

# 2022년 (사)한국신타학회 춘계 학술대회

신타산업 활성화를 위한 제언





# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계 학술대회

일시  
장소

2022년 4월 22일(금) 13:00 ~ 18:00  
대한출판문화협회 4층 회의실

## “신탁산업 활성화를 위한 제언”

주최 |  한국신탁학회  
KOREA TRUST ASSOCIATION

후원 | 대한출판문화협회, 한국투자부동산신탁

등록 13:00~13:25

개회식 13:25~13:30

개회사 안성포 (사)한국신탁학회 회장 (전남대)



### PROGRAM

전체사회 수석총무이사 노혁준 교수 (서울대)  
학술사회 연구이사 서종희 교수 (연세대)

기조발제 13:30~14:00	개정 신탁 세제의 내용 및 쟁점 이종교 교수 (연세대)		
제1주제 14:00~14:50	미국의 가상자산규제와 수탁관리기관의 법적 지위 김병연 교수 (건국대)	이중기 교수 (홍익대)	문상일 교수 (인천대) 노혁준 교수 (서울대)
제2주제 14:50~15:40	수탁자의 충실의무와 ESG 투자 송지민 영국변호사 (국회입법조사처)	고재종 교수 (선문대)	권용수 교수 (건국대) 서종희 교수 (연세대)
15:40~16:00	Coffee Break		
제3주제 16:00~16:50	신탁을 활용한 기업승계 방안 조웅규 변호사 (법무법인 바른)	조병선 원장 (증권기업연구원)	오영표 변호사 (신영증권) 최수정 교수 (서강대)
제4주제 16:50~17:40	종전 신탁세제의 문제점과 개정 신탁세제의 평가 및 개선점 -신탁의 경제적 실질을 중심으로- 손영철 박사 (세무사)	김병일 교수 (강남대)	강남규 변호사 (가온) 박 훈 교수 (서울시립대)
17:40~18:00	폐회 및 총회 보고		
18:00~20:00	만찬		



## ❖ 목 차 ❖

기조발제	개정 신탁 세제의 내용 및 쟁점  ▪ 발표자 : 이종교 교수 (연세대)	3
제1주제	미국의 가상자산규제와 수탁관리기관의 법적 지위  ▪ 사회자 : 이중기 교수 (홍익대) ▪ 발표자 : 김병연 교수 (건국대) ▪ 토론자 : 문상일 교수 (인천대) 노혁준 교수 (서울대)	35
제2주제	수탁자의 충실의무와 ESG 투자  ▪ 사회자 : 고재종 교수 (선문대) ▪ 발표자 : 송지민 영국변호사 (국회입법조사처) ▪ 토론자 : 권용수 교수 (건국대) 서종희 교수 (연세대)	53
제3주제	신탁을 활용한 기업승계 방안  ▪ 사회자 : 조병선 원장 (중견기업연구원) ▪ 발표자 : 조용규 변호사 (법무법인 바른) ▪ 토론자 : 오영표 변호사 (신영증권) 최수정 교수 (서강대)	95
제4주제	종전 신탁세제의 문제점과 개정 신탁세제의 평가 및 개선점 - 신탁의 경제적 실질을 중심으로 -  ▪ 사회자 : 김병일 교수 (강남대) ▪ 발표자 : 손영철 박사 (세무사) ▪ 토론자 : 강남규 변호사 (가온) 박 훈 교수(서울시립대)	139



# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계학술대회

신탁산업 활성화를 위한 제언

---

기 조 발 제

---

개정 신탁 세제의 내용 및 쟁점

발표자 : 이종교 교수 (연세대)





---

# 개정 신탁세제의 내용 및 쟁점

---

연세대 법학전문대학원  
교수 이종교

---

## 목 차

- I. 서론
  - II. 신탁세제의 기본이론
  - III. 2020년 개정 신탁세제의 내용
  - IV. 2020년 개정 신탁세제의 쟁점
-

## I. 서론

- 신탁법상 신탁은 영미법에서 유래한 제도이므로 대륙법을 받아들인 우리나라의 법체계에 익숙하지 않은 제도이나, 도산격리, 유연성, 전문능력 활용 등의 장점이 있어 금융, 부동산, 연금 등 분야에서 그 활용이 늘어나고 있음.
  - 정부는 신탁의 활성화를 법적으로 뒷받침하기 위하여 신탁법이 제정된 지 50년만인 2011. 7. 25. 신탁법을 전면개정하였음.
  - 개정 신탁법은 지난 50년 동안 변화한 사회 및 경제현실을 반영하여 수익증권발행신탁, 유한책임신탁, 유언대용신탁, 수익자연속신탁 등 새로운 유형의 신탁을 도입하고, 신탁재산의 범위를 확대하는 등 신탁제도를 활성화하는 데 역점을 두었음.

## I. 서론

- 일본은 2006. 12. 15. 신탁법을 전면개정할 때 신탁세제에 대한 개편을 동시에 추진하였으나, 우리나라는 신탁법을 전면개정하면서 신탁세제를 정비하지 않아 조세가 신탁제도의 활용에 걸림돌이 된다는 비판을 지속적으로 받아 왔음.
  - 정부는 위와 같은 비판을 수용하여 2020년말 소득과세, 소비과세, 재산과세 등 거의 전 분야에 걸쳐 신탁세제를 개편함.
- 이하에서는 신탁세제의 기본이론을 살펴보고 개정 신탁세제의 내용을 소개한 후 관련 쟁점에 대하여 살펴보기로 함.

## II. 신탁세제의 기본이론

### 1. 신탁세제의 두가지 이론

#### 가. 신탁도관론

- 신탁도관론은 신탁재산을 독립적인 실체로 인정하지 않고 신탁을 단순히 수익자에게 신탁수익을 분배하기 위한 도관(導管, conduit)으로 보는 이론임.
- 신탁도관론에 의하면 신탁 재산 자체에 과세하지 않고 소득이 귀속되는 수익자에게 과세함.

#### 나. 신탁실체론

- 신탁실체론은 신탁이 법인과 같이 독립성이 있으므로 신탁을 독립적 실체로 보는 이론임.
- 신탁실체론은 ①수탁자 과세주체설, ②신탁재산 과세주체설로 나뉨. 수탁자 과세주체설은 수탁자를 납세의무자로 보고, 신탁재산 과세주체설은 신탁재산 자체를 납세의무자로 봄.

## II. 신탁세제의 기본이론

### 2. 신탁도관론과 신탁실체론의 비교

#### 가. 소득의 구분

- 신탁도관론에 의하면 수익자가 신탁재산을 소유한 것으로 취급하므로 신탁재산에서 발생하는 소득의 원천에 따라 과세함.
- 반면 신탁실체론에 의하면 신탁재산에 귀속된 소득이 혼입되어 법인과 같이 배당소득으로 과세함.

#### 나. 수익자의 소득귀속시기

- 신탁도관론에 의하면 수익자가 신탁재산을 소유하는 것으로 취급하므로 신탁재산에 소득이 귀속되는 때가 수익자의 소득귀속시기임.
- 반면 신탁실체론에 의하면 신탁재산에서 수익자에게 소득이 분배될 때가 수익자의 소득귀속시기임. 이에 따라 수익자에 대한 소득의 분배를 늦추면 과세가 지연되는 문제가 있음.

## II. 신탁세제의 기본이론

### 2. 신탁도관론과 신탁실체론의 비교

#### 다. 중복과세

- 신탁도관론은 신탁을 무시하고 수익자에게 과세하므로 동일소득에 대한 중복과세는 발생하지 않음.
- 반면 신탁실체설은 신탁재산을 실체로 보고 과세하므로 신탁재산에 소득이 발생할 때와 신탁재산에서 수익자에게 소득이 분배될 때 모두 과세하면 동일소득에 대한 중복과세가 발생하여 중복과세의 조정이 필요함.

#### 라. 원천징수

- 신탁도관설에 의하면 수익자의 소득에 대한 원천징수의무자는 신탁재산에 소득을 지급하는 제3자임.
- 반면 신탁실체설에 의하면 수익자의 소득에 대한 원천징수의무자는 신탁재산이나 수탁자임.

## III. 2020년 개정 신탁세제의 내용

### 1. 소득세 및 법인세

#### 가. 2020년 개정 전

##### (1) 납세의무자

- 원칙 : 수익자  
예외 : 수익자가 정해지지 않거나 부존재하는 경우 위탁자 또는 그 상속인  
(구 소득세법 제2조의2 제6항, 법인세법 제5조 제1항).
- 신탁관계에서 발생하는 소득의 납세의무자를 수익자로 보는 것은 신탁도관설을 입법화한 것임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (2) 소득의 구분

- 세법상 적격투자신탁에서 생기는 소득은 배당소득으로 분류함(구 소득세법 17조 1항 5호).
- 세법상 적격투자신탁은 다음 3가지 요건을 충족하여야 함(구 소득령 26조의2 제1항).
  - ① 자본시장법상 투자신탁일 것
  - ② 설정일부터 매년 1회 이상 결산· 분배할 것(과세이연 방지 목적)
  - ③ 금전으로 위탁받아 금전으로 환급할 것

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (2) 소득의 구분

- 국외에서 설정된 신탁은 위 3가지 요건을 갖추지 않아도 적격투자신탁으로 간주함(구 소득령 26조의2 제2항).
- 세법상 비적격투자신탁에서 생기는 소득은 신탁재산으로부터 발생하는 소득의 원천에 따라 소득을 구분함(구 소득세법 4조 2항).
  - 예를 들어, 신탁재산이 채권이어서 이자가 발생한 경우 이자소득으로 구분하고, 부동산을 편입하여 임대소득이 발생한 경우 사업소득으로 구분함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (3) 소득의 계산

- 적격투자신탁에 의한 배당소득은 수익자가 분배받은 금액에서 각종 보수 등을 공제하여 계산함(구 소득령 26조의2 제6항).
- 배당소득을 계산할 때 직접투자와의 중립성을 위하여 상장주식이나 장내파생상품의 거래 또는 평가손익 등을 제외함(구 소득령 제26조의2 제4항).
  - 채권 등의 거래 또는 평가손익은 과세되므로 이 점에서는 직접투자과 차이가 있음.
- 비적격신탁에 의한 소득은 그 원천에 의한 소득금액 계산방법에 따라 소득금액을 계산함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (4) 원천징수

##### (가) 소득세

- 적격투자신탁에 의한 배당소득의 경우 수탁자가 수익자에게 배당소득을 분배하는 시점에 원천징수함(구 소득세법 127조 1항, 4항). 신탁실체설의 입장이 반영됨.
- 비적격신탁에서 발생하는 이자소득과 배당소득은 신탁소득이 신탁에 귀속된 날로부터 3개월 이내의 특정일을 지급시기로 하여 원천징수함(구 소득세법 155조의2). 신탁도관설의 입장이 반영됨.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (4) 원천징수

##### (나) 법인세

- 적격투자신탁에 의한 배당소득에 대하여는 신탁업자가 수익자에게 소득을 분배하는 시점에 원천징수함(법인세법 73조 항).
  - 다만 수익자가 은행 등 법령 소정의 금융기관인 경우 원천징수의무가 면제됨(구 법인령 111조 1항). 금융기관이 위 신탁이익을 지급받는 것은 사업소득에 해당하기 때문임.
- 비적격신탁의 경우에는 신탁소득이 신탁에 귀속된 날로부터 3개월 이내의 특정일을 지급시기로 하여 원천징수함(구 법인령 111조 6항).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 나. 2020년 개정 후

##### (1) 신탁소득에 대한 과세방식 다양화

- 원칙 : 수익자  
예외1 : 위탁자과세신탁(위탁자가 납세자), 예외2 : 법인과세신탁(수탁자가 납세자)  
(소득세법 2조의3, 법인세법 제5조).
- 위탁자과세신탁은 ①위탁자가 신탁해지권, 수익자 지정 및 변경권, 신탁 종료 후 잔여재산 귀속권 등을 보유하는 등 신탁재산을 통제하거나 지배할 것, ②신탁재산 원본을 받을 권리에 대한 수익자는 위탁자로, 수익을 받을 권리에 대한 수익자는 그 배우자 또는 같은 주소 또는 거소에서 생계를 같이 하는 직계존비속으로 설정했을 것 등 2가지 요건을 갖추어야 함(소득령 4조의2, 법인령 3조의2)
  - 위탁자가 신탁을 이용하여 조세를 회피하는 것을 방지하기 위한 것임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 나. 2020년 개정 후

###### (1) 신탁소득에 대한 과세방식 다양화

- 법인과세신탁은 ①신탁법에 따른 목적신탁, 수익증권발행신탁, 유한책임신탁 등에 해당할 것, ②수익자가 2 이상일 것, ③위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하는 경우가 아닐 것 등 3가지 요건을 갖추어야 함(법인세법 5조 2항, 법인령 3조의2 제1항).
  - 법인과세신탁은 신탁이 법인의 실질을 가지는 경우 조세중립성 차원에서 수탁자에게 법인세를 과세할 수 있도록 한 것임.
  - 위와 같은 요건을 갖춘 경우 수탁자가 법인과세신탁과 수익자과세신탁 중 선택하여 적용할 수 있음. 신탁세제의 개편이 신탁업계 및 신탁실무에 미치는 영향이 클 수 있으므로 법인과세신탁의 범위를 점진적으로 확대하자는 취지임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 나. 2020년 개정 후

###### (1) 신탁소득에 대한 과세방식 다양화

- 투자신탁의 수익자는 투자자의 성격이 강하므로 법인과세신탁을 적용하는 것이 타당하나, 자본시장에 미치는 영향을 감안하여 적격투자신탁에 대하여는 수익자과세를 유지함(법인세법 5조 2항).
  - 적격투자신탁의 경우 매년 1회 이상 결산·분배할 것을 요구함으로써 과세이연의 문제를 해결함.
  - 비적격투자신탁에서 발생한 소득에 대하여는 투자신탁재산을 하나의 내국법인으로 보아 법인세를 납부하도록 하고 있음(조특법 91조의12 제2항). 비적격투자신탁은 신탁에 소득을 장기간 유보할 수 있으므로 신탁재산에서 발생한 소득에 대하여 법인세를 과세할 수 있도록 한 것임.



### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 나. 2020년 개정 후

##### (2) 수탁자 과세신탁의 특례

- 수탁자의 지위 및 납세의무(법인세법 75조의11, 제75조의13)
  - 수탁자는 고유소득과 분리하여 신탁재산에 귀속된 소득에 대하여 별도의 납세의무를 부담함.
  
- 수익자의 제2차 납세의무(법인세법 75조의11)
  - 수익자는 신탁재산으로 법인세 등을 충당하지 못하는 경우 분배받은 재산가액 및 수익을 한도로 제2차 납세의무를 부담함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 나. 2020년 개정 후

##### (2) 수탁자 과세신탁의 특례

- 수익분배 및 이중과세 조정(법인세법 75조의11, 제75조의14)
  - 법인과세신탁의 수익분배는 배당으로 간주함. 다만 배당금을 소득공제하여 이중과세를 조정함.
  - 수탁자의 수익자에 대한 배당금을 소득공제하여 이중과세를 조정하고 이중공제혜택을 방지하기 위하여 수익자에게 수입배당금 익금불산입규정은 적용하지 않음.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### <참고1> 일본의 소득 관련 신탁과세

- 일본은 신탁을 ①수익자등 과세신탁, ②집단투자신탁, ③법인과세신탁 등 3가지로 구분함.
- 수익자등 과세신탁은 수익자를 납세의무자로 한 신탁으로서 수익자가 신탁재산을 가진 것으로 보아 세법을 적용함(소득세법 13조 1항, 법인세법 12조 1항). 신탁의 변경권한 및 신탁재산의 급부수령권을 가지는 위탁자도 수익자로 간주함.
- 집단투자신탁은 수익자를 납세의무자로 인정하는 점에서 수익자등 과세신탁과 같으나, 수익이 발생한 시점이 아닌 수익자에게 분배하는 시점에 과세한다는 점에서 수익자등 과세신탁과 차이가 있음(소득세법 13조 1항 단서, 법인세법 12조 1항 단서). 우리나라의 투자신탁과 유사함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 1. 소득세 및 법인세

##### <참고1> 일본의 소득세 및 법인세에 대한 신탁과세

- 법인과세신탁은 수탁자에게 법인세를 과세하는 신탁으로서 특정수익증권 발행신탁 이외의 수익증권발행신탁, 수익자 등이 존재하지 않는 신탁, 법인이 위탁자로서 사업을 신탁하여 법인세 회피 가능성이 높은 신탁, 투자신탁 등이 있음(소득세법 6조의2, 법인세법 2조 제29의 2).
  - 조세회피 내지 과세이연의 방지, 법인과와의 조세중립성 확보 등을 위하여 수탁자를 납세의무자로 규정하는 것임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 1. 소득세 및 법인세

#### <참고2> 미국의 소득 관련 신탁과세

- 미국은 신탁 자체를 수익자와 별개의 과세실체로 인정함{IRC §641(a)}.
- 신탁이 재산을 보존하고 관리하는 업무를 하면 개인으로 보고, 영리활동을 수행하면 법인 또는 파트너십으로 취급함.
  - 신탁을 납세의무자로 인정하는 경우 단순신탁(simple trust)과 같이 신탁소득을 모두 수익자에게 분배하면 분배금을 전부 공제하므로 실제 소득세 부담이 없음.
  - 복합신탁(complex trust)과 같이 신탁소득 중 일부를 유보하면 미분배금액을 공제받지 못하므로 그 부분에 대하여 신탁 자체가 납세의무를 부담함.
- 위탁자가 신탁재산에 대한 지배권과 통제권을 가지는 위탁자신탁(grantor trust)의 경우에는 조세회피에 대응하기 위하여 위탁자를 납세의무자로 규정함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 2. 양도소득세

#### 가. 2020년 개정 전

##### (1) 신탁계약에 의한 위탁자에서 수탁자로의 재산 이전이 양도인지

- 신탁 설정 시 위탁자에서 수탁자에게 신탁재산이 이전되는 것이 양도에 해당하는지 법령 규정이 미비하여 과세여부가 불확실하였음.
- 과세관청은 토지소유자 수인이 건물을 공동건축하기 위하여 신탁법에 따라 소유토지를 사업시행자에게 신탁등기하는 것은 양도에 해당하지 않는다고 해석함(국세청 재산-1963, 2008. 07.28).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 2. 양도소득세

### 가. 2020년 개정 전

#### (2) 수익권의 양도가 양도소득세 과세대상인지

- ▶ 수익권을 양도하여 소득을 얻은 경우 양도소득세 과세대상인지 법령 규정이 미비하여 과세 여부가 불확실하였음.
- ▶ 수익권의 양도가 양도소득세 과세대상으로 열거되어 있지 않으므로 양도소득세 과세대상이라고 볼 수 없다는 것이 일반적인 견해였음.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 2. 양도소득세

### 나. 2020년 개정 후

#### (1) 신탁재산에 대한 양도소득세 과세기준 명확화

- ▶ 신탁 설정 시 위탁자에서 수탁자로 신탁재산이 이전되는 경우 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배하고 있으면 양도로 보지 않음 (소득세법 88조 1호 다목).
  - 위탁자의 신탁재산을 실질적으로 지배하는 경우는 신탁계약의 해지권, 수익자변경·해지권, 해지시 신탁재산 귀속권 등을 보유하는 경우를 의미함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 2. 양도소득세

### 나. 2020년 개정 후

#### (2) 신탁수익권에 대한 양도소득세 과세

- 신탁 수익권의 양도를 양도소득세 과세대상으로 규정함(소득세법 94조 1항 6호).
  - 서울은 과세표준 3억원 이하는 20%, 3억원 초과는 25%를 적용함.
- 다만 신탁수익권의 양도를 통하여 신탁재산에 대한 지배통제권이 사실상 이전되는 경우는 신탁재산 자체의 양도로 봄.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 3. 부가가치세

### 가. 2020년 개정 전

#### (1) 납세의무자

##### (가) 대법원 2008.12.24. 선고 2006두8372 판결

- 부가가치세법상 규정이 없었는데, 자익신탁(自益信託)과 타익신탁(他益信託)을 구분하여 자익신탁의 경우 위탁자가 납세의무자이고, 타익신탁의 경우 수익자가 납세의무자라고 판시함(신탁의 법률관계가 위탁매매와 유사한 것으로 봄).

##### (나) 대법원 2017.5.18. 선고 2012두22485 전원합의체 판결

- 기존 판례를 변경하여 신탁재산을 관리하고 처분하면서 재화를 공급하는 경우 수탁자가 부가가치세 납세의무자라고 판시함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 3. 부가가치세

### 가. 2020년 개정 전

#### (1) 납세의무자

#### (다) 2017.12.19. 부가가치세법 개정

- 원칙 : 위탁자  
예외 : 담보신탁, 도시정비법상 지정개발자의 신탁재산 처분의 경우 수탁자  
(구 부가가치세법 10조 8항).
- 위탁자가 납세의무자인 경우 수탁자에게 신탁재산의 한도 내에서 물적납세의무를 부과함  
(구 부가가치세법 3조의2).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 3. 부가가치세

### 가. 2020년 개정 전

#### (2) 과세거래 여부

- 신탁 설정 및 신탁 종료 시의 다음과 같은 위탁자와 수탁자 사이의 신탁 재산이전은 부가가치세를 비과세함(부가가치세법 10조 9항 4호).
  - ①위탁자로부터 수탁자에게 신탁재산을 이전하는 경우
  - ②신탁의 종료로 인하여 수탁자로부터 위탁자에게 신탁재산을 이전하는 경우
  - ③수탁자가 변경되어 새로운 수탁자에게 신탁재산을 이전하는 경우

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 3. 부가가치세

### 나. 2020년 개정 후

#### (1) 납세의무자

- 원칙 : 수탁자  
예외 : 위탁자과세신탁의 경우 위탁자  
(부가가치세법 3조 2항, 3항).
- 수탁자가 납세의무자인 경우 수익자, 위탁자, 귀속권리자에게 제2차 납세의무를 부과함(부가가치세법 3조의2).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 3. 부가가치세

### 나. 2020년 개정 후

#### (2) 과세거래

- 부가가치세법 제10조 제9항 제4호는 위탁자에서 수탁자로의 신탁재산 이전, 신탁의 종료로 인한 수탁자에서 위탁자로의 신탁재산 이전 등을 재화의 공급으로 보지 않도록 규정하고 있음. 위탁자가 납세의무자인 경우 위 조항을 적용해도 무리가 없음.
  - 그러나 수탁자가 납세의무자이면 매출세액은 수탁자가 납부하고 매입세액은 위탁자가 공제받게 되어 전단계세액공제법을 취하고 있는 부가가치세 원리에 맞지 않음.
  - 이를 해결하기 위하여 신탁의 설정으로 인한 위탁자에서 수탁자로의 이전, 신탁의 종료로 인한 수탁자에서 위탁자로의 이전 등을 모두 재화의 공급으로 간주하는 규정을 둘 수도 있으나, 신탁거래의 위축을 고려하여 별도의 간주규정을 두지 않은 것으로 보임. 이 경우 부가가치세 부담은 위탁자와 수탁자 사이의 합의에 의하여 해결할 것으로 보임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (1) 상속세

- 피상속인이 재산을 신탁한 경우 신탁재산을 상속재산에 포함시켜 과세함(상증세법 9조 1항 본문). 피상속인이 위탁자인 경우 신탁재산의 소유권은 법적으로 수탁자에게 있지만 위탁자 또는 상속인이 신탁계약을 해지하면 신탁재산이 위탁자 또는 상속인에게 귀속되므로 신탁재산을 상속재산으로 의제하는 것임.
  - 다만 타익신탁에서 수익자가 신탁의 이익을 받을 권리를 소유하는 경우 그 이익 상당액은 상속재산에서 제외함(상증세법 9조 1항 단서).
- 피상속인이 타인으로부터 신탁의 수익권을 보유한 경우에는 수익권 가액을 상속재산에 포함시켜 과세함(상증세법 9조 2항).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (1) 상속세

- 신탁의 이익은 원본과 수익을 모두 받는 경우, 원본만 받는 경우, 수익만 받는 경우로 나누어 각 원본과 수익을 현재가치로 할인하여 평가함(구 상증령 제61조). 수익을 받는 경우에는 각 연도에 받을 수익 중 원천징수세액 상당액을 차감한 금액을 현재가치로 할인하여 평가함(상증령 제61조).
  - 수입수익권 평가 시 원천징수세액 상당액을 차감하는 것은 소득세와의 이중과세를 조정하기 위한 것임.
  - 수익만을 받는 경우 평가기준일 현재 신탁재산의 수익률이 확정되지 않으면 원본 가액에 3%를 곱하여 수익을 계산함(구 상증세법 시행규칙 19조의2).



### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

###### (1) 상속세

〈원본의 이익을 수익하는 경우 평가규정〉

$$\frac{\text{평가기준일 현재 원본의 가액}}{(1 + \text{신탁재산의 평균 수익률 등을 감안하여 기획재정부령으로 정하는 이자율})^n}$$

n: 평가기준일부터 수익시기까지의 연수

〈수익의 이익을 수익하는 경우 평가규정〉

$$\frac{\text{각 연도에 받을 수익의 이익 - 원천징수세액상당액}}{(1 + \text{신탁재산의 평균 수익률 등을 감안하여 기획재정부령으로 정하는 이자율})^n}$$

n: 평가기준일부터 수익시기까지의 연수

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

###### (2) 증여세

- 신탁계약에 의하여 위탁자가 수익자를 지정하는 경우 또는 수익자를 지정하지 않는 경우 다음과 같이 증여세를 과세함(상증세법 33조 1항, 2항).
  - 위탁자가 타인을 수익자로 지정한 경우로서 수익자가 원본 또는 수익을 받은 경우에는 수익자에게 증여세를 과세함.
  - 수익자가 특정되지 않거나 부존재하는 경우에는 위탁자 또는 그 상속인을 수익자로 보아 증여세를 과세함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (2) 증여세

- 신탁이익의 증여시기에 대하여 원칙적으로 실제 지급일을 증여시기로 보되, 다음의 경우에는 법령에서 정한 날을 증여시기로 봄(상증령 25조 1항).
  - 수익자가 수익을 받기 전에 위탁자가 사망한 경우에는 그 사망일
  - 원본 또는 수익의 지급약정일까지 원본 또는 수익이 수익자에게 지급되지 아니한 경우에는 그 약정일
  - 확정된 원본과 수익을 분할지급하는 경우에는 최초 지급일을 증여시기로 하되, 신탁계약 체결일에 원본 또는 수익이 확정되지 않은 경우에는 원본 또는 수익의 실제 지급일을 증여시기로 함.
- 신탁이익의 평가는 상속세와 같음.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 전

##### (2) 증여세

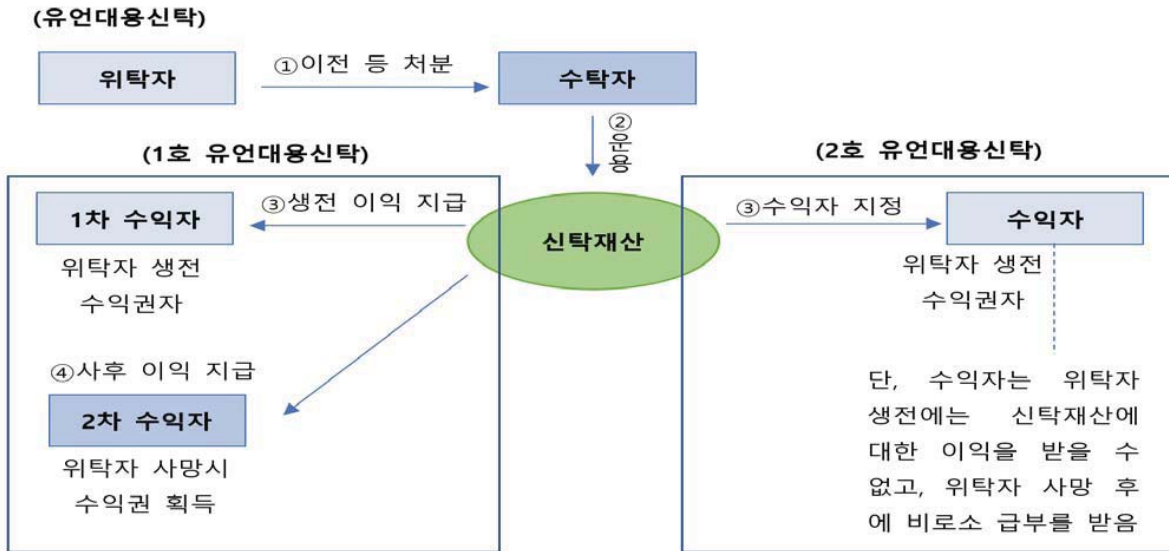
- 수익자가 상속인인데 위탁자가 사망한 경우 과세방법
  - 국세청 예규는 위탁자가 사망하면 상증령 25조 1항에 따라 우선 수익자에게 증여세가 과세되고, 그 금액은 사전증여재산가액으로서 다시 상속세과세가액에 산입되어 상속세가 과세되고, 증여세는 기납부세액으로 공제된다고 해석함(국세청 재산상속 46014-1955, 1999. 11. 12.).

##### (3) 유언대용신탁과 수익자연속신탁

- 법령 규정이 미비하여 과세방법이 불분명함.

### III. 2020년 개정 신탁세제의 내용

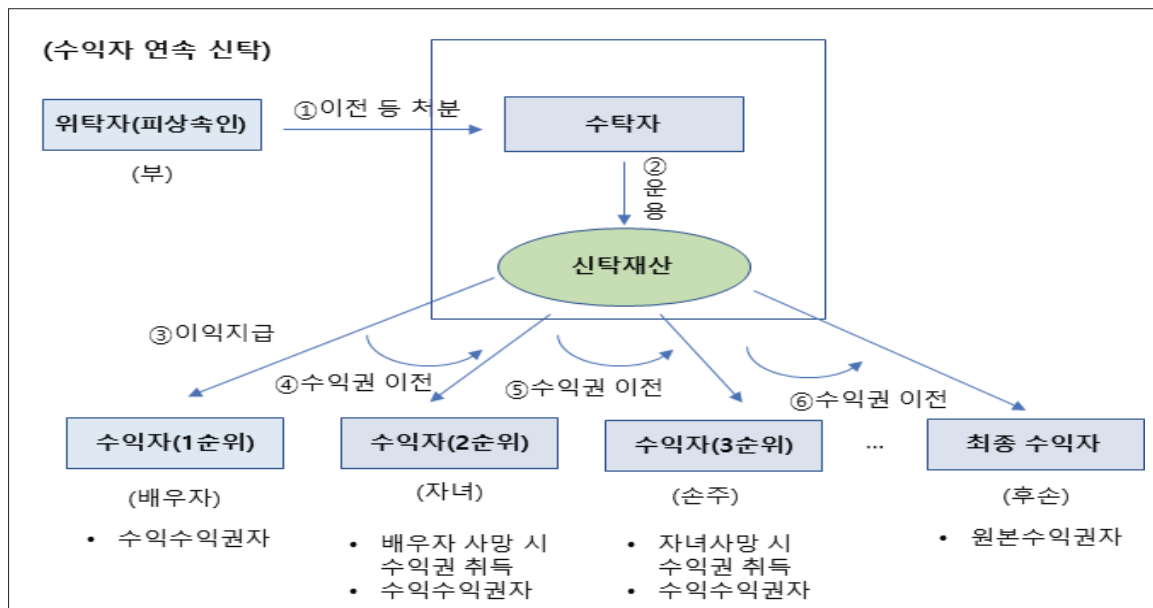
#### 유언대용신탁



37

### III. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 수익자연속신탁



38

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 나. 2020년 개정 후

###### (1) 유언대용신탁

- 유언대용신탁은 유증, 사인증여 등과 유사하므로 증여세를 과세하지 않고 상속세를 과세함 (상증세법 2조 5호 다목).
  - 유언대용신탁으로 맡긴 재산이 유류분 반환대상인지에 관하여 논란이 있음.
  - 성남지원 2017가합408489 판결은 피상속인이 신탁재산을 신탁한 것을 두고 생전증여 하였다고 보기 어렵고, 신탁재산의 소유권은 수탁자에게 있으므로 신탁재산이 상속재산에 포함된다고 보기 어렵다고 판단함. 현재 대법원 계류 중

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 나. 2020년 개정 후

###### (1) 유언대용신탁

- 위탁자(A)가 본인의 건물(시가 10억원, 월 임대료 300만원)에 대하여 유언대용신탁을 설정하여 A 생전에는 자신이 임대료 수익을 받고, 사망 이후 배우자(B)에게 상가 소유권을 이전하는 경우 개정 전과 개정 후의 과세방법을 비교하면 다음과 같음.
  - 개정 전에는 A 사망 시 B가 신탁재산을 증여받은 것으로 보아 증여세가 과세되고 그 금액이 다시 상속세과세가액에 가산되어 상속세가 과세됨(증여세는 기납부세액공제).
  - 개정 후에는 신탁재산이 상속재산에 포함되어 B에게 상속세가 과세되고 증여세는 과세되지 않음.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 나. 2020년 개정 후

##### (2) 수익자연속신탁

- 수익자연속신탁에 대하여는 각 수익자에 귀속될 수익권의 가액을 한도로 상속세를 과세함(상증세법 2조 5호 다목).
  - 수익자연속신탁의 수익자가 사망하여 타인이 새로 수익권을 취득하는 경우 그 타인이 취득한 수익권 가액은 사망한 수익자의 상속재산에 포함됨(상증세법 9조 3항).
  - 직전 수익자 사망 시 승계수익자가 수익권을 상속한 것으로 보는 것임.
- 위탁자(A)가 본인의 건물(시가 10억원, 월 임대료 300만원)에 대하여 수익자연속신탁을 설정하여 A 생전에는 자신이 임대료 수익을 받고, A 사망 후 배우자(B) 사망 시까지 B에게 임대료 수입을 귀속시키며, B 사망 후에는 자녀(C)에게 상가 소유권을 이전하는 경우 개정 전과 개정 후 과세방법을 비교하면 다음과 같음.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 나. 2020년 개정 후

##### (2) 수익자연속신탁

- 먼저 A가 사망하는 경우
  - ✓ 개정 전 규정에 의하면 A 사망 시 B가 신탁재산을 증여받은 것으로 보아 증여세가 과세되고, 그 금액이 상속세과세가액에 가산되어 상속세가 과세되며, 증여세는 기납 부세액으로 공제함.
  - ✓ 개정 후 규정에 의하면 A 사망시 B의 수익권이 상속재산에 포함되어 B에게 상속세가 과세되고 증여세는 과세되지 않음(다만 이에 대해 일부 학설상 다툼이 있음).
- 다음 B가 사망하는 경우
  - ✓ 개정 전 규정에 의하면 C의 과세여부가 불분명함.
  - ✓ 개정 후 규정에 의하면 C의 수익권이 상속재산에 포함되어 C에게 상속세가 과세되고 증여세는 과세되지 않음(다만 이에 대해 일부 학설상 다툼이 있음).

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 〈참고〉 일본의 소득세 및 법인세에 대한 신탁과세

- 유언대용신탁
  - 위탁자로부터 재산을 증여로 취득할 때에는 증여세를 부과하고, 위탁자의 사망으로 신탁의 효력이 발생한 경우에는 상속세를 부과함(상속세법 제9조의2).
  - 일본의 경우 우리나라와 달리 신탁의 설정 시점에 증여세를 부과함.
- 수익자연속신탁
  - 위탁자 사망 시 1순위 수익자가 신탁재산의 수익자가 되고 그 가치는 신탁재산 전부의 가액으로 평가함(상속세법 제9조의3, 기본통달 9의3-1).
  - 일본의 경우 우리나라와 달리 연속되는 수익자가 수입수익권을 취득하는 경우에도 신탁재산 전체를 수익하는 것으로 보아 과세함. 이는 다른 상속인과의 과세형평을 맞추기 위한 취지임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 4. 상속세와 증여세

##### 가. 2020년 개정 후

##### (3) 신탁이익의 평가

- 원본을 받을 권리와 수익을 받을 권리의 수익자가 같은 경우 평가기준일 현재 신탁재산의 가액으로 평가함(상증령 제61조 제1항 제1호).
- 원본수익자와 수입수익자가 다른 경우에는 원본수익권은 신탁재산가액에서 수입수익권을 뺀 가액으로 평가함(상증령 제61조 제1항 제2호).
- 수입수익권의 수익시기가 정해지지 않은 경우 평가기준일부터 수익시기까지의 연수는 20년 또는 기대여명의 연수로 계산함.
- 원본수익자와 수입수익자가 다른 경우에도 평가기준일 현재 신탁계약의 철회, 해지, 취소 등을 통해 받을 수 있는 일시금이 위 평가액보다 큰 경우에는 그 일시금의 가액으로 함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 5. 종합부동산세(재산세)

### 가. 2020년 개정 전

#### (1) 대법원 1993. 4. 27. 선고 92누8163 판결

- ▶ 지방세법 규정이 없었는데, 신탁법상 신탁관계가 설정되면 수탁자는 신탁의 목적에 따라 신탁재산을 관리 처분할 수 있는 권능을 가지게 되므로 신탁재산에 대한 종합토지세 납세의무자는 수탁자라고 판시함.

#### (2) 1993. 12. 27. 지방세법 개정

- ▶ 신탁법에 의하여 수탁자명으로 등기된 신탁재산에 대한 재산세 납세의무자는 위탁자임(구 지방세법 182조 5항). 이는 위탁자가 실질적으로 신탁재산의 소유자라는 인식에 근거한 것임.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

## 5. 종합부동산세

### 가. 2020년 개정 전

#### (3) 2014. 1. 1. 지방세법 개정

- ▶ 신탁법에 따라 수탁자 명의로 등기된 신탁재산의 납세의무자는 수탁자임. 이 경우 위탁자별로 구분된 재산에 대한 납세의무자는 각각 다른 납세의무자임(구 지방세법 107조 1항).
  - 위탁자가 세금을 체납할 때 신탁재산에 대한 체납처분이 불가능하다는 것이 주된 개정이유임. 판례는 신탁재산에 대한 강제집행이 허용되는 '신탁사무의 처리상 발생한 권리'에 위탁자를 채무자로 하는 것은 포함되지 않는다는 입장이므로 위탁자에 대한 조세채권에 기하여 신탁재산에 대한 체납처분이 불가능한 문제가 있었음(대법원 2012.4.12. 선고 2010두4612 판결 등).

#### (4) 종합부동산세 : 재산세 납세의무자와 동일함.

### Ⅲ. 2020년 개정 신탁세제의 내용

#### 5. 종합부동산세

##### 나. 2020년 개정 후

- 신탁법에 따라 수탁자 명의로 등기된 신탁재산의 납세의무자는 위탁자임(지방세법 107조 2항 5호, 종부세법 7조 2항).
  - 수탁자는 물적납세의무를 부담함(지방세법 119조의2 제1항, 종부세법 7조의2).
- 신탁제도를 재산세와 종합부동산세의 회피수단으로 활용하는 경우가 늘어나자, 이에 대응하기 위한 취지임.

### Ⅳ. 2020년 개정 세법의 쟁점

#### 1. 소득세 및 법인세

##### 가. 납세의무자

- 개정 세법은 일본의 제도를 참고하여 수익자과세를 원칙으로 하되, 수탁자과세 및 위탁자과세를 부분적으로 수용함.
- 미국과 같이 신탁 자체를 납세의무자로 하자는 견해가 있으나, 다음과 같은 이유로 개정 세법의 태도가 타당한 것으로 판단됨.
  - 신탁 자체를 납세의무자로 하더라도 수익자에 대한 분배금을 공제하여 신탁 자체의 세부담을 제거하고 수익자에게 세부담을 지우므로 신탁이 도관의 역할을 하는 경우에는 수익자를 납세의무자로 정하는 것이 간명함.
  - 우리나라 법제상 신탁에 대하여 법인격을 인정하지 않으므로 신탁 자체를 납세의무자로 하는 것은 전체 법체계와도 조화되지 않음.



## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 1. 소득세 및 법인세

#### 나. 수익자과세신탁

- 유언대용신탁은 1호 신탁과 2호 신탁으로 구분됨(신탁법 제59조).
  - 1호 신탁은 위탁자의 사망 시점에 사후수익자가 수익권을 취득하는 취지의 정함이 있는 신탁으로 위탁자 생전에는 수익자가 따로 있고 사후수익자는 위탁자가 사망한 때 수익자가 될 수 있음.
  - 2호 신탁은 위탁자의 사망 이후에 사후수익자가 신탁재산에 관한 급부를 받는 취지의 정함이 있는 신탁으로 신탁의 수익자는 신탁설정 시부터 이미 수익자이나, 구체적 급부권은 위탁자 사망 이후에 행사할 수 있음.
- 2호 신탁의 수익자는 현실적으로는 위탁자 사망 이후에 신탁수익을 받을 수 있으나, 소득세법은 소득의 발생시기에 대해 권리의무확정주의를 취하고 있으므로 신탁수익이 발생할 때 소득세 납세의무가 있음.
  - 세금 문제로 인하여 2호 신탁의 활성화를 기대하기 어려워 보임.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 1. 소득세 및 법인세

#### 다. 위탁자과세신탁

- 위탁자과세신탁은 ①위탁자가 신탁재산을 통제하거나 지배할 것, ②신탁재산 원본을 받을 권리에 대한 수익자는 위탁자로, 수익을 받을 권리에 대한 수익자는 그 배우자 또는 같은 주소 또는 거소에서 생계를 같이 하는 직계존비속로 설정했을 것 등 2가지 요건을 갖추어야 함.
- 위 ②의 요건으로 인하여 유언대용신탁 등에 대하여 위탁자과세신탁을 적용할 수 없음.
  - 유언대용신탁은 위탁자가 수익자변경권을 가지므로 ①의 요건을 충족하나, 상속인들을 원본수익권자로 지정하므로 ②의 요건을 충족하지 못함.
- 외국의 세법은 일반적으로 위 ①의 요건만으로 위탁자과세신탁을 적용하므로 추후 위 ②의 요건을 삭제하는 것이 타당함.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 1. 소득세 및 법인세

#### 라. 법인과세신탁

- 법인과세신탁은 ①신탁법에 따른 목적신탁, 수익증권발행신탁, 유한책임신탁 등에 해당할 것, ② 수익자가 2 이상일 것, ③ 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하는 경우가 아닐 것 등 3가지 요건을 모두 갖추어야 함.
- 신탁법에 따른 목적신탁은 위 ②의 요건으로 인하여 법인과세신탁을 적용할 수 없음.
  - 목적신탁은 수익자가 부존재하므로 위 ②의 “수익자가 2 이상일 것”이라는 요건을 충족하지 못하기 때문임.
- 신탁법에 따른 목적신탁에 대하여는 위 ②의 요건이 적용되지 않도록 하는 것이 타당함.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 2. 양도소득세

#### 가. 신탁 설정 시 양도소득세 과세여부

- 신탁 설정 시 위탁자에서 수탁자로 신탁재산이 이전되는 경우 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배하고 있으면 양도로 보지 않음.
- 위 규정을 반대해석하면 신탁 설정 시 위탁자가 신탁계약 해지권, 수익자변경권 등을 보유하고 있지 않으면 양도에 해당한다고 볼 여지가 있으나, 다음과 같은 이유로 양도에 해당하지 않는다고 보는 것이 타당함.
  - 소득세법상 양도란 자산을 유상으로 사실상 이전하는 것이므로 신탁 설정시 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배하지 않더라도 대가의 수수가 없으면 양도에 해당하지 않음.
  - 부가가치세법과 지방세법은 신탁 설정 시 부가가치세와 취득세가 비과세됨을 명문으로 규정하고 있음.
  - 신탁 설정 단계에서 양도소득세를 과세하면 신탁활성화를 저해하므로 정책적으로도 양도소득세를 비과세함이 타당함.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 3. 부가가치세

#### 가. 납세의무자

- 개정세법은 2017. 5. 18. 선고 2012두22485 판결의 법리대로 원칙적으로 수탁자를 납세의무자로 규정하되, 위탁자가 거래당사자가 되는 경우, 위탁자가 실질적으로 신탁재산을 통제·지배하지 않는 경우 등에는 예외적으로 위탁자를 납세의무자로 규정함.
- 수탁자를 납세의무자로 하면 수익자를 납세의무자로 하는 소득과세와의 통일성이 결여된다는 비판이 있으나, 다음과 같은 이유로 개정세법의 태도가 타당함.
  - 소득에 대해 과세하는 소득과세와 거래에 대해 과세하는 소비과세는 성격이 다르므로 세목별 특성에 따라 납세의무자를 정하는 것이 타당함.
  - 부가가치세는 거래세로서 계약상 또는 법률상 원인에 의하여 재화를 사용·소비할 수 있는 권한을 이전하는 행위를 한 자를 납세의무자로 정하여야 함. 따라서 이러한 권한을 가진 수탁자를 납세의무자로 하는 것이 논리적임.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 3. 부가가치세

#### 나. 수익권 양도에 대한 부가가치세 과세여부

- 개정세법상 수익권의 양도에 대하여 양도소득세를 과세할 수 있는 것으로 명문화하였으나, 부가가치세에 대하여는 아무런 규정을 두지 않음.
- 수익권을 수익증권의 형태로 양도한 경우에는 채권의 거래로 보아 부가가치세를 비과세한다고 해석하는 것이 타당함.
- 수익권을 양도한 경우에는 수익권을 채권으로 보는 것이 일반적이므로 역시 부가가치세를 비과세한다고 해석하는 것이 타당함.
  - 다만 소득세법에서 수익권의 양도를 통하여 신탁재산에 대한 지배통제권이 사실상 이전되는 경우 신탁재산 자체의 양도로 보는 것에 맞추어 이러한 경우에는 신탁재산의 유형에 따라 부가가치세를 과세할 수 있는 것으로 해석하는 것이 체계정합적 해석임.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 4. 상속세 및 증여세

#### 가. 수익자연속신탁의 상속세과세방식

##### <사안의 개요>

- 위탁자 A는 본인의 상가(시가 10억원, 월 300만원 임대료수입)에 대해 甲신탁사와 다음과 같이 유언대용신탁과 수익자연속신탁을 설정함.
- A 생전에는 A가 임대료수입을 받고, A 사망 이후 배우자 B가 임대료수입을 받으며, B 사망 후에는 자녀 C가 상가 소유권을 이전받음.

##### <사안의 해결>

- A 사망시 증여세는 과세하지 않고 상속세를 과세한다는 점은 명확함.
- 그러나 B와 C의 과세내용에 대하여 불분명한 점이 있음.

## IV. 2020년 개정 세법의 쟁점

### 4. 상속세와 증여세

#### 가. 수익자연속신탁의 상속세과세방식

- 제1설은 A사망 시 전체 신탁재산에 대해 배우자에게 상속세를 과세하고 배우자 사망 시 다시 전세 신탁재산에 대해 자녀에게 상속세를 과세하여야 한다고 주장함.
  - 배우자는 수입수익권만 상속받는데 원본수익권에 대해서까지 과세하면 납세자의 재산권을 침해하는 문제가 있음.
- 제2설은 A사망 시 수입수익권에 배우자에게 상속세를 과세하고 배우자 사망 시 자녀에게 원본수익권에 대해 상속세를 과세하여야 한다고 주장함.
  - 상속재산을 직접 상속하는 경우와 비교하여 상속세부담이 줄어드는 문제가 있음.
- 제3설은 A사망 시 배우자에게 수입수익권에 대해 상속세를 과세하고 자녀에게 원본수익권에 대해 상속세를 과세하여야 한다고 주장함.
  - 장래에 받게 되는 수익권에 대한 평가가 곤란하다는 문제가 있음.

### 4. 상속세와 증여세

#### 나. 소득세와 증여세의 이중과세문제

- 신탁의 수익자는 신탁수익이 발생할 때 소득세가 과세되고, 신탁수익을 실제 지급받을 때 다시 증여세가 과세됨.
- 신탁수익에 대해 소득세와 증여세를 과세하는 것은 이중과세이므로 소득세만 과세해야 한다는 견해가 있으나, 이중과세라고 보기 어려움.
  - 원래 신탁수익권의 취득에 대하여 증여세를 과세하여야 하나 그 과세시기를 신탁수익을 실제 지급하는 시점으로 늦추다 보니 이중과세처럼 느껴질뿐 소득세와 증여세의 각 과세요건에 따라 소득세와 증여세를 과세하는 것에 불과함.
  - 신탁수익에 대해 증여세와 소득세를 과세하는 것은 부동산의 무상취득에 대하여 증여세를 과세하고 그 임대료에 대해 소득세를 과세하는 것과 마찬가지로 이치임.

---

**감사합니다**





# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계학술대회

신탁산업 활성화를 위한 제언

제1주제

미국의 가상자산규제와 수탁관리기관의 법적 지위

발표자 : 김병연 교수 (건국대)

토론자 : 문상일 교수 (인천대)

노혁준 교수 (서울대)

사회자 : 이중기 교수 (홍익대)





# 미국의 가상자산규제와 수탁관리기관의 법적 지위

건국대학교 법학전문대학원

김 병 연 교수

## I. 서론

### ➤ 논의의 배경

- 가상자산(또는 digital 자산)은 분산원장기술 네트워크 또는 토큰 플랫폼을 기반으로 하여 기존의 실물증권 위주의 거래시스템 내지 시장의 형태에 큰 변화
- 각 국가들의 법제도가 정비와 규제방향이 정해지기도 전에 이미 시장에서 첨단기술을 활용하여 일종의 재산적 가치를 지니는 것으로서 투자자들 사이에서 거래의 대상이 되고 단기간에 엄청난 규모의 거래시장이 형성
- 가상자산과 관련된 용어는 아직까지 명확한 통일적 정의는 내려지지 않은 상태

### ➤ 논의의 방향

- 가상자산의 일반적 개념정의와 주된 논의대상이 되는 일명 ‘증권형 토큰(Security Token)’의 법적 성격 검토
- 미국의 가상자산 관련규제의 현황과 향후 방향
- 가상자산 수탁관리기관의 역할과 법적 지위

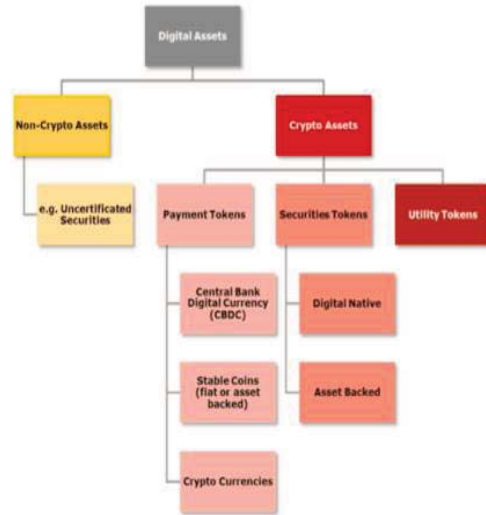
4/18/2022

2

II. 가상자산의 유형

1. 국제증권서비스협회(ISSA)의 2019년 11월 보고서에서는 암호자산과 비암호자산으로 분류
  - 디지털 기록의 형태로 존재하는 ‘가상자산 (virtual assets)’은 소위 분산원장기술 (distributed ledger technology: DLT)의 형태인 블록체인으로 기록되어 암호화되었다는 의미에서 암호자산(crypto assets)과 특별히 암호화되지 않은 비암호자산(non-crypto assets)으로 분류하고 있음.

Figure 1: What is a Crypto Asset?



4/18/2022

3

2. 코인과 토큰의 구분

- 통상적인 상식적 관념의 차원에서는 코인과 토큰은 별 차이가 없다고 생각되지만, 일반적으로 코인(coin)과 토큰(token)의 의미를 구분하고 있음
- 디지털 자산의 세계에서 코인(coin)은 독립된 블록체인 네트워크 즉 소위 ‘메인 넷(main net)’을 소유한 경우로서, 디지털 현금(digital cash)이라고 할 수 있는 비트코인(BTC), 이더리움(ETH), 쿼텀(QTUM), 등을 들 수 있음.
- 이에 반해 토큰(token)은 독립된 블록체인 네트워크를 소유하지 않은 경우로서 이오스(EOS)나 트론(TRX) 등을 들 수 있다. 이런 차이점에서 볼 때, 자본시장에서의 거래 규제와 관련하여 의미를 가지는 가상자산은 규제와 관련된 기준을 어디에 둘 것인가에 따라 달라질 것임.
- 가상자산의 거래 활성화라는 측면을 중요시한다면 2가지 사이의 구분은 큰 의미가 없지만, 가상자산에 대한 투자자 보호라는 측면을 중요하게 본다면 적절한 규제의 틀을 설정하고 집행하는 것이 중요하므로 그 구분은 실제에서는 의미가 있음.
- 독립된 블록체인 네트워크를 소유하고 있다면 유통성이 상대적으로 낮기 때문에 개별적인 사인간 계약의 차원에서 접근하는 것이 더 합리적인 판단이 될 것이며, 이에 반해 독립된 네트워크를 소유하고 있지 않은 경우에는 독립된 네트워크가 존재하는 경우와 비교하여 다양한 투자자들이 더 많이 존재하는 것이 통상적일 것이므로 사인 간의 계약에 맡겨두는 것보다는 투자자에 대한 후원자적 지위에서 공적규제 감독기관의 존재가 필요할 것임.

4/18/2022

4

### 3. 규제대상으로서의 코인의 토큰화

#### ▶ 지불형 토큰(payment token)

- '지불'이라는 말에서 알 수 있듯이 본질적으로 암호화폐(cryptocurrency)와 유사한 기능으로 지급기능이 주된 목적.
- 중앙은행이 아닌 일반인이 발행하는 비트코인, 이더리움과 같은 민간 암호화폐를 비롯하여 최근에는 중앙은행(Central Bank Digital Currency: CBDC)이 디지털 형식으로 발행하는 법정 통화로 구분.
- 암호화폐는 그 성격상 가치의 변동성이 크기 때문에 법정 통화와 연결하여 암호화폐의 가치 변동성을 최소화함으로써 디지털을 기반으로 한 통화의 유통성을 높일 목적으로 설계된 암호화폐인 스테이블 코인(Stablecoins)도 등장.

#### ▶ 유틸리티 토큰(utility token)

- 투자자가 현재 또는 장래의 제품, 서비스 또는 앱에 대한 접근권한을 구매하는 것. 즉 투자자들은 제품, 서비스 또는 앱의 사용 증가가 토큰 가치의 증가로 이어질 것을 기대하는 것.

#### ▶ 증권형 토큰(securities token)

- 실물자산을 기반으로 존재하는 자산 기반(asset-backed) 또는 디지털 기반(digital native) 증권형
- 기본 암호화폐 자산 토큰(Native Crypto Asset Tokens)은 DLT 네트워크 또는 토큰화 플랫폼에서 직접 발행 및 서비스되는 형태.

❖ ICO(Initial Coin Offering)라고 부르고 있는 것은 넓게는 자금의 모집이 이루어지는 모든 형태를 이야기하기도 하고, 좁게는 기존의 증권법 영역으로 수용된다는 전제하에 IPO(Initial Public Offering)와 같이 증권의 속성을 가지고 있는 경우를 의미하는 것으로 구분하는 것이 가장 적절할 것임. 이러한 의미에서 좁은 의미의 ICO는 증권형 토큰(security token)의 형태로 볼 수 있을 것이고, 이른바 STO(securities token offering)으로 나타난 것임.

