

■ 논 단

지배주주가 있는 상장회사의 독립이사 역할론에 관한 고찰*

권 용 수

전국대학교 KU글로벌혁신대학 부교수

요 약 문

이사의 충실의무 등에 관한 상법 제382조의3이 2025년 7월 22일 개정된 이후, 이사가 구체적 상황에서 어떻게 행동해야 하는지가 중요한 쟁점이 되고 있다. 이것은 이사의 행동을 위축시키거나 주주와 이해관계자의 불필요한 긴장 관계를 형성시키는 등 의도치 않은 결과를 초래하는 요인이 될 수 있으므로, 그 해결을 위한 적극적인 대응이 기대된다. 이로부터 2026년 2월 25일 법무부는 「기업 조직재편 시 이사의 행위규범 가이드라인」을 공개하였다. 해당 가이드라인은 의미 있는 것이지만, 이사의 행위규범을 제시하는 범위가 사안 중심에 그치는 등 다소 협소한 면도 있다. 이사의 행위규범을 광범위하고 구체적으로 제시하는 것이 바람직하지 않은 면도 있다고 여겨지나, 우리나라 기업 거버넌스의 특수성이나 상법 개정을 단행한 것을 감안하면 지배주주가 있는 상장회사에 관계된 일본의 논의 동향을 조사·분석해 반영하는 것까지는 검토의 가치가 있다고 본다. 이러한 문제의식 아래, 본 연구에서는 일본 도쿄증권거래소의 「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」이란 문서를 검토하고, 향후 논의의 기초자료를 제공하였다.

지배주주가 있는 상장회사의 경우는 소수주주 보호에 관계된 문제가 다양한 형태로 발생한다. 이 때문에, 이러한 상장회사의 이사에게는 ① 중장기적 기업 가치 제고를 위한 역할과 ② 이해상충 상황에서 소수주주의 이익을 보호하기 위한 역할이 기대된다. 그런데 ①의 역할과 달리, ②의 역할은 지배주주의 영향을 받기 쉬운 이사에게는 기대하기 곤란한 면이 있다. 그래서 ②의 역할은 특히 지배주주와 경영진으로부터의 독립성이 확보된 독립이사에게 기대된다. 이 글에서는 독립이사가 소수주주 보호를 위해 어떤 생각을 가지고 어떤 역할·책무를 다해야 하는지를 검토·제시하였다. 나아가 독립이사의 실효적 역할·책무 이행의 전제가 되는 독립성·전문성 확보와 역량 발휘를 위한 향후 과제도 제시하였다.

주제어 : 지배주주, 소수주주, 상장회사, 독립이사, 특별위원회

* 이 논문은 2025년도 전국대학교 KU학술연구비 지원에 의한 결과임

— <目 次> —

I. 들어가며	1. 지배주주가 있는 상장회사에 관계된 동향
II. 지배주주가 있는 상장회사와 독립이사의 역할	2. 도교증권거래소의 문서 분석
1. 지배주주가 있는 상장회사의 의의와 과제	IV. 결론: 시사점과 향후 과제
2. 지배주주가 있는 상장회사 독립이사의 의의와 역할	1. 시사점: 독립이사에게 기대되는 역할
III. 지배주주가 있는 상장회사에 관계된 일본의 동향과 도교증권거래소의 문서 분석	2. 향후 과제: 독립이사의 역할·책무에 관계된 한계와 새로운 쟁점 등

I. 들어가며

이사의 충실의무 등에 관한 상법 제382조의3이 2025년 7월 22일 개정되었다. 개정 상법이 이사의 회사에 대한 의무 자체에 변화를 가져왔다고 보진 않지만,¹⁾ 이사가 개별 사안에서 다 해야 할 의무를 구체화·강화하였다. 개정 상법은 이사가 회사 및 ‘주주’를 위하여 그 직무를 충실히 수행해야 하고(제1항), 그 직무 수행 시에 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 함을 명시하였다(제2항). 다만, 이사가 어떤 사안에서 어떻게 행동해야 하는지는 해석의 영역에 맡겨져 있고, 다소 모호한 면이 있다. 이러한 모호성은 이사의 행동을 위축시키거나 주주와 이해관계자의 불필요한 긴장 관계를 형성시키는 등 의도치 않은 결과를 초래하는 요인이 될 수 있으므로, 그 해소를 위한 적극적인 대응이 기대된다. 이로부터 2026년 2월 25일 법무부는 「기업 조직재편 시 이사의 행위규범 가이드라인」을 공개하였다.²⁾

법무부 가이드라인은 개정 상법 제382조의3의 해석론과 이사의 일반적 행위규범을 제시하

1) 이사와 회사의 관계에 관한 상법 제382조 제2항이 개정 후에도 그대로 유지되고 있음을 생각하면, 개정 상법하에서도 이사와 회사 간의 위임 관계만이 인정되고, 이사는 회사에 대해 의무를 진다고 이해하는 것이 타당하다(권용수, “개정 상법상 이사의 의무와 행동 규범에 관한 검토: 일본의 법 해석론과 지침 등도 참고하여”, 「기업법연구」 제39권 제4호(2025), 290쪽; 천경훈, “주주의 청구권 법리의 변화”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나 자료집(2025.7.29.), 39쪽). 2026년 2월 25일에 공개된 법무부의 가이드라인도 같은 입장으로 이해된다(법무부, 「기업 조직재편 시 이사의 행위규범 가이드라인」, 2026, 1쪽).

2) 법무부 가이드라인 공개 전에 한국기업거버넌스포럼(김주영·박정아·이종은·천준범, 「주식회사 이사의 의무 이행 가이드라인」, 한국거버넌스포럼, 2025)과 한국상장회사협의회(한국상장회사협의회, 「상장회사 이사의 주요 의사결정에 관한 지침: 주주에 대한 충실의무 등 이행과 관련하여」, 2026)가 이사의 행위규범을 제시하는 가이드라인을 공개하였다.

고, 이사·지배주주·경영진과 회사 사이의 이해상충이나 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충이 존재하는 거래 시 공정성 강화 조치를 제시하였다. 이 가이드라인은 이사의 행위규범을 특히 중요한 사안을 중심으로 제시했다는 측면에서 의미가 있는 한편, 기존의 논의 상황과 결부해 어느 정도의 의미 내지 실효성을 가질 수 있을지 의문도 있다.³⁾ 개별 쟁점이나 조치에 관한 판단을 유보한 면이 있고, 구체적인 행위규범을 제시하는 범위가 사안 중심에 그치는 등 다소 협소한 면이 있기 때문이다.

이사의 행위규범을 가이드라인을 활용해 광범위하고 구체적으로 제시하는 것은 바람직하지 않을 수도 있다. 가이드라인의 법적 구속력을 제한해도, 그 내용이 실무에 영향을 미칠 가능성을 배제할 수는 없기 때문이다. 다만, 이사의 충실의무 등에 관한 상법 개정까지 단행한 것을 생각하면, 이사의 행위규범에 관한 주요국의 논의 상황을 충실히 조사·분석해 반영하는 것까지는 검토의 가치가 있다고 여겨진다. 이러한 판단 아래, 본 연구에서는 기존 논의에서 체계적으로 분석되지 않았으나 이사의 행위규범 논의에 중요한 시사점을 제공할 수 있는 일본 도쿄증권거래소의 「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」(2023년 12월 26일 공개)⁴⁾이란 문서를 소재로 체계적 검토를 진행하고, 향후 논의의 기초 자료를 제공하고자 한다.

II. 지배주주가 있는 상장회사와 독립이사의 역할

1. 지배주주가 있는 상장회사의 의의와 과제

우리나라에는 지배주주가 있는 상장회사가 어느 정도 존재할까? 다른 국가에 견줘 그 비율이 현저히 높을까? OECD 회원국 중 27개국의 시가총액 상위 20사에 해당하는 상장회사의 소유 구조를 분석한 연구에 따르면,⁵⁾ 창업자가 20% 이상의 주식을 소유·지배하는 상장회사는 전체의 30%에 이르렀고, 10% 이상의 주식을 소유·지배하는 상장회사는 전체의 약 35%에 달하였다. 해당 연구 결과에서 우리나라의 위치는 평균을 웃도는 상황(각각 20%, 35%)에 있지 않았다. 다만, 시가총액 상위 20사의 소유 구조 현황과 자본시장연구원의 상장회사 주주 구성 분석

3) 가이드라인은 이사의 행위가 특히 문제 되는 사안과 공정성 담보 조치에 관한 기존의 논의를 반영하였다. 그리고 공정성 담보 조치 등을 회사의 자율적 조치로 상정하고, 그 이행을 강제하지 않았다(법무부, 앞의 가이드라인, 11쪽).

4) 東京証券取引所, 「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割」(2023년 12월 26일).

5) Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, Corporate Ownership Around the World, 54 *Journal of Finance* 471(1999), pp.491-493.

4 선진상사법률연구 통권 제114호 (2026.4.)

결과를 토대로 보면,⁶⁾ 우리나라 상장회사 전체에서 특정 주주가 20% 이상 또는 10% 이상의 주식을 소유·지배하는 상장회사는 상당한 비중을 차지하고 있을 개연성이 있다.⁷⁾

최근 지배주주가 있는 상장회사, 특히 창업자 일가가 소유·지배하고 있는 상장패밀리기업에 관한 연구가 자주 목격된다.⁸⁾ 이러한 상장회사에는 선명한 빛과 어둠이 공존하기 때문이다. 예컨대, 상장패밀리기업은 장기 지향적이고 신속한 의사결정이 가능하다는 특징을 가지며,⁹⁾ 다른 기업에 비해 자산수익률(ROA)이 높다는 연구 결과가 있다.¹⁰⁾ 소수주주 보호 법제가 전제될 경우¹¹⁾는 창업자가 소유·지배하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 ROA와 시장 평가(Tobin's Q) 모두 높다는 연구 결과도 있다.¹²⁾ 덧붙여 코로나19 사태와 같은 위기 상황에서도 강력한 리더십을 토대로 공격적인 경영을 추진하는 예나 국내 투자를 증시하는 예가 적지 않다는 지적도 있다.¹³⁾

다만, 지배주주가 있는 상장회사에는 거버넌스나 경영 판단 등에 관계된 과제가 적지 않다. 대표적으로 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 발생하고, 지배주주가 다른 주주의 이익을 훼손하거나 빼앗을 우려가 있다. 실제로 지배주주가 있는 상장회사에서는 경제적 효용보다 기업지배권 희석 방지나 유지를 중시하고, 증자보다 부채에 의한 자금조달을 선택한다든지, 사업 확장(M&A 포함)이나 해외 진출 등에 소극적이라든지, 불확실성이 큰 투자¹⁴⁾에 소극적인 모습이 확인된다.¹⁵⁾ 이것은 기업의 중장기적 가치 제고나 주주 공동의 이익 관점에서 개선이

