

企業支配構造의 바람직한 改善方向

鄭 東 潤 *

<目 次>

- | | |
|-----------------------|--------------------------------|
| I. 머리말 | III. 追加의인 企業支配構造 改善의
必要性 與否 |
| II. IMF 이후의 企業支配構造 改善 | IV. 맺음말 |

I. 머리말

IMF 사태 이후 우리 사회의 화두는 기업구조 지배(corporate governance)¹⁾의 개선과 기업 경영의 투명성 제고에 집약되어 있다고 하더라도 과언이 아니다. 그리고 기업지배구조의 개선을 위하여 수회에 걸쳐 기업에 관련한 많은 법률, 특히 상법·증권거래법 및 독점규제및 공정거래에관한법률 등이 개정되었고, 이를 통하여 과거의 제도가 개정되거나 또는 새로운 제도가 생겨났다.

그러나 새로운 패러다임 하에서 기업을 경영하기 시작하여 아직 그 공과가 명백히 나타나기도 전에, 금년 6월경 다시 미국의 Coudert Brothers, 법무법인 세종, International Development Law Institute와 Stanford대학의 Bernard Black 교수 등이 법무부의 의뢰로 작성한 『국제경쟁력 강화를 위한 한국의 기업지배구조 최종보고서 및 법개정 권고안』(이하 권고안이라 약칭함)이 제출되었고, 거기에서 우리 기업지배구조에 대한 대대적인 개선을 요구하고 있어서 우리나라의 기업지배구조 문

* 高麗大學校 法科大學 敎授

0) 기업지배구조란 'corporate governance'라는 말을 번역한 것인데, corporate governance의 본래의 뜻이 정확하게 반영된 역어는 아니다. governance라는 말의 사전적 의미를 보면 통치·통할, 관리·지배, 제어, 통치법 등이다. 따라서 corporate governance라는 말은 나라에 따라 여러 가지로 번역되고 있으며, 예컨대 일본에서는 이를 기업통치(企業統治)라고 번역하고 있다. 우리나라의 기업지배구조 모범규준을 제정할 때에도 이것을 무엇으로 번역할 것인가를 둘러싸고 논의가 있었으나, 이미 『기업지배구조』라는 말이 상당히 보편화되어 있으므로 이를 그대로 사용하기로 하였던 것이다. 그러나 그 말의 본래의 뜻에 가까운 역어를 찾는다면 '기업의 통제(統制)' 내지 '기업의 관리(管理)'라고 하는 것이 좋을 것이라고 생각한다. 기업은 어느 누구의 지배대상은 아니기 때문이다.

제가 다시 뜨거운 논쟁의 대상으로 되고 있다.

이른바 『기업』의 지배구조에 관하여 논의할 때에 그 중심이 되는 기업은 말할 것도 없이 주식회사이며, 그 중에서도 대규모의 상장기업이 주로 논의의 대상이 된다. 주식회사는 20세기 자본주의 경제체제를 떠받들어 온 기업이고, 그것은 다른 기업형태에 비하여 압도적으로 중요한 의미를 가지고 있다. 주식회사의 지배구조에 관한 논의에서 중요한 출발점은 주식회사는 누구를 위한 것인가의 문제이다. 이에 관하여는 주식회사는 주주(shareholders)의 이익을 위하여만 존재한다고 보는 입장과 주주의 이익 외에 주식회사에 관련이 있는 주주 아닌 집단(stakeholders)의 이익도 고려하여야 한다는 입장이 대립하고 있으며, 오늘날에는 회사는 주주의 이익을 중심으로 하지만, 노동자·채권자·소비자 등 주주 아닌 집단의 이익도 균형있게 고려하여야 한다는 입장으로 귀일하고 있다고 말할 수 있다.

여기에서는 IMF 이후 우리나라의 기업지배구조가 어떻게 바뀌었는가를 간단히 살펴보고, 기업지배구조의 여러 국면에 걸쳐서 법무법인 세종의 권고안에 대한 비판을 곁하여 우리나라에서 바람직한 기업지배구조는 어떠한 것이어야 하는가에 관하여 필자의 비전을 제시하고자 한다.

II. IMF 이후의 企業支配構造 改善

1. 理事・理事會制度의 改革

(1) 總 說

주식회사는 소유와 경영이 분리된 기업형태

로서, 기업의 경영은 전문적인 사업수완과 경험을 가진 경영진에게 맡기고, 소유자인 주주는 경영진의 경영활동을 감시하는 구조로 되어 있다. 따라서 기업지배구조의 개선을 논의함에 있어서는 경영진인 이사·이사회에의 활성화, 이들에 대한 효율적인 감시 및 주주와 회사에 대한 책임체계의 확립이 가장 중요한 내용을 이룬다.

(2) 理事會 內 委員會制度의 導入

이사의 수가 많고 이사의 해외출장이 많은 상황에서 정식이사회를 매번 개최하는 것은 곤란하므로, 이사회의 운영을 효율화하기 위하여 이사회로부터 일정한 범위를 정하여 위임을 받은 사항에 관하여는 이사의 일부로 구성되는 위원회에서 신속하게 의사결정을 하는 것이 바람직하다. 그리하여 개정상법은 미국의 예에 따라 이사회 내 위원회제도를 도입하였다(제393조의2). 다만 이사회가 형해화되는 것을 막기 위하여 주주총회의 승인을 요하는 사항의 제안, 대표이사의 선임 및 해임, 위원회의 설치와 그 위원의 선임 및 해임, 정관에서 정하는 사항 등 중요한 사항은 위원회에 위임할 수 없도록 하였다.

(3) 社外理事制의 導入

사외이사제도는 기업지배구조의 문제점을 해결하는 만병통치약인 것처럼 주장되고 또 기대를 모아 왔다. 이것은 사외이사는 회사와 밀접한 관련이 없기 때문에 지배주주의 영향력을 벗어나서 독립적이고 객관적인 입장에서 회사의 정책결정을 할 수 있을 것이라는 막연한 기대에 근거한 것이다.

그리하여 1998년에는 증권거래소의 유가증권 상장규정을 통하여 모든 주권상장법인에 일정수의 사외이사를 두도록 하였고, 2000년 개정 증권거래법에서는 주권상장법인은 원칙적으로 사외이사를 이사 총수의 4분의 1 이상이 되도록 하여야 하고, 예외적으로 대통령령이 정하는 주권상장법인의 사외이사는 3인 이상으로 하되, 이사 총수의 2분의 1 이상이 되도록 하여야 한다고 규정하기에 이르렀으며(제191조의16), 나아가 주권상장법인으로서 대통령령이 정하는 법인은 감사위원회를 설치하여야 하고, 위 감사위원회는 총 위원의 3분의 2 이상을 사외이사로 구성하여야 한다고 강제하였다(제191조의17 제1항, 제2항, 제54조의6 제2항). 상법도 감사위원회의 위원 중 3분의 2 이상은 사외이사로 보하도록 규정하였다(제415조의2 제2항).

(4) 理事의 忠實義務의 法定

개정상법은 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하여 이른바 이사의 충실의무를 규정하고 있다(제382조의3). 이것은 이사의 권한이 확대됨에 따라 회사와 주주에 대한 공정한 처신의무를 밝힌 것이다.

(5) 實質上의 理事의 責任明示

공식적으로 이사로 선임되어 등기되지는 아니하였으나, 대주주가 회사의 배후에서 이사회를 통하거나 또는 직접적으로 회사의 정책을 좌지우지하면서도 이사의 신분이 아니라는 이유로 경영에 대하여 아무런 책임을 지지 않는 폐해를 없애기 위하여, 개정상법은 ① 회

사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에 게 업무집행을 지시한 자, ② 이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자 및 ③ 이사가 아니면서 명예회장·회장·사장·부사장·전무·상무·이사 기타 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만한 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자는 그 지시하거나 집행한 업무에 관하여 회사 및 제3자에 대한 책임의 적용에 있어서 이를 이사로 본다고 규정하였다(제401조의2). 이는 영국의 사실상의 이사 내지 표현이사의 제도를 본따서 실질상의 이사에게 무거운 책임을 지움으로써 대주주의 자의적인 영향력 행사를 방지하기 위한 것이다.

(6) 畫像會議의 導入

현재 대기업에는 이사의 수가 많고 해외출장이나 지방출장 등으로 이들이 한 자리에 모여 회의를 개최하는 것이 어려운 경우가 적지 아니하므로, 개정상법은 이사회 회의는 각 이사가 현실로 한 장소에 집결하여 회의를 개최하지 않고 전자통신 수단을 통하여 비록 지리적으로는 멀리 떨어져 있더라도 서로 얼굴을 보고 목소리를 들을 수 있다면 한 장소에 모여 회의를 여는 것과 다를 바가 없으므로, 이러한 이사회 회의방법을 유효한 것으로 규정하였다. 즉 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고 이사회는 이사의 전부 또는 일부가 직접 회의에 출석하지 아니하고 모든 이사가 동영상 및 음성을 동시에 송·수신하는 통신수단에 의하여 결의에 참가하는 것을 허용할 수 있으며, 이 경우 당해 이사는 이사회에 직접 출석한 것으로 본다(제391조 제2항).

2. 株主의 權益保護를 위한 制度 改善

(1) 總 說

주식회사는 기본적으로 그 주인인 주주의 이익을 극대화하기 위하여 존재한다. 회사가 주주 이외의 집단의 이익을 고려한다고 하더라도 그것은 주주의 이익을 근본적으로 침해하지 않는 범위 내에서만 허용된다. 그런데 주주 중에서 지배주주는 자기를 대표할 수 있는 이사를 선임하고 그를 통하여 회사의 정책을 결정함으로써 자기의 이익을 충분히 보호할 수 있으므로, 그의 권익보호를 위하여 특히 배려할 필요는 없다. 그러므로 기업지배구조에서 주주의 권익보호라고 하면 그것은 자기 스스로 그 이익을 보호할 힘이 없는 소액주주의 이익보호를 의미하는 것이다.

소액주주를 보호하기 위한 방안으로서는 첫째로, 소액주주로 하여금 그를 대표할 수 있는 이사를 선임할 수 있도록 하는 방법, 둘째로 그들의 이익에 반하는 회사의 중요한 정책결정을 저지할 수 있도록 소수주주의 권리를 강화하는 방법, 셋째로 이사회나 지배주주가 지배주주의 이익만을 위한 결정을 하여 소액주주가 그 권익을 침해받았을 때에 이를 시정하고 이사와 지배주주의 책임을 물을 수 있는 구제수단을 쉽게 하는 방법 등이 있다. 이사회나 감사를 통한 소액주주의 보호에 관하여는 뒤에 따로 살펴보기로 한다.

(2) 少數株主權의 強化

주주의 권리는 단독주주권과 소수주주권으로 나뉜다. 단독주주권은 단 1주의 주식을 가

진 주주도 행사할 수 있는 주주권이므로 소액주주도 이를 마음대로 행사할 수 있고, 따라서 이 경우에는 소액주주라고 하여 특히 불리할 것이 없다. 이에 반하여 소수주주권은 발행주식총수의 일정한 비율에 해당하는 주식을 가진 주주만이 행사할 수 있는 주주권이므로, 그 비율에 달하는 주식을 가지고 있지 못한 주주는 이를 행사할 수 없어 불리하다. 따라서 소액주주의 권익보호를 강화하려면 소수주주권을 단독주주권으로 바꾸거나 소수주주권의 지주비율(持株比率)을 낮추어야만 한다. 그런데 모든 주주권을 단독주주권으로 하거나 소수주주권의 지주비율을 낮추는 것은 자칫 이들 주주권이 남용되기 쉽다는 문제점이 있다.

IMF 사태 이후에 수회에 걸친 상법과 증권거래법의 개정을 통하여 소수주주권의 지주요건과 지주기간은 크게 완화되었다. 즉 상법상으로는 종래 발행주식총수의 100분의 5로 통일되어 있던 소수주주권의 지주요건을 대표소송과 위법행위유지청구권의 경우에는 발행주식총수의 100분의 1로 인하였고(제403조, 제402조), 그 밖의 경우에는 100분의 3으로 인하였으(제385조, 제415조, 제539조 제2항, 제466조, 제363조의2, 제366조 제1항, 제467조 제1항), 증권거래법은 6월 전부터 계속하여 주식을 보유하는 것을 요건으로 하여 ㉠ 대표소송의 제기권은 주권상장법인의 발행주식총수의 10,000분의 1(0.01%) 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주(제191조의13 제1항), ㉡ 위법행위유지청구권과 이사·감사의 해임권 및 청산인해임청구권은 10,000분의 50(대통령령이 정하는 법인의 경우에는 10,000분의 25)(0.5% 및 0.25%) 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주

(제191조의13 제2항), ㉔ 회계장부열람청구권과 주주제안권은 1,000분의 10(대통령령이 정하는 법인의 경우에는 1,000분의 5)(1% 또는 0.5%) 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주(제191조의13 제3항, 제191조의14), ㉕ 주주총회의 소집청구권, 회사의 업무·재산상태의 검사를 위한 검사인선임청구권은 1,000분의 30(대통령령이 정하는 법인의 경우에는 1,000분의 15) 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주(제191조의13 제4항)에게 각각 부여하였다.

그리고 증권거래법상 소수주주권을 행사하는 주주는 주주의 권익이 침해되었음을 소명하여야 한다는 불합리한 요건을 삭제하였고(구 제191조의13 제3항 참조), 또 상법상 대표소송의 경우에는 소를 제기한 주주의 보유주식이 제소 후 발행주식총수의 100분의 1 미만으로 감소한 때(발행주식을 보유하지 아니한 때를 제외)에도 제소의 효력에는 영향이 없다고 규정하여(제403조 제5항), 상법상의 대표소송제기권은 소제기 전에는 소수주주권이냐 소제기 후에는 사실상 단독주주권이 되어버렸다.

(3) 集中投票制의 採擇

1998년 개정상법은 집중투표제를 채택하였다. 즉 회사가 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회의 소집이 있는 때에는 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있고, 위 청구가 있는 경우에는 이사의 선임결의에 관하여 각 주주는 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의

결권을 가지며, 그 의결권은 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 투표하는 방법으로 행사할 수 있다. 이 경우에는 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임된다(제382조의2).

집중투표제는 소액주주로 하여금 자기를 대표할 수 있는 이사를 선임할 수 있게 하는 제도인데, 상법은 정관의 규정에 의하여 이를 배제할 수 있도록 하였고, 상장회사의 다수는 이 규정에 의하여 정관으로 집중투표제를 배제하고 있는 것이 현 실정이다.

(4) 事實上의 理事의 責任強化

상법은 지배적인 대주주의 자의적인 기업경영으로부터 소액주주를 보호하기 위하여 기업의 배후에서 사실상 기업의 경영활동을 주도하지만, 이사의 직책을 맡고 있지 않은 대주주를 사실상의 이사로 간주하여 책임을 물을 수 있도록 업무집행지시자 등의 책임에 관한 규정을 신설하였다(제401조의2).

3. 監査委員會의 導入

이사의 업무집행을 효과적으로 감시할 수 있는 감사제도를 확립하는 것은 기업지배구조의 개선에 있어서 중심에 자리잡고 있는 과제 중의 하나이다. 그리하여 개정상법은 종래의 단독제 감사기구인 감사에 갈음하여, 합의제의 감사기구인 감사위원회를 둘 수 있게 하였고(제415조의2 제1항), 감사위원회의 구성원인 이사 중 사내이사가 3분의 1을 넘을 수 없게 함으로써, 감사위원회가 독립적인 입장에서 이사의 업무집행을 감독할 수 있도록 배려하

었다(제415조의2 제2항). 그리고 증권거래법은 대규모 주권상장법인과 증권회사에 대하여 감사위원회의 설치를 강제하고 있다(제54조 제6항, 제191조의17 제2항). 이 제도는 종래의 감사가 효율적인 감사를 하지 못하였다는 점을 고려하여 그 대안으로 도입된 것이다.

Ⅲ. 追加的인 企業支配構造改善의 必要性 與否

1. 總 說

위에서 본 것처럼 IMF 사태 이후 짧은 기간 내에 우리나라의 기업지배구조에는 많은 변혁이 있었고, 이를 시행한 후 얼마 되지 아니하여 그 공과를 평가하기는 아직 어려운 실정이다. 그런데 법무부의 용역을 받은 법무법인 세종 등이 기업지배구조의 개선에 관하여 새로운 권고안을 내놓았으므로, 이에 관하여 간단히 살펴보기로 한다.

위 권고안이 안고 있는 기본적인 문제점은 그것이 일관된 철학을 가지고 있지 않다는 것이다. 즉 권고안은 기업지배구조의 개선을 위하여 이사회와 권한을 강화하고 사외이사의 역할을 강조하는데서 출발하면서도 다른 한편으로 이사회와 권한을 축소하고 약화시키는 제안을 곳곳에서 제시하고 있어서 갈피를 잡을 수 없다. 그리고 대규모 상장법인을 대상으로 하면서도 소규모의 폐쇄회사에나 알맞은 많은 제안을 하고 있다. 뿐만 아니라 권고안은 한국법에 대한 무지에 가까운 인식을 바탕으로 하고 있다. 이들은 권고안의 권위를 훼손케 하는 결정적 요소로 작용하고

있다.

2. 理事와 社外理事의 權限 強化

권고안은 이사회와 승인을 요하는 사항을 명시적으로 규정하고, 이사의 주주에 대한 충실의무를 규정하고, 이사의 정보접근권을 강화하고, 이사의 비밀유지의무를 명정하고, 사외이사의 독립성을 확보하고 이를 매년 증명하도록 하며, 사외이사로 하여금 전문가의 자문을 받을 수 있도록 할 것을 권고하고 있다.

이사회가 하부위원회에 위임하지 말고 스스로 처리하여야 할 중요한 사항을 명시하는 것은 이사회와 위상을 바로잡는다는 관점에서 바람직하나, 권고안처럼 이미 법령에 규정된 것까지 포함하여 잡다하게 규정하는 것은 옳지 않으며, 선별적으로 극히 중요한 사항, 예컨대 예산, 대규모의 차입 등을 일부 예시하는 것은 좋다고 본다. 이사의 주주에 대한 충실의무는 해석상 이사의 회사에 대한 충실의무에 포함시킬 수 있고, 이를 따로 규정하는 경우에는 그 위반시에 상법 제401조와 충돌할 염려가 있다. 이사가 회사 및 자회사의 영업기록과 회계장부에 완전히 접근할 수 있게 하여야 한다는 권고는 사외이사를 염두에 둔 것으로 이해되는데, 감사위원회 위원인 사외이사에게는 이미 그 권한이 부여되어 있고(제412조 제2항, 제415조의2 제5항), 그 밖의 이사는 이사회를 통하여 대표이사에게 필요한 정보를 요구하면 족하며, 또 권고안과 같은 입법례도 없으므로 위 권고안은 지나치다고 본다. 이사의 비밀유지의무는 현재 해석상 인정되고 있는 것이므로 이를 명문으로 규정하

는 것은 큰 의미는 없으나, 사외이사의 수가 늘어남에 따라 기업의 영업비밀누출에 대한 염려를 줄이는 의미에서 이를 규정하는 것도 무방하다고 본다. 사외이사의 독립성을 확보하는 것은 바람직하지만, 이는 현재 상법과 증권거래법에서 규정하고 있는 것만으로 충분하다고 보며, 이를 매년 증명하도록 하는 것은 비현실적이라고 생각한다. 사외이사에게 전문가의 조력을 받도록 하는 것은 감사위원회 위원인 사외이사에게는 이미 허용되어 있고(제415조의2 제5항), 사외이사는 원래 그 분야의 전문가를 선임하도록 하는 제도의 취지에 비추어 옥상옥의 요구라고 생각한다. 모든 상장회사의 사외이사를 사외이사로 구성되는 사외이사후보추천위원회에서 추천하도록 하자는 권고는 현행 제도를 시행하여 그 공과를 본 후에 점진적으로 고려할 사항이라고 본다.

3. 株主의 權利 強化

권고안은 일정규모 이상의 영업의 취득 또는 자산의 처분에 주주총회의 특별결의를 요하게 하고, 이해관계자 거래에 주주총회의 승인을 얻는 등 주주의 승인을 요하는 사항을 확대하고, 이사의 선임에 있어서는 집중투표제를 강제하고, 주주총회의 소집통지기간을 늘리고 또 소집통지서의 기재사항을 상세하게 하며, 주주의 회사정보접근권을 강화하고, 주주의 신주인수권을 강화하여 일정규모 이상의 신주발행에 주주의 승인을 요하도록 하며, 대표소송의 요건을 완화하여 단독주권으로 하고, 그 소송비용을 전액보상하며, 승소금의 일부를 원고에게 지급할 것 등을 권고하고 있다.

영업의 양수도과 관련하여 주주총회의 특별결의를 요하는 사항과 범위를 분명히 하는 것은 바람직하다고 보지만, 다른 한편 영업의 양수가 양수회사의 규모에 비추어 중요한 의미가 없는 경우에는 소규모합병·소규모분할과 같은 특례를 인정하여 주주총회의 결의를 생략할 수 있도록 하는 것이 필요하다고 본다. 이해관계자와의 거래는 사후에 주주총회에 보고하는 것으로 충분하다고 보며, 사전에 총회의 승인을 얻도록 하는 것은 비현실적이다. 집중투표제는 소규모 폐쇄회사는 별로 하고 상장회사에 강제하는 것은 적당하지 않으며, 또 집중투표제의 요건을 완화하여도 소액주주가 상장회사에서 자기의 이사를 선임하는 것은 지주비율이 높지 않는 한 사실상 불가능하다. 일정한 규모 이상의 신주 및 사채발행에 주주의 승인을 얻도록 하는 것은 자금조달의 기동성을 위하여 상법이 채택한 수권자본주의의 정신에 반하고 또 이사에게 광범한 자율권을 주려고 하는 권고안의 출발점과 모순된다. 대표소송의 요건을 완화하여 단독주권으로 하는 것은 장기적 검토과제라고 보나, 현재로서는 그 요건을 완화한지 얼마 되지 아니하였으므로 시기상조라고 생각하며, 이 경우에는 그 남용에 대한 대비책, 예컨대 이사의 책임이 발생한 당시에 주식을 보유한 주주로 자격을 제한하거나 주식의 보유기간을 늘리는 등의 대책이 마련되어야 한다고 본다. 또 대표소송의 경우에 한하여 소송비용의 전액을 보상하는 것은 형평에 맞지 않으며, 승소금의 일부를 원고에게 지급하는 것은 제소를 부추기는 부작용이 염려된다. 주주에게 현재 이상 회사기록에 대한 접근권을 강화하는

것은 영업비밀의 보호라는 차원에서 문제가 있다고 보며, 주주가 회계장부 등을 열람하여 회사의 비밀에 접한 경우에는 주주에게 비밀 유지의무를 과하는 것이 필요하다고 본다.

4. 監査委員會의 強化

장기적으로 모든 상장법인에 감사위원회의 설치를 의무화하고, 감사위원회 위원의 전원을 사외이사로 구성하고 감사위원회 위원장은 사외이사로 보하여야 한다는 권고 역시 제도를 어느 기간 시행한 다음에 그 공과를 보고 결정할 사항이라고 본다.

IV. 맺음말

권고안에는 앞에서 말한 것 이외에도 몇 가지 사항이 더 포함되어 있으나 지면관계로 그

에 대한 논평은 생략하기로 한다. 무릇 인류의 역사는 보다 나은 내일을 위한 발전의 여정이고, 그 여정은 많은 시행착오와 그 개선의 연속이라고 할 수 있다. 그러한 관점에서 보면 우리가 기업지배구조에 관하여 이처럼 고민하고 그 개선책을 찾고 있는 것은 우리의 밝은 미래를 위한 값진 투자라고 볼 수 있다. 그러나 제도의 개혁은 그 사회가 처한 현실을 바탕으로 하여 점진적으로 추진되어야만 성공할 수 있다는 과거의 교훈을 잊어서는 아니될 것이다. 현실을 무시한 성급한 개혁은 그 목적의 이상성에도 불구하고 좌초하였던 예를 타산지석으로 삼아야 할 것이다. 이제 새 제도를 시행하고 얼마 지나지 아니하였으므로, 차분히 그 결과를 지켜보고 그 공과를 분석한 다음에 새로운 개혁을 준비하는 지혜가 요구된다고 하겠다.