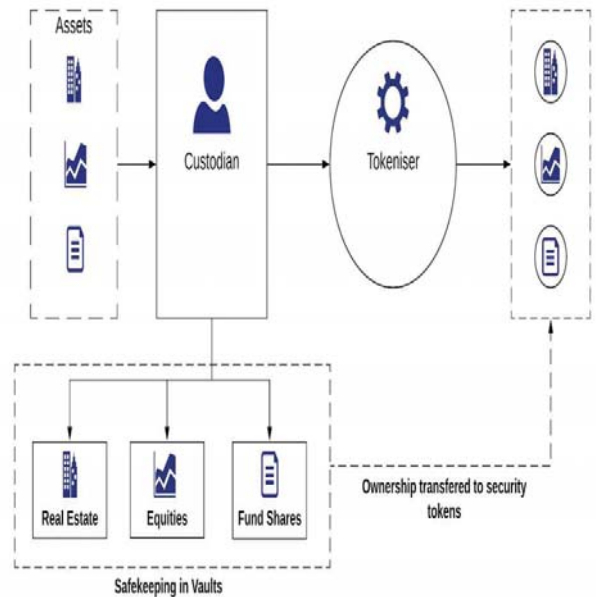
4/18/2022

5

#### ▶ 증권형 토큰(securities token)

- 실물자산을 기반으로 존재하는 자산 기반(asset-backed) 또는 디지털 기반(digital native) 증권형 토큰은 주식이나 채권과 같이 이미 존재하는 기초 자산으로 뒷받침되는 자산 담보 토큰은 CSD 또는 수탁 은행의 기초 자산 보유로 뒷받침되고 CSD 또는 등록 기관에서 기초자산을 보유하고 있는 자산관리인은 DLT 네트워크 또는 토큰화 플랫폼에 암호화 자산을 발행함.
- 재산적 가치를 가지는 자산을 기반으로 하여 발생하는(또는 파생되는) 경제적 가치 또는 권리를 토큰에 연결하여 발행하고 시장에서 거래·투자의 대상이 되도록 한다는 점에서 2가지는 동일한 성격.
- 자산 기반형 증권형 토큰은 주식, 채권, 파생상품, 펀드와 같은 기존 상품을 새로운 디지털 형식으로 나타내는 것이며 DLT 네트워크에서 거래·보관·결제되도록 하여 편의를 도모한 것임.
- 이에 반해 디지털 기반 증권형 토큰은 DLT 네트워크에서 직접 발행되고 DLT 네트워크에만 존재하는 새로운 디지털 자산이라는 점에서 차별성이 있음.
- 즉 자산 기반 증권형 토큰은 이미 존재하는 자산 또는 실물자산을 기초로 하여 발행하고 자산의 현금흐름의 손익에 따라 이익을 수취할 수 있는 것이고, 디지털 기반 증권형 토큰은 사업자금 등의 모집을 위해 투자금 수취에 대한 대가로 토큰을 발행하고 사업운영에 대한 의결권 또는 배당의 권리를 가짐으로써 이익을 기대하는 것임. 이런 측면에서 볼 때 최근 블록체인 기술을 이용하여 디지털 플랫폼을 기반으로 성장한 진정한 의미의 증권형 토큰은 폐쇄적인 DLT 네트워크에서 증권적 성격을 부여받아 증권처럼 발행·유통되고 권리내역을 분산장부에 토큰 수량으로 기록되는 디지털 기반 증권형 토큰이라고 할 수 있을 것임.

4/18/2022



6

### III. 미국의 가상자산 관련규제

#### 1. 가상자산 규제에 대한 동향

##### > SEC와 CFTC의 입장

- 미국 증권거래위원회(The Securities and Exchange Commission: SEC)와 상품선물거래위원회(The Commodity Futures Trading Commission: CFTC)의 견해는 일치되지 않아 보임. SEC는 가상자산이 연방증권법상 증권(securities)이라는 견해를 견지하고 있는 반면, CFTC는 비트코인과 같은 가상자산의 경우 상품(commodities)이라는 입장을 취하고 있음.
- SEC는 투자계약(investment contract)의 요소를 기준으로 하여 증권법상 증권신고서 제출 여부를 판단하는 것으로 그 입장을 정하였음.
- 참고로, ESMA(European Securities and Markets Authority)의 2019년 보고서 'The ESMA Advice'에 따르면, 어떤 가상자산이 금융투자 상품으로 간주되어 MiFID II(Markets in Financial Instruments Directive II)의 규제대상이 되는지에 대한 입장이 수록되어 있는데, 가상자산에 대한 법적 개념정의가 EU 금융증권 관계 법률에 존재하지 않지만, 가상자산의 적법성 판단의 기준은 결국 MiFID II 규제에 의한 금융투자 상품에 해당되는지 여부여야 한다는 것이다. 따라서 이러한 입장에 따르면 가상자산은 단순한 지불수단이 아니며 자본시장에서 거래되는 양도 가능한 것이어야 한다는 기존의 금융투자상품에 준해서 판단을 하는 것으로 보임.

##### > 증권형 토큰 규제의 본질

- 본질적으로 블록체인 토큰 생성기술을 사용하는 증권규제이며, 이러한 디지털 블록체인 토큰은 블록체인의 컴퓨터 코드 규칙에 따라 생성(coined), 전송(transferred), 구매(purchased), 판매(sold) 및 폐기(destroyed)될 수 있음.
- 투자자에게 증권으로 판매되기 위해서는 토큰이 1933년 증권법상 요건을 충족해야 하며, 거래소에 상장 가능함. 주식, 채권, 부동산, 지적재산권 등과 같은 다른 자산의 디지털 표현으로 인식함.

4/18/2022

7

#### 2. 가상자산과 투자계약(investment contract)

- 미국 SEC는 규제의 대상이 되는 가상자산을 투자계약증권(investment contract)의 판단기준에 비추어서 규제 대상 여부를 판단하는 입장으로 접근하고 있음.
- 미국에서는 특정한 가상자산의 증권여부를 검토함에 있어, 가상자산이 그 기반을 두고 있는 플랫폼인 블록체인의 탈중앙화 여부를 판단기준으로 하나로 보고 있는데, 투자계약에 관한 Howey 기준 상 타인의 노력이 전제되어야 하고, 탈중앙화된 블록체인에 기반을 둔 가상자산의 경우, 해당 가상자산을 운영하거나 활용 여부를 책임지는 특별한 주체가 없는 것이 일반적이기 때문임.
- 미국의 Howey 기준상 타인의 노력 여부가 투자계약의 핵심인 것처럼, 가상자산의 투자계약증권성 여부를 판단함에 있어서 우리나라 자본시장법상 투자계약증권에서도 타인의 노력 여부, 또는 탈중앙화 여부가 검토될 필요가 있을 것임.
  - ✓ 만약 가상자산이 탈중앙화되지 않고 특정한 주체가 운영하는 블록체인 상에서 동작한다면, 그러한 가상자산은 투자계약증권에 해당할 수 있을 것인데, 타인의 노력 즉 중앙화된 운영 주체의 활동에 따라 가상자산의 성공 여부, 나아가 해당 가상자산을 투자한 투자자의 수익이 결정되기 때문임.
  - ✓ 다만 어떤 블록체인의 탈중앙화가 실제로 진행되었는지, 해당 가상자산이 투자계약증권이 아닌지에 대하여는 일률적으로 판단하기 어렵고, 가상자산 플랫폼인 블록체인의 성질을 개별적으로 따져볼 수밖에 없으며, 탈중앙화의 의미도 개별적인 블록체인 별로 상이한 경우도 있을 수 있다는 점에서 실제로는 판단의 어려움이 있을 것임.

4/18/2022

8

▪ 가상자산의 연방증권법상 증권성 여부에 대한 SEC의 해석 사례

- ✓ 2016년 The DAO(Decentralized Autonomous Organization) 사례에서 독일 기업인 Slock.it 은 ICO 형태로 탈중앙화(Decentralized) 암호화폐 프로젝트에 자금을 조달할 목적으로 DAO 토큰을 이더리움 플랫폼을 활용하여 1 ETH 당 100 DAO 토큰을 판매하였는데, 당시 1,600만 달러를 모금한 초기 ICO 최대 활동규모 중 하나였음. 이에 SEC는 The DAO, Slock.it 및 설립자들 등이 DAO 토큰을 미국에서 판매하는 과정에서 증권법을 위반하였는지를 조사하였고, 결국 SEC는 전통적인 Howey 판결에서 정립된 투자계약 판단기준에 따라 The DAO 가상자산이 증권에 해당될 가능성이 높다고 판단하였고, DAO에 대한 SEC의 보고서에서는 비록 새로운 종류의 규제를 제안하고 있지는 않지만, 투자자 보호를 위해서 증권법이 적용될 필요가 있다는 입장을 취하였음.
- ✓ 따라서 법상 특별한 예외 사유에 해당되지 않는 한, 토큰의 발행은 증권법에 따라 등록하여야 하는데, SEC는 SEC v. Zaslavskiy 사례에서 ICO와 관련하여 REcoin Group Foundation, LLC가 발행한 Recoin Token과 Diamond Token에 대하여 해당 토큰이 증권에 해당한다고 하였음.
- ✓ 더 나아가 DAO 토큰을 유통한 거래소들도 증권거래소로 등록이 필요하다고 하였음.

4/18/2022

9

3. 우리나라 “특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률”(이하 ‘특정금융정보법’이라 함)

- 특정금융정보법은 가상자산에 관한 직접적 규제를 담고 있는 최초의 입법적 노력이며, 금융위원회 산하 금융정보분석원이 주무관청임.
- 자금세탁방지 금융대책기구(Financial Action Task Force on Money Laundering: FATF)의 2019년 권고안에 따라 2020년 개정되었는데, 이에 따르면 각 국가는 가상자산의 개념 및 가상자산사업자로 하여금 기존 자금세탁 관련 법률상 각종 의무를 도입하라고 권고하고 있음.
- 2020년 개정(2021. 3. 25. 시행)된 특정금융정보법에 따르면, **가상자산이란 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함)를 말함(법 제2조 제3호)**. 다만 특정금융정보법은 명시적으로 선불전자지급수단 및 전자화폐, 게임 아이템 등은 제외하고 있다. 특정금융정보법상의 이러한 태도는 자산의 이전과 교환에 중점을 두는 것으로서, 자금세탁 방지를 목적으로 하는 특정금융정보법의 취지에 비추어 본다면 적절하다고 본다. 왜냐하면 미국 FinCEN이 지적하는 바와 같이, 자금의 흐름을 통한 자금세탁을 방지하는 규제 목적상 이전 가능한 자산을 규율 대상으로 하는 것이 그 규제 취지에 맞기 때문임.
- **가상자산사업자는 가상자산의 매도, 매수, 교환, 이전, 보관관리, 증개알선등의 영업을 하는 자(법 제2조제1호하목).**
- **2020년 개정된 특정금융정보법은 거래소 등 가상자산사업자에게 법이 정하는 일정한 사항을 금융정보분석원장에게 신고할 의무(법 제7조제1항), 실명확인이 가능한 입출금계정(동일 금융회사 등에 개설된 가상자산사업자의 계좌와 그 가상자산사업자의 고객의 계좌 사이에서만 금융거래 등을 허용하는 계정)을 통한 금융거래를 의무화하는 일명 ‘자금세탁방지의무’(법 제7조제3항제2호), 의심거래보고(법 제4조제1항) 및 고액 현금거래보고(법 제4조제2)의무(법 제8조) 등을 부과하고 금융거래등을 통한 자금세탁행위 및 공중협박자금조달행위를 방지하기 위한 주의의무를 이행할 조치(‘고객확인 의무’)를 할 것을 요구하고 있음(법 제5조제2).**
- 또한 금융정보분석원에 신고한 가상자산사업자만 영업을 가능한데, 신고조건은 실명계좌 발급을 위한 은행과의 계약, 한국인터넷진흥원(KISA)에서 정보보호 관리체계(ISMA) 인증을 획득할 것을 요구하고 있음.

4/18/2022

10

#### 4. STO의 특성

- **STO(Security Token Offering)**는 증권법의 적용대상 가능성이 높은 블록체인에 기록되어 디지털화 된 투자상품을 이용하여 자금을 모집하는 것을 말하며, STO는 가상자산이 출현한 후에 특히 암호자산 내지 암호화폐에서 자금모집과 관련하여 급성장을 한 분야인 ICO (Initial Coin Offering)와는 구별됨. ICO의 사실증연구에 따르면, ICO를 위해 발행하는 백서(whitepapers)와 소스 코드(source code)의 자발적 공개를 하거나 내부자의 지분비율이 높은 경우에 성공적인 ICO를 했다는 것은 성공적인 자금조달 방법으로서 STO가 가야하는 길의 시사점이 될 수 있음.
- ST는 미국 증권관계법률에 따라 증권으로 간주되는 디지털 토큰으로 보아, 그 증권성 여부의 판단에 있어서 투자계약 (investment contract)에 관한 Howey 기준이 적용되기 때문에 ST가 시장에 발행되고 거래되기 위해서는 SEC에 증권 (securities)으로서 등록되어야 하고, 그렇지 않다면 법상 등록면제에 해당되어야 함.
- 그럼에도 불구하고 ICO는 그러한 검증을 받지 않고 무분별하게 시장에서 판매되었는데, 비트코인의 등장으로 인하여 블록체인이라는 기술이 활발하게 활용되고 암호화폐 및 기타 블록체인 기술을 기반으로 한 금융상품들이 복제가 불가능한 안정성을 지니고 있음에도 불구하고 규제 사각지대에 한동안 존재함으로써 시장의 변동성에 부정적인 영향을 끼친 점은 아이러니함.
- 그러나 지금은 블록체인 기술이나 다른 분산원장 기술은 금융시장의 안정적 성장에 필요한 기술이라는 점에 대부분 동의하게 되었으며, 따라서 현 시점에서 가상자산시장의 안정성을 도모하기 위해서는 적절한 규제의 틀을 마련하여야 할 필요성.
- STO를 통하여 자금을 모집하게 되면 금융의 모든 절차에 대하여 실시간으로 모니터링이 용이하면서도 거래의 안정성과 투명성을 높일 수 있기 때문에 투자자의 니즈를 만족시킬 수 있다는 장점을 가짐. 그리고 블록체인 분산원장을 사용하여 거래에 따른 결제 시간을 줄여줄 수도 있을 것임.
- 독립된 플랫폼을 활용하게 되면 기존의 전통적인 거래시장의 시간적 제약을 벗어날 수도 있다는 점에서 시장의 기능을 획기적으로 성장시킬 수도 있을 것이고 유동성을 높일 수 있는 방법도 될 수 있다는 점에서 자산유동화와 같은 자산 분할의 기회를 확실하게 시장에 제공할 수 있다는 점에서 그 효율성이 인정됨.

4/18/2022

11

#### 5. STO 과정

##### A. 준비 단계

- 아이디어/사업 계획이 개발되면 발행인은 목표 투자자를 겨냥한 투자자 정보("a deck") 준비단계.
- 투자자료에는 사업 계획, 이익 예측, 자본 요구 사항 및 독립적인 평가를 간략하게 설명하는 정보를 포함.
- 제안 문서의 내용은 대상 투자자, 발행자 및 중개자(예: 브로커)의 관할권 및 보안 토큰의 특성에 따라 상이함. 예를 들어, 유럽에서는 여러 국가에서 발행자가 법적 투자 설명서를 발행하지 않고도 일정 금액의 자본을 조달할 수 있도록 면제가 가능할 수 있고, 미국에서는 공인된 투자자에게만 판매를 제한하여 정보의 공개의무를 상대적으로 감소시킬 수 있으나, 어떤 경우에도 잠재적 투자자의 참여 결정과 관련된 중요한 정보 및 조항은 일반적으로 계약법 및 기타 광범위한 법적 및 규제 원칙을 고려하여야 할 것임.

##### B. Designing the Offering

- 토큰의 발행자는 발행하는 토큰의 수량, 각 토큰의 가치, 토큰에 내재된 권리 및 모집기간을 포함하여 토큰의 구조를 결정.
- 법률관할권역에 따른 규제상의 차이로 인해 발행인은 토큰의 발행을 위해서 적절한 관할권을 선택하고 법률 문제를 자문할 전문가 필요.

##### C. 블록체인 플랫폼, 기술, 금융중개업자 등 서비스 제공자 선정

- 발행자는 블록체인 플랫폼을 선택하고 ST를 생성하고 투자자에게 발행하며, 일부 블록체인 플랫폼은 토큰 저장을 위해 투자자에게 디지털 지갑을 제공하기도 함.
- 발행자는 블록체인 플랫폼의 상장 규칙을 검토하고, 기본 자산을 보관·관리하고, 현금 흐름의 유지 및 촉진, 토큰 판매를 위한 좋은 평판의 서비스 제공자 선정하게 될 것이며, 토큰 배포자(즉, 브로커)는 정보의 정확성과 완전성을 보장하기 위해 발행자와 투자자 정보에 대한 철저한 실사(due diligence)를 수행.

4/18/2022

12

#### D. Capital raising

- 브로커의 도움으로 발행사는 대상 투자자를 식별하고, 로드쇼(roadshows)와 각종 meeting을 개최하며, 대상 투자자에게 투자관련정보(deck)를 제공.
- 특정 관할권역에서는 마케팅 활동에 대해 관련 당국의 사전 승인이 필요할 수 있음.

#### E. Listing of security on the trading venue

- 거래 플랫폼에 따라 일반적으로 발행된 토큰은 특수목적기구("SPV")에 판매되고, 거래 플랫폼에서 재발행되는 구조를 취하게 됨.
- 발행사는 추가 마케팅 활동을 수행하고 유동성을 높이기 위해 시장 조성자(a market maker)를 지정할 수 있음.
- 실사(due diligence) 및 자료 공개 기준, 중개업자의 자격, 투자자의 적격, 각종 비용(초기, 연간 상장 및 거래 수수료 등), 최소 토큰 발행 규모를 포함한 상장 규칙을 명확하게 명시해야 함.

4/18/2022

13

#### 6. STO의 향후 발전을 위한 과제

- 가상자산에 관한 통일적 용어, 유형 분류의 부재(No uniform definition and classification)
- 가상자산에 관한 법적 보호 불명확
  - 투자자의 신원이 스마트 계약에 기록될 수 있지만, 가상자산이 재산(property)으로서 보호받는지, 디지털 기록에 대하여 어떠한 법적 권리를 보유하는지 불명확
- 가상자산 중개업자에 대한 규제 미비
  - 디지털 자산중개인, 시장기반시설 제공자, 토큰의 발행인 등에 대한 규제 미비, 국제적 통일성 미비
- 각 국가별 증권형 토큰의 디지털화 정도의 차이 존재
  - 여전히 일부 국가에서는 종이에 기반한 제도와 연계되어 디지털화에 장애 존재(홍콩의 인지세)
- 가상자산에 대한 평가 문제의 어려움
  - 증권형 토큰은 실물자산에 기반하기도 하지만, 가상자산의 가치평가는 매우 어려움.
  - 불확실한 유동성, 증권형 토큰에 관한 회계전문가 부족
  - 각 증권형 토큰의 독특한 디자인과 구조로 인해 가치평가에 어려움
- 자금세탁방지 및 반테러리즘의 문제
  - 중앙은행의 화폐가 아닌 암호화폐가 자금세탁수단 내지 테러자금의 조달로 이어지는 경우가 많음
  - 가상자산 중에서 증권형 토큰을 규제의 범주로 포섭한다고 하더라도 다른 가상자산의 경우에는 여전히 동일한 문제 존속.

4/18/2022

14

IV. 네트워크 내지 플랫폼 관리자의 역할

1. 네트워크 내지 플랫폼 관리자의 개념

- 네트워크 내지 플랫폼 관리자도 결국은 기존의 중앙예약기관이나 전자등록기관의 경우처럼 중앙집권적인(centralized) 체제로 된다면 권리의 존재형태만 다를 뿐이라는 결과
- 그런데 현재 대부분의 국가에서 가상자산의 관리는 중앙집권적인 형태가 아니라, 소위 탈중앙화(decentralized)된 상태에서 상당한 규모의 거래가 이루어지고 있고, 2020년 새로 등장한 대체불가토큰(Non-Fungible Token: NFT)은 2021년에 접어들면서 급속도로 증가하고 있으며, 각 나라가 가상자산 거래시장에 대하여 적극적인 규제와 관리가 이루어지도록 규제시스템을 갖추지 않는다면 시장에 대한 최소한의 통제도 하지 못하는 상황이 올 수 있음.

2. 네트워크 내지 플랫폼 이용자가 가지는 권리의 법적 성격

- 현행 자본시장법의 경우, 예약된 증권에 대하여는 예약원의 명의로 명의개서가 되므로 예약결제원이 예약자 또는 예약자를 통하여 이루어지는 투자자의 신청에 따라 권리를 행사하도록 하고 있으며, 이러한 권리의 행사는 기명식 증권에 준하여 규제하고 있음(제314조).
- 전자증권법의 경우에도 자본시장법상 예약증권의 권리행사 법리와 유사한데, 전자등록주식등의 관리자는 전자등록기관을 통하여 배당금·원리금·상환금 등의 수령, 그 밖에 주식등에 관한 권리를 행사할 수 있음(전자증권법 제38조 제1항).

4/18/2022

15

3. 미국의 최근 동향

(1) Virginia주의 최근 입법

- 2022년 3월 8일 버지니아주 의회는 은행이 비트코인과 같은 가상통화 수탁서비스를 제공할 수 있도록 허용하는 법안을 통과.
- 이러한 서비스를 제공하고자 하는 은행은 다음의 요건을 구비하여야 함.
  - 위험 관리 시스템 및 통제의 구현하고, 해당 서비스에 대한 보험 적용 범위의 적절성을 확인하며,
  - 이러한 수탁서비스 제공자에 대한 감독 프로그램을 수립해야 함.
- 이 법은 또한 은행이 신인의무자 자격 또는 비신인의무자 자격으로 수탁서비스를 제공할 수 있다고 명시하고 있음.
  - 비신인의무자 자격에서 은행은 수탁자 역할을 하여 고객이 소유권을 유지하고 가상 통화에 대한 액세스 키를 직접 제어하면서 자산을 안전하게 보관하여야 함.
  - 신인의무자 자격(은행은 신탁 권한과 신탁 부서가 있어야 함)에서 고객은 은행에 통화를 이체하고 은행은 은행이 보유할 새 개인 키를 제공하여야 함.

(2) Idaho주의 최근 입법

- 2021년 아이다호주는 주 상업 코드의 디지털 자산 정의 및 분류를 수정하는 법안을 통과시켰는데(HB 583)에서 디지털 자산, 디지털 소비자 자산, 디지털 증권, 가상화폐의 개념정의를 제공하고 있음.
  - "디지털 자산(digital assets)"은 컴퓨터가 읽을 수 있는 형식으로 저장되고 디지털 소비자 자산, 디지털 증권 및 가상 통화를 포함하는 경제적, 소유권 또는 액세스 권한의 표현을 의미하는 것으로 개념정의하고 있음.
  - "디지털 소비자자산(digital consumer asset)"은 소비적인, 개인 혹은 가정용 목적을 위해 주로 사용되고 구매되는 디지털 자산을 의미하며, 디지털 증권과 가상통화의 범주에 포함되지 않는 다른 일체의 디지털 자산을 의미하는 것으로 규정함.
  - "디지털 증권(digital security)"은 아이다호 코드 섹션 30-14-102에 정의된 증권을 구성하는 디지털 자산을 의미하지만 디지털 소비자 자산 및 가상 화폐는 제외함.
  - "가상 통화(virtual currency)"는 (a) 교환 매체, 계정 단위 또는 가치 저장 수단으로 사용되거나, (b) 미국 정부에서 법정 화폐로 인정하지 않는 디지털 자산으로 정의하고 있음.

4/18/2022

16



(3) 연방정부는 2022년 3월 9일 디지털 자산에 관한 행정 명령(Executive Order) 발표하여 규제기관들에게 다음 사항을 요구함.

- ▶ 정책 제안을 명확히 하고 규제 격차를 해소하여 소비자, 투자자, 기업 및 경제에 디지털 자산이 야기하는 체계적인 금융위험으로부터 보호하도록 하여야 함.
- ▶ 디지털 자산의 불법적인 오용으로부터 보호하기 위해 기관 간의 “전례 없는 협력”을 하도록 함: 대통령 국가안보보좌관과 경제정책보좌관이 관리.
- ▶ 디지털 자산 혁신에 대한 평등한 접근의 촉진을 위해 노력.
- ▶ 책임 있고 안전한 방식으로 기술 발전을 지원.
- ▶ 잠재적인 미국 중앙은행 디지털 통화 개발 검토.
- ▶ 2022년 행정 명령(Executive Order) 상 디지털 자산
  - 디지털 자산을 광범위하게 정의하며 "사용된 기술과 다른 가치 표현에 관계없이 모든 CBDC, 금융 자산 및 상품, 지불 또는 투자, 송금 또는 교환에 사용되는 청구 분산 원장 기술을 사용하여 디지털 형식으로 발행되거나 표시되는 이에 상응하는 것"으로 규정하고 있음.
  - 예를 들어 디지털 자산에는 암호화폐, 스테이블코인 및 CBDC(central bank digital currency)가 포함되며, 사용된 레이블에 관계없이 디지털 자산은 무엇보다도 증권, 상품, 파생 상품 또는 기타 금융 상품일 수 있다고 보고 있음.
  - 디지털 자산은 중앙 집중식 및 분산형 금융 플랫폼을 포함한 디지털 자산 거래 플랫폼에서 또는 P2P 기술을 통해 교환될 수 있다고 보고 있음(EO § 9(d)).

4/18/2022

17

(4) 2022년 3월 9일 연방 행정명령(EO)의 6가지 과제

- ▶ EO는 디지털 자산 혁신에 대한 "정부 전체" 접근 방식을 지시하고 연방 기관이 다음 6가지 주제 우선 순위 중 중점을 두고 디지털 자산의 위험과 이점을 해결하도록 함. EO는 미국 디지털 자산 및 지불 시스템 혁신에 대한 약속과 함께 국가 안보와 공공 정책 이익의 균형 유지.
- ① 소비자 및 투자자 보호:
  - EO는 소비자, 투자자 또는 기업을 위해 디지털 자산이 생성하는 위험에 대한 우려를 표명하고 디지털 자산을 통해 안전하고 저렴한 금융 서비스에 대한 액세스를 확장하기 위해 개인 정보 보호 유지 및 불법 감시 방식을 포함한 보호를 지원하도록 함. 재무부는 소비자, 투자자, 기업에 미치는 영향과 디지털 자산 채택의 공정한 성장을 요약한 보고서를 6개월 이내에 제출. SEC는 의견이지만, EO는 암호화폐와 같은 디지털 자산이 연방법에 따라 증권인지 여부에 대한 문제를 직접적으로 다루지 않음.
- ② 재무적 안정성:
  - EO는 재무적 안정성 및 시장 무결성 위험을 고려하고 디지털 자산 채택으로 인해 발생하는 특정 재무 안정성 위험 및 관련 규제 격차를 식별하는 보고서 요청. 210일 이내에 금융 안정성 감독 위원회는 금융 시장에 관한 대통령 워킹 그룹(예: 2021년 11월 스테이블코인 보고서) 및 기타 기관 보고서의 이전 분석 및 평가를 통합하여 이러한 특정 위험과 격차를 설명하여야 함.
- ③ 불법 금융 및 국가 안보:
  - EO는 랜섬웨어 사건, 자금 세탁, 테러 및 확산 자금 조달, 사기 및 절도 계획, 부패를 비롯한 사이버 범죄 관련 활동의 매개체로 디지털 자산을 인식함. EO는 국무부, 재무부, DOJ, 상무부, DHS, OMB, DNI 등을 포함한 기관에서 각 디지털 자산 유형이 제시하는 불법 금융 위험을 다루는 보고서와 불법 금융 완화 계획을 준비하도록 요구.
- ④ 글로벌 금융 시스템 및 경제 경쟁력에서 미국의 리더십:
  - EO는 디지털 자산 및 금융 혁신 분야에서 국제 협력과 미국 경쟁력을 강화하기 위해 디지털 자산 거래 및 사용에 대한 글로벌 원칙 및 표준의 채택을 해결하고 미국의 가치와 법적 요건에 일치하는 디지털 자산 기술의 개발을 촉진하기 위해 외국 상대방 및 국제 기관과의 국제 참여를 위한 프레임워크 개발을 요구함.
- ⑤ 금융 수용성(financial inclusion) 제고:
  - 금융 수용성 문제나 기회에 대한 명시적인 분석을 요구하지는 않지만 EO는 안전하고 저렴한 금융 서비스에 대한 접근을 확대하고 국내 및 국가 간 자금 이체 및 지불 비용을 줄이기를 원함. EO는 전통적인 은행 시스템의 혜택을 받지 못하는 사람들에게 금융 서비스에 대한 접근을 확대하고 모든 미국인이 디지털 자산을 포함한 금융 혁신의 혜택을 평등하게 누릴 수 있도록 하는 것을 지향함.
- ⑥ 책임 있는 혁신:
  - EO는 디지털 자산 기술과 디지털 지불 시스템이 적절한 개인 정보의 보호, 보안 및 환경 영향 고려를 포함하는 책임 있는 방식으로 생성 및 구현되도록 하는 것이 미국의 정책임을 선언하고, 암호화폐 및 분산 원장 기술의 환경적 영향과 기회에 대한 보고서를 요구하고 있음.

4/18/2022

18

## V. 가상자산 수탁(보관)서비스

### 1. 개념

- 가상자산 거래시장의 성장은 자산수탁업자에게 기관 및 개인 플레이어가 가상자산 시장에 접근하고 운영하며 자금을 안전하게 보관 및 사용할 수 있는 전문적인 서비스를 제공할 것을 요구하고 있음.

### 2. 가상자산 수탁서비스의 주요 역할

#### (1) 자산관리인은 디지털 자산의 광범위한 확대에 매우 중요

- 개인 및 기관투자자 모두 디지털 자산에 대한 관심이 증가하여 자산관리인 선택의 중요성이 증가함.
- 시장이 발전함에 따라 다양한 유형의 자산관리 옵션이 등장했고, 신규로 등장하는 자산관리업체는 해당 시장에 최적화된 구조와 통제 능력을 구축하기 위해 노력하고 있으며 지속적으로 변화하는 시장상황으로 인해 **현재의 규제 프레임워크가 디지털 자산관리인에게 적용되는지 여부와 기존 프레임워크에 추가적인 통제가 마련되어야 하는지 여부가 불확실한 상황**.
- 새로운 기술 및 서비스에 대한 사례가 지속적으로 등장함에 따라 디지털 자산을 안전하게 관리하는 데 적절한 자산보관 옵션에 대한 전 세계적 수요가 증가하고 있고, 디지털 custodian의 등장은 디지털 자산의 성장과 채택을 유지하는 핵심 구성 요소 중 하나임.
- 그러나 전 세계적으로 각 국가의 규제당국의 디지털 자산의 보호에 대한 기존 규정의 적용 가능성 및 새로운 규제의 창설에 대한 인식과 명확성 수준에 차이가 있고, 디지털 자산 보관에 대한 구조의 불확실성과 진화하는 규제 회피는 글로벌화된 보관 옵션의 개발을 잠재적으로 방해할 수 있음.

4/18/2022

19

#### (2) 자산관리인

- 전통적인 자본시장에서 자산관리인은 거래의 결제, 교환, 청산 및 corporate actions과 같은 다양한 금융 서비스를 고객에게 제공하는 기관이지만, 가장 중요한 역할은 투자자 자산을 보호하는 것임.
- 자산관리인은 전자적 및 물리적 형태로 투자자의 자산을 보관하는 '보관소'와 같으며, 이를 안전하게 유지하는 대가로 투자자에게 수수료를 부과함. 투자자와 계약에 근거하여 자산이 일시적으로 관리자의 금고에 보관된 후 요청 시 투자자에게 반환되며, 자산관리인은 전문 지식을 활용하여 해당 자산에 대한 사기, 도난 또는 손실 위험을 최소화하는 역할을 수행하며, 이러한 프레임워크 내에서 자산관리인은 투자자 자산의 보호를 촉진하고 시장 효율성을 보장하는 데 중요한 역할을 수행함.

#### (3) 디지털 자산관리인

- 디지털 자산 공간에서 자산관리인의 주요 역할은 고객의 디지털 자산에 대한 책임과 보관으로 남아 있다는 점에서 기존 자본시장과 유사한 방식으로 운영되지만, 디지털 자산에 접근할 수 있는 일종의 개인 키를 암호화 방식으로 관리한다는 점에서 차이.
- 실물자산을 보관하는 것은 아니지만, 결과적으로 자산 소유자를 대신하여 개인 키를 보유하는 것만으로 디지털 자산을 보관할 수 있으므로 다른 사람이 접근할 수 없다는 점에서는 실물의 보관과 유사하며 보관이라는 점에서는 동일한 목적을 달성한다고 볼 수 있음.
- 디지털 자산에 사용되는 DLT의 특성상 거래를 되돌릴 수 없다는 점을 감안할 때 개인 키에 대한 액세스를 제한하는 것이 가장 중요하고, 키를 분실하거나 도난당한 경우 디지털 자산이 실제 자산을 나타내는 경우가 아니면 정당한 소유자가 디지털 자산을 복구하는 것이 거의 불가능할 수 있음.
- 디지털 자산 시장이 지속적으로 성장함에 따라 이러한 자산을 안전하게 보관하는 관리자의 역할이 더욱 중요해짐. 디지털 자산 시장의 지속적인 성장과 더불어 금융 시스템을 통해 거래되는 디지털 자산의 양은 계속 증가하고 있고, 상당한 가치를 나타내는 디지털 자산을 축적되므로 이러한 자산의 보호는 매우 중요함. Blockdata의 보고서에 따르면, 보관 중인 디지털 자산의 규모는 2019년 1월부터 2022년 1월 사이에 320억 달러에서 2,230억 달러로 7배 증가하였음. 어떤 측면으로는 디지털 자산의 특성상 기존 자산보다 취약한 점도 있기 때문에 디지털 자산관리인의 중요성이 더욱 부각됨.

4/18/2022

20

#### (4) 디지털 자산 관리자가 직면한 과제

- 현재 디지털 자산 관리자가 직면한 주요 과제 중 하나는 **사용상 편의성과 거래 및 보관의 안전성 사이의 균형**을 맞추는 것.
- 디지털 자산 거래는 다단계의 프로세스인데, 이 과정에서 자산 손실이나 도난과 같은 잠재적인 치명적인 오류가 발생하지 않도록 보장하면서 최대의 효율성이 달성되도록 하여야 함. 자산보관업체의 이러한 딜레마는 이용자에 대하여 이른바 '냉장 보관 솔루션'을 제공할 것인지 아니면 '고온 보관 솔루션'을 제공할 것인지의 선택의 기로에 놓이게 함.
  - ✓ **핫 스토리지 솔루션(hot storage solutions)**은 디지털 자산에 대한 액세스를 용이하게 하는 것을 말하는데, 이는 온라인의 특성을 고려할 때 해커에게 더 큰 취약성에 직면하기도 함. 또한 온라인 관리인은 개인 키에 대한 액세스를 제한할 수도 있는데, 이러한 접근 방식의 단점은 폐쇄 또는 실패 시 투자자의 전체 포트폴리오가 손실될 수 있다는 것임. 즉 핫 스토리지 솔루션은 인터넷 연결상 편의성 요소를 제공하지만 사이버 보안 위협에 취약성을 드러냄.
  - ✓ **콜드 스토리지 솔루션(cold storage solutions)**은 일반적으로 개인 키를 오프라인 상태로 유지하여 해킹에 대한 취약성을 줄여 보안을 극대화한 것임. 이러한 솔루션의 오프라인 특성은 사용자의 편의성과는 거리가 있다는 것이고, 콜드 스토리지 솔루션은 인쇄 가능한 종이에 키를 제공하는 것과 같은 구식 메커니즘을 사용하는 경우가 많아서, 이것이 파괴되면 자산에 대한 액세스도 상실되기 때문에 위험이 증가하는 단점.
- 사이버 보안은 디지털 자산의 온라인 특성과 해커에 대한 취약성 증가를 고려할 때 중요한 과제임. Coindesk에 따르면, 2017년과 2018년 사이에 암호화폐 거래소에서 도난당한 금액이 13배 증가했으며 이는 하루에 거의 미화 270만 달러에 달하는 수치임. 이러한 사이버 보안 문제가 효과적으로 관리되지 않으면 특히 해커의 방법이 복잡해짐에 따라 이 수치는 계속 증가할 것임. 특히 보관 자산 가치가 높고 거래량이 많은 보관 업체는 사이버 위협에 더 취약할 수 있기 때문에 자산관리인은 위험 통제의 개발을 우선시하고 다양한 보험 옵션을 활용하여 비용 부담과 자산관리의 안전성을 동시에 도모하여야 함.
- 궁극적으로 자산관리자의 성공은 시스템 자체의 신뢰성과 투자자의 자산관리인에 대한 신뢰 여부에 달려 있음. 따라서 안전성, 안정성 및 확실성을 입증하는 것이 중요하지만, 모든 시장 상황을 통제할 수는 없다는 점을 항상 직면하는 과제임.

4/18/2022

21

### 3. 가상자산 수탁(보관)서비스의 체계

#### (1) 암호화폐 보관서비스의 작동체계

- 암호화 보관은 암호화 지갑에 보관된 자금의 소유권을 증명하는 개인 키를 보호하는 것을 의미.
- 전통적인 은행시스템에서 자산관리인은 법률에 따라 인정된 금융 기관인데, 암호화폐를 사용하면 보유자가 자신의 관리인이 될 수 있는 기회가 있음. 즉 자신의 집에 스스로 안전하게 보관하거나, 보안 요원이 보호하는 금고에 보관하면서 제3자 관리인에게 비용을 지불하는 것임.

#### (2) Custodian의 유형

##### A. Self-custody

- Self-custody는 자신의 지갑에 대한 개인 키를 개인적으로 보유하는 것. 이는 자신 스스로가 자금 소유권을 증명하고 자신만이 보유 자산에 접근할 수 있는 유일한 사람임을 의미함. 그러나 자신의 관리인이 된다는 것은 지갑을 완전히 통제할 수 있음을 의미하지만 동시에 모든 위험도 감수해야 함을 의미하는 것임. 예를 들어 물리적 장치(콜드 월렛)에 대한 액세스 키를 잊어버리면 암호화폐는 영원히 사라질 가능성.

##### B. Third-party custody

- 자신의 계정을 관리하는 책임을 지고 싶지 않거나 기술을 다루는 능력이 없는 사람은 수수료를 지불하고 제3자 관리인에게 자산관리 의뢰.
- 일반적으로 제3자 자산관리인은 국가의 면허를 취득하여 등록되고 규제되는 금융 기관임.
- 이 유형의 암호화폐 관리자는 고객의 개인 키를 지갑에 안전하게 보관하고 보유 자산의 보안을 보장하지만, 일반적으로 계정 개설을 위해 등록할 때 고객 정보의 제공 및 자금 세탁 방지 확인을 받아야 함.
- 3가지 유형의 Third-party custody가 있음.

4/18/2022

22

① Exchanges

- ✓ 모든 중앙집중식 암호화폐 거래소는 고객의 암호화폐를 보관, 관리함.
- ✓ 규제 환경에 따라 암호화폐 거래소 및 플랫폼은 관리 중인 자산을 보호하는 외부 보관 공급자에게 아웃소싱할 수도 있음. 만일 거래소가 해킹을 당하거나 사용자 자금으로 사라지는 경우 잠재적인 손실에 노출.

② Digital asset managers

- ✓ 암호 화폐가 자체 자산 클래스로 성숙함에 따라 암호 보유자를 위한 은행과 같은 역할을 하는 디지털 자산 관리자가 등장 하였음.
- ✓ 은행과 같은 이러한 기관은 암호화폐 보관을 제공할 수 있도록 규제 및 허가를 받았고, 기본적인(native) 암호화폐 관리자로는 앵커리지, NYDIG 및 팍소스등이 있음.

③ Custodial banks

- ✓ 2020년 7월부터 미국의 모든 보관 은행은 OCC(Office of the Comptroller of the Currency)가 암호화폐 보관 서비스를 제공할 수 있도록 전국적으로 승인된 모든 은행의 길을 열어준 후 암호화폐도 보관할 수 있음. 이는 BNY Mellon, Citibank 및 Fidelity와 같은 거대 보관 기업이 암호화 보관 시장에 진입할 수 있는 기회를 제공하였음.
- ✓ 일부 제3자 보관 제공업체(Fidelity, BitGo, Bakkt)는 기관 투자자만 사용할 수 있으며, 일반적인 개인투자자들이 서비스에 액세스할 수 없도록 최소한의 잔액을 요구하기도 함. 예를 들어, 코인베이스의 전용 암호화폐 보관 서비스인 코인베이스 트러스트(Coinbase Trust)는 보관 시스템의 자격을 갖추기 위해 디지털 자산에 최소 50만 달러의 잔고를 요구함.

(3) 가상자산 수탁관리기관의 인가와 책임

- 가상자산 수탁관리는 투자자의 디지털 자산을 안전하게 보관할 책임을 부담하는데, 해킹이 불가능한 블록체인 기술을 사용하여 안전사고를 방지할 수 있다고 하지만, 언제까지 그것이 가능할지는 예상할 수 없음.
- 현재 실물자산을 전자등록하는 경우에도 시스템 리스크 등에 대한 우려가 있었던 것을 고려해 본다면, 특히 실물자산에 기반하지 않는 가상공간에서 존재하는 자산의 보관은 더욱 더 예민한 문제이고, 암호화된 보관체계는 결국 암호화 지갑에 보관된 자산의 소유권을 증명하는 개인 키를 보호하는 것이기 때문에 어떻게 본다면 “단순한 정보를 복잡하게 보관”하는 것이라고 할 수 있음.
- 전통적인 금융시스템에서 자산관리인은 법률에 따라 인정된 금융 기관인데, 암호화폐를 사용하면 보유자가 자신의 관리인이 될 수 있는 기회도 가능하기 때문에 이러한 형태의 가상자산 거래의 안전성과 결제를 어떻게 안전하게 확보할 것인지도 관건이 되며, 비용을 지불하고 전문적인 수탁관리기관에 보관하는 경우에는 상대적으로 안전성 면에서 우위에 있다고 할 수 있을 것임.
- 결국 가상자산 수탁관리기관도 신탁의 법률관계에서 수탁자의 지위를 부여하여 위탁자가 위탁한 가상자산을 안전하게 보관하고 거래의 결제와 이행을 담보할 수 있는 시스템을 갖추어야 함은 당연한 귀결이며, 이는 실물시장의 경우와 동일한 지위라고 할 것임.
- 국가에서 어떤 기준을 법제화하여 수탁관리기관의 인가를 할 것인지에 관하여는 국제적인 가상자산의 거래 특성상 국제기준을 고려하는 것이 필수적임. 전술한 특정금융정보법의 내용을 바탕으로 보면 가상자산의 매도, 매수, 교환, 이전, 보관관리, 중개알선등을 영업으로 하는 가상자산사업자에게 부과되는 ‘자금세탁방지의무’, 의심거래보고 및 고액현금거래보고의무, 금융거래등을 통한 자금세탁행위 및 공중협박자금조달행위를 방지하기 위한 ‘고객확인 의무’ 등의 준수가 필수적임.

## VI. 향후 과제

- 원칙적으로 현행 실물기반 자산보관서비스 제공자에 준하는 규제환경 불가피
  - 국제적 동향 주시 필요
  - 법률상 요건 구비한 신규 사업체에 대한 개방의 기준 논의 필요성
    - ✓ 예를 들어 증권예탁결제원, 은행, 증권, 거래소 등 여러 기관을 비롯하여 신규 업체에 대하여 기존 금융기관의 기준 또는 예탁서비스의 기준에 준하는 시스템 구비 여부를 보고 판단할 것인지, 디지털 자산보관서비스에 적절한 환경만 갖추면 되는 것으로 볼 것인지는 향후 과제임. 컨소시엄의 형태도 가능할 것임.
  - 결국 가상자산 보관의 안정성, 가상자산에 대한 가치평가, 가상자산의 거래환경이 안정적으로 이루어지는 상황이 되어야 명확해질 수 있을 것임.
  - 현행 자본시장법, 특정금융정보법, 전자등록에 관한 법률이 동시에 검토되어야 할 사항.
  - 결국 누가, 어떤 기준(시스템)을 가지고 판단할 것인지가 핵심.
- ❖ 끝. 감사합니다.



## 토 론 문

### - 미국의 가상자산규제와 수탁관리기관의 법적 지위 -

문상일 (인천대학교 교수)

- 글로벌 금융회사들은 최근 신규 사업으로 디지털 가상자산 수탁사업에 발 빠르게 진입하고 있는데, 가상자산 수탁사업은 가상화폐 지갑의 보안키(private key)를 대신 보관, 관리해 주는 서비스로 자산의 안전한 보관 뿐 아니라 거래, 결제, 대여, 세금처리 등 부가 서비스로 확대가 가능함.
- 글로벌 가상자산 거래규모는 2021년 말 기준으로 4,300조원에 달하며, Fidelity, Vontobel, US Bank 등이 기업과 기관투자자를 대상으로 가상자산 수탁서비스를 시작했고, 골드만삭스, 도이치뱅크, 씨티그룹, BNY Mellon 등도 서비스를 준비중임.
- 국내 가상자산 거래규모 역시 2021년 300조원을 돌파했으며, 2026년까지 1,000조원 규모로 성장할 것으로 전망하고 있음.
- 미국, 독일, 스위스에서는 가상화폐 금융서비스가 이미 법제화되었고, 국내에서도 가상자산 관련 업권법으로 '가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률'의 제정 논의가 진행 중에 있음.
  - 미국 통화감독청 OCC는 '20. 7. 별도 라이선스 신청 없이도 신탁 인가를 받은 모든 은행이 디지털 자산 수탁사업을 할 수 있도록 허가하였고, 독일도 '20. 1. 유럽의 자금세탁방지 지침을 수용하면서 가상화폐 수탁업을 새로운 금융서비스로 은행법 규제 대상에 포함시켰음.
- 국내에서는 2021년 3월 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하 '특정금융정보법') 개정으로 가상자산업의 최소한의 법적 기반은 마련되었으나, 가상자산의 성격과 규제방식, 투자자 보호를 위한 관련 업권법이 제정되어야 가상화폐의 제도권 수용이 가능해질 것으로 보임.
  - 국내 은행들은 현행 은행법하에서는 가상자산 사업을 직접 영위할 수 없어 합작법인설립, 지분 투자방식으로 가상자산 수탁업에 진출하고 있음.
- 특정금융정보법 개정으로 가상자산 사업에 관한 내용들이 신설된 이후, 가상자산에 대한 수탁사업에 관한 본격적인 논의가 진행되고 있지만, 은행에서 가상자산 수탁사업을 업무로 하는 것에 대해서는 법적 근거가 부족하고 금융감독당국의 우려 등에 따라 직접 가상자산 수탁사업을 하는 대신, 관계 회사등을 통해 사업을 제공할 것으로 보임.
- 가상자산 수탁사업과 관련해서는 사업의 범위, 다시 말해 수탁서비스를 어디까지 제공할 것인가에 관한 의문이 제기될 수 있는데, 일반적인 금융서비스와 마찬가지로 가상자산 수탁사업도 본인과 수탁기관간 계약 내용에 따라 서비스의 범위가 달

라질 수 있지만, 가상자산 수탁사업은 아직 역사가 짧다는 점에서 명확한 범위 설정이 어려운 실정이며, 현재 가장 많이 거론되고 있는 수탁사업으로는 기관투자자들을 대신해서 가상자산을 구매해 주거나, 이미 구매한 가상자산에 관하여 개인 키를 보관해 주는 서비스로서, 가상자산의 안전한 관리 및 거래와 관련된 자금결제 서비스에 초점이 맞추어져 있음.

- 더불어, 미국이나 독일과 달리 아직 국내 금융규제당국에서는 은행의 가상자산 수탁사업에 대한 우려가 높기도 하고, 국내법상 가상자산 사업자들이 수익창출을 위해 가상자산을 운용하는 영업형태가 어떤 규제 체계 내에서 가능한지에 대한 명확한 규명이 이루어지지 않고 있는데, 가령 특정금융정보법에 따른 가상자산 사업자의 신고만으로 가능한 것인지, 아니면 자본시장법에 따른 집합투자업 등의 라이선스를 얻어야 하는지 여부도 불명확한 상태임.
- 이러한 규제 불분명은 국내 금융기관들의 가상자산 수탁사업을 본격적으로 시작하는데 가장 큰 장애가 되고 있으므로 주요 선진법제와 규제격차를 해소하기 위해서라도 조속히 관련 법제의 정비작업이 필요할 것으로 생각됨.



# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계학술대회

신탁산업 활성화를 위한 제언

제2주제

수탁자의 충실의무와 ESG 투자

발표자 : 송지민 영국변호사 (국회입법조사처)

토론자 : 권용수 교수 (건국대)

서종희 교수 (연세대)

사회자 : 고재종 교수 (선문대)



# 수탁자의 충실의무와 ESG투자\*

## -영미법상 논의를 중심으로-

송지민\*\*

### 목 차

- I. 들어가며
- II. 수탁자의 의무
  - 1. 충실의무: 유일이익 원칙과 최선의 이익 원칙
  - 2. 주의의무와 신중한 투자자 원칙
  - 3. 사회적 책임과 수탁자의 의무에 대한 초기 판례
- III. ESG투자와 충실의무
  - 1. ESG투자
  - 2. ESG투자와 충실의무의 충돌가능성과 그 해결방안
  - 3. ESG투자, 위험조정 수익률과 적극적 투자운용
  - 4. 우리 신탁법예의 함의
- IV. 마치며

\* 본고의 내용은 소속기관의 공식적 견해와 무관한 필자의 학술적 견해를 밝힙니다.

\*\* 서울대학교 법학연구소, 객원연구원, 국회입법조사처, 입법조사관, 법학박사(상법), 영국변호사(England and Wales), 미국변호사(D.C.), 미국회계사(Delaware).

## 【국 문 요 약】

ESG 열풍은 지속되고 있지만 수탁자의 충실의무와 ESG투자의 관계에 대한 논의는 찾아보기 어렵다. 주지하다시피, 수탁자는 ‘수익자의 이익을 위하여’ 신탁사무를 처리할 충실의무를 부담한다. 본 논문은 영미 수탁자의 의무를 개관하면서, 그 중 특히 수탁자의 고유한 의무에 해당하는 충실의무와 ESG 투자의 관계에 관하여 집중적으로 살펴보았다. 영미 신탁의무자의 충실의무 기준으로 유일이익 원칙(Sole interest rule)과 최선의 이익 원칙(Best interest rule)중 무엇을 따를 것인지 설이 갈리지만, 수탁자의 경우에는 엄격한 기준인 유일이익 원칙으로 보는 것이 타당하다. 신탁법이 유일이익 원칙을 따르고 수탁자가 고려할 수익자의 이익을 경제적 이익으로 본다면, 수탁자가 신탁재산을 투자 시 수익자의 이익 외에 ESG요인 등을 고려하면 이는 충실의무 위반에 해당한다. 따라서 수탁자는 충실의무 위반을 우려하여 ESG요소를 수용하는 것에 부정적인 태도를 취할 수도 있다.

이러한 태도는 영미권에도 동일하게 적용되는데, 본 논문은 비교법적으로 충실의무와 ESG투자의 상충에 대한 연구를 검토하여 시사점을 얻고자 하였다. 이 분야를 연구한 대표적인 학자인 미국의 샌즌바흐 및 싯코프 교수는 ESG요인을 고려하는 동시에 수탁자의 충실의무 위반에 해당하지 않기 위한 요건으로 다음을 제시한다. 1) 수탁자가 ESG요인을 고려하면 수익자의 위험조정 이익(risk-adjusted return)을 개선하여 수익자가 직접적인 이익을 얻게 될 것이라고 수탁자가 합리적으로 판단하며, 2) ESG요인을 고려하는 유일한 동기가 수익자가 직접적인 이익을 취득하는 것인 경우에 ESG요건을 고려하는 것을 허용한다고 보며, 따라서 ESG투자과 충실의무 상충을 방지하기 위해서 별도의 예외를 인정할 필요는 없다고 주장한다. 특히 이들은 ESG요인과 관련된 위험은 전통적인 재무제표 분석에 반영되지 않는 위험(꼬리위험)이 존재하기 때문에 ESG요인을 고려하는 경우에 수익자의 위험조정 이익을 개선할 수 있다고 보았다. 본 논문은 샌즌바흐 및 싯코프 조건을 충족하면, ESG요인을 고려하여 투자하더라도 수탁자의 충실의무를 위반하지 않을 수 있다는 데에는 동의한다. 하지만 실증적인 연구에 따르면 모든 ESG투자가 일관되게 위험조정 이익을 개선한다고 보기 어려우며 설령 일시적으로는 추가적인 이익을 얻을 수 있는 경우에도, 그 정보를 통해 수익을 얻는 자가 생기면 궁극적으로 그 정보가 주가에 반영되기 때문에 장기적으로 수익을 얻기 어렵다. 따라서 해당 요건을 충족하는 방식 외에 사전에 수익자 등의 승인을 받는 방식 혹은 ESG요소를 고려하는 것을 법정 특별 요건으로 하여 ESG투자를 정당화하는 방법도 고려해볼 필요가 있다.

또한 수탁자가 주의의무를 준수하기 위하여, ESG요인을 고려할 필요는 없지만, 수탁자의 신탁재산 투자 시 적용하는 신중한 투자 원칙에 의하면, 수탁자는 신탁재산을 분산투자하여야 하며, 수익-위험 관계를 고려하여야 한다. 수탁자가 특정 신탁이 감수할 위험과 기대수익률을 선택할 때에 수익자의 개인적인 선호도나 가치를 고려해야 하는데 수익자가 환경, 사회, 지배구조 중 특별한 가치를 부여하는 요소가 있다면 수탁자는 신중한 투자자 원칙을 준수하기 위해 이러한 선호도를 고려하여야 한다.

## I. 들어가며

전세계적으로 ESG가 유행이다. 지속가능한 미래를 위해 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 생각하여 회사를 경영하고 투자자는 주장에 대하여 반론을 제기하기는 쉽지 않다. ESG요소를 신탁에 적용해보면, 수탁자는 신탁재산을 투자, 운용할 때 재무적 성과에만 초점을 둘 것이 아니라 환경, 사회 및 지배구조에 기여하도록 투자하여야 한다. 이러한 주장과는 별개로 수탁자는 전통적인 신탁법에 따라 충실의무, 주의의무 등을 부담한다. 특히 수탁자의 충실의무에 따르면 수탁자가 ‘수익자의 이익을 위하여’ 신탁사무를 처리해야 하는데, 수탁자가 ESG요인을 고려하면 충실의무를 위반하게 될 것을 우려하여 ESG요인을 수용하는 것에 대하여 부정적인 태도를 취할 수도 있다.<sup>1)</sup> 본 논문은 국내에서는 아직 신탁법상 수탁자의 의무와 ESG 요소와의 관계에 대한 논의가 심도있게 다루어지고 있지 않기에, 비교법적으로 영미 신탁법상 수탁자의 의무와 ESG요소와의 상충에 대한 문헌을 통하여 우리 신탁법상 함의를 찾고자 한다.

본 논문은 영미 신탁법상 수탁자의 충실의무의 개념 및 기준, 주의의무 개념을 살펴보고, 수탁자가 신탁재산을 투자할 때 적용하는 기준인 신중한 투자자 원칙에 대하여 자세히 살펴보는 것으로 논의를 시작한다. 수탁자가 ESG요소를 고려하여 투자하는 것이 허용되기 위해서는 ESG요소와 수탁자의 의무와의 관계가 선결되어야 한다. 기존의 문헌들은 ESG요인을 고려하면 장기적으로 수익자의 이익을 증가시키기 때문에 충실의무 위반에 해당하지 않는다고거나 수익자의 이익은 단순히 경제적인 이익뿐 아니라 비경제적 이익을 포함하여야 한다는 설명이 주를 이루어 왔다. 이러한 설명은 우선 지극히 추상적이며, ESG요인의 정의 및 투자방법이 다양하기 때문에 ESG요인을 고려한 투자가 그렇지 않은 경우보다 장기적으로 수익자의 직접적인 이익이 증가하는지에 대한 실증적 연구에서 일관성을 확보할 수 없다. 따라서 장기적으로 수익자의

---

1) 신중한 투자자 표준법(Uniform Prudent Investor Act, “UPIA”) 제5조의 해설(comment) 내용과도 일치한다. 만약 투자행위가 수익자의 이익을 희생하게 되면, 사회적 투자라고 불리우는 어떠한 형태의 투자도 충실의무와 일치하지 않는다. 예를 들면, 특정 사회적 명분(social cause)를 추구하여 혜택을 부과하기 위하여 시장수익률보다 낮은 수익률을 수용하는 것은 충실의무 위반에 해당한다. Uniform Prudent Investor Act § 5 cmt (1994).

