

채권자 관점에서 본 최근 상법개정

2025.07.24

평가정책본부
최형욱 실장
02-787-2322
choihw@kisrating.com

더불어민주당 주도의 상법개정안이 7월 3일 국회 본회의를 통과한 후, 정부는 7월 15일 국무회의 심의를 거쳐 이를 공포하였다. 또한 기존 논의되던 안건 중 일부 안은 여야 합의가 어려워 본회의에 부의하지 않고 보류되었으나, 여당인 더불어민주당은 공청회 및 추가논의를 지속할 계획을 밝힘으로써 나머지 안들에 대해서도 최종적인 법 개정의지를 강하게 피력하고 있다.

[상법 개정 요약]

주주에 대한 이사 충실 의무 명문화	이사의 충실의무 대상을 기존 회사에서 회사 및 주주로 확대. 공포 즉시 시행	7.3 국회의결, 7.15 정부 공포
대규모 상장사 전자 주주총회 의무화	자산규모 2 조원 이상 상장사 전자주총 의무화. 내년 1월부터 시행	
사외이사의 독립이사 변경	사외이사 명칭을 독립이사로 변경. 공포 후 1년 유예	
사외이사(독립이사) 의무선임 비율 확대	이사 총수의 1/4 이상에서 1/3 이상으로 확대	
감사위원 선임 시 대주주 의결권 합산 3%로 일괄제한 및 감사위원 분리선출 확대	사내/외 이사 감사위원 선출 시 모두 대주주 의결권 합산 3%를 적용. 공포 후 1년 유예 주주총회를 통한 분리선출 감사위원을 1명에서 2명 이상으로 확대	공청회 등 추가 논의
대규모 상장사 집중투표제 의무화	자산규모 2 조원 이상 상장사 주주에게 이사 후보자 수만큼 투표권 부여해 1명에게 집중투표 가능(소수주주의 이사회 진입을 보장)	

개정 법 중에는 공포 후 시행에 시간이 소요되는 건들도 있고 일부 안은 아직 논의단계에 있지만, 전반적인 법 개정의 방향성이 비교적 명확하고 기업 의사결정 행태나 경영전략에 미치는 파장도 작지 않을 것으로 보여, 금번 제도변화가 가져올 수 있는 장기적 영향들에 대해, 특히 채권투자자의 입장에서 몇가지를 생각해 보았다.

1. 기업 Governance의 개선은 소수주주 뿐만 아니라 채권자 이익의 보호에도 긍정적이다.

금번 상법개정안에서는 기업 지배구조의 개선을 위한 여러가지 노력이 엿보인다. 이사의 충실의무 대상에 '총주주의 이익'을 명시하여 전체주주의 이익을 공평하게 대우하도록 하고, 감사위원 선임 시 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 사내·외 이사 모두에 대해 합산 3%로 제한하였다. 또한 상장회사의 전자주주총회를 의무화하며, 사외이사의 명칭을 '독립이사'로 변경하고 그 의무선임 비율도 확대하였다. 집중투표제 도입과 감사위원 분리선출 확대, 자사주 소각 의무화 등은 금번 상법개정에서는 보류되었으나, 추가 의견수렴과 여야 논의를 지속하기로 하였다.

이러한 전반적인 움직임은 이사회 및 감사위원회의 독립성을 제고하고 상호견제의 원리가 작동하게 함으로써 대주주에게 유리했던 기존의 Governance를 개선하여 소수주주의 권리와 이익을

보호하겠다는 취지가 강하다.

이들테면 계열사에 대한 일감몰아주기, 불공정한 합병비율 산정 등 최대주주의 사익 추구를 위한 행위들을 방지하는 것은 소수주주의 이익을 위해서 뿐만 아니라 회사 및 채권자의 이익보호 관점에서도 바람직한 방향일 것이다. 기업 Governance의 개선은 경영의사결정의 투명성과 전문성을 제고하여 기업경쟁력 및 지속가능성을 강화시키는 결과로 이어질 것이며, 이를 통해 전반적인 기업 신용도의 제고와 우리나라 기업들의 국내외 자본시장 접근성 개선에도 기여하게 될 것이다.