-
- 6) 2023년 기준 국내 상장회사의 평균적인 주주 구성을 분석한 결과를 보면, 최대주주의 지분 평균이 29.21%에 달하였다(이성복, 「국내 상장기업의 소유구조 현황과 특징」, 자본시장연구원, 2024, 3-4쪽).
- 7) OECD에 따르면, 최근 기업의 소유 구조가 분산 소유 구조에서 집중 소유 구조로 변화하고 있다. 그 배경에는 ① 아시아 국가의 기업(지배주주가 존재하는 예가 많음)이 세계 주식시장에서 차지하는 비중이 커진 것, ② 기관투자자의 규모 확대가 기업 단위의 소유 집중도에 영향을 미친 것, ③ 1990년대 이후 다수의 국영기업이 주식시장 상장을 통해 부분적으로 민영화된 것 등이 있었다. 이에 관해서는 OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2025*, 2025, p.29.
- 8) 八木啓至·風祭隆典·岩井鷹穂·中村透·赤名優介, “コーポレートガバナンスに関する上場ファミリービジネス固有の論点とアクティビスト対応”, 「商事法務」 第2393号(2025); 福久弘明, “日本の上場ファミリー企業における経営支配構造の分析(上)”, 「商事法務」 第2413号(2026); 福久弘明, “日本の上場ファミリー企業における経営支配構造の分析(中)”, 「商事法務」 第2414号(2026); 福久弘明, “日本の上場ファミリー企業における経営支配構造の分析(下)”, 「商事法務」 第2415号(2026).
- 9) 經濟産業省經濟産業政策局産業創造課·企業會計室, 「第1回ファミリービジネスのガバナンスの在り方に關する研究會(事務局説明資料)」(令和7年3月), 9頁.
- 10) 經濟産業省經濟産業政策局産業創造課·企業會計室, 前掲注(9), 13頁.
- 11) 소수주주 보호 법제 수준이 낮은 동아시아에서는 지배주주의 소유 비율을 초과한 과잉 지배권 발생이 문제되고, 상장패밀리기업의 추가순자산비율(PBR)이 다른 기업보다 낮게 형성되는 경향이 있다는 연구 결과도 있다(Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Larry H. P. Lang, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, 57 *Journal of Finance* 2741(2002), pp.2769-2770).
- 12) 그 이유로 ① 소유와 경영 일치에 따른 대리인 비용 감소 효과, ② 창업자인 경영자의 스튜어드십적 행동 등이 지적되고 있다는 설명으로 福久, 前掲注(8)(中), 51頁.
- 13) 經濟産業省經濟産業政策局産業創造課·企業會計室, 前掲注(9), 13,16頁.
- 14) 일반적으로 설비투자는 단기적 수익 획득에 이바지하고, 연구개발투자는 장기적 수익 창출에 이바지하는 것으로서 불확실성이 크다.

요구되는 부분이며, 본 연구의 핵심인 독립이사의 역할이 기대된다.

2. 지배주주가 있는 상장회사 독립이사의 의의와 역할

이사는 회사와 주주를 위해 그 직무를 수행해야 한다. 구체적으로 이사는 주의 깊게 업무 집행을 결정해야 하며, 법령준수를 넘어서 감시나 내부통제 시스템 정비 등의 의무를 져야 한다.¹⁶⁾ 그리고 회사의 이익(주주 공동의 이익)이 희생되고, 자기를 포함해 회사 이외의 자의 이익이 도모되는 상황을 실효적으로 억지해야 한다.¹⁷⁾ 이상을 생각하면, 지배주주가 있는 상장회사의 이사는 지배주주와 일반주주 간의 대리인 문제와 그에 따른 폐해를 억지하는 데 힘써야 함이 마땅하다.

그런데 지배주주가 있는 상장회사의 경우, 이사의 충실한 직무 수행을 기대하는 데 한계가 있을 수 있다. 이사회 실패에 관한 논의를 떠올려보면, 쉽게 이해할 수 있을 것이다. 이사회는 오래전부터 제대로 기능하지 못한 면이 있고,¹⁸⁾ 그 핵심적 이유로 독립성이 지적되어왔다.¹⁹⁾ 이사 선임에 상당한 영향력을 미칠 수 있는 지배주주가 있는 상장회사에서는 이사의 독립성이 결여되기 쉽고, 이사가 그 지위 유지에 따른 여러 편익을 고려해서 지배주주의 이익에 반하는 행동을 하지 않을 가능성이 있다.²⁰⁾ 물론 독립성을 가진 이사는 회사를 위해 충실하게 직무를 수행할 것이라 단정할 수 없다.²¹⁾ 또한, 독립성을 가진 이사는 회사의 이익에 이바지할 것이라 단정할 수도 없다.²²⁾ 다만, 독립성을 가진 이사의 의의를 완전히 무시할 수는 없다. 독립성을 가진 이사의 존재 자체가 경영진이나 지배주주의 행동에 영향을 줄 수도 있다.²³⁾ 상장회사의 사외이사를 '독립이사'로 변경한 2025년 7월 상법 개정은 이를 뒷받침하는 하나의 예이다.²⁴⁾

15) 福久, 前掲注(8)(中), 48-50頁.

16) 김진식·노혁준·천경훈, 「회사법」 제9판, 박영사, 2025, 430-449쪽; 田中亘, 「會社法」第4版, 東京大學出版會, 2023, 283~293頁.

17) 이사에게 선관주의의무·충실의무를 요구하는 것은 이사의 경제적 활동의 자유를 제약함에 따른 비용을 발생시킨다는 점을 고려해, 해당 비용을 웃도는 편익이 예상되는 한도에서 이사에게 의무를 요구하는 해석 태도가 필요하다는 지적이 있다(田中, 前掲注(16), 295頁).

18) 김태진, “우리는 이사회에게 무엇을 기대할 것인가: 이사회 실패 현상을 극복하기 위한 대안으로서 법인이사론을 중심으로”, 「경영법률」 제25권 제4호(2015), 65-66쪽.

19) 송옥렬, 「상법강의」 제15판, 홍문사, 2025, 920쪽.

20) 회사에 관계된 많은 문제의 근원적인 원인이 인간의 탐욕일 수 있다는 지적으로 김태진, 앞의 논문, 75쪽.

21) 독립이사는 전문성이나 역량 부족, 개인의 사정, 불충분한 정보 제공, 인센티브 구조 등 여러 요인으로 인해 요구되는 역할을 제대로 수행하지 못할 가능성이 있다는 지적으로 김태진, 앞의 논문, 71쪽; 송옥렬, 앞의 책, 920-921쪽.

22) 독립이사 증가가 기업 실적에 악영향을 미쳤다고 실증 분석도 다수 존재한다는 지적으로 김태진, 앞의 논문, 68-69쪽.

23) 송옥렬, 앞의 책, 921쪽.

24) 2025년 7월 상법 개정에서는 사외이사의 독립성을 강조하고, 업무 집행 감독 기능을 강화하기 위해 상장회사가 선임하는 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경하였다.

이상을 전제로 보면, 지배주주가 있는 상장회사에서는 독립이사의 역할이 특히 강조될 수밖에 없다. 독립이사는 지배주주와 일반주주 간의 대리인 문제와 그에 따른 폐해(소수주주 이익 훼손 등)를 억지하는 중요한 역할과 책무를 부담해야 한다.²⁵⁾ 필요한 경우는 구체적인 행위규범을 제시함으로써 독립이사의 실효적인 역할과 책무를 독려하는 것도 중요하다. 이러한 문제의식 아래, 이하에서 일본의 관련 논의 동향과 도쿄증권거래소의 「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」이라는 문서를 살펴보려 한다.

III. 지배주주가 있는 상장회사에 관계된 일본의 동향과 도쿄증권거래소의 문서 분석

1. 지배주주가 있는 상장회사에 관계된 동향

가. 연성규범(soft law)을 활용한 규율 강화

일본에서는 상장회사의 비율은 완만하게 감소한 한편, 지배주주가 있는 상장회사(이하 ‘종속상장회사’)의 수와 비율은 완만하게 상승하는 추이가 나타났다.²⁶⁾ 이러한 흐름 속에서, 특히 상장 후 지배·종속관계가 형성된 회사를 중심으로 소수주주 보호에 관계된 문제가 여기저기서 발생하였다.²⁷⁾ 이러한 배경으로 종속상장회사의 소수주주 보호 문제가 회사법 영역의 중요한 쟁점으로 다루어졌다.

종속상장회사의 경우 주식 보유가 분산된 경우와 비교해 주주·경영자 간의 대리인 문제는 심각하지 않지만,²⁸⁾ 지배주주가 사적이익을 추구할 가능성이 있고 지배주주·소수주주 간의 대리인 문제가 발생²⁹⁾할 우려가 있다. 일본 정부는 이 문제를 회사법상 엄격한 규율로 대응하지

25) 東京証券取引所, 前掲注(4), 2頁.

26) 東京証券取引所, 「從屬上場會社における少數株主保護の在り方等に關する研究會第1回資料」(2020年1月7日), 2-3頁.

27) 종속상장회사에 독립사외이사가 존재하지 않는 경우가 목격되었다. 당시의 문제에 관해서는 東京証券取引所, 前掲注(26), 7頁.

28) 주식 보유가 분산된 경우와 비교할 때, 지배주주가 경영자를 감시하는 것이 손쉬운 면이 있다. 예컨대, 지배주주가 자연인이고 회사 경영에 직접 참여하는 경우는 그 지배주주가 경영진의 일원으로서 다른 경영자를 감시할 수 있다(加藤貴仁, “支配株主と少數派株主のエージェンシー問題に關する覺書: 社外取締役などにどこまで期待できるのか?”, 「東京大學法科大學院ローレビュー」 Vol.11(2017), 223頁).

29) X가 A사의 주식을 50% 초과해 소유한 지배주주이고, X가 A사에 대해 지배적 영향력을 행사하는 방법으로 ① 경영방침이나 경영조직 개혁을 통해 A사의 업적을 개선하는 것, ② A사와의 거래를 도모하는 것 두 가지가 있다고 가정해 보자.