이익을 증가시킨다는 주장보다는 보다 정교하고 논리적인 설명이 필요하다. 따라서 본 논문은 ESG요소를 고려하는 것이 왜 혹은 어떻게 장기적으로 수익자의 이익을 증가시킬 수 있는지 살펴보겠다.

이하의 논의의 순서는 다음과 같다. 먼저 제II장에서는 영미의 수탁자의 충실의무, 주의의무 및 신중한 투자자 원칙에 대하여 재고해보겠다. 제III장에서는 ESG투자의 개념, 투자방법, ESG와 충실의무와의 관계 및 이에 대한 해결책을 제시한 미국의 샌즌 바흐 교수와 싯코프 교수의 견해를 소개하고 우리 법에의 함의를 검토한 후 제IV장에서 결론을 내리고자 한다.

## II. 수탁자의 의무

### 1. 충실의무: 유일이익 원칙과 최선의 이익 원칙

#### 가. 이익충돌금지원칙

영미법상 수탁자의 충실의무(duty of loyalty)<sup>2)</sup>는 수탁자가 수익자를 위해서 행위해야 하는 의무이나, 그 용어가 모호한 측면이 있어서<sup>3)</sup> 충실의무의 두 축을 이익충돌금지원칙(No Conflict Rule)과 이익향유금지원칙(No Profit Rule)으로 본다.<sup>4)</sup> 이익충돌금지 원칙은 그 기준을 유일이익 원칙(Sole Interest Rule)과 최선의 이익 원칙(Best Interest Rule)으로 구분할 수 있다. 유일이익 원칙에 따르면, 수탁자는 수익자의 이익만을 우선시하여야 한다.<sup>5)</sup> 따라서 수탁자는 그 결과가 수익자에게 이익이 되는 행위인지 여부와 무관하게, 이익충돌을 야기하는 상황에 처하거나 이익충돌의 우려가 있는 거래를 이행할 수 없다. 이러한 엄격한 이익충돌금지 원칙은 심리중단원칙

2) 영미의 duty of loyalty를 우리 법상 충실의무와 구분하기 위하여 충성의무라고 번역하기도 한다. 김정연, “자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구”, 서울대학교 전문박사학위 논문(2016), 54면 이하; 김건식 외, 「회사법」, 제 6판, 박영사, 2022, 412면.

3) 충실의무의 충실(loyal)의 의미에 대한 윤리적, 철학적 논의는 Miller, Paul, “Dimensions of fiduciary loyalty”, in *Research Handbook on Fiduciary Law*, Edward Elgar Publishing (2018), pp.180-197; Harding, Paul, “Disgorgement of Profit and Fiduciary Loyalty”, in *Equitable compensation and Disgorgement of Profit*, Bloomsbury(2017), pp.20-27 {loyalty를 편파(partiality), 충실(fidelity) 개념과 관련지어 살펴봄}; Samet, Irit, “Fiduciary Loyalty as Kantian Virtue”, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press (2014), pp.125-137.

4) 송지민, “수탁자의 이득토출책임에 관한 연구 - 영미법상 논의 및 그 시사점을 중심으로”, 서울대학교 박사학위 논문(2021), 13-15면, 20-22면.

5) Restatement (Third) of Trusts § 78(1){Except as otherwise provided in the terms of the trust, a trustee has a duty to administer the trust solely in the interest of the beneficiaries, or solely in furtherance of its charitable purpose}; Uniform Trust Code § 802(a). {A trustee shall administer the trust solely in the interests of the beneficiaries}.

(No Further Inquiry Rule)<sup>6)</sup>이라고도 표현하는데 영미 신탁법은 수탁자에게 엄격한 충실의무, 즉 유일이익 원칙을 부과함에 따라 수탁자가 자신의 이익을 위하는 행위를 할 우려를 사전에 억지(deterrence) 및 예방(prophylaxis)하고자 하였다. 유일이익 원칙을 적용한 대표적인 판례인 Boardman v. Phipps<sup>7)</sup>와 Regal (Hastings) Ltd. v. Gulliver<sup>8)</sup>에서는 신인의무자가 수익자에게 이로운 행위를 하였음에도 불구하고, 수탁자가 수익자의 승인없이 신탁재산으로부터 이익을 취하였기 때문에 수탁자의 충실의무 위반으로 판시하고, 엄격한 이득토출책임(disgorgement of profits)<sup>9)</sup>을 부과하였다.

하지만 존 랑바인(John Langbein) 교수는 수탁자의 충실의무의 기준으로 유일이익 원칙을 적용하는 것에 반론을 제기한다. 랑바인 교수에 따르면 유일이익 원칙은 영국 형평법원이 사실관계를 제대로 파악할 수 없던 시절을 배경으로 한다. 하지만 현대사회에서는 신탁사무 기록(Fiduciary Recordkeeping)을 통하여 신탁을 관리하는 능력이 향상되었고<sup>10)</sup> 수탁자는 이익충돌행위 뿐 아니라 다양한 행위에 대하여 수익자에게 공시할 의무(duty of disclosure)를 부담한다.<sup>11)</sup> 따라서 랑바인 교수는 엄격한 이익충돌금지원칙은 수익자의 의도에 부합하지도 않고 히려 과도한 억지기능(over-deterrence)을 이행한다고 주장한다.<sup>12)</sup> 즉 유일이익 원칙은 현실을 외면한 것이기 때문에 이익충돌금지 원칙을 완화하여<sup>13)</sup> 수익자에게 이익을 가져다 줄 수 있는 거래는 허용하는 최선의 이익 원칙(Best Interest Rule)이 타당하다고 주장한다.<sup>14)</sup> 랑바인 교수의 주장은 신탁법상 엄격한 이익충돌금지원칙의 예외를 오히려 원칙으로 인정하여 일반화하는 것이지만, 상사거래에서는 그 필요성이 존재하여 많은 지지를 얻게 된다.

6) No further Inquiry Rule을 심리중단원칙이라고 번역한 문헌은 이연갑, 「신탁법상 수익자 보호의 법리」, 경인문화사, 2014, 75면; 그 외에 No further Inquiry Rule을 불문원칙으로 번역한 문헌은 김정연, 앞의 논문, 99면, 사유불문원칙으로 번역한 문헌은 노혁준, “차입형 토지신탁의 수탁자와 신탁재산간 거래-대법원 2017.6.8. 선고 2016다 230317, 230324 판례평석”, 증권법 연구 제20권 제20호, 한국증권법학회(2019), 135-138면.

7) [1967] 2 AC 46; 해당 판례의 사실관계는 송지민, 앞의 논문(주 4), 107-108면.

8) (1967) 2 AC 134 n; [1942] UKHL 1. 해당 판례의 사실관계는 송지민, 앞의 논문(주 4), 101-103면.

9) 이득토출책임에 대한 자세한 논의는 송지민, 앞의 논문(주 4), 63-171면.

10) Langbein, John, “Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?”, 114 *Yale L. J.* 929 (2005), pp.947-949.

11) Langbein, John, op. cit., pp.949-951.

12) Langbein, John, op. cit., pp.951-952.

13) 김정연, 앞의 논문, 100면.

14) 유사하게 현대적 수탁자의 충실의무 기준은 최선의 이익 기준이라는 설명은 Richardson, Benjamin, “Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?”, 22 *Banking & Finance L. Rev.* 145(2007), pp.160-161; Halbach Jr., Edward, “Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century’s End”, 88 *Cal. L. Rev.* 1877 (2000), p.1881. 다양한 기관투자자의 충실의무에 대한 논의에서는 최선의 이익 기준을 택한 것을 보여주는 문헌으로는 Freshfields Bruckhaus Deringer, “A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, UNEP Finance Initiatives”(이하 “Freshfields Report”), Oct 2005, pp.15-17.

하지만 멜라니 레슬리(Melanie Leslie) 교수는 랑바인 교수의 주장에 대하여 다음과 같이 반박한다. 우선 신탁법은 수익자에게 이익이 되는 이익충돌 거래를 수탁자가 이행하지 못하도록 전면 금지하는 것이 아니다. 수탁자는 사전에 위탁자 혹은 수익자의 승인이나 법원의 승인을 얻음에 따라 만약 수익자에게 이로운 행위인 이익충돌거래를 이행할 수 있다. 또한 레슬리 교수는 랑바인 교수가 유일이익 원칙 혹은 심리중단원칙이 수탁자의 행위를 과잉억지한다고 주장에 대하여 이를 주장할 뿐 증명하지 못하였다고 반박한다.<sup>15)</sup> 뿐만 아니라 레슬리 교수는 랑바인 교수가 최선의 이익 원칙을 적용하는 경우에 관련된 비용을 고려하지 않았다고 비판한다.<sup>16)</sup> 다른관계와 비교하면, 수탁자-수익자의 관계에서 수익자는 수탁자를 감시능력이 현저히 떨어지고, 수익자의 기회주의적 행위에도 불구하고 탈퇴(exit) 가능성이 적고, 따라서 수탁자가 충실하도록 할 시장압력이 적다.<sup>17)</sup> 따라서 최선의 이익 원칙은 충실의무를 형해화하고, 수익자에게 불리하게 작용하므로 이익충돌금지원칙을 완화하는 기준으로 적용하기 어렵다고 비판한다.

랑바인 교수의 견해는 수탁자를 원형으로 하여 발달한 회사의 이사, 기관투자자 등의 신인의무자(fiduciary)<sup>18)</sup>에게는 그 적용의 필요성이 인정될 수도 있다. 예를 들면 회사법상 이사의 상사거래에서는 최선의 이익 원칙을 적용하고, 내용 및 절차적 공정성을 확보함에 따라 이익충돌거래의 예외를 인정할 수 있다고 본다. 하지만 영미 신탁법상 수탁자의 경우에는 수익자의 감시능력이 부족하다고 여겨지므로 여전히 유일이익 원칙을 그 기준으로 하고 있다.<sup>19)</sup>

## 나. 이익향수금지원칙

이익향유금지원칙(No profit rule)은 수탁자는 신탁사무처리과정에서 혹은 신탁재산으로부터 이익을 향유해서는 안된다는 것이다. 이익충돌금지 원칙과 이익향유금지원칙은 충실의무의 두 축으로 여겨지고 있지만<sup>20)</sup>, 이들이 이론적 근거를 기초로 하여 구분한 것이 아니라서 두 관계는 불분명한 측면이 있다.<sup>21)</sup> 이익향수금지원칙이 적용되는 수탁자의 행위는 이익충돌금지원칙도 위반하는 경우가 다수를 차지할 것이다. 다만 이익향유금지원칙은 이익충돌 여부와 무관한 이익향유도 금지하기 때문에 이익을 향유하는 경우 이를 토출하는 구제수단으로 이어진다.<sup>22)</sup>

15) Leslie, Melanie, "In Defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Langbein", 47 *Wm. & Mary L. Rev.* 541 (2005), p.549.

16) Leslie, Melanie, op. cit., p.549.

17) Leslie, Melanie, op. cit., pp.558-564.

18) 본 논문은 fiduciary를 신인의무자라고 번역하였으나, 선행연구는 수인자 혹은 충실의무자로 번역하기도 한다.

19) Restatement of the Law (Thirds) Trusts § 78; Uniform Trust Code § 802; Bogert, George, et al., *Cases and Text on the Law of Trusts*, 9<sup>th</sup> Ed., Foundation Press, 2012, pp.353-368; Dukeminier, Jesse, et al., *Wills, Trusts, and Estates*, 8<sup>th</sup> Ed., Aspen Publisher, 2009, p.675.

20) Law Commission Co. No.125, *Fiduciary Duties and Regulatory Rules*, 1992.

21) 이연갑, 앞의 책, 74면; 송지민, 앞의 논문(주 4), 13-15면.



ESG요건 고려 여부와 무관하게 수탁자가 신탁사무처리과정에서 혹은 신탁재산으로부터 이익을 향유하는 경우는 이는 충실의무 위반에 해당한다. 따라서 본 논문은 ESG요건과 이익향수금지원칙은 다르지 않고 충실의무와 관련하여 이익충돌금지원칙의 유일이익원칙과 최선의 이익 원칙을 따르는 경우, ESG요건을 고려하는 것을 허용할 수 있는가를 구체적으로 다루겠다.

#### 다. 충실의무의 예외

앞서 레슬리 멜라니 교수가 설명한 바와 같이, 수탁자의 충실의무에 대하여 유일이익 원칙을 적용하는 경우 지나치게 엄격한 충실의무의 이행이 될 수 있기 때문에 영미 신탁법은 그 예외를 인정하여 왔다.<sup>23)</sup> 이는 신탁법의 의무 규정이 강행규정이 아니고 임의규정으로 이루어져 있기 때문에 가능하다. 신탁법은 수탁자의 충실의무 위반에 대한 예외로 위탁자의 승인(settlor's authorization), 수익자의 승인(beneficiary's consent) 혹은 법원의 사전승인(advance judicial approval)을 인정한다.<sup>24)25)</sup>

## 2. 주의의무와 신중한 투자자 원칙

### 가. 주의의무

영미법상 수탁자의 주의의무(duty of care)는 신탁사무를 처리함에 있어서 합리적인 주의(care), 기술(skill), 유의(caution)를 기울여야 하는 의무이다.<sup>26)</sup> 그 기준은 수탁

22) 수탁자의 충실의무 위반에 대한 구제수단인 이득토출책임에 대한 논의는 송지민, 앞의 논문(주 4), 63-171면.

23) Langbein, John, op. cit., pp.963-965; Bogert, George, et al., op. cit., pp.368-378; Goldberg, John, "The Fiduciary Duty of Care", in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press (2019), pp.408-414.

24) Restatement of the Law (Thirds) Trusts § 78, Comment c에서는 (1) 충실의무의 예외로 법원의 승인, (2) 신탁조문의 명시적 혹은 묵시적 승인, (3) 수익자의 동의, (4) 수탁자의 보수, (5) 특정 자영업자 예외, (6) 신탁자금예의 대출 및 예금의 예외, (7) 타 신탁 및 신탁인의무자의 재산과의 거래 예외를 두고 있다; Uniform Trust Code § 802(b) (1) 신탁조항에 의하여 거래가 허용된 경우, (2) 법원에 의하여 거래가 승인된 경우, (3) 수익자가 제1005조에 의해 허용된 기간 내에 사법적 절차를 개시하지 않은 경우, 4) 수익자가 수탁자의 행위에 동의하거나 거래를 추인한 경우 혹은 제1009조에 따라 수탁자를 면책시킨 경우, (5) 수탁자가 되기 전 혹은 수탁자가 될 것을 고려하기 전 수탁자가 체결한 계약 또는 수탁자가 취득한 청구권에 관한 거래인 경우에 예외를 인정한다.

25) 랑바인 교수는 위의 일반적인 예외 외에도 금융상품 등을 점차적으로 인정하게 된 유형별 예외로 언급한다. 그 외에도 랑바인 교수는 최선의 이익 원칙이나, 증명방법의 변경, 혹은 소송의 기회 등을 유일이익 원칙을 보완하는 방법으로 보기도 한다. Langbein, John, op. cit., pp.980-983.

26) Restatement (Third) of Trusts § 77(1) {The trustee has a duty to administer the trust as a prudent person would, in light of the purposes, terms, and other circumstances of the trust}; Uniform Trust Code § 801(a) {Upon acceptance of a trusteeship, the trustee shall administer the trust in good faith, in accordance with its terms and purposes and the interests of the beneficiaries, and in accordance with this [Code]}; Uniform Trust Code § 804 {A trustee shall administer the trust as a prudent person would, by considering the purposes, terms, distributional requirements, and other circumstances of the trust. In

자가 무상인지 유상인지에 따라 상이한데, 무상의 경우에는 통상의 사업가가 기울이는 주의를, 유상인 경우에는 그 보다 높은 수준의 주의를 기울일 것을 요한다.<sup>27)</sup> 수탁자가 당시 주의를 기울였는지 여부로 판단하지 않는다는 측면에서, 주의의무의 기준은 객관적이다. 만약 수탁자가 특정 능력, 기술 및 전문지식을 가지고, 수탁자로 선임되기 위하여 자신이 특정 능력, 기술 및 전문지식을 가지고 있다고 표현하여 선임된 경우에는 해당 기준에 부합하는 능력, 기술 및 전문지식에 따라 주의의무 위반 여부를 판단한다.

수탁자의 주의의무가 신인의무의 범주에 포함되는지 여부에 대한 논의가 있지만, 영국 신탁법의 경우에는 충실의무만을 수탁자가 부담하는 고유의무로 파악하고 주의의무는 신인의무에 포함하지 않는다. 반면, 미국에서는 수탁자가 수탁자의 지위로 부담하는 의무를 신인의무의 범주에 포함하기 때문에 주의의무를 신인의무에 포함한다.<sup>28)</sup> 수탁자의 주의의무는 종종 신중의무(duty of prudence)로 표현되기도 하는데, 이를 바탕으로 하여 수탁자가 신탁재산을 투자하는 경우에는 후술할 신중한 투자자 원칙을 도입하였다.

수탁자가 주의의무를 준수하기 위해서 ESG요소들을 고려해야 하는지에 대하여는 견해가 나뉜다. 일부 학자들은 수탁자가 ESG를 고려하면 회사의 경제적 실적이 나아질 수 있다는 것을 근거로 하여 주의의무를 준수하기 위해서는 ESG요소를 고려해야 한다고 주장하기도 한다.<sup>29)</sup> 이들은 주로 다음의 3단논법을 따르는데 1) ESG 요소들은 장기적인 회사의 재무성과(financial performance)와 연관성이 있고 2) 주의의무 혹은 신중의무를 준수하기 위해서는 수탁자는 주요 정보(material information)를 고려하여야 한다. 3) 따라서 수탁자는 ESG 요소를 고려해야 한다. 하지만 쉐젠바흐(Schanzenbach) 및 시트코프(Sitkoff) 교수는 위의 3단논법은 회사의 성과와 투자이익 기회(investment profit opportunity)의 관계를 확대해석하며<sup>30)</sup> 장기적인 수익에 기여할 수 있다고 주장할 때에 ESG투자로 인한 비용을 제대로 고려하고 있지 않다고

satisfying this standard, the trustee shall exercise reasonable care, skill, and caution}.

27) 이연갑, 앞의 책, 93면.

28) 이중기, 「충실의무법 -신뢰에 대한 법적 보호-」, 삼우사, 2016, 9-10면.

29) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, "Reconciling Fiduciary duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee", 72 *Stanford L. Rev.* 381, p.450에서 다음의 문헌을 소개함: Freshfields Report, op. cit., pp.10-11; Deeks, Laura, "Discourse and Duty: University Endowments, Fiduciary Law, and the Cultural Politics of Fossil Fuel Divestment", 47 *Env't. L.* 335(2017), pp.344-345, p.418 {ESG요소를 고려하는 것은 유니버설 투자자의 의무로 간주되었다. ESG요소를 고려하는 것이 도덕적이기 때문이 아니라, 위험관리 및 신중한 투자를 이행하기 위해 필요하기 때문이다.}; Gary, Susan, "Best Interests in the Long Term", 90 *U. Colo. L. Rev.* 731 (2019), p.801 {신중한 투자자 기준은 수탁자가 수익에 영향을 미치는 위험을 고려하도록 요구하는데, 기후변화, 사회적 변동 등의 요인은 점차적으로 금융재산의 가치에 미치는 영향력이 커지고 있다}; Sullivan, Rory, et al., *United Nations Global Compact et al, Fiduciary Duty in the 21st Century* (2015), p.9 {신인의무자가 투자 시, 환경, 사회 및 지배구조와 같은 장기적인 투자가치를 고려하지 않는 것은 신인의무 위반에 해당한다}.

30) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.451.

비판한다. 즉 샨젠바흐(Schanzenbach) 및 시코프(Sitkoff) 교수는 자본시장이 지속적으로 비효율적이어서 그 가치가 계속 잘못산정(mispricing)되어 있는 경우를 제외하고는 지속적으로 투자이익 기회가 발생하지 않기 때문에 위의 3단논법을 통하여 수탁자가 주의의무를 준수하기 위하여 ESG요소를 고려해야 한다는 주장은 타당하지 않다고 주장한다. 후술하겠지만, ESG요소를 고려하여 투자하면 회사의 재무적 성과가 향상되는지에 대한 실증적 연구의 결과는 일관성을 보이지 않는다. 따라서 본 논문은 주의의무를 준수하기 위하여 ESG 요소를 고려할 것을 의무화하는 것은 아니라는 견해에 찬성한다.

#### 나. 신중한 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)

앞서 설명한 주의의무의 일부로 볼 수도 있지만, 신탁재산을 단순히 보관·관리하는 것이 아니라 투자의 역할의 중요성이 강조되면서, 구체적인 원칙으로 발달한 것이 신중한 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)이다. 영국에서 비롯된 초기의 신탁은 주로 가족 승계재산 특히 부동산 양도를 위한 목적으로 활용되었다. 따라서 수탁자의 역할은 신탁재산을 투자하여 이익을 극대화하는 것이 아니라 신탁재산을 보존·관리하는데 초점을 두었다. 하지만 이후 금융거래의 발전 및 수탁자의 전문화가 이루어지고 투자의 중요성이 강조됨에 따라, 수탁자가 투자할 수 있는 적법한 투자목록(legal list)을 두게 된다.<sup>31)</sup> 당시의 투자는 투자수익보다 신탁재산을 ‘안전하게’ 투자하는 데 초점을 두었기 때문에, 국공채 및 선순위 모기지(1st mortgage)<sup>32)</sup> 등의 투자를 허용하였다.<sup>33)</sup> 랑바인(Langbein) 교수와 포즈너(Posner) 교수는 당시 자본시장의 발전이 초기 단계여서 주식시장에서 투자 기회가 제한적이었고, 상대적으로 인플레이션의 가능성도 적었기 때문임을 근거로 하여 적법한 투자목록 기준은 그 시절의 기준으로 합리적이었다고 설명한다.<sup>34)</sup>

이와 달리 미국의 메사추세츠주는 Harvard College v. Amory<sup>35)</sup> 판례를 통해 신탁재산의 투자를 열거주의적으로 제한하지 않는 신중인(慎重人) 원칙(Prudent Man Rule)<sup>36)</sup>을 발전시켰다. 이 방법은 수탁자가 신탁재산을 투자할 때 폭넓은 재량을 인

31) 초기 영국 신탁법의 발전에 따라 적법한 투자목록 기준을 도입하게 된 것에 대한 자세한 설명은 송지민, “수탁자의 투자 의무 - 신중한 투자자 원칙을 중심으로-”, 저스티스 통권 제189호(2022), 329-331면.

32) 영미법상 mortgage는 저당권, 양도저당권 등 다양하게 번역되고 있으나, 모기지라는 용어를 사용하는 견해로는 전원열, “미국의 등기제도 및 저당권(mortgage)에 대한 검토”, 자율과 정의의 민법학, 양창수 교수 고회기념논문집, 양창수 교수 고회기념논문집 간행위원회(2021. 9), 1051면.

33) Scott, Austin Wakeman, et al., *Scott and Ascher on Trusts*, 5<sup>th</sup> Ed., Wolters Kluwer, 2006, p.1386.

34) Langbein, John & Richard Posner, “Market Funds and Trust Investment Law”, 1 *Am. Bar Found. Res. J.* 1 (1976).

35) 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830); 해당 판례의 사실관계는 송지민, 앞의 논문(주 31), 349-350면.

36) 본 논문은 Prudent를 ‘신중한’으로 해석하고 있으나, Prudent Man Rule과 Prudent Investor Rule을 각각 사려깊은 일반인 원칙과 사려깊은 투자자 원칙으로 번역한 문헌으로는 이종기, 「신탁

정하고 그 책임 여부는 ‘신중함’을 기준으로 한다는 측면에서 적법한 투자수단의 열거 주의보다 한 발 나아간 것으로 평가받았다. 하지만 동시에 신중한 원칙은 위험-수익률의 관계, 분산투자의 중요성을 이해하고 있지는 않았기에 그 한계가 있으며, 실질적으로도 주식을 제외한 다른 신규 투자수단을 허용하지 않는 결과를 야기하였다는 한계가 있다.<sup>37)</sup>

1950년대 이후 현대 포트폴리오 이론(Modern Portfolio Theory, “MPT”)<sup>38)</sup>과 자본 자산 가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, “CAPM”)<sup>39)</sup> 등의 금융이론의 발전에 따라 신중한 원칙을 수정한 신중한 투자자 원칙(prudent investment rule)을 도입하게 된다. 신중한 투자자 원칙은 기본적으로 위험을 분산가능한 위험(diversified risk)에 해당하는 고유위험(firm-specific risk, idiosyncratic risk)과 분산가능하지 않은 위험(non-diversified risk)인 시장위험(market risk)으로 구분한다.<sup>40)</sup> 시장위험은 위험을 감당함에 따라 기대수익률이 높아진다는 측면을 강조하면, 보상받는 위험(compensated risk)라고도 지칭한다. 이 원칙에 따르면 신중한 투자자는 관련 재무이론의 발전을 수용하여 모든 위험을 회피(risk avoidance, risk-averse)하는 것이 아니라 위험을 관리하는 역할(risk management)을 이행하여야 한다.

이 위험관리를 구체적으로 살펴보면, 분산가능한 위험은 분산투자를 통해 그 위험을 가능한 제거하여야 한다.<sup>41)</sup> 반면 분산투자를 통해 제거할 수 없는 시장위험은 기대수익률과 절충관계(tradeoff)에 있는데 높은 수익률을 얻고 싶으면 그에 상응하는 위험을 부담하여야 한다. 즉 분산가능한 위험과 달리 시장위험, 즉 보상받는 위험은 부정적인 것으로 평가할 수 없다.<sup>42)</sup> 기대 수익률과 위험의 절충지점을 선택할 때에는 수탁자의 판단을 수반하는데<sup>43)</sup> 신탁마다 그 목적, 의무 및 제반사정이 상이하기 때문에 모든 수익자에게 적용할 수 있는 객관적이며 일반적인 기준을 제시하기도 어렵다. 결국 특정 신탁의 위험 및 기대수익률을 선택 시에는 일반적인 경제상황, 과세 효과와 같은 객관적인 사항 외에도 수익자의 개인적인 선호도나 가치 등 다양한 요건들을 고려해야 한다.<sup>44)</sup> 따라서 만약 수익자가 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 중 일부 요인에

법」, 삼우사, 2007, 327-328면.

37) 신중한 원칙에 대한 비판은 송지민, 앞의 논문(주 31), 332-333면; Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, “The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis”, 14 *J. Empirical Leg. Stud.* 129 (2017).

38) 송지민, 앞의 논문(주 31), 336-338면.

39) 송지민, 앞의 논문(주 31), 338-340면.

40) Bodie, Zvi, et al., *Investments*, 10<sup>th</sup> Ed., McGraw Hill, 2013, p.206; 송지민, 앞의 논문(주 31), 338면.

41) Bodie, Zvi, et al., op. cit., pp.205-206; Dukeminier, Jesse, et al., op. cit., pp.702-706; Scott, Austin Wakeman, et al., op. cit., pp.1427-1434.

42) 절충관계를 요약하여 설명하면 고위험 고수익(high risk, high return)의 공식이 성립하기 때문에 높은 수익률을 거두고 싶으면 그에 상응하는 위험을 부담해야 한다.

43) 포트폴리오를 구성하는 주식 수가 증가하면 위험을 줄어들이지만, 아무리 구성주식수가 증가하여도 모든 위험을 제거할 수는 없다. Bodie, Zvi, et al., op. cit., pp.226-228; 박정식·박종원, 「현대투자론」, 제4판, 다산문화사, 2016, 181면.

특별한 가치를 부여한다면, 신중한 투자자는 이러한 선호도를 고려하여야 한다. 하지만 이는 수익자가 환경, 사회, 지배구조에 가치를 부여하는 경우에 한하여 ESG요소를 고려할 의무가 있다고 해석하고 ESG요소를 고려하여도 수탁자에게 책임을 발생시키지 않는다고 해석<sup>45)</sup>하여야 하지 이를 신탁재산을 투자할 때 ESG요소를 고려할 의무가 있다거나, 혹은 고려하여도 수탁자에게 책임을 부과하지 않는다는 식으로 일반화하여 해석하여서는 안된다.

신중한 투자자 원칙은 분산투자를 고려할 의무를 부과하지만<sup>46)</sup> 적극적인 투자운용(active management)을 전면 금지하는 것은 아니다.<sup>47)</sup> 신중한 투자자 원칙은 기본적으로 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)을 바탕으로<sup>48)</sup> 한다. 하지만 이후 재무이론에서는 자본시장이 언제나 효율적인 것은 아니라는 학설들이 등장하고 적극적인 투자운용을 통하여 추가적인 수익을 거두기도 하므로 신중한 투자자 원칙 역시 이를 허용하게 되었다. 하지만 적극적인 투자운용을 통하여 포트폴리오 위험을 과도하게 증가시키지 않는 경우에만 인정되며, 신탁의 특성상 높은 수익률을 채택하는 것이 적합한 경우에 한정한다. 또한 적극적인 투자운용에 소요되는 추가 비용과 위험이 추가적으로 얻을 수 있는 기대수익률에 의해 정당화되어야 하기 때문에, 증명책임이 더 강화된다. ESG와 관련된 투자가 적극적인 투자운용을 통하여 추가적인 수익을 거둘 수 있는지는 후술하겠다.

44) Restatement (Third) of Trusts § 90, Comment f, p. 308; 이외에도 제90조의 해설은 매우 장황하고 길게 설명하였는데, 투자시 일반적인 고려사항으로 투자의 총수익에 대한 기대, 위험의 정도와 성격, 투자의 시장성(marketability), 세금을 포함한 거래 비용, 투자의 특정 성격을 고려해야 한다고 언급한다. Uniform Prudent Investor Act, § 2 (c) (1) 일반적인 경제 상황, (2) 인플레이션과 디플레이션의 영향, (3) 투자 결정 및 전략에 대한 과세의 기대 효과, (4) 포트폴리오에는 금융자산, 폐쇄회사(closely held enterprises)의 지분, 유형자산, 무형자산 및 부동산 등을 포함하는 전반적인 신탁 포트폴리오 내에서 개별투자 및 행위(course of action)가 갖는 역할, (5) 수익 및 원본의 가치상승에 따른 예상 총수익, (6) 수익자들의 다른 자원, (7) 유동성에 대한 필요성, 수익의 정기성, 원본의 보전 또는 가치상승, (8) 신탁의 목적 혹은 단일 수익자 및 복수 수익자들이 신탁자산에 대한 특별한 관계 혹은 특별한 가치.

45) Gary, Susan, "Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing", 42 *J.C. & U.L.* 247 (2016), p.308.

46) 신중한 투자자 표준법(Uniform Prudent Investor Act) 제3조와 제3차 신탁법 리스테이트먼트(Statement (Third) of Trusts) 제90조(b)에서는 분산투자의무로 규정하고 있지만, 해설에서 제반 사정에 따라 분산투자의무를 준수하지 않아도 되는 경우를 인정하여 이를 완화하고 있다. 반면 영국 2000년 수탁자법(Trustee Act 2000) 제4조 제3항(b)은 표준투자지침(Standard Investment Criteria)에서 분산투자의 필요성을 고려할 의무를 두고 있다. 송지민, 앞의 논문(주 31), 348면.

47) 송지민, 앞의 논문(주 31), 343-344면.

48) 유진 파마(Eugene Fama) 교수에 따르면 효율적 시장가설(efficient market hypothesis, "EHM")은 어떤 범위의 정보를 반영하는지에 따라 약형(weak), 강형(strong), 준강형(semi-strong)으로 나눈다. 약형 효율성은 과거의 증권가격에서 얻을 수 있는 모든 정보를 현재의 가격이 반영하는 것을 의미한다. 준강형 효율성은 대중에게 공개되는 모든 공적정보가 신속하고 완전하게 증권가격에 반영되는 것을 말한다. 강형 효율성은 시장효율성의 극단적인 경우로 현재 증권가격이 공개된 정보 뿐 아니라 비공개된 정보까지도 완전히 반영하고 있는 시장을 의미한다. Fama, Eugene, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", 25 *J. of Finance* 383 (1970), pp.383-417; Bodie, Zvi, op. cit., pp.10-11, 350-354; 박정식·박종원, 앞의 책, 263-264면.

### 3. 사회적 책임과 수탁자의 의무에 대한 초기 판례

Blankenship v. Boyle<sup>49)</sup>는 수탁자가 전통적인 투자 목적을 희생하고 비전통적인 목적을 추구한 경우에는 수탁자의 의무 위반이라고 판시한 대표적인 예이다. 해당 판례에서 수탁자는 노동조합과 수익자의 이익을 위해, 광산의 노동조합(United Mineworkers Union)의 신탁자금을 노동조합에서 운영하는 은행에 위탁하였는데, 해당 은행은 이자를 지급하지 않았다.<sup>50)</sup> 해당 은행은 예치된 자금을 활용하여 전기사업 회사의 지배주주가 되었다. 따라서 은행은 전기회사의 지배주주가 된 이후, 전기회사가 석탄을 사용하도록 하였다. 수익자는 해당 은행에서 이자를 지급하지 않기 때문에 해당 투자는 본질적으로 신중하지 않다고 주장하였으나 수탁자는 우선 해당 자금의 일부는 광산의 소유자로부터 자금을 조달받으며 광산에서 생산되는 석탄을 전기회사에서 사용하도록 하기 위해서는 은행에 자금조달이 필요하며, 따라서 해당 투자는 노동조합의 노동자들의 직업을 유지하는 데에 필요하다고 주장하였다. 하지만 법원은 우선 전기회사의 주식을 매입한 것은 노동조합의 신탁자금을 위한 것이 아니라 노동조합 자체를 위한 목적이고, 따라서 조합의 자금 자체는 수익자를 위해서가 아니라 조합 자체를 위해 사용되었기에 수탁자의 의무 위반으로 판시한 바 있다. 판결문에서는 해당 투자가 신중하지 않다(imprudent)고 판시하였으나, 유일이익 원칙에 따르면 수탁자가 수익자의 이익 외에도 노동조합을 위하여 행하였기 때문에 충실의무도 위반하게 된다.

Withers v. Teachers' Retirement System<sup>51)</sup>는 뉴욕시 사학연금(Teachers' Retirement System)의 수탁자가 뉴욕시 채권을 매입한 사건이다. 당시 뉴욕시는 파산위기에 있었고, 사학연금의 주요 재산은 뉴욕시의 계약 채권이였다. 하지만 뉴욕시가 파산에 이르게 되는 경우 사학연금이 매입한 채권은 다른 채권보다 후순위에 있었기에 수익자들은 수탁자의 투자는 수익자를 위한 것이 아니라 뉴욕시를 파산으로부터 구제하기 위한 목적이라고 주장하며 소를 제기하였다. 우선 법원은 이 판결을 앞선 뉴욕시의 Blankenship 판결과 구별(distinguish)하였다. 법원은 뉴욕시가 파산할 확률이 높았기 때문에 수탁자가 뉴욕시 채권을 매입한 것은 고위험자산을 매입한 것은 인정하였다. 하지만 법원은 수탁자의 행위가 뉴욕시의 파산을 방지하기 위한 목적으로 본 것이 아니라, 뉴욕시가 연금에 필수불가결한 기부자(contributor)이기 때문에

49) 329 F.Supp. 1089 (D.D.C. 1971); "Social Investing and the Law of Trusts", 79 *Mich. L. Rev.* 72 (1980), pp.97-98; Ravikoff, Ronald & Curzan, Myron, "Social Responsibility in Investment Policy and The Prudent Man Rule", 68 *Cal. L. Rev.* 518 (1980), pp.521-522.

50) Bogert, George, et al., op. cit., p.313; Troyer, Thomas et al., "Divestments of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds", 74 *Geo. L. J.* 127 (1985).

51) 447 F. Supp. 1248 (S.D.N.Y. 1978); Sanders, William, "Resolving the Conflict Between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing", 35 *Pace L. Rev.* 535 (2014), p.569; Ravikoff, Ronald & Curzan, Myron, op. cit., pp.522-524.

수탁자가 뉴욕시의 채권을 매입했다고 보았다. 즉, 사회적 책임을 다하기 위한 것이 아니라 이로 인해 사학연금의 주요 재산인 뉴욕시로 수령할 계약채권으로부터 만족을 구하기 위함이고 이는 수익자의 이익을 위하는 것이므로 수탁자가 의무를 위반하지 않았다고 판시하였다.

### Ⅲ. ESG투자와 충실의무

#### 1. ESG투자

##### 가. ESG투자의 요소 및 기준 파악의 어려움

환경, 사회 및 지배구조를 고려하는 ESG 투자를 어떻게 정하는 지에 대한 명확한 정의가 존재하지 않는다.<sup>52)</sup> 그 명칭부터 사회적투자(Social Responsible Investment, SRI), 지속가능한 투자(Sustainable Investment) 등 다양한 명칭을 사용하고 있다.<sup>53)</sup> 또한 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)라는 개념도 너무 광범위하다. 그나마 환경(E)과 관련된 요소는 기업의 생산활동 과정에서 오염물질을 배출하는지 여부, 물의 사용량, 온실가스를 배출하는 에너지 자원을 사용하는지 여부<sup>54)</sup>로 구체적인 그림이 그려지는 반면 사회와 지배구조는 그 범주가 훨씬 폭넓다. 사회(S)와 관련된 요소는 주로 노동력, 고객 등과 같이 사회와 관련된 기업활동을 의미하고 따라서 노동자의 건강 및 안전과 관련된 노동인권 등을 대표적인 예로 들지만, 이에 한정된다고 보기 어려우며, 평가기준에 따라 공급망(supply chain) 관계, 다양성(diversity), 차별(discrimination) 여부 등의 보다 광범위한 범주를 포함하기도 하여 그 경계선을 파악하기 어렵다. 또한 과거의 사회적 투자는 주류회사, 도박(gambling)과 관련된 사업의 주식은 악의 주식(sin stock)으로 간주하여 이런 주식에 투자하는 것을 금지하였으나, 사회적 가치가 변화함에 따라, 그 요소도 지속적으로 변동한다. 지배구조(G) 역시 복잡한 개념이다. 광의의 지배구조는 주로 기업과 관련된 다양한 이해관계자의 관계를 조정하는 매커니즘을 의미하고 주로 그 행위가 기업의 잔여지분권자인 주주의 이익을 위하는지, 이사회 구성이 다양하고 독립적인지 등을 그 예로 든다. 지배구조와

52) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.388, p.397{The term “ESG investing” is inherently ambiguous (...)}; Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, “ESG Investing: Theory, Evidence, and Fiduciary Principles”, *J. of Financial Planning* (2020), p.42 {The term “ESG Investing” resists precise definition}.

53) Freshfields Report, op. cit., p.18: 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망”, BFL 제109호, 서울대학교 금융법센터(2021), 9면; 김병연 외, 「ESG 경영과 법률」, 정독, 2021. 3-7면. 그 외에도 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, ‘CSR’), 기업의 사회적 가치(Corporate Social Value, ‘CSV’)의 용어도 사용한다.

54) 김병연 외, 앞의 책, 3면.

관련된 가장 큰 문제는 무엇이 가장 좋은 지배구조인지에 대한 정답을 찾기 어려우며, 하나의 사안에 대해서도 학자들의 견해가 엇갈리고 있다는 데에 있다. 예를 들면 이사들의 임기를 분산시켜 전체 이사가 교체되는 시기를 지연시키는 시차임기제(staggered board, classified board)는 지배구조를 향상하기 위한 도구로 알려져 있지만, 도입 의도와는 달리 시차임기제가 오히려 지배구조를 후퇴시킨다는 실증적 연구들도 존재한다.

환경, 사회, 지배구조 개별 요소를 파악하기 어려울 뿐 아니라, 이들을 조합하는 경우에 해당 투자가 ESG투자에 해당하는지 판단하는 것은 더 어렵다. 예를 들어 테슬라(Tesla)의 전기자동차는 이산화탄소를 배출하지 않기에 환경(E) 요소에서는 높은 점수를 받을 것이나 테슬라는 최고경영자인 엘론 머스크(Elon Musk)의 예측 불가능한 변동스러운 행동 때문에 테슬라가 회사의 공시범위를 제한하는 경향이 있기 때문에 지배구조(G)에서는 낮은 점수를 받는다. 이런 경우 테슬라에 투자하는 것은 ESG투자에 해당하는지에 대한 답을 하기 어렵다.<sup>55)</sup> 외국의 평가기관 중 MSCI는 테슬라를 ESG 요소 준수기준에서 상위의 그룹으로 판단하였지만, FTSE는 반대로 테슬라를 최하위 그룹으로 둔 것에서도 ESG요소가 얼마나 주관적인지 가능할 수 있다.<sup>56)</sup>

<표 1> 환경, 사회, 지배구조의 주요 범위<sup>57)</sup>

핵심요소	핵심테마	핵심이슈
환경(E)	기후 변화	탄소 발자국, 기후변화 사건에 대한 취약성
	자연 자원	에너지 효율, 원자재 추출, 물 효율, 토지 사용
	환경 오염 및 쓰레기	독성물 배출, 폐수 관리, 위해물질 관리, 대기 질, 전자적 쓰레기 관리
	기회와 정책	재생에너지, 청정에너지, 녹색건물, 환경 및 종다양성 목표와 투자
사회(S)	인적 자본	직장 건강 및 안전, 자기개발 기회, 노동자 참여, 다양성, 포용성, 노동 관행(임금, 근로여건)
	생산 책임	생산물 안정 및 품질, 판매 관행 및 상품 라벨링, 고객 신분보호와 데이터보완, 상품 접근성
	관계	커뮤니티, 정부, 시민사회
지배구조(G)	기업 지배구조	이사회 구조와 책무, 회계 및 공시 관행, 경영진 보상과 경영 실효성, 소유와 주주 권리
	기업행태	부패 시스템, 시스템리스크 관리, 수익의 질, 경쟁행위, 비즈니스 환경 관리, 세금 및 특수관계가 거래 투명성

55) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.432-433; Curran, Kevin, “ESG Investors Aren’t Riding with Tesla Wheel Elon Is Driving”, TheStreet (Mar. 22 2019); Mackintosh, James, “Is Tesla or Exxon More Sustainable? It Depends on Whom You Ask”, Wall Street Journal (Sept. 17 2018).

56) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.432-433.

57) IMF, Global Financial Stability Report (2019); 이시연, “국내외 ESG 투자 현황 및 건전한 투자 생태계 조성을 위한 시사점”, KIF 금융조사리포트(2021), 35면에서 재인용.



## 나. ESG투자의 방법

ESG 등장에 앞선 사회적 책임투자(social responsible investing, SRI)<sup>58)</sup>의 용어 등을 사용하던 초기에는 사회적 책임투자란 높은 수익률을 거둘 수 있는 투자안이 존재 하더라도, 그 투자안이 사회적 책임을 제대로 이행하지 않는다면, 높은 수익률을 거둘 수 있는 투자안을 배제하는, 따라서 경제적인 이익의 희생을 함을 전제로 하였다.<sup>59)</sup> 초기의 사회적 투자가 남아프리카 공화국의 인종차별(apartheid)에 반대하여 수익성 높은 사업임에도 불구하고 남아공에서 사업을 영위하는 회사에 대한 투자를 금지하는 것을 시초로 보며<sup>60)</sup>, 그 밖에도 악의 주식(Sin Stocks)이라고 불리는 담배회사, 주류회사, 무기제조회사 및 도박회사의 높은 수익률에도 불구하고 이를 투자대상에서 제외하는 데에 초점을 두었기 때문이다. 따라서 랑바인(Langbein) 교수 및 포즈너(Posner) 교수는 1980년 논문에서 사회적투자를 이행하는 경우에는 그 투자는 덜 분산되어 있고 따라서 낮은 투자수익률을 거둔다고 설명하였다.<sup>61)</sup>

앞서 설명한 방법은 모두 네거티브 스크리닝의 예<sup>62)</sup>에 해당한다. 네거티브 스크리닝 방식은 고수익의 투자안을 배제하는 효과 외에도, ESG 평가기준으로 네거티브 스크리닝하는 경우, 투자할 수 있는 주식의 종류가 감소하므로, 궁극적으로 분산투자가 덜 이루어져서 분산가능한 위험이 제거되지 않는 경우도 존재할 수 있다.<sup>63)64)</sup> 하지만 후술하겠지만 실증적인 연구는 반드시 이러한 견해를 뒷받침하지는 않는다. 일련의 연구에 따르면 ESG 평가에 따라 회사를 스크리닝(네거티브 혹은 포지티브든 불문하고)한 경우, 특정 위험을 감소시키는데, 이에 따라 오히려 포트폴리오 분산투자효과를 개선시키는 역할을 한다고 주장하는 견해도 존재한다.<sup>65)</sup>

58) Langbein, John & Richard Posner, supra note 49.

59) Gary, Susan, supra note 29, p.737, p.749 {수익률을 희생한다고 주장하는 과거의 다양한 견해를 소개함}; Langbein, John & Richard Posner, supra note 49, p.96.

60) Langbein, John & Richard Posner, supra note 49, pp.84-85.

61) Langbein, John & Richard Posner, supra note 49, p.96.

62) 박성식, “네거티브 스크리닝의 현황 및 소재”, KCGS Report 제8권 제6호(2018), 16면 {글로벌 기관투자자들이 가장 보편적으로 활용하고 있는 전략임}.

63) 초기의 네거티브 방식으로 이러한 방식은 분산투자에 비용을 증가시킨다고 추가하는 본 문헌은 Timothy, Adler & Mark Kritzman, “The Cost of Socially Responsible Investing”, 35 *J. Portfolio Mgmt.* 52(2008); 반면 사회적책임 투자와 사회적책임 투자를 하지 않은 경우에 분산투자 비용에서 차이가 발생하지 않는다는 문헌으로는 Renneboog, Luc, et al., “The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds”, *ECGI Finance* (2007).

64) Bogert, George, et al., op. cit., p.313. {사회적 투자를 통해서 허용가능한 주식의 범위가 줄어들고 분산투자가 줄어들게 되거나 수탁자의 사회적인 관심사가 수익자의 이익과 충돌하는 경우에 해당한다}.

65) Hoepner, Andreas, “Portfolio Diversification and Environmental, Social or Governance Criteria: Must Responsible Investments Really Be Poorly Diversified?”, *Uni. of St. Andrews* (2010); Gary, Susan, supra note 38, pp.274-275.

<표 2> ESG 투자방법<sup>66)</sup>

	스크리닝을 통한 배제 또는 선택	ESG 리밸런싱	테마 포커스	임팩트
목표	반대할만한 행위를 하는 특정 기업을 배제	ESG 평가 체계에 기반하여 투자	특정, E, S, G 이슈에 초점을 맞추어 투자	재무적 수익과 함께 특정 비재무적 성과를 목표로 함
핵심 고려사항	스크리닝의 정의, 재무적 영향	ESG데이터 소스, 최적 위험	광범위한 익스포져 혹은 특정 익스포져	임팩트 성과에 대한 진전을 보고
사례	무기, 화석연료 등 생산업자 배제, 합의된 국제적 표준 준수 주체를 선택	ESG 벤치마크, 액티브 전략, 최적화 등	저탄소배출에 대한 환경 포커스	특정한 녹색채권 위임(Mandates)

하지만 이후 환경과 지배구조를 포함한 ESG투자는 다양한 형태를 띠게 된다. 과거 사회적 투자가 단순히 사회적으로 비난받는 행위를 하는 기업에 대한 투자를 배제하는 방식(네거티브 스크리닝)<sup>67)</sup>으로 이행된 것에 비해, 적극적으로 환경, 사회 등에 긍정적인 역할을 하는 기업을 선별(positive screening)하기도 하고, 그 중에 ESG요소 중 특정 사안에만 중점을 둔 방법, 임팩트 투자<sup>68)</sup> 등이 다양한 방법이 등장하게 되었다. 문헌들은 각각 초기의 네거티브 스크리닝과 ESG통합 사이에 중간단계의 다양한 방법<sup>69)</sup>이 존재한다고 파악하고 있는데 OECD 보고서는 <표 2>와 같이 설명한다. 이들의 궁극적인 종착점은 투자문화 자체에 ESG가 통합되는, 따라서 ESG가 투자 절차의 필수 부분이 되는 ESG통합(ESG Integration)이다. ESG통합은 모든 투자 과정에서 모든 영역에서 ESG위험과 기회 등을 포함한 것을 의미하며<sup>70)</sup>, ESG 통합에 이르게 되면 과거의 스크리닝방식과는 달리 수익을 향상시킬 수도 있다고 보는 견해이다.

66) Boffo, Richardo & Roberto Patalano, op. cit., p.33; 이시연, 앞의 보고서, 8면.

67) 스크리닝을 통해 배제하는 방식을 negative screen 혹은 exclusionary screen으로 지칭한다.

68) 임팩트 투자는 특정 사회적 이슈에 대한 주목할 만한 영향을 미치기 위한 목적을 지닌다. 이시연, 앞의 보고서, 5면.

69) ESG요인을 고려하는 방식은 네거티브 스크리닝(negative screen), 포지티브 스크리닝(positive screen) 등으로 구분할 수 있다. 네거티브 스크리닝(배제방식)은 사회적 책임투자에 해당하지 않는 산업 및 기업을 제거하는 방식으로 투자하는 것이고, 포지티브 스크리닝은 베스트 프랙티스에 해당하는 산업 및 기업을 선택하는 방식으로 투자하는 것이다. Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, 2014, p.99; 이를 소개하는 국내문헌은 손영화, “사회책임투자 활성화를 위한 제도개선 방안”, 기업법연구 제29권 제1호, 한국기업법학회(2014), 71-72면; Gary, Susan, supra note 38, p.274. 그 외에 초기의 사회적 투자는 네거티브 스크리닝을 이행하였음을 알 수 있는 문헌은 Knoll, Michael, “Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment”, 57 *Bus. L.* 681 (2002), p.689; Sanders, William, op. cit., p.535, p.543.

70) Boffo, Richardo & Roberto Patalano, “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, *OECD Paris* (2020), p.33.

## 2. ESG 투자와 충실의무의 충돌가능성과 그 해결방안

앞서 설명한 바와 같이 수탁자의 충실의무 기준으로 유일이익 원칙<sup>71)</sup>을 따르는 경우에는 수탁자가 ESG요소를 고려하여 투자하는 것 자체가 충실의무 위반에 해당한다.<sup>72)</sup> ESG투자에 찬성하는 대부분의 문헌은 1) ESG요인을 고려하면 장기적으로 투자 수익률을 높일 수 있고 따라서 ESG투자가 수익자의 경제적 이익을 위해서도 바람직하다거나,<sup>73)</sup> 2) 수익자의 이익에는 경제적 이익 외에도 비경제적인 이익도 포함하기 때문에 ESG요인을 고려하여도 충실의무 위반이 아니라고 설명한다.<sup>74)</sup> 우선 전자의 설명은 지극히 추상적일 뿐 아니라, 사후적으로 ESG요인을 고려한 투자가 추가적인 수익을 거두는 지와 무관하게 유일이익 원칙은 수탁자가 수익자 외에 다른 요인을 고려하면 충실의무 위반으로 간주한다. 뿐만 아니라 실제로 장기적인 투자수익률을 높일 수 있는지 실증적인 증거 역시 일관성을 갖는다고 보기 어렵다.<sup>75)</sup> 후자의 설명은 판례에서<sup>76)</sup> 살펴본 바와 같이 신탁법에서 견지해온 태도와 상충한다. 따라서 아래에서는 이러한 충실의무와 ESG투자의 충돌 가능성을 해결하기 위한 방안을 살펴보겠다.

### 가. 샌즌바흐 및 싯코프 교수의 제안

샌즌바흐(Schanzenbach)와 싯코프(Sitkoff) 교수는 신인의무와 사회적 양심의 조화: 수탁자의 ESG투자에 대한 법경제학(Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee)<sup>77)</sup>이라는

71) 본 논문은 수탁자의 경우에는 충실의무의 기준이 유일이익원칙이라는 전제 하에 논의를 진행한다. 하지만 최선의 이익 원칙을 따르는 경우에 ESG요소를 고려하여도 수익자의 최선의 이익을 거둘 수 있는가에 대한 대답은 명확하지 않다. 우선 최선의 이익은 이익의 최대치를 의미하는지에 대하여 대답하여야 하며 ESG를 고려하여 장기적으로 투자수익률을 높일 수도 있다(may)는 가능성은 ESG요소를 고려하여도 수탁자에게 책임을 부과하지 않는 것이지, ESG투자를 의무화(must)하는 것은 아니다.

72) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.388.

73) Richardson, Benjamin, op. cit., p.199 {종종 사회적 책임투자를 고려하는 경우에 금전적으로도 유리할 수 있고, 주의의무나 충실의무를 준수하는 다양한 방법으로 이행될 수 있다}; Gary, Susan, supra note 29, pp.747-757, pp.779-784. 경영진의 단기주의(short-termism)에 대하여 비판하며, ESG통합 단계에서 ESG를 고려한 투자한 경우, 장기적으로 추가 이익을 발생시키는 데에 기여할 수 있다고 설명함; Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, 2014, pp.97-98. {영국의 법 개정위원회(Law Commission) 보고서는 ESG요소를 고려하는 경우 장기적으로 수익자의 수익증가에 기여할 수도 있다(may). 즉 ESG요소는 재무적인 성과에 영향을 미칠 수 있고, 영향을 미치는 경우에만 제한적으로 수익자의 최선의 이익을 위해서 고려할 수 있다고 설명한다}.

74) Richardson, Benjamin, op. cit., p.199 {수익자의 이익을 정의하기에 따라 특정 윤리적 사회적 이익을 달성하기 위하여 경제적인 이익을 일부 희생하는 것을 허용할 수도 있다}.

75) Bhagat, Sanjai, "An Inconvenient Truth About ESG Investing", (March 2022). {ESG투자가 경제적인 측면에서 성과가 그다지 좋지 않다}.

76) 본 논문의 II. 3. 참조.

77) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29. 하버드 대학 로스쿨 교수인 싯코프 교수는 신탁법의 대가이며, 노스웨스턴 로스쿨의 샌즌바흐 교수는 예일대 로스쿨을 나온 동시에 경제학 박사학위를 취득하여 싯코프 교수와 샌즌바흐 교수는 신탁법의 다양한 영역에 대하여 실증분석 및 법경제학적 분석을 활용하고 있다.

논문에서, ESG요소를 고려 시 충실의무를 위반할 수 있는 문제에 대하여 다음과 같은 해결방안을 제시한다. 우선, 이들은 우선 ESG투자가 투자자, 즉 수익자에게 직접적인 이익을 가져올 수 있는 경우가 있다고 보았다. 이들의 주장에 따르면 예를 들어 화석연료와 관련된 사업은 타 산업에 비해 소송위험 및 규제위험이 도사리고 있는데, 현행 재무분석은 이러한 예외적인 위험을 제대로 반영하고 있지 못하다는 것이다. 따라서 투자 포트폴리오에서 이러한 위험이 큰 기업 혹은 산업을 제거하면 (divestment), 위험조정 수익률(risk-adjusted return)<sup>78)</sup>이 증가하게 된다고 주장한다.<sup>79)</sup>

이어서 샌즌바흐와 싯코프 교수는 ESG 투자를 부수적인 혜택(collateral benefit)을 야기하는 ESG와 위험조정 이익을 고려한 ESG(risk adjusted return ESG)로 구분한다.<sup>80)</sup> 전자의 경우는 수익자 본인의 이익을 위하는 동시에 부수적인 혜택으로 ESG의 가치를 향상시키기 위한 경우이다. 이 경우 수탁자는 수익자의 이익 외의 ESG투자로 인한 부수적인 혜택을 고려하기 때문에 이익의 증가여부와 무관하게 유일이익 원칙을 위반한다. 즉 앞서 언급한<sup>81)</sup> 이익 요건과 동기 요건 중에 후자를 충족시키지 않으므로 의무 위반에 해당한다.

