 규정된

39) 소위 디지털 치료제가 그러하다.

40) 아래에서 다룰 유럽 연합의 SNITEM 사건에서 소프트웨어 제조업체가 바로 그와 같이 환자에 직접 작용하지 않는 소프트웨어는 의료기기가 될 수 없다고 주장했다. 이하 III. 2. 유럽 연합 참고.

41) 식품의약품안전처, "빅데이터 및 인공지능(AI) 기술이 적용된 의료기기의 허가·심사 가이드라인", (2017), 제6면.

42) 아래 각주 49의 본문 참조. 미국 의료기기 법령인 21 U.S.C. §360j (o)(1)(E)에 따라 다음과 같은 요건을 갖춘 CDS는 의료기기에서 제외된다. 아래 (iii)에서 보다시피 의료인이 독립적으로 CDS의 권고를 검토할 수 있을 것을 요건으로 하고 있다.

software function for the purpose of

(i) displaying, analyzing, or printing medical information about a patient or other medical information (such as peer-reviewed clinical studies and clinical practice guidelines);

(ii) supporting or providing recommendations to a health care professional about prevention, diagnosis, or treatment of a disease or condition; and

의료기기의 정의에서 도출할 수 있는 기준은 아니다. 미국은 법 개정을 통하여 입법적으로 해결한 문제를 식품의약품안전처는 법 해석을 통하여 해결하고자 시도한 것이므로, 당연히 법문의 문리적인 해석으로부터 도출하기 어려운 기준이 아닐 수 없다.

AI 가이드라인에 나타나는 식품의약품안전처의 입장은 의료기기의 범위를 최대한 확장하는 방식의 해석을 취하여 온 기존 태도와도 모순된다. 앞에서 본 것처럼 식품의약품안전처가 스스로 제정한 "의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정"의 별표는 환자의 진료 시에 사용하는 조명용 기구, 환자를 이송하는 데에 사용하는 수동식 환자 운반기, 약액 등을 혼합하는 혼합주걱, 의료용 필름 뷰 박스 등을 의료기기에 포함하고 있는데, 이것은 "질병의 진단·치료·경감·처치 또는 예방의 목적 또는 구조·기능에 영향을 주기 위한 목적"을 상당히 포괄적으로 본다는 의미이다. 그런데 유독 CDS 맥락에서만큼은 의료기기의 범위를 법문의 문리적인 해석 범위보다 훨씬 좁힌 셈이라 자기 모순적이다. 이는 왓슨 포 온콜로지와 같은 CDS는 의료기기에 해당하지 않는다는 정책적인 결론을 미리 내리고 결론 지향적으로 의료기기 정의 규정을 해석하였기 때문에 발생한 현상으로 보인다. 왜 규제당국이 왓슨 포 온콜로지를 의료기기 규제 영역에서 제외하고자 했는지는 법의 영역이 아니라 정책의 영역이므로 이 글에서는 깊이 다루지 않겠다. 아마도 위에서 본 바와 같이 당시 미국에서 왓슨 포 온콜로지와 같은 CDS를 의료기기에서 제외하고 있는 점에 영향을 받은 것이 아닌가 짐작한다. 그러나 미국에서는 입법적으로 해결한 문제라는 점에서 우리 식품의약품안전처의 해석론적 접근과는 근본적인 차이가 있고, 미국법상으로 입법적인 해결이 필요했다는 의미는 역으로 입법적인 해결이 없었더라면 왓슨 포 온콜로지와 같은 CDS 소프트웨어는 의료기기에 해당할 가능성이 충분하다는 뜻도 된다. 또한 역시 아래에서 자세히 볼 유럽연합의 Medical Devices Regulation 및 그 하위 규정을 종합하면 유럽에서도 왓슨 포 온콜로지와 같은 CDS가 의료기기가 아닌 것으로 평가받을 수 있는지 상당히 의문이다.[43]

결국 종합하면 왓슨 포 온콜로지를 의료기기 규제 영역에서 제외하기 위하여 규제당국이 의료기기 정의의 문리적 해석 범위를 벗어나고, 자신의 기존 의료기기 정의의 해석과도 조화를 이루기 매우 힘든 선례를 만들어냈다는 생각이다.

5. 소결

이처럼 식품의약품안전처의 결정이 왓슨 포 온콜로지가 위해도가 낮아 정책적으로 굳이 의

(iii) enabling such health care professional to independently review the basis for such recommendations that such software presents so that it is not the intent that such health care professional rely primarily on any of such recommendations to make a clinical diagnosis or treatment decision regarding an individual patient.

43) 유럽의 기준으로 왓슨 포 온콜로지는 의료기기에 해당한다고 보는 의견으로는 서울아산병원, 「인공지능(Artificial Intelligence) 기술 적용 의료기기 판단기준 및 분류 방안 마련 연구」, 2017, 67면.

료기기로 규제할 필요가 없다는 판단에 근거한 것이라고 볼 경우, 다른 방법이 아니라 법에서 정의된 의료기기가 아닌 것으로 해석하는 법해석론적 돌파구를 찾을 수밖에 없는 원인은 단순하다. 법이 정한 의료기기의 정의가 전혀 규제의 필요성을 그 요소로 하고 있지 않기 때문이다. 의료기기 규제의 필요성이라고 하면 의료기기의 안전과 효능 보장에 있을 것이다. 그런데 막상 의료기기의 정의는 “안전성”과 “유효성”을 요소로 하고 있지 아니하고, “질병을 진단·치료·경감·처치 또는 예방하는 목적으로 사용되는 기구”와 같은 다른 개념 표지들로 구성되어 있다. 물론 의료기기를 폭넓게 정의하여 누락되는 것이 없도록 하고, 일단 그 안에 포섭된 의료기기는 위험성을 기준으로 섬세하게 분류하여 규제의 강도를 달리한다는 취지이므로 의료기기의 정의를 포괄주의에 입각하여 넓게 정의하는 것 자체는 좋은 입법 방식이다. 하지만 막상 가장 가벼운 형태의 규제조차 - 현실적으로는 품목 신고가 될 것이다 - 필요 없는 경우 규제기관의 입장에서는 마땅한 방법이 없으므로 결국 의료기기 정의 규정의 해석을 통해 의료기기가 아닌 것으로 해석하는 출구를 찾게 되는 것이다. “정책적으로 규제의 필요성이 없다”라는 것이 “의료기기가 아니다”라는 명제로 연결될 수 없음에도 불구하고 말이다. 그렇다면 여기에서 고민은 언론 매체 등에서 자주 거론되는 것처럼 “건강·의료 관련 소프트웨어/인공지능/모바일 앱은 의료기기인가 아닌가?”라는 논의가 아니라, “현행법상 의료기기로 분류될 수밖에 없는 소프트웨어/인공지능/앱 가운데 굳이 규제가 필요 없다고 판단되는 부류를 규제 영역의 바깥으로 빼내는 절차는 어떻게 이루어져야 하는가? 역으로 의료기기의 정의를 충족하지는 못하지만, 규제의 필요성이 있는 제품을 어떻게 의료기기법으로 의율할 것인가? 이를 위하여 어떤 입법적, 행정적, 사법적 법리와 도구를 이용할 수 있는가?”로 전환되어야 한다. 이하에서는 그 질문에 대한 답을 찾기 위하여 먼저 비교법적인 연구를 통하여 아이디어를 얻고자 한다.

Ⅲ. 외국과의 비교

1. 미국

미국은 의약품이나 의료기기의 개발뿐만 아니라 그 규제에 관한 한 세계를 선도하고 있다고 해도 과언이 아니다. 미국은 이미 1800년대부터 식품과 의약품을 관리하는 행정부서를 두고 있었지만, 특히 의약품에 대한 규제를 사전 검증 방식으로 전환한 결정적인 계기는 1937년에 판매된 Elixir sulfanilamide라는 항생제로 인한 약화사고였다. 이 약은 어린이들이 거부감을 느끼지 않고 복용할 수 있도록 산딸기 향이 나는 diethylene glycol이라는 화학물질을 용매로 사용하는데, 안타깝게도 이 diethylene glycol은 인간 등 포유동물에게 아주 치명적이었음에도

불구하고 당시 제약회사 과학자들은 그 사실을 알지 못하였다. 결국 이 Elixir sulfanilamide을 복용한 다수의 환자가 사망하였고, 그 가운데 많은 어린이가 포함되어 있었다. 이 사건을 계기로 미국 정부는 인체에 위해가 클 수 있는 의약품에 대하여는 그 안전성을 시판 전에 검증하는 사전 규제를 연방 Food, Drug and Cosmetic Act (이하 "FDCA법")에 담게 되었고, Food and Drug Administration (이하 "FDA")가 그 규제를 담당하고 있다.[44] 의약품에 대한 사전 규제는 이처럼 1930년대 후반에 도입되었지만, 의료기기에 대한 유사한 방식의 사전 규제는 1976년 Medical Device Amendments을 통해 FDCA법이 개정되면서야 시작되었다고 한다.[45]

가. 의료기기의 정의

FDCA법은 의료기기를 다음과 같이 정의하고 있다.[46]

> 21 U.S. Code § 321[47]
>
> "의료기기"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 도구, 기구, 수단, 기계, 장치, 주입물, 체외시약 또는 그 밖에 유사하거나 연관된 물품으로서, 주 사용 목적이 사람이나 동물의 신체 내외부에서의 화학작용을 통하여 달성되지 아니하며, 주 사용 목적의 달성을 위하여 대사 작용에 의존하지 아니하는 것을 말한다.
>
> 1. 공식 국가의약품집 또는 미국 약전 또는 그 보충 자료에서 인정하는 것
> 2. 사람이나 동물의 질병이나 그 밖의 건강 상태에 대한 진단이나 질병의 치유·완화·치료·예방 용도를 목적으로 하는 것
> 3. 사람이나 동물의 신체 구조나 기능에 영향을 미치는 것을 목적으로 하는 것
>
> 이 편 제360j조 제(o)항에 따라 제외하는 소프트웨어 기능은 의료기기로 보지 아니한다.

---

44) 미국의 식품과 의약품에 대한 규제의 간단한 역사는 U.S. FOOD & DRUG, Milestones in U.S. Food and Drug Law(2022.3.10. 방문), <https://www.fda.gov/about-fda/fda-history/milestones-us-food-and-drug-law>

45) S. Junod, Commemorating the 40th Anniversary of the 1976 Medical Device Amendments, *Food and Drug Law Journal*, Vol.72, No.1, 2017, pp.26-31.

46) 21 U.S.C. 321(h)(1).

47) 번역은 법제처가 제공하는 세계법제정보센터의 번역을 기초로 하였고, 원문은 다음과 같다.
21 U.S.C. 321
(h)(1) The term device means an instrument, apparatus, implement, machine, contrivance, implant, in vitro reagent, or other similar or related article, including a component part, or accessory which is -
(A) recognized in the official National Formulary, or the United States Pharmacopoeia, or any supplement to them,

보다시피 우리나라 의료기기법의 의료기기 정의 조항과 문면상으로는 실질적으로 큰 차이가 없다. 차이를 찾는다면 (1) 우리나라는 의료기기의 정의에 의약품에 대한 언급이 없고 대신 약사법상 의약품의 정의가 "… 가운데 기구·기계 또는 장치가 아닌 것" 하는 형식을 취하면서 의약품은 의료기기가 아님을 전제하지만, 미국은 역으로 의료기기를 정의할 때 "… 으로서, 주 사용 목적이 사람이나 동물의 신체 내외부에서의 화학작용을 통하여 달성되지 아니하며, 주 사용 목적의 달성을 위하여 대사 작용에 의존하지 아니하는 것"의 형식으로 의료기기는 의약품이 아닌 것을 전제하고, (2) 미국 약전에 의료기기로 등재된 품목들은 일단 의료기기로 간주하며,[48] (3) 미국은 일부 소프트웨어가 의료기기에서 명시적으로 제외되고 있고, (4) 우리나라는 임신을 조절할 목적으로 사용되는 제품들이 명시적으로 의료기기에 포함되어 있지만 미국은 그렇지 않다. 이 가운데 (3) FDCA법 제360j조 제(o)항 소정의 일부 소프트웨어를 의료기기에서 제외하는 마지막 단서는 2016년에 제정된 21st Century Cures Act ("21세기 치료법")에 따라 새로이 삽입된 내용이다.[49]

일단 의료기기로 구분되는 경우에도 우리나라와 마찬가지로 모든 의료기기가 동일한 규제를 받는 것이 아니라 위해도에 따라 Class I, Class II, Class III의 3개 등급으로 나뉘어 차등화된 규제를 받는다.[50] 그리고 미국 FDA 역시 우리나라의 식품의약품안전처와 마찬가지로 다양한 가이던스 문서를 통하여 품목류별로 의료기기와 비의료기기의 구분 기준이라든가 심사 기준을 세밀하게 공포하고 있다.[51]

(B) intended for use in the diagnosis of disease or other conditions, or in the cure, mitigation, treatment, or prevention of disease, in man or other animals, or

(C) intended to affect the structure or any function of the body of man or other animals, and which does not achieve its primary intended purposes through chemical action within or on the body of man or other animals and which is not dependent upon being metabolized for the achievement of its primary intended purposes. The term "device" does not include software functions excluded pursuant to section 360j(o) of this title.