先 公示 配當制度 導入에 관한 研究*

張 鎬 允**・薛 元 植***

<目 次>

- | | |
|-------------------|----------------------|
| I. 序 論 | IV. 韓國의 配當制度가 가진 問題點 |
| II. 配當의 類型과 配當落 | V. 先 公示 配當制度에 관한 提案 |
| III. 美國과 日本의 配當制度 | VI. 結 論 |

I. 序 論

한국 주식시장은 1980년대 이후 꾸준한 질적·양적 성장을 하였으나, 다른 선진국의 주식시장에 비해 시장규모 대비 거래량이 많고, 가격 변동성이 높은 것으로 알려져 있다. 이러한 특징으로 인하여 많은 투자자들이 중장기적인 투자보다는 단기적인 시세차익(capital gain)을 노리는 투기적 거래에 치중하고 있는 실정이다. 주식시장이 발행기업에게는 안정적인 자본의 직접 조달창구가 되고, 투자자에게는 건전한 재산증식의 수단이 되는 본연의 역할을 수행할 수 있도록 하기 위해서는, 단기적 시세차익을 노린 투기적 거래보다는 장기적인 관점에서의 투자가 보다 강조되어야 할 것이다. 주식투자를 장기적인 투자로 유도하

기 위해서는 여러 가지 정책적 보완이 필요한데, 그 중 하나는 배당(dividend)에 관한 것이다.

배당은 회사가 주주에게 정기적으로 기업의 이익을 돌려주는 제도이다. 우리나라 주식시장에서는 여러 가지 이유로 인해 배당이 주식투자에서 중요한 부분을 차지하지 못하고 있으며, 이는 결국 장기적이며 건전한 주식투자가 정착하지 못하는데 대해 분명한 하나의 원인을 제공하고 있다. 최근 들어 배당제도의 보완을 요구하는 목소리가 커지고 있는데, 예를 들어 시가배당제도, 중간 및 수시 배당제도에 대한 요구, 소액주주에 대한 세금경감요구 등을 들 수 있다. 이러한 추세뿐만 아니라 여러 선진 자본시장의 예로 보아 배당금의 현실화와 배당 횟수의 증가 -궁극적으로는 미

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 漢城大學校 經商學部 助敎授

*** 天安大學校 政經學部 專任講師

국식의 분기별 배당-가 멀지 않은 장래에 실현될 수 있을 것으로 기대한다.

1998년 7월 배당락 기준가격 산정제도 개선안이 마련된 이후, 투자자들은 지난 2년 동안 새로운 제도하에서 배당투자를 할 수 있었다. 제도개선에 따라 현금배당의 경우 전기와 금기의 배당금이 같다는 전제하에서 전년도 배당액에 근거하여 이번 사업년도의 배당금을 모르는 상태에서 배당락을 일률적으로 결정하던 불합리성은 다소간 해소되었다. 하지만, 투자자들이 배당투자에 보다 관심을 가지고 또한 배당투자자로서 인한 잠재적 손실을 줄이기 위해서는 몇 가지 제도의 보완이 필요하다고 여겨진다.

본고에서는 현재 한국의 배당시스템이 가지고 있는 문제점을 지적하고, 이를 보완할 수 있는 대안으로서 선(先) 공시 배당제도 도입의 필요성을 언급하고자 한다. 기업의 배당에 대해서는 경영학적 관점과 법률적인 관점 등 다양한 이슈가 존재하지만, 본고에서는 주로 투자자의 입장으로 한정하여 배당과 배당락, 그리고 배당제도에 관해 논의하고자 한다. 투자자들은 현재 한국시장이 채택하고 있는 배당제도로 인하여 크게 두 종류의 위험에 노출되게 되는데, 하나는 금년도에 지급받게 될 정확한 배당금을 모르는 상태에서 배당락이 이루어지는 정보 부족으로 인한 위험이며, 다른 하나는 배당락 이후 실제 배당 지급이 이루어지기까지 최소 3개월 이상이 소요되는 시간으로 인한 위험이다.

이 글은 다음과 같이 구성되어 있다. 먼저 II에서는 기업의 배당과 배당락에 대해 고찰한다. III에서는 미국과 일본의 배당제도를 살

펴본 후 이들이 한국의 배당제도와 다른 점을 파악한다. IV에서는 현재 한국의 배당제도가 가지는 문제점을 지적한 후, V에서는 이에 대한 대안으로서 선(先) 공시 배당제도 도입에 관해 논의한다. 마지막으로, VI에서는 결론을 내린다.

II. 配當의 類型과 配當落

배당이란 주식회사가 출자자본에 대한 대가로 기업의 이익을 주주들에게 나눠주는 것을 말한다. 이익배당(dividend)은 여러 기준에 의해 분류할 수 있지만 통상 무엇을 가지고 배당하느냐에 따라 현금배당, 주식배당, 재산배당으로 나눈다. 현금배당(cash dividend)은 현금으로 배당금을 지급하는 것이며, 가장 보편적인 형태이다. 주식배당(stock dividend)은 자기 회사의 신주를 발행하여 그 신주를 주주에게 배당하는 형태이다. 재산배당(property dividend)은 현금이나 자기 회사의 주식 이외의 다른 재산으로 배당하는 것인데, 예를 들면 자사에서 생산되는 제품 등으로 배당하는 형태이다. 현재 한국의 상법에서는 현금배당과 주식배당만을 인정하고 있다.

기업에서 배당이 시행되면, 주식시장에서는 배당에 따른 배당락이 이루어져야 한다. 현금배당의 경우 현금의 사외유출로 인한 기업가치의 감소가 주가에 반영되어야 하며, 주식배당의 경우에는 발행주식수의 증가로 인한 주당가치의 감소가 주가에 반영되어야 한다. <그림 1>은 배당이 발생하는 경우, 배당락이 왜 필요한가를 보여주고 있다.

<그림 1> 현금배당 및 주식배당에 따른 배당락

<현금배당의 경우>

<주식배당의 경우>



배당락은 주식이나 현금을 배당하는 기업의 주가를 일정 부분 떨어뜨려 투자자들 사이의 불평등을 없애는 것이라 해석할 수도 있다. 예를 들어 배당기준일 이후 주식을 산 사람은 배당을 못 받기 때문에 이전 주식매수자보다 불리하며, 이를 보상하기 위해서는 이전 주식매수자보다 적은 금액으로 주식을 살 수 있어야 한다.

이론적으로 볼 때 세금을 전혀 고려하지 않을 경우 배당락후 주가는 배당부증가에서 실제의 배당금을 차감한 것과 동일해야 한다. 아래 식에서 볼 수 있는 것처럼 배당락후 주가는 현금의 사외유출분 만큼을 정확히 반영하여 하향조정되어야 하는 것이다.

$$P_B = P_A - D$$

P_A : 배당부증가(배당락이 실시되는 날의 전일종가)

P_B : 배당락후 기준가격

D : 배당금

주식배당의 경우에도 배당락이 발생해야 한다. 즉, 배당으로 인한 기업자산가치는 실질적으로 변하지 않는 상태에서 발행주식수가 증

가하기 때문에 1주당 가격은 이론적으로 아래의 식처럼 하락해야 할 것이다.

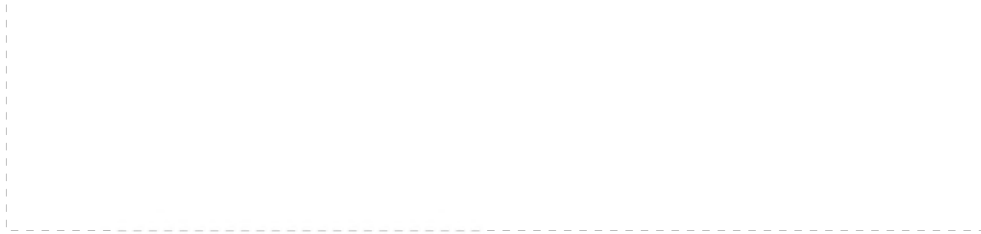
$$P_B = \frac{P_A}{1 + \text{주식배당비율}}$$

이처럼 현금배당이든, 주식배당이든 일단 배당이 실시되면 기업의 주가는 배당락을 통해 이를 정확히 반영해야 한다. 한국의 경우 배당락 제도가 시행되고는 있지만, 현금배당의 경우 정확한 배당금이 결정되지 않은 상태에서 배당락이 결정되며, 또한 가격제한폭 및 기준가의 존재로 인해 현실적으로 배당락이 정확히 이루어지지 못하고 있다. 이같은 문제점에 대해서는 IV에서 설명하기로 한다.

III. 美國과 日本의 配當制度

한국의 배당제도가 가진 문제점을 언급하기에 앞서 우선 선진국의 배당제도는 현재 어떻게 실행되고 있는가를 볼 필요가 있다. 미국과 일본의 배당제도 중 본고와 직접 관련이 있는 배당절차에 한해서 그 특징을 언급하고자 한다.

<그림 2> 미국기업들의 배당절차와 예



1. 美國企業의 配當金 支給節次

한국이나 일본기업과는 달리, 대부분의 미국기업들은 아주 특수한 경우를 제외하고는 분기별로(quarterly) 배당금을 지급하고 있다. 한국과 일본은 중간배당제도에 의해 연간 2회까지 배당금 지급이 가능한데 비해, 미국기업들은 기본적으로 4회 이상 배당이 이루어지고 있다.

미국기업의 경우 현금배당에는 다음과 같은 4가지 유형이 존재한다. 첫째는 정기현금배당(regular cash dividends)으로 통상 매 분기별로 지급되며, 특별한 사유가 없는 한 배당금 지급이 계속 이루어지는 경우이다. 기업과 투자자 사이에는 계속기업(going concern)으로서 다음 분기에도 배당금 지급이 이루어질 것이라는 공감대가 이루어지고 있다.

두번째는 추가배당(extra dividends)으로 정기현금배당과 다른 점은 추가배당은 미래에 다시 발생할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다는 점이다. 세번째 특별배당(special dividends)은 통상 이번에만 특별히 지급되고, 미래에 반복되지 않음을 전제로 하는 배당을 의미한다. 마지막으로 청산배당(liquidating dividends)이 있는데, 이는 사업의 일부 혹은 전체를 매각 또는 청산하는 경우에 지급하는 배당금을

의미한다.

미국기업들의 분기별 배당은 <그림 2>와 같은 절차에 의해 진행된다. 해당분기의 순이익이 알려지는 즉시 기업은 배당금 지급을 결정하기 위한 이사회를 소집하게 된다. 이후 배당 선언부터 배당금 지급까지 순차적으로 진행되는데, 구체적으로는 다음과 같은 사건 일들이 중요한 의미를 지닌다.

첫째, 배당선언일(dividend declaration date)은 이사회에서 배당결의가 이루어진 후 새로운 배당금에 관한 결정을 공표하는 날이다. 이 때 주당배당금, 주주명부 등재일 및 배당금 지급일과 같은 정보가 시장에 공개된다.

둘째, 배당락일(ex-dividend date)은 배당에 따라 배당락이 적용되는 날이다. 미국의 경우 매매일로부터 5일째 결제하는 시스템이기 때문에 주주명부 등재일 이전의 4영업일째를 배당락일로 지정하는 것이 관례이다. 즉, 이날 전까지 주식을 소유해야만 배당을 받을 수 있게 된다.

이론적으로 배당락 당일 주가는 기업의 현금유출분 만큼을 정확하게 반영하여 하락해야 한다. 하지만, 배당에 대해 세금이 부과되기 때문에 실제 배당락은 배당의 세후가치에 근접하는 정도로 이루어진다. Elton & Gruber (1970)의 연구결과에 의하면 미국의 경우 배

당락일의 주가하락비율이 평균 0.777 정도라고 보고하고 있다. 이는 예를 들어 배당금이 1\$ 주어졌을 때 배당부 증가와 배당락 시가의 차이는 1\$ 보다 적은 평균 0.777\$ 임을 의미한다.

셋째, 주주명부 등재일(record date)은 배당금을 지급받기 위해 주식이 소유되어야 하는 기준일을 의미하며, 넷째, 배당금 지급일(dividend payment date)은 배당금이 수표로 주주에게 우송되는 날을 말한다.

미국기업의 배당관행이 한국기업과 다른 점은 우선 미국에서는 배당에 대한 공시후에 배당락이 결정된다는 점이다. 한국에서는 현금 배당의 경우 배당락에 대한 관련 규정없이 시장에서 자율적인시장가격 형성에 의해 결정

되는데 비해, 미국에서는 배당에 대한 공시를 먼저 하고, 이후 주어진 날에 배당락이 이루어진다.

또한, 미국기업의 경우 배당에 대한 공시에서 배당금 지급까지가 대개 1개월 정도의 짧은 기간내에 완료된다는 점이 한국의 배당제도와 구별되는 또다른 특징이다. 한국의 경우 사업년도 말일을 기준으로 3개월 내에 주주총회가 소집되어 배당금이 결정되고, 이후 1개월 이내에 배당금이 지급되기 때문에 배당락 시점에서 실제 배당금을 지급받는 날까지는 길게는 4개월이 걸릴 수도 있다. 이에 비해 미국에서는 배당 선언에서 배당금 지급까지가 1개월 정도이며, 배당락일부터 배당금 지급일까지는 20여일 밖에 소요되지 않는다.

<그림 3> 일본기업들의 배당절차와 예



2. 日本企業의 配當金 支給節次

일본기업의 배당금 지급절차는 기본적으로 한국의 제도와 큰 차이가 없다. 이는 한국의 제도가 일본의 제도를 원용했기 때문이다. 회계년도 종료후 3개월 이내에 주주총회를 열고, 주주총회후 1개월 이내에 배당금을 지급하도록 되어 있는 점은 한국과 동일하다. 또한 주주총회에서 배당금이 확정되기 전에 배당락이 먼저 이루어진다는 점 역시 동일하다.

일본기업의 경우 배당투자를 위해서는 결산

일 4일 전까지는 주식을 매입하여 명의개서를 해야 한다. 즉, 배당락이 배당기준일 3일 전에 시행된다는 것이, 배당락일이 배당기준일 하루전인(12월 결산법인은 1월 첫 거래일) 한국 제도와 다른 점이다. 또한, 일본에서는 모든 회사의 결산일이 매월 말일이 아니고, 월중간에 결산일을 가진 기업이 있다는 것도 다른 특징이라 하겠다.

IV. 韓國의 配當制度가 가진 問題點

1. 韓國의 現行 配當制度의 主要 內容

현재 한국의 배당제도에 따르면 회사는 배당가능이익이 있을 때만 배당할 수 있게 되어 있다. 여기서 배당가능이익은 대차대조표상의 순재산액으로부터 자본의 액, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액, 재평가적립금, 임의준비금 등을 공제한 금액을 의미¹⁾한다.

한국기업의 배당절차는 미국기업과는 달리 배당락이 먼저 이루어지고 추후 주주총회를 거쳐 최종 배당금액이 결정된다는 특징이 있다. 이는 우리 주식시장이 개장 초기 앞서 살펴본 일본의 제도를 그대로 도입한데서 기인

한 것이다. <표 1>은 12월 결산법인을 예로 하여 한국 상장기업의 배당절차를 보여주고 있다.

먼저 주식배당을 하고자 하는 기업은 사업년도말 15일 전까지 배당내용을 공시해야 할 의무가 있다. 반면, 현금배당의 경우에는 공시 의무가 없기 때문에 대부분의 기업들이 현금 배당에 대해서는 공시하지 않고 있다.

미국이나 일본과 달리 한국은 매매일로부터 3일째 결제하는 시스템이기 때문에 사업년도 종료 이틀 전까지 주식을 사야만 배당을 받을 수 있다. 따라서 사업년도 종료 2일 전이 배당부 종료일이 되고 1일 전부터 배당락 조치가 취해진다. 즉, 배당락 조치는 권리락과 같이 기준일(사업년도 종료일) 전일에 이루어지는데, 예를 들면 3월 결산법인의 경우 사업년도 종료 전일인 3월 30일에 배당락이 이루어진다.²⁾

<표 1> 한국기업의 배당절차(12월 결산법인의 예)

주요 일정	관련 내용
- 1999년 12월 16일까지 주식배당 공시	- 주식배당을 행하려는 기업은 사업년도말 15일 전까지 주식배당에 대해 공시해야 함
- 1999년 12월 28일 폐장일 현재 주식 보유	- 사업년도말 종료 2일전까지 주식을 보유해야만 배당을 받을 수 있음
- 2000년 1월 4일 배당락 발생	- 주식배당을 행한 기업은 배당락에 따라 기준가가 변경되며, 현금배당의 경우 기준가 변경없음
- 2000년 3월 말까지 정기주주총회 개최	- 사업년도말 후 3개월 이내 정기 주주총회를 통해 배당 등 주요 안건의 결
- 2000년 4월 말까지 배당금 지급	- 주주총회일 후 1개월 이내 배당금을 지급해야 함

0) 상법 제462조 제1항, 재평가법 제28조 등에 의거하고 있다.

2) 다만, 12월 결산법인의 경우 배당락이 연초 개장일(1월 첫 거래일)에 이루어지는데, 이는 “증권거래소 업무규정 시행세칙 제84조”에 따라 기준일이 업무규정 제5조 제1항 제4호의 규정에 의한 휴장일(최초휴장일은 제외)인 경우에는 다음해 연초개장일로 하기 때문이다.

기업은 현행 법규에 따라 사업년도말 후 3개월 이내에 정기 주주총회를 열어 배당금을 결정하고 이후 1개월 이내에 배당금을 지급해야 한다. 따라서 배당락이 발생하는 날과 실제 배당금을 지급받을 수 있는 날 사이에는 최장 4개월까지 소요될 수 있다는 점이 미국의 제도와 다른 특징이라 하겠다.

현행 배당제도는 배당락이라는 측면에서 또 다른 특징을 가진다. 1998년 7월 배당락 기준 가격 산정제도 개선안이 마련되어 1998년 7월 결산법인부터 적용되고 있는데, <표 2>는 1998년 7월 제도변경전과 변경후의 주요 내용을 보여주고 있다.

하는 경우에는 배당락일에 주가의 하락분을 시장에서 자율적으로 결정하도록 하고 있다.³⁾ 즉, 주식배당의 경우 주식배당 사전예고제도에 의거하여 1990년 3월부터 상장법인이 주식배당을 실시하는 경우 이사회 결의를 거쳐 회계년도말 15일전까지 직접 공시하도록 되어 있으며, 공시된 주식 배당내용에 따라 배당락이 적용⁴⁾되고 있다.

제도 변경후 가장 달라진 점은 현금배당으로 기존에 전년도 배당금을 기준으로 배당락을 적용하던 대신, 배당락을 시장에서 자율적으로 판단하도록 하고 있다. 그런데, 현금배당의 배당락은 주식시장의 가격제한폭과 맞물려

<표 2> 배당락 기준가격 산정제도 개선안 이후 변경내용

	1998년 7월 이전	1998년 7월 이후
현금배당	- 전년도 배당액에 근거하여 다음과 같이 기준가격을 산정 - 현금배당만 실시되는 경우 : $\text{기준가격} = \text{배당부종가} - \text{배당금액}$ - 현금배당과 주식배당 동시 실시 : $\text{기준가격} = \frac{\text{배당부종가} - \text{현금배당금액}}{1 + \frac{\text{주식배당금액}}{\text{액면금액}}}$	- 현금배당 관련내용 삭제 - 배당락일에 시장에서 자율적으로 판단하여 배당락 결정
주식배당	- 사업년도말 15일전까지 배당내용을 공시하고, 배당락일에 기준가 변경	좌 동

배당락 기준가격 산정제도 변경에 따른 주요 내용을 보면, 기업이 주식배당을 하는 경우에는 제도변경이 없는 반면, 현금배당을 행

2가지 잠재적 문제점을 안고 있다. 첫째는 배당락이 당일 기준가의 하한폭인 15% 이상 이루어져야 함에도 불구하고 하한가 제한으로

3) 참고로, KOSDAQ 시장에서는 거래소 시장과는 달리 주식배당예고가 없기 때문에 전년도 1주당 배당금 (현금 배당금 + 주식 배당금) 기준으로 배당락을 적용하고 있으며, 최대 배당락 비율은 30%이다.

4) 주식배당후 배당락이 반영된 기준가의 산정은 “증권거래소 업무규정 시행세칙 제20조 제1항 제3호 및 별표 2”를 참고할 것

인해 배당락이 주가에 완전히 반영되지 못할 가능성이 있다.⁵⁾ 둘째, 상하한가가 존재하기 때문에 현실적으로는 물리적인 배당락이 없는 것과 같은 효과가 나타날 수 있다. 즉, 상하한가를 산정하기 위해서는 당일의 기준가가 필요한데, 배당락된 부분이 기준가에 반영되지는 않기 때문에 사실상 배당락이 없는 것과 같은 효과가 나타날 수 있다.

2. 現行 配當制度의 問題點

한국의 배당제도를 외국의 배당제도와 비교하여 평가해 볼 때, 현행 배당제도는 투자자 입장에서 2가지 위험요인을 내포하고 있다고 하겠다. 첫째는 정보의 부족으로 인한 위험이며, 둘째는 시간에 따른 위험으로 이들은 현행 배당제도가 가진 본질적인 문제점이다.

(1) 정보의 부족으로 인한 위험

현재 주식배당의 경우 회계년도말 15일 전까지 주식배당 정보가 공시되지만, 현금배당의 경우에는 배당금을 모르는 상태에서 배당락이 결정되기 때문에 투자자는 정보 부족으로 인한 위험을 떠안게 된다. 12월 결산법인을 예로 들면, 일부 기업들은 연말에 예상배당금을 공시하기도 하지만 현금배당에 대한 공시의무가 없기 때문에 대부분의 기업은 정

확한 배당금을 공시하지 않는다. 이처럼 장래에 지급받게 될 배당금을 정확하게 알지 못하는 상태에서 연초개장일에 배당락이 이루어진다. 투자자의 입장에서는 기업이 지급할 정확한 배당금을 모르는 상태에서 배당투자를 결정해야 하기 때문에 정보의 부족으로 인한 위험을 추가로 부담해야 한다.

배당투자를 행하는 투자자의 입장에서 의존할 수 있는 정확한 정보는 전년도 배당금에 관한 정보 정도이다. 하지만, 실제 자료를 보게 되면 한국기업들은 회계년도별로 일정한 배당금을 지급하는 경우가 그리 많지 않기 때문에⁶⁾ 전년도 배당금에 대한 정보는 이번 회계년도의 배당투자를 위한 좋은 예측치는 될 수 없다고 여겨진다.

<표 3>~<표 5>는 1998회계년도와 1999회계년도를 대상으로 KOSPI 200을 구성하고 있는 종목의 배당성향을 분석한 결과이다. 분석 결과를 통해 전년도 배당금을 근거로 이루어지는 배당락이 비합리적임을 파악할 수 있다.

우선 <표 3>은 KOSPI 200 지수를 구성하고 있는 200개 종목을 대상으로 지난 2년간 현금배당을 실시하였는가를 분석한 표이다. 1998회계년도에는 현금배당을 실시하였으나 1999회계년도에는 실시하지 않은 기업은 19개인 반면, 반대의 경우는 12개 기업으로 나타났다. 이는 만일 투자자들이 전년도 배당금

5) 현금배당에 따른 이론배당락 만금이 하한가의 존재로 인해 주가에 완전히 반영되지 못하는 사례는 시장에서 찾아볼 수 있다. 예를 들어 신흥증권의 경우 1999사업년도에 대해 주당 2,500원의 현금배당을 했지만, 배당락이 발생한 3월 30일의 주가는 하한가까지 떨어졌으나 1,300원만 하락하였다. 비록 현금배당금액은 배당락 이후에 결정되었지만, 만약 배당락 이전에 이같은 현금배당금액이 공시되었다 할 지라도 현행 제도 하에서는 하한가가 존재하기 때문에 당일에는 현금배당분만큼의 배당락이 이루어지지 못한다. 1999사업년도의 경우 8개 증권사에서 이같은 현상이 나타나고 있다.

6) 예를 들어 12월 결산법인의 경우 1998년에는 배당을 하지 못했으나 1999년도에는 배당을 행한 기업이 53개사이며, 또한 1998년에는 배당을 했지만 1999년에는 배당을 안하는 기업이 19개사로 나타나고 있다.

<표 3> KOSPI 200 종목의 1998~1999 회계년도 배당유무 현황

	1998회계년도	1999회계년도	기업의 수	비중 (%)
배당유무	○	×	19	9.5
배당유무	×	○	12	6.0
배당유무	×	×	30	15.0
배당유무	○	○	139	69.5

<표 4> KOSPI 200 종목의 예상 배당수익률과 실제 배당수익률 통계

	예상수익률	실제수익률
평균수익률 (%)	1.79	2.37
표준편차 (%)	2.15	2.44
최대수익률 (%)	11.21	8.52
중앙수익률 (%)	1.25	1.77
t-통계량 (예상수익률-실제수익률) : 4.57		

<표 5> KOSPI 200 종목의 예상 배당수익률과 실제 배당수익률 차이 통계

	$A \leq -1\%$	$A \geq 1\%$	$A \leq -3\%$	$A \geq 3\%$
기업 수	18	55	4	15
비중 (%)	9.0	27.5	2.0	7.5

주 : A = 실제 배당수익률 - 예상 배당수익률

정보만을 가지고 배당락을 결정한다면, 배당락이 없어야 되에도 불구하고 배당락이 이루어진 경우가 19건, 그 반대의 경우가 12건이었음을 의미하고 있다. 즉, 총 200개 종목 중 15.5%인 31개 기업의 주가에 이런 비합리적인 배당락이 발생하였을지도 모른다는 사실을 보여주고 있다.