X가 ①의 방법을 선택한 결과 A사의 업적이 개선되었다면, X는 보유한 A사 주식의 가치가 향상되는 것 등에 따른 이익을 얻을 수 있다. 그리고 A사의 주식 가치가 향상된 것 등이려면, A사의 다른 주주도 지주비율에 따라 X의 지배적 영향력 행사로 발생한 A사의 업적 개선 이익을 누릴 수 있다. 달리 말하면, X는 A사의 업적 개선에 따른 이익을 독점할 수 없다. 이에 반해 X가 ②의 방법을 선택해 A사를 상대로 시장가격 100억

는 않았다. 2014년 일본 회사법 개정 논의 시 지배주주·소수주주 간의 대리인 문제 해소를 위한 새로운 제도 도입(회사와 지배주주의 거래로 인해 회사가 불이익을 받은 경우는 지배주주가 회사에 그 불이익에 상당하는 금액을 지급할 의무를 부담하도록 하는 제도³⁰⁾)을 논의하기도 했지만, 규제 대상의 모호성과 실무의 우려 등을 고려해 최종 입법에 반영하지는 않았다.³¹⁾ 당시 지배주주의 신인의무 도입에 관한 주장도 있었지만,³²⁾ 이는 재판규범으로서의 모호성 등 강한 비판에 부딪혀 중간 시안에도 반영되지 못하였다.³³⁾

대신에 일본 정부는 종속상장회사의 소수주주 보호 문제에 관한 회사법 영역의 규율 미비를 보완하는 수단으로 연성규범을 선택하였다. 예컨대, 2019년 6월 28일 경제산업성이 「그룹 거버넌스 시스템에 관한 실무지침」(이하 ‘그룹 가이드라인’)³⁴⁾과 「공정한 M&A 방식에 관한 지침」(이하 ‘M&A 지침’)³⁵⁾을 책정·공개하였다. 그룹 가이드라인은 그룹 거버넌스의 실효성 확보 차원에서 의미가 있다고 인정되는 구체적 행동이나 중요한 생각을 제시함으로써 기업 거버넌스 코드를 보완하려는 것이다.³⁶⁾ M&A 지침은 MBO와 지배주주에 의한 종속회사 매수처림 구조적 이해상충이 존재하는 경우의 거래 공정성을 담보하기 위한 실천적 조치로서 ‘공정성 담보 조치’를 제시하고, 구체적 사안별로 최선의 행동을 할 수 있도록 하는 것이다.³⁷⁾ 그리고 2020년 9월 1일에는 도쿄증권거래소의 ‘종속상장회사의 소수주주 보호 등에 관한 연구회’(제1기)가 「지배주주 및 실질적 지배력을 가진 주주가 존재하는 상장회사의 소수주주 보호 등에 관한 중간 정리」(이하 ‘중간 정리’)³⁸⁾를 공개하였다. 중간 정리에서는 종속상장회사의 소수주

원의 자산을 200억 원으로 매각했다고 해보자. A사 입장에서 해당 자산의 가치가 시장가격과 같다면, X는 자산매각을 통해 100억 원을 얻겠지만 A사는 100억 원을 손해 보게 된다. A사가 100억 원의 손해를 보는 것은 A사의 주식 가치를 훼손하는 요소가 된다. 그런데 X는 A사의 주식 전부를 보유하는 것은 아니므로, A사의 주식 가치 하락에 따른 손해를 A사의 다른 주주와 함께 부담하게 된다. 달리 말하면, X는 A사와의 거래로 인해 배타적으로 이익을 얻을 수 있는 한편, 그로 인해 A사에 발생하는 손해는 A사의 다른 주주와 함께 부담할 수 있다는 것이다.

X가 A사의 지배주주라는 것은 ①② 중 하나를 관찰시킬 수 있다는 의미이다. 그런데, 위에서 살펴봤듯이 그 선택이 A사의 다른 주주의 이익과 일치하지 않을 수 있다. ①② 중에서 A사의 다른 주주가 바람직하다고 생각하는 선택지와 X의 실제 행동에 차이가 발생하는 것이 주주 간 대리인 문제가 발생하는 원인이다.

30) 회사의 불이익 여부는 지배주주와의 거래가 없었을 경우와 비교해 판단하는 것으로 하였다.

31) 加藤, 前掲注(28), 225-226頁.

32) 최근의 논의로 白井正和·朽網友章, “親會社のある上場會社における少數株主保護法制の検討: 締出しの際の子會社取締役の義務および上場會社のガバナンス改善の手段を中心に”, 「商事法務」 第2313号(2022), 9-11頁.

33) 당시 논의에서는 남용적 소송 방지를 위해 되도록 객관적으로 적용 범위를 구체화하고, 지배주주의 의무를 정하는 것이 바람직하다는 공감대가 있었다.

34) 經濟産業省, 「グループ・ガバナンス・システムに関する實務指針(グループガイドライン)」(2019年6月28日).

35) 經濟産業省, 「公正なM&Aの在り方に關する指針: 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2019年6月28日).

36) 高橋陽一, “支配株主を有する上場會社において獨立社外取締役に期待される役割とその限界”, 「商事法務」 第2366号(2024), 39頁.

37) 이를 검토한 것으로 권용수, “구조적 이해상충이 내재된 M&A의 공정성 확보 방안”, 「상사판례연구」 제32집 제3권(2019).

38) 東京証券取引所從屬上場會社における少數株主保護の在り方等に關する研究會, 「支配株主及び實質的な支

주 보호에 관한 기본적 생각과 검토 과제(정보공시, 절차, 거버넌스, 적용 범위)를 제시하였다.

이상을 토대로 2021년 기업 거버넌스 코드 개정에서는 소수주주 보호에 관한 의미 있는 내용을 담았다. 구체적으로 ① 기본원칙 4의 ‘사고방식’ 마지막에 ‘지배주주는 회사와 주주 공동의 이익을 존중하고, 소수주주를 불공정하게 취급해서는 안 된다. 지배주주가 있는 상장회사에는 소수주주의 이익을 보호하기 위한 거버넌스 체제 정비가 요구된다’라는 내용을 추가하였다. 또한, ② 보충원칙 48③을 신설하고 ‘지배주주가 있는 상장회사는 이사회에 지배주주로부터 독립성을 가진 독립사외이사를 적어도 3분의 1 이상(프라임시장 상장회사의 경우는 과반수) 선임하거나 지배주주와 소수주주의 이익이 상충하는 중요한 거래·행위를 심의·검토하는 독립사외이사를 포함한 독립성을 가진 자로 구성된 특별위원회를 설치해야 한다’라고 정하였다. 덧붙여, 2025년 10월 21일부터 대대적인³⁹⁾ 기업 거버넌스 코드 개정 논의가 진행 중인데, ②의 내용 중 밑줄 친 부분의 원칙 격상(원칙 4-9)이 검토되고 있다.⁴⁰⁾

나. 종속상장회사의 소수주주 보호 등에 관한 연구회의 논의

도쿄증권거래소는 종속상장회사를 둘러싼 문제와 지배주주·소수주주 간의 이해 조정 방안, 소수주주 보호 체제 등을 논의할 목적으로 2020년 1월 7일부터 ‘종속상장회사의 소수주주 보호 등에 관한 연구회’(이하 ‘연구회’)를 설치·운영하였다.⁴¹⁾

제1기 연구회는 자본시장의 공정성에 대한 신뢰를 확보하고 투자자의 시장 참여 촉진을 목표로 논의를 거듭하였고, 같은 해 9월 1일 중간 정리를 공개하였다. 중간 정리에서는 종속상장회사의 의의·이점(시너지에 의한 그룹의 연결 기업 가치 극대화나 사업재편 활용 등)이 구조적 이해상충의 폐해를 웃돌 수도 있음을 지적한 가운데,⁴²⁾ 정보공시 충실, 특별위원회 활용 등 의사결정 절차 개선, 독립사외이사 선임 등 거버넌스 개선을 통한 소수주주 보호 체제 검토의 필요성을 강조하였다. 이로부터 2021년 정보공시 규제가 개선되었고(일본 회사법시행규칙 제120

配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に關する中間整理」(2020年9月1日).

39) 이번 코드 개정에서는 ① 중요성과 필요성을 고려해서 보충원칙 중 일부를 원칙으로 격상하고, ② 다른 원칙 등의 보조적 위치에 두면서 더 실질적인 대응을 촉진하는 것이 적절하다고 생각되는 사항을 원칙의 사고방식을 신설해 기재하는 한편, ③ 코드에 기재할 필요성이 낮거나 규칙화되어 중복이 발생한 사항 등을 삭제하는 대대적 수정·보완이 이루어질 예정이다(金融廳, 事務局説明資料(2025年10月21日), https://www.fsa.go.jp/singi/revision_corporategovernance/siryo/20251021/04.pdf (검색일: 2026.3.5)).

40) 「コーポレートガバナンス・コード: 会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために(改訂案)」, 37頁, https://www.fsa.go.jp/singi/revision_corporategovernance/siryo/20260226/03-1.pdf (검색일: 2026.3.5).

41) 東京証券取引所, 從屬上場会社における少数株主保護の在り方等に關する研究會, <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/index.html> (검색일: 2026.3.3.).

42) 중간 정리에서는 자회사 상장이나 상장 후에 지배주주가 생기는 경우의 의의·이점도 인정한 가운데, 그에 관계된 폐해를 방지하는 방안을 강조하였다. 예컨대, 자회사 상장에 대해서는 그 국민 경제상의 의의나 투자자에게 다양한 투자 물건을 제공한다는 거래소에 기대되는 역할에 비추어 일률 금지하는 것은 타당치 않다고 하였다(東京証券取引所從屬上場会社における少数株主保護の在り方等に關する研究會, 前掲注(38), 4頁).

조 제1항 제7호),⁴³⁾ 기업 거버넌스 코드에 소수주주 보호 관련 사항(III. 1. 1.1. 참고)이 담겼다.

도쿄증권거래소는 상기 제도 정비에 관계된 실태 조사를 진행하고, 그 결과 등을 토대로 2023년 1월 6일부터 제2기 연구회를 운영하고 있다. 제2기 연구회는 같은 해 12월 26일 ①「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」(이하 III. 2. 참고)과 ②「소수주주 보호 및 그룹 경영에 관한 정보공시 충실」⁴⁴⁾이라는 문서를 공개하였고, 지금까지 추가 검토 과제를 논의하고 있다.⁴⁵⁾ ②는 소수주주의 투자 판단 시 충분한 예측 가능성을 확보한다는 관점에서 그룹 경영이나 소수주주 보호에 관한 기재상 포인트를 정리·공표한 것이다(모자 관계에 있는 상장회사⁴⁶⁾나 지분법 적용 관계에 있는 상장회사 대상).⁴⁷⁾

덧붙여, 도쿄증권거래소는 2025년 2월 「모자상장 등에 관한 투자자의 시선」⁴⁸⁾이라는 문서를 공표하였다. 일본에서는 상장회사의 수와 비율이 완만하게 감소하는 추세에 있지만, 2025년 7월 기준 215사(5.7%)의 상장회사가 존재하였다.⁴⁹⁾ 모자상장은 중장기적 기업 가치 제고를 위한 경영 자원의 적절한 분배라는 관점에서 그 필요성이 인정되는 경우가 있지만, 투자자의 시선에서 그 의의를 검토⁵⁰⁾하거나 투자자가 기대하는 공시가 불충분하다는 지적 등이 있었다. 위 문서는 이를 고려해 공표한 것이다. 모자상장에 관한 문제의식은 종속상장회사에 관계된 문제의식과 유사한 면이 있다.⁵¹⁾

다. 독립사외이사에 의한 감독

일본에서는 거듭된 논의 과정에서 소수주주 보호를 위한 종속상장회사의 거버넌스 개선과 관련해서 독립사외이사의 역할이 특히 중요하다는 인식이 확립되었다.⁵²⁾ 이는 다수의 연성규

43) 모회사와 자회사 간에 자회사의 중요한 재무 및 사업 방침에 관한 계약 등이 존재하는 경우는 자회사가 그 내용의 개요를 공시하도록 하였다.

44) 東京証券取引所, 「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」(2023년12월26일).

45) 2026년 1월 26일에는 제9회 연구회를 개최하고, ① 소수주주 보호에 관한 상장 제도 재검토, ② MBO 등 비공개화 장면에서의 소수주주 보호, ③ 그룹 경영 등에 관한 공시 추진 등을 논의하였다.

46) 도쿄증권거래소는 종전부터 모자 관계에 있는 상장회사에 소수주주 보호나 그룹 경영에 관한 사항 공시를 요구하였다.