48) 이는 우리나라 약사법 제2조 제4호 가.목에서 대한민국약전(大韓民國藥典)에 실린 물품 중 의약외품이 아닌 것을 의약품으로 정의하는 것과 비슷한 입법 형식이다. 다만 미국에서도 이 (A) 미국 약전에 등재된 것을 이유로 어떤 기기가 의료기기에 해당한다고 판단하는 경우는 극히 드물다고 한다. Dennis Tosh 편, *Guide to Medical Device Regulation*, ¶ 211 FDA Criteria for Device Definition, WestLaw, 1996.

49) 제360j조 제(o)항의 내용은 위 각주 42 참조. 2016년 21세기 치료법의 제정 이전에도 미국 FDA는 혹시 의료기기에 해당하는 소프트웨어라고 하더라도 일정한 경우에는 의료기기로 규제하지 않겠다는 집행재량(enforcement discretion)을 발휘한 바 있으므로 큰 틀에서 달라진 부분은 없고 약간의 차이만 있을 뿐이다. 기존에 FDA가 집행재량을 통하여 의료기기 규제를 면제하던 소프트웨어의 범위와 21세기 치료법이 명문으로 의료기기의 대상에서 제외한 소프트웨어의 범위 사이의 미세한 차이를 자세히 설명한 글로는 B. Evans and P. Ossorio, The Challenge of Regulating Clinical Decision Support Software After 21st Century Cures, *American Journal of Law & Medicine*, Vol.44, No.23, 2018, pp.237-252.

50) 21 U.S.C. 360c.

51) 미국 FDA의 가이던스 문서는 다음 URL에서 검색이 가능하다: U.S. FOOD & DRUG, Search for FDA Guidance Documents(2022.3.10. 방문),
<https://www.fda.gov/regulatory-information/search-fda-guidance- documents>. 보다시피 놀라울 정도로

그런데 의료기기 규제와 관련하여서는 미국 FDA의 집행재량을 반드시 이해할 필요가 있다. 미국 규제기관은 마치 우리나라 검찰이 기소 여부를 결정할 수 있는 재량을 갖는 것과 비슷하게 규제 대상에 해당하더라도 관련 법률에 따른 규제를 집행하지 않겠다고 사전적으로 공포하는 재량이 인정된다.[52] FDA는 의료용 모바일 앱과 관련하여 (a) 구체적인 치료방법을 제시하지 않는다는 전제하에 환자가 자신의 질병이나 질환을 관리하는 것을 돕는 앱, (b) 환자가 자신의 건강 정보를 정리하고 추적하는 것을 돕는 앱, (c) 환자의 건강 상태나 치료방법에 관한 정보에 쉽게 접근할 수 있도록 돕는 앱, (d) 환자가 의료인에게 질환의 가능성이 있는 상황을 기술하거나, 보여주거나, 의사소통할 수 있도록 도와주는 앱, (e) 의료인이 행하는 간단한 작업을 자동화하는 앱, (f) 환자 또는 의료인이 의료기록을 열람할 수 있도록 하는 앱의 경우에는 이런 앱이 의료기기에 해당하지 않는 경우에는 당연하거니와 의료기기에 해당하는 경우에도 의료기기법상 규정된 승인 절차를 요구하지 않겠다는 집행재량을 발휘한 바 있다.[53]

나. 판례

미국 FDCA법상 의료기기에 해당하는지 여부가 다투어진 대표적인 사건들을 본다. “Relaxacizor” 사건에서는 전기 자극을 통하여 허리 굵기를 가늘게 해주고 안전하며 편안하게 운동할 수 있도록 도와주는 기계가 문제가 되었는데, 미국 하급심 법원은 동 기계가 인체의 구조와 기능에 영향을 미칠 목적이므로 의료기기에 해당한다는 FDA의 손을 들어주었다.[54] “Toftness Radiation Detector” 사건에서 제7연방순회 항소법원은 인체에서 방사되는 전자기파를 측정하여 카이로프랙틱 치료가 필요한 질환을 찾도록 도와주는 기계의 경우 아직 실제 환자에게 사용하는 것이 아니라 연구 목적으로 개발된 것이라고 하더라도 의료기기라고 판단하였다.[55] 수술용 기구를 소독하는 “MD-20 sterilizer” 사건의 경우, 비록 수술용 기구 소독 제이기는 하지만 환자의 신체에 직접 접촉을 일으키면서 이용되는 기구가 아니라고 하더라도

많은 가이던스 문서가 공포되었다.

52) 미국 FDA의 집행재량에 관하여는 박정연·이원복, “미국 행정청의 집행재량(enforcement discretion)에 관한 법리와 시사점 - 부집행(non-enforcement) 행정작용을 중심으로 -”, 「공법연구」, 제45권, 제3호(2017), 221-248면. 물론 굳이 따진다면 우리나라 검찰의 기소재량은 구체적인 사건에 대하여 사건 발생 이후 기소 여부를 결정하는 것인 반면, 미국 규제기관의 집행재량은 일반적인 사안에 대하여 사전에 집행 여부를 공포한다는 차이가 있다. 독자의 이해의 편의를 위하여 검찰의 기소재량과 비교한 것이다.

53) FDA, Mobile Medical Applications: Guidance for Industry and Food and Drug Administration Staff, (2013), 16-18면.

54) United States v. Relaxacizor, Inc., 340 F. Supp. 943 (C.D. Cal. 1970). 미국 FDA의 웹사이트에 나온 기관 역사를 보면 미국 FDA는 이 기기를 과장된 운동기구로 보아 여러 차례 조치를 취하였다고 나온다. U.S. FOOD & DRUG, The FDA Artifact Collection(2022.3.10. 방문), <https://www.fda.gov/about-fda/fda-history-vault/fda-artifact-collection>

55) United States v. An Article of Device, 731 F. 2d 1253 (7th Cir. 1983).

의료인이 질병을 치료, 예방, 경감하기 위하여 사용하는 기기이므로 의료기기라고 해석하는 데 무리가 없다고 판단하였다.[56] 여성의 "유방암 자가검진용 Sensor Pad" 사건의 경우에는 유방암을 "진단"하는데 이용되는 기구가 아니라 유방암의 가능성을 "스크린"하는데 이용되는 기구이므로 의료기기가 아니라는 항변이 제기되었으나 법원은 이를 배척한 바 있다.[57] 한편, "조직 판막" 사건에서는 인조로 제조한 것이 아니라 사체에서 추출한 판막도 의료기기에 해당하는지 여부가 다투어졌는데, 위에서 보다시피 미국 FDCA법의 의료기기 정의에는 주입물(implant)이 포함되어 있거니와 법문이 그러한 이식물이 인조인지 아니면 다른 인체에서 채취한 것인지를 묻지 아니하므로 사체에서 추출한 판막도 의료기기에 해당한다고 판단하였다.[58] 치과용 기기 세척제인 "SteriSafe" 사건의 경우 제품의 라벨 등 제품과 관련하여 외부로 드러나는 어떤 안내물에서도 이 제품이 의료 용도로 사용될 것이 목적되고 있지 아니하다는 항변이 제기되었지만, 법원은 의료기기 정의의 요소인 "목적된 용도"는 반드시 라벨에 기재된 문구에 국한하여 파악해야 하는 것이 아니라고 판단하였다.[59]

의료기기 해당 여부와 관련된 미국 판례들에서 필자는 두 가지에 주목할 필요가 있다고 생각한다. 첫째, 법률 해석에 관한 종국적인 권한을 가진 법원이지만 행정기관인 FDA의 FDCA 법 해석을 존중한다. 1984년 미국 연방대법원의 Chevron 판결[60] 이후에는 Chevron 존중주의가 판례법으로 자리 잡게 되므로[61] 법원이 규제기관인 FDA의 해석을 존중해야 하는 것은 당연하기도 하고 실제로 Chevron 법리가 판결문에 명시적으로 등장하기도 한다.[62] 그런데 1984년 이전의 판결들도 내용을 보면 법원은 FDA의 해석을 가급적 배척하지 않으려는 태도를 갖고 있고,[63] 심지어는 FDA의 법률 해석이 무리라고 느껴지는 사건에서조차 여전히 FDA의

---

56) US v. 22 Rectangular or Cylindrical Devices, 714 F. Supp. 1159 (D. Utah 1989).
57) US v. 25 Cases, More or Less, 942 F. 2d 1179 (7th Cir. 1991).
58) Ala. Tissue Ctr. of Univ. of Ala. Health Service Foundation v. Sullivan, 975 F. 2d 373 (7th Cir. 1992).
59) US v. Bowen, 172 F. 3d 682 (9th Cir. 1999).
60) Chevron USA Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 US 837 (1984).
61) 법원은 행정기관의 법률해석을 존중해야 한다는 Chevron 존중주의는 미국 행정법에서 매우 중요한 법리로서, 지면 관계상 이 글에서 자세히 소개하기는 어렵다. Chevron 존중주의에 관한 대표적인 글로서는 허성욱, "행정재량에 대한 사법심사기준에 관한 소고 - 미국 행정법상 쉐브론 원칙(Chevron Doctrine)과 해석규범(Canon)의 기능과 상호관계를 중심으로 -", 「공법연구」, 제41권(2013), 527-551면. 의회가 제정한 법률이 아니라 행정기관이 스스로 제정한 행정입법에 대한 행정기관의 법률해석을 존중해야 한다는 법리는 Auer v. Robbins, 519 US 452 (1996) 연방대법원 판결에 따라 Auer 존중주의로 부른다. 조선영, "미국행정법과 사법심사에서의 행정청 존중 - 미국연방대법원의 Kisor v. Wilkie 판결을 중심으로 -", 「미국헌법연구」, 제31권(2020), 249-284면. 한편, Chevron 존중주의와 Auer 존중주의는 행정기관에 대한 통제를 지나치게 약화시키므로 다시 검토되어야 한다는 미국 학계와 법조계의 지적도 늘고 있다고 한다. 이혜진, "셰브론원칙의 수정으로서의 중요문제원칙(Major Questions Doctrine) - 행정기관의 법해석에 대한 미연방대법원의 존중 변화 -", 「공법학연구」, 제21권(2020), 255-282면.
62) 예컨대 앞에서 살펴본 MD-20 sterilizer 사건, 유방암 자가검진용 Sensor Pad 사건, 조직 판막 사건에서 모두 법원은 Chevron 독트린을 원용하며 FDA의 해석을 그대로 인용하였다.
63) 미국 법원이 행정기관의 법률해석을 존중하는 태도는 1984년의 Chevron 판결로 비로소 막이 열린 것이 아니라

FDCA법 해석을 지지하는 모습이 보인다.[64]

둘째, 우리 의료기기법상 의료기기의 정의에 "… 목적으로 사용되는" 요건이 등장하는 것과 마찬가지로 미국 FDCA법상 의료기기 정의에서는 (위 정의 규정에서 필자가 밑줄 친 부분인) "…를 목적으로 하는" 요건이 등장하는데, 근래의 사건들에서는 이 요건이 법적 논란의 중심이 되고 첨예하게 다투어진 경우가 많다. 이 "목적된 용도 (intended use)"는 이 글의 앞에서도 논한 바와 같이[65] 외부로 드러난 당사자의 표시된 의도를 중심으로 판단할 것인가 아니면 당사자가 외부로 표시한 언행뿐만 아니라 다양한 객관적인 정황도 참고할 것인가의 문제가 있다. FDCA법의 하위 법령인 Federal Regulation은 여기에 대하여 아래와 같이 "객관적으로 파악되는 의도 (objective intent)"를 기준으로 판단해야 한다는 명시적인 규정을 담고 있다.[66] 즉, 입법적으로 객관설을 채택한 것이다. 따라서 미국 법원도 일관하여 다양한 객관적인 정황으로부터 목적된 용도를 판단한다.[67]

이미 미국 법원이 취해오던 태도를 Chevron 판결이 확인한 것이라는 견해도 있다고 한다. 허성욱, "행정재량에 대한 사법심사기준에 관한 소고 - 미국 행정법상 쉐브론 원칙(Chevron Doctrine)과 해석규범(Canon)의 기능과 상호관계를 중심으로 -,「공법연구」, 제41권(2013), 537-538면.