이런 극단적인 경우 외에도, 지난 2년간 모두 동일한 배당정책을 실행하였다 하더라도 예상배당금과 실제배당금의 차이로 인하여 비합리적인 배당락이 이루어질 수 있는데, 이는 <표 4>와 <표 5>를 통해 볼 수 있다. 우선,

투자자들이 추가적인 정보가 없다면 배당락에 사용되는 유일한 정보는 전년도 배당금일 것이며, 이로 인한 예상 배당수익률은 전년도 배당금을 금년의 배당부 증가로 나눈 값일 것이다. 그러나 실제로 얻게 되는 실제 배당수익률은 3, 4개월 뒤 실제로 지급되는 배당금을 금년의 배당부 증가로 나눈 값이다.

<표 4>는 KOSPI 200 종목을 대상으로 예상 배당수익률과 실제 배당수익률을 위와 같은 방법으로 구한 결과를 나타내고 있다. 분석 결과, 평균 예상배당률은 1.79%, 실제배당률은 2.37%로 나타났으며, 이 둘의 차이는 약

0.58% 이었다. 최대 예상수익률은 11.21%, 최대 실제수익률은 8.52%로 그 차이 또한 2.69%로 크게 나타났다. 중앙값(median) 역시 예상수익률 1.25%, 실제수익률 1.77%로, 적지 않은 0.52%의 차이를 보였다. 예상 평균 배당수익률과 실제 평균 배당수익률이 통계적으로 동일한 값을 가지는가에 대해 t-통계량을 구하였는데, 그 결과 4.57로 예상수익률과 실제수익률이 같다는 귀무가설을 유의수준 99%에서 기각할 수 있었다.

<표 5>는 <표 4>에서 사용했던 자료를 이용하여, 예상 배당수익률과 실제 배당수익률이 1% 또는 3% 이상의 차이를 나타내는 기업이 얼마나 많은가를 분석한 결과이다. 총 200개 기업 중 73개(36.5%)에서 예상 배당수익률과 실제 배당수익률의 차이가 1% 이상 나고 있으며, 그 차이가 3% 이상 나는 기업도 19개 즉 약 9.5%에 달하고 있다.

한편, 주식배당을 공시하여 배당락을 적용받는 기업의 경우에도, 정보 부족에 따라 투자가가 부담해야 하는 위험요인은 여전히 존재한다. 주식배당을 공시한 기업들도 추후 주주총회에서 현금배당을 추가로 의결하는 경우가 많다. 12월 결산법인을 예로 들면 1999회계년도에 주식배당을 공시했던 64개 기업중 8개 기업을 제외한 56개의 기업이 추가로 현금배당을 행하였다. 이들 기업은 주식배당은 공시하였지만, 현금배당은 공시하지 않았기 때문에 연초 배당락에 이들 정보가 정확하게 반영되었는지 의문스럽다.

결국, 현금배당이든 주식배당이든 기업으로부터 배당에 관한 정확한 정보를 얻지 못한 투자가는 추가적인 위험을 안고 배당투자

를 하게 된다. 그러나 현행 제도하에서는 배당락이 발생하기 전에 기업이 투자자에게 배당에 관한 정확한 정보를 제공한다는 것 역시 시간상 어려움이 많기 때문에 배당절차 자체에 대한 전반적인 검토가 필요하다고 여겨진다.

(2) 시간에 따른 위험

한국의 현행 제도하에서 투자가가 부담해야 되는 두번째 위험은 배당금을 지급받기까지 소요되는 시간이 너무 길기 때문에 발생하는 위험이다. 앞서 본 바와 같이 미국기업들은 배당공시에서 실제 배당금 지급까지가 30일 정도 걸리는 반면, 한국의 기업들은 120일 이내에 이루어지기 때문에 투자가의 입장에서는 시간에 따른 위험을 훨씬 더 부담해야 한다.

최장 120일이라는 시간에 따라 투자가가 겪게 되는 위험은 다음과 같은 형태로 나타날 수 있다. 우선, 현금배당의 경우 예상했던 현금배당이 이루어지지 않을 가능성이 존재한다. 예를 들어 12월 결산법인의 경우 투자가가 연말에는 현금배당을 기대하고 주식을 매입하였지만, 주주총회까지의 3개월 안에 급속한 경영악화로 인해 현금배당이 무산될 가능성이 있다. 물론, 이같은 위험은 항상 존재하지만, 그렇다 할 지라도 배당을 먼저 공시하고 배당선언에서 배당금 지급까지가 1달 이내에 결정되는 미국기업에 비해 배당락이 먼저 결정되고 3개월 이내에 주주총회에서 배당금이 최종 결정되는 한국기업쪽이 보다 위험한 것은 사실이다.

둘째, 투자가는 주식배당을 받는 경우에도 주가하락으로 인한 위험을 떠안게 된다. 실제로 주식이 투자자에게 지급되는 시기에 주가

가 하락할 경우 배당락이 적용되는 시점에 기대하였던 만큼의 수익을 올리지 못할 가능성이 있다. 물론, 역으로 주가가 상승하는 경우 기대치 않았던 수익을 올릴 수도 있지만, 투자자들이 위험회피자(risk averter)라고 가정한다면, 배당락일부터 배당금이 지급되는 날까지가 짧은 것을 선호한다고 하겠다.

또한, 주식배당공시는 사업년도가 끝나기도 전에 이루어지기 때문에 나중에 주식배당공시가 지켜지지 않을 위험도 존재한다. <표 6>은 주식배당을 공시한 후 이행하지 못한 기업들을 보여주고 있는데, 주식배당공시 후 실제 결산해 보니 손실폭이 커서 주식배당을 이행하지 못할 경우 배당투자자들이 피해를 보게 된다. 특히, 주식배당을 이행하지 않더라도 해당 상장사는 불성실공시법인으로 지정돼 하루간 주식매매거래정지 조치를 받는 것 외에는 별다른 불이익을 받지 않기 때문에⁷⁾ 투자자에 대한 보호장치가 부족하다고 하겠다. 이같은 상황하에서는 극단적인 경우 주식배당공시를 하여 주가를 띄운 후, 대주주가 주식을 팔아 치운 후에 몇 달 뒤 주식배당공시를 철회하는

도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 가능성도 존재한다.

한편, 회계년도말 15일 전까지 주식배당공시를 해야 하는 현행제도는 공시에서부터 실제 주식지급까지의 기간이 너무 길기 때문에 해당기업에게도 위험을 제공한다. 1999년 2월 1일 개정된 “증권거래법 제191조의3”에 의하면 12월 결산법인의 경우 2000년 1월 4일부터 주주총회 전일까지의 증가 평균이나 주주총회 직전일의 증가중 낮은 금액이 액면가에 미달되는 경우 예고된 배당총액의 1/2만 주식으로 배정토록 하고 있다. 이에 해당되는 기업은 당초 공시의 절반만큼은 주식배당으로, 나머지 절반은 현금배당을 해야 하기 때문에 기업 입장에서는 예기치 못했던 추가적 현금유출이 발생하게 된다.

결국, 현행 제도하에서는 현금배당이든 주식배당이든 배당락일에서 실제 배당금 지급일까지의 기간이 너무 길기 때문에 투자자와 기업 모두 추가적인 위험을 부담하고 있다고 볼 수 있다.

<표 6> 주식배당 공시후 취소한 기업

사업년도	주식배당 공시후 이행하지 못한 기업
1996년	진도물산
1997년	서광, 신원, 세진, 신원인더스트리, 광명전기
1998년	신풍제지
1999년	현대건설

7) 예를 들어 현대건설의 경우 1999년 12월 16일 1%의 주식배당을 공시했으나, 회계감사결과 1,208억원의 적자가 난 것으로 드러나 배당가능이익이 없어 배당을 취소하였다. 이에 따라 현대건설에 대한 배당투자자의 경우 주식배당공시에 따라 2000년 1월 4일 배당락이 이루어졌기에 손해를 입게 된 반면, 현대건설 자체는 불성실공시법인으로 지정되어 2000년 3월 29일 하루 매매정지를 당하는데 그쳤다.

V. 先 公示 配當制度에 관한 提案

한국의 현행 배당제도가 가지는 문제점을 다시 요약하면 다음과 같다. 첫째, 현행 배당락제도는 시장의 기능에 의해 수행되기는 하지만, 배당락 당시 투자가는 자신이 받게 될 배당금의 유무 내지는 금액에 대한 정확한 정보를 가질 수 없는 정보 부족의 위험에 노출되게 된다. 12월 결산법인의 경우, 일률적으로 연초에 배당락이 실시되는 우리 제도는 일본의 관습을 그대로 답습한 결과이며, 계속기업(going concern)이라는 경영학적 가정, 분기별 재무제표 발표 및 배당금 지급이라는 세계적인 추세, 주식시장의 세계화 추세 등에 역행하는 것처럼 보인다. IV에서도 보았듯이 추가적인 정보가 없는 투자가의 예상 배당수익률은 실제 배당수익률과 현저한 차이를 가지는 것이 현실이다.

둘째, 현행 제도하에서는 배당권 획득 후 배당금 수령까지 최장 120일이 걸리는 시간에 따른 위험이 존재한다. 사전 공시가 의무화되어 있는 주식 배당의 경우 배당공시 후 배당이 실천되지 않은 경우가 앞에서 제시되었다. 현금배당의 경우 시간에 따른 위험을 계량화할 수는 없었지만, 한계 기업의 경우에는 배당락 이전에는 현금배당을 예정했다가 이후 배당을 하지 못한 사례가 상당히 있었을 것으로 추정된다. 또한, 조만간 도입될 수도 있는 선진국의 분기 배당제도를 가정하면 현행 배당금의 지급 기일은 투자가에게 불필요한 위험만 가중시키고 있는 셈이다.

이러한 문제점을 가진 한국 배당제도의 대

안으로 선(先) 공시 배당제도를 제안한다. 본고가 주장하는 선(先) 공시 배당제도의 내용은 다음과 같다.

1. 배당 지급절차를 “결산 → 배당공시 → 배당락 → 배당금 지급”의 순서로 바꾸어야 한다.
2. 배당은 결산 후 일정기간 내에 기업이 자율적으로 시행토록 하여, 모든 기업의 주가가 같은 날 일률적으로 배당락이 적용되지 않아도 되도록 관계 법령을 바꾸어야 한다.
3. 배당공시 후 배당금 지급까지의 기간을 축소(예를 들어 1개월)하여야 한다.
4. 모든 배당의 결정 권한을 현행 주주총회(결산기 배당의 경우)에서 이사회로 이관한다.
5. 배당의 현실화를 위해 단계적으로 년 4회까지 정기배당을 할 수 있도록 하고, 선진국처럼 추가배당, 특별배당 등 다양한 자율 배당권을 기업에 주어야 한다.

VI. 結 論

배당은 회사의 이익을 주인인 주주에게 환원하는 절차이며, 현실적인 배당제도를 통해 투자가들을 투기적이 아닌 건전한 장기투자자로 유인하는 기능도 수행하고 있다. 현행 한국이 채택하고 있는 배당제도는 다분히 행정 편의적인 측면이 있으며, 개장 초기 그대로 답습한 일본의 잔재가 남아있다는 인상을 지울 수 없다. 앞서 살펴본 바와 같이 현행 제도하에서 투자가는 크게 두 가지의 위험에 노출되어

있다. 그 하나는 투자자가 받게 될 배당금이 얼마인지도 모르면서 배당락을 맞이하는 정보 부족으로부터의 위험이며, 또 하나는 배당락부터 배당금 지급까지 길게는 4개월이 경과하는 시간으로부터의 위험이다. 본고는 다양한 형태의 통계자료와 분석으로 한국의 투자자가 이 두 가지 위험에 노출되어 있음을 보여주었다.

이러한 위험을 없애기 위해 현실적이며 건전한 배당정책으로 선(先) 공시 배당제도를 대안으로 제시하였다. 현재 미국 등 선진 자본시장이 채택하는 이 제도는 『결산→배당공시→배당락→배당금』 지급의 순서가 그 핵심이라 할 수 있다. 세부 실천사항으로서, 현행 하루에 일률적으로 시행되는 배당락일의 자율화, 배당공시부터 배당금 지급기간의 축소(약 1개월), 배당결정 권한을 주주총회에서 이사회로 이전, 단계적으로 년 4회의 정기배당 및 다양한 형태의 배당자율권 부여 등을 제시하였다.

한국 주식시장에서 외국인 주식투자자의 비중은 날로 증가하고 있으며, 적지 않은 한국 기업 주식들이 외국의 증권거래소에서 거래되고 있을 정도로 주식시장은 날로 글로벌화되고 있다. 또한, 한국 증권거래소에서 외국의 주식이 거래되는 날이 그리 멀지 않을 것이며, 궁극적으로 우리나라의 투자자도 외국에 자유롭게 주식투자를 할 수 있을 것이다. 이러한 추세로 미루어 볼 때, 배당이 건전한 장기투자에서 차지하는 비중이 점점 늘어날 것은 자명한 일이며, 현재의 비합리적이며 비효율적인 배당에 관련된 제도의 수정은 불가피할 것이다. 특히 현재 세계적인 추세인 분기

별 결산보고 및 배당 지급이 멀지 않은 장래에 우리 시장에도 압력으로 작용할 것으로 보여, 본고가 제안하고 있는 선(先) 공시 배당제도의 도입이 필요할 것이라 생각된다.

< 參 考 文 獻 >

- 김규영, 1990, “외국의 배당제도에 관한 고찰: 미국·일본을 중심으로”, 상장협 21, pp. 37~53
- 김성민, 1997, “배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증”, 재무연구 제14호, pp. 145~170
- 양채열, 1997, “경영자 지분과 배당정책”, 재무연구 제14호, pp. 125~144
- 우춘식, 1993, “배당락일의 주가조정행위에 관한 실증적 연구”, 증권학회지 제15집, pp. 215~240
- 윤평식·김정국·정기호, 1998, “배당락일의 주가조정에 관한 연구”, 증권학회지 제22집, pp. 111~136
- 이진욱, 1999, “중간배당제도에 관한 소고”, 상장협 40, pp. 115~128
- 이철송, 1991, “배당에 관한 법제 및 관행의 합리성 검토”, 상장협 23, pp. 106~119
- 증감원 뉴스, 1997, “우리나라 상장기업 배당정책의 문제점과 개선방안”, 1997. 7.
- 표영인·차동준, 2000, “주식배당의 경제적 결정요인”, 2000년도 하계 경영학관련 통합학술대회 발표논문집, pp. 89~95
- Barclay, M., 1987, “Dividends, taxes, and common stock prices: The ex-dividend

day behavior of common stock prices
before the income tax", *Journal of
Financial Economics* 19, pp. 31~44

Elton, E., and M. Gruber, 1970, "Marginal
stockholders tax rates and clientele
effect", *Review of Economics and
Statistics* 52, pp. 68~74

Kato, K., and U. Loewenstein, 1995, "The
ex-dividend-day behavior of stock
prices: The case of Japan", *Review of
Financial Studies* 8, pp. 817~847

中間配當制度에 관한 研究*

慶 益 秀**

<目 次>

I. 序 言	IV. 支給節次
II. 中間配當의 法的 性質	V. 理事・監事の 責任
III. 要 件	VI. 結 論

I. 序 言

중간배당이란 영업년도를 1년으로 하는 회사에서, 영업년도 도중의 일정한 날의 주주에게 이사회결의에 의하여 당해 결산기의 배당가능이익을 예상하고 직전결산기의 미처분이

익을 재원으로 하여 그 지주수에 따라 금전을 분배하는 것을 말한다(상법 제462조의3). 우리나라는 1997년 12월 증권거래법에 도입되어 상장법인과 협회등록법인에 한하여 적용하다가, 1998년 상법개정시 그 적용범위를 비상장법인에까지 확대하였다.¹⁾ 이 제도²⁾는 (i) 건

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 大田大學校 法科大學 教授

0) 1998년 LG산전에 이어, 1999년 삼성전자 등 44개사, 2000년 포항제철 등 14개사를 비롯하여 모두 59개사가 중간배당제도의 근거를 정관에 두고 있다.

1999년 중간배당 실시현황에 관하여는 이진욱, “중간배당제도에 관한 소고”, 『상장협』 제40호 1999년 10월, 115~116면 참조

2) 이 제도는 일본제도를 도입한 것인데, 일본에서의 입법경위는 다음과 같다. 1974년 상법개정시, (i) 감사제도의 충실을 꾀하고자 감사기간이 신장되고, 그 결과 (ii) 결산기말로부터 정기총회까지의 기간도 당시까지에 비하여 신장되었다. 즉 1974년 개정전에는 계산서류가 감사에 제출되고부터 감사의 감사보고서가 이사에게 제출되기까지의 기간이 1주간에 불과하였으나, 개정후 동 기간이 상법특별법상의 大會社에게는 5주간의, 그 이외의 회사에게는 4주간으로 신장되었다. 그 결과 결산기말로부터 정기총회까지의 기간도 그때까지는 거의 2개월이었으나, 일반적으로 거의 3개월을 요하게 되었다(이에 따라 주주명부폐쇄기간 및 기준일로부터 권리행사까지의 기간도 2개월 이내로부터 3개월 이내로 신장되었다). 그때까지는 많은 회사에서 년 2회의 결산을 하였는데 이 경우 1년의 반을 결산·감사·정기총회 개최 등의 사무로 보내게 된다. 그리하여 많은 회사가 개정후에는 년 1회 결산으로 바꿀 것을 전제하고, 영업년도의 중간에 실질적인 이익배당의 기능을 갖는 금전분배의 제도를 둘 것을 강하게 요망하였다. 중간배당제도는 이 요망에 따른 것이다. 그렇지만 년 1회 결산제도가 정착된지 오래인 우리나라에서는 일본의 중간배당제도를 그대로 도입할 필요성과 실익이 있는지 여부에 대하여 의문을 제시하는 견해도 있다. 이철송, 회사법강의, 746면

전한 배당투자관행의 정착을 통한 증권시장의 활성화 유도, (ii) 주주중시의 경영풍토의 정착, (iii) 결산기말의 일시 현금배당으로 인한 기업의 자금압박 완화, (iv) 기업의 경영성과에 대한 중간점검기회의 제공을 통한 경영진의 책임경영의식 고취 등의 효과를 기대할 수 있다.³⁾

그런데 이 제도에는 몇 가지 중요한 문제점이 있다. 그중 가장 중요한 것이 그 법적 성질을 어떻게 볼 것인가 하는 것과 실제 시행함에 있어서 후술하는 바와 같이 여러 가지 사항들과 밀접하게 연관되는 바, 이 경우 서로간의 관계에 대하여 이론을 확실히 할 것 등이 필요하다고 생각된다. 이에 본고에서는 제도 도입시 본보기였던 일본의 상황과 비교하면서 실무적인 사항들을 중심으로 고찰함으로써 중간배당제도의 정착에 일조하고자 한다.

II. 中間配當의 法的 性質

중간배당의 법적 성질을 어떻게 볼 것인가는 매우 중요하다. 왜냐하면 그 법적 성질 여하에 따라 배당의 재원을 달리하게 된다. 구체적으로는 직전사업년도의 이월잉여금이 없는 회사가 당해사업년도의 반기순이익을 재원으로 하여 중간배당을 할 수 있는지 여부가 문제시된다.

우선 중간배당이 이익배당인지 아닌지 여부에 대하여 살펴보자. 우리 상법과 증권거래법은 각각 『금전으로 이익을 배당』, 『금전으로 이익배당』이라는 표현을 사용하고 있고, 이외에도 상법 제340조 제1항·제344조·제516조 제2항에 근거한 제350조 제3항·제457조·제464조·제516조의9 등에서 중간배당을 이익배당으로 본다고 하고 있는 바, 이러한 규정에 충실히 따르자면 중간배당의 법적 성질은 일단 이익배당으로 보아야 할 것이다.

그러나 중간배당은 이익배당은 아니다. 왜냐하면 이익배당이란 정기총회에서 재무제표 등이 승인되고 확정된 이익처분으로서 주주에게 배당하는 것을 말하는데, 단지 이사회결의로써 행하여지는 중간배당은 이 점에서 분명히 차이가 있기 때문이다. 이런 의미에서 일본 상법의 경우에는 제293조의5 제1항에서 이익배당이라는 용어를 사용하지 않고 『금전의 분배』라고 하여 명확히 구별하고 있는 바,⁴⁾ 우리에게 참조가 될 것이라고 생각된다.

그러나 한편으로 이 금전배당은 실질적으로 이익분배의 성질을 갖는 점을 부인할 수 없다. 그리하여 중간배당은 실질적으로 이익을 재원으로 하는 영업년도 도중의 배당이라고 보는 견해를 전제로 하여, 다시 직전영업년도의 이익을 재원으로 하는 배당의 후급적 성격의 것으로 보는 견해⁵⁾와 당기의 이익배당의

3) 상개논문, 117면; 손주찬, 상법(상), 974면; 최기원, 상법학신론(상), 1056면 등도 참조

4) 법형식적으로는 이익배당과 다른 독립한 성격의 것이라고 해석하는 유력한 견해:鈴木竹雄, 會社法(全訂第1版), 194면; 田辺, “累積投票・中間配當・商業帳簿の改正要綱案解説”『商事法務』627호, 11면; 酒卷俊雄, 『改正商法の理論と實務』, 157면

5) 大隅健一郎, 『新訂會社法概説』, 172면; 田中誠二, 『全訂會社法詳論』下卷, 887면; 矢澤 淳, 『商法改正の諸問題』, 12면; 本間輝雄, “中間配當”『改正商法と企業會計』別冊稅經通信, 1974. 12. 10, 110면; 酒卷俊雄, 전게서, 156면 등

선급적 성격으로 보는 견해⁶⁾로 나누어진다.

1. 前期利益後給說

중간배당의 법적 성질을 전기이익의 후급으로 보아 직전영업년도말에 있어서의 배당가능한 이익으로부터 당해영업년도초의 정기총회에서 행한 이익처분액을 공제한 잔액(즉 직전사업년도 이월잉여금, 제462조의3 제2항 참조)만을 배당의 재원으로 한다는 견해이다.⁷⁾ 이 견해에 따르면 당해사업년도의 반기순이익을 재원으로 하는 중간배당은 인정되지 않는다.

중간배당을 전기이익의 후급이라고 할 때 중간배당이 전기이월이익의 한도내로 제약되는 근거가 문제되는데, 배당은 장래의 예상에 의하여야 하는 것이 아니라 현존이익(전기이월이익은 중간배당을 행하는 기의 배당가능이익으로 존속)으로써 행하여야 한다는 채권자 보호의 정신에서 유래하는 것이 그 근거가 된다고 하겠다. 그러므로 전기이월이익이 없는 경우에는 당기에 있어서 이익이 예상되더라도 중간배당을 할 수 없고, 반대로 이월이익과 당기에 있어서의 예상이익이 있는 경우에는 중간배당을 행하는 기의 초부터 중간배당을 하는 날까지 이익이 없더라도 중간배당을 할 수 있다.