47) 池田直隆·白水克典, “從屬上場會社における情報開示の充実および獨立社外取締役の役割について”, 「商事法務」 第2355号(2024), 22-28頁.

48) 東京証券取引所, 「親子上場等に関する投資者の目線」(2025년2월4일).

49) 2025년 7월 기준 20% 이상 50% 미만 대주주(모회사·개인주주 제외)가 있는 상장회사 수는 998사였다(東京証券取引所, 「從屬上場會社における少数株主保護の在り方等に関する研究會(第2期)第7回東証説明資料」(2025년 10월7일), 3-4頁).

50) 단순히 모회사의 의향에 따르는 것이 아니라 모회사 산하에서 상장하는 것이 자사의 중장기적 기업 가치 제고나 자본 효율 관점에서 최적의 형태인지, 이사회(특히 독립사외이사)가 구조적 이해상충 위험을 감독하고 소수주주 보호에 필요한 모회사로부터의 독립성이나 거버넌스 체제의 실효성을 확보하고 있는지 등을 검토하는 것이 필요하다.

51) 東京証券取引所, 前掲注(48), 21頁.

법에서도 확인된다. 예컨대, 그룹 가이드라인에서는 '이사회와 독립사외이사 비율을 높이는 것(1/3 이상이나 과반수 등)을 목표하는 것이 기본이지만, 그것이 곤란한 경우 중요한 이해상충 거래에 대해 독립사외이사(또는 독립사외감사)를 중심으로 한 위원회에서 심의·검토를 하는 체제를 도입하는 것이 검토되어야 한다'라고 하였다.⁵³⁾ M&A 지침에서도 '특히 중요한 역할을 다하는 것은 특별위원회의 핵심이 되는 사외이사를 비롯한 사외임원이다'라고 지적하였다.⁵⁴⁾ 앞서 설명했듯이, 기업 거버넌스 코드에서도 보충원칙 48③을 신설해 종속상장회사의 독립사외이사 선임을 강조하였고, 현재 진행 중인 코드 개정 논의에서 해당 내용을 보충원칙에서 원칙으로 격상하는 것을 검토하고 있다. 한편, 도쿄증권거래소의 연구회도 중간 정리를 통해 독립사외이사 선임을 강조한 데 이어서, 「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」이라는 문서를 공표하였다.

(독립)사외이사는 주식 소유가 분산한 회사의 경영자·주주 간 대리인 문제에 대한 해결방안으로 등장하였다.⁵⁵⁾ 지배주주가 있는 회사에서는 경영자·주주 간 대리인 문제는 경감되는 한편, 지배주주·소수주주 간의 대리인 문제가 발생한다. 최근 일본에서는 후자에 대한 대책 관점에서도 독립사외이사를 활용하려는 것이 흐름이다.

2. 도쿄증권거래소의 문서 분석

이하에서는 본 연구의 목적을 고려해 도쿄증권거래소의 「지배주주·지배적 주주가 존재하는 상장회사의 독립사외이사에 기대되는 역할」이라는 문서만을 분석한다.⁵⁶⁾ 해당 문서는 종속상장회사 독립사외이사의 역할(소수주주의 이익을 보호하는 역할)을 구체적 장면을 상정해 정리한 것이다.

가. 소수주주 보호에 관한 기본적인 생각

종속상장회사의 소수주주는 일반적으로 주주로서의 이해 이외의 이해를 갖지 않는다. 그래서 소수주주의 이익은 주주 공동의 이익과 동일시될 수 있고,⁵⁷⁾ 소수주주의 이익을 보호하는 것은 주주 공동의 이익을 보호하는 것이자 중장기적 기업 가치 제고를 도모하는 길이 될 수

52) 池田·白水, 前掲注(47), 28頁.

53) 經濟産業省, 前掲注(34), 131頁.

54) 經濟産業省, 前掲注(35), 47頁.

55) 高橋, 前掲注(36), 39頁.

56) 이하 내용은 東京証券取引所, 前掲注(4); 高橋, 前掲注(36), 40-46頁; 池田·白水, 前掲注(47), 28-31頁을 토대로 작성하였다.

57) 다만, 동의 없는 매수 등 예외적 경우에는 주주 공동의 이익과 특정 소수주주의 이익이 일치하지 않을 수 있다. 또한, 소수주주가 기관투자자인 경우는 주주로서의 이해 이외의 이해가 존재할 수밖에 없다.

있다. 이로부터 문서는 다음과 같은 소수주주의 이익 보호를 지적하였다.

① 종속상장회사의 지배주주와 소수주주는 모두 중장기적 기업 가치 제고와 그에 따른 주주 공동의 이익 증대로부터 기대되는 이익을 누릴 수 있는 관계에 있고, 그 관계에서는 이해가 일치한다. 그러나 ② 일부 국면에서 지배주주가 그 영향력을 자기의 이익(주주로서의 이익 이외의 이익)을 위해 행사함으로써 소수주주의 이익이 훼손되는 이해상충 우려(구조적 이해상충 위험)가 존재한다. 따라서 ③ 구조적 이해상충 위험을 적절하게 감독함으로써 지배주주와 소수주주의 이익이 달라지는 상황을 방지하고, 양자의 이익이 일치하는 상태를 상장회사의 경영·사업 전반을 통해 확보하는 것이 중요하다.

다만, 주의할 점이 있다. 문서는 회사의 지속적 성장과 중장기적 기업 가치 제고를 위해 기대되는 역할로서 소수주주의 이익 보호를 지적하고 있다는 것이다. 즉, ① 독립사외이사가 지배주주와의 거래나 지배주주로부터의 지시에 항상 소극적인 대응을 취할 필요는 없고, ② 지배주주와 소수주주 간의 이해상충이 문제 되지 않는 장면에서 특정 소수주주의 의견을 지배주주의 의견에 우선할 필요는 없다.⁵⁸⁾ 또한, ③ 독립사외이사는 지배주주와 협조하거나 지배주주의 지원을 받는 것이 소수주주의 이익이 되는 경우라면 그러한 판단을 적극적으로 내리는 것이 기대된다.⁵⁹⁾ 덧붙여, 지배주주와 소수주주 간의 이해상충 문제가 현재화할 가능성은 회사마다 다르므로, 종속상장회사의 독립사외이사에게 일률적으로 소수주주의 이익 보호가 강하게 기대되는 것은 아니다.

나. 독립사외이사에게 기대되는 역할

(1) 총론: 독립사외이사의 역할

종속상장회사의 이사에게는 ① 상장회사에서 회사의 지속적 성장과 중장기적 기업 가치 제고를 위해 일반적으로 기대되는 역할(경영자·주주 간의 대리인 문제에 대한 대응)에 더해, ② 지배주주와 소수주주 간에 이해상충이 발생하는 상황에서 소수주주의 이익을 적절하게 보호하는 중요한 역할(지배주주·소수주주 간의 대리인 문제에 대한 대응)이 요구된다. 다만, 독립사외이사 이외의 이사는 지배주주로부터의 독립성이 확보되지 않은 면이 있고, 지배주주의 영향을 받기 쉬운 면이 있으므로, 상기 ②의 역할은 특히 독립사외이사에게 기대된다고 봐야 한다. 달리 말하면, 독립사외이사에게 기대되는 역할은 회사의 소유 구조와 사정 등에 따라 확대될 수 있다는 것이다.⁶⁰⁾

58) 東京証券取引所, 前掲注(4), 13頁.

59) 東京証券取引所, 前掲注(4), 13頁.

60) 지배주주·소수주주 간의 대리인 문제가 발생할 가능성은 회사마다 다르다. 지배주주가 별도의 사업을 영위하는 경우나 다른 사업회사를 보유한 경우(특히 사업 분야의 중복이나 시장에서의 경합이 있는 경우)는 지배주주·소

주의할 점은 독립사외이사의 역할이 확대된다고만 생각해서는 안 된다는 것이다. 종속상장 회사에서는 경영자·주주 간의 대리인 문제가 경감된다. 그러므로 해당 문제에 대한 독립사외이사의 역할은 경감될 수 있다. 그렇지 않으면, 종속상장회사의 독립사외이사에게 요구되는 역할·책무가 너무 가중될 수 있고, 독립사외이사의 과도한 압박으로 지배주주에 의한 경영진 감독 기능 발휘가 저해되어 자칫 주주 공동의 이익이 훼손되는 결과를 초래할 수도 있기 때문이다.

(2) 이사회에서 독립사외이사의 역할

독립사외이사는 이사회의 이사로서 활동할 때, 회사의 경영·사업 전반에서 소수주주의 이익을 보호하는 역할·책무(지배주주·소수주주 간의 이해상충 위험을 감독하는 것이 그 핵심이 된다)를 다하는 것이 요구된다. 이러한 역할·책무를 다하는 것은 특별위원회 설치 여부와 관계없이 기대되는 것이다. 그리고 이해상충 위험이 문제 되는 거래·행위를 이사회에서 심의·결정하는 경우뿐만 아니라, 이사회의 직접적인 심의·결정의 대상이 되지 않는 거래·행위를 포함해 일상적인 감독 상황에서도 기대되는 것이다. 관련해서 독립사외이사의 적절한 관여가 확보되는 체제 정비 등 다음의 사항을 고려할 필요가 있다.

① 이해상충 위험 등 감독체제 정비이다. 거래관계를 비롯해 상장회사와 지배주주의 관계는 다양하다. 이 점에서 독립사외이사가 이해상충이 문제가 될 수 있는 모든 거래·행위를 직접 감독하는 것은 현실적이지 않다. 그래서 거래·행위의 중요성이나 그에 수반하는 이해상충 위험의 중요성에 따라 적절하게 감독하는 것이 기대된다. 예컨대, (i) 중요한 이해상충 위험을 수반하는 거래·행위에 대해서는 독립사외이사가 직접 관여하는 한편, (ii) 그 밖의 거래·행위에 대해서는 일정 감독체제에 기초해 감독하는 형태로 중요성에 따른 감독체제를 정비하는 것이 유효하다고 지적된다. 그때 독립사외이사가 중요한 이해상충 위험의 소재를 확실히 파악하고, 그것이 존재하는 때에 관여하는 것을 가능하게 하기 위한 부의·보고 체제가 정비되는 것이 중요하다. 독립사외이사에게는 당사자로서 충분한 체제가 정비되어 있는지를 검증하는 것과 부족한 경우는 필요한 체제 정비·지원을 적극적으로 요구하는 것이 기대된다.

② 일상적인 감독이다. 종속상장회사의 업무집행자는 지배주주로부터의 독립성이 확보되지 않는 면이 있고, 지배주주의 영향을 받기 쉬운 면이 있다. 이 점에서 독립사외이사는 그 직무

수주주 간의 대리인 문제가 발생할 가능성이 크다. 반면에, 지배주주가 다른 사업을 하지 않고, 다른 사업회사도 보유하지 않은 경우는 해당 문제가 발생할 가능성이 크지 않다. 독립사외이사의 비율, 감독체제, 특별위원회 상설 여부 등을 검토할 때는 지배주주·소수주주 간의 대리인 문제 발생 가능성을 고려해야 한다. 해당 문제가 발생할 가능성이 적은 회사에서는 독립사외이사의 관여를 높여도 얻을 수 있는 편익이 상대적으로 크지 않고, 오히려 지배주주에 의한 감독 기능 발휘를 저하할 우려도 있다. 이것은 효율적인 경영이나 신속한 의사결정이라는 관점에서 바람직하지 않다.