반면 후자인 위험조정 수익률을 고려한 ESG의 경우, 위험을 축소시키는 동시에 최대의 수익을 거두기 위한 목적에서 수탁자가 ESG요인을 감안하는 것이다. 충실의무와 ESG투자가 상충하지 않기 위해서는 위험-수익관계를 고려하여, 1) ESG투자가 수익자의 위험조정 수익률을 개선함에 따라, 수익자가 직접적인 이익을 얻는다고 수탁자가 합리적으로 판단하고, 2) ESG 투자의 유일한 동기가 이러한 직접적인 이익취득일 것 (이하 “샌즌바흐 및 싯코프 요건”) 요건을 충족하는 경우에 한하여 ESG를 고려하는 것이 허용된다. 샌즌바흐 및 싯코프 요건에 대한 자세한 사항은 III. 3.에서 후술하겠다.

## 나. 수익자의 동의 등

두 번째로 수탁자가 ESG요소를 고려하는 것이 충실의무 위반이 되지 않도록 하기 위해서 사전에 수익자의 동의를 얻는 방법<sup>82)</sup>이 있다. 앞서 살펴본 바와 같이<sup>83)</sup> 수탁자

78) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.389; 재무(finance) 이론에서는 미래의 수익률은 할인하여 현재가치를 구하는데, 그 할인율은 위험을 고려하여 조정하고 이를 위험조정 이익 혹은 위험조정 수익률(risk-adjusted return, adjusting returns for risk)이라고 한다. Bodie, Zvi, op. cit., pp. 837-840.

79) 이러한 견해에 따르면 ESG투자는 적극적인 투자운용에 해당한다. 적극적인 투자운용에 대한 논의는 본 논문의 III. 2.

80) Schanzenbach, Max & Sitkoff, Robert, supra note 29, p.397.

81) 본 논문의 II. 1. 가.

82) Freshfields Report는 동일한 이익을 기대할 수 있는 복수의 투자에 대하여는 ESG요소를 고려하여도 충실의무 위반이 아니며, 특정 기업 및 산업의 ESG요소가 재무적 성과에 영향을 미치는 경우에는 ESG요소를 고려할 의무가 있으며, 마지막으로 수탁자가 수익자와 ESG요소를 고려하기로 합의한 경

의 의무는 강행규정이 아니라 임의규정(default rule)이기 때문에 당사자들에 의해 달리 정할 수 있다.<sup>84)</sup> 수익자의 동의, 위탁자의 승인 및 법원의 허가는 수탁자의 충실의무에 대한 일반적인 예외에 해당하기 때문에 ESG 요건에 국한된 것은 아니다. 다만 수탁자가 수익자에게 ESG요소 고려 혹은 ESG에 기반한 투자에 대하여 어느 정도의 정보를 제공하는 경우, 이를 동의를 볼 것인지 등에 대한 논의가 필요하다. 예를 들면, ESG투자라고 명시한 펀드에 대한 투자는 수익자에게 이 투자수단을 채택하는 경우에 타 투자수단보다 수익률이 적을 수도 있다는 동의를 얻은 것으로 간주할 수 있는가? ESG투자라고 명시하였다고 하여, 일반적인 수익자가 반드시 그 수익률이 타 투자안보다 수익률이 낮을 수 있다는 것을 인지하고 있다고 보기 어렵다. 따라서 본 논문은 ESG투자에 대한 구체적인 사안에 대하여, ESG투자와 수익률의 관계 등을 공시 등의 방법으로 알리고 이를 바탕으로 수익자가 판단한 경우(informed decision)에만 이를 충실의무 위반의 예외에 해당하는 수익자의 동의가 있는 것으로 보아야 한다고 생각한다.

#### 다. 특수한 법정 의무

마지막으로 샌즌바흐 및 싯코프 교수의 요건을 만족하거나 혹은 수익자의 동의를 얻는 방법 외에 법정 의무를 부과하여, 수탁자가 ESG요소를 고려한 투자 시, 충실의무와 상충하여 책임을 부담하게 될 우려를 덜어주는 방식이 있다. 이는 싯코프 법<sup>85)</sup>으로 규정할 수도 있으며, 싯코프 법 내에 ESG를 고려하도록 하는 조문을 둘 수도 있다. 대표적으로 델라웨어주 싯코프 법은 주의의무 조문에서 ESG투자를 고려하도록 명시하고 있다. 앞서 신중한 투자자 원칙을 설명하며 수탁자가 투자 의사결정 시, 일반적인 경제사정, 투자결정 및 전략의 과세 기대효과, 및 수익자의 니즈를 고려해야 한다고 하며 수익자의 니즈에는 수익자의 금전적 니즈 뿐 아니라 수익자의 개인적 가치(personal value)도 고려하여야 한다고 규정하고 있음을 살펴보았다.<sup>86)</sup> 델라웨어 싯코프 법은 이 개인적 가치에 명시적으로 ESG요소와 관련된 지속가능한 투자에 대한 투

우에는 ESG요소를 고려할 의무가 있다. Sandberg, Joakim, "Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective", 101 *J. Bus. Ethics* 143 (2011); Freshfields Report를 소개하는 국내문헌은 염미경, "사회책임투자와 기관투자자의 신인의무", 강원법학 제50권, 강원대학교 비교법학 연구소(2017), 737-740면.

83) 본 논문의 II. 1. 다. 참조.

84) Sanders, William, op. cit., pp.546-551; 싯코프의 계약적 성격에 대한 대표적인 문헌은 Easterbrook, Frank & Daniel Fischel, "Contract and Fiduciary Duty", 36 *J. L. & Econ.* 426 (1993), pp.432-443.

85) 예를 들면 우리 법상 장애인 고용촉진 및 직업재활법 제27조 제1항 및 국가 지방자치단체 제28조의 제1항에 대한 조문을 특수한 법정 의무로 볼 수 있다. 수탁자가 수익자의 이익을 위하여 행위할 의무가 있는 것과 유사하게 이사는 잔여수익권자의 이익을 극대화하는 의무를 부담한다. 하지만 설령 장애인이 즉 잔여지분권자의 이익극대화에 기여하지 않더라도 일정 비율 고용하도록 하는 법정 의무를 부과하는 방식처럼, 수탁자가 수익자의 이익을 위하는 충실의무를 부담하는 것과는 별개로 특수한 법정 의무로 ESG요소를 고려하도록 할 수 있다. 저탄소녹색성장 기본법과 같은 법령을 두는 방법 등이 하나의 예이다.

86) 본 논문의 II. 2. 나. 참조.

자자의 선호도도 포함된다고 규정한다.<sup>87)</sup> 이는 특수한 법정 의무라고 표현하였으나, 앞서 설명한 신중한 투자자 원칙<sup>88)</sup>에 의하면 본래부터 인정될 수 있었다. 다만 ESG 요소를 수탁자의 가치 혹은 선호도에 포함한다고 명시하여 불확실성을 제거하였다.

### 3. ESG투자, 위험조정 수익률과 적극적 투자운용

수익자의 동의를 얻는 방식이나 특수한 법정 의무를 부과하는 방법은 궁극적으로 충실의무와 ESG투자의 충돌관계를 인정하되 별도로 해결방법을 마련하는 것이니 별도의 설명을 크게 요하지 않는다. 반면, 샌즌바흐와 잇코프의 요건은 그 요건을 만족하면 충실의무와 ESG투자가 상충하지 않는 방법을 발견하였다는 데에서 그 의미가 있다. 따라서 그 요건이 실제로 만족될 수 있는지 등에 대하여 상세하게 살펴볼 필요가 있다. 따라서 아래에서는 구체적인 내용을 살펴보겠다.

#### 가. ESG투자 위험조정 수익률

본 논문은 ESG투자가 충실의무를 위반하지 않기 위해서는 샌즌바흐 및 잇코프 요건(이익 요건 및 동기 요건)을 충족해야 한다는 데에는 동의한다. 하지만 구체적으로 어떻게 이 요건을 만족하는지 살펴볼 필요가 있다. 샌즌바흐 및 잇코프 요건 중에 두 번째 요건인 ESG 투자의 유일한 동기가 이러한 직접적인 이익취득일 것(즉 ‘동기요건’)은 지극히 주관적이기 때문에 수탁자가 ESG투자를 이행한 동기가 직접적인 이익취득이라고 주장하는 경우, 이를 반박하기 어렵다. 따라서 샌즌바흐 및 잇코프 요건 중에 상세히 논의할 것은 수탁자가 위험조정 수익률을 개선하여 직접적인 이익을 얻는다고 수탁자가 합리적으로 판단하는 첫 번째 요건이다. 이 요건은 기존의 문헌들에서 ESG요소를 고려하면 장기적으로 수익자의 이익을 증가시킬 수 있다는 견해와 유사하지만, 기존의 논의에 비하여 구체적으로 어떻게 혹은 왜 이익을 증가시킬 수 있는지를 설명하고 있다는 점에서 한 발 나아갔다. 다만 ESG투자가 수익자의 위험조정

87) Delaware Code, Fiduciary Relations, Chapter 33. 원문은 다음과 같다. 3302. Degree of care: authorized investments [For application of this section, see 79 Del. Laws, c. 172, § 6]. (a) When investing, reinvesting, purchasing, acquiring, exchanging, retaining, selling and managing property for the benefit of another, a fiduciary shall act with the care, skill, prudence and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent person acting in a like capacity and familiar with such matters would use to attain the purposes of the account. In making investment decisions, a fiduciary may consider the general economic conditions, the anticipated tax consequences of the investment and the anticipated duration of the account and the needs of the beneficiaries; when considering the needs of the beneficiaries, the fiduciary may take into account the financial needs of the beneficiaries as well as the beneficiaries' personal values, including the beneficiaries' desire to engage in sustainable investing strategies that align with the beneficiaries' social, environmental, governance or other values or beliefs of the beneficiaries. (밑줄은 필자) <https://delcode.delaware.gov/title12/c033/index.html> [마지막 검색일 2022.4.5.]

88) 본 논문의 II. 2. 나 참조.

수익률을 개선하여 수익자가 직접적인 이익을 얻는지를 우선 파악하려면 ESG투자와 관련된 위험(ESG위험)을 파악하여야 한다.

문제는 ESG 위험의 대용치(proxy)를 발견하여야 하는데, 이를 선별하기 어렵다는 데에 있다. 예를 들면 앞서 살펴본 <표 1>에서 환경을 고려하여 탄소배출을 하지 않는 기업이지만, 노동자를 착취하거나, 소수주주 보호 등의 사회(S) 혹은 지배구조(G) 요소는 전혀 고려하지 않는 기업에의 투자는 ESG투자이고 이와 관련된 위험을 ESG위험으로 볼 것인지 등에 대한 대답을 구하기 어렵다. 기존의 실증적인 연구들도 이러한 문제를 제대로 반영하고 있다고 보기 어렵고 차라리 사건연구(event study)<sup>89)</sup>라고 볼 수 있다. 따라서 샌즌바흐 및 싯코프 교수는 특정사안과 관련된 위험을 ESG위험으로 보지 않는 대신, ESG위험의 대용치로 꼬리위험(tail risks)를 두고 논의를 펼쳐 나간다.

#### 나. ESG 위험의 대용치로서의 꼬리위험과 적극적 투자운용

전통적으로 ESG 요소가 투자성과에 미치는 영향을 판단할 때에는 기본적으로 시장이 효율적이라는 가설을 바탕으로 한다. 하지만 시장의 이상현상(anomaly)<sup>90)</sup>들이 발견되고, 행동주의 재무학 등의 발전에 따라 효율적인 시장가설에 대한 반대되는 비효율적인 시장가설 주장들도 지속적으로 제기되고 있다. 시장의 비효율성을 가정으로 하여 ESG위험이 가격에 제대로 반영되어 있지 않다면, 그 정보를 활용해서 위험조정 수익률을 개선할 수 있고 이는 수익자가 직접적으로 수익자가 이익을 얻게 될 것이라고 합리적으로 판단할 수 있게 된다. 다시 말하면, 투자자가 ESG요인으로 인하여 수익을 거두기 위해서는, 시장이 지속적으로 주가를 잘못산정(mispricing)<sup>91)</sup>하여야 하고 이러한 측면에서 ESG요소를 고려한 적극적인 투자운용은 다른 적극적인 투자운용과 동일하다.<sup>92)93)</sup>

89) Bodie, Zvi, op. cit., pp.359-361. {사건연구는 특정 사건이 주가에 미치는 효과에 대한 실증적인 분석하는 방법이다}.

90) Bodie, Zvi, op. cit., pp.373-375.

91) ESG와 관련된 위험이 가격에 제대로 반영되지 않았다는 기사로는 Duguid, Kate, "Financial Times, ESG Fund Boom Masks Mispricing Dangers For Investor", (March 21, 2022); 환경 위험과 자산가격의 잘못된 산정의 관계를 논한 문헌은 Condo, Madison, "Market Myopia's Climate Bubble", 1 *Utah L. Rev.* 63 (2022).

92) 적극적 투자운용에 대한 논의는 송지민, 앞의 논문(주 31), 340-341면.

93) 다만 샌즌바흐 교수와 싯코프 교수는 ESG위험여부와 무관하게 적극적 투자운용에서는 다음의 4가지 사항을 주의해야 한다고 경고한다. 1) 일반적으로 상장된 주식의 거래(public exchange)를 통하여 추가적인 수익을 거두기는 어렵다. 시장의 효율성의 정도는 논쟁의 여지가 있지만, 일반적으로 적극적 투자운용으로 거래비용을 초과하는 수익을 거두기 어렵다는 것에 대한 학계의 합의가 존재한다. 2) 위험조정은 과학의 영역이 아니다. 위험조정은 과거 주가에 의존하여 향후 변이와 상관관계를 예측한다. 그러한 변이와 상관관계는 시간에 따라 변동하고, 과거 자료의 예측력을 떨어지게 된다. 3) 적극적 투자운용 전략은 수동적인 투자전략보다 고 거래비용을 소요한다. 이러한 비용은 조사, 분석 및 거래비용을 포함할 뿐 아니라, 빈번한 거래에 따르는 세금 비용 등이 포함된다. 투자선별 전략이 수익성을 거두기 위해서는, (선별을 ESG요인으로 하든지 아니든지), 선별로 인한 수익이 부대비용을 상쇄할 만큼 커야한다. 4) 적극적 투자운용이 초기에는 수익을 거둘 수도 있지만, 그 전략이 점차적으로 알려짐에 따라, 타 투자자들도 그 전략을 채택하고, 주가에 반영하고, 그 전략의 혜택도 상실

예를 들어, 노동자들이 화재에 취약한 환경에서 근무하고 노동자에 대한 처우가 좋지 않은 회사(A)와 노동자에 대한 처우가 조금 더 나은 회사(B)를 비교해보면, 다른 조건이 동일하면, 노동자의 처우와 관련된 비용으로 말미암아 B회사의 총비용이 조금 더 높을 것이다. 하지만 A회사에 공장에서 화재가 발생하여 노동자들이 재해를 입을 가능성을 포함하지는 않는다. 이러한 예외적인 사건은 A회사의 공급망이 망가지고, 영업권의 손실이 발생할 수 있다. 이러한 사건이 발생하는 경우, 재무제표상 영향력은 크지만, 현재 재무제표는 이러한 위험을 나타내고 있지는 않다.<sup>94)</sup> 이러한 위험은 장기적인 위험이고, 확실한 것이 아니라 위험에 불과하다. 하지만 전통적인 재무제표 측정방식을 적용하면 이러한 위험은 포함되지 않거나, 포함되어도 그 발생확률을 적용하여 반영하기 때문에 그 영향력이 미미하다.

앞서 설명한 예의 ESG 위험을 통계적으로 파악하면 이는 블랙스완(Black Swan) 혹은 꼬리 위험(tail risk)이라고 표현할 수 있다. 나심 니콜라스 탈레브(Nassim Nicholas Taleb) 교수의 책으로 더 유명해진 블랙스완(검은 백조)<sup>95)</sup>이라는 용어는 예상치도 못한 위기가 닥치는 것으로, 그 발생확률이 매우 낮아서 사전에 예측이 어렵지만, 일단 발생하는 경우 그 경제적 충격과 파장이 엄청난 경우의 사건을 의미한다. 블랙스완의 내용을 통계적으로 설명한 것을 꼬리위험(tail risk)<sup>96)</sup>이다. 앞서 살펴본 신중한 투자자 원칙<sup>97)</sup>은 기대수익률과 위험의 측정치인 분산 혹은 표준편차로 평가하는 전통적인 재무이론에 기초하고 주식시장이 정규분포(normal distribution)를 따른다는 가정하에 있다. 따라서 전통적인 재무이론에 기초하여 분산투자를 의무화하고, 위험-수익률의 관계를 고려하여 투자하도록 하고 있다. 하지만 전술한 블랙스완 같은 사건이 발생하는 경우는 정규분포를 이루지 않는 경우에 해당한다.<sup>98)</sup> 아래의 <그림 1>의 파란색 그래프와 주황색 그래프는 평균, 분산, 왜도(skewness)<sup>99)</sup> 값이 동일하

하게 된다. Schanzentbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.441-443.

94) 캔저(Kanzer) 교수는 이러한 연유에서 사회적투자/ ESG 요인에 대한 정보가 재무제표 평가에 반영되어야 한다고 주장한다. Kanzer, Adam, "Exposing False Claims about Socially Responsible Investing: A Response to Adler and Kritzman", *Advisor Perspectives* 3 (June 2013).

95) 블랙스완이라는 용어는, 호주 대륙을 발견하기 이전에는 유럽인들은 모든 백조는 하얀색이라고 생각했고, 검은색 백조는 합리적인 사고영역 밖의 사건이었다. 이를 통계 용어로 말하면 관찰할 수 있는 표본에서 극단의 아웃라이어(extreme outlier)였다. 하지만 탈레브(Taleb) 교수는 세상에는 수없이 많은 블랙스완이 존재하고 경험상 현재까지 축적된 지식으로는 해당 사건을 목격하지 않았기 때문에, 예측하지 않은 것이다. 가장 대표적인 예가 하루 만에 주가가 20% 하락한 1987년 10월 주식시장 붕괴(October 1987 Crash)를 들 수 있다. Taleb, Nassim Nicholas, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, 2017; Bodie, Zvi, op. cit., pp.941-943. 그 외에도 LTCM(Long Term Capital Management) 헤지펀드가 차익거래를 위해 투자한 금융자산의 가격이 예상과 다르게 움직이면서 LTCM이 막대한 채무를 이행할 수 없게 되면서 금융시장 전체에 충격을 준 LTCM 사건 역시 블랙스완에 해당한다.

96) Bodie, Zvi, op. cit., p.148; 장우영, "기관투자자의 ESG투자와 지속가능성", 기업법연구 제35권 제3호, 한국기업법학회(2021), 40면; 꼬리위험이 발생하는 사건이 꼬리사건(tail event)이다. Bodie, Zvi, op. cit., pp.941-943.

97) 본 논문의 II.2.

98) 표준 정규분포에서 평균값(means)은 0, 분산(variance)은 1, 왜도(skewness)는 0, 첨도(kurtosis)는 3 이하의 값인 반면 다른 값은 다 동일하더라도 첨도값이 3을 초과하여 꼬리 부분이 커지는 경우를 꼬리 위험(tail risk) 혹은 팻테일(fat tail)이라고 한다.



다. 하지만 첨도(kurtosis)값<sup>100</sup>이 상이해짐에 따라 정규분포를 띄지 않을 수 있고 꼬리위험을 나타내는 주황색 그래프가 될 수도 있다. 주황색 그래프는 파란색 그래프에 비해 핑크색의 꼬리부분이 더 넓은 것(fat tail)을 확인할 수 있는데, 이는 예상치 못한 위기가 발생할 확률이 정규분포보다 더 높음을 의미한다.

샌즌바흐 교수와 시코프 교수도 ESG요소를 꼬리위험과 관련하여 설명하는데<sup>101</sup> 이들은 일부 수익자들의 경우에는 전통적인 평균-분산에 따라 투자하는 것이 아니라 꼬리위험을 고려하는 투자가 보다 적절할 수 있다고 보았다.<sup>102</sup> 특히 ESG위험은 극단적 사건을 다수 포함하고 이러한 위험은 전통적인 평균-분산 분석으로는 그 위험을 제대로 포착하지 못하므로, 달리 평가하는 것이 꼬리위험 회피적인 수익자(risk averse to tail risk)에게 바람직하다고 보았다.

만약 시장이 비효율적이어서 ESG위험이 주식가격 등에 제대로 반영되어 있지 않은 경우, 샌즌바흐 교수와 시코프 교수는 이 잘못된 가격설정(mispricing)을 어떻게 활용하여 수익을 거둘 수 있는 두 가지 방법을 제안한다. 하나는 스크리닝(screen)이고, 다른 하나는 주식선별(stock picking)의 방법이다. 첫 번째 방법은 앞서 언급한 네거티브 스크리닝인데 이 전략은 이론적인 한계가 있다고 설명한다. 이는 네거티브 스크리닝 방식이 점차적으로 더 많이 활용됨에 따라 그 정보가 주가에 반영되게 되므로 추가적인 수익을 거둘 수 없다는 것이다.<sup>103</sup> 본 논문은 정보의 주가반영에 따라 추가적인 이익이 줄어든다는 논의는 주식선별전략에도 동일하게 적용되고, 또한 그 논의를 차치하더라도 본 논문은 네거티브 스크리닝은 기본적으로 분산투자의 기회 줄이는 방법이기 때문에 추가적인 수익을 거두기 쉽지 않다고 생각한다. 두 번째 주식 선별 방식은 개별 산업에서 높은 ESG를 거두는 기업들을 선별하여 포트폴리오를 구성하는 방식이다. 즉 이는 투자수익과 관련된 변수로 ESG위험도 포함하는 방법이다.<sup>104</sup>

99) 왜도, 비대칭도 혹은 편포도라고 표현하는 skewness는 통계에서 평균값에 대한 비대칭의 방향과 그 정도를 나타낸다. Bodie, Zvi, op. cit., p.138.

100) 첨도(kurtosis)는 확률분포의 뾰족한 정도를 나타내는 척도이다. <그림 1>에서 파란색 그래프가 주황색 그래프보다 더 뾰족하고 따라서 첨도 값이 더 크다. Bodie, Zvi, op. cit., p.139.

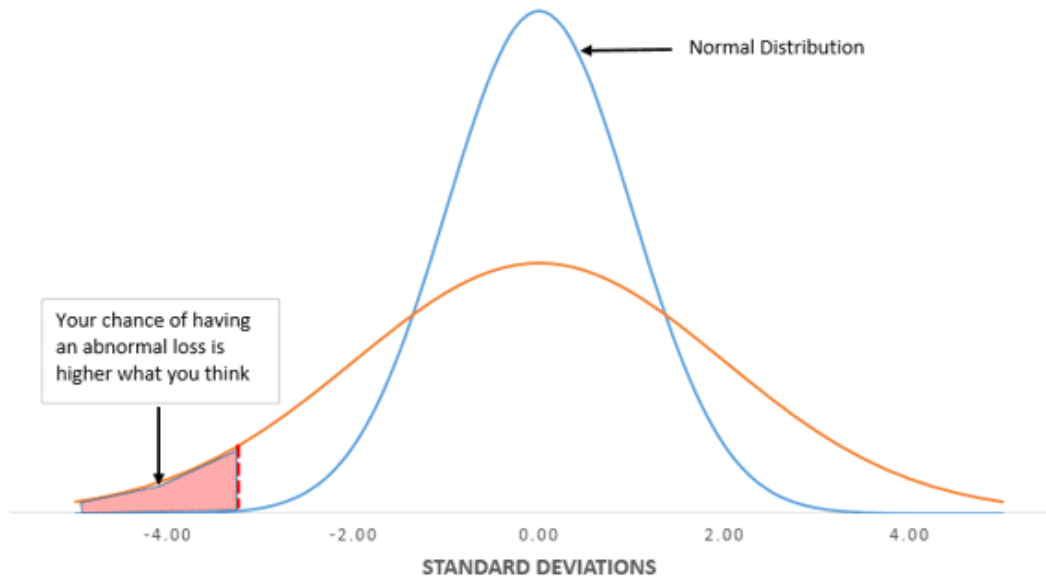
101) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.431, pp.438-439.

102) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.438.

103) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.439.

104) 신중투자자 원칙은 자본자산가격 결정모형(CAPM)을 고려하도록 하는데, 이는 시장위험(market risk)에 해당하는 체계적 위험과 개별주식의 수익률은 상관관계가 있다는 이론이다. 하지만 파마(Fama) 교수와 프렌치(French) 교수는 이후에 시장위험 외의 변수를 포함하여 수익률에 영향을 미치는 모델들을 발명하였고, 이를 파마 프렌치 3요인 모형(Fama French 3-Factor Model)이라고 한다. Fama, Eugene & Kenneth French, "Common Risks Factors in the Returns on Stocks and Bonds", 33 *J. Econ.* 3 (1993), pp.4-6. 샌즌바흐 교수와 시코프 교수는 같은 취지에서 파마 프렌치 모형의 변수로 ESG위험을 넣어서 수익률에 미치는 영향을 검토해볼 것을 주장한다. Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.440.

&lt;그림 1&gt; ESG위험의 대응치: 꼬리위험



요약하면, ESG위험을 고려하여 위험조정 수익률을 높일 수 있는지 여부는, 시장이 효율적인지 여부, 즉 ESG와 관련된 위험이 수익률에 반영되어 있는지에 달려있다. ESG와 관련된 위험의 대응치를 꼬리위험으로 본다면 이 위험은 전통적인 위험조정 수익률에 반영되어 있지 않고 따라서 ESG위험을 고려하여 추가적인 수익을 거둘 수도 있다. 다만 ESG위험 혹은 꼬리위험을 투자자들이 활용하게 되는 경우, 이 위험을 주가에 반영시키게 되고, 궁극적으로 이 위험이 주가에 적절하게 반영되는 순간 추가 수익률의 이점을 사라지게 된다. 유사한 논리로 벵척(Bebchuck) 교수는 지배구조와 관련된 논의에서 투자자들의 학습능력으로 인해 지배구조 관련 요인은 점차적으로 주가에 반영되게 된다고 주장한 바 있다.<sup>105)</sup> 다만, 본 논문은 추가적인 수익률의 이점이 사라지는 시기와 ESG통합 단계에 도달하게 되는 시기의 관계에 대한 실증적인 연구가 필요하다고 생각한다.

#### 다. ESG투자의 의무화 혹은 허용

궁극적으로 샌즌바흐 교수와 싯코프 교수는 ESG위험을 조정한 수익률은 개념적으로 적극적 투자운용 방식과 다르지 않다고 설명한다. 앞서 살펴본 바와 같이, ESG위험을 고려한 투자자 수익자의 이익을 증가시킬 수도 있으나, 아닐 수도 있다. 특정 수탁자가 ESG와 관련된 투자를 하는 경우, 수탁자가 주의의무 혹은 신중의무를 준수하는지 여부는 상황에 따라 다르며(contextual) 사실관계에 기반한다(fact-driven).<sup>106)</sup> 즉

105) Bebchuck Lucian, et al., "Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns", 108 *J. Fin. Econ.* 323, (2013).

ESG위험을 조정한 수익률은 기존의 투자방법 내에 있는 방법이다. 또한 이들이 강조하는 것은 샐즌바흐 및 시코프 요건을 충족하는 경우에도 수탁자가 ESG위험을 조정한 수익률을 고려하여 투자하는 것을 허용할 수 있는 것이지, 이를 의무화하는 것은 아니라는 것이다.

앞선 논의를 포함하여, ESG요소와 주의의무, 충실의무 및 신중한 투자자와의 관계를 정리하면 <표 4>와 같다.<sup>107)</sup> 우선 수탁자가 신탁재산을 투자할 때 ESG요소를 고려하여도 주의의무 위반이라고 볼 수는 없지만, 주의의무를 준수하기 위하여 ESG를 고려하여야 하는 것도 아니다. 신중한 투자자 원칙은 수익자의 선호도 및 가치를 반영하기 때문에, 수탁자가 수익자의 선호도 및 가치를 반영하는 과정에서 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 고려해야 하는 상황에서는 관련된 요소를 고려할 수 있고, 만약 수익자가 그러한 선호도 및 가치를 수탁자에게 직·간접적으로 알린 경우에는 이를 반드시 고려해야 한다. 마지막으로 충실의무를 준수하기 위하여 ESG요소를 고려해야 하는 것은 아니나, 샐즌바흐 및 시코프 요건(즉 이익요건 및 동기요건)을 만족하는 경우에는 ESG요소를 고려하더라도 충실의무 위반이 아니다. 만약 이 요건을 만족하지 못하는 경우에는 수익자의 승인을 얻거나, 혹은 특수한 법정의무를 부과하는 방법을 고려해볼 수 있다.

**<표 4> 주의의무, 충실의무, 신중한 투자자 원칙과 ESG요소의 관계**

	ESG요소 고려할 수 있나? (could, may)	ESG요소 고려해야 하나? (must)
주의의무	○ 고려해도 주의의무 위반은 아님 <sup>108)</sup>	X 주의의무를 준수하기 위해서 고려해야 하는 것은 아님
충실의무	○ 고려해도 충실의무 위반은 아닌 경우가 있음 <sup>109)</sup>	X 충실의무를 준수하기 위해서 고려해야 하는 것은 아님 <sup>110)</sup>
신중한 투자자 원칙	○(경우에 따라서) <sup>111)</sup>	○(경우에 따라서) <sup>112)</sup>

106) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.448.

107) 유사하게 샐즌바흐 교수와 시코프 교수는 ESG요인과 회사의 가치의 관계는 수익성있는 ESG 투자 전략을 위한 필요조건이지만 충분조건은 아니라고 언급한다. Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, p.437.

108) Gary, Susan, supra note 29, p.785, p.791.

109) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.448-453.

110) Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, supra note 29, pp.448-453.

111) Gary, Susan, supra note 29, p.791.

112) Gary, Susan, supra note 29, p.801.

## 4. 우리 신탁법에의 함의

### 가. 수탁자의 충실의무 및 주의의무

우리 신탁법상 수탁자의 충실의무에 대한 논의는 활발하지 않다. 현행 신탁법 제33조는 "수탁자는 수익자의 이익을 위하여 신탁사무를 처리하여야 한다"고 규정하고 있는데 조문은 단순히 '수익자의 이익'이라고 하고 있어서, 앞서 살펴본 영미법의 기준상 유일이익 원칙인지, 아니면 최선의 이익 원칙<sup>113)</sup> 인지 파악할 수 없다. 이어서 신탁법은 제34조 내지 제36조를 규정하고 있는데, 이 조문들은 충실의무를 구체화한 것으로 본다.<sup>114)</sup> 신탁법 제36조에서는 "수탁자는 누구의 명의로도 신탁의 이익을 누리지 못한다. 다만, 수탁자가 공동수익자의 1인인 경우에는 그러하지 아니하다."고 규정하고 있는데, 이는 앞서 살펴본 영미 충실의무의 한 축인 이익향수금지원칙으로 해석한다.<sup>115)116)</sup> 제33조는 조문으로는 명확하지 않고 학계의 견해도 충분치는 않지만, 입법당시 문헌<sup>117)</sup> 및 학계의 견해<sup>118)</sup>에 따르면 유일이익 원칙으로 보는 입장이 타당할 것 같다.<sup>119)</sup>

또한 앞서 살펴본 영미법의 주의의무와 유사하게 신탁법 제32조는 수탁자는 선량한 관리자의 주의로 신탁사무를 처리해야 한다고 규정한다. 선량한 관리자의 주의를 거래상 일반적으로 평균인에게 요구되는 정도의 주의로 그 자가 종사하는 직업, 그가 속한 사회적 지위 등에 따라서 보통 일반적으로 요구되는 주의를 의미한다. 일반적으로 요구되는 지위에 ESG투자도 포함된다고 할 것인가? 국내 문헌에서 구체적인 논의를 찾아보기 어려우나, 앞서 영미에서 살펴본 바와 같이, 구체적으로 ESG요소를 고려

113) 개정전 신탁법 제 31조는 최선의 이익원칙을 따르고 있었다는 견해로는 이연갑, "수탁자의 보상청구권과 충실의무", 민사판례연구[XXX](2008).

114) 정순섭, 「신탁법」, 지원출판사, 2021, 380면; 오영걸, 「신탁법」, 홍문사, 2021, 221-222면 {충실의무의 하부의무를 나열하기 보다는 하나의 조문으로 통합하는 것이 바람직하다}.

115) 다만 영미법상 신인의무 법리에 따른 이익향수금지원칙은 신인의무자의 지위로 인하여 취득하는 모든 이익을 그 대상으로 하는 반면, 우리 신탁법에서는 '신탁의 이익'의 취득 금지하고 있기 때문에 반환 대상이 되는 이익의 범위가 매우 좁아지게 된다. 따라서 수탁자가 부담하는 충성의무의 내용이 체계적으로 정비된 현행 신탁법을 해석함에 있어서는 이익향수금지원칙으로 보는 것이 더욱 합리적인 것이나, '신탁의 이익'이라는 의미가 불명확하므로 '수탁자의 업무수행과 관련하여 발생하는 이익' 등과 같이 개정하는 것이 바람직하겠다는 견해로는 김정연, 앞의 논문, 98면, 각주 351.

116) 현행법 제36조에 대해서는 신인의무 법리상의 이익향수금지원칙이라는 설명으로는 법무부, 신탁법 해설, 감성용 감수, 2012; 수탁자가 신탁사무를 처리하는 과정에서 커미션 등 부수적 이익을 얻거나 선물을 받는 행위를 금지하는 등 적용 범위를 폭넓게 해석하는 견해로는 이연갑, 앞의 책, 90-91면.

117) 법무부, 「신탁법 개정안 해설」, 상사법무과, 2020.

118) 노혁준, 앞의 논문, 151면{개정 신탁법이 이익향수금지 원칙을 포함하기에 신탁법 조문은 원칙적으로는 오로지 수익자의 이익을 위하는 유일한 기준으로 보는 것이 타당하다고 설명한다}; 단, 랑비인 교수와 레슬리 교수의 논쟁을 민사신탁과 상사신탁의 경우로 구분하여 민사신탁의 경우에는 수익자의 유일이익 원칙을 따라야 하지만, 상사신탁의 경우에는 완화된 기준을 적용하자고 주장한다. 노혁준, 앞의 논문, 135-139면.

119) 정순섭, 앞의 책, 379-380면; 최수정, 「신탁법」, 개정판, 박영사, 304면; 오영걸, 앞의 책, 220면 {누구와의 관계에서 수익자의 이익만을 위해야 한다는 것을 파악할 수 있다.}; 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회, 「주석신탁법」, 박영사, 2021, 179면.

하는 것을 주의의무에 명시하지 않는 한, 주의의무가 ESG투자를 요한다고 보기 어렵다. 마지막으로 우리 신탁법은 영미법의 신중한 투자자 원칙을 아직 도입하지 않았기 때문에 제32조의 주의의무 및 제33조의 충실의무 기준에 의하여 판단하여야 한다.<sup>120)</sup> 다만 신탁법 제41조는 금전의 관리방법으로 한정하고 있어서<sup>121)</sup> 앞서 살펴본 영미법상의 적법한 투자목록을 열거하는 방식을 여전히 택하고 있다. 필자는 다른 논문에서 신탁재산의 투자와 관련하여 열거주의를 택할 것이 아니라 수탁자의 폭넓은 재량을 인정하되 현대 재무이론에 맞게 그 의무 등을 구성한 미국의 신중한 투자자 원칙을 도입하는 것이 수익자의 이익을 위한 방법임을 주장한 바 있다.<sup>122)</sup> 또한 이는 앞서 살펴본 바와 같이 ESG위험을 하나의 예상치 못한 위험으로 파악하고 위험조정수익률에 포함하여 고려하기 위해서도 신중한 투자자 원칙의 도입이 선행되어야 한다.

## 나. 충실의무와 ESG투자에 관한 선행연구

우리나라의 신탁은 민사신탁보다는 상사신탁 위주로 발전하였고, 신탁업자들은 대부분 부동산신탁이나 특정금전신탁을 취급하고 있다. 부동산신탁사의 경우에는 투자시 ESG요소를 적극적으로 고려하고 있는 것 같지는 않다.<sup>123)</sup> 따라서 현실적으로 영미 문헌에서 살펴본 수탁자가 투자 시, ESG요소를 고려하여 충실의무를 위반할 우려가 있는 상황은 아직 발생하고 있지 않다. 국민연금과 같은 기관투자자는 수탁자책임에 의해 ESG요소를 고려하는 투자를 시작하는 단계에 있지만 ESG요소를 고려한 투자가 수익자의 이익을 일부 희생하는 측면이 있는지 혹은 이를 고려하지 않은 투자와 동등한 수익률을 거두는 지 여부 및 충실의무와 관련된 사안에 대한 구체적인 논의는 활발하게 이루어지고 있지 않다.<sup>124)</sup>

120) 수탁자의 주의의무에 대하여 상세하게 설명하거나 구체화를 시도한 문헌이 드물다고 지적한 문헌으로는 윤태영, “신탁수탁자의 선관주의의무”, 비교사법 제22권 제2호, 한국비교사법학회(2015), 530면; 최근 가장 중요성이 강조되는 것은 신탁재산의 운영행위, 즉 신탁재산의 투자에 관한 수탁자의 의무라는 견해로는 이연갑, 앞의 책, 331면.

121) 제41조(금전의 관리방법) 신탁재산에 속하는 금전의 관리는 신탁행위로 달리 정한 바가 없으면 다음 각 호의 방법으로 하여야 한다. 1. 국제, 지방채 및 특별법에 따라 설립된 법인의 사채의 응모·인수 또는 매입. 2. 국제나 그 밖에 제1호의 유가증권을 담보로 하는 대부. 3. 은행예금 또는 우체국예금.

122) 송지민, 앞의 논문(주 31).

123) 뉴스웨이, 신탁사의 세계① “잘나가는 부동산 신탁사... 수탁고 규모 6년새2배”, 2022.3.24; 데일리임팩트, “무궁화신탁, 국내 신탁사 최초 ESG로드맵 구축... 가속화”, 2021.10.29; 한국금융, “부동산 신탁사 ESG, ‘E’ 적극, ‘G’ 소극”, 2021.7.12; 이투데이, “대한토지신탁, ‘ESG경영 결의대회’ 개최”, 2022.1.10.

124) 다음의 논문들에서는 기관투자자의 충실의무와 ESG투자의 상충에 대하여 언급한다. 장우영, 앞의 논문, 39면 {ESG가 투자자에게 계속적인 수익을 보장할 것인지 분명하지 않다. (...) 특히 연기금의 경우, 충실의무에 부합하는 투자를 가장하는 투자결정이 내려지는 것을 막기 위해 충실의무 준수를 투자의 전 과정에서 분별할 수 있는 구체적인 행위기준이 주의의무와의 관계에서 마련되어야 한다}; 장운제, “ESG 활성화를 위한 기관투자자와 이사회역의 역할”, 기업법연구 제35권 제2호, 한국기업법학회(2021), 146면 {ESG 투자 성과를 주기적으로 검토하여 재무적 성과를 해하는 경우 해당 투자방법을 배제할 수 있어야 한다. 이를 위해 국민연금기금의 운용자를 중심으로 수탁자책임과 ESG고려가 상충되지 않을 수 있는 조검을 규정화, 입법화하는 것이 바람직하다}.

충실의무와 ESG투자와의 상충에 대한 국내 학자들의 논의는 활발하지 않지만, ESG 투자는 충실의무를 위반한다는 견해와 ESG투자가 수익자의 이익을 증대시키기도 하므로 반드시 충실의무 위반이 아니라는 견해가 공존함을 알 수 있다. 구체적인 견해를 살펴보면, 이연갑 교수는 우리 신탁법도 영미와 유사하게 수탁자가 사회적투자를 통하여 수익자의 경제적 이익을 희생하면 이는 충실의무 위반으로 보아야 한다고 하면서도<sup>125)</sup> 예외적으로 수익자가 모두 윤리적, 사회적 책임의식을 갖고 있어서 금전적 이익을 일부 희생하고서라도 사회적 투자를 하기를 원하는 예외적인 경우에는 충실의무 위반에 해당하지 않는다고 설명한다. 이연갑 교수의 견해는 앞서 살펴본 샌즌바흐 및 싯코프 교수의 견해 및 본 논문의 주장과 맥을 같이 한다. 첫 번째 견해는 수탁자의 동기가 수익자의 이익만을 위한 것이 아니고 사회적 투자로 인해 수익자가 직접적인 이익을 거두지 못하면 이는 충실의무 위반이라는 설명이다. 또한 모든 수익자가 금전적 이익을 희생하고서도 사회적 투자를 허용하였다는 문장은 궁극적으로 충실의무 위반에 대한 수익자의 동의가 있었다는 것과 동일하다.

정순섭 교수는 본 논문에서 소개한 샌즌바흐 및 싯코프 교수의 견해에 찬성하며, 그 요건을 만족한 경우에 수탁자의 충실의무를 다한 것으로 볼 수 있지만, 실무상으로는 운용기준의 공시를 통해서 해결할 수 있다고 설명한다.<sup>126)</sup> 실무상 해결방법은 공시를 통해 수익자에게 사전에 승인을 얻었다는 의미로 추정된다. 다만 앞서 영미의 논의에서 자세히 살펴본 바와 같이, 단지 ESG투자라는 식의 추상적인 내용만으로는 이를 수익자의 동의로 볼 수 없고, 환경, 사회, 지배구조를 고려한 투자를 하는 경우 수익자의 경제적 이익이 감소할 수도 있다는 내용을 포함하여 수익자가 정보에 기반한 판단(informed decision)을 내릴 수 있는 경우에만 공시를 통해 수익자의 동의를 얻었다고 볼 수 있을 것이다.

#### IV. 마치며

본 논문은 ESG투자와 수탁자의 충실의무와의 충돌가능성에 대하여 집중적으로 살펴보았다. 수탁자의 충실의무의 기준으로 유일이익 원칙과 최선의 이익 원칙에 대한 논의가 있지만, 신인의무자의 원형에 해당하는 수탁자에 대하여는 오로지 수익자의 이익을 위하는 유일이익 원칙을 적용하는 것이 타당하다. 따라서 수익자의 이익 이외에 ESG요소들을 고려하게 되면 수탁자가 충실의무 위반할 것을 우려하여 ESG요소를 수용하는 것에 부정적인 태도를 취할 수도 있는지 검토할 필요가 있다.

아직 이에 관한 국내의 논의가 활발하게 이루어지고 있지 않아서 본 논문은 비교법적

125) 이연갑, 앞의 책, 85-87면; 염미경, 앞의 논문, 719면{기관투자자의 신인의무와 사회책임투자가 양립할 수 있는 여지가 크지 않다}.

126) 정순섭, 앞의 책, 380-381면.

으로 미국의 샌즌바흐 교수 및 싯코프 교수의 연구에서 시사점을 얻고자 하였다. 샌즌바흐 교수와 싯코프 교수는 ESG요인을 고려하면서도 충실의무 위반에 해당하지 않으려면, ESG투자가 수익자의 위험조정수익을 개선함으로써 수익자가 직접적인 이익을 얻는다고 수탁자가 합리적으로 판단하고, 수탁자가 ESG투자를 하는 유일한 동기가 수익자의 이 직접적인 이익을 위한 것임을 요건으로 들고 있다. 본 논문은 샌즌바흐 및 싯코프 교수의 요건을 만족하는 경우에 수탁자가 ESG요건을 고려하여도 충실의무를 위반하지 않는다는 견해에는 동의하나, ESG 투자가 위 조건을 언제나 만족할 수 없다고 판단하였다. 즉 궁극적으로 ESG위험이 증가등에 반영되어 더 이상 위험조정 수익률을 높일 수 없는 경우에는 샌즌바흐 및 싯코프의 요건을 만족할 수 없고 이 경우에는 수익자의 동의를 얻거나, 특수한 법정의무를 두는 방법으로 정당화하는 방법을 고려해 보아야 한다.

또한 영미 싯코프법은 수탁자의 투자시 수익-위험관계를 고려하고 분산투자를 고려하는 신중한 투자자원칙을 두고 있다. 하지만 신중한 투자자 원칙이 수탁자의 적극적인 투자운용을 전면적으로 금지하고 있지는 않다. ESG요인을 고려한 투자가 신중한 투자자 원칙에 위배되지 않기 위해서는 적극적인 투자운용이 전반적으로 위험을 낮추기 위해 신중하게 설계되어야 하며, 적극적인 투자로 인한 이익이 그 비용을 상쇄하여야 하고 이러한 내용은 샌즌바흐 교수 및 싯코프 교수가 ESG위험을 파악한 꼬리위험에도 동일하게 적용된다.

우리 싯코프법상 수탁자의 충실의무는 그 기준 자체에 대한 논의조차 활발하지 않고, 수탁자가 싯코프법을 투자할 때에 수탁자의 광범위한 재량을 인정하지 않고 투자수단을 열거한 항목으로 제한하는 방식을 택하고 있다. 하지만 본 논문은 수익자의 이익을 위하여, 수탁자가 싯코프법으로 투자할 수 있는 항목으로 제한할 것이 아니라 수탁자의 폭넓은 재량을 인정하는 영미식의 신중한 투자자 원칙을 계수할 필요가 있다. 또한 그 신중한 투자자 원칙에서 분산투자 및 시장위험-기대수익률의 접점을 선택할 때 수익자의 선호도 및 가치를 고려하여야 하는데, 수익자가 환경, 사회, 지배구조 중 일부 요인에 특별한 가치를 부여한다면 수탁자는 이러한 선호도를 고려할 의무를 부담한다.

## <참고문헌>

### I. 국내문헌

#### 1. 국문 단행본

- 김건식 외, 「회사법」, 제 6판, 박영사, 2022.
- 김병연 외, 「ESG 경영과 법률」, 정독, 2021.
- 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회, 「주석신탁법」, 박영사, 2021.
- 박정식·박종원, 「현대투자론」, 제4판, 다산출판사, 2016.
- 법무부, 「신탁법 개정안 해설」, 상사법무과, 2010.
- \_\_\_\_\_, 「신탁법 해설」, 김상용 감수, 2012.
- 오영걸, 「신탁법」, 흥문사, 2021.
- 이연갑, 「신탁법상 수익자 보호의 법리」, 경인문화사, 2014.
- 이중기, 「신탁법」, 삼우사, 2007.
- \_\_\_\_\_, 「충실의무법 -신탁에 대한 법적 보호-」, 삼우사, 2016.
- 정순섭, 「신탁법」, 지원출판사, 2021.
- 최수정, 「신탁법」, 개정판, 박영사, 2019.

#### 2. 국문 논문 및 보고서

- 김정연, “자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 전문박사학위 논문(2016)
- 노혁준, “차입형 토지신탁의 수탁자와 신탁재산간 거래- 대법원 2017.6.8. 선고 2016다230317, 230324 판례평석”, 증권법 연구 제20권 제2호, 한국증권법학회(2019)
- 박성식, “네거티브 스크리닝의 현황 및 소재”, KCGS Rerport 제8권 제6호(2018).
- 손영화, “사회책임투자 활성화를 위한 제도개선 방안”, 기업법연구 제28권 제1호, 한국기업법학회(2014).
- 송지민, “수탁자의 이득토출책임에 관한 연구 -영미법상 논의 및 그 시사점을 중심으로-”, 서울대학교 법학과, 박사학위논문(2021).
- \_\_\_\_\_, “수탁자의 투자 의무 -신중한 투자자 원칙을 중심으로-”, 저스티스 통권 제189호, 한국법학원(2022).
- 전원열, “미국의 등기제도 및 저당권(mortgage)에 대한 검토”, 자율과 정의의 민법학, 양창수 교수 고회기념논문집, 양창수 교수 고회기념논문집 간행위원회(2021. 9).
- 윤태영, “신탁수탁자의 선관주의의무”, 비교사법 제22권 제2호, 한국비교사법학회(2015).
- 염미경, “사회책임투자와 기관투자자의 신인의무”, 강원법학, 제50권, 강원대학교 비교법학연구소(2017).
- 이시연, “국내외 ESG 투자 현황 및 건전한 투자 생태계 조성을 위한 시사점”, KIF 금융조사리포트(2021).



이연갑, “수탁자의 보상청구권과 충실의무”, 민사판례연구[XXX](2008).  
 장우영, “기관투자자의 ESG 투자와 지속가능성”, 기업법연구 제35권 제3호, 한국기업법학회(2021).  
 장윤제, “ESG 활성화를 위한 기관투자자와 이사회역의 역할”, 기업법연구 제35권 제2호, 한국기업법학회  
 (2021).  
 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망”, BFL 제109호, 서울대학교 금융법센터(2021).

## 2. 국내 기사

뉴스웨이, 신탁사의 세계① “잘나가는 부동산 신탁사... 수탁고 규모 6년새2배”, 2022.3.24.  
<http://newsway.co.kr/news/view?ud=2022032216475474446>  
 뉴스투데이, “코람코자산신탁, 부동산투자업도 ESG도입...GRESB 인증참여”, 2022.2.18.  
<https://www.news2day.co.kr/article/20220218500284>  
 데일리 임팩트, “무궁화신탁, 국내 신탁사 최초 ESG로드맵 구축... 가속화”, 2021.10.29.  
<https://www.dailyimpact.co.kr/news/articleView.html?idxno=72703>  
 이투데이, “대한토지신탁, ‘ESG경영 결의대회’ 개최”, 2022.1.10.  
<https://www.etoday.co.kr/news/view/2094827>  
 한국금융, “부동산신탁사 ESG, ‘E’ 적극, ‘G’ 소극”, 2021.7.12.  
[https://www.fntimes.com/html/view.php?ud=202107111549023712dd55077bc2\\_18](https://www.fntimes.com/html/view.php?ud=202107111549023712dd55077bc2_18)

## II. 국외문헌

### 1. 영문 단행본

Bodie, Zvi, et al., *Investments*, 10<sup>th</sup> Ed., McGraw Hill, 2013.  
 Bogert, George, et al., *Cases and Text on the Law of Trusts*, 9<sup>th</sup> Ed., Foundation Press, 2012.  
 Dukeminier, Jesse, et al., *Wills, Trusts, and Estates*, 8<sup>th</sup> Ed., Aspen Publisher, 2009.  
 Scott, Austin Wakeman, et al., *Scott and Ascher on Trusts*, 5<sup>th</sup> Ed., Wolters Kluwer, 2006.  
 Taleb, Nassim Nicholas, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, 2017.

### 2. 영문 논문

Bebchuck Lucian, et al., “Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns”, 108 *J. Fin. Econ.* 323 (2013).  
 Condo, Madison, “Market Myopia’s Climate Bubble”, 1 *Utah L. Rev.* 63 (2022).  
 Deeks, Laura, “Discourse and Duty: University Endowments, Fiduciary Law, and the Cultural Politics of Fossil Fuel Divestment”, 47 *Envt. L.* 335 (2017).  
 Easterbrook, Frank & Daniel Fischel, “Contract and Fiduciary Duty”, 36 *J. L. & Econ.* 426 (1993).

- Fama, Eugene, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", 25 *J. of Finance* 383 (1970).
- Fama, Eugene & Kenneth French, "Common Risks Factors in the Returns on Stocks and Bonds", 33 *J. Econ.* 3 (1993).
- Gary, Susan, "Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Intergration", 90 *U. Colo. L. Rev.* 731 (2019).
- \_\_\_\_\_, "Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing", 42 *J.C. & U.L.* 247 (2016).
- Goldberg, John, "The Fiduciary Duty of Care", in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press (2019).
- Halbach, Jr., Edward, "Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End", 88 *Cal. L. Rev.* 1877 (2000).
- Harding, Paul, "Disgorgement of Profit and Fiduciary Loyalty", in *Equitable compensation and Disgorgement of Profit*, Bloomsbury (2017).
- Hoepner, Andreas, "Portfolio Diversification and Environmental, Social or Governance Criteria: Must Responsible Investments Really Be Poorly Diversified?", *Uni. of St. Andrews* (2010).
- Kanzer, Adam, "Exposing False Claims about Socially Responsible Investing: A Response to Adler and Kritzman", *Advisor Perspectives* 3 (June 2013).
- Knoll, Michael, "Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment", 57 *Bus. L.* 681 (2002).
- Langbein, John & Richard Posner, "Social Investing and the Law of Trusts", 79 *Michi. L. Rev.* 72 (1980).
- \_\_\_\_\_, "Market Funds and Trust Investment Law", 1 *Am. Bar Found. Res. J.* 1 (1976).
- Langbein, John, "Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?", 114 *Yale L. J.* 929 (2005).
- Leslie, Melanie, "In Defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Langbein", 47 *William & Mary L. Rev.* 541 (2005).
- Miller, Paul, "Dimensions of fiduciary loyalty", in *Research Handbook on Fiduciary Law*, Edward Elgar Publishing (2018).
- Ravikoff, Ronald & Curzan, Myron, "Social Responsibility in Investment Policy and The Prudent Man Rule", 68 *Cal. L. Rev.* 518 (1980),
- Renneboog, Luc, et al., "The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds", *ECGI Finance* (2007).
- Richardson, Benjamin, "Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?", 22 *Banking & Fianance L. Rev.* 145 (2007).
- Samet, Irit, "Fiduciary Loyalty as Kantian Virtue", in *Philosophical Foundations of*

*Fiduciary Law*, Oxford University Press (2014).

Sandberg, Joakim, “Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective”, 101 *J. Bus. Ethics* 143 (2011).

Sanders, William, “Resolving the Conflict Between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing”, 35 *Pace L. Rev.* 535 (2014).

Schanzenbach, Max & Robert Sitkoff, “The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis”, 14 *J. Empirical Leg. Stud.* 129 (2017).

\_\_\_\_\_, “Reconciling Fiduciary duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee”, 72 *Stanford L. Rev.* 381 (2020).

\_\_\_\_\_, “ESG Investing: Theory, Evidence, and Fiduciary Principles”, Special Report, *J. of Financial Planning* (October, 2020).

Timothy, Adler & Mark Kritzman, “The Cost of Socially Responsible Investing”, 35 *J. Portfolio Mgmt.* 52 (2008).

Troyer, Thomas, et al., “Divestments of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds”, 74 *Geo. L. J.* 127 (1985).

### 3. 국외 기사

Bhagat, Sanjai, “An Inconvenient Truth About ESG Investing” *Harvard Business Review* (March 2022) <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing>

Curran, Kevin, “ESG Investors Aren’t Riding with Tesla Whiel Elon Is Driving”, *TheStreet* (Mar. 22 2019).

<https://www.thestreet.com/video/esg-expert-offers-his-take-on-tesla-14904491>

Duguid, Kate, “Financial Times, ESG Fund Boom Masks Mispricing Dangers For Investor”, (March 21, 2022).

<https://www.ft.com/content/1a4abf9d-b800-4079-94e0-9638ad3bf393>

Mackintosh, James, “Is Tesla or Exxon More Sustainable? It Depends on Whom You Ask”, *Wall Street Journal* (Sept. 17 2018).

<https://www.wsj.com/articles/is-tesla-or-exxon-more-sustainable-it-depends-whom-you-ask-1537199931>

### 4. 기타 보고서 및 자료

Boffo, Richardo & Roberto Patalano, “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, *OECD Paris* (2020).

<https://search.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>

Freshfields Bruckhaus Deringer, “A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment”, *UNEP Finance*

- Initiatives, Oct 2005.
- IMF, “Global Financial Stability Report” (2019).
- Law Commission, Social Investment by Charities, The Law Commission’s Recommendations, September 2014.
- Law Commission, Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, 2014.
- Law Commission Co. No.125, Fiduciary Duties and Regulatory Rules, 1992.
- Restatement of the Law (Third) Trusts, American Law Institute Publishers, 2007.
- Restatement of the Law (Third) Trusts: Prudent Investor Rule, American Law Institute Publishers, 1992.
- Sullivan, Rory, “United Nations Global Compact Fiduciary Duty in the 21<sup>st</sup> Century (2015).  
[https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf)
- Uniform Trust Code, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, 2010.
- Uniform Prudent Investor Act, Uniform Law Commission, 1994.