또 감사제도가 강화된 것에 대하여 이사회

에 이러한 중간배당을 행하는 권한을 부여한 것은 감독강화에 역행하는 것으로 보는 견해⁸⁾가 있으나, 이사회는 중간배당권한은 원래 주주총회가 갖고 있는 배당결정권을 정관에 의하여 이사회에 이양하는 것이므로 주주총회로써는 이사회가 적절하게 중간배당하는 것을 감사에게 엄하게 감시시키는 것이 유리하게 되므로 중간배당은 감사제도의 강화에 역행하는 것은 아니다.⁹⁾

2. 當期利益先給說

당기의 이익배당중 일부를 앞당겨 지급하는 것으로 보는 입장으로, 이는 전기이월잉여금 뿐만 아니라 당해사업년도의 개시일로부터 중간배당기준일 사이에 발생한 이익(즉 중간배당을 실시하는 시점에 있어서의 결산을 행하면 계상될 배당가능이익의 추산액)도 중간배당의 재원으로 보는 견해이다.¹⁰⁾

그 논거로는, 중간배당은 주주에 대하여 원칙적으로 그 지주수에 따라 금전이 지급되는 점에서는 이익배당과 공통되는 점이 있으나, (i) 상법상 배당가능이익은 특정회계기간에 귀속되는 기간이익의 개념이 아니라 일정시점을 기준으로 한 재산법적 계산방법에 의한 것이므로 중간배당의 재원도 원칙적으로는 중간배당시점의 누적유보이익이어야 하고, (ii) 중

6) 일명 가지급설, 米津昭子, "中間配當" 『法律のひろば』 27권 5호, 31면; 菅原菊志, 『基本法コメンタル商法Ⅱ』, 316면

7) 일본의 통설: 大隅健一郎・今井 宏, 會社法論 中卷, 479면

우리나라의 다수설: 정동윤, 회사법, 627~628면; 이철송, 회사법강의, 749면; 최기원, 전게서 1056면

8) 本間輝雄, 전게서, 110면

9) 米津昭子, 전게논문, 31면

10) 상계논문, 동면

간배당으로 인한 수익 주체가 결산기말 현재의 주주가 아니라 영업년도 도중의 일정한 날에 있어서의 주주이고, 결산에 의하여 배당가능이익을 확정하는 절차가 없이 단순히 이사회 결의만으로 지급되는 점에서 이익배당과 다르고, (iii) 상법·증권거래법상 당해 결산기에 손실발생의 우려가 있는 경우에는 중간배당을 하지 못하고, (iv) 위법배당시 이사·감사 등의 연대책임을 지고, (v) 당해영업년도 말 결산에서 손실이 생길 우려가 있는 때에는 금전의 분배를 할 수 없고(4항), 나아가 연도말에 예상에 반하여 손실이 생긴 경우에는 중간배당을 결정한 이사에겐 손해배상책임을 부담시키고 있는 것(5항) 등을 들 수 있다.¹¹⁾

3. 私 見

현행 영국 회사법의 모범정관인 표 A 103조는 『이사는 수시로 주주에 대하여 회사의 이익에 기하여 적당하다고 인정되는 배당을 지급할 수 있다』고 규정하고 있고, 미국 모범사업회사법 40조는 『이사는 수시로 배당을 제안하여, 사외주주에 대하여 금전·채물·자기주식으로써 배당할 수 있다. 다만 지급불능시 또는 배당의 결과 지급불능이 생기는 때에는 그러하지 아니하다. 배당의 선언 및 지급은 다음 각호의 정하는 바에 따른다. (a) 본조에 정한 경우를 제외하고는 배당은 이익잉여금중 목적을 정하여 적립한 것 및 제한을 붙인 것

을 공제한 액을 한도로 금전 또는 채물으로써 행할 수 있다』고 규정하고 있다. 그리고 미국의 많은 주법에서도 이익배당에 대하여 그 시기를 제한하는 규정없이 중간배당이 실제로 행하여지고 있고, 선급방식에 의하는 것으로 해석되고 있다. 이처럼 재무제표 등의 확정권이 이사회에 있는 영미법에서는 선급방식이 기본으로 되어 있고, 또 이익계산에 관하여 전기의 적자를 당기에 전보하는 것도 의무지워져 있지 않다.¹²⁾

또 독일에서는 1965년 개정주식법에서 사채의 이자가 년 2회 지급되는 것과 균형을 맞추어 대중에게 주식을 매력있게 하기 위하여 대차대조표상의 이익의 일부지급을 인정하였다. 즉 『(1) 정관규정에 의하여 이사는 영업년도 경과후에 대차대조표상의 이익예상액의 일부를 주주에게 지급할 수 있다. (2) 이사는 경과한 영업년도의 가결산에 의하여 연도잉여금이 있는 경우에 한하여 일부지급할 수 있다. 일부지급액은 연도잉여금으로부터 법률 또는 정관에 의하여 공시적립금에 전입하여야 할 액을 공제한 액의 반을 한도로 한다. 또 일부지급액은 전년도 대차대조표상의 이익의 반을 넘을 수 없다. (3) 이 일부지급을 행함에는 감사의 동의를 요한다』(59조).¹³⁾

이와 같이 외국의 입법례를 볼 때 선급방식에 의하는 것이 많은데, 이 방식은 중간배당으로서 묘미가 있다. 그러나 후급방식에 비하여 자본충실을 침해할 위험이 있고, 상법상

11) 이진욱, 전계논문, 118~119면

12) 山村, 『株式會社監査制度-改正とその方向』, 132면; 大住 “中間配當をめぐる諸問題” 『産業經理』, 29권 2호, 84면; 本間輝雄, “中間配當” 『税経セミナー』, 18권 14호, 114면 등 참조

13) 山村, 전계서, 139면; 慶應義塾大學商法研究會, 『西獨柱式法』, 83~85면 참조

그 영업년도의 이익을 가결한 기타의 방법에 의하여 예상하고서 배당하는 뜻이 명시되어 있지도 않으며, 법규가 회사재산의 건전성 및 채권자 보호의 요청상 전기이월이익액을 한도로 재원으로 하고 있으므로 중간배당은 실질적으로는 이익을 재원으로 하는 배당의 후급의 성격을 갖는 것으로 보는 통설의 입장이 타당하다고 생각한다.¹⁴⁾

III. 要件

중간배당을 행하기 위하여는 중간배당제도를 채용하는 뜻을 정관에 규정하여야 하고, 영업년도중 이사회결의에 의하여 행하되, 영업년도말에 있어서의 순재산액이 상법 제462조의3 각호의 액의 합계액을 하회할 우려가 없어야 한다.

1. 定款規定

1년 결산회사로서는 중간배당제도를 채용하기 위하여는 정관(원시정관·변경정관 불문)에 이에 관한 규정을 두어야 한다.¹⁵⁾ 정관에 규정을 둘 때 고려하여야 할 각 중요 요소에 대하여 살펴보기로 한다.

(1) 『일정한 날』의 결정방법

중간배당을 받아야 할 주주를 정하기 위한 『일정한 날』은 정관에서 정하여야 한다(제462조의3 제1항). 이 일정한 날은 『몇 월 몇 일』

이라고 확정하여야 하고, 그냥 『이사회가 정한 날』이라 하고서 이사회에서 다시 정하도록 하는 것은 인정하여서는 아니된다.

일정한 날을 어느 시점으로 할 것인가에 대하여는 규정이 없으나, 영업년도의 중간(12월 말 결산회사의 경우 6월 30일)으로 정하는 것이 적당할 것이다.

(2) 『일정한 날』의 표현방법

정기주총에서 결의되는 이익배당은 영업년도말 현재의 주주명부에 기재된 주주에게 지급되는 것으로써, 그 뜻을 정관에 규정하는 것이 일반적이다. 예컨대 12월 31일이 결산기말이라면 『당회사의 이익배당금은 매년 12월 31일 현재의 주주명부에 기재된 주주 또는 등록질권자에게 지급한다』 또는 『· · · 매결산기말 현재의 · · ·』라고 규정할 것이다. 결산기말 12월 31일을 『12월 31일 현재』라고 하는 것은 12월 31일의 최종시점으로 보는 것이 자연스럽고, 이것을 12월 31일의 오전 0시를 가리키는 것으로 보는 것은 무리이다. 또한 『결산기말 현재』 『영업년도말 현재』 『영업년도말일 현재』라고 하는 것들도 결산기말인 12월 31일의 최종시점을 의미한다고 보아야 할 것이다.

중간배당에 있어서의 일정한 날은 법률상 『영업년도 도중의 일정한 날』로 규정되어 있는데 불과하므로, 6월 30일의 오전 0시부터 오후 12시까지의 어느 시점인가를 명확히 할 것이 필요하다고 생각된다. 6월 30일이 영업년도말의 12월 31일에 대응하는 날이므로 정

04) 그러나 한국상장회사협의회 자문위원회 회의에서는 논의의 실익이 없다는데 의견의 일치를 보았다고 한다. 이진욱, 전계논문, 119면

15) 일단 두었더라도 정관변경에 의하여 폐지할 수도 있다.

기주총결의에 의한 이익배당에 있어서의 기준일과 마찬가지로 『6월 30일 현재의』라는 표현으로써 당연히 최종시점을 가리킨다고 하여도 좋을지 모르겠으나, 명확을 기하기 위하여 『6월 30일의 최종의 . . .』라고 규정하는 것이 바람직하다고 생각된다.

(3) 기타 중간배당과 관련하는 요소

① 이 자

우리나라의 경우 배당금지규정지서를 주주에게 발송하거나 직접 계좌 입금시키는 것과는 달리, 일본에서는 회사가 배당금영수증 또는 우편대체지급통지서를 주주의 주소로 송부하는 등 지급의 제공을 하더라도 주주가 은행과 우편국에서 지급받지 않는 경우는 수령지체가 되므로, 회사는 미지급배당금에 대하여는 이자를 지급할 의무가 없다. 회사에 귀책사유가 없는 때에 이자를 지급하지 않는 것은 당연한 것이나, 소멸시효기간만료 직전에 미지급배당금의 지급을 청구하면서 이자를 청구하는 경우도 있을 수 있으므로 미지급배당금에 이자를 붙이지 않는다는 뜻을 정관에 규정하는 것이 명확할 것이다.

② 전환사채의 전환과 배당금의 기산일에 관한 규정

전환사채의 전환청구에 의하여 발행된 주식에 대한 최초의 이익배당에 대하여는, 그 청구를 한 때가 속하는 영업년도말에 전환된 것으로 보거나 정관이 정하는 바에 따라 직전 영업년도말에 전환된 것으로 볼 수 있다(제560조).

그런데 전환사채의 전환으로 인한 주식이 중간배당을 받게 되는 경우, 상법은 제350조 제3항에 관하여는 중간배당을 이익의 배당으로 보고, 제462조의3 제1항의 일정한 날을 영업년도말로 본다고 규정하고 있다(제462조의3 제5항). 그러므로 정관에서도 동규정과 같이 『전항의 규정 적용에 대하여는 중간배당 이익배당으로 보고, 6월 30일을 영업년도말로 본다』고 하는 것이 바람직하다고 생각된다.

2. 理事會決議

(1) 결의시기

중간배당은 이사회결의에 의하여 행하는데, 그 결의시기에 대하여 우리 상법에는 규정이 없고 증권거래법에서는 일정한 날로부터 45일 내에 하여야 한다(제192조의3 제2항)고 규정하고 있는바 상법의 입법적 불비의 점과 양법규간의 불일치를 찾아볼 수 있다. 일본 상법의 경우에는 제293조의5에서 정관에서 정하는 일정한 날로부터 3개월내에 하여야 한다고 규정하고 있다. 예컨대 정관에서 매년 6월 30일 최종의 주주명부상의 주주에게 중간배당을 한다고 정한 경우에는 7월 1일부터 3개월 이내 즉 9월 30일까지 결의하여야 한다. 그러나 9월 30일은 기한이지 기간(7월 1일부터 9월 30일까지)의 최종일을 뜻하는 것은 아니므로 6월 30일 이전에 결의하는 것도 법률상 가능하고, 이 경우는 7월 1일에 결의의 효력이 생긴다 할 것이다.

우리 상법도 증권거래법과 균형을 맞추기 위하여 일치시키든지 상장회사와 비상장회사간의 차이를 인정하여 상법에 독자적인 기간

을 마련하든지 하여 이 미비점을 보완하여야 할 것이다.

시키는 것이 적당하다는 의미에서 상장회사에서는 관행으로 되어 있다.

(2) 결의통지

우리 증권거래법 제192조3에 의한 중간배당에 관한 결의 또는 결정이 있을 때 지체없이 이를 증권거래소에 신고하도록 한 것과 비교하여 이사회결의의 통지에 관하여 우리 상법에는 아무런 규정이 없다. 참고로 일본의 경우를 살펴보면, 상장회사는 중간가결산의 절차가 끝나면 증권거래소의 요청에 따라 중간결산단신을 증권거래소내의 기자클럽에 배포하는데, 여기에 중간배당에 관한 사항이 기재되어 있다. 이사회에서 중간배당이 결의되더라도 중간배당청구권의 효력발생일이 원칙적으로 그 결의후 1개월 정도 경과한 시점에서 정하여지므로 신문지상에서 중간배당액 등이 보도되고서 주주에게 중간배당금영수증 등이 도착하기까지 1개월 가까이 경과하게 된다. 그리고 대부분의 상장회사에서는 중간배당에 관한 이사회결의후 수일내에 각 주주에 대하여 중간배당에 관한 이사회결의의 통지를 발송하고 있다. 이 결의통지는 일본 상법상 그 발송이 의무는 아니나, 이익배당이 결의되는 정기주총의 소집통지에 이익처분안을 포함하는 재무제표 등의 내용이 기재되어 있는 것에 대응하여 중간배당에 대하여도 지급절차개시 전에 지급금액·지급개시일을 주주에게 주지

(3) 반기보고서 관련내용

우리나라의 상장회사는 증권거래법상 반기보고서 및 분기보고서를 금융감독위원회와 증권거래소에 제출하도록만 되어 있지만(제186조의3), 일본의 경우 증권거래소의 요청에 따라 상장회사에 대하여 반기보고서에 기재되는 중간재무제표와 동일한 것을 기재한 중간사업보고서를 주주에게 송부하여야 한다. 그리고 중간배당을 행하는 회사는 이 요청에 따라 중간배당금영수증을 全株主에게 송부함에 있어서 중간사업보고서를 송부하여야 하고, 정관상 중간배당규정이 있음에도 불구하고 중간배당을 행하지 않는 회사와 정관상 중간배당의 정함이 없는 회사는 증권거래소의 요청에 응하여 중간사업보고서를 전 주주에게 송부하는 예가 많다.¹⁶⁾

IV. 支給節次

1. 株主確定

(1) 중간배당 실시를 위한 주주명부폐쇄

회사는 의결권을 행사하거나 배당받을 자, 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사하여야 할 자를 정하기 위하여 일정기간을 정하여

16) 참고로 일본 실무의 경우, 정기주총소집통지에는 영업보고서·대차대조표 등의 계산서류를 첨부하게 되어 있으나(283조 2항), 단위주제도가 적용되는 상장회사에서는 단위미만주주에게는 소집통지서를 송부하지 않는다. 그러므로 상장회사에서는 주총 종료후 결의통지·배당금영수증과 함께 사업보고서를 단위미만주주를 포함하는 전주주에게 송부하는 것이 관례로 되어 있다. 사업보고서는 상법상 그 송부가 의무는 아니나, 영업의 개황, 기타 회사의 상황 외, 대차대조표 등의 계산서류가 기재되고, 나아가 회사의 제품을 소개하는 등 PR을 겸하고 있는 예도 적지 않다고 한다.

주주명부의 기재 변경을 정지할 수 있다(상법 제354조 제1항, 주주명부폐쇄 또는 주식명의 개서정지). 같은 원리로 중간배당에 있어서도 정관에서 정한 일정한 날 현재의 주주를 확정하기 위하여 주주명부를 폐쇄할 수 있는 것은 당연하다.

그러나 일정한 날로부터 이사회결의까지의 사이에 주주명부를 폐쇄하는 것이 위법이라고 할 수 없겠으나, 일정한 날 현재의 주주와 중간배당을 위한 이사회결의시의 주주가 일치하지 않아도 상관없으므로 이 기간동안 굳이 주주명부를 폐쇄할 필요는 없을 것이다. 그러므로 일정한 날 현재의 주주를 확정하기 위한 주주명부폐쇄기간은 일정한 날의 직전에 집중적으로 행하여지는 주식의 명의개서청구에 의하는 주권의 처리 및 주주명부의 기재, 기타의 사무절차에 요하는 기간을 감안하여 정하는 것이 적당하다고 생각된다.¹⁷⁾

주주명부를 폐쇄하는 때에는 그 기간을 2주간 전에 공고하여야 하되, 정관으로 그 기간을 정한 때에는 그러하지 아니하다(제354조 제4항). 정관에 6월 30일 최종의 주주명부에 기재된 주주에 대하여 중간배당을 행하는 것이 정하여져 있다 하더라도 이것이 주주명부폐쇄기간을 정하고 있는 것은 아니므로, 주주명부를 폐쇄하는 경우에는 2주간전의 공고가 필요하다.

상장회사 등의 공개회사에서는 정기주총에서 의결권을 행사할 주주를 정하기 위하여 정관에서 결산기말의 익일로부터 1개월간 또는 정기주총 종결일까지 주주명부를 폐쇄하는 뜻

을 정할 수 있다. 이처럼 정관으로써 주주명부폐쇄기간을 지정한 때에는 공고할 필요가 없다. 주식회사는 년 1회 일정시기에 정기주총을 소집하여야 하나(제365조 제1항), 중간배당의 경우에는 그것을 행하는 뜻을 정관에 규정하고 있더라도 한도액 등 엄격한 요건이 정하여져 있고 법률상으로는 실시가능하더라도 장래 업적을 예측하지 않으면 아니되므로 주주명부폐쇄가 반드시 행하여진다고는 할 수 없다. 주주명부의 폐쇄는 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 정하기 위하여 행하는 것이지만 단지 회사의 사무정리 등을 위하여 행할 수는 없으므로, 중간배당을 하지 않음에도 불구하고 주주명부를 폐쇄하는 것은 인정되지 않는다. 현재 실정은 중간배당을 위한 주주명부의 폐쇄기간을 정관으로 정하고 있는 예는 드물고 정기주총을 위한 주주명부폐쇄기간에 관한 규정은 정관에 두면서 그때마다 공고하고 있는 예가 많고, 중간배당의 경우에도 정관에 그 기간이 정하여져 있는 회사의 대부분이 공고하고 있는 것으로 생각된다.

(2) 주주명부폐쇄의 이사회결의

정기주총에서 의결권을 행사할 주주를 정하기 위한 주주명부의 폐쇄는 통상 그 기간이 정하여져 있고, 정하여져 있지 않더라도 정기주총은 법률규정에 의하여 소집되므로 그를 위한 주주명부의 폐쇄는 대표이사의 권한에 속한다고 해석된다. 그러나 중간배당을 위한 주주명부의 폐쇄는 중간배당을 행하는 것을 전제로 하는 것이므로 이것은 회사의 중요한

0)7) 일본의 경우, 현재 상장회사 등의 공개회사가 중간배당을 행하기 위하여 주주명부를 폐쇄하는 기간은 대부분 1개월로 되어 있다.

업무집행에 해당되므로 이사회결의가 필요하다고 생각된다.¹⁸⁾

(3) 중간배당을 중지한 경우의 주주명부폐쇄의 해제

중간배당을 행하기 위하여 주주명부를 폐쇄하는 경우에는 일정한 날의 2주간전까지 공고하여야 하나, 공고후 또는 주주명부폐쇄후에 재해 또는 경제정세의 급격한 변화 등으로 인하여 중간배당의 실시가 곤란하게 될 수도 있다. 이러한 경우에는 이사회가 중간배당을 실시하지 않는 것 및 주주명부의 폐쇄를 해제하는 뜻을 결의하여 주식명의개서를 할 수 있도록 하고 그 뜻을 공고하여야 한다.

(4) 기준일제도에 의한 일정한 날의 주주의 확정과 공고의 필요 여부

회사는 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주 또는 질권자를 그 권리를 행사하여야 할 주주 또는 질권자로 볼 수 있고(제354조 제1항), 이 일정한 날을 일반적으로 기준일로 하고 있다. 기준일에 의하여 권리를 행사하여야 할 주주를 정하는 경우에는 그 2주간전까지 공고하여야 하나 정관에서 그 날을 정한 경우에는 공고하지 않아도 된다(동조 제4항).

중간배당을 위한 일정한 날이 기준일에 해당되는지 여부에 대하여는 문제가 있다. 기준일은 정관에서 그 날이 지정되어 있지 않아도 공고하면 되는 것에 대하여 중간배당에 있어서의 일정한 날은 정관에서 이를 정하여야 한다는 점에서 다르고, 기준일이 정관에서

정하여져 있는 경우에는 양자간에 차이가 없게 된다.

정기주총에서의 의결권 행사와는 달리, 중간배당은 반드시 매년 행하여지는 것은 아니므로 주주명부를 폐쇄하지 않는 경우이더라도 중간배당을 하는 때는 그때마다 일정한 날을 공고하여야 하는 것이 아닌가 하는 지적이 있으나,¹⁹⁾ 상법 제354조 제1항에 예시되어 있는 배당에 대하여도 이익배당이 매년 반드시 행하여지는 것은 아님에도 불구하고 현재 기준일제도(주주명부폐쇄의 비용도 포함)를 채용하여 이것을 정관에 정하고 있는 회사가 이익배당의 기준일을 공고하는 예는 거의 없기 때문에 중간배당에 대하여만 공고할 이유는 없는 것으로 생각된다.

또, 대부분의 회사가 이익배당의 기준일을 정관에서 정하고 있는데, 이에 대하여 결산기말의 익일로부터 정기주총 종결일까지 주주명부를 폐쇄하는 회사가 대부분이므로 결산기말 현재 주주명부에 기재된 주주에게 이익배당을 하는 뜻의 기준일규정은 결산기말후에 발행된 신주에 대하여 이익배당금을 지급하지 않는 뜻을 정한 것이라고 하는 견해가 있다. 그러나 신주주가 직전영업년도의 결산에 의한 이익배당을 받을 수 없는 것은 당연한 것이고, 이익배당의 기준일은 결산기까지의 사이에 발행된 주식에 대하여 어느 시점에 있어서의 주주명부상의 주주에게 지급할 것인가를 정하는 것으로 보아야 한다. 그러므로 최근과 같이 주주명부를 폐쇄하지 않거나 1개월간 폐쇄하는 경우에는 이익배당의 기준일이 정하여져

0)8) 河本一郎, 新註釋會社法, 193면

0)9) 상개서, 동면

있지 않으면 정기주총에서 이익처분안이 결의된 때의 주주명부상의 주주에게 이익배당을 지급하여야 한다. 이익배당은 상법 제462조 제1항의 배당가능액이 산출되지 않으면 행할 수 없고, 이 점은 중간배당의 경우도 마찬가지이므로 중간배당에 대하여도 주주명부를 폐쇄하지 않는 것이면 이익배당의 경우와 마찬가지로 일정한 날의 공고는 필요없다고 생각된다.

2. 中間配當額의 決定

(1) 직전결산기의 대차대조표상의 중간배당가능이익

중간배당은 직전결산기의 대차대조표상의 순재산액으로부터 (i) 직전결산기의 자본액, (ii) 직전결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, (iii) 직전결산기의 정기주총에서 이익으로 배당하거나 또는 지급하기로 정한 금액, (iv) 중간배당에 따라 당해 결산기에 적립하여야 할 이익준비금 등의 금액을 공제한 액의 한도내에서 행하여질 수 있다(제462조의3 제2항). 여기서 직전결산기의 대차대조표란 직전영업년도말 현재의 대차대조표를 말하고, 순재산액이란 대차대조표의 자본의 합계액을 말한다.

정기주총에서의 이익처분에 있어서는 이익준비금의 적립·이익배당·임원상여·목적을 정한 임의적립금·목적을 정하지 않은 별도적립금을 잉여금으로서 적립하는 예가 적지 않은데, 이들 임의준비금중 목적에 따른 적립은 이사회결의로써 할 수 있으나, 목적 이외

의 사용 및 별도적립금의 적립은 주총결의에 의하여야 한다.

그러나 이사회결의로 행하는 중간배당의 경우 중간배당가능이익의 범위내이더라도 영업년도말에 있어서 미처리손실을 계상하게 될 우려가 있는 경우에 중간배당을 행하는 것은 이사의 충실의무위반 내지 선관주의의무위반의 책임이 문제로 되는 것은 아닌가 하는 지적이 있다.²⁰⁾ 이러한 문제를 회피하기 위하여는 직전결산기의 대차대조표상의 이익처분시 당기의 중간배당예정액을 감안하여 중간배당예정액에 이익준비금 상당액을 더한 금액을 계상하여 두는 것이 적당할 것이다. 그러나 실제로 당기에 지급한 중간배당금액에 당기 이익준비금으로서 적립하여야 할 금액을 더한 액이 전기이월이익의액을 상회하는 경우라도 그 영업년도에 있어서 상당한 이익을 계상하고, 손익계산서상 미처분이익을 계상할 수 있으면 이사의 책임은 문제되지 않을 것이다.

(2) 중간배당과 기말손익의 예측의무

정기주총결의에 의한 이익배당과 달리, 중간배당은 영업년도 도중에 정식결산절차를 거치지 않고 이사회결의에 의하여 행하는 것이므로, 영업년도말에 결손이 생기지 않도록 충분히 전망을 한 후에 행하여야 한다. 그리하여 상법은 그 영업년도말에 있어서 대차대조표상의 순재산액이 제462조 제1항 각호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는 때에는 중간배당을 하여서는 아니된다고 규정하고 있다(제462조의3 제3항).