로서 업무집행이사·집행임원을 비롯해 회사의 업무집행자를 감독하는 것이 요구되고, 지배주주·소수주주 간의 이해충돌 위험을 적절히 감독하는 것이 요구된다. 특히, 일상적으로 이루어지는 거래·행위에서 이해충돌 위험이 간과되는 일이 없도록, 이사회에서 정기적으로 이루어지는 심의나 보고를 통해 항상 이해충돌 위험을 주시하는 것이 필요하다.⁶¹⁾ 한편, 독립사외이사는 회사의 최대 이해관계자인 지배주주와 경영방침이나 이해충돌 위험을 둘러싼 상황에 관해 계속해서 대화를 나눔으로써 회사와 주주 공동의 이익(소수주주 이익 보호)이 도모되도록 하는 것이 바람직하다.⁶²⁾

③ 특정 거래·행위에 대한 심의·의사결정이다. 이해상충 위험이 문제 되는 특정 거래·행위를 이사회에서 심의·결정하는 경우는 지배주주·소수주주 간의 이해상충이 발생할 가능성이 큰 국면이고, 소수주주의 이익 보호라는 독립사외이사의 역할이 특히 중요한 장면이다. 이러한 경우는 독립사외이사가 해당 거래·행위에서 소수주주의 이익이 도모되는지를 포함해서 그 거래·행위를 검토한 후 의견을 진술하고, 문제가 있는 경우는 그것을 지적하는 것이 요구된다.⁶³⁾ 검토 시에는 거래의 필요성(거래에 따른 이익⁶⁴⁾ 등)이나 거래조건의 합리성(제3자와의 거래 시 거래조건과의 비교 등)에 더해서 절차의 공정성(교섭 과정 등)을 고려할 필요가 있다.⁶⁵⁾

④ 독립사외이사 후보자 지명에 대한 관여이다. 독립사외이사가 소수주주의 이익 보호라는 역할·책무를 실효적으로 수행하기 위해서는 지배주주로부터의 독립성과 경영진으로부터의 독립성 모두를 확보하는 것이 중요하다. 종속상장회사에서는 지배주주가 주주총회 결의를 통해 최종적인 독립사외이사 선·해임 권한을 가지는 만큼, 독립사외이사가 그 전 단계(독립사외이사 후보자 선정 단계)에서 독립성을 가진 후보자 선정을 염두에 두고 관여하는 것이 기대된다.⁶⁶⁾⁶⁷⁾ 이것은 종속상장회사의 중장기적 기업 가치 제고에 이바지할 가능성도 있다.⁶⁸⁾ 다만,

61) 지배주주와의 거래·행위에 관한 기준을 책정한 후, 정기적으로 기준 운용 상황을 확인·검증하거나 기준을 재검토하는 방식을 활용함으로써 업무 부담을 경감할 수 있다.

62) 기업 거버넌스 코드 기본원칙 4 사고방식에서는 지배주주가 회사와 주주 공동의 이익을 존중하고, 소수주주를 불공정하게 취급하지 않도록 하는 체제 정비를 요구하고 있다. 이는 현재 논의 중인 코드 개정에서도 변함이 없다(前掲注(40), 25頁).

63) 經濟産業省, 「社外取締役向けケーススタディ集: 想定される場面と対応」(2023年6月30日).

64) 거래에 따른 이익으로는 ① 거래로부터 직접 얻을 수 있는 이익과 ② 거래에 따라 지배주주나 그룹 전체에 발생하는 이익·시너지로부터 얻을 수 있는 이익을 생각할 수 있다. 다만, ②의 이익을 고려 요소로서 강조하는 것에는 신중할 필요도 있다. ②의 이익을 강조하면 할수록 고려 범위가 확대될 수밖에 없고, 구조적 이해상충이 존재하는 거의 모든 거래·행위의 거래 필요성이 인정될 우려가 있기 때문이다.

65) 阿南剛, “從屬上場會社における情報開示の充實と獨立社外取締役の役割に關する實務上の留意点”, 「商事法務」 第2360号(2024), 35-36頁.

66) 지배주주가 독립사외이사 후보자를 지명·추천하는 때에도, 독립사외이사가 지배주주로부터의 독립성 및 경영진으로부터의 독립성을 검토하는 것이 기대된다.

67) 지배주주가 존재하지 않는 상장회사에서 요구되는 경영진으로부터의 독립성뿐 아니라, 지배주주로부터의 독립성이 부가적으로 필요하다는 것을 인식한 가운데 단순히 도쿄증권거래소가 정하는 독립성 기준(현재 또는 과거 10년 이내에 모회사 및 형제 회사의 업무집행자가 아닌 것 등)을 충족하는 것을 넘어서, 실질적으로 봐서 쌍방의 독립성이 확보되는 후보자를 선정하는 것이 중요하다.

지배주주의 독립사외이사 선·해임 권한이 어떻게 행사되어야 하는지에 관해서는 신중하면서도 체계적인 검토가 요구된다. 한 예로, 미국에서는 종속상장회사의 독립사외이사 선·해임에 대해 일반 상장회사보다 엄격한 규제를 가하는 예가 없고, 오히려 종속상장회사의 독립사외이사 비율을 완화하는 예가 있다.⁶⁹⁾ 한편, 종속상장회사의 독립사외이사 선·해임 규율은 기업 지배권 시장을 위축시킬 수 있다는 지적도 있다.⁷⁰⁾

⑤ 제3자 의견 입수에 대한 관여이다. 종속상장회사는 지배주주가 관계된 소정의 거래·행위를 하는 경우, 소수주주에게 불이익을 주는 것이 아니라는 것에 관해 지배주주와 이해관계가 없는 자의 의견을 입수하는 것이 의무이다(유가증권상장규정 제441조의2). 독립사외이사는 직접 또는 자신이 포함된 특별위원회를 통해서 해당 의견을 진술하는 형태로 관여함으로써, 소수주주의 이익 보호 관점에서 심의·검토한 내용을 대외적으로도 표명하는 것이 기대된다. 일본에서는 실무상 독립사외이사 또는 독립사외이사를 구성원으로 하는 특별위원회로부터 의견을 입수하는 것이 정착되어 있다.⁷¹⁾ 거래의 성질에 따라서는 외부 전문가·유식자 등 제3자로부터 의견을 입수하는 것도 생각할 수 있는데, 그 경우에도 회사 내 심의·의사결정 시 해당 제3자의 의견을 참고한 가운데 독립사외이사도 소수주주에게 불이익을 주는 것은 아니라는 판단을 표시하는 것이 기대된다.

(3) 특별위원회 설치

(가) 의의

특별위원회를 설치하는 것은 지배주주로부터 독립한 자만으로 구성되는 환경에서, 이해상충 문제를 심의·검토를 할 수 있도록 하는 의의가 있다. 그래서 종속상장회사에서는 이해상충 위

68) 창업자가 존재하는 상장회사(이하 '상장패밀리기업')는 그렇지 않은 상장회사(이하 '상장비패밀리기업')보다 독립이사 과반수 이사회 채용률과 독립이사 비율이 통계상 유의하게 낮다는 결과가 있다(福久, 前掲注(8)(中), 47-48頁). 미국 S&P500 기업에서는 이사회에서 차지하는 창업자 출신 이사의 비율이 평균 20.1%에 달하였다는 연구 결과도 있다(Ronald C. Anderson & David M. Reeb, Board Composition: Balancing Family Influence in S&P500 Firms, 49 *Administrative Science Quarterly* 209(2004)). 해당 연구에서는 독립이사가 창업자 출신 이사의 영향력을 적절히 감독할 수 있는 '균형 있는 이사회 구조'를 가지는 상장패밀리기업이 가장 높은 시장 평가를 얻었다는 결과를 제시한다. 이것은 창업자와 독립이사의 힘의 균형이 최적화한 이사회 구조가 상장패밀리기업의 상장비패밀리기업 대비 경영 성과 지표의 우위성에 이바지하고 있을 가능성을 시사한다.

69) 太田洋, “從屬上場會社における獨立社外取締役の選解任のあり方”, 「商事法務」 第2226号(2020), 32頁.

70) 지배주주가 종속상장회사에 불합리한 거래를 할 가능성이 없음에도 불구하고, 자신의 의결권을 행사해 그 종속상장회사의 사내이사나 독립사외이사를 선·해임하는 것도 자유롭게 할 수 있도록 하는 제도를 도입하면, 지배주주가 되는 매수자가 상장회사를 매수한 후에 상장을 유지하면서 경영을 통제하는 게 매우 곤란해진다. 매수자가 이사 교체를 자유롭게 할 수 없기 때문이다. 이는 결과적으로 상장회사를 대상으로 한 매수를 위축시키고, 산업 전반의 재편을 저해할 수 있다. 이것은 국가 경제 관점에서 바람직하지 않다. 이에 관해서는 太田, 前掲注(69), 38頁.

71) 東京証券取引所, 前掲注(4), 23頁.

힘이 있는 거래·행위를 심의·검토할 때 특별위원회를 설치하는 예가 많다.⁷²⁾ 다만, 앞서 살펴본 그룹 가이드라인이나 기업 거버넌스 코드, 도쿄증권거래소의 문서에서는 특별위원회 설치를 절대적 원칙으로 삼고 있지는 않다는 점에 주의할 필요도 있다. 예컨대, 그룹 가이드라인과 기업 거버넌스 코드 보충원칙 48③에서는 독립사외이사에 의한 감독체제로서 ① 일정 비율 이상의 독립사외이사가 포함된 이사회를 통한 감독과 ② 독립사외이사를 비롯해 독립성을 가지는 자로 구성되는 특별위원회를 통한 감독을 들고 있지만, ①을 원칙으로 상정하고 있다.⁷³⁾ 또한, 도쿄증권거래소의 문서에서는 특별위원회를 ‘이사의 독립사외이사 비율이 높지 않은 경우, 독립사외이사를 하나의 그룹으로 기능시킴으로써 이사회에 의한 감독을 보완하는 형태로 이해상충 감독의 실효성을 높이기 위해’ 이용할 수 있다고 하였다. 이에선 상기 ①이 원칙이고 ②가 차선이라는 생각이 깔려 있다. 물론 해당 문서에서는 특별위원회를 ‘독립사외이사의 비율과 관계없이 이해상충 위험에 특히 진지한 대응이 요구되는 경우, 독립사외이사를 거래조건 등의 교섭 과정에 실질적으로 관여시키는 절차를 택함으로써 개별 거래·행위에서 이해상충에 따른 불공정이 발생하지 않도록 하고자’ 이용할 수 있다고도 하였다.⁷⁴⁾

덧붙여, 특별위원회는 법정 권한이나 책임을 지는 것은 아니므로, 그 심의 결과가 이사의 심의나 회사의 업무 집행에 반영될 수 있도록 하는 체제가 확보되는 것도 기대된다.