법원이 늘 행정기관의 법률해석을 존중해야 하는 것은 아니고, 입법자인 의회가 어떤 쟁점에 대하여 명시적인 입장을 취한 경우에는 그 입장에 부합하게 해석할 것을 주문한다. 예를 들어 미국 FDA가 FDCA법상 담배가 의약품에 해당한다며 담배를 규제하려고 했던 사건에서 미국 연방대법원은 미국 의회가 FDCA법 및 기타 다른 법률들을 제정하는 과정에서 취한 입장을 보면 FDA가 담배에 대한 규제 권한을 갖지 않도록 하는 입장을 취한 것이라고 해석하며 FDA의 법률 해석을 배척하였다. FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp., 529 US 120 (2000).

64) 가장 대표적인 판결은 United States v. Article of Drug . . . Bacto-Unidisk, 394 US 784 (1969)이다. 세균의 항생제 감수성 측정기를 의료기기가 아니라 의약품이라고 본 FDA의 판단을 연방대법원이 지지한 사건이다. FDCA법상 의료기기 규제 부분이 1976년 보완되기 이전에는 이와 같은 기기를 의료기기로 구분하면 사전 규제를 할 수 없었기 때문에 사전 규제를 하기 위하여 FDA는 이를 의약품으로 의율하였고, 연방대법원조차 놀랍게도 무리가 따르는 FDA의 해석을 지지하였다.

65) 위 II. 3.다(2) 진단・치료・경감・처치・예방 목적 판단 근거: 주관설 vs. 객관설 참조.

66) 이 조항은 2017년 초반부터 개정 작업에 들어가 2021년 8월 최종적으로 개정이 확정되었지만, 이 글에서 인용하는 판례들은 과거의 21 C.F.R. 801.4에 기초하고 있으므로 여기서도 2017년 이전의 과거 규정을 옮겼다.

67) 예를 들어 앞의 Toftness Radiation Detector 사건, MD-200 sterilizer 사건 등.

21 C.F.R. §801.4[68]

이 법 §§ 801.5, 801.119, 및 801.122에서 사용되고 있는 “목적된 용도(intended uses)”라는 어구 또는 유사한 의미의 어구는 기기의 라벨링에 대한 법적 책임이 있는 자의 객관적 의도를 의미한다. 의도는 그와 같은 자의 표현에 의해 판단되거나 해당 물품의 유통을 둘러싼 상황에 의해 입증될 수 있다. 이 객관적 의도는, 예를 들어, 제조업자나 그 대리인에 의한 제품 설명 표시상의 주장, 광고 자료나 구두 또는 서면 주장으로 입증될 수 있다. 나아가, 해당 물품이, 그와 같은 자나 그 대리인이 인지하고 있다는 전제하에, 설명 표시에 나타나거나 광고되지도 않은 목적을 위하여 판매되고 사용된다는 정황에 의해서 입증될 수도 있다.

그렇다고 하더라도 앞에서 본 우리 법원의 판례와 같이 기기의 “객관적인 성능과 원리”로부터 의료기기 해당 여부를 판단하는 것은 아니다. 해당 기기가 의료기기 정의에 기술된 용도로 유통되거나 사용되었다는 전제하에, 업자도 그러한 사정을 과연 인지하고 있었느냐를 기준으로 하는 것이다. 미국은 입법적으로 우리나라 법원과 같이 판단 기준을 “객관적인 성능과 원리”로까지 확대하는 것을 막고 있다고 할 수 있다. 그런데 “목적된 용도”에 관한 미국 법령은 근래에 다시 개정되어서 여러 가지 정황으로부터 업자의 목적된 용도를 인정하는 것은 더욱 어려워졌다.[69]

2. 유럽 연합

가. 의료기기의 정의

유럽 연합의 의료기기를 규율하는 법령은 원래 Medical Devices Directive(이하 “MDD”)로 불리우는 Directive 93/42/EEC에 근거를 두고 있었는데, 근래에 Medical Devices Regulation (이하 “MDR”)이라는 명칭의 Regulation (EU) 2017/745이 제정되어 2021년 5월

68) 21 C.F.R. 801.4:
The words "intended uses" or words of similar import in ㎕ 801.5, 801.119, and 801.122 refer to the objective intent of the persons legally responsible for the labeling of devices. The intent is determined by such persons' expressions or may be shown by the circumstances surrounding the distribution of the article. This objective intent may, for example, be shown by labeling claims, advertising matter, or oral or written statements by such persons or their representatives. It may be shown by the circumstances that the article is, with the knowledge of such persons or their representatives, offered and used for a purpose for which it is neither labeled nor advertised.

69) 목적된 용도에 관한 21 C.F.R. 801.4이 개정된 배경에는 FDA가 객관적인 정황으로부터 목적된 용도를 파악하는 규정과 의약품/의료기기 업자들의 상업적 표현의 자유가 충돌한다는 논란이 있었다. 이것은 별도의 논문을 구성해야 할 정도로 긴 논쟁의 역사와 복잡한 법리를 수반하므로, 이 글에서는 따로 다루지 않는다.

26일부터 시행되면서 변화를 맞고 있다. 전자와 후자의 차이는 전자는 그 자체로 유럽 연합 각국에 직접적으로 구속력을 갖는 것이 아니라 그 내용에 따라 각국이 독자적인 이행 입법을 해야 하지만, 후자는 그 자체로 유럽 연합 각국에 법률로서 직접적인 구속력을 가지면서 통일적으로 적용되는 것이다.[70] MDR은 기존의 MDD과 비교하여 의료기기의 범위를 넓힌 것으로 평가받는다. 아래에서 자세히 보겠지만, 기존에는 의료기기인지 여부가 불분명하거나 의료기기가 아닌 것으로 취급된 소독제라든가 각종 미용 성형 수술 기기 등을 이제는 의료기기로 간주하고 있기 때문이다. MDR에 따른 의료기기의 정의는 다음과 같다.

제2조 정의[71]

(1) (가) 사람에게 단독/조합하여 사용하도록 제조된 기구, 기계, 장치, 소프트웨어, 이식물(implant), 재료 또는 이와 유사한 것으로 다음 하나 이상에 해당하는 제품

- 질병의 진단, 예방, 모니터링, 예측, 예후, 처치 또는 경감
- 상해 또는 장애의 진단, 모니터링, 처치, 경감 또는 보정
- 해부학적, 생리적 또는 병리학적 상태의 조사, 대체 또는 변형
- 인체에서 유래된 검체의 체외 검사를 통한 정보제공

다만 사람의 피부 또는 체내에서 약학적, 면역학적 또는 대사적 작용이 보조적인 기능을 제공하는 것이 아니라 목적된 주된 작용을 하는 것은 제외한다.

(나) 다음 제품은 의료기기로 간주한다

- 임신조절 기구
- 기기의 세척, 소독 또는 멸균을 위한 제품

---

70) MDR이 제정되게 된 계기와 MDD와 MDR의 차이에 관한 자세한 설명으로는 왕승혜, 「EU의 의료기기 법제에 관한 분석」, 2017.

71) Article 2 Definitions

(1) 'medical device' means any instrument, apparatus, appliance, software, implant, reagent, material or other article intended by the manufacturer to be used, alone or in combination, for human beings for one or more of the following specific medical purposes:

- diagnosis, prevention, monitoring, prediction, prognosis, treatment or alleviation of disease,
- diagnosis, monitoring, treatment, alleviation of, or compensation for, an injury or disability,
- investigation, replacement or modification of the anatomy or of a physiological or pathological process or state,
- providing information by means of in vitro examination of specimens derived from the human body, including organ, blood and tissue donations,

위 정의 규정에서 필자가 (가)로 표시한 상단을 보면 우리나라나 미국의 의료기기 정의 규정과 대동소이한 모습을 보인다. 여기서도 미국의 입법례와 마찬가지로 의료적 용도에 이용될 것을 목적으로 하여 만들어진 기기라는 것이 전제되고 있고, 주된 목적을 약학적, 면역학적 또는 대사적 방법을 통해 달성하는 제품, 즉 의약품은 제외된다는 형식을 취하고 있다. 흥미로운 것은 우리나라나 미국의 입법과는 달리 장기, 혈액, 조직 기증 등을 통하여 인체로부터 추출한 검체의 체외 검사를 통하여 정보를 제공하는 것도 의료적 목적이라고 명시하고 있다는 점이다. 이는 아래에서 보다시피 MDR이 장기, 혈액, 조직 기증 등을 통하여 인체로부터 추출한 검체 자체는 의료기기에서 명시적으로 제외하고 있기 때문에, 논란을 막기 위하여 검체를 검사하는 것은 의료적 목적이라고 명시한 것으로 이해된다. 위에서 필자가 (나)로 표시한 하단에는 몇 가지 구체적인 제품들을 의료기기로 간주한다고 규정되어 있다. 임신을 조절하거나 돕는 기구를 의료기기로 간주하는 것은 우리나라와 유사하지만, 의료기기 소독제를 명시적으로 의료기기로 간주하는 것은 다소 이채로운데, 유럽에서 의료기기를 세척하는 소독제가 과연 의료기기인지 여부가 문제 되었기 때문에 명문의 규정으로 삽입한 것으로 이해된다.

그런데 MDR의 의료기기 정의와 관련하여서는 위 정의 규정뿐만 아니라 아래의 제1조 “주제와 규제 범위” 조항도 유심히 살펴볼 필요가 있다. 제1조 제2항을 보면 “목적된 의료적 용도가 없는 제품들 가운데 현재 기술, 유사한 제품으로써 의료기기로 이용되는 제품들에 대한 기준을 고려하여 부속서 XVI에 기재한 제품들에 대해서는 이 법이 적용된다”고 하고 있다. 즉, 의료적 용도를 목적으로 하여 제작된 물건이 아니므로 제2조 의료기기 정의에 따르면 의료기기가 될 수 없지만, 정책적인 필요에 의하여 의료기기로 규제하는 제품들이라 볼 수 있다. 부속서 XVI를 보면 콘택트렌즈 / 수술 등 침습적인 방법을 통하여 인체에 전부 또는 일부 삽입될 것이 목적된 제품 / 피부 또는 점막 하에 삽입될 보충제 / 지방흡입술 등을 통하여 지방을 제거하는 데 사용되는 기구 / 피부 재생· 문신 제거 등을 위하여 사용되는 고용량 전자기방출 기기 / 뇌의 신경 활동을 변경하기 위하여 두뇌를 자극하는 기구가 여기에 포함된다. 그리고 제5항에서는 이용자들의 건강과 안전 그리고 공중보건 등을 고려하여 MDR의 일부인 부속서 XVI를 개정할 수 있는 권한을 행정부인 EU 집행위원회(European Commission)에 부여하고 있다. 제6항에서는 역으로 정의 규정에 따른다면 의료기기에 해당하겠지만 이 법을 적용받지 않는 제품들을 나열하고 있다. 동물이나 인체에서 유래한 장기, 조직, 세포 이식물 등이 포함되어 있다.