20) 상계서, 186면

3. 支給時期 및 支給方法

회사는 중간배당에 관한 이사회결의가 있는 날로부터 1월 이내에 배당금을 지급하여야 한다. 다만 정관에서 지급시기를 따로 정한 때에는 그러하지 아니하다(상법 제464조의2 제1항, 증권거래법 제192조의3 제3항).

일본의 경우 주주의 수가 10명 정도로 그것도 회사의 관계자 또는 거래처 등에 한하는 경우에는 현금 또는 수표로 각 주주에게 지급할 수 있으나, 상장회사 등 주주의 수가 많은 회사에서는 현금 또는 수표로 각 주주에게 지급하는 것은 불가능하므로, 이익배당금과 마찬가지로 배당금영수증에 의한 은행창구지급·우편불입지급통지서에 의하는 우편국창구지급·은행구좌불입 등의 방법에 의하여 지급하면 된다. 이익배당의 경우는 정기주총에서의 이익잉여금처분계산서 승인에 의하여 확정되므로 이익잉여금처분계산서 승인결의후(실제는 정기주주총회 종료후)에 배당금영수증을 송부하고 있으나, 중간배당의 경우는 원칙적으로 이사회결의가 지급개시일의 1개월전이므로 지급개시일의 이틀전에 송부하는 것이 통례이다.²¹⁾

4. 自己株式과 中間配當

상법(제341조, 제341조의2 등), 특별법 그리고 법이론상 자기주식취득제한에 대한 예외가 인정되고 있는데, 이중 주식소각을 위하여 자기주식을 취득한 경우에는 지체없이 실효절차를 밟아야 하므로 중간배당 여하가 문제될 여지가 없고, 나머지 경우에는 상당한 시기내에 처분절차를 밟아야 하므로 그 취득과 처분의 사이에 중간배당이 행하여질 가능성이 있다. 이 경우 회사는 예외적으로 취득한 자기주식에 대하여 중간배당을 받을 수 있는지가 문제될 것인데, 예외적으로 취득하여 보유하고 있는 자기주식에 대하여는 그 효력을 전면적으로 부인하고 있다(전면적 휴지설: 통설). 또한 일정한 경우에는 배당가능이익을 재원으로 하여 자기주식을 취득하게 되는데, 만일 결산기에 보유하는 자기주식을 자산으로서 계상한다면 그 합계액이 다시 배당가능이익을 구성하여 차년도 자기주식취득의 재원으로 되다. 이렇게 된다면 자기주식 취득에 재원규제를 둔 것이 무의미하게 되는데, 우리나라의 경우 자본조정으로 계상하여 배당가능이익에서 공제되고 있다.²²⁾

5. 新株에 대한 日割配當

영업년도 도중에 신주가 발행된 경우 회사는 통상 당해 영업년도의 배당에 대하여 일할

- 21) 일본의 경우 중간배당은 회사가 그 주주에게 배당하는 이익으로 보므로(배당지급법 4항), 정기주총의 결의로써 행하여지는 이익의 배당과 마찬가지로 주주명부 또는 端株原簿 또는 주주가 회사에 통지한 장소에서 지급하여야 하고, 그 지급에 요하는 비용은 회사가 부담하여야 한다(동법 1항, 2항).
- 22) 일본의 경우에는 이러한 것을 회피하기 위하여 배당가능이익의 산정에 있어서 결산기에 보유하는 자기주식에 대하여 대차대조표의 자산의 부에 계상한 금액의 합계액을 순자산액으로부터 공제하도록 하였고(290조 1항 5호), 중간배당의 경우도 마찬가지이다. 또한, 자기주식의 취득에 관한 법규의 내용이 우리와 차이가 있음은 물론 중간배당과 관련하여서는 293조의 5에서 상세한 규정을 두고 있는 바, 참조가 될 것이다. 服部榮三, 『會社法2』別冊法學セミナー 基本法コメンタル No.158, 165면 이하의 내용 참조

계산을 한다. 이처럼 12월결산 법인이 일할계산하여 중간배당할 경우 6월말을 일정한 날로 하여 3월 31일을 납입기일로 하는 신주가 발행된 때는 일할계산에 따라 신주의 중간배당금은 구주(舊株)의 반으로 된다. 그러나 상장회사 등 정관에 신주 발행을 직전영업년도말에 발행된 것으로 본다는 규정을 둔 경우 정기주총 결의에 의하여 지급되는 이익배당이나 이사회결의로 지급되는 중간배당은 구주와 구별없이 전액지급하게 된다.

6월말을 일정한 날로 하여 중간배당을 지급하는 뜻의 정관규정이 있는 12월결산 법인이 6월 30일을 납입기일로 하는 신주를 발행하는 경우에는, 신주의 효력이 7월 1일 발생하므로 당해 영업년도의 중간배당금을 지급받을 수 없다. 그러나 당해 영업년도의 정기주총에서 결정되는 이익배당에 대하여는 구주와 같은 배당을 받게 된다.

그런데 중간배당을 지급하게 되어 있는 회사가 중간배당을 할 수 없는 경우 7월 1일에 발행된 신주의 이익배당을 전액지급하여야 하는지 반으로 하여야 하는지에 대하여 견해가 나누어지고 있다. (i) 중간배당은 이사회결의에 의하므로 정기주총결의에 의하여 지급되는 이익배당과는 형식적으로 구별되지만, 그 실질은 년 2회의 배당중 1회분에 해당한다고 생각하여야 하고 중간배당이 지급되지 않는다는 것은 년 2회의 배당중 1회분이 무배당인 것과 같게 되어, 이익배당에 대하여는 7월 1일로부터 결산기말에 이르는 반년간의 주주를 대상으로 하여 지급되는 것으로 한다. 따라서 이 견해에 따르면 7월 1일에 효력이 생기는 신주에 대한 이익배당은 전액지급하게 된다. (ii)

중간배당은 본래 영업년도에 있어서의 결산에 의하여 지급되어야 할 이익배당의 일부를 일정한 날 현재의 주주에 대하여 이사회결의에 의하여 선급하는 것이므로 중간배당이 지급되지 않은 때는 그 선급이 되지 않은 것으로 되어, 이익배당은 영업년도중의 주주를 대상으로 하여 지급하여야 하는 것으로 된다. 이 견해에 의하면 중간배당을 하지 않은 때는 선급이 행하여지지 않은 것이므로 7월 1일 효력이 발생한 신주의 이익배당은 구주의 반으로 된다.

후자와 같이 선급설에 의하면, 중간배당은 지급되었지만 이익배당이 없게 된 경우에는 7월 1일 발행된 신주에 대하여는 선급분인 중간배당이 지급되지 않았으므로 영업년도말에 중간배당으로서 구주에 지급된 액의 반을 소급하여 지급하는 것으로 된다. 또한 실무적으로 상장회사의 경우에는 7월 1일 신주가 발행되는 시점에 있어서는 중간배당이 행하여지는지 여부가 정식으로 결정되지 않는 경우가 많다고 생각되는데, 신주를 상장함에 있어서 이것을 구주의 추가상장으로 하는 것인지 신주로서 상장하는 것인지 판단할 수 없게 되고, 중간배당에 관한 정관의 규정이 있는 경우에 중간배당의 유무에 의하여 이익배당의 대상기간이 다르다고 하는 것에서는 유통상 큰 장애로 된다고 생각된다. 그러므로 전자가 타당하다고 생각된다.

6. 轉換社債의 轉換에 의하여 發行된 株式과 中間配當

전술한 바와 같이 상법 제516조에 근거하여

제350조 제3항이 적용되는데, 전환사채의 전환에 의하여 발행된 주식에 대한 배당에 있어서, 중간배당의 일정한 날을 영업년도말로 본다는 것은 1년의 영업년도를 그 초일로부터 일정한 날까지의 6개월간과 일정한 날의 익일로부터 영업년도말까지의 6개월간의 2회로 나누는 것을 의미하고, 따라서 전반의 6개월간의 전환에 의하여 발행된 주식에 대하여는 중간배당금을 지급하고, 후반의 6개월간에 전환에 의하여 발행된 주식에 대하여는 이익배당금을 지급하게 된다.

정관에서 중간배당에 관한 규정을 두고 있는 회사가 중간배당을 행하는 경우에는 별 문제가 없으나, 중간배당을 하지 않고 기말결산에 의하여 이익배당을 행하는 경우에는 1년간 이 이익배당의 대상기간으로 되는지 후반 6개월간이 대상기간으로 되는지가 문제된다.

이에 대하여 중간배당은 그 한도액이 직전 영업년도의 이익잉여금처분후의 순재산액을 기준으로 하여 정해진다고 보아 직전영업년도의 이익의 후급이기 때문에 기말의 이익배당과는 전혀 다른 것으로 해석하여, 이익배당의 대상기간이 1년이라고 하는 견해가 있다. 이 견해에 의하면, 일정한 날의 익일로부터 영업년도말까지의 사이에 전환에 의하여 발행된 주식은 정관규정에 의하여 일정한 날의 익일에 전환된 것으로 보므로, 이익배당은 구주에 대하여 지급되는 금액의 전액으로 된다고 한다. 이에 대하여 상법상 『일정한 날』을 영업년도말로 본다고 하고 있으므로, 중간배당이 지급되지 않는다는 것은 당해 영업년도의 배당의 선급이 행하여지지 않은 것이므로 이익배당의 대상기간은 1년으로 되고 일정한 날 이후의

전환에 의하여 발행된 주식에 이익배당을 전액지급하면 상반기분의 사채이자와 중복되는 것으로 되므로 이익배당을 함에 있어서 사채이자로서 지급된 금액을 공제하든지 반액으로 하든지 하여야 한다는 견해가 있다.

이에 관하여 일본의 경우를 참조하면, 중간배당제도가 1974년의 상법 개정에서 감사제도의 강화에 따라 정기주주총회에 제출되는 계산서류에 대한 감사절차가 복잡하게 되므로 당시까지의 년 2회 결산으로부터 년 1회 결산으로 바꾸는 회사가 많아질 것을 고려하여 마련된 제도이고, 실질적으로는 년 2회 행하던 배당중 1회분을 이사회결의에 의하여 행하게 한 것을 알 수 있다. 그러므로 상법이 전환사채의 전환에 의하여 발행된 주식의 배당계산에 대하여 일정한 날을 영업년도말로 보는 것으로 정한 것도 배당의 대상기간이 년 2회 배당과 다르지 않은 것을 전제로 한 것으로 보아야 할 것이다. 따라서 중간배당이 행하여지지 않은 경우의 이익배당에 대하여는 일정한 날의 익일 이후에 전환에 의하여 발행된 주식에 대하여도 전액지급하는 것으로 해석하여야 한다. 특히 상장회사에 있어서는 일정한 날의 익일로부터 기말까지의 사이에 전환에 의하여 발행된 주식에 대하여 이익배당의 반만 받게 되면, 그 주식은 신주이면서 다른 주식과 구별되게 된다.

7. 新株引受權附社債의 新株引受權의 行使에 의하여 發行된 株式과 中間配當

신주인수권부사채에서 신주인수권이 행사된 경우는 신주의 발행가액 전액의 납입이 행하

여진 때에 주주로 되나(상법 제341조의17), 이익배당에 대하여는 신주인수권부사채 발행결의에 있어서 발행가액 전액의 납입을 한 때가 속하는 영업년도말 또는 직전영업년도말에 있어서 신주의 발행이 있던 것으로 보고(제16조의9), 정관에서 중간배당에 관한 규정이 있는 경우는 일정한 날은 영업년도말로 본다(제462조의3 제5항).

전환사채의 전환에 의하여 발행된 주식에 대한 배당기산일이 정관에서 정하도록 되어 있는 점에서 다르나, 중간배당이 행하여지지 않은 경우에 일정한 날의 익일로부터 기말까지의 사이에 신주인수권의 행사에 의하여 발행된 신주에 대한 이익배당금을 전액지급하여야 하는지 반액으로 하여야 하는지 하는 점에 대하여는 전환사채의 전환에 의하여 발행된 주식에 대한 이익배당금과 마찬가지로 전액지급하여야 한다.

V. 理事・監事の 責任

1. 中間配當의 限度額의 制限違反의 경우

정관에 중간배당에 관한 정함이 없음에도 불구하고 중간배당을 행하거나 제462조의3 제3항의 규정에 위반하여 중간배당을 한 때는 위법한 중간배당이 되므로 그러한 중간배당의 결의는 위법한 이익배당과 마찬가지로 무효이

다. 배당안을 작성·집행한 이사는 회사·주주·채권자 등에 대하여 손해배상책임을 지며(제399조, 제401조), 이사회에서 위법한 배당안을 승인한 이사들 및 감사를 게을리한 감사(또는 감사위원회 위원)도 손해배상책임을 진다(제399조, 제414조, 제415조의2 제6항).²³⁾ 중간배당은 이사회 결의에 의하여 행하여지므로 그 결의에 찬성한 이사는 연대하여 배상책임을 지지 않으면 아니되고(제399조 제2항), 그 결의에 참가한 이사로 의사록에 이의를 남기지 않은 자는 그 결의에 찬성한 것으로 본다(동조 제3항).²⁴⁾ 이 책임은 총주주의 동의가 없으면 면제될 수 없다(제400조).

이 책임은 위법배당의 경우와 마찬가지로 회사의 자본유지의 요청에 기하는 것이므로 무과실책임으로 해석하는 것이 다수설이나 무과실의 입증에 의하여 면책되어야 할 과실책임으로 해석하는 설²⁵⁾도 유력하다.

중간배당의 한도액에 반하는 금전의 분배가 행하여진 경우는 그것으로 무효가 되므로 회사는 부당이득반환청구권에 의하여 주주에 대하여 수령액의 반환을 청구할 수 있다. 또 회사채권자도 이것을 회사에 반환할 것을 청구할 수 있다(제462조 제2항). 이 반환의무를 지는 것은 악의의 주주에 한하는지 여부에 대하여는 위법배당의 경우와 마찬가지로 문제가 될 것이나, 중간배당은 이사회만이 결정하고 주주는 그것에는 관여하지 않으므로 모든 주

23) 감사가 이사회에 있어서 의견진술 하는 것을 게을리하거나 이사의 위법행위의 유지청구를 게을리하여 위법한 금전배분에 의하여 회사에 손해를 일으킨 경우는 이사와 연대하여 회사에 대하여 손해배상책임을 있다.

24) 일본 상법상의 경우에는 이 위법배당에 대하여 회사에 손해를 배상한 이사는 악의의 주주에 대하여 구상권을 행사할 수 있다(266조의 2).

25) 本間輝雄, 전게논문, 115면; 山村, 전게서, 136면

주에게 반환의무를 인정하는 것은 타당하지 않고 악의자에 한정하여야 할 것이다.

2. 營業年度末에 配當可能利益이 없게 된 경우

이사는 그 영업년도말에 있어서 대차대조표상의 순자산액이 상법 제462조의3 제2항 각호의 액의 합계액을 하회할 우려가 있는 때는 중간배당을 하여서는 아니되나(동조 제3항), 그 예측을 잘못하여 기말결산의 결과 하회하는 것으로 된 경우이더라도 이미 행하여진 중간배당은 무효로 되지 않고 따라서 중간배당을 받은 주주는 이들을 반환할 필요는 없다. 그러나 그러한 중간배당을 행한 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 차액 또는 배당액이 그 차액보다 적을 경우에는 배당액을 배상하여야 한다(제462조의3 제4항 본문).

이사가 위 책임을 지는 경우에는 제399조 제2항·제3항·제400조의 규정이 준용된다(동조 제6항).

이것은 이사의 과실책임이기는 하지만, 중간배당을 행하는 시점(즉 이사회결의시)의 영업상황이 순조롭고 특히 경제사정 등을 감안하여 영업년도말까지 그대로 추이되는 것이 예측되었으나 불측사태의 발생에 의하여 손익상황이 급격히 악화되고 결국 자본의 결손이 생긴 경우에도 이사에 배상책임을 지우는 것은 가혹하므로 이사가 중간배당을 행하는 때에 영업년도말에 있어서 자본의 결손이 생길 염려가 없다고 인정한 것에 대하여 주의를 게을리하지 않았음을 증명한 때는 그 책임을

면할 수 있다(제462조의3 제4항 단서). 그리고 이사는 중간배당결정시에 기말까지의 잔여기간에 대하여 전망을 하게 되는데, 기말까지의 기간이 3~4개월 정도이므로 그 전망은 그다지 곤란하지 않다고 생각된다.

영업년도를 1년으로 하는 상장회사는 증권거래소규정상 반기보고서·분기보고서의 제출의무를 지는데, 반기보고서에 기재하여야 할 중간대차대조표 및 중간손익계산서의 작성시기가 중간배당의 사실상의 결정시기와 동일하게 되는 것은 전술한 바와 같다. 반기보고서의 제출은 증권거래법에 의하는 것으로서 상법에 의하는 것은 아니나, 이에 기재되는 중간재무제표에 대하여는 공인회계사 또는 감사법인의 감사증명이 필요하고, 감사증명을 받은 중간재무제표에 의하여 기말까지의 손익을 예측한 후에 중간배당을 결정한 경우에는 그 후 불측사태의 발생에 의하여 자본의 결손이 생기더라도 상법 제462조의3 제4항 단서에 의하여 이사의 배상책임을 면할 수 있다고 생각된다.²⁶⁾

또, 전기영업년도말의 대차대조표상의 순자산액이 그다지 많지 않음에도 불구하고 중간결산의 결과와 기말까지의 손익의 예측 등을 충분히 검토하지 않고 상법 제462조의3 제2항의 금액에 빠듯한 중간배당을 행하는 경우는 별도로 하고, 대차대조표상에 상당액의 임의적립금이 계상되어 있고 중간결산시 기말까지의 손익의 예측을 신중하게 행한 후에 중간배당을 행하였으나 기말에 자본의 결손이 생기게 된 것은 상당한 불측사태의 발생에 의한 경우에 한하므로 이사가 배상책임을 지

26) 河本一郎, 전거서, 190면

게 될 가능성은 거의 없다고 할 것이다. 이사가 그 예측을 함에 대하여 주의를 게을리하지 않은 것을 증명한 때는 그 책임을 면하지만, 천재지변 등으로 인한 임시거래의 손실 등을 제외하고는 무과실의 입증은 사실상 곤란할 것이다.²⁷⁾

VI. 結 論

1998년 개정상법에 도입된 중간배당제도는 (i) 건전한 배당투자관행의 정착을 통한 증권시장의 활성화 유도, (ii) 주주중시의 경영풍토 정착, (iii) 결산기말의 일시 현금배당으로 인한 기업의 자금압박 완화, (iv) 기업의 경영성과에 대한 중간점검기회의 제공을 통한 경영진의 책임경영의식 고취 등의 효과를 기대할 수 있다. 이 제도가 정착되기 위하여는 기업의 의지 내지 양식이 필요하다. 중간배당이 법제화되었으나 실제로 기업들이 채용하지 않으면 주주는 합당한 보호를 받지 못하는 결과가 된다. 만약 자본시장이 완전한 시장이면 주주의 이익보호는 주가(株價)라는 필터를 통하여 자동적으로 달성된다. 그러나 현재와 같이 질·량 모두 아직 미성숙한 단계인 주식시장에서는 기업의 양식에 의존하지 않을 수 없다. 그리고 이것이 기대될 수 없으면 중간배당에도 시가발행의 프리미엄환원율과 같은 제도가 필요할 것이다.

일단 정착을 전제로 생각한다면 그 다음으로는 법적 성질이 가장 문제시될 것이다. 중간배당은 일본제도를 도입한 것인 바, 일본에서 년 2회 결산하는 기업들이 결산사무의 부

담을 해소하기 위하여 결산은 1회로 하되 이 경우 주주들이 입을 불이익을 해소하기 위하여 마련된 입법취지와 이로부터 파생되는 여러 가지 면에서 실질적으로 이익배당의 성격을 갖고 있고, 상법 및 증권거래법에서 이익배당이라는 표현을 사용하고 있는 점을 볼 때 이익배당으로 볼 여지도 크나, 정기주총의 결산절차를 거치지 않는 것이니 만큼 엄밀하게는 법률적 의미에서의 이익배당이라고는 할 수 없다. 그러므로 우선 법전용어로 인한 혼란을 방지하기 위하여라도 『금전으로 이익을 배당』 『금전으로 이익배당』이라는 표현보다는 일본의 경우와 같이 『금전의 분배』와 같은 표현을 사용하여 이익배당과는 성격을 달리하는 점을 명확히 하는 것이 바람직하다고 생각된다.

그러나 제도의 활용을 위하여 그 실질적인 면을 인정하여 이익배당적인 성질을 전제로 하는 경우에는 배당재원과 관련하여 다시 전기이익후급설과 당기이익선급설로 세분되는데, 앞서 살펴본 바와 같이 양 견해가 나름대로의 근거를 갖고 있고 또 논의의 실익이 없다는 견해도 있으나, 주식회사의 경우에는 무엇보다도 자본충실의 요소가 중시되어야 하는 점을 감안할 때 전기이익의 후급설로 보는 것이 더 타당하지 않은가 생각된다.

그리고, 일본의 경우에는 이사회결의시기에 관하여 배정기준일로부터 3월내에 행하도록 규정되어 있으나, 우리 증권거래법에서는 45일의 제한이 있으나 상법상에는 규정이 없는 데, 이에 관하여는 양자간을 일치시킬 것인지 아니면 상장회사와 비상장회사간에는 어차피

27) 矢澤 淳, 전게서, 12면; 酒卷俊雄, 전게논문, 173면

차이가 있으니 만큼 차이는 인정하되 상법상에서는 그 기간을 어느 정도로 할 것인가를 분명히 하여야 할 것이고, 상법 제462조의3은 제350조 제3항을 준용하는 경우를 열거하면서 무상증자(제461조)와 주식배당(제462조의2)의 경우는 규정하고 있지 않은데 이 역시도 추가하여야 할 사항이라고 생각한다.

본고에서는 이제 막 도입되어 시행되기 시작한 제도를 둘러싸고 중요문제라고 생각되는 것들을 중심으로 살펴보았으나, 이외에도 주식배당·소득세·수종의 주식발행의 경우 등 검토할 분야가 많이 남아 있다.²⁸⁾ 우리나라의 경우에 이미 1년 결산이 정착되었는데 일본의 입법과정에서 생긴 제도를 굳이 도입할 필요가 있는가 하고 의문을 제시하는 견해도 있으나 나름대로의 기대효과가 있으니 만큼 잘 다듬어 주주중심의 건전한 기업문화구축을 위하여 정착될 수 있도록 노력하여야 할 것이다.

28) 이진욱, 전제논문 참조

配當可能利益의 改善方案*

- 未實現利益除去를 中心으로 -

黃 仁 泰**

<目 次>

- | | |
|--------------------|------------------------|
| I. 머리말 | V. 未實現保有利益의 認識 |
| II. 利益의 概念 | VI. 配當可能利益 및 配當制限 關聯規程 |
| III. 利益測定の 接近方法 | VII. 資料 分析 |
| IV. 企業會計基準에서의 測定方法 | VIII. 結 論 |

I. 머리말

기업회계기준의 개정으로 자산의 평가시 시가주의를 채택하는 경향이 증가하고 있다. 이러한 공정가액 회계는 취득원가주의 회계가 가지고 있는 한계를 보완하는 규정으로 기업의 재무상태를 올바르게 표시할 수 있어 최근 그 도입범위가 넓어지고 있다. 이와 같이 시가주의를 채택하는 경우 자산의 공정가액을 대차대조표가액으로 하도록 하고 있다. 그런데 공정가액이 장부가액을 초과하여 평가이익이 당기순이익에 포함되는 경우 자산평가이익이 실현되어 현금이 사내로 유입이 되기도 전에 배당의 형태로 현금이 사외로 유출될 가능

성이 발생한다. 이와 같이 실현되지도 않은 단순한 평가이익이 당기순이익에 포함되어 배당재원이 되어 주주들에게 배당을 하게 되면 회사자산을 유일한 담보로 하는 채권자의 이익을 부당히 침해하게 된다. 뿐만 아니라, 확정되지도 않은 미실현이익을 배당의 형태로 사외로 유출시키는 경우 회사의 장래 투자재원의 부족으로 장기적 발전에 장애를 초래할 수도 있다. 따라서 배당가능이익 계산시 미실현평가이익을 공제함으로써 자본의 충실을 기하는 것이 필요하다.