(나) 특별위원회에서 독립사외이사의 역할

특별위원회는 이사의 감독 기능을 보완하는 것으로서, 독립사외이사를 중심으로 구성하는 것이 원칙이다. 독립사외이사 이외의 자가 구성원이 될 수도 있지만, 그 경우 독립사외이사가 중심적 역할(의장 등)을 담당하는 것이 기대된다. 독립사외이사가 특별위원회의 의제 설정이나 심의 방식을 결정하도록 함으로써, 특별위원회의 독립성을 담보하기 위함이다.

독립사외이사는 특별위원회에서의 심의 시에 해당 거래·행위에서 소수주주의 이익이 도모되고 있는지를 검토한 후, 이사회에 특별위원회의 견해를 제시하는 것이 기대된다. 그리고 특별위원회를 이용하는 목적에 따라서는 소수주주의 이익을 최대화하는 관점에서 특별위원회의 권한에 따라 행동하는 것이 기대된다. 예컨대, 교섭권한을 부여받아 업무집행자를 대신해 직접 교섭에 나선다든지, 교섭 방침을 정하고 교섭 상황을 확인하며 필요한 경우 교섭 내용에 대해

72) 일본에서는 2007년 사이버드 홀딩스의 MBO 안전에서 특별위원회가 처음 활용(家田崇·川本眞哉, “公正性担保措置と少数株主の富”, 「商事法務」 第2366号(2024), 69頁)된 후에, 그 활용 비율이 점차 증가해 모든 MBO·지배주주에 의한 완전자회사화 안전에서 활용되는 상황에 이르렀다. 일본의 특별위원회 활용 현황을 검토한 것으로 권용수, “M&A의 공정성 담보 조치에 관계된 일본의 현황 분석”, 「일감법학」 제59호(2024), 91-92쪽.

73) 기업 거버넌스 코드는 ①②를 병렬적으로 정하고 있지만, ①을 원칙으로 생각하고 있다는 것이 일반적 견해라는 지적으로 高橋, 前掲注(36), 41頁.

74) 지배주주에 의한 완전자회사 장면에서는 특별위원회를 설치하는 게 M&A 지침에서 권장되고 있으며, 실무상으로도 정착된 상황이다.

지시하건 요청하는 등, 소수주주에게 더 유리한 조건 확보를 위해 행동하는 것이 중요하다.

(4) 이해상충 위험이 있는 거래·행위 유형과 감독 시점

독립사외이사는 이해상충 위험이 있는 거래·행위가 이루어질 때, 소수주주의 이익이 도모되는지⁷⁵⁾라는 관점에서 해당 거래·행위를 검증하는 것이 기본적인 감독 시점이 된다.⁷⁶⁾ 이러한 인식을 토대로, 도교증권거래소 문서에서는 이해상충 위험이 있는 거래·행위의 전형적인 유형으로서 ① 회사와 지배주주 간의 직접거래, ② 사업양도 또는 사업조정, ③ 지배주주에 의한 완전자회사화를 열거하고, 각 유형에 내재한 이해상충 문제와 고려 요소를 구체적으로 제시하였다.⁷⁷⁾

주목할 점은 ①②의 고려 요소로서 지배주주의 그룹 내 거래의 특수성을 고려해 독립당사자 간의 거래 시 거래조건과의 비교뿐 아니라, 거래로 인해 지배주주나 그 그룹 전체에 생기는 이익·시너지로부터 자사가 얻을 수 있는 이익을 고려할 수 있다는 태도를 보였다는 것이다. 이는 중장기적 관점의 회사 또는 주주 공동의 이익이 단기적 이익(거래조건 등)보다 우선할 수 있음을 시사한다. 단, 이러한 이익을 고려하는 경우는 심의·의사결정 시에 구체적으로 어떤 이익을 고려했는지를 명확히 하고, 의사록 등에 기록해 두어야 한다. 지배주주와의 관계에서도 인식을 공유해 두어야 한다. 그렇지 않으면, 거래·행위의 사후적인 검증을 적절히 할 수 없고, 분쟁의 원인이 될 수 있기 때문이다.⁷⁸⁾

75) 소수주주의 이익이 훼손되지 않는지, 소수주주가 얻어야 할 이익을 얻는지 등을 의미한다.

76) 독립사외이사가 모든 거래·행위를 직접 감독하는 것은 현실적으로 곤란하므로, 거래·행위의 중요성이나 그에 따른 이해상충 위험의 중대성에 따라 적절하게 감독하는 것이 요구된다.

77) ①의 경우는 거래가격 등 거래조건이 회사에 불리하게 결정되는 문제 등이 발생할 수 있다. 따라서 독립사외이사가 소수주주의 이익 보호 관점에서 거래의 필요성이나 거래조건, 거래 절차(교섭 과정 등)를 검토하는 것이 필요하다. 도교증권거래소 문서에서는 상기 요소 외에 거래로부터 회사가 직접 얻을 수 있는 이익이나 거래에 따라 지배주주나 그 그룹 전체에 생기는 이익·시너지로부터 회사가 얻을 수 있는 이익 등도 고려 요소로서 지적하였다.

② 그룹 경영을 하는 지배주주가 사업 포트폴리오·관리 방안으로써 (i) 지배주주 등에 대한 사업양도를 추진하는 경우 대가 등의 사업양도 조건이 회사에 불리하게 결정되는 문제가 발생하거나 (ii) 거래행위를 수반하지 않는 사업조정을 추진하는 경우 회사가 사업 기회나 수익 기회를 상실하는 문제가 발생할 수 있다. 독립사외이사는 (i)의 경우 대가 등의 조건, 대상 사업의 중요성(수익성이나 성장성 등), 사업양도 절차(교섭 과정 등) 등을 검토하고, (ii)의 경우 회사에 미치는 영향과 위 (i)의 요소(대가 등의 조건은 제외한다)를 검토하는 것이 필요하다. 도교증권거래소 문서에 따르면, 이 경우에도 지배주주나 그 그룹 전체에 생기는 이익·시너지로부터 회사가 얻을 수 있는 이익을 고려하는 것이 필요하다.

③의 경우는 축출 대가가 소수주주에게 불리하게 결정되는 문제가 발생할 수 있다. 이 경우는 소수주주가 회사의 이익을 함께 누릴 기회가 상실된다는 점에서 특히 신중한 검토가 요구되며, 독립사외이사의 역할이 강조된다. 도교증권거래소 문서에서는 ③의 경우 독립사외이사의 관여가 필수이고, 경제산업성의 M&A 지침을 토대로 소수주주의 이익 보호를 위해 활동하는 것을 요구하였다.

78) 소송이 제기된 때 입증에도 이바지할 수 있다.

다. 회사·이사회에 요구되는 대응

독립사외이사가 소수주주의 이익 보호라는 역할·책무를 다하기 위해서는 이사회를 비롯한 회사 측의 대응도 매우 중요하다. 이러한 인식 아래, 도쿄증권거래소 문서에서는 다음과 같은 회사·이사회에 대응을 요구하고 있다.⁷⁹⁾

① 거버넌스 체제 정비이다. 문서에서는 특히 (i) 기업 거버넌스 코드의 보충원칙 4-8③을 토대로 이사회 내 독립사외이사의 충분한 역할 확보나 특별위원회의 설치 등 거버넌스 체제를 정비하는 것,⁸⁰⁾ (ii) 이사회나 특별위원회에서 독립사외이사가 중요한 이해상충 위험의 소재를 확실하게 파악할 수 있도록 하는 부의·보고 체제를 정비하는 것을 강조하였다. 그리고 이러한 체제 정비 시에는 독립사외이사의 의견을 존중하는 것이 중요함을 지적하였다.

② 이사회에의 운영이다. 이사회가 이해상충 문제에 실효적으로 대응하기 위해서는 이해상충에 관한 검토가 필요한 의제인 것을 사무국이 사전 브리핑 시 독립사외이사에게 환기하는 것 등 실무 차원의 지원이 중요하다.

③ 정보공시이다. 문서에서는 (i) 이해상충 감독체제의 경우 각 사의 상황에 따라 달라질 것이므로, 그 정비·운영 상황을 기업 거버넌스 보고서 등에서 공시할 것을 요구하였다. 이는 투자자와의 대화를 통한 실효성 있는 이해상충 감독체제 구축과 더불어, 소수주주·투자자가 안심하고 투자할 수 있도록 하는 데 이바지하는 면이 있다. 그리고 (ii) 특별위원회를 설치하는 경우는 그 위원 구성이나 권한 등 구체적인 내용을 공시할 것을 요구하였다.⁸¹⁾ 구체적인 내용 공시를 결하는 경우는 투자자에게 제대로 된 평가를 받지 못하고, 대표이사 책임 반대 등에 부딪힐 수도 있기 때문이다.

IV. 결론: 시사점과 향후 과제

1. 시사점: 독립이사에게 기대되는 역할

가. 중장기적 기업 가치 제고와 소수주주의 이익 보호

기본적으로 모든 주주는 중장기적 기업 가치 제고에 따른 이익을 함께 누리는 존재이다. 이

79) 東京証券取引所, 前掲注(4), 25-27頁.

80) 그로스 시장 상장회사에는 기업 거버넌스 코드 보충원칙 4-8③이 적용되지 않지만, 소수주주의 이익 보호를 위해 거버넌스 체제 정비가 필요하다는 것은 다르지 않다.

81) 특히 특별위원회를 비상설기관으로 설치하는 경우는 사전에 위원 구성이나 심의 항목(설치 요건) 등을 공시함으로써 실효성 있는 감독체제가 정비되어 있다는 것을 투자자에게 알리는 것이 중요하다.

것은 지배주주나 소수주주냐에 따라 달라지지 않는다. 이에 비추어 보면, 지배주주가 있는 상장회사의 이사는 특정 주주의 이익이 아니라 중장기적 기업 가치 제고를 염두에 두고 행동하면 될 것이다. 중장기적 기업 가치 제고를 위한 것이라면, 지배주주와의 거래나 지배주주로부터의 지시에 무조건 소극적으로 대응할 필요도 없고, 소수주주의 의견을 지배주주의 의견보다 우선할 필요도 없는 것이다.

다만, 이해상충 문제가 발생할 가능성이 큰 거래·행위 시에는 각별한 주의가 요구된다. 회사 또는 일반주주의 이익이 훼손되고, 불합리한 부의 이전이 발생할 우려가 있기 때문이다. 그래서 이러한 경우는 「중장기적 기업 가치 제고에 따른 이익 이외의 이익을 누리지 않는 소수주주」⁸²⁾의 이익에 주목하고, 해당 소수주주의 이익 보호 관점에서 행동하는 것이 기대된다. 이러한 소수주주의 이익은 회사와 주주 공동의 이익과 동일시될 수 있으므로, 이들을 보호하는 것이 곧 회사와 주주 공동의 이익을 보호하는 것이 될 수 있기 때문이다.

나. 독립이사의 구체적인 역할

지배주주가 있는 상장회사의 이사에게는 ① 중장기적 기업 가치 제고를 위한 역할과 ② 이해상충 상황에서 소수주주의 이익을 보호하기 위한 역할이 기대된다. 그런데 ①의 역할과 달리, ②의 역할은 지배주주의 영향을 받기 쉬운 이사에게는 기대하기 어려운 면도 있다. 그래서 ②의 역할은 특히 지배주주와 경영진으로부터의 독립성이 확보된 독립이사에게 기대된다. 다만, 주의할 점도 있다. 독립이사에게 ①의 역할까지 강조하는 것에는 신중할 필요도 있다는 것이다. 독립이사의 역할이 너무 가중될 수 있다는 문제를 떠나서, 독립이사의 과도한 압박으로 지배주주에 의한 경영진 감독 기능이 저하되어 자칫 주주 공동의 이익이 훼손될 우려가 있기 때문이다.