2. 기업들의 계열 내 연대성이 감소할 가능성이 크다.

지배주주(오너)에 대비하여 이전보다 소수주주의 영향력이 커지게 되면 기업경영에 있어 오너의 지배력이 약화되고, 이것은 계열 내에 연대성이 감소하고 절연성이 커지는 효과를 가져온다. 주주의 이익에 부합하지 않는 '계열사 지원'이 어려워지고, 다른 회사에 대한 재무적 지원은 모자관계 등 직접적인 지분관계가 있거나 사업적 연계성이 큰 경우, 재무적 지원의 경제적 효과가 기회비용보다 큰 경우 등, 지원주체의 경제적 동기와 직접적인 연관성이 있어야 가능할 것이므로, 지원대상의 범위가 축소되거나 지원 의사결정에 수반되는 비용편익분석이 강화될 가능성이 있다.

이러한 흐름은 기업의 Credit에 있어 관계사 지원부담 및 동반 부실위험 등 전반적인 계열리스크의 축소로 이어지고 지원주체들에게 반사적인 신용도 지지의 효과가 있을 것이다. 반면, 지원객체인 계열사에 대해서는 '계열 내 유사시 지원가능성 판단'시 고려되던 '지원객체의 전략적 중요성'이라든지 '그룹의 Reputation Risk' 등에 대해 보다 신중한 판단이 요구될 가능성이 높다.

한편, 우리나라 계열기업들의 경영환경은 오래 전 IMF구제금융 위기를 계기로 '경제적 운명공동체' 개념이 크게 약해졌고, 이후 수십년간 지주사체제의 확산¹⁾이나 다양한 정부규제²⁾ 등을 통해 계열 내 분리성이 확대되고 독립경영이 일반화되는 추세를 보여왔으며, 신용평가사들도 이러한 변화와 다양한 사례들을 경험하며 지원가능성에 대해 신중히 판단하여 적용해 왔던 만큼, 금번 상법개정이 계열지원가능성 평가에 즉각적으로 큰 변화를 줄 것으로 보이지는 않는다³⁾.

3. 주주친화적인 경영 및 재무 전략으로의 변화가 채권자지위를 약화시킬 수 있다.

금번 상법개정의 내용 중에서, '이사의 충실의무' 대상이 기존의 '회사'에서 '회사와 주주'로 변경되었다는 점은 상당히 특징적이다. 왜냐하면 기존 상법에서는 이사의 특정한 의사결정이 소수주주의 이익에 반하였다 하더라도 궁극적으로 '회사의 이익'을 위한 것으로 인정되면 법적 책임을

¹ 이미 상당수의 계열이 지주사체제로 전환되었으며 이러한 추세가 이어질 것으로 보인다. 지주사체제는 계열 사간 복잡한 연결고리의 해소를 통해 지배구조를 단순화하고 이를 통해 계열사별 경영의 투명성과 독립성을 제고하기 위한 것으로서, 계열사간 연대성을 약화시키고 분리요인을 강화하는 지배구조이다. 이러한 체제 하에서는 주요 자금흐름이 지주회사를 통해 이루어질 뿐만 아니라, 자회사간 상호출자가 금지되어 있는 등(자회사가 손자회사 외의 국내 계열사 주식소유 금지) 계열사간 직접적인 자원이동에 여러가지 제약이 있고, 실적이 좋지 못한 부실계열사의 정리(매각, 청산 등)도 용이하다.

² 공정거래위원회 및 채권은행 등을 통한 정부의 직·간접 규제로는 대규모기업집단에 대한 상호출자 금지, 채무보증 금지, 내부거래 제한, 부당지원행위 금지 등 다양한 것들이 있고, 최근에는 TRS를 통한 계열사간 지원을 제한하는 등 금융감독규제 또한 지속적으로 정교해지고 있다.