---

and which does not achieve its principal intended action by pharmacological, immunological or metabolic means, in or on the human body, but which may be assisted in its function by such means.

The following products shall also be deemed to be medical devices:

- devices for the control or support of conception;
- products specifically intended for the cleaning, disinfection or sterilisation of devices as referred to in Article 1(4) and of those referred to in the first paragraph of this point.

제1조 주제 및 규제 범위[72]

2. 본 규정은 현재의 기술 및 특히 의료적 용도를 가진 유사한 의료기기에 적용되는 통일된 기준을 고려하여, 목적된 의료적 용도가 없는 부속서 XVI에 나열된 제품군에 대하여도 적용이 된다. …

5. 제품의 특성이라든가 위험을 기준으로 볼 때 목적된 의료적 용도를 갖고 시판된 의료기기와 목적된 의료적 용도가 없는 제품 사이의 유사성으로 충분히 정당화될 수 있는 경우, 집행위원회는 사용자 등의 건강과 안전 그리고 공중보건을 위하여 제115조에 따라 새로운 제품군을 추가하는 방식으로 부속서 XVI를 개정할 권한을 갖는다.

6. 본 규정은 아래의 경우 적용되지 아니한다:

(f) 동물에서 유래된 이식물, 조직 및 세포 또는 그 파생물 또는 그를 포함하거나 그로 구성된 제품…

(g) Directive 2004/23/EC가 규율하는 인간에서 유래된 이식물, 조직 및 세포 또는 그 파생물 또는 그를 포함하거나 그로 구성된 제품

EU 역시 우리나라나 미국과 마찬가지로 의료기기에 대한 등급제를 실시하면서 등급에 따라 차등화된 규제를 하고 있다.[73]

MDR 가운데 눈여겨볼 또 다른 규정은 소위 경계 제품(borderline product)에 대한 판단 절차이다. 의료 환경에서 사용되는 제품 가운데는 의료기기에 해당하는지 여부가 불분명한 경우라든가 의료기기임은 분명하지만 어떤 등급인지 불분명한 경우가 종종 발생한다. MDR은 이를 해소하는 근거를 두고 있고,[74] 소위 "헬싱키 절차"라는 이름으로 구체적 절차를 규정하

72) Article 1 Subject matter and scope

2. This Regulation shall also apply, as from the date of application of common specifications adopted pursuant to Article 9, to the groups of products without an intended medical purpose that are listed in Annex XVI, taking into account the state of the art, and in particular existing harmonised standards for analogous devices with a medical purpose, based on similar technology.

5. Where justified on account of the similarity between a device with an intended medical purpose placed on the market and a product without an intended medical purpose in respect of their characteristics and risks, the Commission is empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 115 to amend the list in Annex XVI, by adding new groups of products, in order to protect the health and safety of users or other persons or other aspects of public health.

6. This Regulation does not apply to:

(f) transplants, tissues or cells of animal origin, or their derivatives, or products containing or consisting of them;

(g) transplants, tissues or cells of human origin, or their derivatives, covered by Directive 2004/23/EC, or products containing or consisting of them;

73) MDR 제51조.

74) MDR 전문 제(8)항.

고 있다.[75]

끝으로 MDR은 Medical Device Coordination Group (“MDCG”)이라는 조직의 설치를 예정한다.[76] 각 가맹국이 추천한 위원들로 구성된 이 MDCG는 MDR의 통일적인 집행을 위하여 유럽 집행위원회에 자문을 제공하는 등 MDR에서 정해진 다양한 기능을 수행한다. 그 기능 가운데는 MDR의 효과적이고 통일적인 이행을 위하여 가이던스 문서를 작성할 권한도 포함되어 있다.[77]

나. 판례

필자가 검색한 바로는 의료기기 해당 여부가 문제가 된 EU 사법재판소의 판결은 2건이 검색되었다. MDR이 제정되기 전까지는 MDD에 따라 각국이 독자적인 이행법률을 시행하고 있었으므로, 의료기기 해당 여부도 아래의 사건처럼 MDD 자체의 해석이 문제 되는 경우가 아니라면 대부분은 각 가맹국의 법원에서 다투어졌을 것인데, 언어 능력의 한계로 인하여 개별 국가의 판례는 검색하지 못하였다.

우선 “Brain Products” 사건은 두뇌 활동을 측정하는 “ActiveTwo”라는 제품이 얽힌 사건이다.[78] 이 사건에서 “ActiveTwo”를 제작하는 Biosemi사는 이 제품을 판매하면서 의료적 목적을 전혀 표방하지 않았는데도 불구하고, 다른 경쟁사에 의하여 규제 당국의 심사를 받지 않은 것이 독일 의료기기법 위반이라는 이유로 독일 법원에 제소되었다.[79] MDD가 정한 의료기기의 정의에 따르면[80] 의료기기에 해당할 수 있는 처음 두 용도가 질병, 상해, 장애 등 질병을 전제로 하는 의료적 목적인 것과는 달리 세 번째 용도, 즉 “해부학적, 생리적 또는 병리학적 상태의 조사, 대체 또는 변형 (investigation, replacement or modification of the anatomy or of a physiological or pathological process or state)”은 질병을 전제로 하고 있지 않으니 의료적 목적에 국한되지 않고, ActiveTwo 제품도 그에 해당한다는 것이 근거였다. 독일 법원으로부터 유럽 연합 법령인 MDD의 해석을 의뢰받은 EU 사법재판소는 “법을 해석함에 있어서는 문면 뿐만 아니라 규정의 맥락, 법이 추구하는 목적을 고려해야”하고, MDD가 제정되면서 전문 제6조에서 소프트웨어의 경우 의료기관에서 사용된다고 하더라도 의료기기를 구성하

---

75) MDCG Borderline & Classification Working Group, Exchange of information between medical device competent authorities on borderline and classification cases (2021).
76) MDR 전문 제(82)항.
77) MDR 제105조.
78) C-219/11 Brain Products GmbH V Biosemi VOF and Others.
79) 이는 우리 의료기기법 제2조 제1항 제3호의 “구조 또는 기능을 검사·대체 또는 변형할 목적으로 사용되는 제품”이 제1호 및 제2호와 달리 질병, 상해 또는 장애를 전제로 하고 있지 않다는 점과 거의 동일하다.
80) MDD의 의료기기 규정을 여기 따로 옮기지는 않는데, 그 실질적인 내용은 앞에서 본 MDR의 의료기기 규정과 동일하다.

지 않고 오직 하나 이상의 의료적 용도로 사용될 것이 목적되어야만 의료기기를 구성한다는 조항이 삽입된 취지를 고려하면, 위 세 번째 용도 역시 의료적 목적(medical purpose)이 전제된다고 보았다.

다음으로 "SNITEM" 사건은 소프트웨어 사건이다.[81] 프랑스의 한 기업이 제작한 이 처방 지원 소프트웨어는 "처방에 안전을 기하고 처방자의 업무를 원활하게 하며 처방 관련 규제를 준수하고 치료비용을 절약할 수 있도록 의료인의 의약품 처방을 돕는 데 목적을 둔 소프트웨어"였다. 이 사건에서의 쟁점은 소프트웨어 자체가 인체에 직접 작용하지 않는다고 하더라도 의약품의 금기증, 상호작용, 과다복용 등을 감지하기 위한 방편으로 특정 환자의 데이터를 사용하여 의료인의 처방을 돕는 경우 의료기기에 해당하는지 여부였다. 여기에 대하여 EU 사법재판소는, 의료인이 처방 결정을 이미 내린 상태에서 그 약의 제네릭 품목명을 의료인에게 알려준다거나 제약회사가 표시한 그 약의 금기증을 의료인에게 알려주는 소프트웨어라면 모르되, 이 사건의 소프트웨어 같은 경우는 비록 자동이기는 하지만 MDD에서 의료기기의 요소로 정한 질병의 예방, 모니터링, 처치, 경감 기능을 수행할 목적으로 이용되므로 의료기기에 해당한다고 보았다. 나아가 MDD 규정상 의료기기는 인체에 직접 작용할 것이 요구되지 아니하거니와, 만약 인체에 직접 작용하는 소프트웨어만이 의료기기에 해당한다고 해석한다면 2007년에 MDD를 개정하면서[82] 소프트웨어를 의료기기의 한 종류로 포함한 입법 취지가 몰각된다고 판단하였다.

3. 소결

미국과 유럽 연합의 의료기기 정의 규정만 놓고 보면 우리나라의 그것과 실질적으로 큰 차이가 없다는 것을 알 수 있다. 다만 유럽은 긴 분량의 간주 의료기기 규정이 있고, 미국은 명시적으로 일부 소프트웨어를 의료기기에서 제외하는 입법 조치를 했다는 점은 우리나라와의 뚜렷한 차이이다.

다음으로 규제기관을 비교하면 외형상으로는 우리나라, 미국, 유럽연합 모두 가이드라인/가이던스라는 제목의 참고 자료를 통하여 세세한 규제 방침을 세우고 수규범자의 예측 가능성을 높여주고 있다는 점이 매우 유사하다. 하지만 미국 FDA의 가이드라인에 담기는 의료기기 정의의 해석이 갖는 법적인 효력은 Chevron 존중주의 법리에 따라 법원에 의하여 어지간하면 배척되지 않는다. 또한 FDA는 일정한 경우 사전에 규제를 면제하겠다고 공포하는 집행재량도 발휘할 수 있다. 유럽도 앞에서 본 바와 같이 MDR 제105조에서 가이던스의 법적 근거가 마련

81) C-329/16 Syndicat national de l'industrie de technologies mdicales (SNITEM) and Philips France v Premier Minister and Ministre de Affairs sociales et de la Sant.

82) MDD는 Directive 2007/47을 통하여 개정되었다.

되어 있으므로, 우리나라처럼 법의 근거가 없이 사실상의 규범으로 작동하는 것은 아니다.

우리나라, 미국, 유럽연합이 가장 큰 차이를 보이는 부분은 역시 법원과 규제기관에 의한 의료기기 정의의 해석이라고 할 수 있다. 미국과 유럽연합은 의료기기 해당 여부를 판단할 때 제조업자/판매업자/수입업자의 목적된 용도(intended use)만을 기준으로 따지는 것이 우리나라 판례와의 큰 차이점이다. 이 목적된 용도만이 의료기기 해당 여부를 판가름하는 기준이므로, 많은 사건에서 의료 용도로 사용되게 하려는 목적이 있었는지, 만약 명시적으로 그런 목적이 드러나지 않는다면 어떤 간접 증거를 통하여 인정할 수 있는지가 치열하게 다투어진다.

Ⅳ. 의료기기 정의의 해석론 및 입법적 개선

이상에서 본 바와 같은 우리 의료기기법상 의료기기 정의의 문제점 그리고 비교법적 연구를 통해 얻은 시사점에 기초하여 아래와 같이 의료기기 정의의 개선 방향을 제시하고자 한다.