# Resolving the Conflict Between Trustee's Duty of Loyalty and ESG Investing

## -The Lesson from Anglo-American Jurisprudence-

Jeemin Song \*

### <Abstract>

ESG is all the rage, and the trustees have come under pressure to consider ESG factors in making investment decisions. However, there are fewer debates about whether ESG-investing could violate the trustee's duty of loyalty and whether a trustee should consider ESG factors not to violate a duty of care. Under the sole interest rule of trust law, the trustee must solely consider the beneficiary's interests. Thus, the trustee's mere consideration of ESG factors violates the duty of loyalty. Under the best interest rule of the duty of loyalty, there is no consistent empirical evidence on whether a trustee's use of ESG factors could yield the same investment outcome if not enhance the risk-adjusted return.

Some academics argue that ESG-investing can provide superior long-term risk-adjusted returns without solid and/or consistent empirical background. To supplement the discussion, Schanzenbach and Sitkoff argued that ESG-investing is allowed 1) if the trustees reasonably conclude that ESG-investing will benefit the beneficiary directly by improving risk-adjusted return and 2) the trustee's exclusive motive for ESG factor in investing is to obtain such a direct benefit. However, under their theory, ESG-investing is not mandatory but allowed when it meets the above conditions. This article also supports that ESG-investing is allowed as long as it satisfies Schanzenbach and Sitkoff's suggested conditions. If not, for ESG-investing to be permissible, it should be considered one of the categorical exceptions to the sole interest rule.

The trustee should implement the overall investment strategy considering the risk and return objectives and has a duty to diversify the investment of

---

\* Ph.D. in Commercial Law, Solicitor in England and Wales, Lawyer qualified in D.C.,  
Legislative Researcher

the trust under the Prudent Investor Rule. However, the rule does not prevent the use of active management strategies. Seemingly, ESG-investing can be either an active investment or a long-term passive investment, depending on how it is constructed. However, active investment should be prudently designed and pursued to reduce overall risk and thus achieve a higher expected return. Moreover, the cost involved with ESG-investing should not be overlooked.

Keywords: ESG Investing, Trustee's Duty, Duty of Loyalty, Conflict between ESG Investing and Trustee's Duty of Loyalty, Prudent Investor Rule, ESG Risk.

# 토 론 문

## 수탁자의 충실의무와 ESG투자

### - 영미법상 논의를 중심으로 -

서종희 (연세대학교 법학전문대학원 교수)

송지민 박사님의 발제문을 통해 영미법상 수탁자의 충실의무에 대해서, 그리고 ESG 투자와 관련하여 충실의무 위반인지 여부를 판단하는 기준 등에 대해서 사유할 수 있는 기회를 가지게 되었습니다. 더 나아가 유일무이의 원칙(Sole interest rule)과 최선의 이익 원칙(Best interest rule)의 구분과 이익충돌금지 원칙과 이익향유금지원칙 관계, 신중한 투자자 원칙(Prudent Investor Rule), 위험조정 수익률(risk-adjusted return)을 통해 ESG투자의 충실의무 위반을 판단하는 최근의 문헌 소개 등 여러 가지 측면에서 배울 수 있었습니다.

먼저, 송박사님의 논문의 결론은 유일무이의 원칙으로 충실의무 위반을 판단하는 것을 전제로 하여 “ESG투자가 수익자의 위험조정수익을 개선함으로써 수익자가 직접적인 이익을 얻는다고 수탁자가 합리적으로 판단하고, 수탁자가 ESG투자를 하는 유일한 동기가 수익자의 이 직접적인 이익을 위한 것임을 요건으로 한다면 충실의무를 위반하지 않는다는 것이며, 위험조정 수익률을 높일 수 없는 경우에는 수익자의 동의를 얻거나, 특수한 법정 의무를 두는 경우에 한하여 ESG투자가 충실의무위반이 되지 않는다.”고 정리할 수 있을 것 같습니다.

송박사님의 발제문을 읽고 많은 생각을 해보게 되었습니다. 개인적으로는 “충실의무 위반의 판단기준을 제시한다는 것은 매우 어렵고 그 기준을 유형화하는 것이 실익이 있는지? ESG 투자의 모습은 사안마다 다를 것이며, 수익자의 의도, 사회환경, 정부규제의 모습 등을 모두 종합적으로 고려하여 판단할 수밖에 없으므로 ESG 투자시 충실의무 위반의 판단을 위한 기준을 유형화하기 보다는 전체적인 사항을 종합적으로 판단하여 결정해야 한다”는 식의 안이한 생각을 하고 있었습니다. 프리드리히 칼 폰 사비니(Savigny)의 표현을 빌리면, “법률가들의 일이 단순한 수공작업에 머무르지 않으려면 그들의 직업적 삶 속에 이론적인 고민이 스며들어야 한다.”는 것인데, 그러한 이론적 고민은 결국 체계화와 도식화 그리고 유형화를 하는 과정으로 이어진다고 판단하게 되었습니다. 약간은 몽상같지만, 이사야 벌린(Berlin)의 『고슴도치와 여우』에 등장하는 고슴도치가 이론적인 체계를 추구하는 것에 의해 도구적 효율성을 제고시키고 그 결과 문제해결의 전선을 진척시키는 역할을 수행한다는 점을 떠올리게 합니다. 반면에 현실에 존재하는 다양한 현상을 경직된 체계로 담아낸다는 것이 불가능하므로 이를 포기하고 현상 그 자체에 주목하여 종합적인 사고를 기초로 하여 결론에 다다른 것이 때로는 의미를 가질 수도 있습니다. 생각건대 체계화와 유형화는 가장 논리

적인 설명을 지향하지만 그 자체로 언제나 논리적인 비판, 즉 그 실익과 구분기준에 대한 비판에서 자유로울 수 없습니다. 저는 이에 고슴도치와 여우의 관점에서 송박사님께 몇 가지 질문을 하면서 부족한 토론에 갈음하고자 합니다. 신탁법에 대한 초보자의 질문이기 때문에 우문(愚問)이더라도 현답(賢答)을 부탁드립니다.

1. ESG투자가 수익자의 위험조정수익을 개선함으로써 수익자가 직접적인 이익을 얻는지를 판단함에 있어 사회의 가치관, 특히 소비자의 가치관을 고려해야 하는 것은 아닌지 하는 질문입니다. 최근 ESG에 기한 소비행태에 대한 사회적 관심이 점점 높아져 인간의 존엄성이 전제된 노동조건·환경 하에 또는 친환경적 생산절차를 통해 제조된 상품을 구매하거나 공정한 무역을 기반으로 수입된 생산품을 구매하는 소비자가 증가하고 있습니다.<sup>1)</sup> 그런데 공정무역<sup>2)</sup>과 같은 ESG 소비와 관련된 기준들을 자세히 들여다보면 그 기준 그 자체는 대개 생산품에 그 어떤 영향도 끼치지 않는다는 (소극적) 공통점을 확인할 수 있습니다. 예컨대 휴대전화기가 근로자의 열악한 노동 조건 하에서 생산되었기 때문에 혁신성이 낮아지는 것이 아니고, 커피원두에 대해 공정가격이라 불릴만한 금액이 지불되었다고 해서 원두의 맛과 향이 더 좋아지지는 않습니다. 그럼에도 불구하고 소비자들이 ESG 소비를 지향한다는 점은 송박사님이 주장하는 위험조정 수익률을 높이는지 여부를 판단함에 있어 고려할 요건이라고 판단됩니다. 사회적투자 및 ESG 요인에 대한 정보가 재무제표 평가에 반영되어야 한다는 주장자들에게는 어떻게 이를 반영할 것인가 (How to)라는 도구를 제시해 주기를 기대할 수밖에 없는데, 송박사님께서서는 현행의 재무제표의 어떠한 평가항목으로 들어갈 수 있다고 생각하시는지요?
2. 6면에서 충실의무의 예외로서 신탁법의 의무규정이 임의규정이므로 위탁자의 승인, 수탁자의 승인, 법원의 사전승인을 예로 들고 있습니다. 법원의 사전승인을 놓고 보면, 위탁자 및 수탁자의 승인은 사전 또는 사후승인을 모두 포함한다고 평가하면 되는 것이지요? 더 나아가 승인이 수탁자의 승인요청에 의한 수익자의 승인(소위 ‘소극적 승인’)을 전제로 하는 것인지 아니면 수익자가 먼저 ESG에 대한 투자를 승인한 경우(소위 ‘적극적 승인’)도 포함되는지? 더 나아가 수탁자 등이 ESG 투자를 적극적으로 승인하는 경우에 수탁자는 ESG투자가 가지는 위험을 수익자 등에게 고지하여 그 승인을 재고할 수 있도록 할 의무가 충실의무에서 도출되는지가 궁금합니다.

1) Sonde, Das kaufrechtliche Mängelrecht als Instrument zur Verwirklichung eines nachhaltigen Konsums, 2016; Schlacke/Tonner/Gawel/Alt/Bretschneider, ZUR 2016, 451; Dastis, VuR 2017, 252, 255; Otto group trendstudie 2013 4. studie zum ethischen konsum <<https://www.ottogroup.com/de/verantwortung/Dokumente/Trendstudie-zum-ethischen-Konsum.php>> 독일 소비자의 89%가 이러한 소비를 지향한다고 응답하고 있다.

2) 공정무역 공식 홈페이지에 의하면 “공정무역(Fair Trade)은 기존 관행무역(conventional trade)으로부터 소외당하고 불이익을 받고 있는 생산자와 지속가능한 파트너십을 통해 공정하게 거래하는 것”이라고 정의하면서, “공정무역 단체들은 저개발국 생산자 스스로 조합을 만들어 환경 친화적 제품을 생산하도록 지원하고 공정한 값을 주고 거래하면서 세계무역과 독점적 자본으로 인해 발생하는 개발의 문제를 해결하고자 노력해 왔다”고 설명한다.



3. 송박사님께서 소개해 주신 샐젠바흐(Schanzenbach)와 시트코프(Sitkoff) 교수는 ESG 투자를 부수적인 혜택(collateral benefit)을 야기하는 ESG와 위험조정 이익을 고려한 ESG(risk adjusted return ESG)로 구분한 후 일반적으로 전자는 충실의 무위반으로 후자는 충실의무 위반이 아니라는 도식화를 시도하고 있습니다. 그런데 양자의 구별기준이 명확한지 의문이 듭니다. 부수적인 혜택(collateral benefit)은 수익자의 위험조정 수익률을 개선하는지를 판단하는 하나의 요소가 될 수 있을 것이라고 생각합니다. 즉 미래가치의 현재가치로 창출하는 과정에서 위험만을 요소로 하여 할인율을 조정하는 것이 아니라 그 위험에 따른 부수적인 혜택을 같이 고려하여 조정할 수도 있을 것이라는 점에서 “위험조정이익”에 대한 평가요소에 대한 세부적인 기준을 어떻게 두는지에 따라 샐젠바흐(Schanzenbach)와 시트코프(Sitkoff) 교수의 구분론은 다른 쪽으로 흐를 수도 있을 것 같습니다. 그리고 양자를 구분할 수 있다고 할지라도 그 평가가 달라져야 하는지에 대해서도 의문이 듭니다. 어차피 주관적 요건(수익자의 직접적인 이익취득만을 의도하였다는 동기)를 전제로 하고 있지만 결국 그 동기는 결과로부터 추단될 수밖에 없을 것이며 ESG의 가치의 증가가 수익자의 이익을 저해하는 것이 아니라 잠재적으로 그 가치의 상승을 가져올 수 있다면 굳이 그 경우를 이익충돌로 보아야 하는지도 의문이 들며, 그렇다고 한다면 최소한 ESG 투자의 경우에는 유일무이의 원칙을 포기하고 최선의 이익을 원칙으로 판단할 수 있다는 식의 결론 또한 생각해 볼 수 있지 않을까 싶습니다. 결국 모든 유형의 투자를 유일무이의 원칙으로 판단하라고 한 것이 아니라면, 사안에 따라 잠재적인 가치를 평가하기가 매우 어려운 투자유형에서는 최선의 이익 원칙으로 충실의무를 판단하자는 주장도 충분히 가능할 것 같은데 이에 대한 송박사님의 생각을 듣고 싶습니다.
4. 마지막으로 송박사님께서서는 각주 19 포함 문장 등에서 “영미 신탁법상 수탁자의 경우에는 수익자의 감시능력이 부족하다고 여겨지므로”라는 표현을 사용하고 있습니다. 수익자의 감시능력이 부족하다는 것만으로 유일무이의 원칙을 고수한다면 수탁자를 위험회피자로 만들어서 과도한 억지기능(over-deterrence)을 이행하게 하여 종국적으로 수익자의 이익이 감소될 수도 있을 것인데(John Langbein 교수의 견해), 송박사님은 이러한 랑바인 교수의 주장은 비용을 고려하지 못하고 있다는 멜라니 레슬리(Melanie Leslie) 교수의 반론을 소개하고 있습니다. 다만 토론자가 우둔하여 각주 17포함 문장의 내용이 정확하게 이해하지 못하여 비용을 고려하지 못하였다는 부분을 이해하지 못하고 있습니다. “수익자의 기회주의적 행위”란 무엇인지? 왜 그것이 수탁자가 충실하도록 할 시장압력을 적게 하는지? 레슬리 교수가 말하는 “비용”이란 구체적으로 무엇인지요? 시트코프 교수등이 말하는 에이전시 비용(agency costs)<sup>3)</sup>을 의미하는지요?

3) Robert H. Sitkoff, “An Economic Theory of Fiduciary Law”, in: Philosophical Foundations of Fiduciary Law, Andrew Gold & Paul Miller eds., Oxford University Press, 2014, p. 198 ff.

<이상입니다>

다시 한번 토론을 통해 많은 것을 사유하고 배울 수 있게 해준 송박사님과 학회 당사  
자분들께 감사를 드립니다.

# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계학술대회

신탁산업 활성화를 위한 제언

제3주제

신탁을 활용한 기업승계 방안

발표자 : 조용규 변호사 (법무법인 바른)

토론자 : 오영표 변호사 (신영증권)

최수정 교수 (서강대)

사회자 : 조병선 원장 (중견기업연구원)



# 신탁을 활용한 기업승계 방안

- 주식 기능을 분리하는 수익권 설계를 통한 유류분 문제 극복 -

## A Study on Utilization of Trusts for Corporate Succession

- Resolving the legal reserve of inheritance through beneficial interests planning that separates stock functions -

조웅규 (Cho, Woongkyu)

---

<차례>

I. 서론

II. 기업승계의 현황과 문제점

III. 신탁을 활용한 기업승계 방안

IV. 현행법체계와의 정합성 검토 및  
입법론

V. 결어

---

## I. 서론

대한민국은 기업을 승계하기 가장 힘든 나라로 평가된다. 세계 손톱깎이 시장 1위를 지키던 국내 기업 쓰리세븐은 2008년 창업주 김형주 회장이 급서하자 상속인들이 상속세를 마련하지 못하고 지분을 사모펀드에 매각하였다. 콘돔시장 세계 1위에 이름을 올렸던 유니더스, 대한민국을 대표하는 종자기업 농우바이오 역시 상속세를 납부하지 못하거나 경영권 분쟁으로 기업이 승계되지 못하여 결국 회사를 매각하고 말았다. 이것은 기업을 설립하고 성장시킨 경영자(이하 ‘창업주’라고 한다)나 그 가족, 기업 관계자들뿐만 아니라 국민경제 전체의 관점에서 부당한 결과다.

우리나라는 기업을 승계하기 위한 상속도 일반적인 상속과 마찬가지로 30억 원을 초과한 금액부터는 50%에 이르는 상속세를 부과한다. 이 경우 상속인들은 상속세를 납부하기 위해 기업의 주식 내지 사업용 자산을 처분해야만 하는 상황에 처하게 된다. 만약 기업승계를 위한 대비가 잘 되어 있다면 후계자를 중심으로 사업용 자산과 비사업용 자산을 구분하고 기업승계를 지원하는 제도의 도움을 받는 등으로 위기에 대처하기 위한 여러 가지 시도를 해볼 수 있을 것이다.

하지만 현행 민법상의 상속제도 하에서는 사전에 후계자를 정하여 기업승계를 치밀하게 대비하고, 창업주가 사망하면 곧바로 후계자가 기업을 승계하여 운영할 수 있도록

록 준비하는 것이 쉽지 않다. 첫째, 유언상속에 의한 불안정한 상속 법률관계 때문이다. 유언은 언제든지 철회할 수 있고 엄격한 요식성 때문에 유언자의 사망 후에 많은 분쟁이 있다. 같은 이유에서 창업주의 사망 이후에도 상당한 기간 동안 유언이 온전히 집행되지 못하거나 상속 법률관계가 확정되지 못하는 불안정한 법률상태가 지속되는 경우가 많다. 둘째, 유류분 문제 때문이다. 경영에서 배제된 상속인들은 유류분이 침해되었음을 이유로 후계자에게 유류분 반환을 청구할 수 있다. 유류분 반환 청구가 인용된다면, 원물반환 원칙에 따라 주식을 반환해야하고, 유류분 침해액 계산에 기간 제한 없이 모든 생전증여를 고려하며, 수십 년 전의 증여도 모두 상속개시시를 기준으로 그 가치를 산정하므로 후계자는 상당한 수준의 유류분을 반환하게 되어 큰 타격을 입게 될 뿐만 아니라 주식이 산일되어 기업의 경영권마저도 상실할 위험이 있다.

이에 보다 안정적이고 지속적으로 기업승계를 준비할 방안으로 신탁이 그 역할을 할 수 있을 것으로 보고 그 방법을 모색하였다. 특히, 신탁의 전환기능을 활용하면 주식의 기능을 분리하여 서로 다른 상속인에게 귀속시킬 수 있는데, 이를 통해 기존 상속제도 하에서 기업승계 과정에 발생하던 문제를 해결할 수 있는지를 검토해 보겠다.

## II. 기업승계의 현황과 문제점

### 1. 기업승계의 의의

“기업승계”<sup>1)</sup>란 기업이 동일성을 유지하면서 상속이나 증여를 통하여 그 기업의 소유권(주식 내지 지분 보유를 통한 지배를 의미한다. 기업승계 대상인 회사의 형태는 대부분 주식회사이므로 이하에서는 ‘주식’으로 칭한다) 내지 경영권을 후계자에게 넘겨주는 것을 말한다.<sup>2)</sup> 즉 주식 보유를 통한 회사에 대한 지배권과 경영권 모두의 승계라는 개념으로 이해된다. 특히 중소기업은 소유와 경영이 분리되지 않은 경우가 많으므로, 창업주가 가진 주식 전부의 승계가 경영권의 승계까지 수반하는 경우가 많을 것이다. 따라서 기업승계는 경영권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 상속인 또는 제3자인 후계자에게 이전하는 것을 필수적인 요소로 한다.

1) “기업승계”는 “가업승계”, “경영승계”등으로도 불리나, 기업의 경영 지속성에 초점을 맞추는 “기업승계”라는 용어가 보다 그 실질에 부합하는 표현으로 보이므로 본고에서는 “기업승계”로 지칭한다.

2) 『중소기업진흥에 관한 법률(이하 ‘중소기업진흥법’)』 제2조 제10호에서는 “기업승계”를 “가업승계”로 칭하면서 “중소기업이 동일성을 유지하면서 상속이나 증여를 통하여 그 기업의 소유권 또는 경영권을 친족에게 이전하는 것을 말한다”고 정의하고 있으나, 전술한 바와 같이 “가업”보다는 “기업”이라는 용어가 타당하고, 그 대상을 “중소기업”으로 한정할 이유가 없으며, 승계 대상자가 친족이 아닌 경우도 있으므로 본고에서는 위와 같이 수정하였다.

## 2. 우리나라 기업승계의 현황

중소기업중앙회<sup>3)</sup>는 기업승계의 현황 및 문제점을 파악하여 기업승계의 활성화를 위한 정책 건의 사항을 도출하기 위하여 매년 중소기업 대표 및 임원, 기업승계 후계자를 대상으로 조사를 실시하고 있다. 중소기업중앙회가 2020. 12. 실시한 업력 10년 이상, 매출액 1,500억 미만(제조업 외 1,000억 미만)의 중소기업 대표 및 임원, 기업승계 후계자 500명을 대상으로 한 “2020. 중소기업 가업승계 실태조사 보고서”에 의하면, 76.2%에 상당하는 응답자가 기업승계가 중요하다고 답하였고, 특히, 1세대보다 2세대 이상에서, 기업의 업력이 커질수록 그러한 중요성을 더욱 높게 보는 것으로 확인되었다.<sup>4)</sup> 또한 전체 응답자의 69.8%가 기업을 승계했거나, 승계할 계획이 있다고 응답하여<sup>5)</sup> 중소기업의 창업주나 후계자들은 기업승계에 관심이 많고, 당연히 해야 할 일로 여기고 있는 것으로 보인다.

하지만 우리나라 중소기업은 60년대에 창업된 기업이 0.1%, 70년대에 창업된 기업이 0.4%, 80년대에 창업된 기업이 2.0%, 90년대에 창업된 기업이 7.9%에 불과하고, 1990년 이전에 창업된 기업이 현재까지 남아있는 비율이 합계 2.5%에 불과한 것으로 나타나 기업승계가 충분히 이루어지지 못하고 있는 것으로 보인다.<sup>6)</sup>

## 3. 기존 상속제도 하에서 기업승계 준비의 한계

### 가. 법정상속 관계에서 발생하는 문제점

기업승계 역시 상속의 일환으로 이루어지는 것이므로 기존 상속제도와 관계가 고려되어야 한다. 그런데, 우리 상속법은 법정상속을 원칙으로 하고 있기 때문에,<sup>7)</sup> 상속이 일어나면 상속재산은 원칙적으로 상속인들이 법정상속비율에 따라 공유하게 된다.<sup>8)</sup> 따라서 창업주가 미리 유언 등으로 후계자를 지목하고 그에 대하여 주식을 남기는 준비를 해두지 않으면 - 혹은 급서하여 이를 미처 대비하지 못하면 - 법정상속이

3) 중소기업중앙회는 663만 중소기업의 권익 대변과 경제적 지위를 향상하고 국민경제의 균형발전을 도모하기 위하여 1962년 설립된 단체다. 중소기업중앙회는 『중소기업 진흥법』 제62조의3(중소기업 가업승계지원센터의 지정)에 따라 지정된 가업승계지원센터를 개설하고 중소기업의 기업승계를 지원하고 있다.

4) 중소기업중앙회, 「2020 중소기업 가업승계 실태조사 보고서」, 중소기업중앙회(2020), 7면.

5) 상계서, 17면.

6) 중소기업중앙회, 「2020년 중소기업 현황」, 중소기업중앙회(2020), 128-129면.

7) 민법은 제1000조(상속의 순위) 및 제1003조(배우자의 상속순위)에서 상속인이 될 자를, 제1009조(법정상속분)에서 상속분을 각 법률로 정하여 법정상속을 원칙으로 한다.

8) 민법 제1006조(공동상속과 재산의 공유).

일어나 법률에서 정한 상속인들이 법률에서 정한 비율로 상속재산을 공유하게 된다. 피상속인의 의사나 상속인의 행위능력 등 구체적인 사정이 반영되지 않고, 오로지 법에서 정해진 상속의 순위와 상속 비율에 따라 상속이 이루어지는 것이다.

여기서 창업주가 보유하고 있던 기업에 대한 지배권(주식)이 분산·산일되는 문제가 발생한다. 법정상속이 일어나면 여러 상속인들은 주식을 법정상속분 비율로 나누어 가지게 되는데, 서로 이해관계가 상충하거나 기업 경영에 관한 의사가 일치하지 않는다면 경영권 분쟁이 불가피할 것이다.

상속재산분할 협의 등을 통하여 특정인을 후계자로 인정하고, 그에게 회사의 주식을 몰아주는 것이 가능하나, 이는 어디까지나 나머지 상속인들이 원만하게 협의를 이루었을 때에만 한정되는 일이다. 또한, 이 경우 후계자가 되려는 상속인 이외에 나머지 상속인들은 후계자와 동일한 상속분을 가지고 있을 가능성이 크기 때문에, 기업의 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하기 위해서는 상당한 보상이 따라야만 할 것이다. 따라서 법정상속이 일어난 경우에는 사실상 나머지 상속인들의 동의 없이는 특정인에 의한 기업승계가 불가능하다.

#### 나. 유언상속 관계에서 발생하는 문제점

피상속인인 창업주는 유언으로 자신의 재산이 귀속될 자를 정할 수 있다. 하지만 유언으로 기업승계를 준비하기에도 부족한 점이 많다.

첫째, 유언은 법으로 정한 사항에 한해서, 법에서 정한 방식으로만 가능하므로,<sup>9)</sup> 엄격한 요식성을 문제 삼아 분쟁이 발생할 가능성이 높다. 유언자의 의사에 부합하더라도 요건을 결여한 유언은 효력을 인정할 수 없다는 ‘형식적 엄격주의’를 취하는 법원의 태도는 유언의 효력을 다투는 분쟁이 끊이지 않는 이유 중의 하나이다.

둘째, 기업이 원만하게 승계되기 위해서는 평균적으로 5-10년 정도의 시간이 필요하다.<sup>10)</sup> 현재 기업승계를 지원하는 제도 역시 특례가 적용되기 위한 사전·사후요건을 충족시키려면 상당한 기간이 소요된다. 그런데 유언은 언제든지 철회할 수 있기 때문에 창업주가 사망하기 전까지 얼마든지 변경될 수 있어 오랜 시간 불확정한 법률상태가 지속된다는 점에서 문제가 있다. 또한, 유언이 존재하더라도 창업주가 사망하기 전까지는 아무런 효력이 없고 상속이 개시되어야 비로소 재산 승계가 개시된다는 점에서 사전적인 준비절차로는 미흡하다.

셋째, 유언을 통해 특정인에게 상속재산을 귀속시키려 할 때, 수유자에게 일정한 자

9) 민법 제1060조(유언의 요식성).

10) 일본에서 같은 취지의 논의로, 中小企業庁,「中小企業の事業承継に関する集中実施期間について(事業承継5ヶ年計画)」, 中小企業庁(2017.7.), 20면.



격이 요구되지만 그의 구체적인 사정을 고려할 수는 없다. 수유자는 유언자 사망시에 적어도 태아이거나(민법 제1064조, 제1000조 제3항) 생존하고 있어야 하고 결격자가 아니어야 한다(민법 제1064조, 제1004조)는 자격이 요구된다. 유언의 효력이 발생하면, 유언에서 정한 대로 수유자에게 상속재산이 직접 귀속하게 되는데, 이때 유언자의 구체적인 의사를 반영하거나 수유자의 상황을 고려해서 그 시기를 늦추거나 조절하는 것이 불가능하다.

## 다. 유류분 제도로 인한 문제점

### 1) 유류분 반환 청구의 위험

피상속인인 창업주가 후계자를 지정하여 주식 등 회사의 지배권을 넘기려고 하더라도, 그것이 나머지 상속인의 유류분을 침해하는 경우에는 그 침해된 부분은 반환되어야 한다. 가령, 1인 주주인 창업주가 네 명의 자녀를 둔 경우 기업을 승계할 후계자로 지목된 상속인은 나머지 상속인들의 유류분 합계에 해당하는 8분의3 상당의 주식은 취득할 수 없게 될 가능성이 높다. 이렇게 되면 기업의 지배구조에 변화가 생길 수밖에 없고, 창업주의 지분이 압도적으로 많은 경우가 아니라면 나머지 상속인들이 다른 주주들과 연대하여 후계자의 경영권을 상실시킬 위험도 있다.<sup>11)</sup> 특히, 상속·증여세의 재원을 마련하기 위해 회사 주식 중 상당수를 매각해야만 하는 상황이라면, 유류분 문제가 갖는 심각성은 더욱 치명적일 수밖에 없다.

### 2) 원물반환원칙에 따른 지분 분산·산일 위험

유류분 반환청구는 원물반환을 원칙으로 하고 있으므로,<sup>12)</sup> 후계자가 다른 방법으로 유류분 침해액을 보전해주려 하더라도 그럴 수 없고, 주식으로 반환해야만 한다. 법원도 당사자의 동의 없이 임의로 가액반환을 명할 수 없다는 입장이다.<sup>13)</sup> 이 경우 후계자는 상속받은 주식 중 유류분 권리자의 유류분 침해액에 상당하는 주식을 반환해야

11) 같은 문제의식으로, 김용진, “도산법적 측면에서 바라 본 기업승계 세제지원 제도의 문제점과 개선 방안”, 서울법학 제26권 제3호, 서울시립대학교 법학연구소(2018), 678-680면.

12) 편집대표 민유숙, 「주석 민법 [상속]」, 한국사법행정학회(2020), 735-737면, ; 대법원 2006. 5. 26. 선고 2005다71949 판결.

13) 대법원은 “우리 민법은 유류분제도를 인정하여 제1112조부터 제1118조까지 이에 관하여 규정하면서도 유류분의 반환방법에 관하여는 별도의 규정을 두고 있지 않다. 다만 제1115조 제1항이 ‘부족한 한도에서 그 재산의 반환을 청구할 수 있다’고 규정한 점 등에 비추어 볼 때 반환의무자는 통상적으로 증여 또는 유증 대상 재산 자체를 반환하면 될 것이나 원물반환이 불가능한 경우에는 가액 상당액을 반환할 수밖에 없다. 원물반환이 가능하더라도 유류분 권리자와 반환의무자 사이에 가액으로 이를 반환하기로 협의가 이루어지거나 유류분 권리자의 가액반환청구에 대하여 반환의무자가 이를 다투지 않은 경우에는 법원은 가액반환을 명할 수 있지만, 유류분 권리자의 가액반환청구에 대하여 반환의무자가 원물반환을 주장하며 가액반환에 반대하는 의사를 표시한 경우에는 반환의무자의 의사에 반하여 원물반환이 가능한 재산에 대하여 가액반환을 명할 수 없다.”고 판시하였다(대법원 2013.03.14. 선고 2010다42624 판결).

하므로, 기업의 지배구조에 변화가 생겨 후계자가 기업 지배력을 상실하게 될 위험도 발생한다.

### 3) 반환금액 산정시기와 관련된 문제

유류분은 상속개시시의 재산가치를 기준으로 산정된다.<sup>14)</sup> 따라서 기업승계를 위해 수년 전에 증여했던 주식의 가치가 몇 년 사이에 엄청나게 상승했다면 그 상승한 금액을 기준으로 유류분 반환액수가 정해진다. 또한 상속개시 후에 상속 재산의 가치가 크게 감소된 경우에도 유류분은 상속개시시의 재산가치를 기준으로 산정되므로, 후계자가 받을 피해는 더욱 커질 수 있다. 이러한 문제에 대한 현행법의 대책은 매우 불충분하다.

### 4) 유류분 사전포기 불가능

우리나라는 유류분의 사전포기를 인정하지 않는다.<sup>15)</sup> 따라서 유류분 반환청구권이 행사될지 여부는 반드시 피상속인인 창업주가 사망한 이후에서야 알 수 있다. 즉 기업승계를 위한 절차가 진행된 이후에서야 다른 상속인들이 유류분 반환청구권을 행사할지 여부를 확인할 수 있고, 이 경우 소송으로 비화되어 해결하는 데 얼마의 시간과 에너지가 소요될지 알 수 없는 일이다. 이로 인해 후계자는 나머지 상속인들로부터 언제든지 유류분 반환청구를 당할 수 있는 불안정한 지위에 있게 된다.

### 5) 사후관리 요건과의 문제

가업상속공제 제도의 지원을 받은 경우, 후계자는 사후 관리 요건의 일환으로 주식 등 상속받은 지분을 상속개시일로부터 7년 동안 감소되지 않고 유지해야할 의무가 있다. 만약 이를 준수하지 않을 경우 사후 관리 요건을 위반한 것이 되어 기존에 공제 받은 세액을 납부해야한다.

종래에는 가업상속공제 지원을 받기 위한 요건으로 상속인 중 1인에게 주식이 이전 될 것을 요구하였고, 이 경우 유류분반환청구가 있을 것이 예상되었다. 같은 이유에서 사후 관리 요건 중 상속받은 주식을 상속개시일로부터 7년 동안 감소되지 않고 유지해야할 의무의 예외사유로 유류분반환청구에 의한 지분 감소를 들고 있었다.<sup>16)</sup> 그런데 상증세법 시행령이 2016. 2. 5. 법률 제26960호로 개정되어 1인이 아닌 수인의

14) 민법 제1113조(유류분의 산정) 제1항.

15) 편집대표 민유숙, 전게서, 741-742면. 대법원도 상속개시 전에 한 유류분 포기약정의 효력을 인정할 수 없다고 판시하여 같은 입장이다(대법원 2011. 4. 28. 선고 2010다29409판결).

16) 구 상증세법 시행령(2016. 2. 5. 법률 제26960호로 개정되기 전의 것) 제15조 제4항 제2호 다목에서, “다. 상속인 1명이 해당 가업의 전부「민법」 제1115조에 따른 유류분 반환청구에 따라 다른 상속인이 받았거나 받을 상속재산(이하 이 조에서 “유류분상속재산”이라 한다)은 제외한다를 상속받은 경우”라고 정하고 있었다.

상속인도 가업상속공제를 받을 수 있게 되면서, 유류분 반환청구에 따른 지분감소를 예외로 보는 규정도 함께 삭제되었다.<sup>17)</sup> 따라서 기업승계를 준비하면서 나머지 상속인의 유류분을 정확하게 계산하지 못하여 추후 유류분 반환청구를 당한다면, 위 사후관리 요건을 위반한 것으로 인정될 가능성이 매우 높다.<sup>18)</sup>

## 6) 소결

기업승계 과정에서는 필연적으로 기업을 승계하는데 참여하지 못한 상속인이 존재할 것이며, 이들은 유류분 반환청구권을 행사할 것이다. 만약 이들이 유류분 반환청구권을 행사한다면, 기업의 재산이 일실되고 경영권 분쟁으로 비화될 경우 기업이나 후계자는 심각한 타격을 입을 수밖에 없다. 이처럼 유류분 분쟁은 후계자를 여러 가지 면에서 불리하고 불안정한 지위에 놓이게 하는 치명적인 문제다.

## 4. 기업승계 관련 특례 제도의 한계

우리나라에는 기업승계를 지원하기 위한 여러 제도가 마련되어 운영되고 있다. 기업승계를 위한 지원 제도가 마련된 것만으로도 고무적이긴 하지만, 그 적용 요건이 까다롭고 혜택이 실효적이지 못할 뿐만 아니라 제도에 대한 홍보 부족, 유류분반환청구 등에 따른 사후요건 불충족에 대한 우려 등으로 인해 제대로 작동하지 못하고 있는 것으로 보인다.

우리나라는 1997년 가업상속공제 제도를 도입하였다. 당시에는 “가업상속”이라는 단어와 공제대상 금액(가업의 경우 1억 원)에서 드러나는 것처럼 소박한 의미였다.<sup>19)</sup> 하지만 가업상속공제 제도의 필요성에 대한 각계의 요청으로 세계 주요 국가의 기업승계 지원제도와 취지를 같이 하면서 세제지원의 폭을 확대하여 현재 공제대상 금액이 500억 원에 이르게 되었다. 이처럼 가업상속공제 제도의 성격은 “가업”을 승계하는 것을 돕는 소박한 지원에서 기업승계를 지원하는 제도로 변화했다. 하지만 과세당국은 위 제도가 기업승계를 “지원”하기 위한 것이라는 의미를 망각한 탓에 “세제특례” 적용을 엄격히 하기 위한 감독에만 치중하였다. 이러한 이유에서 기업승계 지원 제도는 변화된 의미에 부합하는 역할을 하지 못하고 있다.

실제로 우리나라에서 가업상속공제가 적용되어 상속세를 절감하는 사례는 2013년

17) 현행 상속세법 시행령은 사후공제요건과 관련하여 상속인 지분 감소의 정당한 사유를 열거하고 있는데, 유류분반환청구는 포함하고 있지 않다(상속세법 시행령 제15조제8항제3호).

18) 유류분청구로 인하여 기업승계 또는 가업상속공제의 사후관리요건이 충족되지 않아 상속세나 증여세를 추정당하는 사례를 예상할 수 있다는 견해로, 김완일, “기업승계에 대한 조세지원제도의 문제점과 개선방안”, 세무와 회계 연구 제1권 제1호, 한국조세연구소(2012), 76면 참조.

19) 김대홍, “일본 경영승계원활화법의 사업승계 지원제도에 관하여”, 법학연구 제22권 제4호, 인하대학교 법학연구소(2019), 309면.

60건, 2014년 63건, 2015년 57건, 2016년 60건, 2017년 75건, 2018년 80건, 2019년 75건, 2020년 89건에 불과했다.<sup>20)</sup>

많은 창업주들은 여전히 가업상속공제 제도를 이용할 계획이 없다고 한다. 그 이유로 “사전 요건을 충족시키지 힘들어서(40.0%)” 또는 “사후 이행 요건이 까다로워서(25.9%)”라고 답하고 있다.<sup>21)</sup> 증여세 과세특례 제도 역시 상당수 창업주들이 이용할 의사가 없는 것으로 나타나고, 그 이유로는 마찬가지로 “사전요건을 충족시키지 힘들어서(44.3%)” 또는 “사후 이행 요건이 까다로워서(13.1%)”라고 한다.<sup>22)</sup>

이처럼 현행 기업승계 관련 지원제도가 충분한 역할을 하지 못하는 데에는 제도 자체가 갖는 여러 가지 한계가 작용하기 때문이다.

먼저, 가업상속공제 제도가 갖는 문제점은 아래와 같다. 첫째, 업종과 매출액을 기준으로 구분한 가업의 범위가 지나치게 협소하고 작위적이다. 둘째, 사후관리요건 중 자산유지 요건은 급속하게 변화하는 사회에서 기업의 성장과 발전을 위해 새로운 사업에 진출하는 것을 가로막는 요인이 된다. 셋째, 최대한도의 공제를 받기 위해 30년 이상 가업을 영위해야 한다는 요건은 우리나라 중소기업 중 업력이 30년이 넘은 기업이 2.1%에 불과한 현실<sup>23)</sup>을 고려할 때 지나치게 과도하다. 넷째, 소유와 경영이 일치한 경우에만 가업승계 공제가 적용되므로, 상속인이 아닌 회사임직원, 전문경영인 등에게 회사를 맡길 경우 상속공제를 받지 못하게 된다는 문제가 있다.

다음으로, 증여세 과세특례의 경우, 증여세 공제 한도를 최대 100억 원으로 정한 것은 특별한 이유 없이 가업상속공제를 이용할 경우에 비해 혜택을 5분의 1로 줄인 것일 뿐만 아니라 가업상속공제와 달리 개인 기업을 제외하고 있어 제도 간에 불균형이 존재한다. 이는 창업주의 사망으로 상속이 발생한 경우에 적용되는 가업상속공제에 더 큰 혜택을 부여하여, 기업승계 방식을 “생전증여”가 아닌 “상속”으로 간접적으로나마 강제하는 문제를 낳는다.

마지막으로, 연부연납제도에서 납세담보 물건에 비상장주식은 포함되지 않는 것으로 해석되고 있는데, 중소기업의 대부분이 비상장기업이고, 자산의 대부분이 회사의 주식인 점에서 담보를 제공하기 곤란하여 연부연납제도를 이용하기 곤란한 문제가 있다.<sup>24)</sup>

기존 기업승계 관련 지원제도는 이를 이용하려는 사람들에게는 요건이 엄격하여 많은 부담을 주면서도 그 혜택이 충분하지 않은 한계가 있다. 하지만 한편으로는 이러한 지원 자체가 정당한가에 관한 비판의 목소리도 존재한다.<sup>25)</sup> 특히, 기업승계와 관

20) 국세통계포털, 6-2-7. 가업상속공제와 영농상속공제의 결정현황, <https://tasis.nts.go.kr/websquare/websquare.html?w2xPath=/cm/index.xml>, 최종방문(2022. 4. 10.)

21) 중소기업중앙회, 「2020 중소기업 가업승계 실태조사 보고서」, 중소기업중앙회(2020), 11면.

22) 상계서, 52면.

23) 중소기업중앙회, 「2020년 중소기업 현황」, 중소기업중앙회(2020), 135면.

24) 김희선, 「중소기업 가업승계 활성화를 위한 조세제도 개선방안」, 중소기업연구원(2020), 32면.

련이 없는 대부분의 국민들이 바라보는 기업승계 지원제도는 일반 국민들을 대상으로 하는 혜택이 아니므로 기업 소유주 일가에게만 부여되는 특혜로 인식될 여지가 있다. 이는 자칫 “부의 대물림”을 조장한다는 비난의 대상이 될 가능성도 배제할 수 없다. 같은 이유로 정부로서도 기업승계를 적극적으로 지원하는 혜택을 부여하는 것을 꺼릴 수밖에 없어 보인다.

### III. 신탁을 활용한 기업승계 방안

#### 1. 문제의 제기

기업승계는 단순히 물건의 소유권 등 재산권이 이전되는 것으로 그치는 것이 아니라 단체적 법률관계에 변화를 가져오는 것이므로 상속이라는 법률관계뿐만 아니라 기업이 승계되는 과정에서 발생할 수 있는 다양한 문제를 고려하면서 준비해야 할 필요가 있다.

신탁은 종래 민법에서 인정되던 재산승계제도보다 훨씬 다양하고 탄력적인 방법으로 피상속인의 의사를 구체적이고 지속적으로 실현할 수 있다. 기업승계에 있어서 신탁의 전환기능을 활용하면, 기존 민법상 상속제도가 갖던 문제, 특히 유류분 제도와의 관계를 해결할 수 있을 것으로 기대되고 있어 이를 통한 기업승계 방안을 모색해보고자 한다.

#### 2. 유언대용신탁의 활용<sup>26)</sup>

신탁은 위탁자와 수탁자 간의 계약(신탁법 제3조제1항1호), 위탁자가 신탁의 목적, 신탁재산, 수익자 등을 특정하고 자신을 수탁자로 정하는 선언(신탁법 제3조제1항3호) 또는 위탁자의 유언(신탁법 제3조제1항2호)으로 설정이 가능하다. 이때 유언의 방식을 사용하면 유언신탁, 나머지 방식으로 신탁을 설정하면 유언대용신탁으로 분류될 수 있다. 유언신탁은 유언의 방식을 따라야 하므로 유언상속이 갖는 한계를 그대로 가질

25) 김순석, "신탁을 활용한 중소기업의 경영권 승계 방안에 관한 연구 - 유언대용신탁 및 수익자연속신탁의 활용을 중심으로 -" 법학논총 제36권 제4호, 전남대학교 법학연구소(2016), 373면.

26) 신탁은 다양한 방법으로 재산승계 내지 관리 수단으로 활용될 수 있다. 현대적인 신탁으로 최근 다 시금 주목받기 시작한 사업신탁도 그 중 하나이다. 다만, 현행 자본시장법은 신탁법과 달리 사업신탁을 허용하지 않으며(자본시장법 제103조 제1항), 본고의 주된 목적은 신탁을 통한 기업승계를 위한 유류분 문제 해결 방안을 모색하는데 있으므로 사업신탁에 관한 구체적인 검토는 다음 기회로 미루기로 한다. 사업신탁에 관한 자세한 내용은, 이영경, “사업신탁의 법리에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 법학박사 학위논문(2018) 참조.

수밖에 없고, 신탁선언에 의한 유언대용신탁은 승계수탁자를 미리 지정하는 등의 추가적인 조치가 필요한 이유 등에서 상속의 수단인 신탁은 주로 신탁계약에 의한 유언대용신탁이 이용되고 있다.<sup>27)</sup>

### 3. 유언대용신탁과 유류분과의 관계 검토

현행 유류분 제도에 의하면 반사적으로 피상속인의 재산처분의 자유를 제약하게 되는데, 이러한 제약이 유언대용신탁에도 적용되는지 만약 적용된다면 그 구체적인 방법은 어떻게 될 것이냐가 문제된다. 특히, 유언대용신탁 된 재산에 대해서 유류분 반환청구를 할 수 없다고 인정되면, 기업승계를 위해 주식을 신탁하기만 하면 유류분 분쟁으로부터 자유로울 수 있게 되므로, 신탁을 활용한 기업승계에 방안에서는 더욱 중요한 의미를 갖는다.

유류분의 산정에 포함되는 재산은 피상속인이 사망 당시 보유하고 있던 재산(상속재산)과 증여된 재산이다(민법 제1113조). 유언대용신탁을 설정하면, 피상속인의 생전에 신탁재산의 소유권은 수탁자에게 완전히 이전된다. 따라서 피상속인이 사망할 당시에는 신탁재산이 수탁자의 소유라는 점에서 이를 피상속인이 상속개시시 보유하고 있던 재산으로 볼 수 있는지, 그리고 수탁자에게로 이전된 것을 증여로 평가할 수 있는지 문제된다. 또한 유언대용신탁으로 상속인이 취득하게 되는 수익권은 피상속인의 사망 이후에 발생한다는 점에서 피상속인의 상속재산으로 보는 것이 가능한지, 그리고 이러한 수익권은 피상속인이 생존 당시 이행된 것이 아니라 사망하면서 비로소 이행되었다는 점에서 유류분 산정의 기초가 되는 증여로 볼 수 있는지가 문제된다.<sup>28)</sup>

최근 하급심 판결은 유언대용신탁 된 재산에 대하여는 유류분반환청구가 인정되지 않을 수 있다는 취지로 판단하였다.<sup>29)</sup> 위 판결은 계약 방식의 유언대용신탁의 설정 과정에서 이루어진 수탁자에 대한 재산이전을 “상속인 아닌 자에 대한 증여”로 보고 법리를 구성하였다. 즉, 유언대용신탁을 설정하면 유류분 산정에 있어 신탁원본을 수탁자에게 증여한 것으로 인정되는데, 상속인이 아닌 제3자를 수탁자로 하고 유류분침해에 대한 쌍방의 고의가 없으면 설정 후 1년이 경과한 유언대용신탁은 이후 위탁자인 피상속인이 사망하더라도 유류분반환대상이 아니라는 것이다.

27) 다만, 신탁계약에 의한 유언대용신탁은 위탁자의 재산을 미리 제3자에게 이전해야 하는 점, 위와 같은 재산 이전으로 인해 보관비용을 지불해야 하는 점 등의 부담으로 신탁 자체를 꺼릴 수 있는 한계가 있으므로, 신탁선언에 의한 유언대용신탁을 적극 활용할 필요가 있다. 자세한 내용은 조웅규, 유언대용신탁의 활성화 방안 - 신탁선언에 의한 유언대용신탁 -, 가족법연구 제36권 1호, 한국가족법학회(2022).

28) 안성포, “보험금청구권을 신탁재산으로 하는 유언대용신탁에 관한 소고”, 신탁연구 제3권 1호, 한국신탁학회, 2021, 184-186면.

29) 수원지방법원 성남지원 2020. 1. 10. 선고 2017가합408489 판결. 항소심(수원고등법원 2020. 10. 15. 선고 2020나11380판결)에서는 해당 쟁점에 대하여 판단하지 아니하였고, 원고가 상고를 포기하여 확정되었다.

하지만 계약 방식의 유언대용신탁은 언제나 철회가 가능하다는 점 등에서 신탁의 여러 구조 중에서도 위탁자의 권한이 특히 강화된 신탁에 해당한다. 미국은 신탁을 독자적인 과세 대상으로 보는데, 위와 같이 위탁자가 일방적으로 철회가능한 신탁(주로 Living Trust)에 대해서는 신탁된 재산에 대한 지배권이 위탁자에게 있다고 보고 신탁이 아니라 위탁자에게 과세하고 있다.<sup>30)</sup> 이처럼, 계약 방식의 유언대용신탁은 철회 가능한 신탁으로서 신탁재산에 대한 지배권이 위탁자에게 남아 있음에도 불구하고 신탁재산이 수탁자에게 이전된 것을 “증여”로 보는 것은 상당히 무리한 법리구성으로 보인다.

유언대용신탁 된 재산이 유류분반환청구의 대상이 되는지 여부에 관하여는 여러 견해가 제시되고 있다. 다수설은 유언대용신탁이 설정되더라도 이를 이유로 유류분 반환을 회피할 수는 없다는 점에 견해가 일치하고, 단지 신탁재산과 수익권 중 어느 재산이 반환대상이 되는지, 그것이 상속재산으로서 반환대상이 되는지 증여로서 반환대상이 되는지를 두고 견해가 대립한다.<sup>31)</sup> 반면에, 신탁재산이나 수익권은 유류분 산정의 기초재산에 산입될 수 없다는 견해<sup>32)</sup>도 주장된다.

생각건대 적어도 위 판결이 법원의 입장을 대변한다거나 앞으로도 같은 취지의 판결이 선고될 가능성이 높지는 않아 보인다. 위 판결은 변론주의의 한계와 신탁의 성질에 대한 오해에서 비롯된 것이며, 유언대용신탁된 재산은 그 구체적인 취급을 달리할 필요가 있는 것은 사실이지만 유류분의 반환대상에서 제외될 수는 없다.<sup>33)</sup>

30) Internal Revenue Code §671 **【Trust income, deductions, and credits attributable to grantors and others as substantial owners】**

Where it is specified in this subpart that the grantor or another person shall be treated as the owner of any portion of a trust, there shall then be included in computing the taxable income and credits of the grantor or the other person those items of income, deductions, and credits against tax of the trust which are attributable to that portion of the trust to the extent that such items would be taken into account under this chapter in computing taxable income or credits against the tax of the individual.

Any remaining portion of the trust shall be subject to subparts A through D. No items of a trust shall be included in computing the taxable income and credits or the grantor or of any other person solely on the grounds of his dominion and control over the trust under section 61 (relating to definition of gross income) or any other provision of this title, except as specified in this subpart.

31) ① 신탁재산이 상속재산으로서 반환대상이 된다는 입장으로, 정소민, “신탁을 통한 재산승계과 유류분반환청구권”, 한양법학 제28권 제2집, 한양법학회(2017), 226면 이하, ② 신탁재산이 증여로서 반환대상이 된다는 입장으로, 광장신탁법연구회, 「주식 신탁법」 제2판, 박영사(2016), 267면 ; 이화연, “재산승계수단으로서의 신탁과 상속 - 신탁의 재산승계수단으로서의 활용가능성과 유류분 반환의 문제를 중심으로-”, 사법논집 제65집, 법원도서관(2017), 497면, ③ 수익권이 상속재산으로서 반환대상이 된다는 입장으로, 엄복현, “신탁제도와 유류분반환청구권과의 관계”, 가족법연구 제32권 제3호, 한국가족법학회(2018), 172면 이하, ④ 수익권이 증여로서 반환대상이 된다는 입장으로, 이계정, 「신탁의 기본 법리에 관한 연구-본질과 독립재산성」, 경인문화사(2016), 324-325면 ; 정구태, “신탁제도를 통한 재산승계-유류분과의 관계를 중심으로-”, 인문사회 제9권 제1호, (사)아시아문화학술원(2018), 661면.

32) 김상훈, “유언대용신탁을 활용한 기업승계”, 기업법연구 제29권 제4호, 한국기업법학회(2015), 18면.

33) 유언대용신탁 된 재산이 유류분반환청구의 대상이 되는지에 관하여는 많은 논의사항이 있으나, 본고에서는 결론 이외의 내용은 핵심적인 쟁점이 아니므로 생략하기로 한다. 학설의 구체적인 논의사

결국 유언대용신탁 된 재산도 유류분반환청구의 대상이 된다할 것이므로, 기업승계를 위한 유언대용신탁이 설정되었다는 사실만으로 유류분반환청구로부터 자유로울 수는 없을 것으로 보인다. 따라서 기업승계를 위해 유언대용신탁을 설정하더라도 유류분을 침해하지 않는 내용으로 수익권을 설계할 필요가 있다.

## 4. 유언대용신탁을 통한 수익권 설계

### 가. 전환기능을 활용한 수익권의 설계

신탁은 위탁자가 일정한 목적에서 재산을 수탁자에게 이전하고, 수익자는 위와 같은 신탁행위로 인해 수탁자에게 이익을 요구할 권리, 즉 수익권을 취득하는 것을 기본적인 구조로 한다. 따라서 위탁자가 보유하고 있던 재산권은 신탁이라는 과정을 거쳐 신탁의 목적에 따라 다른 내용 내지 성질로 전환된 “수익권”이라는 형태로 수익자에게 이전되는 것이다.<sup>34)</sup>

이는 해당 재산권이 소유권일 경우 매우 큰 의미를 갖는다. 소유권의 절대성, 배타성을 인정하고 일물일권주의를 따르는 우리나라 법체계 하에서 1개의 물건을 여러 가지 기능으로 구분하여 여러 명에게 귀속시키는 것은 물권법정주의에 위반하는 것이므로 그 효력이 인정되지 않는다. 하지만 소유자가 물건을 신탁하고, 여러 수익자에게 소유권의 권능을 구분해서 행사할 수 있도록 수익권을 설계하여 부여하면, 물권법정주의에 반하지 않으면서도 결과적으로 애초에 의도했던 법률효과도 얻을 수 있게 되는 것이다. 이는 주식의 경우에도 동일하게 적용될 수 있다.

### 나. 수익권을 활용한 주식의 상대적 분리

#### 1) 주식의 개념과 불가분성

주식이라는 용어는 자본구성의 단위가 되는 자본형성의 기초로서의 주식을 의미하는 경우로 쓰이며, 회사와 주주간의 법률관계, 특히 주주권을 의미하는 경우로도 쓰인다.<sup>35)</sup> 이 밖에 주주권을 표창하는 유가증권을 주식이라 할 여지도 있으나, 상법은 이

항, 관련 판결의 내용과 의미 그리고 유언대용신탁이 유류분을 잠탈하는 것으로 해석해서는 안 되는 이유와 관련된 자세한 내용은, 조웅규, “신탁을 활용한 기업승계 방안”, 서울대학교 대학원 법학석사 학위논문(2022), 69면 이하 참조.

34) 박철영, “소수점 주식 거래를 위한 수익증권발행신탁의 활용”, 신탁연구 제3권 1호, 신탁법학회(2021), 99면.

35) 편집대표 정동윤, 「주석 상법 - 회사법」, 한국사법행정학회(2014), 309면(권중호 집필부분), 주식이란 주식회사의 출자자인 사원(주주)의 지위를 말한다는 견해로, 한국상사법학회, 「주식회사법대계」, 흥문사(2019), 431면(손영화 집필부분).



것을 주권이라 한다(상법 제335조 제3항, 제336조 등).

주식은 균일의 비율적 단위이므로 주식을 단위 미만으로 다시 세분화하거나(액면분할) 또는 그 주식이 표창하는 권리를 분해하여(권리분할) 이를 타인에게 양도하거나 수인에게 귀속시킬 수 없다(주식불가분의 원칙).<sup>36)</sup> 예외적으로, 주식의 병합·분할·소각 또는 회사의 합병·분할로 인한 주식의 배정 등에서 1주에 못 미치는 단주가 생기는 경우가 있는데, 이 경우에도 그 신주를 경매하여 각 주수에 따라 그 대금을 종전의 주주에게 지급해야 한다(상법 제443조 제1항).

## 2) 주식 기능의 상대적 분리

위탁자와 수탁자는 신탁행위로 수익권의 내용을 정할 수 있다. 이때 수익권은 채권의 일종이므로, 물권법정주의 등의 제한을 받지 않고 자유롭게 그 내용을 정할 수 있다.<sup>37)</sup> 이때 신탁의 전환기능이 핵심적인 역할을 하게 된다. 구체적으로, 주식을 주주로서의 의결권과 주식으로부터 발생하는 이익으로 구분한 다음 각각 수익권의 대상으로 삼는 것이다. 전자는 수탁자가 주식의 명의자로서 행사하는 주주로서의 의결권을 어떤 방식으로 행사할지를 지시하는 의결권 행사 지시권 형태로, 후자는 수탁자가 주식을 보유함으로써 취득하게 될 수익을 분배받는 배당이익 수령권 형태로 각각 분리하여 수익권으로 만드는 것이다.