³ 당사는 금번 상법개정으로 기업들의 실제 계열지원행태에 어떠한 변화가 있는지 주기적으로 모니터링하여 필요할 경우 평가방법론 등에 반영할 예정이다.

지지 않았으나, 이제는 이사의 책임범위에 '주주의 이익'이 명시적으로 포함되었기 때문이다⁴⁾.

법상 '주주'에 대한 이사의 충실의무 명문화는 그 시사하는 바가 크다. 기업 경영에 있어 주주이익의 보호와 극대화가 이전보다 더 부각될 것이며⁵⁾, 주주들 가운데에서도 지배주주(오너) 뿐만 아니라 소수주주의 이익까지 모두 고려하여 서로의 이익이 상충되지 않도록 경영의사결정을 하려는 유인이 강해질 것이기 때문이다.

이에 따라 향후 예상되는, 배당 및 자사주매입소각 등의 주주환원 확대는 기업의 자기자본, 즉, '이익유보를 통한 유사시 손실흡수력'의 감소를 의미하게 되므로 이것이 과다할 경우에는 채권자 이익이 침해되는 결과가 된다. 주주지분의 희석효과를 우려하여 일반공모 및 제3자배정 방식의 유상증자, 자회사의 IPO 등 적시성 있는 자본확충이 제한될 가능성이 높아지는데, 이러한 재무적 유연성의 약화 역시 채권자 입장에서 부정적이다. 기업분할방식에 있어서도 소수주주는 인적분할을 통해 성장사업에 직접 투자하길 원하겠지만, 채권자 입장에서는 지분관계 안에서 자산유출이 없는 물적분할이 더 선호될 수 있어 이해관계자간 입장차이가 있을 수 있다.

그럼에도 불구하고, 적정수준의 재무건전성이 유지되는 가운데에 이루어지는 주주친화적인 경영은 기업가치 제고를 통한 자금조달능력 향상으로 이어지는 선순환도 가능한 바, 성장과 분배의 지속가능성 관점에서의 합리적 경영의사결정이 이루어지는 것, 이것이 채권자 입장에서 바라는 기업행태 변화일 것이다.

이상, 금번 제도변화가 가져올 수 있는 몇가지 가능성들에 대해 채권투자자의 관점에서 견해들을 나열해 보았다. 금번 법 개정은 향후 추가적으로 논의·추진될 개정안까지 감안하면 기업 Governace와 더불어 기업들의 경영 및 재무 의사결정에도 상당한 영향을 미칠 수 있다. 이러한 새로운 물결이 향후 Issuer들의 Credit Risk에 어떠한 영향을 미치게 될 지, 늘 관심을 갖고 지켜 볼 것이다.

⁴ 최근 여당에서는 현 상법상 특별배임죄 조항을 삭제함과 동시에 기존 형법상 배임죄에, 경영진이 합리적 판단을 내린 경우 형사상 책임을 묻지 않도록 '경영판단의 원칙'을 명시하는 내용의 개정안을 발의함으로써 업무상 배임죄의 성립범위를 제한하겠다는 의지를 보이고 있다. 이에 따라 실제 현실에서 경영진의 자유롭고 합리적인 의사결정이 얼마나 보호받을 수 있을 지, 상법상 이사의 충실의무 대상에 '주주'가 명기되었음에도 불구하고 경영진이 '개별주주'의 이익보호라는 부담으로부터 얼마나 자유로울 수 있을 지, 향후 제반 법 개정의 구체적인 내용이나 그 실효성, 기업 의사결정 패턴의 변화 등에 대해서는 모니터링이 필요해 보인다.

⁵ 관련하여, '회사'를 둘러싼 이해관계자(Stakeholder)에는 '주주(shareholder)' 외에도 채권자, 직원, 공급업체, 고객, 정부, 지역사회, 환경단체 등 다양한 주체들이 있을 수 있다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용 위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.