우선 필자는 의료기기의 정의를 근본적으로 개정함으로써 얻을 수 있는 효과는 극히 작다고 생각한다.[83] 왜냐하면 문제의 핵심은 앞에서도 지적했듯이 의료기기의 정의가 규제의 필요성을 개념 요소로 삼는 것이 아니라 기기가 사용되는 목적을 개념 요소로 삼고 있기 때문에, 이 두 가지 사이에서는 불일치가 발생할 수밖에 없다는 데 있다. 그렇다고 그러한 불일치를 해소하기 위하여 의료기기의 정의 자체에 규제 필요성을 추가하는 것은 - 예컨대 기존의 정의에서 요구되는 요건과 더불어 "그 안전성과 효능의 확보가 필요한 기기" 요건을 추가하는 방식으로 - 불확실한 추상적 개념을 늘리는 것이므로 좋은 입법이라고 하기 어렵다. 대안으로, 포괄주의 대신 과거처럼 열거주의로 돌아가는 것도 생각해 볼 수 있으나, 그렇게 되면 오히려 신기술이 접목되어서 안전과 효능 보장이 더 필요한 기기들을 신속하게 의료기기로 포함하지 못하여 규제의 공백이 생길 우려가 있으므로 그것 역시 좋은 대책은 아니다. 결국 의료기기 정의 규정은 아무리 손을 대더라도 완벽하기는 불가능하므로, 현재의 정의를 유지하되, (가) 규제가 불필요한 부분은 의료기기 규제 영역에서 쉽게 제외하고, (나) 소비자 보호 차원에서 규제의 필요성이 있으면서도 의료기기의 정의에 포섭되지 않아 규제 공백에 놓이는 경우는 의료기기에 준하여 규제할 수 있도록 빨리 포함하는 보완이 바람직할 것이다.

1. 의료기기 정의 규정의 바람직한 해석

83) 그에 반하여 특히 식품의약품안전처가 발주한 연구용역의 결과물들은 대체로 의료기기 정의 조항을 근본적으로 수정할 것을 제안한다. 서울대학교병원, 「사용목적(의료용 및 비의료용)에 따른 의료기기 구분관리 도입방안 연구」, 2015; 서울아산병원, 위의 글 (주 43) 등.

가. 의료적 목적: 의도와 성능

출발은 의료기기 정의 규정의 올바른 해석을 정착시키는 것이다. 우선 법원과 규제기관 모두 의료기기법의 입법 취지에 비추어 의료기기에는 의료적 목적이 필수라고 해석해야 한다. 의료기기법 제2조 제1항 각 호 가운데 제1호, 제2호, 제4호는 조문 자체로부터 의료적 목적이 요구되고 있지만, "구조 또는 기능을 검사·대체 또는 변형할 목적으로 사용되는 제품"이라는 제3호는 조문 자체에서 의료적 목적이 요구되는지 분명하지 않다. 하지만 제3호의 경우도 입법 취지상 의료적 목적이 전제되는 것으로 해석해야 한다. 앞에서 본 바와 같이, 우리 의료기기법 제2조 제1항 제3호와 거의 동일한 규정이 있는 유럽 연합 의료기기 정의 조항에 대하여 EU 사법재판소가 의료적 목적이 요구된다고 판시한 것과 같은 취지이다. 장기적으로는 제2조 제1항 제3호의 경우에도 명시적으로 의료적 목적을 요구하는 법 개정이 바람직하다.

컬러 콘택트렌즈가 이 논의의 좋은 예가 된다. 시력 교정 기능을 수반하지 않고 오직 미용 목적으로 홍채의 색깔을 다르게 보이게 만들어 주는 컬러 콘택트렌즈는 의료기기에 해당하는가? 시력 교정 기능이 수반되지 않는 콘택트렌즈도 의료기기법 제2조 제1항 제3호 소정의 의료기기에 해당한다는 입론이 불가능한 것은 아니다. 실제로 "의료기기 품목 및 품목별 등급에 관한 규정"의 별표에 A77030.01 품목으로 매일 착용 소프트 콘택트렌즈가 포함되어 있고 시력 기능 교정이 있는지는 따지지 아니하므로, 우리 실무에서는 컬러 콘택트렌즈 역시 이에 포함된다고 보고 있다. 하지만 제3호 소정의 의료기기 역시 의료적 목적을 전제로 하고 있다고 해석해야 하므로 시력 교정 기능이 없는 컬러 콘택트렌즈는 의료기기가 아니라고 보는 것이 올바른 판단이다.

나아가 여기에서 의료적 목적은 의도 기준설에 입각하여 판단해야 한다. 의료기기에 해당하지만, 의료기기법에 따른 허가, 승인, 신고 등의 절차를 거치지 않을 경우 처벌 조항이 있기 때문이다. 우리 의료기기법상의 의료기기의 정의와 거의 동일한 내용으로 정의하는 미국과 유럽에서 오로지 행위 당사자의 의도를 기준으로 판단하는 것도 같은 이유에서이다. 가사 성능이 같은 제품이라고 하더라도 의료적 용도를 목적한 경우에는 의료기기이지만, 아무런 의료적 용도를 목적하지 않으면 의료기기에 해당하지 않는 것은 당연한 귀결이다. 규제의 목적이 사용자들의 안전을 보장하고 기대되는 효능을 담보하는 데 있으므로, 성능이 기존 의료기기와 실질적으로 유사하다고 하더라도 제조업자나 판매업자가 의료적 목적을 의도하지 않았다면 그 안전과 효능은 규제를 통하여 검증할 필요가 없다. 우리가 앞에서 보았듯이 의료기기 가운데는 동일한 성능을 갖고 비의료용으로도 판매될 수 있는 제품들도 많은데, 혁신적 기술에 기반한 제품이든 아니면 소위 로우테크(low-tech)에 기반한 제품이든 불문하고, 성능이 아닌 당사자의 의도로서 의료적 목적을 판단해야 한다.[84] 즉, 의료기기를 제조하거나 판매하는 자의 의

84) 예컨대 필름 뷰박스는 사진 작가용이면 의료기기가 아니지만, 환자의 X-ray 영상을 보기 위한 용도라면 의료기기

도로부터만 의료적 목적이 있었는지 판단해야 하고, 해당 제품의 성능은 그 의도를 추론하는 간접 또는 정황 근거로만 취급해야 한다. 단지 성능이 기존에 존재하는 의료기기와 차이가 없다고 하여 의료기기라고 인정하는 것은 곤란하다. 앞에서 본 "자쿠지" 사건의 경우, 이를 취급하는 자가 통증 완화 등 의료적 효과가 있음을 표방하지 않은 이상, 실제로 자쿠지를 이용하여 의료기기인 수요법 장치와 동등한 효과를 낼 수 있다고 하더라도 의료기기에 해당하는 것은 아니라는 점이 분명해져야 한다.

나. 규제 완화의 방식

위와 같이 의료기기의 범위를 의료기기법의 목적에 맞게 엄격하게 해석하는데도 의료기기에 해당하게 된다면 의료기기로 규율하는 수밖에 없다. 앞에서 본 "왓슨 포 온콜로지"의 사례처럼 의료기기법의 취지, 조문의 문리적 내용을 벗어나면서까지 의료기기가 아닌 것으로 해석하는 것은 의료기기 정의 조항의 해석에 혼란만 야기한다. 대신 앞에서도 언급했듯이 이미 우리 의료기기법은 규제 필요성의 정도에 따라 품목 허가, 품목 인증, 품목 신고 등 다양한 방식으로 규제를 탄력적으로 운용하고 있으므로, 규제의 필요성이 적다면 가볍게 규제하면 되는 것이다.

또한 장차 입법론적으로는, 의료기기 정의에 부합하지만 정책상 규제가 불필요한 경우는 아예 의료기기법의 적용을 배제하는 예외 규정도 마련하는 것이 바람직하다. 유럽연합의 경우 앞에서 보았듯이 MDR 제1조 제6항에 그러한 소위 "배제 조항(carve-out)" 근거가 마련되어 있으며, 미국의 경우에는 FDCA법의 적용이 배제되는 제품의 목록이 담긴 조항은 없지만 FDA가 집행 재량을 발휘하여 규제의 적용을 배제할 수도 있고 앞에서도 보았듯이 21세기 치료법에서 일부 CDS에 대한 의료기기 규제 적용을 배제한 것처럼 입법적으로 해결하기도 한다. 반면, 우리 의료기기법에는 규제기관이 법의 적용을 사전적으로 배제할 수 있는 아무런 장치가 없다. 우리 법 체계상 미국처럼 규제기관에 집행 재량을 부여하는 것은 여의찮아 보이므로, 유럽연합의 MDR과 유사하게 의료기기법의 적용을 배제할 수 있는 명문의 예외 규정을 삽입할 필요가 있다. 법 기술적으로는 의료기기법 제2조 제1항의 기존 단서를 "다만, 「약사법」에 따른 의약품과 의약외품, 「장애인복지법」 제65조에 따른 장애인보조기구 중 의지(의지)·보조기(보조기) 및 위해도가 낮은 제품으로서 총리령으로 정한 것은 제외한다."로 확장하는 것을 고려할 수 있다.

2. 규제 공백의 보완

에 해당하게 되는 것이다.

역으로 위와 같이 의료기기의 정의를 엄격하게, 즉 의료적 목적을 전제로 하면서 이를 기기의 제조업자나 판매업자의 의도를 기준으로 판단하는 의도설의 입장에 입각하여 해석함으로써 신체적 또는 건강상 위해를 끼칠 수 있는 소비자 제품임에도 불구하고 의료기기의 정의에 포섭되지 않는 경우는 어떻게 할 것인가? 이 경우는 입법적으로 해결을 하는 수밖에 없다.[85] 앞에서도 언급하였듯이 의료기기임에도 불구하고 의료기기에 요구되는 허가, 승인, 신고 등을 거치지 않는 경우 처벌조항이 적용되기 때문이다. 입법적 해결은 매번 의회에서 규제 필요에 대응하기 위하여 의료기기법 자체를 개정하는 방식에 의할 필요는 없고, 법률에는 위임 입법 조항을 두고 행정입법으로 대처하는 것이 더 신속하고 효율적인 대응이 될 수 있다. 예를 들어 의료기기법 제2조 제1항 제5호에 "기타 인간이나 동물의 신체나 건강에 대한 위해성이 존재하는 제품으로서 총리령으로 정한 제품"을 추가하는 것을 고려할 수 있다.[86]

앞에서 예를 든 컬러 콘택트렌즈 사례로 돌아가 보자. 시력 교정 기능이 없는 컬러 콘택트렌즈라고 하더라도 시력 교정용 콘택트렌즈와 마찬가지로 안구에 직접 부착하게 되므로 부작용을 우려하지 않을 수 없다. 그렇다면 해결은 시력 교정 기능이 없는 콘택트렌즈 역시 입법을 통하여 의료기기로 간주함으로써 규제기관인 식품의약품안전처가 안구에 부착하더라도 위해가 없는지를 검증하도록 하는 수밖에 없다. 미국과 유럽 연합이 바로 그런 방식을 취하고 있다. 컬러 콘택트렌즈의 부작용이 우려되자 미국은 2005년 FDCA법 개정을 통하여 21 U.S.C. § 360j(n)에 (시력 교정기능이 있는지를 불문하고) 모든 콘택트렌즈를 의료기기로 간주하는 규정을 삽입하였다.[87] 유럽 연합은 앞에서 본 바와 같이 간주 의료기기 목록이 담긴 MDR 부속서 XVI의 맨 첫 항목으로 콘택트렌즈를 기재하고 있다. 만약 시력 교정 기능이 있는지를 불문하고 콘택트렌즈를 의료기기로 규율할 수 있다고 판단했다면 미국이나 유럽 연합이 위와 같은 입법적인 조처를 하지 않았을 것이다. 의료기기의 정의를 엄격하게 해석하면 의료 목적이 없는 컬러 콘택트렌즈의 규제가 불가능하므로 입법적으로 해결한 것이다. 우리나라 의료기기법 체계에서도 마찬가지의 접근이 필요하다.

3. 기존 식품의약품안전처 가이드라인과의 조화

85) 소비자에게 건강상 또는 신체적 위해를 끼칠 수 있는 제품에 대한 규제를 반드시 식품의약품안전처가 담당해야 하는 것은 아닐 것이다. 때로는 환경부처라든가 공정거래위원회에서 담당하는 것이 더 효율적일 수도 있다. 이 글에서는 해당 제품의 성격상 식품의약품안전처가 가장 전문성이 있는 경우라고 가정하고 논의를 진행하겠다.