토지의 소유권을 수탁자가 가지는 보통법상 소유권과 수익자가 가지는 형평법상 소유권으로 구분했던 것처럼, 주식도 결과적으로 그 이익을 향유할 권리와 의결권을 행사하는 권리로 구분된 것이다. 주의할 점은, 주식 자체를 두 가지 권리로 나눈 것이 아니라, 하나의 주식으로부터 발생하는 여러 권리 내지 권능을 수탁자에 대한 대인적 권리 형태의 수익권으로 설계했다는 것이다. 이로서 주식은 여전히 하나이지만, 수익자들은 주식의 권능 중 일부를 각자 행사할 수 있는 상대적, 관념적 분리가 가능해진 것이다.

## 다. 구체적인 유형 검토

### 1) 유언대용신탁의 내용

신탁을 활용한 기업승계는 기업승계를 준비하는 창업주가 유언대용신탁을 설정하는 것에서 시작한다. 위탁자는 창업주, 수탁자는 신탁회사(내지 창업주 자신)<sup>38)</sup>, 수익자

36) 편집대표 정동윤, 전거서, 311면(권종호 집필부분).

37) 채권은 그 내용이 확정가능하고, 실현가능하며, 사회적 타당성이 있고, 적법하면 그 효력이 인정된다. 편집대표 김용덕, 「주식 민법 [채권총칙 1]」, 한국사법행정학회(2020), 15면(제철웅 집필부분).

38) 신탁계약에 의한 유언대용신탁일 경우에는 신탁회사가, 신탁선언에 의한 유언대용신탁일 경우에는 창업주 자신이 수탁자가 될 것이다. 다만, 후자의 경우 승계수탁자도 함께 지정해야 한다.

는 상속인들, 신탁재산은 창업주가 보유하고 있는 승계대상 회사의 주식이 될 것이다 (주식 이외에 사업과 무관한 재산이 있다면 그것 역시 포함시킬 수 있다). 유언대용신탁 계약의 가치를 높일 수 있는 핵심적인 내용은 수익권의 내용을 어떻게 정하느냐에 달려있다.

신탁에서 수익권을 어떻게 정할 것인가는 신탁의 실질에 반하지 않는 한 위탁자의 자유이다. 따라서 신탁법에 정해진 분류는 아니지만, 신탁의 수익권을 원본수익권과 수입수익권 등으로 나누어 수익자별로 귀속시키는 것으로 정하는 것도 가능하다. 미국에서는 원본과 수익권에 관하여 명문으로 자세한 규정<sup>39)</sup>을 두고 있다.<sup>40)</sup> 일본은 명문의 규정은 없지만 실무상 원본수익자와 수입수익자의 구분이 이루어지고 있다.<sup>41)</sup>

유언대용신탁을 설정할 때, 수탁자에 대한 의결권 행사 지시권을 원본수익권의 내용으로 설정하고, 이를 신탁종료 시 신탁재산인도청구권과 함께 후계자에게 부여할 수 있다.<sup>42)</sup> 그리고 주주에게 부여되는 배당금을 수령할 권한을 수입수익권의 내용으로 설정하여 후계자가 아닌 상속인에게 귀속시켜 유류분 침해 문제를 대비할 수 있다.

## 2) 주식 신탁의 유형

### 가) 일체형

위탁자인 창업주가 생존하는 동안에는 자신이 원본수익권, 수입수익권 그리고 신탁종료 시 신탁재산인도청구권을 모두 갖는 수익자가 되고, 사망 또는 수익권을 행사할 수 없는 사유가 발생한 이후에는 후계자가 수익자가 되는 내용으로 수익권을 설계하는 방법이 있다.<sup>43)</sup> 일체형 유언대용신탁은 유언대용신탁이 설정되더라도 창업주는 여전히 기업에 대하여 전적인 지배력을 행사할 수 있으므로 후계자에 대한 기업승계 절차를 안정적으로 진행할 수 있게 된다. 다만, 이 경우 본 유언대용신탁에 따라 나머지 상속인의 유류분이 침해된 경우 유류분을 돌려싼 다툼이 발생할 가능성이 크다.<sup>44)</sup>

39) Principal and Income Act (2000)는 약 48개 주에서 채택하였고, 이후 두 차례에 걸쳐 개정되었다.

<https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=b20aa74e-cae7-4557-b93b-a4b416c17407>, (2021. 11. 10. 최종방문).

40) Robert L. Mennel, Sherri L. Burr(임채웅 역), 미국신탁법, 박영사(2011), 320-322면.

41) 아라이 마코토 저/안성포 역, 「信託法」 제3판, 전남대학교출판부(2011), 239면.

42) 김순석, 전계논문, 376면에서는 원본수익권의 내용으로 의결권 행사 지시권의 부여와 신탁종료 시에 있어서 잔여재산 귀속권리자의 지정을 설정하는 것으로 설명하고 있고, 권종호, 전계논문, 1357면에서는 이익배당청구권 등 주로 자익권이 중심인 경제적인 권리를 표창한 수익수익권과 의결권지시권, 잔여재산분배청구권을 내용으로 하는 지분적인 권리를 표창한 원본수익권으로 분리하는 것으로 설명하고 있다.

43) 김순석, 전계논문, 374-375면; 권종호, 전계논문, 1355면.

44) 임채웅, “유언신탁 및 유언대용신탁의 연구”, 「인권과 정의」 제39호(2009), 139면.

## 나) 분리형

창업주에게 2인 이상의 상속인이 있을 경우, 일체형과 같은 방식으로 한 명의 상속인에게만 수익권을 분배하면 유류분 침해 문제가 발생하고 공동상속인 모두에게 수익권을 분배하면 주식이 분산·산일되므로 후계자가 기업에 대하여 지배력을 갖는데 어려움이 생길 수밖에 없다. 이러한 경우 수익권의 내용을 분리하여 서로 다른 상속인에게 부여하는 방법이 가능하다.

유언대용신탁의 기본적인 구조와 수익권의 내용은 일체형과 동일하게 정하되, 창업주가 사망 또는 수익권을 행사할 수 없는 사유가 발생한 이후의 수익권을 후계자에게만 부여하는 것이 아니라, 그 중 일부를 나머지 상속인들에게도 부여하는 것이다.<sup>45)</sup> 즉 후계자에게는 의결권 행사 지시권을 포함하는 원본수입권과 신탁계약이 종료할 때 잔여재산을 인도청구할 권리를, 나머지 상속인에게는 배당이익 수령권을 포함하는 수입수익권을 분배하는 것이다.

이때 후계자는 전체 주식에 대한 의결권 행사 지시권을 내용으로 하는 수익권을 취득하므로 창업주가 갖던 기업에 대한 지배력을 계속해서 유지할 수 있고, 원본수익권 내지 신탁재산인도청구권에 의해 신탁이 종료할 때 주식 자체를 취득함으로써 기업승계를 완성할 수 있다. 나머지 상속인들은 배당이익 수령권을 포함하는 수입수익권을 분배받았기 때문에 기업주식 중 경제적인 권리에 상당하는 가치를 취득하게 된다. 상속재산 중 주식이 갖는 비율이나 각 수익권의 가치를 고려하여 각 수익권의 분배비율을 조정하는 것도 가능하다.

이렇게 하면, 창업주의 상속재산 중 주식의 비율이 절대적이라 하더라도 모든 상속인들이 수익권을 받았기 때문에 유류분 침해가 발생하지 않으므로 유류분 분쟁의 원인을 차단할 수 있다. 만약 후계자가 주식 자체를 상속받았다면, 후계자는 - 원물반환을 원칙으로 하는 현행 유류분 제도 하에서는 - 유류분 분쟁 발생시 최소한 나머지 상속인들의 유류분 합계액 상당의 주식을 보유할 수 없게 되어 기업에 대한 지배력에 큰 타격이 불가피하지만, 분리형 유언대용신탁 방식으로 수익권을 받게 될 경우 유류분 반환으로 인해 지배권이 상실될 위험을 사전에 방지할 수 있다.

## 3) 소결

주식을 의결권 행사 지시권과 배당이익 수령권을 표창하는 수익권으로 각각 구분하여 전환한 것은 신탁재산의 성질 전환 기능이 구현된 것이다. 또한 1개의 주식을 위와 같은 내용의 수익권으로 전환한 후 서로 다른 주체에게 귀속시킨 것은 권리자 속성 전환 기능이 발현된 결과로 볼 것이다. 나아가 후계자가 창업주의 사망 시가 아니라 신탁이 종료할 때 주식을 취득함으로써 기업승계를 완성하는 것은 신탁의 시간 전환 기능을 통해 가능한 것이다. 이처럼, 신탁의 고유한 전환 기능을 통해 주식을 여

45) 김순석, 전계논문 375-376면; 권종호, 전계논문, 1357-1359면.

러 상속인들에게 분배함으로써 원활한 기업승계의 기반을 마련할 수 있게 된다.

수익권을 원본수익권과 수입수익권 등으로 나누더라도 신탁관계의 내부에서 각각의 권리를 복수의 수익자에게 귀속시킨 것일 뿐이고, 기업과의 관계에서 주주는 어디까지나 수탁자이며, 해당 기업이 수탁자를 주주로 취급하는데 아무런 문제가 발생하지 않는다. 즉, 주주총회에서 의결권을 행사하는 것은 수탁자이고, 이익배당도 수탁자가 수령하게 된다. 다만, 신탁계약에 따라 내부적으로 수탁자는 원본수익권자의 지시에 따라 의결권을 행사하며, 신탁재산인 주식으로부터 창출되는 수익을 수입수익권자에게 교부하는 것이다.

## 라. 수익자연속신탁의 활용

### 1) 수익자연속신탁의 의의

수익자연속신탁은 수익자가 사망한 경우 그 수익자가 갖는 수익권이 소멸하고 타인이 수익권을 취득하거나 그 수익자가 갖는 수익권을 타인이 순차로 취득하도록 신탁행위로 정하는 것을 의미한다(신탁법 제60조). 민법상 재산승계제도인 증여, 유언 등으로 재산이 승계된 경우 재산을 승계한 자가 사망하면, 승계된 재산은 상속절차에 따라 상속인에게 분배된다. 이로써 상속된 재산은 대를 거듭할수록 분산·산일된다. 하지만 수익자연속신탁을 설정하면, 위탁자가 신탁한 신탁재산은 수익자의 사망에 따른 상속관계와 무관하게 위탁자가 신탁행위로 정한 자에게 승계될 수 있다. 따라서 위탁자는 신탁재산에 대한 수익자를 순차로 미리 지정할 수 있게 되는 것이다.

### 2) 수익자연속신탁의 활용 방안

기업승계를 위한 유언대용신탁에도 수익자연속신탁을 활용할 수 있다.

먼저, 유언대용신탁을 설정하면서 후계자가 사망할 경우 후계자가 보유했던 수익권을 누가 취득할 지를 정하는 것이다. 그렇게 되면, 후계자가 사망하더라도 의결권 행사 지시권과 신탁종료 시 신탁재산인도청구권이 새롭게 지정된 수익자에게 이전되어 기업승계 절차는 안정적으로 진행될 수 있다. 만약 수익자연속신탁이 없는 상황에서 후계자가 사망한다면, 후계자의 법정상속인들에게 수익권이 분배되고 법정상속인이 여러 명일 경우 의결권 행사의 내용이 달라져 경영권 분쟁으로 이어지는 등 기업승계 절차가 정상적으로 이루어지기 어렵게 된다. 하지만 수익자연속신탁을 통해 창업주는 후계자의 유고시까지 대비하여 기업승계를 준비할 수 있다.

다음으로, 유언대용신탁을 설정하면서 후계자 이외의 상속인들이 사망할 경우 후계자가 해당 수익권을 취득하도록 정하는 것이다. 그렇게 되면, 종래 후계자 이외의 상속인들에게 분리, 분산시켰던 수입수익권을 후계자에게 복귀시켜 보다 완전한 기업승

계에 가까워질 수 있게 된다.<sup>46)</sup>

### 3) 수익자연속신탁의 장점

수익자연속신탁을 설정하면, 첫째, 창업주는 자녀뿐만 아니라 손자녀 세대의 후계자에 대해서까지 스스로 결정하고 준비할 수 있게 되고, 둘째, 기업승계 과정에서 발생할 수 있는 상속인의 사망이라는 변수를 사전에 통제할 수 있으며, 셋째, 후계자로 지목되지 않은 상속인을 배려하기 위한 수입수익권을 해당 상속인 사후에는 후계자에게 집중시켜 완전한 수익권을 취득하도록 정할 수 있다.

이처럼 수익자연속신탁을 활용하면, 창업주의 상속재산에 대한 지배력은 더욱 구체적이고 지속적으로 미칠 수 있게 되고, 기업승계 절차도 보다 세밀하게 수립할 수 있게 된다.

## 5. 소결론

유언대용신탁을 통해 기업승계를 진행할 경우, 위탁자인 창업주가 오랜 시간을 두고 안전하게 후계자를 지정하고 그와 함께 기업을 승계하는 과정을 준비할 수 있다. 또한, 주식의 기능을 분리하여 수익권을 설정하고 이를 각 상속인에게 분리하여 귀속 시킴으로서 후계자 이외의 상속인들이 후계자의 기업 지배력에 지장을 주지 않으면서도 상당한 상속재산을 분배받게 하여 유류분 문제로 인한 불안도 해소된다. 즉 후계자가 아닌 나머지 상속인들은 애초에 유류분을 침해당하지 않았기 때문에 유류분 반환청구를 할 수 없으므로, 후계자는 나머지 상속인들이 유류분 반환을 구할지에 관하여 불안한 상태에 있을 필요가 없게 된다.

후계자가 미리 확정되어 안정적으로 기업승계를 준비한다면, 기업승계공제 제도 등 세제지원을 대비하기 위한 준비도 할 수 있고, 충분한 시간을 두고 경영수업을 받은 후계자로의 점진적인 승계가 이루어질 수 있다. 한편, 창업주 생전에 수익권을 후계자에게 이전한 범위에 한해서는 신탁된 주식은 창업주로부터의 독립성도 인정되므로, 창업주에게 발생한 여러 경제적 위험으로부터 기업을 유지하는 데에도 도움이 될 수 있다.

이처럼 유언대용신탁을 통해 기업승계를 진행하는 것은 기존의 상속제도와 관계, 기업승계 지원 제도의 준비 등의 관점에서 매우 실효적이고 적절한 방안이다.

---

46) 다만 이 경우 해당 후계자 이외의 상속인들의 사망으로 발생하는 상속관계로 인해 유류분 문제가 발생할 수 있으므로, 수익권 설계 시 이에 대한 고려가 있어야 할 것이다.

## IV. 현행법체계와의 정합성 검토 및 입법론

### 1. 문제의 제기

신탁이 유효하게 설정되더라도, 기존 제도와 충돌할 경우 이를 어떻게 해결해야할 지 문제될 수 있다. 영미법에서 기원한 신탁은 대륙법체계를 근간으로 한 우리나라 법체계에 임의로 포섭시키는데 한계가 있고, 이 때문에 신탁이 기존에 형성되어 있는 제도에 혼란을 가중시키거나 금지사항을 회피하는 수단으로 악용될 것이라는 우려도 생길 수 있다. 따라서 기존 법체계 하에서 유효하게 작동할 수 있는 신탁의 범위를 확인하고, 양 제도가 충돌할 경우 어떤 방식으로 해결할 지를 검토할 필요가 있다.<sup>47)</sup>

### 2. 주식 수익권 이분화와 현행 법체계와의 정합성 검토

#### 가. 주식 불가분의 원칙과의 관계

##### 1) 문제점

주식은 이를 공유할 수는 있어도 단위 이하로 쪼갤 수는 없고,<sup>48)</sup> 균일하게 세분화되어 있기 때문에 다시 세분화하거나 주식이 표창하는 권리를 분해하여 타인에게 양도하거나 수인에게 귀속시킬 수도 없다(주식불가분의 원칙).<sup>49)</sup> 그런데 신탁을 통한 기업승계를 하면서 유류분 문제를 해결하기 위해서는 주식을 상대적으로 분리하여 서로 다른 사람에게 귀속시키는 것이 필요하다. 따라서 앞서 분리형 유언대용신탁에서 논했던 원본수익권의 대상인 의결권 행사 지시권과 수입수익권의 대상인 배당이익 수령권 등을 분리해서 서로 다른 상속인들에게 배분한 것이 상법상 주식불가분의 원칙에 반하는 것으로서 효력이 없는 것이 아닌지 문제된다.

##### 2) 학설의 입장

###### 가) 무효설

분리형 유언대용신탁이 가능하려면 ① 회사법상 주식을 자익권과 공익권으로 분할하여 별도로 양도하는 것이 가능해야 하고, ② 회사법상 의결권만 분리하여 양도가

47) 최수정, “상속수단으로서의 신탁”, 민사법학 제34호, 한국민사법학회(2006), 566면

48) 한국상사법학회, 「주식회사법체계」, 홍문사(2019), 690면.

49) 상계서, 832면.

가능하여야 하는데, ①은 주식불가분의 원칙에 따라 불가능하고, ②는 의결권은 채권이 아니므로 주식과 분리하여 양도할 수 없어 결과적으로 분리형 유언대용신탁은 불가능하다고 한다. 또한 수익자연속신탁에 의한 주식신탁도 의결권만의 양도가 가능함을 전제로 하고 있으므로 이 역시 불가능하다는 입장이다.<sup>50)</sup>

## 나) 유효설

분리형 유언대용신탁에서 원본수익권의 대상인 의결권 행사 지시권과 수입수익권의 대상인 배당이익 수령권 등으로 분할하는 것은 주식을 분할하는 것이 아니라 신탁의 수익권을 분할하는 것이고, 기업의 주주는 수탁자이며 수탁자가 주주로서 의결권을 행사하고 배당을 받는 것이므로 주식불가분의 원칙 등 회사법에 반하는 것이 아니라는 견해가 있다.<sup>51)</sup>

후계자가 취득하는 수익권은 의결권이 아니라 “의결권 행사의 지시권”을 내용으로 하고, 이러한 지시에 의해 주주인 수탁자가 의결권을 행사하게 되므로 의결권이 분리되어 양도되는 것이 아니므로 법적 형식 측면에서 신탁의 수익권을 원본수익권과 수입수익권으로 분할하여 신탁을 설정하는 것은 현행 회사법 아래에서도 가능하다는 것이다.<sup>52)</sup>

## 3) 검토

회사법상 주식을 단위보다 작게 분할하거나 그 권능을 분리하여 양도하는 것은 주식불가분의 원칙상 허용되지 않는다. 하지만 분리형 유언대용신탁의 경우 주식이 분리되지 않고 온전한 상태로 수탁자에게 귀속되어 있고, 그 권한도 수탁자가 단독으로 행사하게 된다. 즉 이 경우 주식이 단위보다 작게 분할되거나 그 권능이 분리되어 행사되지 않는다.

수익권의 내용, 기간, 조건여부 등은 다양하게 결정할 수 있고<sup>53)</sup> 수익권은 수익자가 신탁재산 또는 수탁자에 대하여 기대하는 개인적인 편익으로 넓게 정의되어야 한다.<sup>54)</sup> 따라서 의결권 행사 지시권 자체에 경제적 가치가 있는 이상, 이를 수익권의 내용으로 하는 것을 굳이 금지할 이유는 없고, 일본 등 해외에서도 주식에 관한 구체적 수익권을 분리하는 것은 허용하고 있다.<sup>55)</sup>

50) 권종호, 전계논문, 1369-1370면.

51) 井上聰, “最近の新しい信託取引の動向について”, 信託 第242号, (社)信託協会(2010), 162-163면.

52) 노혁준·김지평, “주식신탁의 활용방안 연구(법무부 용역보고서)”, 서울대학교 금융법센터(2015), 122-123면.; 김순석, 전계논문, 376-377면.

53) 법무부(김상용 감수), 「신탁법 해설」, 법조협회(2012), 461면.

54) 상계서, 461면

55) 실제로 일본의 Daiwa 증권 홈페이지를 보면 의결권 행사 지시권과 배당금 수령권을 분리한 형태의 기업승계를 위한 신탁상품이 설명되고 있다.

(<https://www.daiwa.jp/houjin/management/jishakabu.html#anc-03>).

분리형 유언대용신탁에서 후계자와 나머지 수익자가 각각 의결권 행사와 배당수령이라는 결과를 얻게 되는 것은 주식을 분리한 결과가 아니라 신탁의 효과일 뿐이다. 즉 신탁의 전환기능에 따라 주식을 수익권으로 변환하고, 수익권의 내용을 주식의 권능을 어떤 내용으로 행사할 것인지를 “지시할 수 있는 것”으로 정한 결과인 것이다. 같은 이유에서 이러한 지시는 신탁사무 처리방법에 관한 내부적인 규율이기 때문에 수탁자가 이러한 지시에 반하여 의결권을 행사하더라도 이는 유효하다. 결국 분리형 유언대용신탁이 설정되더라도 주식의 의결권과 수익권이 분리되는 것은 아니므로, 유효설이 타당하다.

## 나. 의결권 행사 지시권 인정 가부

### 1) 문제점

수탁자는 신탁재산에 대한 권리와 의무의 귀속주체로서 신탁재산의 관리, 처분 등을 하고 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 모든 행위를 할 권한이 있다(신탁법 제31조 본문). 이때 수탁자는 선량한 관리자의 주의로 수익자의 이익을 위하여 충실하게 신탁사무를 처리할 의무가 있다(신탁법 제32조, 제33조). 따라서 수탁자가 보유하고 있는 주식 의결권도 신탁목적 달성을 위하여 독자적인 판단에 따라 행사되어야 하는 것이므로, 수탁자에 대한 의결권 행사 지시권이 인정될 수 없는 것이 아닌지 문제된다.

### 2) 신탁법상 수탁자의 경우

#### 가) 쟁점

신탁법상 수탁자는 신탁을 업으로 하지 않는 자를 의미한다. 신탁법상 수탁자는 충실의무를 부담하는데(신탁법 제33조) 이는 수탁자의 신탁재산에 대한 권리취득 금지(신탁법 제34조)와 수탁자의 이익향수 금지(신탁법 제36조)를 포함한다. 충실의무는 수탁자가 수익자 내지 신탁목적만을 위하여 신탁사무를 처리해야 한다는 것으로 해석될 수 있다.<sup>56)</sup> 즉 수탁자는 독자적인 판단에 따라 수익자의 이익을 위하여 신탁사무를 처리해야 할 의무가 있는 것이다. 그런데 주식 의결권을 행사함에 있어 수탁자가 누군가로부터 의결권 행사 방향에 대한 지시를 받아 행사한다면, 수탁자의 위와 같은 의무를 이행하지 못하게 하는 것이므로 그 효력이 부정되어야 하는 것인지에 관하여 논의가 있다.<sup>57)</sup>

56) 최수정, 「신탁법」, 박영사(2016), 303면.

57) 노혁준·김지평, 전계논문, 63-65면.



## 나) 충실의무와의 문제

수탁자의 권한은 신탁행위로 제한될 수 있을 뿐만 아니라(신탁법 제31조 단서), 기업승계를 위한 주식신탁의 목적에 비추어 볼 때, 수탁자가 창업주인 위탁자나 후계자인 수익자의 지시에 따라 의결권을 행사하는 것을 수익자 내지 신탁목적에 위한 행위가 아니라고 볼 수도 없다.<sup>58)</sup> 따라서 의결권 행사 지시권을 부여한 것을 두고 충실의무에 반하는 것으로 해석할 수는 없다고 생각한다.

## 다) 수동신탁의 문제

일반적으로 수탁자가 신탁재산을 적극적으로 관리·처분할 권리, 의무를 갖지 않는 신탁을 수동신탁이라 한다.<sup>59)</sup> 주식신탁에서 수탁자의 의결권 행사가 수익자의 지시권에 의해 결정되는 것을 강조한다면, 이를 수동신탁으로 포섭할 여지가 있다.

수동신탁의 효력에 관하여는 수탁자에 대한 권한 제한의 구체적인 내용을 살펴 신탁사업 수행의 효율성이나 전문성의 제고 등 정당한 이유가 있는지에 따라 그 효력을 판단해야 한다는 견해,<sup>60)</sup> 수탁자가 직접 권리를 행사하는 것은 유효하나, 수익자 등이 행하는 각종의 행위를 용인할 의무를 부담할 뿐인 것은 신탁법상 효력이 없다는 견해,<sup>61)</sup> 수탁자의 권한이 제한되는 신탁으로서 내부관계의 채권적인 제한을 이유로 신탁법상 효력을 부인할 것은 아니라는 견해,<sup>62)</sup> 수동신탁을 수탁자가 단지 신탁재산의 형식적인 명의자가 될 뿐이고 신탁재산에 대한 관리나 처분을 할 의무가 없는 신탁으로 정의하고 그 효력을 인정할 수 없다는 견해<sup>63)</sup> 등이 대립하고 있다.

대법원은 수동신탁은 효력이 인정될 수 없다는 취지로 해석될 수 있는 판결을 하였다.<sup>64)</sup> 위 판결이 수동신탁의 효력을 부정한 것이라는 견해가 있으나, 이에 반대하는 견해들이 유력하다. 첫째, 수탁자가 대내외적으로 완전한 권리를 갖는다는 신탁의 기본원리를 설명한 것일 뿐, 위 판결에 의하더라도 위탁자와의 관계에서 수탁자에게 채권적인 제약을 부담시킬 수 있다는 점을 부정한 것은 아니라는 견해,<sup>65)</sup> 둘째, 위 판

58) 김상훈, 전계논문, 28면; 노혁준·김지평, 전계논문, 65면.

59) 임채웅, “수동신탁 및 수탁자의 권한제한에 관한 연구”, 법조 제614호, 법조협회(2007), 17면.

60) 이계정, 「신탁의 기본 법리에 관한 연구 - 본질과 독립재산성」, 경인문화사(2016), 164면.

61) 이재욱·이상호, 「신탁법 해설」, 한국사법행정학회(2000), 38면 이하.

62) 임채웅, 전계논문, 25-28면.

63) 김진우, “신탁재산의 특수성”, 법조 통권 553호, 법조협회(2002), 200면.

64) 대법원은 “신탁법상의 신탁은 위탁자가 수탁자에게 특정의 재산권을 이전하거나 기타의 처분을 하여 수탁자로 하여금 신탁목적에 위하여 그 재산권을 관리, 처분하게 하는 것이어서 신탁의 효력으로서 신탁재산의 소유권이 수탁자에게 이전되는 결과 수탁자는 대내외적으로 신탁재산에 대한 관리권을 갖는 것이고, 다만 수탁자는 신탁의 목적 범위 내에서 신탁계약에 정하여진 바에 따라 신탁재산을 관리하여야 하는 제한을 부담함에 불과하므로, 신탁재산에 관하여는 수탁자만이 배타적인 처분·관리권을 갖는다고 할 것이고, 위탁자가 수탁자의 신탁재산에 대한 처분·관리권을 공동행사하거나 수탁자가 단독으로 처분·관리를 할 수 없도록 실질적인 제한을 가하는 것은 신탁법의 취지나 신탁의 본질에 반하는 것이므로 법원은 이러한 내용의 관리방법 변경을 할 수는 없다(대법원 2003. 1. 27.자 2000마 2997 결정)”고 판시하였다.

65) 임채웅, 전계논문, 29-32면.

결은 신탁의 본질 중 ‘수탁자 앞으로의 신탁재산 이전’이라는 요소에 반하는 내용의 신탁을 허용할 수 없다는 취지일 뿐 수동신탁의 효력에 관한 선례로 보기는 어렵다는 견해,<sup>66)</sup> 셋째, 실무에서 위탁자 내지 수익자의 승낙이 있어야만 수탁자가 자금을 집행할 수 있도록 정하거나, 위탁자 내지 수익자가 주도적으로 분양업무, 공사업무를 담당하고 수탁자는 신탁재산을 보관하는 방식이 널리 활용되고 있는데 이에 대하여 법원이 효력을 문제 삼고 있지 않은<sup>67)</sup> 사정을 고려하면, 위 판결을 수동신탁을 금지하는 취지로 확장 해석해서는 안된다는 견해<sup>68)</sup>다.

생각건대 수탁자가 의결권 행사 지시를 받았다는 것만으로 “수탁자가 신탁재산을 적극적으로 관리·처분할 권리, 의무를 갖지 않는” 수동신탁으로 포섭하는 것은 부당하고, 이를 수동신탁으로 보더라도, 기업승계에 있어 창업주나 후계자가 가진 기업 경영의 노하우 내지 전문성을 고려할 때 그들이 의결권 행사의 방향을 지시하는 것이 기업승계라는 신탁사업 수행의 효율성이나 전문성을 제고하는 데 상당한 도움이 된다는 정당한 이유가 있으므로 수동신탁을 이유로 의결권 행사 지시권을 부정할 수는 없다고 본다.

#### 라) 소결

신탁법상 수탁자의 경우 의결권 행사 지시권을 인정하지 못할 이유는 없어 보인다. 또한 의결권 행사 지시권을 내용으로 하는 수익권을 인정하더라도 수탁자가 완전한 권리자로서 의결권을 행사할 수 있고 의결권 행사 지시는 수탁자에 대한 대내적 업무처리방식일 뿐이므로 대외적인 효력에 있어서는 차이가 없다. 이처럼 대내적 업무처리방식에 있어서 채권적인 효력을 갖는 “의결권 행사 지시권을 내용으로 하는 수익권”을 만들어 낸 것은 수익권의 성질이나 신탁설계의 유연성을 고려할 때 그 효력을 인정하는 데에는 무리가 없다.

### 3) 자본시장법상 수탁자의 경우

#### 가) 쟁점

자본시장법은 신탁법에 대하여 특별법의 지위를 가지고 있으므로, 자본시장법의 적용을 받는 신탁업자인 수탁자가 당사자인 신탁계약은 자본시장법에서 정한 요건도 모두 충족하여야 한다. 그런데 자본시장법은 신탁재산인 주식의 의결권 행사에 관하여 특칙을 두어, 신탁업자는 수익자의 이익을 보호하기 위하여 의결권을 충실하게 행사하여야 한다고 규정하고 있다(자본시장법 제112조 제1항). 위 규정을 추가로 둔 취지

66) 이계정, 전제서, 162-163면.

67) 대법원 2005. 5. 13. 선고 2004다67264 판결 및 그 원심판결인 부산고등법원 2004. 10. 21 선고 2004나6993(본소), 7002(반소) 판결.

68) 노혁준·김지평, 전제논문, 64면.

를 고려할 때, 자본시장법상 수탁자의 경우 유언대용신탁에 의한 주식신탁을 설정하면서 의결권 행사 지시권을 수익자나 위탁자에게 부여하는 것이 유효한지 여부에 대하여 견해가 대립한다.

## 나) 학설의 입장

유효설은 자본시장법 제112조 제1항이나 신탁법 제33조는 그 내용이 동일하고, 제112조 제4항에서 제2항과 제3항의 우회행위만 금지하고 있으므로 제2항과 제3항은 강행규정인 반면, 그 반대해석으로 제1항은 신탁법 제33조와 마찬가지로 임의규정으로 해석할 수 있으므로, 신탁법상 수탁자와 동일하게 의결권 행사 지시권을 인정하는 것도 가능하다고 한다.<sup>69)</sup>

무효설은 자본시장법 제112조가 탈법적인 목적으로 신탁업자에게 주식신탁을 하는 것을 방지하기 위한 규정이고, 제112조 제1항은 은행들이 신탁을 통한 자금유치의 반대급부로 의결권 행사에 편의를 제공하던 관행을 방지하기 위해 신탁업자가 독자적으로 의결권을 행사하도록 하기 위한 것이라는 입법적 연혁이 있으며, 자본시장법 제87조는 집합투자업자가 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권을 행사하는 데에 관하여 규정하고 있고 그 해석상 투자자에게 의결권 행사 지시권을 부여하는 것은 허용되지 않는데, 자본시장법 제112조는 위 제87조를 차용하여 개정된 조항이므로 마찬가지로 의결권 행사에 대한 지시를 배제하고 신탁업자의 독자적인 의결권 행사를 요한다고 한다.<sup>70)</sup>

## 다) 실무의 현황

자본시장법상 수탁자인 신탁회사들은 현재도 주식신탁 상품을 판매하고 있다. 위 주식신탁 상품의 내용을 살펴보면, 해당 신탁의 목적이 기업승계를 위한 것이 아닐지라도 의결권 행사 지시권의 인정 여부에 대한 거래 실무를 확인하는 데에는 도움이 될 것으로 보인다. 주식신탁 상품을 판매하고 있는 대부분의 신탁회사는 주식신탁 계약서에 ‘위탁자 및 수익자의 사전합의에 의한 지시에 따라 의결권을 행사 한다’는 취지로 규정하여 의결권 행사 지시권을 명시적으로 인정하고 있다.<sup>71)</sup>

69) 김상훈, 전계논문, 28면.

70) 노혁준·김지평, 전계논문, 66-68면.

71) 이에 대하여 각 증권사는 아래와 같이 규정하고 있다(밑줄 - 필자). ① KB증권주식회사 “제9조(의결권의 행사등) 을은 주식에 대한 의결권의 행사, 유상주식의 청약, 신주인수권 및 전환권 등 특별한 권리를 행사함에 있어 값 및 수익자의 사전 합의에 의한 지시에 따르기로 하되, 그러한 지시가 없는 경우 선량한 관리자의 주의의무로써 을이 결정하여 행사한다.”, ② 교보증권 주식회사, “제9조 (의결권의 행사) 신탁재산 중의 주식에 대한 의결권 행사에 있어서 수탁자는 위탁자 또는 수익자와 협의하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 등 관계법령의 범위 내에서 행사하기로 한다.”, ③ 미래에셋대우, “제10조 (의결권의 행사 등) ② 수탁자가 제1항에 따라 의결권을 행사함에 있어, 수탁자는 위탁자와 사전에 협의하고 위탁자의 지시에 따라 행사하기로 하되, 위탁자의 서면에 의한 지시가 해당 주주총회의 5명업무 이전까지 수탁자에게 도달하지 않는 경우에는 수탁자가 수익자의 이익을 보호하기 위하

이처럼 거래 실무에서는 이미 의결권 행사 지시권이 널리 활용되고 있다. 또한, 자본시장법상 수탁자인 신탁회사들은 대부분 주식이 신탁된 회사의 경영에 관한 전문성이 충분하지 않은 경우가 많기 때문에 해당 회사의 경영에 대한 노하우나 전문성이 풍부한 위탁자나 수익자의 지시에 따르는 것이 가장 안전하고 바람직한 의결권 행사의 결과를 가져올 가능성이 매우 높다.

## 라) 검토

신탁법상 수탁자와 자본시장법상 수탁자는 신탁을 업으로 하는지 여부와 신탁법의 특칙인 자본시장법에 제112조 제1항의 충실의무가 추가로 규정되었다는 것 이외에 차이점을 발견하기 어렵다. 만약, 위 두 가지 차이가 신탁법상 수탁자와 자본시장법상 수탁자를 달리 취급할만한 사유가 되지 않는다면, 신탁법상 수탁자에 대한 의결권 행사 지시권을 인정할 것과 마찬가지로 자본시장법상 수탁자에 대한 의결권 행사 지시권도 인정되어야 할 것이다.

먼저, 수탁자에게 부여되는 충실의무의 내용이 수탁자가 그것을 업으로 하는지 여부에 따라 달라질 수 있는지 본다. 수탁자의 충실의무는 수탁자가 수탁자 내지 제3자와의 관계에서 오로지 수익자의 이익을 위해서 신탁 사무를 처리해야 한다는 것을 내용으로 한다. 따라서 수탁자가 그것을 업으로 하는지 여부에 따라 그 내용이 달라질 수 없다는 점은 명확하다.

다음으로, 자본시장법 제112조 제1항이 자본시장법상 신탁관계와 신탁법상 신탁관계에 어떤 차이를 가져오는 지 살펴본다.

부정설에서는 자본시장법 제112조 제1항이 같은 법 제87조 제1항을 차용했는데, 제87조 제1항이 지시권을 배제하기 위한 취지에서 도입되었다는 것을 근거로 들고 있다. 하지만 제87조 제1항은 “신탁관계”를 규율하는 규정이 아니고, 집합투자업의 경우 집합투자업자는 투자자로부터의 운용지시를 배제해야 된다는 것을 규정한 것이다. 이는 집합투자업자가 다수의 투자자로부터 자금을 조성하여 이를 투자하는 업을 수행하기 때문에 다수의 투자자들에 의한 간섭을 받아서는 안된다는 집합투자업의 본질적인 요소를 반영한 결과이다. 하지만 주식신탁의 경우 수탁자의 권한은 위탁자의 신탁행위로 제한될 수 있고(신탁법 제31조 단서), 충실의무는 수익자의 이익을 위한 것을 내용으로 하는 것이므로 위탁자나 수익자의 지시를 받는 것을 주식신탁의 본질에 반하는 것으로 볼 수도 없다. 특히, 기업승계를 위한 유언대용신탁에서는 오히려 위탁자나 수익자의 의결권 행사 지시를 받아 의결권을 행사하는 것이 신탁의 목적에 부합하는 것이므로 명백하게 다른 상황에 해당한다.

---

여 신탁재산에 속하는 지분증권의 의결권을 충실하게 행사하기로 한다. 다만, 주주총회의 장소가 특별히 원거리에 있는 등 특별한 사정이 있는 경우 통상적인 소요시간을 감안하여 사전 통지하기로 한다.”, ④ 유안타증권주식회사, “제12조(의결권의 행사) 신탁재산 중의 주식에 대한 의결권 행사에 있어서 을은 위탁자 및 수익자와 협의하여 관계법령의 범위 내에서 행사하기로 한다.”

한편, 자본시장법 제112조 제1항의 문언자체를 두고 의결권 행사 지시권을 인정할 수 없다는 해석을 도출할 수 있는지도 의문이다. 위 조문은 “신탁재산으로 취득한 주식에 대한 권리는 신탁업자가 행사한다. 이 경우 신탁업자는 수익자의 이익을 보호하기 위하여 신탁재산에 속하는 주식의 의결권을 충실하게 행사하여야 한다.”고 규정하고 있어, 신탁법상의 충실의무를 확인하는 정도에 그치고 있다. 그런데 해당 조항의 문언이 - 전혀 다른 법률관계를 규율하는 - 자본시장법 제87조 제1항의 그것을 차용해왔다는 이유만으로, 법문상 명백하지도 않은 이유로 기왕에 체결된 계약의 효력까지 무력화시키는 것으로 해석할 수 있을지 심각한 의문이 든다.

특히, 자본시장법 제112조 제1항의 입법취지는 주식신탁이 순환출자나 상호출자에 대한 규제를 우회하는 등 탈법적 수단으로 이용되는 것을 방지하는데 있는 것이므로, 의결권 행사 지시가 그러한 목적으로 이루어지지 않은 경우까지 포함한 “의결권 행사 지시권의 부여” 자체를 원칙적으로 무효로 봐야 한다는 주장은 지나친 확대 해석이다.

이와 같은 이유로 자본시장법상의 수탁자에 대한 의결권 행사 지시권도 허용된다고 본다. 부정설도 현행법상 이를 허용할 수는 없다고 하면서도 법개정을 통해 이를 허용해야 한다는 입법론을 제안하고 있다.<sup>72)</sup>

한편, 위 논의는 수탁자가 신탁회사인 경우 자본시장법이 적용되면서 발생하는 문제인데, 신탁선언에 의한 유언대용신탁을 설정할 경우에는 수탁자가 위탁자 자신이므로 자본시장법이 적용되지 않기 때문에 위와 같은 문제가 발생할 여지가 없을 것이다.<sup>73)</sup>

## 다. 수익자들 상호간, 수탁자의 공평의무와의 관계

### 1) 문제점

분리형 주식신탁의 경우 의결권 행사 지시권을 부여받은 수익자와 배당이익 수령권을 부여받은 수익자 사이에 이해관계가 일치하지 않을 경우, 의결권 행사의 지시를 통하여 다른 수익자의 이익을 침해하는 의결권 행사를 할 위험성이 있다.<sup>74)</sup> 예컨대, 배당가능 이익이 충분함에도 배당하지 않고, 이를 임원보수 형태로 이사만 수령하도록 의결권을 행사할 것을 지시하고 수탁자가 이에 따라 의결권을 행사하여 배당이익

72) 노혁준·김지평, 전계논문, 68-69면에서는 의결권 행사 지시권을 탈법적으로 이용하는 신탁업자에 대해서는 개별업법이나 신탁법 제5조(목적의 제한), 제7조(탈법을 목적으로 하는 신탁금지) 등에 근거하여 효력을 부인하여 대응하면 될 것이라고 주장한다.

73) 신탁선언에 의한 유언대용신탁은 신탁계약에 의한 유언대용신탁과 달리 자본시장법이 적용되지 않으므로, 자본시장법 상 여러 불합리한 규제로부터 자유로울 수 있다.

74) 白井正和, “信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離”, 信託法研究 第39号, 信託法学会(2014), 81면.

수령권을 부여받은 수익자의 이익을 해하게 되는 상황을 상정할 수 있다.

위와 같은 지시권 행사로 인해 다른 수익자들에게 손해가 발생한 것은 명확하다. 이 경우 그와 같은 의결권 행사를 지시한 수익자나 그와 같은 지시를 이행한 수탁자에게 책임을 물을 수 있는지가 문제된다.

## 2) 수익자의 책임 여부

### 가) 쟁점

수익자가 신탁관계에서 부담하는 의무는 원칙적으로 수탁자가 신탁사무를 처리하는 과정에서 발생한 비용 및 그 처리과정에서 발생한 부담이나 손해에 대한 상환의무(신탁법 제46조 제2항 및 제3항), 일정한 요건 하에서 수탁자에게 부담하는 보수지급의무(신탁법 제47조 제4항)에 한정된다. 따라서 신탁계약에서 달리 정한 바가 없다면 수익자에 대하여 그 의결권 행사 지시의 당부를 문제 삼기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 이에 대한 해석론을 살펴본다.

### 나) 학설의 논의

일정한 경우 수익자에게 신인의무를 부과하고 이를 근거로 책임을 추궁할 수 있다는 견해가 있다.<sup>75)</sup> 이에 의하면, 지시권 행사의 결과가 지시자 이외의 자에게 영향을 미치는 때에는 신탁행위의 해석으로서 지시자는 신인의무를 부담한다고 추정할 수 있고, 신탁행위의 합리적 해석에 의해 지시자가 신인의무를 부담한다고 해석되는 경우 지시자는 나머지 수익자에 대한 선관주의의무를 부담하며(신탁법 제32의 준용 또는 유추적용), 충실의무에 관한 신탁법의 규정 중 적어도 일반적 충실의무(제33조)는 지시자에게 준용 또는 유추적용 되어야 한다는 것이다. 이때 위탁자(내지 수익자)와의 사이에 계약관계가 없는 지시자가 신인의무(선관주의의무·충실의무)를 부담하는 근거는 지시자의 취임승낙이라는 지시자의 의사적 관여에 둔다.

### 다) 검토

만약 의결권 행사를 지시한 수익자에게 신인의무가 인정되면, 나머지 수익자의 이익을 해하는 의결권 행사 지시가 이루어지고 그 지시에 의해서 신탁재산인 주식의 가치가 손상될 경우, 수탁자 또는 이익을 침해당한 수익자는 신탁법 제43조 또는 제51조를 유추적용하여 지시자에 대하여 책임을 추궁할 수 있다는 결론에 이르게 된다.

하지만 수익자에게 신인의무를 부과하는 것은 수익권에 법률과 계약에서 부과되지

75) 中田直茂, “指図權と信託”, 信託法制の展望, 新井誠·神田秀樹·木南 敦 編, 日本評論社(2011), 451면.

않은 추가적인 의무를 해석론으로 강제하는 것이므로 무리한 해석으로서 받아들이기 곤란하다. 따라서 의결권 행사 지시권을 행사한 수익자에 대하여 신탁계약에 따른 책임을 묻는 것은 불가능하다고 본다.

다만, 의결권 행사 지시권이 부당하게 행사되어 다른 상속인의 수익권을 침해한 것이 분명하다면, 제3자의 채권침해에 관한 법리에 따라 책임을 추궁할 여지가 있을 것이다. 통설<sup>76)</sup>과 판례<sup>77)</sup>는 제3자 채권침해가 성립하기 위해서는 고의 내지 해의 등의 주관적 요소와 침해행위 자체의 위법성 등의 객관적 요소가 함께 요구된다는 입장이다.<sup>78)</sup> 만약 의결권 행사 지시가 기업승계를 위한 일련의 과정에서 이루어진 것이라면 채권침해의 위법성이 인정되기 어려울 것이나, 그러한 지시가 기업승계와 무관하게 오로지 나머지 수익자가 배당받는 것을 방해할 목적에서 이루어진 것이라면 나머지 수익자의 수익권을 침해할 해의가 인정될 수 있고, 수익권은 물건화된 채권으로서 그 보호의 정도가 강화되므로 의결권 행사를 지시한 수익자에게 제3자 채권침해 책임이 인정될 여지가 있다.<sup>79)</sup>

한편, 실제로 의결권 행사 지시권을 부여받은 후계자는 회사의 임원일 가능성이 매우 높고, 이 경우 그의 부당한 의결권 행사 지시에 따라 발생한 회사 내지 주주의 손해는 회사의 기관으로서 불법행위를 동반하는 경우가 많을 것이므로, 대표이사 내지 이사에 대한 책임을 추궁하는 회사법적인 방법으로 위와 같은 문제는 대부분 해결될 수 있을 것으로 예상된다.

### 3) 수탁자의 책임 여부

#### 가) 쟁점

수익자가 여럿인 경우 수탁자는 각 수익자를 위하여 공평하게 신탁사무를 처리할 공평의무가 있다(신탁법 제35조). 신탁행위로 달리 정한 바가 없는 한 수탁자의 의무

76) 일반불법행위에 비하여 엄격한 요건을 요구하여 “고의”에 의하여, 법규위반, 선량한 풍속 기타 사회질서 위반, 부정한 수단 사용 등의 침해행위를 한 경우에 인정된다고 본다. 김형배, 「채권총론」, 제2판(1998), 332면; 정기웅, 「채권총론」, 법문사(2009), 233-234면; 이은영, 「채권총론」, 박영사(2006), 68면.

77) 대법원은 “제3자의 채권침해가 반드시 언제나 불법행위가 되는 것은 아니고 채권침해의 태양에 따라 그 성립 여부를 구체적으로 검토하여 정하여야 할 문제”(대법원 1975. 5. 13. 선고 73다1244 판결)라고 하면서 “채권침해의 위법성은 침해되는 채권의 내용, 침해행위의 태양, 침해자의 고의 내지 해의의 유무 등을 참작하여 구체적, 개별적으로 판단하되, 거래자유 보장의 필요성, 경제·사회정책적 요인을 포함한 공공의 이익, 당사자 사이의 이익균형 등을 종합적으로 고려하여야 할 것”(대법원 2003. 3. 14. 선고 2000다32437 판결)이라고 판시하여, 마찬가지로 일반불법행위보다 엄격한 기준을 제시하고 있다.

78) 강해아, “제3자에 의한 채권침해에 대한 연구”, 민사법학 제95호, 한국민사법학회(2021), 231면.

79) 다만 신탁 계약서에 의결권 행사 지시권이 포함된 수익권을 배당 수령권을 포함한 수익권보다 우선하는 것으로 명시한 경우라면, 의결권 행사 지시권을 행사할 때 배당 수령권의 가치를 고려할 의무가 없으므로 채권침해의 고의 내지 해의가 인정되기 어려울 것으로 보인다. 같은 취지로, 대법원은 1순위 수익자의 경우 그로 인해 후순위 우선수익자들 사이에서 불공평한 결과가 발생하였다고 하더라도, 그러한 사정만으로 후순위 우선수익자들 사이의 형평을 고려해야 한다거나 특정 후순위 우선수익자에 대한 관계에서 부당이득이 되지 않는다고 판단하였다(대법원 2013. 6. 27. 선고 2012다79347 판결).

는 차등이 있지 않으므로, 모든 수익자에게 대하여 공평의무를 지게 되는 것이다.<sup>80)</sup> 이와 관련하여, 수탁자가 의결권 행사 지시에 따라 의결권을 행사하여 나머지 수익자에게 불리한 결과가 야기될 경우 수탁자에게 공평의무를 위반한 것으로 보고 책임을 추궁할 수 있을지가 문제된다.

#### 나) 학설의 논의

수탁자의 의결권 행사는 의결권 행사 지시권을 보유한 수익자의 지시에 따른 것이지만, 수탁자는 공평의무를 부담하므로 그러한 지시가 타당한 것이었는지 여부를 확인해야 할 의무가 있으므로 그 위반 여부를 검토할 필요가 있다는 견해가 있다.<sup>81)</sup> 특히 신탁의 목적이 기업승계뿐만 아니라 그 과정에서 후계자가 아닌 나머지 수익자의 이익도 배려하기 위한 것이라는 점에서 문제될 수 있다는 것이다. 이때 수탁자는 신탁목적에 비추어 지시자의 재량을 존중하면서 지시권이 부여된 취지와 목적에서 명백하게 일탈한 지시가 있는지를 체크할 선관주의의무를 부담한다고 한다. 이에 대하여 수탁자의 공평의무는 모든 수익자를 동일하게 대우할 것을 요구하는 것이 아니라 수익자들 각각의 이익에 대하여 적절하게 배려할 것을 요구하는 것이므로, 공평의무 위반으로 접근할 것이 아니라 의결권 행사 자체가 적절하게 행사되었는지를 검토하면 충분하다는 견해가 주장되고 있다.<sup>82)</sup>

#### 다) 관련 판결

대법원은 채무자 소유 수개의 부동산에 관하여 채권자들을 1순위 또는 2순위 우선수익자로 한 담보신탁계약이 체결되어 있는 상황에서 1순위 우선수익자가 임의로 특정 부동산을 처분하여 자신의 채권에 대한 변제에 모두 총당한 사례에서, 다수 부동산의 처분순서 및 처분대금의 채무변제 총당금액에 따라서 2순위 우선수익자의 채권이 변제될 수 있는지 여부가 달라질 수 있어 수탁자에게 2순위 우선수익자의 이익을 고려할 수탁자로서의 의무가 인정될 여지가 있다고 판시하였다(다만, 구체적인 사실관계에 비추어 해당 판결에서는 위와 같은 의무가 없다고 인정하였다).<sup>83)</sup>

#### 라) 검토

앞서 대법원 판결에 의하면, 수탁자에게는 일정한 경우 수익자 상호간에 형평을 유지할 공평의무가 부과되는 것으로 확인된다. 다만, 이때 수탁자에게 부과되는 공평의

80) 최수정, 전거서, 321면.

81) 中田直茂, “指図者を利用した場合の受託者責任(上)”, 金融法務事情 第1859号, 一般社団法人金融財政事情研究会(2009), 34면.

82) 이계정, “고령사회에서의 신탁의 역할 - 신탁의 공익적 기능에 주목하여 -”, 서울대학교 법학 제61권 제4호, 서울대학교 법학연구소(2020), 111-112면.

83) 대법원 2013. 6. 27. 선고 2012다79347 판결.



무는 1순위 수익자와 2순위 수익자 사이의 형평을 유지할 공평의무가 아니라 동순위 수익자 사이의 형평을 유지할 공평의무다.

따라서 신탁계약서에 의결권 행사 지시권을 내용으로 하는 수익권과 배당이익 수령권을 내용으로 하는 수익권 사이의 우선순위를 정하면, 후계자와 나머지 상속인 상호간에 공평의무가 문제될 여지가 없어진다. 즉 신탁법은 수탁자의 공평의무도 신탁행위로 제한할 수 있다고 정하고 있는데(신탁법 제35조 단서), 기업승계를 위한 주식신탁은 후계자에 대한 기업승계를 목적으로 하는 것이므로 후계자가 갖는 수익권이 나머지 상속인에 대한 수익권보다 우선한다는 것을 신탁계약서에 규정하면, 양자간에 공평의무가 문제될 이유도 없어지는 것이다.

관련하여, 하급심 판결에서도 “신탁계약이 항상 동일한 내용으로 정해지는 것은 아니고 구체적인 경우에 상이한 내용으로 정해질 수 있는 점을 고려하면 공평의무가 '수탁자는 모든 수익자를 항상 똑같이 취급해야 한다'는 것을 의미한다고 볼 수 없으므로, 신탁계약의 내용에 따라 실질적으로 수익자를 공평하게 취급하여야 하는 의무라고 해석함이 타당하다”<sup>84)</sup>고 판시하여, 신탁계약에 따라 수익권의 우선순위를 정한 경우 순위가 다른 수익자 상호간의 공평의무는 문제될 여지가 없음을 밝히고 있다.

## 라. 입법론

### 1) 신탁주식에 대한 수탁자의 의결권 행사 가능 비율

#### 가)쟁점

자본시장법의 적용을 받는 신탁업자가 신탁재산에 속하는 주식을 동일 법인이 발행한 주식 총수의 100분의 15를 초과하여 취득한 경우에는 그 초과하는 주식에 대해서는 의결권을 행사할 수 없다(자본시장법 제112조 제3항 제1호). 위 조문은 기업승계를 위한 신탁을 규제하기 위한 목적에서 도입된 것이 아니다. 하지만 문언 상 모든 신탁에 대하여 적용되는 것으로 규정되어 있어 기업승계를 위한 신탁에 있어서도 동일하게 적용될 수밖에 없는 상황이다. 따라서 위 규정에 의하면, 창업주가 기업승계를 위하여 의결권 행사 지시권을 수익권으로 하는 주식신탁을 하더라도, 회사 주식의 15%를 초과하는 의결권에 대하여는 수탁자를 통해 행사할 수 없게 되는 문제가 발생한다.<sup>85)</sup>

84) 서울고등법원 2011. 6. 16 선고 2010나52982(본소), 2010나52999(반소) 판결, 위 판결은 상고 기각으로 2014. 2. 27. 확정되었다(대법원 2014. 2. 27 선고 2011다59797 판결). 대법원에서는 공평의무에 관한 상고인의 주장을 배척하는 판단을 하였으나, 구체적인 법리 판단은 하지 아니하였다.

85) 다만, 신탁선언에 의한 유언대용신탁의 경우 수탁자가 위탁자 자신이므로 자본시장법이 적용되지 않으므로, 위와 같은 문제가 발생하지 않는다.

## 나) 검토

자본시장법 제112조 제3항 제1호 규정은 하나의 수탁자가 하나의 법인에 대하여 보유하고 있는 주식 수를 기준으로 하고 있으므로, 현행 법률에 의하더라도 창업주가 여러 수탁자에게 분할하여 주식을 15% 이하로 신탁한 경우에는 모든 신탁 주식에 대한 의결권 행사가 가능할 것으로 본다. 예컨대, 주식 60%를 보유한 창업주가 4개의 신탁업자인 수탁자에게 15%씩 주식을 신탁하는 내용으로 분리형 유언대용신탁 계약을 체결한다면, 수탁자들은 각자 15%를 초과하지 아니하는 범위에서 의결권을 행사할 수 있으므로, 결과적으로 의결권 행사 지시권을 보유한 수익자는 60%에 해당하는 의결권 행사를 지시할 수 있게 되는 것이다.<sup>86)</sup>

자본시장법 제112조 제3항 제1호는 신탁회사가 신탁받은 주식의 의결권을 임의로 행사하여 신탁재산을 이용해 다른 회사를 지배하는 것을 방지하기 위한 목적에서 규정된 것으로 이해되는데,<sup>87)</sup> 앞서 검토한 바와 같이 기업승계를 위한 주식신탁은 위탁자 내지 수익자의 지시를 받아 의결권을 행사하는 것이므로 위와 같은 취지에 반하지 않고 오히려 부합하는 상황이다. 그럼에도 불구하고 입법의 불비로 인해 불필요한 규제가 되어 기업승계를 위한 주식신탁의 활성화를 가로막고 있는 상황이다. 따라서 기업승계를 목적으로 한 주식신탁의 경우 수탁자가 신탁업자이더라도 수탁자의 의결권 행사가 위탁자나 수익자의 지시에 따라 이루어지는 때에는 자본시장법 제112조 제3항 제1호의 의결권제한 대상에서 제외하는 내용으로 법을 개정할 필요가 있다.<sup>88)</sup>

## 2) 금융산업의 구조개선에 관한 법률 및 은행법상 수탁제한 관련

### 가) 쟁점

『금융산업의 구조개선에 관한 법률』(이하 “금산법”) 제24조 제1항<sup>89)</sup>과 『은행법』제37조<sup>90)</sup>는 각각 금융기관과 은행의 다른회사 주식 취득 제한에 관하여 규정하고 있다. 우리나라의 신탁업자는 대부분 금융기관에 해당하고 은행인 경우도 많은데, 유언대용 신탁으로 주식을 신탁할 때 금산법 제24조 제1항에 의한 수탁제한 및 은행법 제37조에 의한 수탁제한이 동일하게 적용되는지 문제된다.