예전에는 우리 기업의 배당성향이 낮아 이러한 미실현이익의 사외유출에 대해 관심을 가질 필요성이 없었다. 그러나 최근 정부당국

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 中央大學校 經營大學 教授

은 장기투자를 촉진하기 위하여 중간배당제 도입, 시가배당률의 공시 등 적절한 배당이 이루어지도록 주변환경을 개선하고 있다. 특히 최근 소액주주 및 외국투자자의 고율배당 압력이 점증하는 현실에서 채권자 및 장기적 주주이익의 보호차원에서 미실현이익을 배당 가능이익에서 공제하는 방안은 국가적으로 시급히 고려되어야 하는 재무정책이다.

현행 기업회계기준에서 당기순이익에 포함되는 미실현이익은 유가증권평가이익, 외화환산이익, 파생상품평가이익, 그리고 지분법평가이익 등이 있다. 앞에 열거한 미실현이익들은 모두 실현되기 전에 미리 이익으로 계상될 뿐 아니라, 추후 자산의 처분 등으로 이익이 실현될 때에는 종전에 계상되었던 미실현이익과 규모면에서 상당한 변화가 있을 수 있다. 특히 최근 전세계적으로 경제환경이 급변함에 따라 주식시장과 외환시장에서 형성되는 가격이 종전에 비하여 큰 변화를 보이고 있어 평가이익과 실현이익간에 실제로 큰 차이가 발생하고 있다. 이 경우 직전 주주와 현재 및 미래 주주간에 부의 이전이 발생할 수도 있다.

특히 1999회계년도부터 계상된 지분법평가이익의 경우 투자주식 중 중대한 영향력을 행사할 수 있는 주식에서 발생하므로 특성상 배당으로 수령하는 금액을 제외하고는 지분법평가이익 중 대부분의 금액이 상당한 기간내에 실현이 되기 어려운 이익이다. 또한 지분법평가이익은 중대한 영향력을 행사할 수 있는 주식에서 발생하므로 주식수가 많고 따라서 이에 따른 평가이익이 상당한 금액에 달하는 경우가 많을 것이다. 따라서 종전에는 큰 문제가 되지 않던 미실현이익의 배당 여부가 1999

회계년도부터 도입된 지분법 회계로 심각하게 고려해야할 단계에 이르렀다.

이러한 시가주의 회계의 문제점을 파악하여 일본의 경우 1999년에 개정된 상법에서 평가이익을 배당가능이익 산정시 제외하도록 하였다. 즉 일본에서는 채권자 보호라는 정책적인 이유로 미실현이익을 계상하는 것을 인정하지 않았다. 세계적으로 시가주의 회계를 도입하는 경향이고 시가주의 회계가 갖는 장점이 많아 일본에서도 기업회계원칙에서 시가주의 회계를 도입하였으며 상법에서도 이를 도입하였다. 그러나 금융상품에 대해 발생하는 미실현이익을 이익배당채원에서 제외함으로써 시가평가에 따른 문제점을 보완하는 해결책을 마련하였다. 즉 미실현이익을 재무제표에 계상하게 되면 이익의 증가로 배당의 형태로 사외로 유출될 가능성이 있어 이를 허용하지 않았다. 또한 중간배당에 있어서도 미실현이익을 배당가능이익에서 공제하도록 하였다. 뿐만 아니라 이미 파생금융상품에 대하여 시가평가를 인정하고 있는 은행법 및 증권거래법에서도 파생금융상품의 평가이익에 대해 배당에 대한 제한을 하고 있다.

II. 利益의 概念

이익의 개념은 정의하기가 쉽지 않으나 일반적으로 경제학자 히스(J. R. Hicks)의 개념이 가장 널리 인용되어 지고 있다. 히스는 이익이란 한 개인이 기초의 복리수준을 기말에도 유지하면서 한 기간동안 소비할 수 있는 최대한의 가치라고 정의하고 있다. 이러한 히스의 이익개념을 기업이라는 조직차원으로 발

전시커 회계에 도입한 것이 미국의 FASB의 포괄적 이익(comprehensive income)개념이다. 포괄적 이익은 한 회계기간 중 한 경제적 실체의 순자산의 변화를 의미한다. 다만, 순자산의 변화를 초래한 요인 중 소유주와의 거래 등에 의한 것은 제외하여야 한다. 따라서 주주에 의한 투자 및 주주에 대한 분배 등의 거래는 이익 계산시 포함되어서는 안된다.

재무회계개념체계 83조에 따르면 자본의 개념을 화폐자본개념과 실물자본개념으로 구분하고 있다. 화폐자본개념하에서 자본은 소유주가 투자한 화폐액으로 정의되며, 반면 실물자본의 개념하에서는 기업이 유지해야 하는 자본은 화폐액이 아니라 생산능력이나 조업능력 또는 현금창출능력 등으로 정의된다고 하고 있다

이와 같이 자본을 정의하면 자본과 이익개념을 다음과 같이 연계시킬 수 있다. 즉 일반적으로 기초의 자본이 기말의 자본과 같다면 그 기업은 자본을 유지하고 있다고 할 수 있으며, 따라서 기초의 자본을 기말에 유지하면서 한 회계기간 중 소유주에게 배분할 수 있는 최대한의 금액이 이익이 된다. 즉 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{이익} = \text{배당가능최대가치} \\ + (\text{기말자본} - \text{기초자본})$$

화폐자본유지개념과 실물자본유지개념의 가장 중요한 차이는 이익결정과 관련하여 보유이익을 이익에 포함시킬 것인가 여부이다. 화폐자본유지개념 하에서는 보유이익을 이익에 포함시키지만 실물자본유지개념 하에서는 보

유이익을 이익에 포함시키지 않는다. 또한 화폐자본유지개념 하에서 보유이익을 이익에 포함하는 경우에도 보유이익을 언제 얼마만큼 이익으로 인식하는 가는 사용하는 측정기준에 따라 달라질 수 있다. 예를 들어 화폐자본유지개념 하에서 측정기준으로 취득원가를 사용하는 경우 보유이익은 실현될 때 비로소 인식하게 된다. 자본유지개념의 선택에 따라 재무제표의 신뢰성의 정도가 달라질 수 있는데 일반적으로 현행기준은 화폐자본유지개념을 채택하고 있다(재무회계개념체계 88조).

요약하면 이익은 화폐자본이든 실물자본이든 기업의 자본을 유지하면서 소유주에게 배분할 수 있는 순자산의 변동으로 측정되어진다. 따라서 이익을 측정함에 있어 자산이나 부채의 측정기준은 매우 중요하다. 즉 자산 및 부채의 평가를 위한 측정기준으로 어떤 기준을 사용하는가에 따라 이익의 크기 및 구성이 다르게 나타나게 된다. 현행 원가기준으로 이익을 측정하는 경우 영업이익과 보유이익은 구분되어진다. 반면 취득원가기준에 의하면 미실현보유이익은 인식하지 않으며, 다만 실현보유이익만 영업이익과 보유이익을 구분하지 않고 인식한다. 이러한 관계를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{취득원가주의하의 이익} \\ = \text{현행원가영업이익} + \text{실현된 보유이익}$$

다양한 측정기준 중 취득원가가 가장 널리 사용되고 있는 기준이다. 즉 기업회계기준 제 55조에 따르면 '대차대조표에 기재하는 자산의 가액은 당해 자산의 취득원가를 기초로 하

여 계상함을 원칙으로 한다'라고 하여 취득원가주의를 원칙으로 함을 명확히 하고 있다. 그러나 기준에서는 취득원가주의 외에도 저가주의 실현가능가치 등 다양한 측정기준을 사용하고 있다. 그 중에서도 최근 공정가액에 의해 자산을 평가하는 경향이 증가하고 있으며 이에 따라 미실현보유이익을 이익으로 인식하는 기업 및 금액이 증가하고 있다.

III. 利益測定의 接近方法

1. 純資産接近法

순자산접근법은 자본유지법, 지분변동접근법 등 다양한 이름으로 불리지만 기본적으로 Hicks가 제시한 바와 같은 경제적 이익을 측정하는 방법으로 이익을 측정하는 방법이다. 이 방법에 의하면 기초의 자산에서 부채를 차감한 기초의 순자산을 기말의 순자산에서 차감하여 이익을 측정한다. 물론 소유주에 의한 투자 또는 소유주에 대한 배당 등 소유주와의 거래로 기중에 순자산의 증감을 초래하는 거래는 이익측정시 적절히 가감하여야 한다. 즉 기중의 출자금은 차감하고 소유주에 대한 배당금은 가산하여야 한다. 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{이익} = (\text{기말의 순자산} - \text{기초의 순자산}) + \text{당기의 배당금} - \text{기중의 출자금}$$

이와 같은 순자산접근법에 의한 이익측정은 계산이 간편하다는 장점을 가지고 있다. 반면 기업의 수익구조 및 이익구조를 명확히 구분하

기가 어렵다는 단점이 있다. 또한 순자산접근법은 기업의 이익창출과정에 대한 정보를 제공할 수 없으며 따라서 기업의 미래 이익 창출능력을 예측하는데 적절한 정보를 제공하기가 어렵다. 이러한 단점 때문에 회계에서는 이익측정시 순자산접근법이 아니라 아래에 설명하는 거래접근법에 따라 이익을 측정하고 있다.

2. 去來接近法

순자산접근법은 소유주의 입장에서 기말과 기초의 순자산을 비교하여 회계기간 중 부가 어느 정도 증가하였는가를 나타내기에 매우 유용한 이익측정방법이라 할 수 있다. 이것은 순자산이라는 저장(stock)의 변동으로 이익이라는 유량(flow)을 측정하고 설명하고자 하는 것이다. 한편 거래접근법은 이와 대조적으로 수익, 비용 등 유량의 변동을 직접적으로 측정하여 이익을 측정하고 이를 통하여 기업가치의 변동을 설명하고자 한다. 즉 기업이 수행하고 있는 구체적인 다양한 활동의 결과가 기업의 가치증대에 얼마나 공헌하였으며 그러한 가치증대에 얼마만큼의 희생이 있었는가를 활동별로 측정하는 것이다.

거래접근법에서는 한 회계기간 중 기업의 특정활동의 결과를 측정한 가치와 그러한 활동을 수행하는데 소요된 원가의 차이로써 이익을 측정한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$\text{이익} = \text{수익} - \text{비용} + \text{이득} - \text{손실}$$

이러한 거래접근법은 기업의 활동을 중심으

로 이익을 측정함으로써 회계의 유용성이 증대된다는 장점이 있다.

수익은 기업의 중심활동으로서 순자산의 증가를 초래하는 활동이며, 비용은 반대로 그러한 과정에서 순자산의 감소를 유발하는 활동이다. 반면 이득과 손실은 각각 순자산이 증가 혹은 감소하는 점에서는 수익 및 비용과 동일하나 그 원천이 된 활동의 성격이 기업의 중심적인 활동이 아니라 주변적인 활동 또는 다른 회계사상이라는 점에서 수익 및 비용과 구별되어 진다.

기업의 이익창출과정을 살펴보면 제품기획, 연구개발, 생산, 물류, 마케팅, 판매 등의 기업 활동의 흐름으로 이루어져 있다. 거래접근법에서는 이러한 기업 활동에 따라 매출총이익, 영업이익, 경상이익, 법인세전순이익, 당기순이익 등 다양한 수준에서 이익을 측정한다.

3. 測定基準과의 關係

순자산접근법에서는 이익을 기업의 순자산이 기초에 비하여 기말에 얼마나 더 증가하였는가를 측정하여 결정한다. 따라서 순자산접근법은 소유주의 입장에서 이익을 측정하는 방법으로, 순자산을 측정하기 위하여 필요한 자산·부채의 측정기준도 소유주의 부를 정확하게 측정하기 위해서는 여러 측정방법 중에서 현행원가를 사용하는 것이 보다 합리적이다.

거래접근법에서는 기업이 수행한 여러 가지 활동들이 기업의 가치 증가, 즉 이익창조에 공헌하였는가를 측정한다. 따라서 거래접근법하에서는 취득원가에 의하여 자산과 부채를 측정하는 것이 합리적이라는 주장이 있으나

거래접근법과 특정한 측정기준과의 논리적인 연관성은 순자산접근법과 현행원가와와의 관계에서와 같이 명확하지 않다.

IV. 企業會計基準에서의 測定方法

재무회계개념체계에서는 측정항목의 성격과 그 측정치의 목적적합성 및 신뢰성 정도에 따라 대체적 측정기준의 사용을 허용하고 있다(재무회계개념체계 109조).

1. 取得原價(historical cost) / 歴史的 現金收取額(historical proceeds)

취득원가는 자산을 그 취득의 대가로 지급한 현금 또는 기타 지급대가의 공정가치로 측정하는 것이다. 유형·무형자산의 경우 감가상각 등에 따라 당해 자산의 취득원가는 조정되어 측정된다. 재화 또는 용역을 제공해야 하는 의무로서의 부채는 그 의무의 대가로 수취한 현금 또는 현금등가액으로 측정된다.

기업회계기준은 원칙적으로 자산의 가액은 자산의 취득원가를 기초로 하여 계상하는 것을 원칙으로 하고 있다(기업회계기준 제55조).

2. 現行原價(current cost) / 現行市場價值(current market value)

현행원가는 자산 측정시 동일 또는 유사한 자산을 현재시점에서 취득할 경우에 지급하여야 할 현금이나 현금등가액으로 측정하는 것이다. 현행시장가치는 자산의 측정시 현재의 정상적 처분거래에서 수취될 수 있는 현금이

나 현금등가액으로 측정된다. 기업회계기준에서 이러한 현행원가/현행시장가치에 의하여 자산을 평가하는 경우는 다음과 같다.

유가증권의 평가를 규정한 기업회계기준 제56조에 따르면 유가증권 중 주식 및 채권은 매입가액에 부대비용을 가산하고 이에 총평균법·이동평균법을 적용하여 취득원가를 산정하고, 공정가액을 대차대조표가액으로 계상한다. 시가를 공정가액으로 보는 경우에는 대차대조표일 현재의 증가에 의한다. 다만, 대차대조표일 현재의 증가가 없는 경우에는 직전 거래일의 증가에 의한다.

투자주식의 평가에서도 공정가액주의를 채택하고 있다. 기업회계기준 제59조에 따르면 투자주식은 매입가액에 부대비용을 가산하고 이에 총평균법, 이동평균법을 적용하여 취득원가를 산정한다. 투자주식 중 시장성있는 투자주식은 공정가액을 대차대조표가액으로 한다. 투자주식 중 중대한 영향력을 행사할 수 있는 주식은 지분법을 적용하여 평가한 가액을 대차대조표가액으로 하고 장부가액과 대차대조표가액으로 한다. 이 경우 발행주식 총수의 100분의 20 이상의 주식을 소유하고 있는 주식은 특별한 사유가 없는 한 중대한 영향력이 있는 것으로 본다.

투자주식과 동일하게 투자채권도 매입가액에 부대비용을 가산하고 이에 총평균법·이동평균법을 적용하여 취득원가를 산정한다. 투자채권 중 취득원가와 액면가액이 다른 것은 그 차액을 상환기간에 걸쳐 유효이자율법을 적용하여 취득원가와 이자수익에 가감한다. 투자채권의 장부가액이 공정가액과 다른 경우에는 공정가액을 대차대조표가액으로 하며,

그 차액을 투자유가증권평가이익 또는 투자유가증권평가손실의 과목으로 하여 자본조정으로 처리한다.

뿐만 아니라 외화자산 및 부채 중 화폐성의 화자산 및 화폐성외화부채는 대차대조표일 현재의 적절한 환율로 환산한 가액을 대차대조표가액으로 하며, 이 경우에 발생하는 손익은 외화환산손실 또는 외화환산이익의 과목으로 하여 당기손익으로 처리하도록 하고 있다(기업회계기준 제68조). 또한 파생상품에 대해서도 현행시장가치로 평가할 것을 규정하였다. 즉 파생상품은 당해 계약에 따라 발생된 권리와 의무를 자산·부채로 계상하여야 하며, 공정가액으로 평가한 금액을 대차대조표가액으로 한다(기업회계기준 제70조).

위에 열거한 것들은 개별 자산들에 대하여 현행원가를 적용하도록 규정한 것들이다. 이외에 우리나라에서는 자산재평가제도를 통하여 기업이 보유하고 있는 거의 모든 자산에 대해 현행원가의 적용을 허용하고 있다. 즉 기업회계기준 부칙 제4조 자산재평가에 관한 특례에 따르면 2000년 12월 31일까지 회사가 자산재평가법의 규정에 의하여 자산을 재평가한 경우에는 이 기준의 다른 규정에 불구하고 그 재평가액을 기초로 계상하도록 하고 있다.

3. 低價主義

저가주의는 취득원가와 시가 혹은 순실현가능가치와 비교하여 낮은 가액으로 평가하는 방법이다. 저가주의는 재고자산의 평가에 적용되며, 재고자산의 순실현가능가액이 취득원가보다 하락한 경우에는 순실현가능가액을 대

차대조표가액으로 한다. 재고자산을 저가기준으로 평가하는 경우에 발생하는 평가손실은 장부가액에서 직접 차감한다.

4. 純實現可能價值(net realizable value)/ 償還價額(settlement value)

순실현가능가치는 자산의 측정시 정상적인 경영활동과정에서 미래에 당해 자산이 현금 또는 현금등가액으로 직접 전환될 때 수취할 것으로 예상되는 금액에서 그러한 전환에 직접 소요될 비용을 차감한 가액으로 측정하는 것이다. 상환가액은 부채의 측정시 정상적인 경영활동과정에서 미래에 당해 부채가 상환될 때 지급되어야 할 현금 또는 현금등가액에 그러한 상환에 직접 소요될 비용을 가산한 가액으로 측정하는 것이다. 순실현가능가치와 상환가액은 미래의 예상되는 수취·지급액을 재무제표 작성시점의 현재 가치로 환산하지 않은 금액이다.

순실현가능가치에 의한 평가는 장단기 수취채권의 평가에 적용된다. 매출채권은 회수과정에 있는 화폐성자산이므로 회수할 금액으로 평가하여야 한다. 따라서 회수가 불확실한 채권은 합리적이고 객관적인 기준에 따라 산출한 대손추산액을 대손충당금으로 설정하도록 하고 있다(기업회계기준 제57조).

V. 未實現保有利益의 認識

1. 包括主義 利益과 核心利益

공정가액 회계가 이익의 개념, 즉 포괄주의

이익과 핵심이익(core earnings)과 어떠한 관계를 가지고 있는가를 살펴보고자 한다. 이익(earnings)과 포괄적 이익(comprehensive income)은 미실현보유이익과 손실이 포괄적 이익에는 포함되나, 이익에는 포함되지 않는다는 점에서 구별되어 진다.

재무제표이용자들은 핵심이익의 개념에 기초한 손익계산서로부터 보다 가치를 평가하는데 도움이 되는 정보를 얻을 수 있다는 주장이 있다. 핵심이익의 개념이 정확하게 정의되어 지지는 않으나, 핵심이익은 다음의 두 개의 중요한 구성요소로 나누어진다고 생각한 다. 하나는 기업의 계속적인 영업활동에서 발생하는 이익이고, 다른 하나는 주로 영업활동에 기여하는 자산 이외의 자산에서 발생하는 이익과 손실에서 발생하는 이익이다.

핵심이익은 여러 학술문헌에서 언급되어지는 영구이익(permanent earnings)의 개념과 유사하다. 이익을 영업활동으로 인한 이익과 비영업활동으로 인한 이익으로 구분하는 것은 기업의 가치를 평가함에 있어 영업이익이 비영업이익과 다른 역할을 한다면 의미있는 일이다. 그러나 공정가액 회계와 핵심이익은 서로 관련이 없다. 즉 공정가액 회계는 회계의 측정문제인 반면, 핵심이익은 인식된 금액을 구분하는 문제이기 때문이다.

2. 未實現保有利益

기업회계기준에서 당기손익으로 처리하도록 규정하고 있는 미실현보유이익의 내용을 살펴보면 다음과 같다.

- (1) 유가증권평가이익 : 유가증권 중 주식 및 채권은 매입가액에 부대비용을 가산하고 이에 총평균법·이동평균법을 적용하여 취득원가를 산정하고, 공정가액을 대차대조표가액으로 계상한다(기업회계기준 제56조). 이때 발생하는 유가증권평가이익은 영업외수익으로 구분한다(기업회계기준 제47조).
- (2) 외화환산이익 : 화폐성외화자산 및 화폐성외화부채는 대차대조표일 현재의 적절한 환율로 환산한 가액을 대차대조표가액으로 한다. 환산하는 경우에 발생하는 외화환산이익 또는 외화환산손실은 당기손익으로 처리한다(기업회계기준 제68조).
- (3) 지분법평가이익 : 투자주식 중 중대한 영향력을 행사할 수 있는 주식은 지분법을 적용하여 평가한 가액을 대차대조표가액으로 한다. 장부가액과 대차대조표가액의 차이가 피투자회사의 당기순이익 또는 당기순손실로 인하여 발생한 경우는 지분법평가이익 또는 지분법평가손실의 과목으로 하여 당기순이익의 증가 또는 감소로 처리한다. 그러나 이익잉여금의 증가 또는 감소로 인한 경우에는 이익잉여금의 증가 또는 감소로, 자본잉여금 및 자본조정의 증가 또는 감소로 인한 경우에는 투자유가증권평가이익 또는 투자유가증권평가손실의 과목으로 하여 자본조정의 증가 또는 감소로 처리한다(기업회계기준 제59조).
- (4) 파생상품평가이익 : 파생상품은 당해 계약에 따라 발생된 권리와 의무를 자

산·부채로 계상하여야 하며, 공정가액으로 평가한 금액을 대차대조표가액으로 한다. 파생상품에서 발생한 손익은 발생시점에 당기손익으로 인식한다. 다만, 위험회피를 목적으로 하는 경우에는 위험회피활동을 반영하기 위한 회계처리를 할 수 있다(기업회계기준 제70조).

VI. 配當可能利益 및 配當制限 關聯 規程

우리나라에서 배당가능이익에 대한 규정은 주로 상법과 관련규정, 그리고 기업회계기준에 열거되어 있다. 우선 상법의 규정을 살펴보기로 한다.

1. 商 法

상법에 의하면 회사는 대차대조표상의 순재산액으로부터 자본의 액, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액을 공제한 액을 한도로 하여 이익배당을 할 수 있다고 규정하고 있다. 만약 이러한 규정에 위반하여 이익을 배당한 때에는 회사채권자는 이를 회사에 반환할 것을 청구할 수 있다(상법 제462조). 회사는 자본의 2분의 1에 달할 때까지 매결산기의 금전에 의한 이익배당액의 10분의 1 이상의 금액을 결산기에 이익준비금으로 적립하여야 한다. 여기서 배당가능이익을 계산하기 위하여는 우선 순재산액을 계상하여야 하는 바, 순재산액은 자산에서 부채를 차감한 것으로 볼 수 있다. 상법에서는 자산

의 평가방법에 관해 제31조와 제452조 등에 규정하고 있다.

제31조 자산평가의 원칙에서는 ‘유동자산은 취득가액·제작가액 또는 시가에 의한다. 그러나 시가가 취득가액 또는 제작가액보다 현저하게 낮은 때에는 시가에 의한다’라고 하여 저가주의에 의해 평가할 것을 요구하고 있다. 또한 고정자산은 취득가액 또는 제작가액으로부터 상당한 감가액을 공제한 가액에 의하되, 예측하지 못한 감손이 생긴 때에도 상당한 감액을 하여야 한다고 하여 장기간 사용하는 고정자산에 대하여는 감가상각 및 감액손실을 하여 적정한 금액이 계상되도록 하고 있다.

보다 구체적인 자산평가원칙은 상법 제452조에 열거되어 있다. 즉 금전채권은 채권금액에 의한다. 그러나 채권을 채권금액보다 낮은 가액으로 취득한 때 또는 이것에 준하는 경우에는 상당한 감액을 할 수 있도록 하고 있다. 또한 ‘추심불능의 염려가 있는 채권은 그 예상액을 감액하여야 한다’라고 하여 실현가능가치로 평가할 것을 요구하고 있다. 또한 거래소의 시세있는 주식은 취득가액에 의한다. 그러나 결산기전 1월의 평균가격이 취득가액보다 낮을 때에는 그 시가에 의한다. 거래 기타의 필요상 장기간 보유할 목적으로 취득한 주식은 거래소의 시세의 유무를 불구하고 취득가액에 의한다. 그러나 발행회사의 재산상태가 현저하게 악화된 때에는 상당한 감액을 하도록 하여 저가주의를 채택하고 있다. 그러나 사채에 대하여는 시가주의를 채택하고 있다. 즉 거래소의 시세있는 사채는 결산기전 1월의 평균가격에 의하고 그 시세없는 사채는

취득원가로 계상한다.