86) 그 경우도 2003년 의료기기법 제정 이전의 열거주의로 회귀하는 것을 제안하는 것은 아니며, 의료기기의 정의는 포괄주의 방식을 취하고, 간주 의료기기의 정의는 열거주의 방식을 취하자는 취지이다.

87) 관련 해설 자료로는 U.S. FOOD & DRUG, Decorative, Non-corrective Contact Lenses(2022.3.10. 방문), <https://www.fda.gov/regulatory-information/search-fda-guidance-documents/decorative-non-corrective-contact-lenses>

필자의 위와 같은 해석론과 기존 식품의약품안전처의 디지털 헬스 기기 관련 가이드라인을 대비할 경우 상당한 괴리를 발견할 수 있다. 기존의 의료기기와는 성상이 다른 디지털 기기나 소프트웨어의 경우 법문의 정의만으로는 의료기기 해당 여부를 판단하기가 매우 난해하므로 수규범자들의 예측을 돕기 위한 규제기관의 시도는 높이 평가할 부분이 있으나, 그것은 어디까지나 법령의 합리적인 해석 범위 안에서 이루어져야 한다. 그런 점에서 디지털 헬스 기기를 규율하는 기존 식품의약품안전처 가이드라인이 제시하는 의료기기 판단 기준에는 의료기기법상 의료기기 정의 규정의 합리적인 해석 범위를 벗어나는 부분들이 분명히 눈에 띈다.

하지만 식품의약품안전처 가이드라인에 나타난 디지털 기기의 의료기기 판단 기준이 이미 상당 기간 관련 산업계 등 수규범자들에게 규범으로 자리 잡아 온 현실도 부정할 수는 없다. 그렇다면 앞에서 필자가 언급한 입법적인 보완을 통하여 이들 가이드라인이 제시한 디지털 기기의 의료기기 해당 여부 판단 기준을 법령의 일부로 승격시킴으로서 법적 규범력을 부여하여야 할 것이다.

Ⅴ. 나가는 글

이 글에서는 디지털 헬스 시대를 맞이하여 ICT 기술과 의료를 접목하려는 국내 많은 신생 기업들의 고민 가운데 하나인 “의료기기의 범위”를 법학적인 관점에서 풀어 보고자 하였다. 그리하여 비교법적인 자료를 토대로 의료기기 정의의 입법적, 행정적, 사법적 개선 방안을 제시해 보았다.

다만 외국, 심지어는 의약품과 의료기기 분야에서 기술 혁신과 규제를 선도하는 미국이라고 하더라도 규제가 늘 합리적인 결정의 산물은 아니라는 점도 간과하여서는 아니 된다. 이 연구를 진행하면서 미국 FDA 규제의 역사를 들여다보니 규제당국은 규제의 범위를 넓히려고 시도하고, 반대편에 있는 산업계는 규제에서 벗어나려고 저항하면서 늘 충돌해 온 장면을 목격했다.[88] 필자가 좋은 아이디어라고 차용한 외국의 입법례가 실은 이런 집단적 이익 추구에 양보한 결과물이었을 가능성도 있으므로, 다른 연구자들이 후속 연구를 통하여 이 글의 제안들을 한 층 더 면밀하게 분석하여 주었으면 하는 바람이다. 끝으로 논문 개선에 도움이 되는 의견을 주신 익명의 심사자들에게 감사드린다. ▧

(논문접수 : 2022. 3. 31. / 심사개시 : 2022. 4. 4. / 게재확정 : 2022. 4. 19.)

88) 대표적으로 건강기능식품에 적용되는 Dietary Supplement Health Education Act의 입법 역사가 그러하다.

참 고 문 헌

김재선, “인공지능 의료기기 위험관리를 위한 규범론적 접근 — 인공지능 소프트웨어 규범화 논의를 중심으로 —”, 「공법연구」, 제46권, 제2호(2017)

박정연, “의료기기 진입규제의 변화: 공법적 정당화 논거와 규제 방향성”, 「법학논총」, 제46권(2020)

박정연·이원복, “미국 행정청의 집행재량(enforcement discretion)에 관한 법리와 시사점 부집행(non-enforcement) 행정작용을 중심으로”, 「공법연구」, 제45권, 제3호(2017)

배현아, “새로운 과학기술도입과 의료기기 해당성 판단”, 「과학기술법연구」, 제21권, 제3호(2015)

_____, “보건의료법제 하에서 인공지능기술의 의료영역 도입의 의의와 법적 문제”, 「법조」, 제66권, 제4호(2017)

서울대학교병원, 「사용목적(의료용 및 비의료용)에 따른 의료기기 구분관리 도입방안 연구」, 2015

서울아산병원, 「인공지능(Artificial Intelligence) 기술 적용 의료기기 판단기준 및 분류 방안 마련 연구」, 2017

엄주희·김소윤, “인공지능 의료와 법제”, 「한국의료법학회지」, 제28권, 제2호(2020)

왕승혜, 「EU의 의료기기 법제에 관한 분석」, 2017

이인영, “보건의료에서의 인공지능 적용과 관련된 법적 과제에 대한 개관”, 「한국의료법학회지」, 제27권, 제2호(2019)

이혜진, “셰브론원칙의 수정으로서의 중요문제원칙(Major Questions Doctrine) - 행정기관의 법해석에 대한 미연방대법원의 존중 변화 -”, 「공법학연구」, 제21권, 제1호(2020)

정채연, “의료 인공지능의 법적 수용을 위한 시론적 연구 - 쟁점과 과제 -”, 「법학논총」, 제45권, 제3호(2021)

조선영, “미국행정법과 사법심사에서의 행정청 존중 - 미국연방대법원의 Kisor v. Wilkie 판결을 중심으로 -”, 「미국헌법연구」, 제31권, 제2호(2020)

춘해보건대학 산학협력단, 「2등급 의료기기의 품목별 기술문서 심사기준 및 인정규격 개발에 관한 연구」, 2010

대법원 1985.3.12. 선고 84도2892 판결

대법원 1993. 3. 12. 선고 92도811 판결

대법원 2005. 3. 25. 선고 2004도8706 판결

대법원 2008. 12. 11. 선고 2008두10393 판결

대법원 2010. 4. 29. 선고 2008도7688 판결
대법원 2018.8.1. 선고 2015도10388 판결

Evans, B. and Ossorio, P., The Challenge of Regulating Clinical Decision Support Software After 21st Century Cures, American Journal of Law & Medicine, Vol. 44, No. 23, 2018
Junod, S., Commemorating the 40th Anniversary of the 1976 Medical Device Amendments, Food and Drug Law Journal, Vol. 72, No. 1, 2017
Dennis Tosh 편, Guide to Medical Device Regulation, WestLaw, 1996.

United States v. Article of Drug . . . Bacto-Unidisk, 394 US 784 (1969).
United States v. Relaxacizor, Inc., 340 F. Supp. 943 (C.D. Cal. 1970).
United States v. An Article of Device, 731 F. 2d 1253 (7th Cir. 1983).
Chevron USA Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 US 837 (1984).
US v. 22 Rectangular or Cylindrical Devices, 714 F. Supp. 1159 (D. Utah 1989).
US v. 25 Cases, More or Less, 942 F. 2d 1179 (7th Cir. 1991).
Ala. Tissue Ctr. of Univ. of Ala. Health Service Foundation v. Sullivan, 975 F. 2d 373 (7th Cir. 1992).
Auer v. Robbins, 519 US 452 (1996).
US v. Bowen, 172 F. 3d 682 (9th Cir. 1999).
FDA v. Brown & Williamson Tobacco Corp., 529 US 120 (2000).

C-219/11 Brain Products GmbH V Biosemi VOF and Others.
C-329/16 Syndicat national de I'industrie de technologies mdicales (SNITEM) and Philips France v Premier Minister and Ministre de Affairs sociales et de la Sant.

Abstract

Construction of Medical Device Definition in Digital Health Age

Lee, Won-Bok

The medical device industry's adoption of information technology has brought about innovative products that have come to be known as "digital health" devices. From a regulatory perspective, it often becomes a controversial question whether a novel digital health device category constitutes a medical device under the Medical Devices Act of South Korea.

Both the regulator and the court of South Korea have held that a device that functions in a manner substantially similar to a medical device will constitute a medical device, even when there is no intent of medical use on the part of the actor. This article argues that such construction will broaden the scope of medical devices to a degree that is beyond the reasonable interpretation of the medical device definition under the Medical Devices Act. The medical device jurisprudence of the United States and the European Union lends support to the author's argument as well.

Based on these analyses, this article proposes a narrower construction of the medical device definition that is solely based on the objective intent of the actor. Any over-regulation or under-regulation that may result from a narrower construction will have to be addressed through legislation. Since the Korean regulator does not have the authority to exercise enforcement discretion as in some other jurisdiction, the Medical Devices Act should be amended to grant rule-making authority to the regulator to carve out low-risk digital health devices that do not warrant regulation. Conversely, new rule-making authority will enable the regulator to bring into regulation high-risk borderline devices that may otherwise lie outside a narrower construction of the medical device definition.

Key Words : medical device, digital health, mobile health, artificial intelligence, software as medical device, digital therapeutics

「선진상사법률연구」 편집 및 논문 심사규정

제정 2000년 6월 15일
개정 2003년 2월 24일
개정 2003년 5월 14일
개정 2003년 10월 24일
개정 2005년 2월 21일
개정 2006년 12월 30일
개정 2008년 1월 1일
개정 2009년 10월 13일
개정 2020년 6월 25일

제1조(목적) 이 규정은 법무부가 발간하는『선진상사법률연구』誌에 게재할 논문의 심사절차와 기준을 정함을 목적으로 한다.

제2조(논문심사와 편집)『선진상사법률연구』誌는 법무부 상사법무과에서 구성하는『선진상사법률연구』편집위원회(이하 "위원회"라 한다)가 논문의 심사와 편집에 관한 사항을 결정한다.

제3조(위원회의 구성) 위원회의 구성은 다음과 같다.

① 위원회는 위원장과 10인 이내의 위원으로 구성한다.

② 위원장은 상사법무과 과장이 담당한다.

③ 위원은 상사법무과 검사, 법무자문위원회 전문위원과 연구위원 및 관련 분야 전문가 중에서 법무실장이 위촉한다.(2003년 5월 14일 개정)

④ 위원장과 위원의 임기는 1년으로 하되, 연임할 수 있다.

⑤ 위원장은 위원회의 업무를 효율적으로 처리하기 위하여 편집위원 중 1인을 간사로 지명할 수 있다.(2003년 5월 14일 신설)

제4조(위원회의 임무) 위원회는 다음과 같은 임무를 수행한다.

①『선진상사법률연구』의 편집 및 출판

② 원고의 접수 및 게재 여부 심사

③『선진상사법률연구』의 운영방향에 대한 심의 및 결정

제5조(논문의 심사) 본 위원회에 제출된 논문의 심사절차는 다음과 같다.

① 각 논문은 편집위원회가 위촉한 3인 이상의 심사위원에 의한 심사를 받아야 한다.

② 논문심사 시 필자에 관한 사항은 비밀로 한다.

③ 편집위원회는 심사위원의 성명을 공개할 수 없다.(2003년 10월 24일 신설)

④ 심사위원에게 소정의 심사료를 지급할 수 있다.(2003년 10월 24일 신설)

제6조(심사기준) 논문의 심사는 다음과 같은 기준에 의한다.

① 논문전개의 논리성

② 논문의 독창성

③ 문장의 정확성과 각주처리 및 참고문헌의 활용도

④ 논문의 학문적 기여도

제7조(심사 판정) 심사위원은 심사결과를 편집위원회에 보고하고, 편집위원회는 다음과 같이 판정한다.

① 위원회의 판정은 편집위원 과반수의 출석과 출석위원 과반수의 찬성에 의한다.

② 위원회의 판정은 '게재', '수정 후 게재', '게재 유보', '게재 불가'로 분류한다.