독립이사가 ②의 역할을 실효적으로 수행하길 기대하기 위해서는 적어도 중요한 이해상충 문제가 발생할 수 있는 특정 거래·행위에 있어서 이사의 행동 규범을 제시하는 것이 중요하다. 이 점에서 2026년 2월 공개된 법무부 가이드라인은 의미가 있다. 다만, 앞서 도쿄증권거래소의 문서를 분석한 내용을 보면, 특정 거래·행위 시에 회사와 주주를 위해 어디까지 고려해야 하는지(특정 거래·행위로 인해 지배주주나 그룹 전체에 생기는 이익·시너지로부터 자사가 얻을 수 있는 이익 등 고려 여부)를 고민하고, 특정 거래·행위라는 틀을 넘어서 이해상충 위험 등 감독 체제를 정비하고 일상적인 감독을 실현하는 것도 요구된다. 이에 비추어 보면, 구조적 이해상충 문제를 안고 있는 지배주주 또는 실질적 지배력을 갖는 주주가 있는 상장회사의 독립이사에게 기대되는 역할·책무에 관한 전반적 사항을 체계적으로 검토·제시하는 것이 필요해 보인다.

82) 이해상충 문제의 원인에 따라서는 기관투자자 등과 같이 주주로서의 이해 이외의 이해를 갖는 주주를 제외하는 것도 생각해 볼 수 있다.

2. 향후 과제: 독립이사의 역할·책무에 관계된 한계와 새로운 쟁점 등

지배주주 등이 있는 상장회사의 독립이사에게 기대되는 역할·책무를 구체화해 제시해도, 독립이사의 독립성과 전문성이 전제되지 않으면 실효적 이행을 기대하는 데 한계가 있을 수밖에 없다. 또한, 회사 측의 작위적 행위가 없는 등 특별한 경우에는 독립이사의 인식과 역할·책무를 기대하기 어렵다. 이러한 점에서 독립이사에게 일정한 역할·책무를 요구하는 것과 더불어, 다음의 사항에 관한 체계적 논의를 병행할 필요가 있다.

가. 독립성 확보

독립이사는 지배주주와 경영진 모두로부터 실질적으로 독립하는 것이 중요하고, 이것이 실효적인 역할·책무 이행의 기본이 된다. 독립성 확보에는 자격 요건을 어떻게 설정할 것인지(겸직 등 포함), 선·해임 절차와 방법을 어떻게 할 것인지, 임기나 보수를 어떻게 할 것인지 등 다양한 쟁점이 영향을 미친다.⁸³⁾ 이에 관해서는 다수의 연구가 이루어졌는데, 우리나라는 지배주주의 독립이사 선·해임 권한을 강하게 제한하는 특수한 법체계를 가진 결과 다른 국가의 연구와 구별되는 쟁점도 존재한다. 대표적인 것으로서, 2025년 상법 개정에서 독립이사의 독립성을 확보하고 지배주주의 영향력을 배제하는 강력한 제도를 복수 도입한 것의 당위성 문제가 있다.

2025년 상법 개정에서는 최대주주가 감사위원을 선임할 때 그 특수관계인의 지분을 합산해 3%까지만 의결권을 행사할 수 있도록 한 데 더해,⁸⁴⁾ 이사 선임 단계부터 의결권 제한(3%)이 적용되는 감사위원 분리 선출 인원을 기존 1명에서 2명으로 확대하였다. 또한, 대규모 상장회사에 대해서는 집중투표를 의무화하였다.⁸⁵⁾ 독립이사를 주요 구성원으로 하는 독립한 위원회를 설치해 독립이사 후보자를 추천·결정한다고 해도, 지배주주가 주주제안과 의결권 행사를 통해 자신이 원하는 자를 선임할 수 있다는 점(달리 보면, 독립이사는 자신의 선·해임에 결정적 영향을 미치는 지배주주의 반대 측에 서는 것이 쉽지 않을 수 있다는 점)에서 보면 우리나라의 특수한 법체계의 의의가 인정된다. 그러나 주주가 가지는 이사 선·해임 권한은 주식회사 제도의 근본원리이고, 지배주주의 행동을 지나치게 규율하면 지배주주에 의한 감독 기능 발휘를 통해서 경영진과 주주 간의 대리인 문제가 개선될 수 있다는 편익이 감소할 우려도 있다.

83) 권용수, “금융회사 감독위원의 독립성에 관한 검토”, 「선진상사법률연구」 통권 제85호(2019).

84) 2025년 상법 개정 전에는 독립이사가 아닌 감사위원을 선임하는 경우에만 최대주주 합산 3%를 적용하였지만, 2025년 상법 개정 후에는 독립이사인지 아닌지를 떠나서 감사위원을 선임하는 경우 최대주주 합산 3%를 적용하기로 하였다.

85) 이를 분석한 것으로 송옥렬, “이사회 구성에 관한 개정상법의 법정책적 분석”, 2026년 한국기업법학회 동계공동 학술대회 자료집(2026.2.3.), 4-11쪽.

우리나라의 2025년 상법 개정은 그 장단에 대한 체계적 분석 없이 최대주주 이외 대주주의 영향력을 지나치게 강화하는 면이 있고, 지배주주와 특정 주주 간의 기업지배권 다툼 장면에서 독립이사의 존재 의의(주주로서의 이해 이외의 이해를 갖지 않는 소수주주 보호 등)를 훼손할 우려도 있다.

나. 전문성과 역량 발휘 확보

독립이사의 실효적인 역할·책무 이행을 기대하기 위해서는 독립성과 함께 전문성이 전제되는 것이 중요하다. 독립이사에게 기대되는 역할·책무에 상당히 고도한 사항들이 포함됨을 생각한다면 굳이 이유를 설명할 필요가 없다.⁸⁶⁾ 그런데 지금까지 우리나라는 독립성에만 너무 치중한 경향이 있다.⁸⁷⁾ 예컨대, 2025년 상법 개정에서도 독립성을 강조하기 위해 상장회사의 '사외이사'를 '독립이사'로 개정하고,⁸⁸⁾ 의무적으로 선임해야 할 독립이사 비율을 이사 총수의 '1/4 이상'에서 '1/3 이상'으로 상향하였다(개정 상법 제542조의8 등). 독립이사의 독립성은 중요한 문제이지만, 전문성이 뒷받침되지 않으면 독립성의 의미마저 퇴색될 수 있음(주 86) 참고)을 인식·공유할 필요가 있다.

독립이사에게 요구되는 전문성은 회계, 재무, 법무 등 어느 특정 영역에 대한 전문성보다도 기업이 영위하는 사업이나 그 기업 그룹의 실태에 관계된 충분한 지식과 경험 등이다. 독립이사에게 기대되는 역할·책무는 그 전문성을 활용해 기업의 일상적인 업무를 수행하는 것은 아니기 때문이다.⁸⁹⁾ 문제는 위의 전문성을 갖춘 독립이사를 어떻게 선임할 것인가이다. 독립이사의 자격 요건을 재검토하는 것도 생각해 볼 수 있겠지만, 자칫 형식적 요건만 갖춘 자를 전문성을 갖춘 독립이사로 법이 인정하는 결과를 초래하거나 독립이사 선임을 매우 곤란하게 하는⁹⁰⁾ 등 그 의의에 의문도 있다.⁹¹⁾ 전문성을 갖춘 독립이사 후보자 추천을 임원후보추천위원회 등의 의무로 이해하고, 해당 위원회가 전문성을 갖추지 못한 자를 추천했을 경우 그 책임을 묻는 방식⁹²⁾ 등을 생각해 보는 것은 어떨까도 한다.⁹³⁾ 덧붙여, 선임된 독립이사가 거수기 정도

86) 도쿄증권거래소의 문서처럼 독립이사에게 '거래에 따라 지배주주나 그 그룹 전체에 생기는 이익·시너지로부터 자사가 얻을 수 있는 이익'을 고려할 것을 요구하는 경우, 상당한 수준의 전문성이 전제되지 않으면 그 역할·책무 이행을 외부에 의존할 수밖에 없게 된다. 이것은 독립이사의 독립성을 퇴색시키는 결과로 이어질 수도 있다.

87) 송옥렬, 앞의 자료, 17쪽.

88) 독립이사는 기존의 사외이사와 자격 요건, 권한 등의 측면에서 차이가 없다는 점에 주의할 필요가 있다.

89) 송옥렬, 앞의 자료, 18쪽.

90) 독립이사에게 기대되는 역할·책무 이행에 필요한 지식·경험이나 능력을 갖춘 인재를 확보하는 것은 규모가 큰 상장회사에서는 어느 정도 가능할지 모르지만, 규모가 크지 않은 상장회사에서는 매우 어려운 일이라 생각된다. 독립이사의 자격 요건을 엄격화·구체화하는 것은 상장회사의 독립이사 선임 난이도를 높일 가능성도 있다.

91) 권용수, 앞의 자료, 10쪽.

92) 전문성을 갖춘 독립이사 후보자 추천을 임원후보추천위원회 등의 의무로 이해하고 책임을 묻는 방식의 실효성

에 그치지 않고, 전문성을 살려 실효적으로 그 역할·책무를 다하길 기대하기 위해서는 인센티브도 중요하다. 예컨대, 성과연동형 보수 등을 활용해 독립이사의 인센티브를 적절하게 설계하는 것이 필요하다.⁹⁴⁾

다. 특별한 경우 독립이사의 역할·책무 이행 확보

독립이사의 역할·책무가 기대되는 거래·행위는 매우 다양하다. 그 결과, 독립이사의 실효적인 역할·책무를 기대하는 것이 사실상 곤란한 때도 있다. 예컨대, 작위적 행위가 없는 경우(지배주주가 회사나 일반주주의 이익을 적극적으로 탈취하는 것이 아니라 경영진이 아무것도 하지 않도록 하는 경우,⁹⁵⁾ 지배주주 등이 있는 상장회사 측이 모회사 등과 경합할 수 있는 사업 분야 진출을 자제하거나 상품 개발·판매를 하지 않는 경우 또는 모회사 등의 경쟁 회사와 거래하지 않는 경우 등)이다. 이 경우는 위험 중립적이고 기업 가치 제고와 주가 상승을 원하는 일반주주의 이해에 반하는 면이 있고,⁹⁶⁾ 독립이사의 실효적인 역할·책무가 기대된다. 그러나 작위적 행위가 없는 경우, 독립이사가 감독해야 할 대상을 발견·인식하는 것 자체가 어렵기에 실효적인 역할·책무를 기대하는 데도 제약이 있을 수밖에 없다. 또한, 상장회사 측의 관여 없이 지배주주의 행위만이 문제 되는 경우(지배주주에 의한 핵심 인재 부당 탈취·회사 정보 부정 이용·회사의 거래 기회 부당 탈취 등)이다. 이 경우도 독립이사가 지배주주의 행위를 발견하고 적절한 역할·책무를 다하는 데 한계가 있을 수밖에 없다.