86) 이에 대해서는 입법취지를 잠탈하는 해석이라는 이유로 반대하는 견해가 가능하다. 다만, 기업승계를 위한 신탁의 경우 위 법률의 규제 목적이 아니라는 점에서 재반박이 가능할 것이다.

87) 오영표, “유언대용신탁의 활용과 실무상 쟁점”, 신탁연구 제2권 2호, 한국신탁학회(2021), 80면.

88) 권종호, 전계논문, 1372면.

89) 제24조(다른 회사의 주식소유한도) ① 금융기관(제2조제1호나목에 따른 중소기업은행은 제외한다. 이하 이 장에서 같다) 및 그 금융기관과 같은 기업집단에 속하는 금융기관(이하 “동일계열 금융기관”이라 한다)은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하려면 대통령령으로 정하는 기준에 따라 미리 금융위원회의 승인을 받아야 한다.

1. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 20 이상을 소유하게 되는 경우

90) 제37조(다른 회사 등에 대한 출자제한 등) ① 은행은 다른 회사등의 의결권 있는 지분증권의 100분의 15를 초과하는 지분증권을 소유할 수 없다.

#### 나) 금융위원회 회신 - 금산법 제24조 제1항 관련

금융위원회는 금산법 제24조 제1항 제1호의 “소유”는 실질적으로 의사결정을 하는 자가 누구인지를 기준으로 판단해야 하는데, 유언대용신탁의 경우 원칙적으로 실질적 의사결정권자인 위탁자가 금산법 제24조 제1항의 승인을 받아 하는 것이지만 위탁자가 금융기관이 아닌 경우에는 금산법 제24조 제1항의 승인의무가 적용되지 않는다고 답하였다.<sup>91)</sup> 즉 금산법의 조화로운 해석, 타 법령 입법례(『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』, 『금융투자업 감독규정』등)를 감안하면, 금산법 제24조 제1항 제1호 “소유”의 주체는 “실질적 의사결정권자”인데, 유언대용신탁의 경우에 금산법 제24조 제1항 제1호 “소유”의 주체는 실질적 의사결정권자인 위탁자이므로, 위탁자가 금융기관이 아닌 경우에는 금융기관이 이를 소유한 것으로 볼 수 없으므로 금산법 제24조의 승인의무가 적용되지 않는다는 것이다.

따라서 금융기관이 주식을 신탁받아 수탁자가 되더라도, 이는 위 규정에서 승인의 대상으로 삼은 “주식을 소유하는 것”으로 볼 수 없으므로 금융위원회의 승인을 받을 필요가 없는 것이다.

#### 다) 금융위원회 회신 - 『은행법』 제37조 제1항 관련

금융위원회는 『은행법』제37조 제1항에서 정하는 은행의 다른 회사 등의 의결권 있는 지분증권 100분의 15 초과 소유 여부 계산 시 유언대용신탁 등으로 은행의 신탁계정에서 보유하는 지분증권은 계산에서 제외된다고 답하였다.<sup>92)</sup> 『은행법』제37조 제1항의 경우 『은행법』 제35조의3(대주주가 발행한 지분증권의 취득한도등)과는 달리 신탁계정 포함여부에 대한 명시적 언급이 없고, 『은행법』 제37조 제1항의 취지는 은행의 비금융회사 지배를 제한하는 것인데, 은행이 위탁자인 고객의 지시에 의하여 이미 고객이 보유하고 있는 주식을 수탁받아 관리하는 것은 은행의 자회사 지배목적 주식 취득으로 보기 어렵다는 것이다.

따라서 은행이 주식을 신탁받아 수탁자가 될 경우 위 규정에 불구하고 의결권 있는 지분증권 100분의 15 이상도 취득할 수 있게 되는 것이다.

#### 다) 검토

금융위원회의 회신으로 유언대용신탁의 경우 위 두 가지 제한이 적용되지 않는 것

91) 금융규제민원포털, 법령해석, “유언대용신탁 관련 수탁제한과 의결권 제한 사항 적용 여부 법령해석 요청”,

[https://better.fsc.go.kr/fsc\\_new/replyCase/LawreqDetail.do](https://better.fsc.go.kr/fsc_new/replyCase/LawreqDetail.do), (2021. 11. 19. 최종방문).

92) 금융규제민원포털, 법령해석, “유언대용신탁 관련 수탁제한과 의결권 제한 사항 적용 여부 법령해석 요청”,

[https://better.fsc.go.kr/fsc\\_new/replyCase/LawreqDetail.do](https://better.fsc.go.kr/fsc_new/replyCase/LawreqDetail.do), (2021. 11. 19. 최종방문).

으로 확인되었지만, 법해석은 변경될 수 있고, 수범자로서는 입법이 없는 이상 불안한 상태가 계속될 수밖에 없다. 따라서 위 회신 내용을 명시적으로 반영한 구체적인 법 개정이 필요하다.

### 3. 기업승계 지원 제도와의 정합성 검토

#### 가. 가업상속공제 제도와의 관계

##### 1) 문제점

가업상속공제 제도는 피상속인 요건으로 피상속인이 상속개시일 현재 거주자로 최대주주 등인 경우로서 피상속인과 그의 특수관계인의 주식 등을 합하여 해당 기업의 발행 주식 총수 등의 100분의50(상장되어 있는 법인은 100분의 30) 이상을 10년 이상 계속하여 보유할 것을 요구하고 있다. 그런데 주식을 신탁할 경우 피상속인이 보유하고 있던 주식이 수탁자에게 완전히 이전되므로 위 요건을 갖추지 못하게 되는 것이 아닌지 문제된다. 현재 이에 대한 명확한 유권해석은 없는 상황이나, 위 요건을 갖추지 못하게 되는 것으로 인정되면 상속세를 감면할 수 있는 매우 중요한 특례를 적용받지 못하게 되므로, 기업승계를 위해 유언대용신탁을 활용할 동기가 현저히 낮아진다는 점에서 중요한 문제에 해당한다.<sup>93)</sup>

##### 2) 일본의 사례

앞서 설명한 것처럼, 주식신탁을 활용한 기업승계는 수년 전에 일본에서 소개되었고, 현재도 여러 신탁사에서 관련 상품을 판매하고 있다.<sup>94)</sup> 그런데 위 신탁 상품 안내 페이지에는 위 신탁 상품으로는 가업상속공제 제도의 적용을 받을 수 없다고 안내하고 있다.<sup>95)</sup> 일본은 가업상속공제 제도를 활용하면 최대 100%까지 상속세를 절감할 수 있기 때문에 가업상속공제 제도의 적용여부는 기업승계에서 매우 중요한 의미를 갖는다. 그런데 주식 신탁을 활용한 기업승계에서는 가업상속공제의 혜택을 받지 못하므로, 현재 일본에서는 신탁을 활용한 기업승계가 크게 활성화되지 않은 것으로 보인다.

93) 신탁선언에 의한 유언대용신탁을 설정할 경우 수탁자가 여전히 피상속인이므로 위탁자 요건과 관련된 문제는 발생하지 않을 것으로 보인다.

94) Mizuho 신탁은행, <https://www.mizuho-tb.co.jp/souzoku/jigyoushoukei.html>, Daiwa 증권, <https://www.daiwa.jp/houjin/management/jishakabu.html>, (2021. 11. 5. 최종방문).

95) 信託協會, 事業承継信託, [https://www.shintaku-kyokai.or.jp/products/individual/assetsuccession/business\\_succession.html](https://www.shintaku-kyokai.or.jp/products/individual/assetsuccession/business_succession.html), (2021. 11. 5. 최종방문).

다만 일본의 경우 기업승계를 지원하기 위한 다양한 정책이 시행되고 있고, 특히 유류분의 경우 유류분의 사전 포기, 유류분 반환 대상 증여의 가액산정 기준시기 확정, 유류분의 가액 반환 허용, 유류분 반환 시기 유예 등 유류분 반환 청구를 당한 후계자를 배려한 정책이 충분한 상황이다. 따라서 유류분 문제를 해결할 수 있는 주식 신탁을 활용한 기업승계에 대한 수요가 크지 않고, 가업상속공제 제도에의 적용 필요성도 부각되지 않고 있는 것으로 보인다.

### 3) 검토

세법은 다른 법률체계와 다른 독자적인 체계를 이루고 있고, 실질과세원칙과 도관 이론에 따르는 과세를 원칙으로 한다. 신탁을 통해 주식이 수탁자에게 이전되었다는 것은 사법상의 효과이나, 앞서 검토한 기업승계를 위한 유언대용신탁은 위탁자의 생전에는 위탁자가 수익자인 자익신탁에 해당하기 때문에 실질과세원칙에 따른 경우 세법상의 소유자는 위탁자로 볼 여지가 있다. 실제로 상속세법상 피상속인이 신탁한 재산은 상속재산으로 보아 과세하고 있는 현실을 고려하면<sup>96)</sup>, 세법상의 특례인 가업상속공제 제도 역시 위와 같은 세법상의 원칙에 따라 해석하여, 신탁에도 불구하고 피상속인이 보유한 것으로 간주하여 피상속인 요건을 갖춘 것으로 해석될 수 있다.

앞서 살펴본 바와 같이, 최근 금융위원회는 금융기관이 다른 회사의 의결권 있는 주식 중 100분의 20 이상을 소유하기 위해서 금융위의 사전승인을 요구하는 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제24조 제1항에 관하여, 유언대용신탁의 경우 위탁자 생전에는 위탁자가 주식의 실질적인 소유자라는 이유로 수탁자인 금융기관은 사전 승인의 대상이 아니라고 해석하였다.<sup>97)</sup> 금융위원회의 위와 같은 해석도 유언대용신탁에서 위탁자가 생존해 있는 경우 세법상으로 위탁자를 소유자로 인정할 수 있는 또하나의 근거가 될 수 있다.

가업상속공제 제도의 사전 요건 중 상속인 1인이 주식을 취득해야 한다는 요건도 앞서와 같은 문제가 있었으나, 2016. 2. 법률개정으로 삭제되었으므로 더 이상은 문제되지 않는다. 다만, 사후 관리 요건으로 후계자인 상속인이 7년 동안 주식을 처분하면 안된다는 요건이 있으므로 이에 대하여는 동일한 논의가 필요하다. 이 경우 후계자인 상속인이 취득한 수익권을 주식과 마찬가지로 취급하면 될 것이라고 본다.

#### 나. 주식 증여 과세특례 제도와의 관계

주식 증여 과세특례의 경우에도 수증자와 증여자 요건에 동일한 문제가 있다. 이에

96) 「상증세법」 제9조 제1항.

97) 금융규제민원포털, 법령해석, “유언대용신탁 관련 수탁제한과 의결권 제한 사항 적용 여부 법령해석 요청”,

[https://better.fsc.go.kr/fsc\\_new/replyCase/LawreqDetail.do](https://better.fsc.go.kr/fsc_new/replyCase/LawreqDetail.do), (2021. 11. 19. 최종방문).

대하여도 주식의 승계가 신탁의 방법으로 이루어진 경우에도 주식 증여 과세특례를 인정할 필요가 있다. 특히, 현재 상속세법상 신탁수익을 실지급 받기 전에 위탁자가 사망한 경우, 수익자가 신탁재산을 실제로 소유하지 않더라도 위탁자가 사망한 날 증여한 것으로 보고 증여세를 과세하고 있는<sup>98)</sup> 현실을 고려하면, 과세 특례의 적용에 있어서도 동일한 기준을 적용해서 주식을 수익자에게 직접 증여한 것으로 인정할 수 있을 것이다. 이에 상응하여 가업상속공제 제도와 마찬가지로, 사후요건에 주식의 처분이 아니라 수익권의 처분도 제한하는 취지를 보충하여 입법하면 될 것이다.

#### 다. 입법론

엄청난 세율을 자랑하는 현행 상속세제 하에서 기업을 승계하려는 창업주나 후계자 등 관계자는 특히 세금 문제에 가장 민감할 수밖에 없다. 따라서 기업승계를 준비할 때 가업상속공제 등 기업승계 지원 제도의 적용을 받는지 여부는 매우 중요한 문제이다. 그런데 현행 기업승계 지원 제도에 의하면, 신탁을 이용한 기업승계를 할 경우 그렇지 않은 경우와 동일하게 기업승계 지원 제도의 적용을 받을 수 있는지 여부가 불확실한 상황이다. 이러한 불확실성은 신탁을 기업승계 지원 특례 대상에서 배제하려고 의도한 것이 아니라 단지 입법의 불비로 인해 초래된 것이다.

만약 신탁을 이용한 기업승계가 그렇지 않은 경우와 달리 기업승계 지원 제도의 혜택을 받을 수 있을지 불확실한 상황이 지속된다면, 창업주나 후계자들은 기업승계 지원 제도를 적용받지 못할 것을 우려해 신탁을 활용한 기업승계를 시도조차 하지 못하게 될 위험이 크다. 그러므로 이러한 불안을 해소하고 원활한 기업승계를 달성할 수 있도록 입법을 통해 신탁을 활용한 기업승계도 기업승계 지원 제도의 대상이라는 것을 명확히 하는 것이 필요하다.

## V. 결론

우리나라가 기업을 승계하기 어려운 나라로 평가받는 데에는 기업승계를 개인자산의 상속과 동일하게 취급하여 상당한 과세를 가하는 과세제도와 더불어 후계자에게 기업의 지배권 내지 경영권을 이전시키는 것조차 어렵게 하는 유류분 등 기존 상속제도가 핵심적인 역할을 하고 있다. 정부는 기존 과세제도의 문제점을 인식하고 기업승계를 지원하기 위한 여러 대책을 마련하고 있지만, 그 혜택은 기업이 후계자에게 승계되는 것을 전제로 하는 것일 뿐만 아니라 기업차원에서 철저히 사전에 준비를 해야만 받을 수 있다. 따라서 기존 상속제도와 관련된 문제를 해결하여 기업을 승계할 후계자를 정하고 그에게 기업의 지배권 내지 경영권을 이전시키는 작업을 안정적으로

98) 「상속세법 시행령」 제25조 제1항 제1호.

진행하는 것이 성공적인 기업승계의 전제이자 필요조건이라 할 것이다.

살펴본 것처럼, 신탁은 기업승계 과정에서 기존 상속제도와 관련해 발생할 수 있는 여러 문제, 특히 유류분 문제를 해결하여 후계자에게 기업의 지배권 내지 경영권을 안정적으로 이전시킬 수 있는 방안이 된다. 신탁의 전환기능을 통해 종래 대륙법체계에서 불가능했던 소유권(기업승계의 경우에는 주식)의 상대적 분리 및 귀속을 실현해 낼 수 있기 때문이다. 유언대용신탁을 통해 주식을 신탁하고 수익권을 분리하여 귀속 시킴으로써, 후계자는 주식의 의결권을 실질적으로 행사하고 나머지 상속인은 주식으로부터 발생하는 배당수익을 얻는 방법으로 창업주의 상속재산을 안분하여, 기업승계와 나머지 상속인들의 만족이라는 두 가지 목표를 한 번에 달성할 수 있게 되는 것이다. 이와 같이 후계자를 지정하고 그에 대한 지배권과 경영권의 이전이 이루어지면, 후계자는 기업승계 과정에서 발생할 수 있는 상속세 등 여러 문제를 대비하기 위해 전력을 다할 수 있고, 이로써 정부가 제안하고 있는 여러 기업승계지원 제도의 혜택을 받을 수 있는 길이 열리게 된다.

신탁은 그 태생적인 차이로 인해 대륙법체계인 우리나라 법제도와 부합하지 않는 면이 있으므로, 이를 온전히 활용하기 위해서는 기존 제도와의 정합성을 검토해볼 필요가 있다. 신탁을 이용하여 기업승계를 진행할 경우 발생할 수 있는 여러 문제를 검토한 결과, 신탁은 현행 법체계 하에서도 기업승계를 위해 모순없이 활용될 수 있을 것으로 확인되었다. 첫째, 주식 불가분의 원칙의 경우 분리형 유언대용신탁에서 후계자와 나머지 상속인이 각각 의결권 행사와 배당수령이라는 결과를 얻게 되는 것은 주식을 분리한 결과가 아니라 신탁의 효과일 뿐이라는 점에서 현행법체계와 모순되지 않는다. 둘째, 의결권행사 지시권은 신탁행위로 유보할 수 있는 당연한 권리일 뿐만 아니라 신탁사업의 목적에 부합하는 것이라는 점에서 현행법체계 하에서도 그 효력을 인정하는데 어려움이 없다. 셋째, 의결권행사 지시에 따른 의결권행사로 인해 나머지 수익자들과의 관계에서 공평의무가 문제될 수 있으나, 수익자는 공평의무를 부담하지 않고, 신탁자에게 부과되는 공평의무는 동순위 수익자 사이의 형평을 유지할 의무이므로 신탁설정시 의결권 행사 지시권에 우선순위를 부여하는 것으로 해결할 수 있다.

신탁은 시나브로 일상에서 널리 활용되고 있다. 하지만 자본시장법에서 신탁업을 금융투자업의 일종으로 보고 규율하면서 과잉 규제 내지 입법 불비로 인한 문제가 발생하고 있다. 즉 신탁을 고려하지 못한 입법으로 인해 해당 규정이 예정한 규제대상이 아님에도 규제대상에 포함되는 등으로 신탁업이 활성화되는데 여러 제약이 가해지고 있는 것이다. 기업승계 지원 제도의 경우에도 최근 지속적인 법령 개정을 통해 그 실효성을 높이고 있지만, 신탁을 활용한 기업승계를 예상하지 못한 탓에 신탁을 한 경우에 각 지원 제도의 적용대상이 되는지에 대한 규율이 명확하지 않은 문제가 있다. 이러한 입법의 공백은 기업승계를 준비하는 이들에게 세제혜택이 갖는 중요성을 고려하면 매우 뼈아픈 실책이다.

신탁은 경직되어 있던 기존 법체계를 부드럽고 유연하게 해 줄 수 있는 검증된 제

도이지만, 영미법에서 기원한 신탁을 대륙법에 기초한 기존 법체계만으로 온전히 설명해내는 것이 쉽지만은 않다. 이런 상황을 기교적으로 이용해서 신탁을 기존 법체계를 잠탈하는 도구로 이용하는 무리한 해석론은 지양되어야 하며, 신탁이 우리 법체계에 정착록하여 깊이 뿌리내릴 수 있도록 기존 법체계와 조화로운 해석을 해야 할 것이다. 궁극적으로 법현실과 법률의 간극에서 발생하는 부족한 점을 메울 수 있도록 조속한 보완 입법을 통해 기업승계를 비롯한 다양한 영역에서 신탁의 무궁한 가능성과 다양한 기능이 실현될 수 있도록 하는 환경이 조성되기를 기대한다.



## 참고문헌

### 1. 단행본

- 곽윤직(편집대표), 「민법주해[IV] 물권(1)」, 박영사(1992).
- 광장신탁법연구회, 「주석 신탁법 제2판」, 박영사(2016).
- 국세청, 「중소기업 경영자를 위한 가업승계 지원제도 안내」, 국세청(2020).
- 김용덕(편집대표), 「주석 민법 [채권총칙 1]」, 한국사법행정학회(2020).
- 김희선, 「중소기업 가업승계 활성화를 위한 조세제도 개선방안」, 중소기업연구원 (2020).
- 명순구, 오영걸 역, 「현대미국신탁법」, 세창출판사(2005).
- 민유숙(편집대표), 「주석 민법 [상속]」, 한국사법행정학회(2020).
- 법무부(김상용 감수), 「신탁법 해설」, 법조협회(2012).
- 아라이 마코토 저/안성포 역, 「信託法」 제3판, 전남대학교출판부(2011).
- 오영걸, 「신탁법」, 홍문사(2021).
- 이계정, 「신탁의 기본 법리에 관한 연구 - 본질과 독립재산성」, 경인문화사(2016).
- 이중기, 「신탁법」, 삼우사(2007).
- 정동윤(편집대표), 「주석 상법 - 회사법」, 한국사법행정학회(2014).
- 정순섭, 「신탁법」, 지원출판사(2021).
- 중소기업벤처부·중소기업중앙회, 「중소기업 가업승계 세제 해설 HANDBOOK」, 중소기업벤처부·중소기업중앙회(2020).
- 중소기업중앙회, 「2020 중소기업 가업승계 실태조사 보고서」, 중소기업중앙회(2020).
- 중소기업중앙회, 「2020년 중소기업현황」 중소기업중앙회(2020).
- 지원림, 「민법강의」, 홍문사(2008).
- 최동식, 「신탁법」, 법문사(2006).
- 최수정, 「신탁법」, 박영사(2016).
- 한국상사법학회, 「주식회사법대계」, 홍문사(2019).
- Robert L. Mennel/Sherri L. Burr,(임채웅 역), 「미국신탁법」, 박영사(2011).

## 2. 논문

- 강혜아, “제3자에 의한 채권침해에 대한 연구”, 민사법학 제95호, 한국민사법학회 (2021).
- 권종호, “중소기업의 원활한 사업승계를 위한 방안”, 비교사법 제18권 제4호, 한국비교사법학회(2011).
- 김대홍, “일본 경영승계원활화법의 사업승계 지원제도에 관하여”, 법학연구 제22권 제4호, 인하대학교 법학연구소(2019).
- 김상훈, “유언대용신탁을 활용한 기업승계”, 기업법연구 제29권 제4호, 한국기업법학회(2015).
- 김순석, “신탁을 활용한 중소기업의 경영권 승계 방안에 관한 연구 - 유언대용신탁 및 수익자연속신탁의 활용을 중심으로 -.” 법학논총 제36권 제4호, 전남대학교 법학연구소(2016).
- 김완일, “기업승계에 대한 조세지원제도의 문제점과 개선방안”, 세무와 회계 연구 제1권제 1호, 한국세무사회(2012).
- 김용진, “도산법적 측면에서 바라 본 기업승계 세제지원 제도의 문제점과 개선 방안”, 서울법학 제26권 제3호, 서울시립대학교 법학연구소(2018).
- 김재형, “제3자에 의한 채권침해 : 판례의 전개를 중심으로”, 민법론 III, 박영사 (2007).
- 김진우, “신탁재산의 특수성”, 법조 통권 553호, 법조협회(2002).
- 노혁준, 김지평, “주식신탁의 활용방안 연구(법무부 용역보고서)”, 서울대학교 금융법센터(2015).
- 박근웅, “상속에 의한 기업승계의 몇 가지 문제”, 비교사법 27(3), 한국비교사법학회 (2020).
- 박철영, “소수점 주식 거래를 위한 수익증권발행신탁의 활용”, 신탁연구 제3권 1호, 신탁법학회(2021).
- 안성포, “보험금청구권을 신탁재산으로 하는 유언대용신탁에 관한 소고”, 신탁연구 제3권 1호, 한국신탁학회(2021).
- 엄복현, “신탁제도와 유류분반환청구권과의 관계”, 가족법연구 제32권 제3호, 한국가족법학회(2018)
- 오영표, “新신탁법 시행에 따른 자본시장법상의 법적 쟁점(신탁법과 자본시장법의 조화로운 공존을 모색하며),” 은행법연구 제5권 제1호, 은행법학회(2012).
- , “유언대용신탁의 활용과 실무상 쟁점”, 신탁연구 제2권 2호, 한국신탁학회

(2021)

이계정, “고령사회에서의 신탁의 역할 - 신탁의 공익적 기능에 주목하여 -”, 서울대학교 법학 제61권 제4호, 서울대학교 법학연구소(2020).

-----, “신탁의 수익권의 성질에 관한 연구”, 민사법학 제77권, 한국민사법학회(2016).

이근영, “신탁법상 수익자의 수익권의 의의와 수익권포기-신탁법 제42조 제3항을 중심으로”, 민사법학 제30호, 한국민사법학회(2005).

이영경, “사업신탁의 법리에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 법학박사 학위논문(2018).

이화연, “재산승계수단으로서의 신탁과 상속 - 신탁의 재산승계수단으로서의 활용가능성과 유류분 반환의 문제를 중심으로-”, 사법논집 제65집, 법원도서관(2017).

임채웅, “수동신탁 및 수탁자의 권한제한에 관한 연구”, 법조 제614호, 법조협회(2007).

-----, “유언신탁 및 유언대용신탁의 연구”, 인권과 정의, 제397권, 대한변호사협회(2009).

-----, “신탁과 유류분에 관한 연구”, 사법, 통권 41호, 사법발전재단(2017).

정구태, “신탁제도를 통한 재산승계 -유류분과의 관계를 중심으로-”, 인문사회 제9권 제1호, (사)아시아문화학술원(2018).

정소민, “신탁을 통한 재산승계과 유류분반환청구권”, 한양법학 제28권 제2집, 한양법학회(2017).

조웅규, “신탁을 활용한 기업승계 방안”, 서울대학교 대학원 법학석사 학위논문(2022).

-----, 유언대용신탁의 활성화 방안 - 신탁선언에 의한 유언대용신탁 -, 가족법연구 제36권 1호, 한국가족법학회(2022).

최수정, “상속수단으로서의 신탁”, 민사법학 제34호, 한국민사법학회(2006).

-----, “개정신탁법상의 재산승계제도 - 유언대용신탁과 수익자연속신탁을 중심으로 -”, 법학논총, 제32권 제2호, 전남대학교 법학연구소(2011).

최준규, “유류분과 기업승계-우리 유류분 제도의 비판적 고찰.” 사법 제1권 제37호, 사법발전재단(2016).

-----, “유류분과 신탁”, 사법 1(34), 사법발전재단(2015).

허준석, “신탁 성립에 관한 연구 - 성립 요건과 범위를 중심으로-”, 서울대학교 대학원 법학박사 학위논문(2019).

### 3. 외국문헌

#### [일본어 문헌]

中田直茂, “指図権と信託”, 信託法制の展望, 新井誠·神田秀樹·木南 敦 編, 日本評論社(2011).

-----, “指図者を利用した場合の受託者責任(上)”, 金融法務事情 第1859号, 一般社団法人金融財政事情研究会(2009).

白井正和, “信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離”, 信託法研究 第39号, 信託法学会(2014).

井上聰, “最近の新しい信託取引の動向について”, 信託 第242号, (社)信託協会(2010).

中小企業庁, 「中小企業の事業承継に関する集中実施期間について(事業承継5ヶ年計画)」, 中小企業庁(2017.7.).

#### [영어 문헌]

Langbein, John H., “The Secret Life of the Trust: the Trust as an Instrument of Commerce”, 107 Yale L. J. (1997).

Parkinson, Patrick, “Reconceptualising the Express Trust”, Cambridge Law Journal, Vol.61. No.3(2002).

Scott, Austin Wakeman and Fratcher, William Franklin, 「The Law of Trusts」, 4.ed., Vol. I, Little, Brown and Company(1987).

Worthington, Sarah, 「Equity」, 2nd ed., Oxford University Press(2006).

# 토 론 문

## 신탁을 활용한 기업승계 방안

### - 주식 기능을 분리하는 수익권 설계를 통한 유류분 문제 극복 -

최수정 (서강대학교 법학전문대학원)

1.

신탁을 통한 기업 또는 기업승계 문제는 이미 10여 년 전부터 제기되었던 문제입니다. 그럼에도 불구하고 아직까지 동일한 논의가 되풀이되고 있는 현상은 문제해결을 위한 입법적인 조치가 여전히 이루어지지 않고 있음을 보여줍니다.

발표문의 제목과 같이 신탁을 활용하여 기업승계가 가능하다는 점에는 누구도 의문이 없을 것입니다. 그리고 피상속인의 사망에 따른 기업승계가 유류분제도로부터 결코 자유롭지 못함도 명백합니다. 발표자는 부제에서 유류분 침해에 따른 문제 해결을 위한 수익권의 설계에 논의의 중점이 있음을 분명히 하고, 서론에서 기업승계의 장애요인으로 유류분 문제를 지적하고 있습니다. 따라서 발표문에서 기존의 논의를 정리한 부분을 제외하고 발표자가 제안한 내용에 대한 제 생각과 의문을 전하는 것으로 토론에 갈음하도록 하겠습니다.

2.

먼저 유류분 침해 여부의 판단 및 이를 둘러싼 분쟁을 방지 내지 최소화하기 위하여는 유류분의 계산이 필요하고, 그 전제로서 유류분 산정의 기초재산에 산입되는 것이 무엇인지, 그 가액을 어떻게 평가할 것인지, 침해가 인정되는 경우 어떠한 형태로 유류분반환이 이루어져야 하는지에 대한 논의가 불가결합니다. 이와 관련하여 이미 여러 견해가 대립하고, 아직 ‘판례’라고 할만한 것은 없습니다. 이러한 상황에서 발표자는 “결론 이외의 내용은 핵심적인 쟁점이 아니므로 생략”한다고 하면서(각주 33), 수익권을 원본수익권과 수입수익권으로 구성하여 후계자를 포함한 모든 상속인에게 수익권을 수여하면 유류분침해가 발생하지 않는다고 합니다. 발표자와 같이 수탁자가 소유하는 주식에 대하여 수익권의 내용을 달리하여 각 수익자에게 유효하게 귀속시킬 수 있다는 점에는 저도 동의합니다. 그러나 후계자와 다른 상속인에게 원본수익권과 수입수익권을 각각 귀속시키는 것만으로 유류분 문제를 피해갈 수는 없습니다. 특히 발표자와 같이 수입수익권을 수익자 생존 중에만 존속시키고 사망시에는 원본수익자에게 귀속시킨다면, 유류분 산정을 위하여 수익권을 기초재산에 산입하여야 한다는 견해에 따르면 그 가액의 평가에 따라 보다 용이하게 유류분 침해가 인정될 것입니다. 또한 신탁재산 자체를 기초재산에 산입하는 견해에 의하더라도 유류분의 침해 및 그 반환을 판단하기 위하여는 수익권의 가액평가가 필요합니다. 결국 기업승계에 있어서도 기존의 논의의 연장선상에서 유류분 문제에 접근할 수밖에 없습니다. 이에 관한 발표자의 견해는 무엇인지요?

3.

유언상속의 문제점으로 발표자는 유언의 철회자유로 인하여 오랜 시간 불확정한 법률관계가 지속된다는 점을 듭니다. 그러나 유언은 유언자의 종의(終意)에 따른 상속을 가능하게 하는 것이며, 동일한 취지는 유언대용신탁의 경우 원칙적으로 위탁자에게 수익자변경권을 인정하는 데도 반영되어 있습니다(신탁법 제59조). 발표자는 유언대용신탁을 대안으로 제시하고 있는데, 유언대용신탁에서도 수익자변경권이 인정되는 이상 적어도 동일한 문제는 남아 있는 것 아닌지요?

4.

발표자는 계약방식의 유언대용신탁은 “언제든 철회가 가능하다”고 적고 있는데, 미국에서의 소위 ‘철회가능신탁’상 철회에 해당하는 우리법상의 개념은 해지에 해당합니다. 그리고 우리 신탁법상 위탁자는 해지권을 유보하지 않는 한 신탁계약을 임의로 해지할 수 없다고 해야 할 것입니다.

5.

원본수익자의 수익권 행사에 따른 수입수익자의 손해와 관련하여, 수익자간에 fiduciary duty를 인정할 근거는 없습니다. 그리고 원본수익자에게 수입수익자의 이익을 배려할 의무가 없는 이상 원본수익권의 행사로 수입수익자에게 손해가 발생하더라도 그 위법성을 인정하기는 어렵습니다. 따라서 발표자가 들고 있는 제3자의 채권 침해가 성립하는 경우란 매우 제한적일 수 밖에 없고, 증명의 문제로 귀착될 것입니다. 발표자는 신탁상 원본수익권을 수입수익권보다 우선하는 것으로 정하는 것을 하나의 해법으로 드는데, 이 경우 유류분 산정시 수입수익권의 경제적 가치는 더 낮아질 수밖에 없어 보다 용이하게 유류분침해가 인정될 수 있을 것입니다. 그리고 발표자는 원본수익자가 회사 임원일 가능성이 매우 높기 때문에 이 경우 회사법적으로 대부분 문제를 해결할 수 있다고 주장합니다. 그러나 주주는 수탁자이고, 의결권의 행사도 수탁자가 하고, 손해도 수탁자가 받은 것입니다. 그렇다면 수입수익자가 수탁자가 아닌 이사에 대하여 책임을 추궁할 수 있는지, 그리고 그 근거는 무엇인지요?

5.

수탁자의 책임과 관련하여, 발표자는 공평의무를 동순위 수익자 사이의 형평을 유지할 의무라고 정의하고, 신탁상 원본수익권을 수입수익권보다 우선하는 것으로 정하면 공평의무가 문제될 여지가 없다고 합니다. 그러나 이는 지나치게 협소한 이해가 아닌가 합니다. 수탁자의 공평의무는 동순위 수익자 사이에서만 아니라, 서로 다른 수익자 사이, 수탁자가 인수한 다수 신탁상의 수익자 사이에서도 적용됩니다. 수탁자는 선순위 수익권의 행사에 따라야 하지만, 이 경우 후순위 수익자가 불이익을 받지 않을 수 없다면 수탁자는 선순위 수익권의 행사에 따랐다는 사실만으로 아무런 책임이 없을까요? 이 경우 수탁자의 신탁사무처리는 어떠한 기준에 따라야 할까요?

# 2022년 (사)한국신탁학회 춘계학술대회

신탁산업 활성화를 위한 제언

## 제4주제

종전 신탁세제의 문제점과 개정 신탁세제의 평가 및 개선점

- 신탁의 경제적 실질을 중심으로 -

발표자 : 손영철 박사 (세무사)  
토론자 : 강남규 변호사 (가온)  
박 훈 교수(서울시립대)  
사회자 : 김병일 교수 (강남대)





# 종전 신탁세제의 문제점과 개정

## 신탁세제의 평가 및 개선점

- 신탁의 경제적 실질을 중심으로 -

손영철 (2022.4.17)

### 1. 서론

2021년 개정신탁세법의 시행은 신탁세제의 대변혁을 의미한다. 소득과세와 관련된 법인세법, 소득세법, 상속세법은 물론이고 부가가치세법 및 종합부동산세법까지 아우르는 대대적 개정이 있었다. 정부는 신탁세제의 개편이 필요한 이유를 기존의 신탁소득 과세방식이 획일적이어서 수익자가 다수이거나 신탁재산의 종류가 다양한 경우 매번 신탁소득 발생시마다 소득원천별로 수익자에게 과세하는 것이 기술적으로 곤란하다는 점에 두고 있다. 이로 인해 신탁법 개정으로 다양한 유형의 신탁이 존재함에도 불구하고 그 활성화를 저해한다고 보고 있다. 아울러 신탁을 이용한 조세회피 행위에 대응하기 위함이라고 설명하고 있다.<sup>1)</sup> 이를 위하여 2021 세법개정에서는 기존의 수익자과세신탁 이외에 법인세과세신탁과 위탁자과세신탁을 새롭게 도입하였다. 뿐만 아니라 종전까지 신탁재산의 출연 및 수익권의 양도에 대한 양도소득세 과세여부와 관련하여 해석론에 의해 과세여부를 판단하던 관례를 버리고 입법을 통해 원칙적으로 양도소득세 과세대상임을 명확히 하고 있음도 주목할 필요가 있다.

이번 세법개정은 특히 신탁소득과세와 관련하여 유연한 과세방식을 취함으로써 다양한 신탁제도의 수요에 맞는 과세제도의 선택을 가능하게 하고, 신탁설정이나 수익권 양도와 관련한 세법적 불확실성을 제거하고 있다는 점에서 우리나라 신탁업의 발전에 크게 기여할 것으로 판단한다. 신탁재산 각각을 법인으로 의제하고 법인세를 과세할 수 있도록 한 것은 비록 낮은 감은 있지만 그나마 다행이다. 우리나라 세법도 신탁이라는 법적 형태의 굴레에서 벗어나 경제적 관점에서 신탁제도를 바라보는 새로운 시도를 하고 있음에 필자는 박수를 보내지 않을 수 없다.

그럼에도 불구하고 이번 세법개정은 여러 면에서 검토가 필요하다. 먼저 이번 입법이 과세이론적인 면에서 타당한지 검토할 필요가 있다. 이를 위하여 이 글은 신탁의 경제적 실질은 무엇인지라는 질문에서 시작하고자 한다. 우선 2.에서 신탁의 경제적 실질은 무엇인지를 밝히고, 신탁에 대한 과세가 신탁의 경제적 실질에 맞게 구성되어야 함을 설명한다. 3.에서는 종전 세법이 신탁의 경제적 실질을 어떻게 보았는지 살펴보고 이로 인해 발생한 여러 문제점을 알아본다. 4.에서는 개정 세법이 종전 세법

1) 기획재정부, 2020 세법개정안 문답자료, 2020.7.22. 13면

에서 발생한 여러 문제점을 어떻게 개선하였으며 이것이 신탁의 경제적 실질을 제대로 반영하고 있는지 검토하고, 몇 가지 개선점을 제시하는 것으로 글을 마치고자 한다.

## 2. 신탁의 경제적 실질과 신탁과세이론(과세방법론)

### (1) 신탁의 경제적 실질

경제적 실질이란 통상 당사자가 법적 효과의 이면(裏面)으로 의도한 경제적 효과를 뜻하는 추상적 개념이다.<sup>2)</sup> 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다)은 금융투자상품의 법적 형태가 아니라 경제적 실질에 따라 재분류하고 규제 강도를 유연하게 적용하고 있다.<sup>3)</sup> 파생상품과 같이 원금초과손실 가능성이 높은 금융투자상품에 대해서는 설명의무 등의 규제의 강도를 강하게 하고 반대로 채권과 같이 원금손실 가능성이 낮은 금융투자상품에 대해서는 규제의 강도를 약하게 하고 있다. 또, 자본시장법상 집합투자기구에는 신탁형, 회사형, 조합형 등 사법상 가능한 모든 법적 형태를 열거하고 있지만, 이들 모두가 집합투자기구라는 경제적 실질에는 차이가 없으므로 법적 형태의 차이에도 불구하고 규제상 어떠한 차별도 두고 있지 않다.

경제적 실질이라는 개념은 자본시장법에서 유용하게 사용되고 있지만 세법의 영역에서 공평과세의 이념을 실현하기 위한 실천적 개념으로 보다 폭넓게 사용되고 있음은 두말할 필요도 없다. 세법상 실질과세의 원칙이란 바로 법적 실질과 경제적 실질이 충돌할 때 경제적 실질에 따라 과세하여야 함을 표현한 것이다.<sup>4)</sup> 나아가 조세회피방지를 위하여 법적 형식이 아니라 경제적 실질에 따라 세법을 재구성하여 입법하여야 한다는 조세입법의 논리로도 경제적 실질의 개념은 사용된다. 경제적 실질이라는 개념은 자본시장법은 물론이고 세법에 있어서 매우 중요한 의미를 갖는다.

그렇다면 신탁의 경제적 실질은 무엇인가? 이 질문에 대한 답은 종전 신탁세제를 평가하고, 현행 신탁세제의 개선점을 도출하는 기준이 될 수 있다.

위탁자가 신탁계약을 통해 위탁자의 재산이 수탁자에게 이전되면 그 재산 즉 신탁재산은 수탁자의 완전한 소유재산이 되고,<sup>5)</sup> 위탁자는 신탁수익권에 기초한 채권적 권리를 행사할 뿐이다. 신탁재산은 위탁자의 채권자 또는 수탁자 고유재산의 채권자로부터 강제집행이 금지되며<sup>6)</sup>, 수탁자의 고유재산과 구분 관리하여야 하는데<sup>7)</sup>, 이를 통상 ‘신탁재산의 독립성’이라 한다.

2) 이태로·한만수, 조세법강의 제13판, 박영사, 2018., 43면

3) 김건식·정순섭, 자본시장법 제3판, 두성사, 2013., 48면

4) 이태로·한만수, 전거서, 31면

5) 대법원 2003.1.27. 선고 2000마2997 판결

6) 신탁법 제22조(강제집행 등의 금지) 제1항

7) 신탁법 제37조 참조

신탁재산의 독립성은 단순히 위탁자의 소유재산으로부터 독립된다는 낮은 단계의 독립에서부터 신탁사무와 관련하여 수탁자의 고유재산 나아가 위탁자의 소유재산과 독립되고 유한책임을 진다는 높은 단계의 독립에 이르기까지 넓은 스펙트럼을 갖고 있다. 이에 따라 신탁의 경제적 실질도 단순한 도관에서부터 상법상 주식회사에 이르기까지 다양한 견해가 있을 수 있다. 이하에서는 양 극단의 위 두 가지 견해를 중심으로 신탁의 경제적 실질을 밝혀보고자 한다.

### 1) 도관으로 보는 견해

신탁은 위탁자 소유재산이 수탁자 소유재산으로 그 소유권이 이전되지만 경제적 관점에서는 신탁재산에서 발생한 소득을 위탁자(또는 수익자)에게 이전하는 도구 또는 도관에 지나지 않는다는 견해이다. 비록 위탁자 소유재산이 수탁자 명의로 바뀌지만 그것은 관리사무의 편의를 위한 것이고 경제적 관점에서는 위탁계약에서의 위탁자와 수탁자의 관계와 동일하게 수탁자의 행위로 인한 경제적 과실이 위탁자에게 귀속됨에는 변함이 없다는 시각이다. 이러한 시각을 수용하면 신탁계약은 경제적 관점에서는 위탁계약이나 대리계약과 다름이 없게 된다.

명의신탁이나 수탁자와 수익자가 1대1로 대응하고 수탁자의 권한이 신탁재산의 관리만으로 제한되는 수동신탁(자익신탁)의 경우에는, 신탁의 경제적 실질을 도관이라고 표현하여도 크게 지나치다고 볼 수는 없다. 그러나 수탁자와 수익자가 1대多 구조로 구성되는 신탁, 수탁자가 신탁재산을 처분하고 운영하는 권한을 행사하는 능동신탁, 투자신탁 또는 수익증권발행신탁 등의 경우에도 이 또한 그 이익을 수익자에게 이전하기 위한 도관에 지나지 않는다고 주장하기에는 무리가 있다. 왜냐하면 이러한 신탁에 대해서까지 도관이라고 설명하면 상법상 주식회사를 포함한 사법상 모든 단체가 다 도관이라는 표현에 매몰될 수 있기 때문이다.

### 2) 주식회사로 보는 견해

신탁재산은 위탁자로부터 독립되고, 수탁자의 고유재산으로부터 독립되며, 나아가 위탁자는 신탁한 재산을 한도로 유한책임을 지는 경우라면 신탁은 상법 주식회사와 동일한 경제적 실질을 갖는다고 보는 견해이다.

예컨대 수익증권발행신탁<sup>8)</sup>을 가정해 보자. 위탁자는 금전 등을 출연하고 수탁자로부터 수익증권을 수령한 후 주식과 같이 그 수익증권을 언제든지 양도할 수 있다.<sup>9)</sup> 수탁자는 신탁사무로 발생한 채무는 신탁재산을 한도로 유한책임을 부담하는 특약을 맺을 수 있다. 나아가 신탁재산을 기본재산으로 하여 신탁사채를 발행할 수 있으며, 위

8) 신탁법 제78조 제2항 전단

9) 신탁법에서 수익증권 발행과 관련된 규정을 정함에 있어서 상법상 주권 및 사채권에 관한 규정을 기본모델로 하였다. 이는 수익권의 성질이 자본증권(수식, 사채)과 유사하기 때문이다. 법무부, 「신탁법 개정안 해설」, 명성기획, 2010. 2., 588면

탁자의 출연을 원활히 하기 위하는 이익분배의 순서를 달리하는 선순위, 후순위 수익증권도 발행할 수 있다.<sup>10)</sup> 수익증권발행신탁의 설립과정은 법인의 설립과정과 크게 다르지 않다. 수익증권의 양도성 또한 주식과 차이가 없다. 선순위, 후순위 수익증권의 발행은 주식회사의 우선주, 보통주의 발행과 같다고 보아도 크게 무리가 없다. 신탁자의 유한책임이나 위탁자의 유한책임은 주식회사의 유한책임의 원칙과도 크게 다르지 않다.

신탁법은 강행성이 인정되는 주식회사법과 달리 훨씬 유연하다. 그 결과 신탁법은 주식회사와 동일한 경제적 효과를 낼 수 있는 사업신탁의 구조를 쉽게 구현할 수 있다.<sup>11)</sup> 이러한 신탁의 경제적 실질은 단순히 그 이익을 위탁자에게 이전하기 위한 도관이라고 보기에는 적절하지 않다. 이러한 신탁(예컨대 수익증권발행신탁, 사업신탁, 투자신탁, 유동화신탁 등)은 경제적으로 상법상 주식회사와 차이가 없다고 보는 것이 더 타당하다.

신탁의 경제적 실질의 다양성은 신탁제도의 장점인 제도의 유연성에서 파생하는 것이므로 그 경제적 실질을 어느 하나의 단어로 표현하는 것이 불가능하다. 신탁의 종류나 기능에 따라 단순한 도관에서부터 상법상 주식회사에 이르기까지 다양한 방식으로 표현할 수밖에 없다. 신탁의 경제적 실질은 그때 그때 다르다.

## (2) 신탁과세이론(과세방법론)

신탁의 과세는 신탁재산의 독립성이라 사법적 성격을 고려하여 과세관계를 가져갈지 여부에 따라 도관이론과 실체이론으로 **과세방법론**이 갈린다. **도관이론**은 신탁재산의 독립성이라는 사법적 성격을 무시하고 수익자(자익신탁에서는 위탁자)가 신탁재산의 소유자로 과세관계를 결정하고, **실체이론**은 신탁재산의 독립성을 감안하여 과세관계를 결정한다.

신탁에 대한 과세는 신탁의 경제적 실질에 맞추어 과세제도를 설계하고 운영하는 것이 반드시 필요하다. 신탁의 경제적 실질을 반영하지 못한 세법의 입법은 신탁소득에 대한 적절한 과세를 불가능하게 하고, 조세회피가능성에 대응하지 못하며, 사법상 전혀 예상하지 못한 자를 세법상 납세의무자로 정하는 등 많은 문제를 야기할 수밖에 없다.

이미 검토한 바와 같이 신탁의 경제적 실질은 하나의 단어로 표현하는 것이 불가능하고 단순한 도관에서부터 상법상 주식회사에 이르기까지 다양하다. 신탁의 세제를 설계함에 있어서 이러한 다양성을 가능한 모두 포섭하여 규정화하는 것이 타당할 것이다. 그러나 우리나라뿐만 아니라 대부분의 국가는 사법상 모든 단체를 세법상 도관

10) 신탁법 제78조 제1항 후단 참조

11) 안경봉·이중기, “사업신탁의 설립과 상장에 따른 신탁세제개편방안”, 「세무와 회계 연구(제11권 제1호)」, 한국조세연구소, 2022.2.8., 51면

아니면 실제 두 가지로 단순화하여 과세제도를 운영하는 것이 일반적이다.

사법상 모든 단체(법인, 신탁, 조합 등)는 단체에 귀속되는 소득에 대하여 사법적 효과에 맡겨 과세하면 소득이 단체단계와 구성원단계에서 두 번 과세되는 이중과세 현상이 발생한다. 이중과세 현상으로 인한 과세부담이 사법적으로 유용한 제도의 활용을 제한할 수 있다. **이중과세 현상을 방지**하기 위하여 세법은 몇 가지 방법을 고안하게 되는데, 도관이론에 의한 과세와 실제이론에 의한 과세가 바로 그것이다.

**도관이론**에 의한 과세는 단체의 실제성을 부인하고 구성원이 단체의 재산을 소유한 것으로 간주하여 과세관계를 결정한다(이를 pass-through 방법이라 한다). 신탁과 조합 등에 대하여 이러한 방식을 사용하고 있다. 도관이론에 의하되 단체의 실제성을 어느 정도 반영하여 운영하는 경우(수정된 pass-through 방법)도 있다. 동업기업과 세제도가 수정된 도관이론에 의한 과세라 하겠다.

**실제이론**에 의한 과세는 단체의 실제성을 존중하여 과세관계를 결정한다. 실제이론에 의한 과세는 다시 2가지 방법으로 구분된다. 첫째는 단체단계에서 원칙적으로 법인세를 부담하도록 하되 법인세를 계산함에 있어서 구성원에게 배당한 금액을 소득공제하는 방법(이를 pay-through 방법)이다. 단체에 귀속된 소득 모두를 구성원에게 배당하면 법인세 과세표준이 0이 되어 사실상 법인세 과세가 면제된다. 둘째는 단체단계에서 법인세를 과세하고 구성원단계에서 소득세를 과세하되, 구성원의 소득세를 계산함에 있어서 단체단계에서 부담한 법인세의 일부를 세액공제하는 방법(이를 배당세액공제방법 또는 imputation 방법)이다. 우리나라의 대부분의 법인소득은 이 방법에 의하여 이중과세 조정을 받고 있다.<sup>12)</sup>

### 3. 종전 신탁세제와 문제점

#### (1) 종전 신탁소득세제

신탁의 경제적 실질이 신탁의 종류에 따라 단순한 도관에서부터 상법상 주식회사에 이르기까지 넓은 스펙트럼을 보이고 있음에도 불구하고 종전 세법은 신탁의 경제적 실질을 단순히 수익자에게 소득을 이전하기 위한 도관에 지나지 않는다고 보았다. 신탁계약으로 신탁재산의 소유권이 수탁자에게 이전됨에도 불구하고 세법은 신탁의 수탁자는 위탁계약의 수탁자나 대리계약의 대리인에 지나지 않는다고 보고 신탁소득세제를 설계하고 있는 것이다. 아래의 조문이 이러한 태도를 반영하고 있다.

법인세법 제5조 ① 신탁재산에 귀속되는 소득은 그 신탁의 이익을 받을 수익자(수익자가 특정되지 아니하거나 존재하지 아니하는 경우에는 그 신탁의 위탁자 또는 그 상속인)가 그 신탁재산을 가진 것으로 보고 이 법을

12) 안경봉·손영철, “사모펀드 과세제도의 문제점 및 개선방안”, 「세무와 회계 연구(제22호)」, 한국조세연구소, 2020.8.31., 150면 ~ 153면 참조

적용한다.

② 자본시장법의 적용을 받는 법인의 신탁재산(같은 법 제251조제1항에 따른 보험회사의 특별계정은 제외한다. 이하 같다)에 귀속되는 수입과 지출은 그 법인에 귀속되는 수입과 지출로 보지 아니한다.

신탁소득 과세와 관련하여 위 법인세법 제5조 제1항(이하 ‘쟁점규정’이라 한다)은 신탁재산에 귀속되는 소득은 수익자가 신탁재산을 가진 것으로 보고 과세하도록 하고 있다. 아울러 제2항은 신탁재산에 귀속되는 수입과 지출은 수탁자 법인의 수입과 지출로 보지 아니한다고 규정하여, 신탁소득이 수탁자에게 귀속되는 사법적 효과를 무시(disregard)하는 입법을 하고 있다. 이를 통해 수탁자의 신탁재산 운영에 따른 법률적 효과는 수탁자에게 귀속된다 하더라도 경제적 효과는 바로 수익자에게 귀속됨을 명확히 하고 있다. 이는 세법상 수탁자의 지위를 위탁계약에서의 수탁자나 대리계약에서의 대리인으로 간주함을 의미한다.

아울러 소득세법 제2조의 3 제2항<sup>13)</sup> 역시 신탁재산에 귀속된 소득은 바로 수익자의 것으로 본다고 규정하여 신탁재산에 귀속되는 시점에 수익자에게 과세함을 명확히 하고 있고, 소득세법 제4조 제2항<sup>14)</sup> 역시 신탁재산에 귀속된 소득은 재산권에서 발생한 소득의 내용에 따라 과세하도록 하고 있다. 위 법인세법 제5조 제1항에서 수익자가 신탁재산을 소유한 것으로 보아 과세하라는 요청을 소득세법이 이어 받아 확인적으로 규정하고 있음을 알 수 있다. 쟁점규정에 의한 과세 즉 ‘수익자가 신탁재산을 가진 것으로 보고’ 과세하는 것을 **도관이론에 의한 과세(또는 수익자과세)**라 한다.

위 법인세법 제5조 제1항의 규정(쟁점규정)을 두고 여러 문헌은 국세기본법상 실질과세의 원칙을 개별세법에 반영한 대표적 사례로 설명하기도 하였다.<sup>15)</sup> 쟁점규정이 신탁의 경제적 실질을 제대로 반영한 규정이라는 것이다. 그러나 쟁점규정은 매우 단순한 형태의 신탁(예컨대, 명의신탁이거나 수탁자와 수익자가 1대1로 대응하고 수탁자의 신탁재산에 대한 운영권한이 수익의 분배 등으로 제한되는 수동신탁인 자익신탁 등)의 경제적 실질을 반영한 규정일 뿐, 그 외의 신탁에 있어서는 그 경제적 실질을 전혀 고려하지 않은 과세방법이다. 신탁소득이 수탁자단계와 수익자단계에서 과세될 경우 발생하는 이중과세현상을 제거하고, 신탁소득의 종류와 과세시기 등의 과세방법을 기술한 규정일 뿐이다.

그럼에도 불구하고 쟁점규정이 국세기본법상 실질과세의 원칙을 구현한 규정이라는 오판은 신탁의 다양한 경제적 실질을 반영한 신탁소득세제의 설계를 오랜 기간 불가능하게 하였고, 신탁을 이용한 재산의 분산과 이를 통한 소득세 누진구조의 무력화에 대응하지 못하게 하였다. 쟁점규정이 신탁의 본질을 반영한 정의로운 규정이라는 환

13) 소득세법 제2조의 3 제2항 : 신탁재산에 귀속되는 소득은 그 신탁의 수익자에게 귀속되는 것으로 본다.

14) 소득세법 제4조 제2항 : 제1항에 따른 소득을 구분할 때 제17조 제1항 제5호에 따른 집합투자기구 외의 신탁(자본시장법 제251조에 따른 집합투자업경영보험회사의 특별계정은 제외한다)의 이익은 「신탁법」 제2조에 따라 수탁자에게 이전되거나 그 밖에 처분된 재산권에서 발생하는 소득의 내용별로 구분한다.

15) 김재진·홍용식, 「신탁과세제도 합리화 방안」, 한국조세연구원, 1998.7., 100면

상은 신탁재산의 출연 및 수익권의 양도와 관련한 세무실무, 자본시장법상 투자신탁의 이익에 대한 과세 및 신탁의 부가가치세 과세에까지 이어져 신탁의 경제적 실질을 왜곡하는 과세제도의 운영을 오랜 기간 허락하게 하였다.

## (2) 쟁점규정이 야기한 여러 문제들

### 1) 신탁소득과세의 불능

신탁에 있어서 일단 신탁재산에 귀속된 소득은 신탁재산에 일정 기간 머무른 다음 그 이익을 지급하는 날이 도래한 이후에 수익자에게 지급된다. 그러나 도관이론에 의한 과세는 이러한 소득의 흐름을 무시함으로 인하여 유동화신탁이나 수익증권발행신탁에 있어서 과세상 매우 불합리한 결과를 야기하는데, 유동화신탁을 예로 하여 이 문제를 살펴보도록 한다.