위에 기술한 상법에 규정한 자산평가방법과 배당에 관한 규정을 요약하면 일반적으로 취득원가에 따라 평가한 자산에서 부채를 차감한 순자산액에서 자본·자본잉여금·이익잉여금을 차감한 잔액에 대해 배당을 할 수 있는 것으로 생각할 수 있다.

2. 上場法人의 財務管理 등에 관한 規程

상장법인의 재무관리 등에 관한 규정 중 배당에 관하여 정하고 있는 사항을 다음과 같다. 즉 제4조 배당의 기준 및 예고에서 상장법인은 감사인의 감사결과 수정된 재무제표를 기준으로 배당하도록 하고 있다. 이와 같이 회사에서 작성한 재무제표가 아니라 공인회계사의 감사받은 재무제표를 기준으로 배당을 할 것을 정한 것은 회사에서 작성한 재무제표를 기준으로 하는 경우 자산의 과대계상, 부채의 과소계상 등으로 인한 순자산의 과대계상과 당기순이익의 과대계상을 통하여 배당가능이익을 실제보다 과다하게 계상하여 많은 배당을 할 수 있다. 이 경우 회사의 원본이 감소하여 채권자의 이익을 해할 가능성이 있으므로 채권자 보호차원에서 이러한 규정을 둔 것으로 생각된다.

또한 상장법인이 주식배당을 하고자 하는 경우에는 그 예정내용을 이사회결의를 거쳐 당해 사업년도말 15일전까지 서류(모사전송(FAX)을 포함한다)로 금융감독원장에게 신고하도록 하여 대주주의 일방적 결정으로부터 소액주주를 보호하고 있다.

뿐만 아니라 상장법인은 일반법인에 비하여

많은 이해관계인들이 있으며, 이들의 이익을 보호하기 위하여 재무구조를 건실하게 유지할 필요성이 있다. 이에 따라 상장법인들은 재무구조개선적립금을 적립하도록 하고 있다. 즉 상장법인은 자기자본비율이 100분의 30에 달할 때까지 매 사업년도마다 특별이익에 포함되는 유형자산처분이익이 특별손실에 포함되는 유형자산처분손실과 해당 법인세 및 주민세의 합계액을 초과하는 경우에는 그 초과액의 100분의 50 이상과 당기순이익에 이월결손금을 차감한 금액의 100분의 10 이상을 재무구조개선적립금으로 적립하여야 한다. 그리고 이렇게 적립한 재무구조개선적립금은 이월결손금의 보전 혹은 자본전입 이외에는 이를 사용하지 못한다.

3. 企業會計基準

기업회계기준에서는 구체적으로 배당에 관한 규정을 두고 있지 않다. 다만 자산 및 부채의 평가기준과 손익계산서 작성기준이 있어 이에 따라 당기순이익이 계산되어지고 있다. 그리고 이렇게 계산된 당기순이익이 기업가치의 순증가분이라고 생각되어 기초 자산가치를 유지하면서 배당할 수 있는 금액이라고 생각되어진다.

문제가 되는 것은 기업회계기준에서 이익을 계산하기 위하여 사용하는 자산 및 부채의 평가기준이 대부분의 경우에는 취득원가주의를 채택하고 있는 상법과 일치하나 최근 공정가액 회계가 기업회계기준에 많이 도입됨에 따

라 상법상의 이익(순재산액의 증가)과 기업회계기준상의 이익이 서로 다르게 된다는 점이다. 이 경우 어떤 이익에 근거하여 배당이 이루어져야하며 이론적으로 타당한가 하는 문제가 생긴다.

4. 日本의 경우¹⁾

1999년 일본 상법개정에서는 시장성있는 일정한 금융상품에 대해서는 회사 재무상태의 적절한 공시라는 측면에서 시가평가를 허용하였다. 이에 따라 채권자의 이익을 보호하기 위하여 시가평가에 따른 평가손익에 대하여 배당에 대한 규제를 가하였다. 이를 상세히 살펴보면 다음과 같다.

대차대조표에 기재하는 자산측정시 시가주의를 광범위하게 도입함에 따라 자산의 시가총액이 취득가액의 총액을 초과하는 경우가 발생하게 되었다. 이 경우 시가평가에 의해 증가한 대차대조표상의 순자산액은 배당가능이익의 계산과 관련하여 순자산액으로부터 공제하도록 한 것이다. 이와 같이 개정 일본상법이 시가평가에 의한 평가이익을 배당채원인 순자산액으로부터 공제하도록 한 것은 채권자 보호를 위한 것이다. 즉 금융자산의 경우 매각이 이루어지지 않았음에도 불구하고 시가평가를 허용하게 되면 실현되지도 않은 이익을 대차대조표에 계상하게 된다. 즉 미실현이익이 회사 자산으로 계상되게 되며, 이러한 미실현이익을 배당채원으로 하여 배당하게 되면, 회사 자산을 유일한 담보로 하는 채권자

1) 권중호, 『기업회계제도에 관한 일본의 최근 동향과 회사법 개정』(상법상의 계산규정과 기업회계기준과의 조화, 1999, 한국상사법학회·한국회계학회), 3~27면

<표 1> 분석대상기업의 개별 미실현평가손익 규모

단위: 백만원

	외화환산 이익	유가증권 평가이익	지분법 평가이익	파생상품 이익	외화환산 손실	유가증권 평가손실	지분법 평가손실	파생상품 손실
평균값	5,797	805	5,017	153	2,747	555	2,557	228
중앙값	231	0	0	0	773	0	0	0
최대값	344,413	54,688	298,242	27,231	270,995	97,474	326,654	57,326
최소값	0	0	0	0	0	0	0	0
기업수	561개사	561개사	561개사	561개사	561개사	561개사	561개사	561개사

의 이익은 부당히 침해되기 때문이다. 뿐만 아니라 중간배당에 있어서도 미실현이익을 배당이익에서 제외하도록 하고 있다.

파생금융상품에 대한 시가평가로 발생하는 평가이익에 대하여 일본의 개정방법은 직접적인 규정을 두고 있지 않으나 해석상 이 경우에도 평가이익은 배당가능이익계산시 제외하는 것이 타당하다고 생각된다.

요약하면 상법에서 미실현이익의 계상을 금지했던 것은 채권자 보호라는 정책적인 이유에서이다. 즉 미실현이익을 손익계산서에 이익으로 계상하는 경우 이익배당의 형태로 사외로 유출될 가능성이 있기 때문이다. 따라서 최근 개정된 일본상법은 자산가치의 변동을 적시에 제공하기 위하여 시가평가를 허용하면서 시가평가에 의한 문제점을 해결하기 위하여 미실현이익은 배당재원으로부터 제외하여 채권자의 이익 보호를 도모하였다.

VII. 資料 分析

본 절에서는 현행 기업회계기준 하에서 손익계산서상에 이익 또는 비용으로 계상하도록 허용되고 있는 유가증권평가손익, 외화환산손

익, 지분법평가손익, 파생상품평가손익을 대상으로, 이들이 손익계산서상의 당기 손익에 포함되어 배당으로 사외유출되었는지 여부를 1999회계년도 자료를 통하여 분석하고자 한다. 우선 분석대상기업의 미실현평가손익 규모를 살펴보면 <표 1>과 같다. 분석대상회사는 상장회사 중 금융업 및 재무제표를 제출하지 않은 기업을 제외한 상장법인 561개사이다.

<표 1>에서 보는 바와 같이 1999회계년도의 경우 4가지 평가손익 중 외화환산손익이 가장 규모가 크고 그 다음이 1999회계년도부터 손익계산서상 이익 및 비용으로 계상된 지분법평가손익이다. 구체적으로 외화환산이익 및 손실의 평균은 5,797백만원과 2,747백만원이며, 지분법평가이익 및 손실의 평균은 5,017백만원과 2,557백만원으로 이익이 손실에 비하여 2배 정도 크다는 것을 알 수 있다. 또한 금액적으로 중요한 외화환산손익과 지분법평가손익을 살펴보면, 평균금액은 두 항목이 비슷한 규모이나 중앙값의 경우 외화환산손익은 금액이 각각 231백만원, 773백만원인 반면 지분법평가손익은 0으로 나타나 지분법평가손익의 경우 분포가 상위기업들에 보다 집중되어 있음을 알 수 있다.

다음으로 분석대상 상장기업들의 배당성향²⁾을 살펴보고자 한다. 특히 단순한 배당성향뿐 아니라 앞에서 설명한 미실현평가손익이 당기순이익 계산시 제외되는 경우 변화된 당기순이익을 이용하여 배당성향이 어느 정도 변화하는 가를 살펴보고자 한다.

<표 2>에 나타난 바와 같이 당기순이익을 사용한 경우 배당성향의 평균값은 19.03%, 중앙값은 10.83%이다. 반면 미실현평가손익이 당기순이익에 반영되지 않았을 경우 당기순이익을 계산하여 배당성향을 계산하여 보면 평균값은 46.73%으로 높아지는 반면 중앙값은 9.84%로 오히려 낮아짐을 알 수 있다. 이는 최대값 등에서 보는 바와 같이 미실현평가손익을 조정하는 경우 당기순이익이 상당히 적어지는 기업이 많아 이들 기업으로 인하여 배당성향의 평균값은 크게 증가하였으나 중앙

값은 큰 변동이 없음을 알 수 있다. 1999회계년도부터 손익계산서에 반영된 지분법평가손익으로 당기순이익을 조정하는 경우 배당성향의 평균값과 중앙값은 각각 25.49%와 10.14%로 평균값은 증가한 반면 중앙값은 큰 변화가 없다.

배당성향에서 알 수 있는 것은 미실현평가손익을 당기순이익에 포함시킴으로써 배당성향이 낮아지는 경향이 있음을 알 수 있으며, 이러한 미실현평가손익을 배당가능 당기순이익에 제외하는 경우 배당성향이 높다는 것을 알 수 있다.

배당금은 당기순이익만을 원천으로 지급되는 것은 아니며 전기이월이익잉여금, 회계변경의 누적효과, 전기오류수정이익, 전기오류수정손실, 그리고 임의적립금등의 이입액 등 다양한 원천을 사용한다. 또한 이러한 잉여금처

<표 2> 당기순이익별 배당성향

단위: 백만원

	배당금	당기순이익	배당성향 ¹⁾	평가손익 수정후 당기순이익 ²⁾	배당성향	지분법평가손익수정후 당기순이익 ³⁾	배당성향
평균값	5,350	-28,030	19.03%	-32,237	46.37%	-29,740	25.49%
중앙값	569	4,091	10.83%	2,861	9.84%	3,221	10.14%
최대값	343,000	3,170,402	639.47%	2,843,202	7,401.35%	2,935,656	1,230.19%
최소값	0	-20,236,592	0%	-19,898,745	0%	-19,909,937	0%
기업수	561개사	561개사	554개사	561개사	531개사	561개사	539개사

※ 1) 배당성향 계산시 당기순이익이 음(-)인 기업은 배당성향이 음(-)으로 계산되어 그 의미를 해석하기 어려우며 특히 평균값 등의 계산시 자료를 왜곡할 가능성이 있어 계산에서 제외하였음. 따라서 배당성향 계산시 사용한 기업수에 차이가 있음.

2) 평가손익 수정후 당기순이익

=당기순이익+평가손실×(1-유효법인세율)-평가이익×(1-유효법인세율)

3) 지분법 평가손익 수정후 당기순이익

=당기순이익+지분평가손실×(1-유효법인세율)-지분법평가이익×(1-유효법인세율)

유효법인세율 = 법인세비용/법인세비용차감전순이익

2) 배당성향 = (배당금/당기순이익)×100

분은 배당금만이 있는 것이 아니라 상법에 따른 이익준비금적립, 기타 법정적립금, 임의적립금의 적립 등 다양한 사용처가 있다. 그러나 이러한 다양한 이익잉여금의 원천 및 사용처 중 당기순이익과 배당금이 주된 원천 및 사용처이다. 구체적으로 당기순이익과 배당금 지급규모와의 관계를 살펴보면 당기순이익과 배당금 지급액의 상관관계는 0.2로 통계적으로 상당한 수준에서 유의적임을 알 수 있었다. 일반적으로 당기순이익이 증가하는 경우 배당금지급규모도 증가함을 알 수 있다. 즉 기업들은 당기순이익을 주된 원천으로 배당금을 지급하고 있다. 이러한 관계는 다음 <표 3>에서 확인할 수 있다.

<표 3>에서 알 수 있는 바와 같이 분석대상 561개 상장기업 중 1999회계년도에 배당금을 지급한 333개 기업을 대상으로 분석한 결과, 단 4.8%에 해당하는 16개 기업만이 배당금이 당기순이익보다 컸으며 94.2%인 317개 기업은 당기순이익이 배당금보다 크다는 것을 알 수 있다. 즉 <표 3>의 결과는 일반적으로 우리 기업의 경우 당기순이익을 사용하여 배당금을 지급하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 분석결과 당기순이익의 규모가 배당금 지급규모와 직접적인 관련이 있음을 알 수 있다. 따라서 당기순이익에 어떠한 항목이 포함

되는 가는 배당금 지급규모를 결정하는데 중요한 요소이다. 여기서 우리는 미실현평가손익이 당기순이익에 포함됨에 따라 배당금 지급규모에 영향을 미치며 나아가 채권자의 권리 보호에 중대한 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

다음으로 1999회계년도에 미실현평가손익이 배당금에 포함되었는지를 분석하여 보고자 한다. 앞에서 언급한 바와 같이 이익잉여금의 원천 및 사용처가 여러 가지이므로 미실현평가손익이 배당의 형태로 사외로 유출되었는지 여부를 직접적으로 검증하기는 어렵다. 그러나 <표 3>의 분석결과는 이러한 가능성을 뒷받침하고 있다.

즉 배당금이 당기순이익보다 큰 경우는 333개 기업 중 단지 16개사에 불과하나 당기순이익에 평가손익을 가감한 수정후 당기순이익과 비교한 결과 이러한 기업수는 49개사로 증가함을 알 수 있다. 이러한 분석결과 일부 기업의 경우 미실현평가손익이 배당의 형태로 사외로 유출되었을 가능성이 있다고 말할 수 있다. 특히 실현에 상당한 시일이 소요되는 지분법평가손익을 당기순이익에 조정한 결과 배당금이 당기순이익보다 큰 기업이 40개사임을 보여주고 있으며, 이는 일부 기업의 경우 지분법평가손익이 당기순이익에 포함되어 배당

<표 3> 당기순이익별 배당금 지급규모가 당기순이익보다 큰 기업수

	총배당금	현금배당금
배당금 > 당기순이익	16개사	11개사
배당금 > 평가손익 수정후 당기순이익	49개사	45개사
배당금 > 지분법평가손익 수정후 당기순이익	40개사	37개사

※ 배당금이 지급되지 않은 기업은 분석에서 제외하였음. 따라서 분석에 사용된 기업은 333개사임.

으로 지출되었을 가능성을 보여주고 있다. 이러한 분석은 현금배당만을 가지고 설명하여도 동일하다. 즉 현금배당이 당기순이익보다 큰 기업은 11개에 불과하나 현금배당금이 평가손익 수정후 당기순이익(지분법평가손익 수정후 당기순이익)보다 큰 기업은 45개사(37개사)임을 알 수 있으며, 이는 일부 기업의 경우 미실현평가손익이 현금배당의 형태로 사외로 유출되었을 가능성이 높음을 보여주고 있다.

<표 4>는 분석에 포함된 K기업의 예를 통하여 미실현평가손익의 일부가 사외로 유출된 사례를 보여주고 있다.

VIII. 結 論

앞에서 살펴본 바와 같이 우리의 경우 배당에 관한 일반규정은 상법에 규율되어 있다. 상법에서는 순재산액을 기초로 이익배당금액을 결정하도록 하고 있으며 순재산액을 계산함에 있어 채권자 보호를 위하여 일반적으로 취득원가주의를 채택하고 있다. 반면 기업회계기준에서는 목적적합한 정보를 제공하기 위하여 공정가액에 의한 평가를 광범위하게 도입하여 미실현손익이 대차대조표와 손익계산

<표 4> 미실현평가이익의 일부가 사외로 유출된 기업의 예

단위 : 천원

과 목	금 액	
I. 처분전이익잉여금		58,012,830
1. 전기이월이익잉여금	374,025	
2. 회계변경누적효과	-3,536,088	
5. 전기오류수정손실	812,962	
6. 당기순이익	61,987,855	
II. 임의적립금등의 이입액		12,254,266
III. 이익잉여금처분액		69,333,299
1. 이익준비금	1,000,000	
2. 재무구조개선적립금	9,000,000	
3. 기업합리화적립금	2,000,000	
4. 기술개발준비금	10,000,000	
5. 기타세법상적립금	41,000,000	
6. 배당금	6,333,299	
IV. 차기이월이익잉여금		933,797

- K기업의 당기순이익(61,987,855천원)에 포함된 미실현평가손익규모
- 외화환산이익: 3,990,743천원/외화환산손실: 3,539천원/지분법평가이익: 111,489,514천원, 따라서 평가손익 수정후 당기순이익은 다음과 같다.

$$61,987,855 + 3,539 \times (1 - 0.24689) - (3,990,743 + 111,489,514) \times (1 - 0.24689) = -24,978,816 \text{천원.}$$
 동일한 방식으로 계산하면 지분법수정 당기순이익은 -21,976,012천원이다.
- 따라서 K기업의 경우 미실현평가손익(지분법평가손익)이 당기순이익에 포함되지 않을 경우 배당이 이루어질 수 없었으나 미실현평가손익(지분법평가손익)이 당기순이익에 포함됨에 따라 배당이 이루어졌으며 결국 미실현평가손익(지분법평가손익)의 일부가 사외로 유출된 결과를 초래하였다.

서에 포함되게 되었다. 따라서 상법상 배당가능금액 계산을 위하여 필요한 취득원가에 기초한 순자산가액을 구하는 것이 불가능한 것이 현실이다. 그리고 배당결정시 손익계산서에 근거한 당기순이익이 기초가 되고 있는 우리나라의 현실에서 상법과 기업회계기준상의 자산평가기준의 차이는 심각한 문제를 초래할 수도 있다.

이러한 문제를 해결하기 위하여 일본에서와 같이 상법상의 자산평가기준을 회계와 일치시키는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 그러나 이 경우에도 미실현평가손익을 배당이익에 포함하여야 하는 문제가 남는다. 최근 전세계적으로 경제환경이 급변하여 유가증권가격, 환율, 이자율 등의 등락폭이 커 실제이익이 실현될 때 그 금액이 이미 계상한 미실현이익과 상당히 다른 경우가 발생할 가능성이 증가하고 있다. 따라서 미실현이익은 배당가능이익 계산시 제외하는 것이 타당하다고 생각한다.

요약하면 취득주의에 의한 순자산액을 배당의 기본으로 하고 있는 상법과 공정가액을 광범위하게 허용하고 있는 기업회계기준을 슬기롭게 조화시키는 방법은 현행 기업회계기준에 의한 당기순이익에서 일정한 미실현이익을 공제하는 것을 고려하는 것이다. 이렇게 함으로

써 상법상의 취득원가에 의한 순자산액에 근거한 배당가능금액과 유사한 금액을 구할 수 있으며 공정가액에 의한 미실현평가이익을 배당함으로써 발생할 수 있는 채권자 이익의 침해를 방지할 수 있을 것이다.

실현되지도 않은 단순한 평가이익이 배당재원이 되어 주주들에게 배당을 하게 되면 회사자산을 유일한 담보로 하는 채권자의 이익을 부당히 침해하게 된다. 뿐만 아니라, 확정되지도 않은 미실현이익을 배당의 형태로 사외로 유출시키는 경우 회사의 장래 투자재원의 부족으로 장기적 발전에 장애를 초래할 수도 있다. 특히 최근 소액주주 및 외국투자자의 고율배당 압력이 점증하는 현실에서 기업의 장기적 발전을 도모하고 중요한 이해관계자인 채권자 및 장기적 주주 이익의 보호차원에서 미실현이익을 배당가능이익에서 공제하는 방안은 국가적으로 시급히 고려되어야 하는 정책이다.

본 연구는 이러한 배당정책 수립에 대한 이론적 배경과 실증적 증거를 제공함으로써 규정 개정을 통하여 장기적으로 기업가치 증대를 도모하고 이해관계자간의 이해조정에 공헌할 것으로 기대된다.

法人간의 配當에 대한 二重課稅의 解消方案

李 哲 松 *

<目 次>

- | | |
|------------------|-----------------------|
| I. 머리말 | III. 一般法人의 配當所得課稅의 論理 |
| II. 持株會社의 配當所得課稅 | IV. 맺는말 |

I. 머리말

法人課稅에 있어 고전적으로 제기되는 가장 원론적인 문제의 하나는 법인세와 주주에 대한 배당과세의 2重課稅性이다. 예컨대 甲이라는 개인이 자신의 이름과 계산으로 건축업을 할 경우 甲은 건축업으로 인해 생긴 소득에 관해 1회의 所得稅를 부담하면 족하다. 하지만 甲이 전액출자하여 乙이라는 주식회사를 설립하고 이 회사로 하여금 건축업을 하게 하면, 건축업에서 생긴 수익은 乙이라는 법인의

소득이 되어 法人稅가 과세되고, 稅後의 이익을 甲에게 배당하면 甲은 다시 소득세를 부담해야 하는 것이다. 법인세와 소득세의 세율이 어떻게 다르냐에 따라 세부담의 증가액이 다르지만, 최소한 법인세액만큼 稅負擔이 늘어나는 것은 틀림없다. 더우기 甲이 설립한 乙회사가 다시 丙이라는 회사에 투자를 하면 丙이 얻은 소득에 대해서는 丙과 乙의 단계에서 2회의 법인세가 과세되고 그 잔액을 배당받은 甲의 단계에서 소득세가 과세되는 3중의 세부담을 하는 것이다.¹⁾

* 漢陽大學校 法科大學 敎授

0) 흔히 법인세과세는 개인소득세의 累進稅率과 관련하여 출자자들의 세부담에 있어 垂直的 衡平을 저해한다는 지적을 받는다. 법인세과세시에는 출자자 개개인에 대한 소득과세상의 限界稅率과 무관하게 일률적으로 법인세율이 적용되므로, 低所得者인 출자자의 배당부분에는 그의 소득세율보다 높은 법인세율이 적용되고, 고소득자인 출자자의 배당부분에는 그의 한계소득세율보다 낮은 법인세율이 적용되므로 법인단계에서의 세부담에 있어 고소득자인 출자자와 저소득자인 출자자간에 수직적 衡平이 저해된다는 것이다(Musgrave

이같은 二重課稅 또는 多重課稅를 어떠한 관점에서 바라보느냐에 따라 그 당위성이 논증되기도 하고 부당성이 비판받기도 한다. 이른바 絶對說(Absolute View)에 의하면 법인은 그 자체의 존재성을 갖는 法的인 實在(separate legal entity)로서 당연히 출자자로부터 독립된 擔稅力을 가지므로 법인세과세는 당연하다고 설명한다. 이와 관점은 다르지만, 법인은 정부의 서비스에 의존하여 시장확대, 자금조달, 비용절감 등 사업수행상 많은 혜택을 입으므로 일종의 은혜세(benefit tax)의 성격으로서 법인세를 부담하여야 한다는 은혜설(Benefit Consideration), 법인의 행동에 대한 정부의 통제수단으로서 법인세가 필요하다는 규제설(Regulatory Objectives)도 법인세의 정당성을 지지한다.

이와 달리 이른바 統合說(Integrationist View)은 법인은 기본적으로 개인의 소득을 실현하기 위한 도구로서 人工的인 존재(artificial creation)에 지나지 않는다는 점, 이러한 인공적인 존재에 대한 과세를 통해서는 소득과세의 생명이라 할 조세의 공평성이 실현될 수 없으며, 공평은 궁극적으로 개인소득자의 단계에서 실현될 수 있다는 점, 무릇 소득은 원

천에 관계없이 통합적인 소득의 개념으로 과세되어야 한다는 점을 이유로 들어 법인세과세의 부당성을 지적한다.²⁾

주요국의 세제를 보면, 법인소득귀속의 경제적인 실질을 반영하여 임퓨테이션(imputation method)방식 등 2중과세를 완화하는 조치를 두고 있지만, 과세기술적 이유 등 정책적 고려에 의해 법인의 법적 실재를 부분적으로 반영하기도 한다. 요컨대 법인세과세는 法人의 法的 性格, 經濟的 實情, 租稅政策이라는 세가지 요소에 의해 그 내용이 가변적으로 결정되고 있다고 할 수 있다.³⁾

우리의 稅制에서는 개인출자자의 배당과세 단계에서 既納付法人稅額을 공제해 주는 일종의 임퓨테이션방식에 의해 2중과세효과를 완화시키고 있다(소득세법 제17조 제3항 단서, 제56조 제1항). 그러나 법인이 다른 법인으로부터 받는 배당에 관해서는 이러한 고려를 하지 않고 있으며,⁴⁾ 다만 기관투자자의 受取配當에 관해서는 배당액의 100분의 90을 益金不算入하는 특례를 두어 왔으며(법인세법 제18조 6호), 99년말의 법인세법 개정을 통해 持株會社의 배당소득을 지주회사의 지주비율에 따라 차등적으로 익금불산입하는 제도를 신설하였

& Musgrave, *Public Finance in Theory and Practice*, McGRAW-HILL, 1984, p.392; 任勝淳, 租稅法, 박영사, 2000, 509면; 李泰魯·安慶峰, 租稅法講義, 박영사, 2000, 250면). 바꿔 말하면, 법인세가 과세됨이 없이 법인의 소득이 출자자에게 배당된다면 저소득자인 출자자와 고소득자인 출자자는 자신의 소득에 부합하는 소득률의 적용을 받을 것인데, 법인단계의 과세때문에 법인세액에 해당되는 소득에 관해서는 고소득자의 세부담이 저소득자에게 전가되는 효과가 생기는 것이다.