위 문제에 대한 대응 방안을 마련하는 것은 쉽지 않은 과제이다. 지배주주의 영향력을 배제하고 독립이사의 권한을 강화하는 식의 대응 방안⁹⁷⁾은 문제가 없는 상장회사에도 악영향을 미치기에 적절한 방안이 되기 어렵다. 지배주주의 영향력에 제한을 가하는 2025년 상법 개정의

에 의문이 있을 수 있다. 그러나 이러한 방식이 전혀 실효성이 없다고 볼 수 없는 것은 전문성을 갖춘 독립이사 후보자 추천을 의무로 이해하면, 적어도 이러한 의무를 다하지 않은 이사의 연임 등을 좀 더 손쉽게 견제할 수 있을 것이다.

93) 권용수, 앞의 논문, 10쪽.

94) 지배주주 등이 있는 상장회사에서 적절한 인센티브를 설계하는 것은 그 회사가 지배주주의 영향력 아래에 있다는 점에 비추어 볼 때 쉬운 일은 아니라 생각된다.

95) 상장폐지기업에서는 사업의 성장보다도 그 유지나 계속을 중시하는 경우가 있다. 창업자는 이미 일정 규모의 자산을 가지고 있으며, 그 이상의 자산 확대보다도 자산을 유지하고 후계자에게 잘 승계해 주는 것에 관심이 있는 경우가 적지 않다(상속세를 억제하기 위해 주가를 낮게 유지할 인센티브를 가지기도 한다). 이것은 ① 한계 효용의 감소 및 ② 자산이 분산되어 있지 않은 것에서 비롯되는 위험 회피성을 토대로 보면, 경제적 합리성이 인정될 수도 있다.

96) 일본 도쿄증권거래소 문서에서는 ‘지배주주와 소수주주는 모두 회사의 지속적 성장과 중장기적 기업 가치 제고로 이익을 누릴 수 있는 관계에 있고, 그 관계에서는 이해가 일치한다’라고 설명하고 있다. 그런데 본문의 경우에는 해당 문서의 설명이 성립하지 않는다. 이것도 일종의 구조적 이해상충이고, 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제라고 할 수 있다.

97) 실질적인 독립성(지배주주의 의견결 제한 등이 전제될 필요도 있다)이 있는 독립이사 선임 비율을 대폭 확대하고, 독립이사가 경영진 인사를 담당하도록 하는 것 등을 생각할 수 있다.

실익에 관계된 의문·우려를 이해한다면, 이러한 대응 방안은 좋은 선택지가 될 수 없음을 알 수 있을 것이다. 또한, 이해상충 위험 등 감독체제를 강화하는 식의 대응 방안도 부작위 문제를 수면 위로 드러내어 독립이사가 그 역할·책무를 실효적으로 수행하도록 만드는 데는 한계가 있다고 여겨진다. 그렇다면 어떻게 해야 할까? 기업 가치 제고를 생각하지 않는 지배주주의 행위나 부작위 문제를 억지하는 수단으로서, 지배주주가 기업 가치 제고를 신경 쓰도록 하는 제도 정비를 검토해 볼 수 있다. 예컨대, 상장유지기준 재검토 등이다.⁹⁸⁾ 이것이 상기 문제를 완벽히 해소할 수는 없겠지만, 상장 유지를 원하는 지배주주가 있는 상장회사의 부작위 문제나 기업 가치 제고를 생각하지 않는 행위를 상당 정도 억지할 수 있다고 본다. ☐

(논문접수 : 2026. 03. 14. / 심사개시 : 2026. 04. 17. / 게재확정 : 2026. 04. 21.)

98) 금융위원회, “부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안”, 보도자료(2026.2.12.).

참 고 문 헌

1. 국내문헌

- 권용수, “구조적 이해상충이 내재된 M&A의 공정성 확보 방안”, 「상사판례연구」 제32집 제3권(2019).
- _____, “금융회사 감독위원의 독립성에 관한 검토”, 「선진상사법률연구」 통권 제85호(2019).
- _____, “M&A의 공정성 담보 조치에 관계된 일본의 현황 분석”, 「일감법학」 제59호(2024).
- _____, “개정 상법상 이사의 의무와 행동 규범에 관한 검토: 일본의 법 해석론과 지침 등도 참고하여”, 「기업법연구」 제39권 제4호(2025).
- 금융위원회, “부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안”, 보도자료(2026.2.12.).
- 김건식·노혁준·천경훈, 「회사법」 제9판, 박영사, 2025.
- 김주영·박정아·이종은·천준범, 「주식회사 이사의 의무이행 가이드라인」, 한국거버넌스포럼, 2025.
- 김태진, “우리는 이사회에게 무엇을 기대할 것인가: 이사회 실패 현상을 극복하기 위한 대안으로서 법인이사론을 중심으로”, 「경영법률」 제25권 제4호(2015).
- 법무부, 「기업 조직재편 시 이사의 행위규범 가이드라인」, 2026.
- 송옥렬, 「상법강의」 제15판, 홍문사, 2025.
- _____, “이사회 구성에 관한 개정상법의 법정책적 분석”, 2026년 한국기업법학회 동계공동 학술대회 자료집(2026.2.3.).
- 이성복, 「국내 상장기업의 소유구조 현황과 특징」, 자본시장연구원, 2024.
- 천경훈, “주주의 청구권 법리의 변화”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나 자료집 (2025.7.29.).
- 한국상장회사협의회, 「상장회사 이사의 주요 의사결정에 관한 지침: 주주에 대한 충실의무 등 이행과 관련하여」, 2026.

2. 외국문헌

- 加藤貴仁, “支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書: 社外取締役などにどこまで期待できるのか?”, 「東京大學法科大学院ローレビュー」 Vol.11(2017).
- 經濟産業省, 「グループ・ガバナンス・システムに関する實務指針(グループガイドライン)」 (2019年6月28日).

24 先진상사법률연구 통권 제114호 (2026.4.)

- _____, 「公正なM&Aの在り方に關する指針: 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2019年6月28日).
- _____, 「社外取締役向けケーススタディ集: 想定される場面と対応」(2023年6月30日).
- 東京証券取引所, 「從屬上場會社における少數株主保護の在り方等に關する研究會第1回資料」(2020年1月7日).
- _____, 「少數株主保護及びグループ經營に關する情報開示の充實」(2023年12月26日).
- _____, 「支配株主・支配的な株主を有する上場會社において獨立社外取締役に期待される役割」(2023年12月26日).
- _____, 「親子上場等に關する投資者の目線」(2025年2月4日).
- _____, 「從屬上場會社における少數株主保護の在り方等に關する研究會(第2期)第7回東証説明資料」(2025年10月7日).
- 東京証券取引所從屬上場會社における少數株主保護の在り方等に關する研究會, 「支配株主及び實質的な支配力を持つ株主を有する上場會社における少數株主保護の在り方等に關する中間整理」(2020年9月1日).
- 太田洋, “從屬上場會社における獨立社外取締役の選解任のあり方”, 「商事法務」 第2226号(2020).
- 白井正和・朽網友章, “親會社のある上場會社における少數株主保護法制的検討: 締出しの際の子會社取締役の義務および上場子會社のガバナンス改善の手段を中心に”, 「商事法務」 第2313号(2022).
- 田中亘, 「會社法」 第4版, 東京大學出版會, 2023.
- 池田直隆・白水克典, “從屬上場會社における情報開示の充實および獨立社外取締役の役割について”, 「商事法務」 第2355号(2024).
- 阿南剛, “從屬上場會社における情報開示の充實と獨立社外取締役の役割に關する實務上の留意点”, 「商事法務」 第2360号(2024).
- 高橋陽一, “支配株主を有する上場會社において獨立社外取締役に期待される役割とその限界”, 「商事法務」 第2366号(2024).
- 家田崇・川本眞哉, “公正性担保措置と少數株主の富”, 「商事法務」 第2366号(2024).
- 經濟産業省經濟産業政策局産業創造課・企業會計室, 「第1回ファミリービジネスのガバナンスの在り方に關する研究會(事務局説明資料)」(令和7年3月).
- 八木啓至・風祭隆典・岩井鷹穂・中村透・赤名優介, “コーポレートガバナンスに關する上場ファミリービジネス固有の論点とアクティビスト対応”, 「商事法務」 第2393号(2025).
- 福久弘明, “日本の上場ファミリー企業における經營支配構造の分析(上)”, 「商事法務」 第2413号(2026).

- _____, “日本の上場ファミリー企業における経営支配構造の分析(中)”, 「商事法務」 第2414号 (2026).
- _____, “日本の上場ファミリー企業における経営支配構造の分析(下)”, 「商事法務」 第2415号 (2026).

OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2025*, 2025.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, Corporate Ownership Around the World, 54 *Journal of Finance* 471(1999).

Ronald C. Anderson & David M. Reeb, Board Composition: Balancing Family Influence in S&P500 Firms, 49 *Administrative Science Quarterly* 209(2004).

Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Larry H. P. Lang, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, 57 *Journal of Finance* 2741(2002).

Abstract

A Study on the Role of Independent Directors in Listed Companies with Controlling Shareholders^{*}

Kwon, Yong-Su

Since the amendment of Article 382-3 of the Korean Commercial Act concerning the fiduciary duties of directors on July 22, 2025, an important issue has arisen regarding how directors should act in specific situations. This development may lead to unintended consequences, such as discouraging directors' decision-making or creating unnecessary tensions between shareholders and other stakeholders, and therefore calls for appropriate responses. In this context, on February 25, 2026, the Ministry of Justice released the Guidelines on Directors' Standards of Conduct in Corporate Reorganizations. While the Guidelines are meaningful, their scope in presenting directors' standards of conduct remains somewhat limited, as they focus mainly on specific types of transactions. Although it may not always be desirable to provide overly broad and detailed standards of conduct for directors, considering the characteristics of corporate governance in Korea and the recent amendment of the Commercial Act, it is worthwhile to examine and reflect developments in Japan relating to listed companies with controlling shareholders. Against this background, this study examines the Tokyo Stock Exchange document titled Roles Expected of Independent Outside Directors of Listed Companies with Controlling or Dominant Shareholders and provides basic materials for further discussion.

In listed companies with controlling shareholders, various issues relating to the protection of minority shareholders arise. Accordingly, directors of such companies are expected to perform two types of roles: (i) enhancing long-term corporate value and (ii) protecting the interests of minority shareholders in situations involving conflicts of interest. Unlike the first role, however, the second role is difficult to expect from directors who are susceptible to the influence of controlling shareholders. Therefore, this role is particularly expected of

^{*} This paper was supported by Konkuk University in 2025

independent directors who maintain independence from controlling shareholders and management. This article examines and presents how independent directors should approach their responsibilities and what roles and duties they should perform in order to protect minority shareholders. Furthermore, it identifies future tasks for ensuring independence and expertise, which constitute the foundation for the effective performance of independent directors' roles and duties, and for enabling them to exercise their capabilities.

Key Words : Controlling Shareholder, Minority Shareholder, Listed Company, Independent Director, Special Committee