③ '수정 후 게재'로 판정된 논문은 필자가 수정하여 제출하고 위원장이 검토 후 게재 여부를 결정한다.

④ '게재 유보'된 논문의 경우 수정하여 다시 투고하면 편집위원회가 재심사를 통하여 게재 여부를 결정할 수 있다. 다음 투고 때까지 수정하여 게재여부의 판단을 받지 않으면 게재 불가 처리한다(2020년 6월 25일 개정).

제8조(논문의 게재) ① 편집위원회에서 '게재'로 판정한 논문은 『선진상사법률연구』誌에 게재한다.

②『선진상사법률연구』 誌는 필요한 경우 전자책(e-book), 웹 서비스(web service)등 전자출판을 할 수 있다.

③ 법무부는 필자에게 소정의 원고료를 지급한다.

④『선진상사법률연구』 誌는 매년 1, 4, 7, 10월 20일에 발행한다.

제9조(자료의 전송) 법무부는『선진상사법률연구』誌를 법률문화 발전, 학술진흥 기여, 기타 필요한 경우 data化하여 전자도서관 등에 전송 및 제공할 수 있다. 이에 동의하지 않는 논문의 필자는 발행일로부터 1월 이내에 반대의 의사표시를 할 수 있고 당해 논문은 전송되지 아니한다(2003년 2월 24일 본조신설).

제10조(규정의 개정) 본 규정은 상사법무과 과장과 상사법무과 검사 및 편집위원으로 구성되는 '선진상사법률연구운영위원회'에서 개정할 수 있다.

부 칙

본 규정은 2000년 7월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2003년 3월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2003년 6월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2003년 1월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2005년 3월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2007년 1월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2008년 1월 1일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2009년 10월 13일부터 시행한다.

부 칙

본 규정은 2020년 6월 25일부터 시행한다.

원고 투고 규정

제1조(원고양식) 원고는 '원고 작성 지침'에 따라 '**호글**'로 작성한다.
제2조(원고의 요건) 제출된 원고는 다른 학술지에 게재되지 않은 것이어야 한다.
제3조(원고 작성 지침)
① 원고는 원고지 150매 내외(A4 용지 20~25매)분량으로 작성한다.
② 원고는 표지, 본문, 참고문헌목록, 초록(국문 및 외국어)으로 구성한다. 외국어 초록은 영어, 프랑스어, 독일어 중 선택하여 작성한다.
③ 원고의 표지에는 논문제목(괄호 안에 영문제목 표기), 필자성명(괄호 안에 영문 및 한자성명 표기), 소속, 직책, 학위, 목차, 내용요약문(국문으로 A4 1매 이내), 주제어(key word, 10개 이내), 은행계좌, 주민등록번호, 연락처(송부주소, 전화번호, 이메일)를 기재한다. 공동으로 집필한 논문의 경우에는 주저자(책임 연구자)와 공동저자를 구분하고, 주저자·공동저자의 순서로 표시한다.
④ 목차는 Ⅰ, 1, 가, (1), (가)의 순으로 표기한다.
⑤ 직접 인용할 때에는 " "를 사용하고 강조할 때는 ' '을 사용한다.
⑥ 각주는 다음과 같이 기재한다.
1. 단행본 : 저자명, 서명, 출판사, 출판연도, 면수
2. 정기간행물 : 저자명, "논문제목", 「잡지명」, 제○○권 ○호(년도), 면수.
3. 기념논문집 : 저자명, "논문제목", ○○○선생기념논문「기념논문집명」, 면수
4. 판 례 : 대법원 19○○. ○○. ○○. 선고, ○○다○○○○ 판결(법원공보 19○○년, ○○○면) 또는 대판 19○○.○○.○○, ○○다○○○○
5. 인터넷 전문지(JOURNAL) : 저자명, 논문제목, 학술지명[예 : 인터넷 법률 통권13 <http://www.moj.go.kr>] ; 관련부분 위치표시(소목차 표시 등)
6. 인터넷 자료 : 저자명, 자료제목(2001.01.01 방문) - (ex) <http://www.moj.go.kr/seminar/d-3.htm>
7. 외국 출전 및 판결은 그 나라의 표준적인 표시방법에 따라 표시할 수 있다. 단, 일본 판례를 인용할 때 선고 일에 평성, 소화 등 연호를 쓸 경우 ( )안에 서기를 표시한다.
⑦ 국문 또는 한자로 표기되는 저서는 「 」로, 논문은 " "로 표시한다.
⑧ 국문 또는 한자로 표시되는 저서나 논문을 인용할 때는 쪽 또는 면으로, 로마자로 표시되는 저서나 논문을 인용할 때는 p 또는 S로 인용면수를 표시한다.
⑨ 외국 법률이나 제도 등은 우리말로 표기하고 ( )안에 원어를 표시한다. 예 : 사외이사(outside director)]
⑩ 면수나 연도 등에서 '부터 까지'를 나타내는 부호로 '~'을 사용한다.
⑪ 영문 성명, 논문명, 판결명 등에서 첫 자만 대문자로 표기한다.
⑫ 저자(필자)의 명칭은 성, 이름순으로 표기하며, 성 다음에 ' , '를 찍는다.
⑬ 참고문헌 목록은 다음과 같이 기재한다.
1. 단행본의 경우
   가. 동양서 : 저자, 「책명」, 출판지 : 출판사, 출판연도
   나. 서양서 : 저자, 책명(이탤릭체), 출판지 : 출판사, 출판연도
2. 논문의 경우
   가. 동양서 : 필자, "논문명", 「간행물의 명칭」, 제 권, 제 호(발행연월)
   나. 서양서 : 필자, 논문명, 간행물의 명칭(이탤릭체), 卷數(Vol.). 號數(no.), 발행연월
제4조(원고의 제출) 작성 완료한 논문은 편집위원회의 간사가 지정한 전자우편주소(**comad@korea.kr**)로 송부한다.

「선진상사법률연구」 연구윤리규정

제정 2007년 7월 1일
개정 2009월 6월 30일
개정 2011년 4월 12일

제1장 전 문

제1조(목적) 이 규정은 법무부가 발간하는 「선진상사법률연구」誌에 게재할 논문과 관련하여 논문의 저자, 편집위원, 심사위원 등이 지켜야 할 연구윤리의 원칙과 기준을 정함으로써 「선진상사법률연구」誌의 연구윤리를 제고하고 건전한 연구문화의 정착에 기여하는데 그 목적이 있다.

제2장 저자 등의 연구윤리

제1절 저자의 연구윤리

제2조(연구부정행위의 금지) 저자는 연구과제의 제안, 연구과제의 수행, 연구결과의 보고 및 발표 등에서 위조·변조·표절 등 연구부정행위(이하 부정행위)를 하여서는 아니 된다. 부정행위는 구체적으로 다음 각 호와 같다.

1. "위조"는 존재하지 않는 허구의 자료를 이용하는 등 연구결과 등을 허위로 만들어 내는 행위를 말한다.
2. "변조"는 연구과정 또는 연구자료 등을 인위적으로 조작하거나 임의로 변형하거나 삭제함으로써 연구내용 또는 결과를 왜곡하는 행위를 말한다.
3. "표절"은 타인의 연구생각, 연구내용 또는 연구결과 등을 정당한 승인이나 인용표시 없이 도용하는 행위를 말한다. 다만, 타인의 연구결과를 그 출처와 함께 인용하는 경우에는 그러하지 아니하다.
4. "부당한 논문저자 표시"라 함은 연구내용 또는 결과에 대하여 공헌 또는 기여를 한 정도에 따라 저자(역자)(단독연구의 경우)나 저자(역자)의 순서(공동연구의 경우)를 정확하게 표시하지 않는 행위를 말한다. 연구에 공헌이나 기여한 자에게 정당한 이유 없이 논문저자(역자) 자격을 부여하지 않거나, 공헌 또는 기여를 하지 않는 자에게 감사의 표시 또는 예우 등을 이유로 논문저자(역자) 자격을 부여하여서는 아니된다. 다만, 연구나 저술에 대한 작은 기여가 있는 경우에는 이를 각주, 서문, 상의 등에서 감사를 적절하게 표한다.
5. 본인 또는 타인의 부정행위의 의혹에 대한 조사를 고의로 방해하거나 제보자에게 위해를 가하는 행위

제3조(연구결과에 대한 책임) 저자는 자신의 연구결과에 대하여 스스로 책임을 진다.

제4조(연구결과물의 중복게재 또는 이중출판의 금지) ① 저자는 국내외를 막론하고 이전에 출판된 자신의 연구결과(출판예정이거나 출판심사 중인 연구결과 포함)를 새로운 연구결과인 것처럼 본 학술지에 투고하여서는 아니 된다.

② 저자는 본 학술지에 투고한 연구결과를 그 심사가 끝나기 전에 여타 학술지에 중복해서 투고하여서는 아니 된다.

③ 투고 이전에 출판된 연구물(박사학위 논문 포함)의 일부를 사용하여 출판하고자 할 경우에는 학술지의 편집자에게 이전 출판에 대한 정보를 제공하고 편집자는 이에 대하여 중복게재나 이중출판에 해당하는지의 여부를 확인하여야 한다.

④ 저자가 연구물을 투고하는 경우에는 (별지1)의 연구윤리규정준수확인서 및 논문사용권 등 위임동의서를 작성하여 제출하여야 한다.

제5조(검증을 위한 연구 자료의 공유) ① 연구결과가 본 학술지에 게재된 이후 그 연구결과의 재분석을 통한 검증을 목적으로 연구 자료를 요청하는 경우에는 연구 참여자에 대한 기밀이 보호되는 범위 내에서 자료를 제공할 수 있다.

② 제1항에 따라 연구 자료를 제공받은 자는 오로지 당해 목적으로만 연구 자료를 사용할 수 있으며, 다른 목적으로 연구 자료를 사용하고자 할 경우에는 본 학술지의 편집위원장 및 그 저자의 사전 동의를 얻어야 한다.

제6조(인용 표시방법) ① 저자가 타인의 연구생각, 연구내용 또는 연구결과 등을 활용하고자 하는 경우에는 본 학술지가 정한 원고 투고 규정에 따라 정확하게 표시하여야 하며, 상식에 속하는 자료가 아닌 한 반드시 그 출처를 명백히 밝혀야 한다.

② 개인적인 접촉을 통해 얻은 비공개 학술자료의 경우에는 이를 제공한 연구자의 동의를 받은 후에 인용할 수 있다.

제2절 편집위원의 연구윤리

제7조(편집위원의 편집방법) ① 편집위원은 본 학술지에 투고된 논문 저자의 인격과 학자로서의 독립성을 최대한 존중하면서 게재여부를 결정하여야 한다.

② 편집위원은 본 학술지에 투고된 논문을, 저자의 성별・나이・소속기관은 물론이고 어떠한 선입견이나 사적 친분과 무관하게, 오직 논문의 수준과 논문심사규정에 의거해서 공평하게 취급하여야 한다.

③ 편집위원은 투고된 논문의 심사를 해당 분야의 전문적 지식과 공정한 판단능력을 지닌 심사위원에게 의뢰하여야 한다.

제8조(비공개의무) 편집위원은 투고된 논문의 출판 여부가 결정될 때까지는 저자에 대한 사항이나 논문의 내용을 공개하여서는 아니된다.

제9조(통지의무) 편집위원은 심사위원이 심사와 관련하여 문제를 제기하는 등 편집위원회에서 심의·의결할 사항이 발생하면 편집위원회에 지체 없이 통지하여야 한다.

제3절 심사위원의 연구윤리

제10조(심사위원의 심사방법) ① 심사위원은 저자의 전문지식인으로서의 독립성을 존중하여야 하며, 심사의견서에는 논문에 대한 자신의 견해를 밝히되 보완이 필요하다고 생각되는 부분에 대해서는 그 이유를 설명하여야 한다.