유동화신탁의 수익증권은 다양한 기초자산을 모아 발행하므로 투자자들은 그 신용위험을 평가하기가 어렵다. 일반투자자의 신용위험에 대한 불안을 해소시키기 위해 특별히 자산보유자에 의한 신용보강이 요구된다. 이 경우 가장 많이 사용하는 방법이 후순위방식<sup>16)</sup>이다. 예를 들면, 자동차회사가 자동차할부채권 1,000억원을 금전채권신탁을 통해 유동화 하고자 할 때, 1,000억원의 금전채권을 모두 균등하게 양도하지 않고 선순위수익권과 후순위수익권으로 구분하여 양도하는 것이다. 이를테면 신탁을 통해 양도하고자 하는 할부채권이 1,000억원이지만 통계적으로 연체되거나 회수되지 않는 부실채권의 발생비율이 10%라고 하면, 90%인 900억원은 회수가 확실시되지만 10%인 100억원은 회수 여부가 불분명하다.

이때 통계적으로 회수가 확실시되는 900억원을 우선적으로 지급받을 수 있는 선순위수익권과 회수 여부가 불분명한 100억원을 지급받을 수 있는 후순위수익권으로 구분하여 수익권을 발행하면, 선순위수익권에 대한 투자자를 쉽게 모을 수 있다.<sup>17)</sup>

위의 예에서 자동차할부채권의 선순위수익권의 발행조건이 투자원금의 5%를 선순위수익자의 수익으로 하는 것이라면, 선순위수익권의 가치는 회수가 확실시되는 900억원을 1년간 5%로 할인한 금액이 될 것이다. 선순위수익권의 원리금 지급기일이 수익권 취득 후 1년이 되는 시점이라고 가정하면, 선순위수익자가 선순위수익권을 취득하는 대가로 지불하여야 하는 선순위수익권의 가치는 857억원(=900억원/(1+5%))이 될 것이다. 유동화신탁은 1년간 1,000억원의 자동차할부채권에 대한 원리금을 수령하게 될 것이다. 신탁이 수령한 원리금이 857억원에 이르게 된 경우, 수령한 원리금 857억원은 잠재적으로 선순위수익자의 원금에 충당될 것이고 그 금액을 초과하여

16) 유동화증권을 선순위와 후순위로 나누어 발행하는 방식이다. 선순위수익권은 원리금을 상환함에 있어 기초자산에 대해 우선적인 청구권을 갖고, 후순위수익권은 기초자산에 대한 청구권의 순위가 선순위에 비해 열위인 증권을 말한다. 따라서 동일한 기초자산을 대상으로 발행된 후순위수익권은 결과적으로 선순위수익권의 원리금을 간접적으로 보증하는 셈이 된다. 강병호·김석동, 「금융시장론」 제10개정판, 2010, 295면

17) 송두일, 「알기쉬운 신탁상품이야기」, 금융투자협회, 2012., 96면

900억원에 이르는 금액(즉, 43억원)은 잠재적으로 선순위수익자의 이자에 충당될 것이다. 그리고 900억원을 초과하여 회수한 원리금은 후순위수익자의 몫으로 돌아갈 것이다.

법인세법 제5조 제1항과 소득세법 제4조 제2항은 유동화신탁에 귀속되는 자동차할부채권의 원리금 중 이자에 대하여 선순위수익자와 후순위수익자에게 각각 귀속시켜 과세하도록 요구하고 있다. 두 수익자에게 귀속된 이자를 어떤 방법으로 배분하여 과세하여야 할지가 의문이 된다. 선순위수익자에게 납세의무를 부과하려면 신탁재산에 귀속되는 소득 중 그 소득에 대한 선순위수익자의 지분율을 알아야 할 것이다. 선순위수익자가 유동화채권 중 900억원에 대한 우선권을 갖고 후순위수익자가 나머지 100억원에 대한 수익권을 갖는다는 의미가 신탁재산 귀속소득에 대한 두 수익자의 지분율을 뜻하는 것은 아니다. 이는 선순위수익자의 원리금의 지급조건을 뜻하며, 지급조건이 성취 여부는 실제 분배받는 시점의 실적에 의해 결정된다. 두 수익자의 지분율이 존재하지 않으므로 신탁재산귀속시점에는 그 이자에 대해 과세할 수 없다고 보아야 한다.

만일, 수령한 채권의 원리금이 예상한 부실채권 발생비율과 동일하게 회수되어 900억원에 이르거나 그보다 적은 금액이 회수된다면 신탁재산 귀속시점의 이자소득을 모두 선순위수익자에게 귀속시켜 과세하여도 될 것이다. 그러나 부실채권 발생비율은 추정치에 불과한 것이고 실제 회수하는 원리금은 추정치와 차이가 있을 수밖에 없다. 또 실제 유동화증권의 판매를 원활히 하기 위하여 부실채권 발생비율을 높게 책정할 수밖에 없고, 따라서 일정 부분 후순위수익자에게도 그 이익이 귀속된다. 신탁재산에 귀속되는 자동차할부채권의 이자 모두를 선순위수익자에게 귀속시켜 과세하는 경우에는 선순위수익자가 실제 수령하는 이자보다 더 많은 과세부담을 지게 될 수도 있으므로 합리적인 과세방법이라 할 수 없다. 수익자가 신탁재산을 가진 것으로 보고 과세하라는 법인세법 제5조 제1항의 규정은, 수익자가 양적으로 분할된 수익권을 가지고 있는 경우에만 유효하게 신탁소득에 대해 과세할 수 있다. 그러나 수익자가 질적으로 분할된 수익권을 갖고 있는 경우에는 유효하게 신탁소득에 대해 과세할 수 없다.<sup>18)</sup>

## 2) 신탁을 이용한 조세회피 가능성

쟁점규정이 국세기본법상 실질과세의 원칙을 구현한 규정이라는 환상은 신탁을 이용한 조세회피 가능성에 대한 인식을 오랜 기간 방해하여 왔다. 왜냐하면 신탁에서의 수익자가 수익의 실질귀속자이고 이에 맞게 우리 세법이 재구성한 것이기 때문에, 쟁점규정으로 인해 신탁에는 조세회피행위가 방지된다고 생각하기 때문이다.

그러나 도관이론에 의한 과세는 단순히 신탁소득이 수탁자단계와 수익자단계에서 2중과세되는 것을 방지하기 위한 과세방법의 하나에 지나지 않기 때문에 특히 타익신탁에서 형식과 실질의 괴리(형식은 타익신탁이지만 실질은 자익신탁)를 이용한 조세회

18) 손영철·남태현, “신탁소득 과세상 도관이론 적용의 문제점”, 「법학논총 (제26권 제3호)」, 2014.2., 228면



피행위가 발생할 수 있다.

타익신탁은 재산과 소득의 분산을 통한 조세부담의 합법적 회피수단으로써 활용이 가능하다. 예컨대 자익신탁 형태로 특정금전신탁에 가입한 재산가가 신탁재산인 주식에서 발생한 배당금 전부를 인출하여 소득이 없는 아들 A에게 증여한다고 가정하자. 이 경우 소득세법은 신탁재산에서 발생한 배당금을 재산가의 종합소득에 합산하여 누진세율(예컨대 40% 세율)로 과세하고, 이후 수증자인 아들 A에게 증여세를 과세하게 될 것이다. 반면, 수입수익권만을 아들 A가 갖는 타익신탁의 형태로 특정금전신탁에 가입한다면, 특정금전신탁에서 발생한 배당금은 수익자인 아들 A의 소득이 되어 분리과세세율(14% 세율)로 과세될 것이다. 아들 A는 소득세 외에 증여세도 부담하지만, 자익신탁인 경우의 증여세 부담액과 동일하기 때문에 재산가는 타익신탁을 통하여 배당금에 대한 누진세율과 분리과세세율의 차이(26% = 40% - 14%)만큼 세부담액을 절감할 수 있다. 소득세법이 타익신탁에 대해서도 수익자 과세를 하고 있기 때문이다.

신탁설정시점에 신탁재산이 위탁자의 지배로부터 완전히 벗어나는 경우라면 수익자 과세로 인하여 당초 보다 세부담이 경감하였다고 하여 이를 조세회피행위라고 할 수는 없다. 그러나 신탁된 이후에도 위탁자가 신탁재산에 대한 지배권을 실질적으로 행사한다거나 위 사례와 같이 원본수익권을 위탁자가 갖는 경우라면 조세회피방지의 관점에서 수익자과세방식은 재고되어야 한다. 유언대용신탁은 유증의 대체수단으로 기능하므로 유언 철회의 자유를 보장<sup>19)</sup>할 필요가 있고, 이를 고려하여 위탁자에게 언제든지 수익자를 변경할 권한을 부여하고 있다.<sup>20)</sup> 신탁행위로 위탁자가 위탁자 자신에게 수익자변경권을 유보시키는 신탁<sup>21)</sup>의 설정도 가능하다. 이들 신탁은 타익신탁의 형태로 설정된 이후 수익자변경을 통해 자익신탁으로 변경하여 언제든지 신탁계약을 해지하고 신탁재산을 소유할 수 있다. 이처럼 위탁자가 신탁재산을 사실상 지배하는 신탁에 있어서는 현행의 수익자과세가 조세회피의 수단이 될 여지가 있다. 위탁자 생존 중 신탁재산에 귀속되는 소득에 대해 수익자에게 소득세를 과세할 것이 아니라, 위탁자에게 소득세를 과세하는 것이 더 타당하다.<sup>22)</sup>

### 3) 신탁재산의 출연과 수익권 양도에 대한 해석론

쟁점규정에 의하면 신탁의 법률적 효과와 관계없이 신탁재산은 위탁자(또는 수익자)의 소유재산이기 때문에 위탁자가 신탁재산을 수탁자에게 출연하는 경우 그 출연행위가 세법상 양도에 해당한다고 볼 수 없고, 나아가 위탁자가 신탁재산을 출연하고 받은 수익권을 다른 제3자에게 양도하는 경우에도 단순히 수익권이라는 채권적 권리를 양도한 것이 아니라 신탁재산에 대한 소유권을 양도한 것으로 보게 될 것이다.

과세청의 행정해석도 원칙적으로 신탁재산의 출연<sup>23)</sup>과 수익권의 양도<sup>24)</sup>에 대하여

19) 민법 제1108조 제2항

20) 신탁법 제59조 제1항

21) 신탁법 제58조 제1항

22) 손영철·이한우, “신탁이익의 증여세 및 상속세 과세문제”, 「조세와 법 (제12권 제2호)」, 2019.12., 32면

이와 같은 해석을 하고 있다. 그러나 이러한 해석은 1대1 구조의 매우 단순한 형태의 신탁에 있어서는 일관성 있는 해석이라고 볼 수 있겠지만, 쟁점규정이 1대多 구조의 신탁의 경제적 실질을 반영하지 못하는 것과 같이 1대多 구조의 신탁에서의 신탁재산의 출연과 수익권의 양도에서 발생하는 사법적 효과와 과세청의 해석에 의한 세법적 효과에 괴리가 발생하여 실무상 많은 논란이 발생할 수 밖에 없었다. 이로 인해 과세청도 일관된 해석을 포기하고 그때 그때 상황에 따라 신탁재산의 출연과 수익권의 양도에 대해 다른 해석<sup>25)</sup>을 제시하기도 하였다.

#### 4) 투자신탁 이익의 과세에 반영

투자신탁은 처음 우리나라에 도입될 때부터 다른 신탁과 달리 도관이론에 의한 과세를 포기하고 실체론적 관점에서 소득과세가 이루어졌다. 투자신탁은 신탁재산에 귀속되는 소득의 내용별로 과세하는 것이 아니라 모든 손익을 통산하고 단일소득으로 구분한 후 공사채형 투자신탁은 이자소득으로, 주식형 투자신탁은 배당소득으로 과세하는 체계를 구축하였다.<sup>26)</sup> 그러다가 1991년말 세법개정을 통해 처음으로 신탁재산에 귀속되는 소득 중 상장주식의 매매평가손익에 대하여 과세제외하는 규정(이를 ‘일부자본손익과세제외 규정’이란 한다)을 신설하였고, 이 규정이 현재까지 이어지고 있다.<sup>27)</sup> 이 규정은 상장주식에 직접투자하는 경우 양도소득에 대해 비과세하는 것과 같이 투자신탁을 통해 간접투자하는 경우에도 비과세하기 위함이었다. 다시 말해 신탁재산이 소유하고 있는 상장주식을 투자자 각각이 소유하고 있는 것으로 간주하여 과세한다는 논리를 투자신탁에까지 연장하여 적용한 것이다.

일부자본손익과세제외 규정은 상장주식의 이익 뿐만아니라 손실도 과세제외하는 것이다. 투자신탁은 주식과 채권 등을 혼합하여 투자하는 것이 일반적이기 때문에 투자자가 펀드에 투자하여 투자손실을 본 경우에도 펀드에 귀속된 이자소득이나 배당소득

23) 재산-1963, 2008.7.28. : 토지소유자 각인이 소유할 건물 등을 공동으로 건축할 목적으로 신탁법 등에 의하여 소유토지를 사업시행자에게 신탁등기하는 것은 「소득세법」 제88조에 규정된 “양도”로 보지 아니하나, 거주자가 공동사업을 경영할 것을 약정하는 계약에 의해 토지 등을 당해 공동사업에 현물출자하는 경우에는 등기에 관계없이 현물출자한 날 또는 등기접수일 중 빠른 날에 당해 토지가 유상으로 양도된 것으로 보아 양도소득세가 과세되는 것으로, 귀 질의의 경우 “양도”에 해당하는지 여부는 동업계약서 등 제반사항을 통하여 판단할 사항임.

24) 재산 46014-707, 2000.6.12. : 신탁법 또는 신탁업법에 의하여 신탁재산인 사실을 등기한 부동산을 사실상 유상으로 이전하고 신탁원부의 수익자명의를 변경하는 것은 양도에 해당하여 양도소득세를 과세함

25) 과세청은 도관이론에 따라 해석하지 아니하고 수익권이 소득세법 제94조 제1항 제2호 가목의 ‘부동산을 취득할 수 있는 권리’에 해당하는 경우에 양도소득세가 과세된다고 해석하기도 한다(제도 46013-579, 2000.12.1. : 법인이 법인세법 제99조 제1항 각호의 1에 해당하는 자산의 양도로 인하여 발생한 양도차익에 대하여는 동법 제2조의 규정에 의하여 특별부가세를 법인세로서 납부하여야 합니다. 귀 질의의 경우 법인이 보유한 부동산을 신탁법에 따라 신탁회사에 신탁을 하고 받은 수익증권이 동법 동조 동항 제3호 가목의 부동산을 취득할 수 있는 권리에 해당하는지 여부는 신탁계약 및 수익증권의 내용 등을 종합적으로 감안하여 사실판단할 사항입니다). 이는 수익권의 양도를 채권의 양도로 보고, 그 채권이 부동산을 취득할 수 있는 권리(예컨대 분양권 등이 여기에 해당한다)에 해당하면 과세하겠다는 것이다. 수익증권은 채권적 권리에 그치므로 특별한 사정이 없는 한 부동산을 취득할 수 있는 권리로 보기는 어려울 것이다.

26) 舊소득세법(법률 제2705호, 1974.12.24.) 제17조 제1항 제5호 및 제18조 제1항 제6호

27) 소득세법시행령 제26조의 2 제4항 참조

은 여전히 과세되는 것이어서 투자손실에도 불구하고 과세되는 문제를 야기하였고, 이로 인해 투자자와 과세당국은 대립하지 않을 수 없었다.<sup>28)</sup> 쟁점규정이 신탁의 경제적 실질을 잘 반영한 규정이라는 환상이 투자신탁의 과세에까지 이어져 투자신탁에 대한 합리적 과세를 오랜 기간 방해하여 왔다고 평가할 수 있다.

### 5) 부가가치세 납세의무자의 해석

수탁자의 법률적 지위를 무시하는 쟁점규정은 부가가치세 과세에 영향을 미쳐 많은 문제를 야기하였다. 당초 실무계는 신탁의 부가가치세 과세와 관련하여 법률에 근거 규정이 없었기 때문에 도관론적 해석론에 근거하여 위탁자(또는 수익자)를 납세의무자로 보고 과세실무를 하였다. 대법원도 개발사업을 주도한 능동신탁에 있어서 부가가치세의 납세의무자는 수익자인 위탁자로 보았고,<sup>29)</sup> 타익신탁에 있어서도 부가가치세의 납세의무자를 수익자로 판단하였다.<sup>30)</sup> 비록 대법원이 위탁매매규정을 유추적용하거나 실질귀속의 원칙을 들어 위탁자 또는 수익자를 납세의무자로 판단하고 있지만, 이러한 논거는 ‘수익자가 신탁재산을 가진 것으로 보아’ 과세하라는 법인세법상 쟁점규정의 요청을 부가가치세 과세에 있어도 구현하기 위한 논리구성으로 밖에는 읽히지 않는다.

국민은 법률에 근거하여 납세의무를 부담하여야 함에도 불구하고<sup>31)</sup> 이처럼 신탁의 부가가치세 납세의무자는 과세청의 해석과 판례에 근거하여 과세실무가 이루어져 왔다. 그러나 쟁점규정이 신탁의 경제적 실질을 제대로 반영한 것이 아니기 때문에 법률적 효과(수탁자 귀속)와 세법적 효과(수익자 귀속)에 괴리가 발생할 수밖에 없었고 이로 인해 많은 분쟁이 발생하게 된다. 그리고 판례가 축적되면서 대법원은 기존의 판단에 오류가 있었음을 시인하게 된다. 아래의 판결을 본다.

대법원 2017.5.18. 선고, 2012두22485 전원합의체 판결

수탁자가 위탁자로부터 이전받은 신탁재산을 관리·처분하면서 재화를 공급하는 경우 수탁자 자신이 신탁재산에 대한 권리와 의무의 귀속주체로서 계약당사자가 되어 신탁업무를 처리한 것이므로, 이때의 부가가치세 납세의무자는 재화의 공급이라는 거래행위를 통하여 그 재화를 사용·소비할 수 있는 권한을 거래상대방에게 이전한 수탁자로 보아야 하고, 그 신탁재산의 관리·처분 등으로 발생한 이익과 비용이 거래상대방과 직접적인 법률관계를 형성한 바 없는 위탁자나 수익자에게 최종적으로 귀속된다는 사실만으로 달리 볼 것은 아니다. 그리고 세금계산서 발급 교부 등을 필수적으로 수반하는 다단계 거래세인 부가가치세의 특성을 고려할 때 위와

28) 서울행정법원 2012.1.12. 선고, 2011구합17257 ; 헌법재판소 2017. 7. 27. 선고, 2016헌바290 참조

29) 대법원 2003. 4. 25. 선고, 2000다33034 판결

30) 대법원 2003. 4. 25. 선고, 99다59290 판결

31) 헌법 제38조 및 제59조

같이 신탁재산 처분에 따른 공급의 주체 및 납세의무자를 수탁자로 보아야 신탁과 관련한 부가가치세법상 거래당사자를 쉽게 인식할 수 있고 과세의 계기나 공급가액의 산정 등에서도 혼란을 방지할 수 있음.

이와 달리 신탁재산의 공급에 따른 부가가치세의 납세의무자는 그 처분 등으로 발생한 이익과 비용이 최종적으로 귀속되는 신탁계약의 위탁자 또는 수익자가 되어야 한다는 취지로 판시한 대법원 2003. 4. 22. 선고 2000다57733, 57740 판결, 대법원 2003. 4. 25. 선고 99다59290 판결, 대법원 2003. 4. 25. 선고 2000다33034 판결, 대법원 2006. 1. 13. 선고 2005두2254 판결, 대법원 2008. 12. 24. 선고 2006두8372 판결 등은 이 판결의 견해에 저촉되는 범위에서 이를 변경함.

위 전원합의체 판결은 실질귀속의 원리와 이에 따른 위탁매매 규정의 유추적용이라는 논리구조를 포기하고 신탁재산의 법률적 소유자인 수탁자를 납세의무자로 판단하고 있다. 아울러 신탁소득의 실질귀속과 부가가치세 납세의무자의 판단과는 전혀 무관함을 명확히 실시하고 있다. 부가가치세에 대한 수익자 과세가 실질과세의 원칙에 근거한다는 주장에 대해 대법원이 완전히 선을 긋고 있다.

## 4. 개정 신탁세제의 평가 및 개선점

### (1) 개정 신탁세제에 대한 평가

2021년 세법개정을 통해 신탁세제의 일대 변혁을 단행하였다. 신탁의 다양한 경제적 실질을 반영하기 위하여 법인과세신탁을 새롭게 도입하였다. 타익신탁을 이용한 조세회피행위의 방지를 위하여 위탁자를 납세의무자로 하는 위탁자과세신탁도 도입하였다. 기존의 도관론적 사고에 의지하던 과세방식을 과감히 버리고 있음은 물론이다. 신탁재산의 이전 및 수익권의 양도와 관련하여 원칙적으로 양도소득세 과세거래로 보고 있다. 투자신탁의 이익의 과세와 관련하여 일부자본손익과세 규정을 삭제하여 투자이익에 대해 과세상 책임을 묻는 방식으로 과세방법을 단순화하였다. 부가가치세의 납세의무자도 원칙적으로 수탁자로 하면서 위탁자가 납세의무자가 될 수 있도록 하여 다양한 신탁의 경제적 실질을 반영하고자 하였다.

법인세법은 아래와 같이 법인과세신탁과 위탁자과세신탁을 규정하고 있다.

법인세법 제5조(신탁소득) ① 신탁재산에 귀속되는 소득에 대해서는 그 신탁의 이익을 받을 수익자가 그 신탁재산을 가진 것으로 보고 이 법을 적용한다.  
<개정 2020. 12. 22.>

② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 신탁으로서 대통령

령으로 정하는 요건을 충족하는 신탁(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제 9조제18항제1호에 따른 투자신탁은 제외한다)의 경우에는 신탁재산에 귀속되는 소득에 대하여 신탁계약에 따라 그 신탁의 수탁자[내국법인 또는 「소득세법」에 따른 거주자(이하 “거주자”라 한다)인 경우에 한정한다]가 법인세를 납부할 수 있다. 이 경우 신탁재산별로 각각을 하나의 내국법인으로 본다. <신설 2020. 12. 22.>

1. 「신탁법」 제3조제1항 각 호 외의 부분 단서에 따른 목적신탁
  2. 「신탁법」 제78조제2항에 따른 수익증권발행신탁
  3. 「신탁법」 제114조제1항에 따른 유한책임신탁
  4. 그 밖에 제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 신탁과 유사한 신탁으로서 대통령령으로 정하는 신탁
- ③ 제1항 및 제2항에도 불구하고 수익자가 특별히 정하여지지 아니하거나 존재하지 아니하는 신탁 또는 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 통제하는 등 대통령령으로 정하는 요건을 충족하는 신탁의 경우에는 신탁재산에 귀속되는 소득에 대하여 그 신탁의 위탁자가 법인세를 납부할 의무가 있다.

## 1) 법인과세신탁의 도입

위 법인세법 제5조 제2항에서 보는 바와 같이 수익증권발행신탁이나 유한책임신탁 등에 대하여 신탁재산 각각을 법인으로 의제하여 법인세를 과세하고 수탁자가 납부하도록 규정하고 있으며 이들 신탁을 법인과세신탁이라 한다. 1대多 구조의 신탁에 대하여 도관이론에 의한 과세가 과세불능의 문제를 야기하기 때문에, 이러한 문제를 해결하기 위하여 법인과세신탁을 새롭게 도입한 것이다.

수익증권발행신탁 등에 대하여 법인세를 납부할 수 있다고 규정하고 있기 때문에, 수익증권발행신탁이라 하더라도 법인세 과세를 선택하지 않으면 위 법인세법 제5조 제1항에 따라 종전의 도관이론에 따라 과세할 수 있다. 법인과세를 강제하지 않고 선택하도록 한 것은 유연한 과세제도의 운영이라는 측면에서 환영할 일이다. 법인과세를 선택한다고 하더라도 통상의 법인과 같이 신탁단계에서 법인세를 과세하고 수익자 단계에서 다시 배당소득세를 과세하는 방식(imputation 방식)을 취하고 있지도 않다. 신탁회계기간 중 획득한 소득 모두를 수익자에게 분배하면 그 분배금을 법인세 과세 소득에서 공제(pay-through 방식)하기 때문에<sup>32)</sup> 신탁단계에서는 사실상 법인세를 부담하지 않을 수 있다. 이점에서도 신탁업계가 환영할 만한 입법이라고 생각된다.

## 2) 위탁자과세신탁의 도입

위 법인세법 제5조 제3항과 아래 소득세법 제2조의 3 제2항은 위탁자과세신탁을

32) 법인세법 제75조의 13 및 기획재정부, 전계자료, 15면

규정하고 있다.

소득세법 제2조의 3(신탁재산 귀속 소득에 대한 납세의무의 범위) ① 신탁재산에 귀속되는 소득은 그 신탁의 이익을 받을 수익자(수익자가 사망하는 경우에는 그 상속인)에게 귀속되는 것으로 본다. ② 제1항에도 불구하고 수익자가 특별히 정하여지지 아니하거나 존재하지 아니하는 신탁 또는 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 통제하는 등 대통령령으로 정하는 요건을 충족하는 신탁의 경우에는 그 신탁재산에 귀속되는 소득은 위탁자에게 귀속되는 것으로 본다.

소득세법 시행령 제4조의2(신탁소득금액의 계산) ① ~ ③ 생략

④ 법 제2조의 3 제2항에서 “대통령령으로 정하는 요건을 충족하는 신탁”이란 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 신탁을 말한다. <신설 2021. 2. 17.>

1. 위탁자가 신탁을 해지할 수 있는 권리, 수익자를 지정하거나 변경할 수 있는 권리, 신탁 종료 후 잔여재산을 귀속 받을 권리를 보유하는 등 신탁 재산을 실질적으로 지배·통제할 것
2. 신탁재산 원본을 받을 권리에 대한 수익자는 위탁자로, 수익을 받을 권리에 대한 수익자는 그 배우자 또는 같은 주소 또는 거소에서 생계를 같이 하는 직계존비속(배우자의 직계존비속을 포함한다)으로 설정했을 것

위탁자과세신탁은 신탁을 이용하여 재산을 분산하고 이를 통해 소득의 누진세 과세 구조를 무력화하는 것을 방지하기 위한 조세회피방지 규정이라 할 것이다. 타익신탁에 있어서 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하는 경우에는 수익자가 아니라 위탁자를 소득의 실질 귀속자로 보아 과세한다는 내용이다.

위 소득세법 시행령 제4조의 2 제4항은 위탁자과세신탁을 다음과 같이 정의하고 있다. 즉 위탁자가 신탁을 해지할 수 있는 권리, 수익자를 지정하거나 변경할 수 있는 권리, 신탁 종료 후 잔여재산을 귀속 받을 권리를 보유하는 등 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하고 있고, 아울러 신탁재산의 원본을 받을 권리는 위탁자로, 신탁재산의 수익을 받을 권리는 그 배우자 또는 직계존비속으로 설정된 경우로 제한하여 규정하고 있다. 위탁자과세신탁의 구체적 과세방법은 도관이론에 의한 과세를 준용한다. 즉 위탁자가 신탁재산을 소유한 것으로 보고 과세하면 된다.

법인과세신탁과 위탁자과세신탁의 도입은 쟁점규정이 국세기본상 실질과세의 원칙을 구현한 규정 내지 신탁이익에 대한 조세회피방지 규정으로 보던 시각을 버리고, 신탁소득에 대한 여러 과세방법론 중의 하나임을 선언한 것이라는 점에서 높이 평가할 수 있다. 투자신탁을 포함하여 신탁의 종류별 과세방법을 정리하면 아래 표와 같다.

[표 1] 신탁유형별 과세방식<sup>33)</sup>

유형	납세의무자	대상 신탁	과세방법
수익자과세신탁	수익자	원칙(일반적인 경우) - 특정금전신탁 등	도관이론(소득원천별 과세)
위탁자과세신탁	위탁자	실질적 수익자가 위탁자인 경우	상동
법인과세신탁	1단계: 신탁재산 2단계: 수익자	수익증권발행신탁, 목적신탁 등으로서 수탁자가 선택하는 경우	실체이론(법인의제○) <b>*pay-through 방식에 의해 이 중과세 완전해소</b>
집합투자 기구과세 신탁	수익자	자본시장법상 투자신탁(공 모, 사모 포함)	실체이론(법인의제×) - 수익증권 환매로 인한 이익 : 금융투자소득 - 결산분배금 : 배당소득 (금융투자소득은 제외)

### 3) 신탁재산의 이전과 수익권 양도시 양도소득세 과세

2021년 세법개정에서 신탁재산이 수탁자에게 이전되는 것이 원칙적으로 유상양도에 해당하여 양도소득세를 부과하며, 예외적으로 위탁자가 신탁 이후에도 신탁재산을 실질적으로 지배하고 소유하고 있는 경우에는 비과세한다고 규정하고 있다.

소득세법 제88조(정의) 이 장에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.

1. “양도”란 자산에 대한 등기 또는 등록과 관계없이 매도, 교환, 법인에 대한 현물출자 등을 통하여 그 자산을 유상으로 사실상 이전하는 것을 말한다. 이 경우 대통령령으로 정하는 부담부증여 시 수증자가 부담하는 채무액에 해당하는 부분은 양도로 보며, 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우에는 양도로 보지 아니한다.

가. ~ 나. (생략)

다. 위탁자와 수탁자 간 신임관계에 기하여 위탁자의 자산에 신탁이 설정되고 그 신탁재산의 소유권이 수탁자에게 이전된 경우로서 위탁자가 신탁 설정을 해지하거나 신탁의 수익자를 변경할 수 있는 등 신탁재산을 실질적으로 지배하고 소유하는 것으로 볼 수 있는 경우

종전까지 쟁점규정에 따른 도관적 해석론에 의해 신탁재산의 이전을 원칙적으로 과세거래로 보지 않았는데 앞으로는 위 소득세법 제88조 제1호에 근거하여 원칙적으로 과세하되 예외적으로 위탁자과세신탁 등에 해당하는 경우에는 비과세하는 체제로 운영하게 된 것이다. 따라서 법인과세신탁에 해당하는 수익증권발행신탁이나 유한책임

33) 기획재정부, 전계자료, 14면 수정

신탁에 부동산을 현물출연하고 수익권을 취득하는 경우 이 규정에 의하여 출연시점에 출연자에게 양도소득세가 과세될 수 있다.

아울러 2021년 세법개정에서 수익권의 양도를 양도소득세 과세거래로 새롭게 열거하고 있다.

소득세법 제94조(양도소득의 범위) ① 양도소득은 해당 과세기간에 발생한 다음 각 호의 소득으로 한다.

1.~5.(생략)

6. 신탁의 이익을 받을 권리(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제110조에 따른 수익증권 및 같은 법 제189조에 따른 투자신탁의 수익권 등 대통령령으로 정하는 수익권은 제외하며, 이하 “신탁 수익권”이라 한다)의 양도로 발생하는 소득. 다만, 신탁 수익권의 양도를 통하여 신탁재산에 대한 지배·통제권이 사실상 이전되는 경우는 신탁재산 자체의 양도로 본다.

위 제6호는 원칙적으로 신탁 수익권의 양도를 양도소득세 과세거래로 보면서 예외적으로 수익권의 양도를 통하여 신탁재산에 대한 지배·통제권이 사실상 이전되는 경우에는 신탁재산 자체를 양도한 것으로 보아 과세하도록 하고 있다. 여기서 신탁재산에 대한 지배·통제권이 이전된다는 의미는 양도자가 위탁자로서 가지고 있던 신탁재산에 대한 지배·통제권이 양수자에게 이전된다는 의미라 할 것이고, 이는 즉 위탁자과세신탁에서의 위탁자의 수익권이 양도된다는 것으로 보아야 할 것이다. 그러므로 종전까지 위탁자과세신탁에 해당하는 경우에는 해석론에 의해 신탁 수익권의 양도를 신탁재산의 양도로 보아 과세하던 것을<sup>34)</sup>, 앞으로는 소득세법 제94조 제1항 제6호에 근거하여 신탁재산 자체를 양도하는 것으로 보아 과세하게 된 것이다. 한편, 종전까지 법인과세신탁에 해당하는 수익증권발행신탁이나 유한책임신탁 등의 수익권은 채권적 권리에 지나지 않는 것이어서 이를 양도하는 경우에도 양도소득세 과세대상에 해당하지 않았지만, 이번 개정을 통해 수익권 양도 자체가 양도소득세 과세대상에 해당하게 되어 양도자는 양도소득세를 부담하여야 한다.

#### 4) 투자신탁 세제의 개선

2021년 세법개정(2023년부터 시행됨)에서 투자신탁 과세제도와 관련하여 대폭 개정이 있었다. 도관론적 사고가 반영된 일부자본손익과세제외 규정을 삭제하고 신탁재산에 귀속되는 모든 손익을 과세대상소득에 포섭하였다. 아울러 수익증권 환매 또는 양도로 인한 차익을 종전까지 배당소득으로 과세하였지만 이법 개정으로 2023년부터

34) 재산 46014-707, 2000.6.12.(신탁법 또는 신탁업법에 의하여 신탁재산인 사실을 등기한 부동산을 사실상 유상으로 이전하고 신탁원부의 수익자명의를 변경하는 것은 양도에 해당하여 양도소득세를 과세함).



금융투자소득 즉 자본이득으로 분류과세한다. 결산분배금은 지금처럼 배당소득으로 과세하지만 그 원천이 자본이득인 경우에는 그 부분은 배당소득이 아니라 금융투자소득으로 과세한다.<sup>35)</sup>

투자신탁의 수익증권은 금융투자상품이고 투자자는 그 투자로 손실가능위험에 처한다. 이익과 손실이 상시 발생하는 투자신탁에 대하여 이익이 발생할 때는 배당소득으로 과세하고 손실이 발생할 때는 어떠한 보상도 없었다. 이러한 과세가 투자신탁의 경제적 실질을 제대로 반영한 과세제도라고 평가할 수 없음은 두말할 필요도 없다. 2023년부터 투자신탁의 이익을 계산함에 있어서 일부자본손익과세규정을 삭제하고, 그 이익을 자본이득으로 보아 분류과세하는 것은 늦었지만 매우 타당한 입법적 개선이다.

### 5) 신탁의 부가가치세 과세

2021년 세법개정에서 신탁 부가가치세의 납세의무자와 관련하여 대폭적인 개정이 있었다. 부가가치세 납세의무자를 위 2012두22485 전원합의체 판결에서와 같이 원칙적으로 수탁자를 납세의무자로 하고, 예외적으로 위탁자도 납세의무자가 될 수 있게 하였다. 신탁의 다양한 경제적 실질을 감안하여 과세제도를 유연하게 설계하고 있다.

부가가치세법 제3조(납세의무자) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로서 개인, 법인(국가·지방자치단체와 지방자치단체조합을 포함한다), 법인격이 없는 사단·재단 또는 그 밖의 단체는 이 법에 따라 부가가치세를 납부할 의무가 있다. <개정 2020. 12. 22.>

1. 사업자
2. 재화를 수입하는 자

② 제1항에도 불구하고 대통령령으로 정하는 신탁재산(이하 “신탁재산”이라 한다)과 관련된 재화 또는 용역을 공급하는 때에는 「신탁법」 제2조에 따른 수탁자(이하 이 조, 제3조의2, 제8조, 제10조제9항제4호, 제29조제4항, 제52조의2 및 제58조의2에서 “수탁자”라 한다)가 신탁재산별로 각각 별도의 납세의무자로서 부가가치세를 납부할 의무가 있다. <신설 2020. 12. 22., 2021. 12. 8.>

③ 제1항 및 제2항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 「신탁법」 제2조에 따른 위탁자(이하 이 조, 제3조의2, 제10조제8항, 같은 조 제9항제4호, 제29조제4항 및 제52조의2에서 “위탁자”라 한다)가 부가가치세를 납부할 의무가 있다. <신설 2020. 12. 22., 2021. 12. 8.>

1. 신탁재산과 관련된 재화 또는 용역을 위탁자 명의로 공급하는 경우
2. 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하는 경우로서 대통령령으로 정

35) 소득세법 제87조의 6 제1항 제4호

하는 경우

3. 그 밖에 신탁의 유형, 신탁설정의 내용, 수탁자의 임무 및 신탁사무 범위를 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우

이처럼 원칙적으로 수탁자를 납세의무자로 하는 이유를 정부는 신탁재산 관련 거래의 계약당사자가 수탁자이므로 그 인식이 쉬워 세금계산서 수수 등이 용이하다는 점에 두고 있다.<sup>36)</sup>

부가가치세의 납세의무자를 수탁자로 한 것은 신탁계약에 의하여 수탁자가 신탁재산을 소유하는 법률적 효과를 존중하여 세법 또한 적용하겠다는 의미이다. 신탁계약에 의하여 수탁자가 소유하는 신탁재산은 고유재산과 구분되며 다른 신탁재산과도 구분되는 등 신탁재산의 독립성이 보장된다. 부가가치세법은 수탁자를 신탁재산의 납세의무자로 하면서 아울러 신탁재산의 독립성에 기초하여 그 효과가 다른 신탁재산 또는 고유재산에 파급되지 않도록 할 필요가 있다. 이를 반영하여 위 부가가치세법 제3조 제2항에서 수탁자는 ‘신탁재산별로 각각 별도의 납세의무자’라고 표현하고 있고, 신탁재산별로 각각 다른 사업장으로 보아 사업자등록을 하여야 하며,<sup>37)</sup> 부가가치세법 제58조의 2는 ‘부가가치세가 체납된 경우에는 국세징수법 제31조에도 불구하고 해당 신탁재산에 대해서만 강제징수를 할 수 있다’고 규정하고 있다. 이러한 입법방식은 수탁자를 재산세의 납세의무자로 규정하고 있는 지방세법의 입법방식과 동일하다. 한편, 해당 신탁재산으로 부가가치세 등을 총당하여도 부족한 경우에는 수익자가 그 부족액에 대해 제2자를 납세의무자를 지도록 하고 있다.<sup>38)</sup>

부가가치세법은 예외적으로 위탁자가 납세의무자가 되는 경우를 명시하고 있다. 즉, 신탁재산과 관련하여 재화와 용역을 위탁자 명의로 공급하는 경우, 사실상 위탁자와 세신탁에 해당하는 경우 등에 있어서는 위탁자를 납세의무자로 한다. 다양한 신탁의 운영방식을 존중하여 납세의무자를 유연하게 정하고 있는 것이다. 납세의무자가 위탁자인 경우에는 종전과 동일하게 수탁자는 물적 납세의무를 부담하여야 한다.<sup>39)</sup>

한편, 부가가치세법 제10조 제8항은 ‘신탁법 제10조에 따라 위탁자의 지위가 이전되는 경우에는 기존 위탁자가 새로운 위탁자에게 신탁재산을 공급한 것으로 보아 과세하되, 다만, 신탁재산에 대한 실질적인 소유권의 변동이 있다고 보기 어려운 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 신탁재산의 공급으로 보지 아니한다’고 정하고 있다.

## (2) 현행 세제의 개선점

이번 개정이 신탁세제의 완결판이라고 볼 수는 없고 다시금 논의를 시작하는 새로운 계기로 볼 수 있다. 이점에서 이번 개정과 관련하여 과세체계의 일관성과 조세회

36) 기획재정부, 전계자료, 14면

37) 부가가치세법 제6조 제8항

38) 부가가치세법 제3조의 2 제1항

39) 부가가치세법 제3조의 2 제2항

피방지의 측면에서 몇 가지 개선점을 제시하고자 한다.

### 1) 과세체계의 일관성

소득과세상 도관이론이 적용되는 신탁(수익자과세신탁과 위탁자과세신탁을 말한다)은 수익자 또는 위탁자가 신탁재산을 소유하고 있는 것으로 간주하여 과세한다. 그러므로 신탁재산의 출연은 사법상 소유권이 수탁자에게 이전되는 것이지만 세법적으로 여전히 수익자가 소유한 것으로 되어 양도소득세 과세대상이 될 수 없고, 신탁 수익권을 제3자에게 양도하는 경우에는 새로운 수익자가 신탁재산의 소유자가 되는 것이기 때문에 단순히 채권적 권리를 양도하는 것이 아니라 신탁재산을 양도하는 것으로 보아 과세하여야 일관된 과세체계라 할 것이다. 종전 행정해석이나 과세실무도 이러한 관점에서 이루어졌고 이번 개정에서도 이러한 과세실무를 존중하여 입법하였음을 설명하고 있다.<sup>40)</sup>

그러나 신탁재산의 출연 및 수익권의 양도와 관련한 신설규정만 보아서 이러한 일관성을 도출하기가 어렵다. 도관이론이 적용되는 신탁에 대해서도 신탁재산의 출연과 수익권의 양도가 모두 양도소득세 과세대상으로 해석될 여지가 다분하다. 이러한 입법방식은 일관된 세법의 해석과 적용에 혼란을 야기할 수밖에 없다. 이보다는 앞에서 지적한 바와 같이 도관이론이 적용되어 소득과세가 이루어지는 신탁에 대해서는 신탁재산의 출연과 수익권의 양도가 양도소득세 과세대상이 아님을 명문화하는 것이 보다 타당한 입법방식이라 생각한다.

법인과세신탁의 입법방식에도 과세체계의 일관성 측면에서 개선의 여지가 있다. 법인세법에서 신탁재산을 내국법인으로 간주하는 이상 과세체계상 수익자를 주주로 수익권을 주식으로 간주하는 것이 당연하고, 이것이 신탁의 경제적 실질을 제대로 반영한 것이라 보아야 할 것이다. 그러나 개정세법은 단순히 법인과세신탁을 선택한 경우에 신탁재산을 내국법인으로 간주하여 과세하고 있을 뿐, 수익자를 주주로 간주한다거나 수익권을 주식으로 간주하는 규정을 두고 있지 않다. 수익자는 여전히 세법상 수익자이고 수익권은 여전히 세법상 수익권이다.

그러므로 신탁재산을 출연하는 경우에도 이것을 법인에 대한 현물출자로 볼 수 없고 다시금 세법의 해석을 통해 양도에 해당하는지 여부를 판단하여야 하고, 수익권을 양도한 경우에도 다시금 세법의 해석을 통해 양도소득세 과세대상인지 판단하여야 하는 번거로움이 따른다. 법인과세신탁으로 분류되는 이상 그 신탁의 수익자는 주주로, 신탁재산의 출연은 자본의 출자로, 수익권은 주식(주식으로 간주하게 되면 그 양도차익은 양도소득이 아니라 금융투자소득으로 과세될 것이다)으로 간주하는 규정을 신설하여 세법의 해석이라는 번거로움을 제거할 필요가 있다. 이것이 일관된 과세체계의 구현이라는 측면에서 합리적이며, 이들 신탁의 경제적 실질과 부합한다는 점에서 타당하다.

40) 기획재정부, 전계자료, 17면

## 2) 조세회피방지의 관점

이번 세법개정에서는 신탁을 이용한 조세회피방지를 위하여 위탁자과세신탁을 새롭게 도입하였다. 앞에서 살펴본 바와 같이 소득세법 시행령 제4조의 2 제4항은 위탁자과세신탁의 적용범위를 규정하고 있는데, 제1호에서 위탁자가 신탁재산을 실질적으로 지배·통제하여야 하고, 아울러 제2호에서 원본 수익의 수익자는 위탁자가 갖고 수입 수익의 수익자는 위탁자의 배우자 또는 직계존비속이 갖는 경우로 제한하고 있다. 즉 제1호와 제2호 모두를 충족하는 경우에 한하여 위탁자과세가 가능하다는 것이다.

이는 위탁자과세신탁의 적용범위가 극히 제한됨을 의미한다. 위 규정이 조세회피방지규정으로서의 기능을 제대로 수행할 수 있을지 의문이 든다. 미국이나 일본은 위탁자가 신탁재산을 사실상 지배하거나 신탁재산의 수익권을 일정지분 이상 소유하고 있는 경우에 위탁자과세신탁을 적용하는 것으로 규정하여,<sup>41)</sup> 우리와 달리 조세회피방지규정의 적용범위를 보다 넓게 구성하고 있다. 이점을 감안하면 소득세법시행령 제4조의 2 제4항 제2호는 삭제하고, 위탁자가 수익권을 일정지분(예컨대 10%) 이상 소유한 경우에도 위탁자과세신탁을 적용하도록 하는 것이 바람직하다.

개정세법은 법인과세신탁을 선택적으로 허용하여 유연한 과세방식을 취하고 있지만, 조세회피방지의 관점에서 재고의 여지도 있다. 이번 법인과세신탁의 도입은 법인과세신탁의 과세형평을 고려한 입법은 아니고 수익권이 선순위, 후순위 등 질적으로 분할되어 도관이론으로는 과세할 수 없는 신탁에 대하여 그 대안으로 법인과세신탁을 선택할 수 있도록 한 것이다. 법인과세신탁을 선택하더라도 pay-through 방식을 채택하여 사실상 법인세 부담이 없도록 하고 있다는 점에서, 신탁제도의 활용이 세법에 의해 장애가 되지 않도록 하기 위한 입법일 뿐이다.

법인세법은 신탁법 제3조 제1항에 의한 수익자가 없는 특정의 목적을 위한 소위 목적신탁에 대해서도 법인과세신탁을 선택할 수 있도록 하고 있다. 법인과세신탁을 선택하지 않으면 위탁자에게 소득세를 과세하여야 할 것이다.<sup>42)</sup> 위탁자가 사망한 후 상속인이 존재하지 않는 경우나 위탁자의 유언에 의하여 신탁이 설정되어 위탁자의 상속인이 위탁자의 지위를 승계하지 아니한 경우<sup>43)</sup>에는 위탁자가 존재하지 않기 때문에 소득세를 과세할 수 없다. 이 점을 감안하면 목적신탁에 대해서는 법인과세신탁을 강제할 필요가 있다.<sup>44)</sup>

법인제도와 신탁제도는 경쟁관계에 있다.<sup>45)</sup> 사업목적 달성을 위하여 법인제도를 이용할 수도 있고, 신탁제도를 이용할 수도 있다. 그런데, 법인제도를 이용하면 법인세 부담이 있고 신탁제도를 이용하면 법인세부담이 없다면, 투자자들은 법인세부담이 없는 신탁제도를 이용하여 사업체를 꾸리려 할 것이다. 그 결과 불형평한 조세제도로

41) IRC 671~679조 참조

42) 법인세법 제5조 제3항

43) 신탁법 제10조 제3항

44) 김병일, “신탁세제의 평가와 입법적 개선방안에 관한 연구”, 제1회 한국세무포럼, 2020.10.15., 27면

45) 명순구·오연걸, 「현대미국신탁법」, 세창출판사, 2005.2., 25면

법인제도는 그 경쟁력을 잃어 소멸되고, 신탁제도만 장려되는 결과가 될 것이다. 불형평한 과세가 **법인의 신탁화**를 야기할 수 있다. 신탁을 이용한 조세회피 방지의 차원에서 신탁과 법인은 같은 방식으로 과세하는 것이 옳다. 신탁의 경제적 실질이 상법상 주식회사와 같은 경우- 예컨대 수익증권발행신탁, 유한책임신탁, 사모투자신탁 등-에 대해서는 법인과세신탁을 강제하고, 그 과세방법도 pay-through 방식이 아니라 일반 법인과 동일하게 imputation 방식으로 과세하는 것이 더 타당하다.

## 5. 결론

신탁의 경제적 실질은 신탁재산 독립성의 실현 정도에 따라 단순한 도관에서부터 상법상 주식회사에 이르기까지 다양하다. 세법은 이러한 신탁의 경제적 실질을 반영하여 다양한 방식으로 과세할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 종전 신탁세제는 신탁을 단순한 도관으로 보고 도관이론에 따라 과세하였다.

그로인해 수탁자와 수익자가 1대多로 구성되는 신탁에 대해서는 신탁소득에 대한 적절한 과세가 불가능하였고 도관이론에 의한 과세가 신탁의 실질을 반영한 규정이라는 오판은 신탁을 이용한 조세회피가능성에 눈을 감게 하였으며, 신탁재산의 출연이나 수익권의 양도 나아가 자본시장법상 투자신탁의 이익 및 부가가치세 과세에 영향을 미쳐 오랜 기간 합리적 과세를 방해하여 왔다.

2021년 신탁세제의 대변혁은 신탁의 경제적 실질을 단순한 도관이라는 생각을 버리고 다양한 과세제도의 선택을 허락하고 있다. 1대多 구조의 신탁을 고려하여 새롭게 법인과세신탁을 도입하였으며, 위탁자과세신탁을 도입하여 타익신탁을 이용한 조세회피행위에 대응하고 있다. 나아가 신탁재산의 출연 및 수익권의 양도와 관련하여 명문으로 과세요건 규정을 신설하여 그동안 엇갈린 행정해석에 따른 과세실무의 혼란을 제거하였을 뿐만아니라 부가가치세 과세에 있어서도 신탁재산의 독립성에 기초하여 원칙적으로 수탁자를 납세의무자로 하면서 위탁자를 납세의무자로 선택할 수 있도록 하고 있다.

이처럼 신탁의 다양한 경제적 실질을 반영하여 다양한 신탁소득세제를 구현하고 납세자가 선택할 수 있도록 하는 등 신탁에 대하여 유연한 과세방식을 취하고 있다는 점에서, 이번 신탁세제의 대변혁은 과세이론적인 측면에서 높게 평가할 만하다. 그럼에도 불구하고 과세체계의 일관성이나 조세회피방지의 관점에 현행 신탁세제도 개선이 필요하다.

과세체계의 일관성과 관련하여, 도관이론이 적용되는 신탁(수익자과세신탁과 위탁자과세신탁)에 대해서는 신탁재산의 출연과 수익권의 양도가 과세대상이 아님을 명문화하는 것이, 과세요건을 따로 해석하여 적용해야 하는 현행 세제의 번거로움을 해소하고 일관된 과세체계를 구현한다는 측면에서 타당하다. 아울러 법인과세신탁에 대해서는 수익자를 주주로, 수익권은 주식으로 의제하여 과세관계를 결정하는 것이 보다 합리적이다.

조세회피방지과 관련하여, 위탁자과세신탁의 적용범위를 지금처럼 좁게 규정하는 것은 조세회피방지 목적을 실현하는 것에 한계가 있다. 위탁자과세신탁의 적용범위를 규정하고 있는 소득세법시행령 제4조의 2 제4항 제2호는 삭제하는 것이 타당하다. 또, 현행 세법은 법인과세신탁과 수익자과세신탁 중 납세자가 선택할 수 있도록 하고 있고, 법인과세신탁을 선택한 경우에도 pay-through 방식으로 과세하고 있다. 그러나 신탁의 경제적 실질이 상법상 주식회사와 동일한 신탁-예컨대 수익증권발행신탁, 유한책임신탁, 사모투자신탁 등-에 대해서는 법인과세신탁을 강제하고, 일반 법인과 동일하게 imputation 방식에 따라 신탁재산단계에서 법인세를 과세하고 수익자단계에서 소득세를 과세하는 것이 타당하다. 상법상 주식회사와 동일한 경제적 실질을 갖는 신탁에 대하여 과세방법을 상법상 주식회사와 동일하게 하는 것이 합리적이기 때문이다.

## 토 론 문

### 신탁세제가 신탁의 장점을 살릴 수 있게 하기 위하여

박훈 (서울시립대 세무학과 교수, 법학박사)

#### □ 전체적인 방향

- 발표자께서는 “신탁소득과세와 관련하여 유연한 과세방식을 취함으로써 다양한 신탁제도의 수요에 맞는 과세제도의 선택을 가능하게 하고, 신탁설정이나 수익권 양도와 관련한 세법적 불확실성을 제거하고 있다”고 2021년 신탁세제 개정이 “우리나라 신탁업의 발전에 크게 기여할 것”으로 보고 있음
- 발표자가 제시한 신탁세제의 방향으로서 세제가 대상 산업의 발전을 저해하지 않고 발전에 기여하여야 하는 점에서는 전적으로 동의
- 다만 신탁의 “경제적 실질”을 논의하면서 경제적 효과에 맞는 신탁세제 구축은 가능하지만 다른 한편으로 법적 형식이 아닌 또 다른 기준으로 납세의무자, 과세시기 등을 결정한다면 다소 과세에 대한 불확실성을 가져올 수는 있음
- 기본적으로는 토론자는 세법분야에서 경제적 실질을 주장하면서 경제적 실질이 가져오는 법적용시점에서 불확실성을 줄이는 방법에 대해 지속적으로 연구한다는 것을 밝힘
- 법인제도와 신탁제도는 경쟁관계에 있다고 하는데, 현행 세제는 신탁제도 경쟁력을 높이는데 얼마나 도움을 주었다고 생각하십니까?

#### □ 도관이론과 실제론으로 일관되게 신탁과세가 설명될 수 있는가?

- 소득과세, 재산세과세, 소비과세의 경우 위탁자, 수탁자, 수익자, 신탁 자체 등에 대해 일관되게 과세상 설명이 가능한가?
- 신탁 자체를 회사와 같이 사원과 별개의 단체 자체로 보는 경우 신탁 자체의 효용성이 제대로 살아나는가?

#### □ 법인과세신탁제도 도입에 대한 평가

- 발표자께서는 “법인과세를 강제하지 않고 선택하도록 한 것은 유연한 과세제도의 운영이라는 측면” “신탁단계에서는 사실상 법인세를 부담하지 않을 수 있다” 등을 근거로 긍정적 평가를 하고 있음
- 그러면 신탁관련해서 법인과세를 선택하는 경우는 어떠한 경우라고 보고 있는지요?

#### □ 위탁자과세신탁제도 도입에 대한 평가

- 발표자께서는 “법인과세신탁과 위탁자과세신탁의 도입은 쟁점규정이 국세기본상 실질과세의 원칙을 구현한 규정 내지 신탁이익에 대한 조세회피방지 규정으로 보던

시각을 버리고, 신탁소득에 대한 여러 과세방법론 중의 하나임을 선언한 것이라는 점에서 높이 평가할 수 있다.”고 보고 있음

- 위탁자과세신탁은 신탁을 이용하여 재산을 분산하고 이를 통해 소득의 누진세 과세 구조를 무력화하는 것을 방지하기 위한 조세회피방지 규정이라고 할 때 여기에 대한 구체적인 평가는?
- 법인과세신탁제도와 위탁자과세신탁과세제도가 이론적으로 양립가능한 제도로 볼 수 있는지요? 대상신탁의 차이로 적용이 충돌되지는 않을 수는 있음

□ 세법의 잦은 개정으로 납세의무자가 뒤바꾸는 것에 대한 우려

- 세법은 거의 매년 개정이 이루어짐
- 저자가 지적한 바와 같이 과세체계의 일관성, 조세회피방지 등 바람직한 세제를 만들 때 고려하여야 할 부분이기도 함
- 종합부동산세의 납세의무자, 부가가치세의 납세의무자가 위탁자, 수탁자 등 놓고 바뀌면서 거래계의 혼란은 없는 것인지?

(참고)

○종합부동산세법[시행 2014. 1. 1.] [법률 제12153호, 2014. 1. 1., 타법개정]: 신탁 재산에 대한 재산세 납세의무자를 위탁자에서 신탁재산의 소유자인 수탁자로 변경함 (제106조제3항 신설 및 제107조제1항·제2항).

- 구 지방세법(2014.1.1. 법률 제12153호) 개정을 통해 신탁재산의 재산세 납세의무자가 위탁자에서 수탁자로 변경됨에 따라 신탁재산에 대한 종합부동산세 납세의무자는 수탁자이다.

○종합부동산세법[시행 2021. 1. 1.] [법률 제17760호, 2020. 12. 29., 일부개정] : 신탁제도를 활용한 투기 수요가 부동산 시장에 유입되는 것을 차단하기 위하여 신탁재산의 종합부동산세 납세의무자를 종전의 수탁자에서 위탁자로 변경

- 바꿀 때 제대로 바꾸는 것이 중요

(감사합니다)