② 심사위원은 본 편집위원회가 의뢰하는 논문을 심사규정에서 정한 기간 내에 성실하게 심사하여야 하고 그 결과를 본 편집위원회에 통지하여야 한다. 이 경우 자신이 해당 논문을 심사하기에 적임자가 아니라고 판단될 때에는 본 편집위원회에 그 사실을 지체 없이 통지하여야 한다.

③ 심사위원은 심사를 의뢰받은 논문에 대하여 이 규정의 제4조 제1항 또는 제2항의 중복투고 등의 문제를 발견하였을 때에는 본 편집위원회에 지체 없이 그 사실을 알려야 한다.

제11조(객관적이고 공정한 심사의무) 심사위원은 심사를 의뢰받은 논문에 대하여 개인적 학술신념과 저자와의 사적친분을 떠나 객관적이고 공정한 기준에 의하여 심사하여야 한다. 심사자가 충분한 근거를 명시하지 않거나 심사자 본인의 관점이나 해석과 상충된다는 이유로 수정 또는 보완을 요구해서는 아니된다.

제12조(비밀유지의무) ① 심사위원은 심사를 의뢰받은 논문에 대한 비밀을 준수하여야 한다.

② 심사위원은 논문의 심사를 위해 특별히 조언을 구하는 경우가 아니라면 논문을 다른 사람에게 보여주거나 그 내용에 관하여 다른 사람과 논의하여서는 아니된다.

③ 심사위원은 자신이 심사한 논문이 게재된 본 학술지가 출판되기 이전에 해당 논문의 내용을 인용 또는 참조해서는 아니된다.

제3장 연구부정행위에 대한 처리절차 등

제13조(서약) ① 본 학술지의 편집위원장, 편집위원, 심사위원, 논문연구자는 본 연구윤리규정을 준수할 것을 서약해야 한다. 다만 본 연구윤리규정의 효력이 발생하는 시점을 기준으로 기존의 편집위원장 및 편집위원, 심사위원, 논문연구자는 본 연구윤리규정에 서약한 것으로 간주한다.

② 편집위원장, 편집위원, 심사위원은 각각 (별지2)와 (별지3)의 연구윤리규정준수서약서를 작성하여야 한다.

제14조(연구윤리규정 위반의 보고) ① 본 학술지의 편집위원장, 편집위원, 심사위원, 논문연구자는 편집위원장, 편집위원, 심사위원, 논문연구자가 본 연구윤리규정을 위반한 사실을 안 경우 연구윤리규정을 환기시킴으로써 문제를 사전에 예방할 수 있도록 한다.
② 본 학술지의 편집위원장, 편집위원, 심사위원, 논문연구자는 제1항의 노력에도 불구하고 편집위원장, 편집위원, 심사위원, 논문연구자가 이 규정을 위반한 경우에는 제15조에 의한 연구윤리위원회(이하 '연구윤리위원회'라고 한다)에서 위반사항에 대하여 심의하여야 한다.
③ 연구윤리위원회는 제2항의 사실을 알린 자의 신원을 외부에 공개하여서는 아니된다.

제15조(위반시 제재) 저자가 이 규정을 위반하여 원고 등이 게재된 경우에는 편집위원회는 위원회의 결정에 따라 저자에게 다음 각 호의 제재를 가할 수 있다.
① 경고
② 논문 목록 삭제
③ 이미 지급된 원고료의 환수
④ 위반의 정도에 따라 3년 이상 5년 이하의 기간 동안 「선진상사법률연구」誌 투고 금지
⑤ 「선진상사법률연구」誌 또는 홈페이지에 위반사항 공지
⑥ 한국연구재단에 위반사항 통보

제16조(연구윤리위원회의 구성원칙) ① 제14조제2항에 따른 심의 등을 위해 필요한 경우에 편집위원장은 연구윤리위원회를 구성하여야 한다.
② 이 경우의 편집위원장은 제1항의 연구윤리위원회의 위원장이 되며, 5인 이상의 위원을 임명한다. 다만, 연구윤리위원회 각 위원은 자신이 직접적인 이해관계가 있는 안건에 대해서 심의에 참여할 수 없다.
③ 편집위원장이 본 연구윤리규정을 위반한 때에는 편집위원장을 제외한 편집위원의 합의에 따라 연구윤리위원회를 구성한다.

제17조(연구윤리위원회의 조사) ① 연구윤리위원회는 부정행위의 사실 여부를 입증하기 위하여 조사를 실시한다.
② 연구윤리위원회는 필요한 경우 특별조사위원회를 구성할 수 있다.
③ 조사위원회는 제보자와 피조사자에게 의견진술의 기회를 주어야 하며, 조사결과를 확정하기 이전에 이의제기 및 변론의 기회를 주어야 한다. 당사자가 이에 응하지 않을 경우에는 이의가 없는 것으로 간주한다.
④ 연구윤리규정 위반으로 제보된 자는 연구윤리위원회에서 행하는 조사에 협조해야 한다. 만약 정당한 조사에 협조하지 않거나 방해하는 경우에는 연구윤리규정의 위반으로 간주한다.

제18조(조사결과의 보고) ① 연구윤리위원회는 조사의 결과와 내용을 조사의 종료 및 판정 후 각각 10일 이내에 편집위원회에 보고하여야 한다. 조사의 결과보고서에는 다음 각 호의 사항이 반드시 포함되어야 한다.

1. 제보의 내용
2. 조사의 대상이 된 부정행위
3. 조사위원회의 조사위원 명단
4. 당해 연구에서의 피조사자의 역할과 부정행위의 사실 여부
5. 관련 증거 및 증인
6. 제보자와 피조사자의 이의제기 또는 변론 내용과 그에 대한 처리결과

② 조사결과보고서는 제보자와 피조사자에게 문서로써 통보한다.

제19조(연구윤리위원회의 제재조치 건의권) 연구윤리위원회는 조사 결과 연구윤리규정에 위반한 사실이 있다고 판단되는 경우 부정행위자에 대하여 편집위원회에 징계 등 적절한 제재조치를 건의할 수 있다.

제20조(징계의 절차 및 내용) ① 연구윤리위원회의 징계 건의가 있을 경우, 편집위원장은 편집위원회를 소집하여 징계 여부 및 징계내용을 최종적으로 결정한다.

② 편집위원회는 이 규정을 위반한 자에 대하여 경고, 투고제한 등의 징계를 할 수 있고, 그 조치를 위반한 자의 소속기관에 알리거나 대외적으로 공표할 수 있다.

제21조(조사 대상자에 대한 비밀 보호) 연구윤리위원회 위원 등은 부정행위 의혹에 대하여 본 학술지의 최종적 조치가 취해질 때까지 조사 대상자의 신원을 외부에 공개해서는 아니된다.

제22조(연구윤리규정의 개정) 이 규정의 개정 절차는 본 편집위원회의 권한사항으로 한다.

부 칙

제1조(시행일) 본 규정은 2007년 7월 1일부터 시행한다.

부 칙

제1조(시행일) 본 규정은 2009년 6월 30일부터 시행한다.

부 칙

제1조(시행일) 본 규정은 2011년 4월 12일부터 시행한다.

〈별지 1〉

연구윤리규정준수확인서 및 논문사용권 등 위임동의서

(2009.6.30 신설)

(「선진상사법률연구」 제○○호)

「선진상사법률연구」 편집위원회 귀중

논문제목:

연구윤리규정준수 확인서

저자(들)은 「선진상사법률연구」의 연구윤리규정을 준수하여 논문을 작성하였으며 특히 아래의 사항에 대하여 확인합니다.

1. 저자의 지적 창작이며 타인의 저작권을 침해한 바 없음
2. 저자는 투고논문의 작성에 실질적인 지적 공헌을 하였으며, 투고논문의 내용에 대하여 모든 책임을 부담함
3. 투고논문은 타인의 명예 등 권리를 침해한 바 없음
4. 투고논문은 과거에 출판된 적이 없으며, 다른 학술지에 중복 게재를 위하여 투고하지 않았고, 투고할 계획이 없음
5. 「선진상사법률연구」 발행인은 투고논문에 대한 저작권 침해에 대하여 이의제기, 고소 기타 저작권 보호를 위한 제반 권리를 보유함

논문 사용권 및 복제·전송권 위임서

저자(들)은 본 논문이 「선진상사법률연구」에 게재될 경우, 논문사용권 및 복제·전송권을 「선진상사법률연구」에 위임합니다.

20 년 월 일

저자	성명	소속	이메일	연락처	서명
제1저자					
교신저자					
공동저자1					
공동저자2					

〈별지 2〉 (2009.6.30 신설)

연구윤리규정준수 서약서
(편집위원용)

「선진상사법률연구」 귀중

본인은 「선진상사법률연구」의 편집위원으로서 「선진상사법률연구」의 연구윤리규정을 준수하며, 특히 아래의 사항에 대하여 서약합니다.

1. 투고논문에 대하여 저자의 인격과 학자로서의 독립성을 최대한 존중하면서 게재 여부를 결정함
2. 투고논문에 대하여 저자의 성별·나이·소속기관은 물론이고 어떠한 선입견이나 사적 친분과 무관하게, 오직 논문의 수준과 논문심사규정에 의거해서 공평하게 취급함
3. 투고된 논문의 심사를 해당 분야의 전문적 지식과 공정한 판단 능력을 지닌 심사위원에게 의뢰함
4. 투고논문의 출판 여부가 결정될 때까지 저자에 대한 사항이나 논문의 내용을 공개하지 않음
5. 심사위원이 심사와 관련하여 문제를 제기하는 등 편집위원회에서 심의·의결할 사항이 발생하면 편집위원회에 지체 없이 통지함

20 년 월 일

편집위원 ○○○ ㊞

〈별지 3〉 (2009. 6.30 신설)

연구윤리규정준수 서약서
(심사위원용)

「선진상사법률연구」 귀중

본인은 「선진상사법률연구」의 심사위원으로서 「선진상사법률연구」의 연구윤리규정을 준수하며, 특히 아래의 사항에 대하여 서약합니다.

1. 본인은 당해 심사논문을 심사함에 있어 공정하고 합리적으로 심사할 수 있음
2. 심사논문을 심사규정에서 정한 기간 내에 성실하게 심사하여 그 결과를 본회 편집위원회에 통지하도록 함
3. 심사논문에 대하여 개인적 학술신념이나 저자와의 사적 친분을 떠나 객관적이고 공정한 기준에 의하여 심사함
4. 심사를 함에 있어 충분한 근거를 명시하도록 하고, 본인의 관점이나 해석과 상충된다는 이유로 수정 또는 보완을 요구하지 않음
5. 심사논문의 중복투고 등 부정행위를 발견하였을 때에는 본 편집위원회에 지체 없이 그 사실을 알림
6. 심사를 의뢰받은 논문에 대한 비밀을 준수함, 부정인용 및 참조를 하지 않음

20 년 월 일

심사위원 ○○○ ㊞

편 집 위 원 장 : 임철현(상사법무과 과장)
편 집 위 원 : 김효신(경북대 교수)
맹수석(충남대 교수)
성승제(한국법제연구원)
손영화(인하대 교수)
안택식(강릉원주대 교수)
양기진(전북대 교수)
이윤석(제주대 교수)
이형규(한양대 교수)
최세련(명지대 교수)
편찬실무책임자 : 이보미(법무부 전문위원)

선진상사법률연구 通卷 第98號(2022. 4.)

2022年 4月 20日 發行
發行人 : 朴 範 界(法務部長官)
編輯人 : 李 尙 甲(法務室長)
發行處 : 法務部 商事法務課 TEL : 2110-3167 FAX : 2110-0331
住 所 : ㉾13809 京畿道 果川市 官門路 47 政府果川廳舍 1棟 503號
印 刷 : 동광문화사 TEL : 503-5165
發刊登錄番號 11-1270000-000253-07

Advanced Commercial Law Review
April 2022

Publisher *Park, Beom-Kye, Minister of Justice*
Editor *Lee, Sang-Gap Assistant Minister for Legal Affairs*
Edited *in Commercial Legal Affairs Division*
Published *trimonthly by*
Ministry of Justice
Republic of Korea

(非賣品)