2) Peter Harris, *Corporate/Shareholder Income Taxation and Allocating Taxing Rights between Countries*, IBFD, 1996, pp.40~49; Charles McLure, Jr., *Must Corporate Income Be Taxed Twice?*, The Brookings Institute, 1979, pp.1~11; Musgrave & Musgrave, op.cit., pp.386~389

3) Peter Harris, op.cit., p.42

4) 조세특례제한법 제22조에서 법인이 해외자원개발사업에 투자하여 지급받은 배당소득이 있는 경우 당해 자원보유국에서 면제받은 범위에서 법인세를 면제하는 규정을 두고 있으나, 해외자원개발사업에 대한 정책적 지원이고 법인세의 원론적인 시각에서 둔 제도가 아니므로 본고의 논의에서 제외한다.

다(법인세법 제18조의2).

이 글에서는 법인의 受取配當에 관한 稅制를 다루고자 하는데, 기관투자자의 배당우대의 취지와 내용은 다년간의 실시를 통해 이미 숙지된 바이므로 다루지 않기로 한다. 持株會社の 배당에 관한 특례는 금년에 들어 시행된 제도이므로 다소 설명을 요하는 부분이 있으며, 일반법인의 수취배당에 관해 현재와 같은 제도를 유지해야 하느냐는 의문이 있으므로 이 글의 소재로 삼기로 한다.

II. 持株會社の 配當所得課稅

1. 持株會社の 租稅輕減論理

99년 개정법인세법에서 持株會社가 수취하는 배당금의 益金不算入制度를 신설하였는데, 이는 지주회사가 수취하는 배당에 관한 과세를 경감하기 위한 취지임은 물론이다. 그러면 지주회사의 수취배당에 대해서는 왜 과세를 경감하여야 하는가? 주요 외국에서는 법인간의 배당에 관해 일반적으로 과세를 경감하는 제도를 갖고 있고, 지주회사의 수취배당만 따로 경감하는 제도를 두고 있지 않다. 따라서 해당 국가에서는 지주회사에 관해 配當課稅를 경감해야 할 이유를 법인간 배당 일반에 대한 과세를 경감해야 할 논리로 설명할 수 있으며, 지주회사에 관해서만 특별한 이유를 제시할 필요가 없다. 이같이 우리 법인세법상의 지주회사에 대한 특례는 매우 특이한 立法例에 속하므로 외국에서의 이론을 빌리기 곤

란하지만, 일본에서의 지주회사과세론과 독일에서 機關會社課稅制度가 우리의 지주회사과세제도의 근거를 설명하기에 비교적 적합하므로 간단히 그 개요를 소개한다.

일본에서 독금법상의 持株會社 禁止를 97년도에 해금한 바 있어, 이를 전후하여 稅法學에서도 지주회사의 과세문제가 논의되고 있다. 일본의 세법학자들은 지주회사를 금융중개기관으로서의 성질을 갖는 것으로 보고 지주회사의 소득에 대한 과세경감의 타당성을 설명하고 있다. 즉 지주회사란 주주들의 자금을 모아 子會社에 중개해 주는 회사형 투자펀드와 같은 성질을 가진 것이므로 지주회사의 소득(자회사로부터의 배당)에 과세하는 것은 불합리하다는 것이다. 지주회사는 그의 주주들로부터 자금을 조달하여 사업을 영위하는 자회사에 투자를 하고, 자회사는 그 자금으로 사업을 영위하여 수익을 올리면 그로부터 배당을 받아 주주에게 전달하는 기능을 할 뿐이라는 것이다. 그리하여 지주회사의 소득은 자회사로부터의 배당이라는 消極所得(passive income)으로 구성되는데, 이는 자회사의 사업소득(積極所得, active income)을 주주들에게 전달하기 위한 통로에 지나지 않는다는 것이다.⁵⁾

한편 獨逸會社法(株式法, Aktiengesetz)상으로는 두 개의 회사간에 한 회사가 다른 회사에 이익을 이전하는 계약을 할 수 있는데(利益移轉契約, Gewinnausführungsvertrag)(동법 제291조 1항), 이 때 이익을 이전하는 회사를 機關會社(Organgesellschaft), 이전받는 회사를 機關

5) 中里實, “持株會社と課稅” 資本市場研究會編 『持株會社の法的諸問題』(1995), 123면; 増井良啓, “持株會社の課稅をめぐる二、三の問題,” 『商事法務』 1479호(1998.1.5), 80면 이하

主體(Organträger)라 한다. 이 계약에 의해 기관회사가 기관주체에 이익을 이전하는 경우에는 법인세법상 그 이익은 기관주체의 소득만을 구성하는 것으로 보고 기관회사에 대해서는 과세를 하지 아니한다(독일 법인세법 제14조 본문). 이러한 특례를 적용받기 위해서는 기관주체가 되는 회사는 기관회사의 持分の 과반수를 소유하여야 하므로 우리의 지주회사와 요건이 유사하다고 할 수 있다. 다만 우리의 지주회사제와는 반대로 子會社에 대해 과세를 하지 않는다. 기관회사에 대한 이같은 특례는 法人稅法에 도입되기 이전에 이미 1932년의 독일의 라이히財政法院의 판례에 의해 확립된 것으로, 그 논리는 다음과 같다. 기관회사는 법적으로는 독립성을 유지하지만 기관주체의 經濟的 目的을 달성하기 위한 하부기관에 지나지 않으므로 경제적인 관점에서는 兩회사는 單一體라고 보는 것이다. 이같은 經濟的 單一性의 관점에서는 기관회사에 대한 과세와 기관주체의 과세는 二重課稅가 되므로 이를 피하기 위하여 기관회사 단계에서의 과세를 생략하여야 한다는 것이다.⁶⁾

자회사의 출자지분을 소유하는 외에 별도의 사업을 수행하지 않는 이른바 순수지주회사의 경우에는 물론, 별도의 사업을 갖는 사업 지주회사(operating holding company)라 하더라도 자회사의 出資分에 해당하는 배당에 관해서는 일본에서의 금융중개론으로 과세특례의 當爲性을 설명할 수 있을 것이며, 독일의 기관회사과세제도에서와 같이 지주회사와 자회사의 경제적 단일성도 지주회사에 대한 특

례의 타당근거로 원용할 수 있을 것이다.

이하 우리 법인세법 제18조의2의 특례를 해설한다.

2. 持株會社의 要件

본조의 적용대상이 되는 『持株會社』란 獨占 規制 및 公正去來에 관한 法律(이하 “公正去來法”으로 약칭)에 의한 持株會社를 말한다. 공정거래법상의 지주회사란 주식(지분)의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 직전사업년도 종료일 현재 100억원 이상인 회사를 말한다(공정거래법 제2조 제1호의2, 동시행령 제2조 제1항). 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 『주된 사업』으로 한다는 것은 회사(지주회사)가 소유하고 있는 자회사의 주식의 가액이 당해 회사(지주회사)의 자산총액의 100분의 50 이상을 구성하고 있는 현상을 가리킨다(공정거래법 시행령 제2조 제2항). 지주회사는 자회사의 발행주식총수의 100분의 50 이상을 상시 보유하여야 한다(공정거래법 제8조의2 제1항 2호). 다만 1999년 4월 1일 현재 상장법인인 경우에는 100분의 30 이상을 보유하면 족하다(동조항 동호).

公正去來法상 지주회사를 설립하거나 지주회사로 전환하고자 할 경우에는 公正去來委員會에 신고하여야 하는데(공정거래법 제8조), 법인세법 제18조를 적용함에는 원칙적으로 사업년도 종료일 현재 공정거래위원회에 지주회사로 신고된 법인을 대상으로 하지만, 당해

6) 기관회사의 과세제도에 관해 상세는 拙稿, “西獨의 法人所得課稅制度,” 한국조세연구소편 『主要國의 法人所得課稅制度』(1987), 283면 이하 참조

사업년도 종료일 현재 同法에 의한 지주회사의 설립·전환의 신고기한이 도래하지 아니한 회사라도 당해 사업년도의 각 사업년도 소득에 대한 법인세 과세표준신고기한까지 지주회사로 신고한 경우에는 이를 지주회사로 보고 있다(법인세법 시행령 제17조의2 제1항).

3. 子會社の 要件

지주회사의 수취배당을 益金不算入하기 위해서는 子會社도 다음과 같은 요건을 구비하여야 한다.

1) 持株比率

지주회사가 직접 당해 내국법인의 발행주식 총수 또는 출자총액의 100분의 50 이상을 당해 내국법인의 배당기준일 현재 3월 이상 계속하여 보유하여야 한다(법인세법 시행령 제17조의2 제2항 1호). 『직접』 보유하여야 한다고 함은 자기의 명의로와 계산으로 보유하여야 함을 뜻하는데, 특히 자회사나 中間持株會社를 통해 다음 단계의 자회사(孫회사)의 주식을 보유하는 경우를 제외하려는 취지이다.

동규정에서는 자회사가 주권상장법인 또는 협회등록법인의 경우에는 100분의 30 이상을 보유하면 족한 것으로 규정하고 있다. 상장회사나 협회등록법인의 지분은 시장에 분산되어 있어 100분의 30 정도의 지분으로도 지배가능하다고 보기 때문이다. 그런데 상장회사의 경우에는 공정거래법에서도 지주비율을 100분의 30 이상으로 완화해 놓고 있으므로 별문제 없으나, 협회등록법인(코스닥법인)에 관해서는 공정거래법에서 지주비율을 완화한 바 없어

공정거래법과 법인세법이 충돌하는 현상을 빚고 있다. 법인세법에서는 공정거래법상의 지주회사를 적용대상으로 하는데, 공정거래법상 위 지주비율에 미달하면 制裁對象이 된다. 공정거래법상 제재대상이 되는 법인에 대해 세제혜택을 부여하는 것이 어색한 일임에는 틀림없다. 공정거래법의 개정을 통해 양자를 통일시켜야 할 것이다.

2) 事業要件

공정거래법에서는 金融持株會社를 규정하고 있는데, 법인세법상 익금불산입을 하기 위해서는 지주회사가 이 금융지주회사에 해당할 때에는 자회사는 금융업 또는 보험업을 영위하는 법인이어야 하며, 지주회사가 금융지주회사가 아닌 경우(일반지주회사)에는 자회사는 금융업 또는 보험업을 영위하지 아니하는 법인이어야 한다(법인세법 시행령 제17조의2 제2항 2호). 금융업의 여부는 한국표준산업분류에 의하여 판단한다.

이 요건은 공정거래법과 비교해 볼 때 별의미를 부여하기 어렵다. 공정거래법상 자회사가 금융보험업을 영위하지 않으면 금융지주회사가 아니며, 금융보험업을 영위하면 당연히 금융지주회사가 된다. 그러므로 금융지주회사의 자회사는 금융보험업을 영위하여야 한다는 것은 무의미한 요건인 것이다. 참고로 공정거래법에서는 금융지주회사가 금융보험업을 영위하지 않는 회사의 주식을 취득하는 것과 일반지주회사가 금융보험업을 영위하는 회사의 주식을 취득하는 것을 금하고 있다(공정거래법 제8조의2 제1항 4호).

4. 益金不算入

이상의 요건을 구비한 지주회사가 역시 요건을 구비한 자회사로부터 받은 配當所得金額 중 지주회사의 지주비율에 따라 차등적으로 산출한 일정액은 지주회사의 소득계산상 益金에 算入하지 아니한다(법인세법 18조의2 제1항). 다만 후술하는 바와 같이 익금불산입에서 차감하는 항목이 있다.

익금에 산입하지 아니하는 배당금액은 다음과 같다.

- 1) 지주회사가 자회사의 발행주식총수(출자총액)의 100분의 80(자회사가 주권상장법인 또는 협회등록법인의 경우에는 100분의 30)을 초과하여 출자한 경우에는 당해 자회사로부터 받은 배당소득금액에 100분의 90을 곱하여 산출한 금액(동조항 1호)
- 2) 지주회사가 자회사에 출자한 비율이 위의 100분의 80 또는 100분의 30 이하인 경우에는 당해 자회사로부터 받은 배당소득금액에 100분의 60을 곱하여 산출한 금액(동조항 2호)

위 규정을 적용함에 있어 지주회사가 자회사의 配當基準日前 3월 이내에 취득한 자회사의 주식에서 발생한 배당소득금액에 대하여는 이를 적용하지 아니한다(동조 제2항). 기술한 바와 같이 법인세법은 지주회사의 요건으로서 자회사의 소정주식을 당해 자회사의 배당기준일 현재 3월 이상 계속하여 보유할 것을 요구

하므로 이 요건에 부합하지 않은 주식으로 인한 배당금을 익금불산입에서 제외시키기 위한 것이다. 따라서 위에서 말하는 출자비율(100분의 80, 또는 100분의 30)도 자회사의 배당기준일 현재 3월 이상 계속하여 보유하고 있는 주식등을 기준으로 계산한다(법인세법 시행령 제17조의2 제3항).

배당기준일 현재 3월 이상의 보유기간을 요구하는 이유는, 이같은 제한을 두지 않을 경우 배당기준일에 임박하여 자회사의 주식을 취득하여 감면혜택을 얻는 남용이 예상되기 때문이다.

지주회사는 자회사의 발행주식총수의 100분의 50(상장회사, 등록법인은 100분의 30) 이상을 소유하여야 하므로 상장회사나 협회등록법인에 앞의 규정 2)의 요건이 적용될 경우는 있을 수 없고, 비상장·비등록법인의 경우에 2)의 요건이 적용되는 경우란 100분의 50 이상을 출자하고 100분의 80에 미달하는 경우가 될 것이다.

100분의 80을 『초과하여』 출자한 경우 및 100분의 80 『이하』인 경우를 요건으로 하고 있으나, 지주회사의 요건을 정함에 있어 100분의 50 『이상』 또는 100분의 30 『이상』을 소유하는 것을 요건으로 정한 이상 익금불산입의 요건을 정함에 있어서도 『초과』가 아니라 『이상』으로 정하는 것이 균형적이다.

5. 益金不算入의 差減項目

다음 금액은 익금불산입하는 금액에서 차감한다.

1) 借入金의 支給利子 상당액

지주회사가 각 사업년도에 지급한 借入金의 利子가 있는 경우에는 그 차입금의 이자에 차입금을 당해 지주회사의 사업년도 종료일 현재 대차대조표상의 자산총액으로 나눈 비율을 곱하여 산출한 금액을 익금불산입액에서 차감한다(법인세법 제18조의2 제1항 3호, 동령 제17조의2 제5항). 이 비율이 100분의 100을 초과하는 경우에는 100분의 100으로 한다(시행령 동조항). 이 경우의 차입금 및 그 차입금의 이자에는 채권자가 불분명하여 손금불산입된 차입금의 이자 및 동 차입금 등 소정의 규정(시행령 제55조)에 의하여 이미 손금불산입된 금액은 포함되지 않는다(법인세법 시행령 제17조 제4항 → 제55조). 이상의 차입금과 자산의 총액은 적수로 계산한다(법인세법 시행령 제17조의2 제7항).

차입금에 관한 지급이자 상당액을 益金不算入에서 제외하는 이유는 차입금의 지급자가 損金算入되는데, 그 차입금으로 조달한 자금에서 생긴 배당소득을 다시 익금불산입한다면 이는 이중의 감면을 해주는 것과 같기 때문이다.⁷⁾

2) 子會社の 他會社 出資分

자회사가 공정거래법이 정하는 계열회사(공정거래법 제2조 3호 참조)에 출자하였거나, 계열회사와의 다른 내국법인에 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 1을 초과하여 출자한 경우에는 당해 子會社로부터 받은 배당소득금액에 소정의 율을 곱하여 산출한 금액을 익금

불산입금액에서 차감한다(법인세법 제18조의2 제1항 4호, 동령 제17조의2 제6항).

그 율은 다음 1호의 율에 다음 2호에 의해 계산한 비율을 곱하여 계산한 수치로 한다.

1호. 지주회사가 자회사에 출자한 비율이 자회사의 발행주식총수의 100분의 80(상장회사와 등록법인의 경우에는 100분의 30)을 초과하는 경우에는 100분의 90, 그 이하인 경우에는 100분의 60이다. 이 경우 자회사가 2 이상인 때에는 각 자회사별로 그에 해당하는 율로 한다.

2호. 당해 자회사가 다른 내국법인에 출자한 주식등의 가액(장부가액, 적수로 계산한다. 법인세법 시행령 제17조의2 제7항)이 당해 자회사가 지주회사로부터 출자받은 주식등의 가액에서 차지하는 비율. 이 경우 그 비율이 100분의 100을 초과하는 때에는 이를 100분의 100으로 한다.

이를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

- 지주회사가 자회사로부터 배당받은 금액 : d
- 지주회사가 자회사에 출자한 금액 : hi
- 자회사가 계열회사 또는 계열외 회사에 출자한 금액 : si

익금불산입액에서 차감할 금액(x)는,

가) 자회사에 대한 지주회사의 지분율이 자회사의 발행주식총수의 100분의 80(상

7) 盧炯徹, “지주회사와 세제,” (월간) 『조세』, 2000.9, 27면

장회사, 등록법인은 100분의 30)을 초과하는 경우

$$x = d \times 0.9 \times si \div hi$$

나) 자회사에 대한 지주회사의 지분율이 자회사의 발행주식총수의 100분의 80(상장회사, 등록법인은 100분의 30) 이하인 경우

$$x = d \times 0.6 \times si \div hi$$

위 산식에서 지분율에 따라 0.9 또는 0.6의 수치를 곱하는 이유는 배당액을 익금불산입하는 범위가 배당액의 0.9 또는 0.6이기 때문이다. 바꿔 말하면, 자회사로부터의 배당액 중 자회사가 타법인에 출자한 금액이 지주회사가 자회사에 출자한 금액에서 차지하는 비율만큼을 추출하여 익금산입하는 것이다. 이에 의해 中間持株會社를 통한 배당에 대해서는 익금불산입의 혜택이 배제된다. 예컨대 A회사가 1억 원을 출자하여 B회사를 설립하고 B회사가 이 1억원으로 사업법인 C를 설립할 경우, C가 B에게 배당한 금액을 다시 B가 A에게 배당할 경우 B는 동 배당액에 관해 익금불산입의 혜택을 누리나, A의 단계에서는 B로부터 받은 배당액 전액이 익금에 산입되는 것이다.

참고로 공정거래법에서는 일반지주회사의 자회사가 다른 회사의 주식을 지배목적으로 취득하는 것을 금하고 있다(동법 제8조의2 제2항).

6. 現行 持株會社稅制의 問題點

신설된 지주회사의 익금불산입제도에는 몇 가지 문제점이 발견되는데, 가장 기본적인 문제점은 公正去來法이 정하는 지주회사를 과세 특례의 대상으로 수용한데서 비롯된다. 근본적으로 공정거래법에서 지주회사를 규제할 이유를 찾기 어렵지만⁸⁾ 이는 논외로 하고, 공정거래법상의 지주회사를 특례대상으로 한 결과 법인세법상의 관련규정이 運身の 制約을 받게 되는 문제가 생기는 것이다. 그리하여 課稅論理와 무관한 논리에 의해 특례의 적용범위가 협소해지거나 확대되는 것이다.⁹⁾ 이하 문제점을 상론한다.

첫째, 공정거래법에서는 지주회사의 요건으로서 자산총액이 100억원 이상일 것을 요구하고 있으며, 법인세법에서도 이러한 회사를 대상으로 하고 있다. 그런데 법인세법상 배당을 익금불산입하는 특례는 配當所得의 稅制的인 성격에 착안하여 인정하여야 할 것이므로 그 논리는 회사의 자산총액이 얼마이냐는 것과는 전혀 관계없다. 이 요건을 수용한 결과, 법인세법에서는 대규모지주회사와 소규모지주회사를 차별하여 과세하는 불공평을 야기하고 있다.

둘째, 공정거래법에서는 지주회사의 요건으로서 타회사의 지배를 『주된 사업』으로 할 것을 요구하며, 주된 사업성의 요건으로서 자신

8) 지주회사 규제에 대한 상세한 비판은 拙稿, 『경제력 집중억제제도의 법리적 반성』, 한국경제연구원, 1995, 89면 이하 참조

9) 金珍洙, 『持株會社制度和 租稅政策方向』, 한국조세연구원, 1999.12, 48면에서도 같은 취지의 지적을 하고 있다.

이 소유하는 타회사의 지분의 가액이 자산총액의 50% 이상일 것으로 요구하고 있는데, 이를 법인세법에서 그대로 받아들이고 있다. 지주회사의 배당소득을 익금불산입해야 할 이유는 앞서 말한 바와 같이 동 소득이 자회사와 자신의 주주를 연결하는 중개적인 소득에 지나지 않기 때문이거나, 동 배당에 관련하여서는 자회사와 지주회사의 經濟的 單一性이 인정되기 때문이다. 그렇다면 지주회사에서 자회사에 대한 지분이 차지하는 비중이 얼마인지는 것은 과세특례의 인정 여부에 관한 논리에 영향을 줄 수 없다. 이 요건을 수용한 결과, 자회사에 대한 출자지분이 동일하더라도 자신이 영위하는 다른 사업의 규모에 따라 과세가 차별화되는 불공평을 빚게 된 것이다.

셋째, 공정거래법에서는 상장회사를 자회사로 하는 경우에는 동 상장회사 지분의 100분의 30 이상을 보유하면 지주회사가 되는 것으로 규정하고 있어, 이것이 그대로 법인세법상의 지주회사로 인정되고 있다. 후술하는 바와 같이 법인간의 배당에 관한 2중과세해소론의 일반논리에 따라 100분의 30 이상을 보유하는 회사에 대해서도 익금불산입을 허용한다면 타할 것이 없다. 그러나 『지주회사』만에 대해 익금불산입의 특례를 인정하려는 의도에서라면 이는 타당성을 결한 제도이다. 상장회사에 대해 100분의 30이라는 완화된 지분요건을 정한 이유는 상장회사의 경우에는 지분이 분산되어 있어 100분의 30 정도의 소유로도 사실상 회사를 지배할 수 있다는 현실론에 터잡은

것으로 이해된다. 그러나 익금불산입을 허용하여야 할 지주회사의 기준을 정함에 있어 중요한 것은 事實上的 支配가 아니라 子會社와 母會社의 經濟的인 一體性 내지는 母會社의 소득중개기능이다. 甲회사가 乙회사의 지분의 100분의 30을 소유한다고 해서 甲회사와 乙회사의 경제적 일체성을 인정하기도 어렵거니와 甲회사가 乙회사의 소득을 중개한다고 말하기도 어렵다.

이상과 같은 문제점을 해소하기 위하여는 法人稅法에서는 公正去來法의 지주회사의 개념을 원용할 것이 아니라, 租稅의 中立性이라는 독자적인 시각에서 익금불산입할 법인을 선정하는 기준을 만들어야 할 것이다.

III. 一般法人의 配當所得課稅의 論理

기술한 바와 같이 법인의 배당소득에 관한 2중과세문제는 지주회사에 그치지 않고, 모든 법인의 수취배당에 관해 제기되는 문제이므로 그 2중과세를 해소할 필요가 있다. 그리하여 다수의 외국의 입법례에서 법인간의 배당에 과세에서 제외하는 제도를 볼 수 있으나, 우리나라에서는 일반법인간의 배당에 관해서는 2중과세의 완화를 전혀 고려하는 바 없다. 한편 기업집단에 대한 포괄적인 2중과세문제로서 각 기업의 損益의 通算 여부나 相互去來에 대한 과세방법 등 다양한 소재를 놓고 제기되고 그 해결방법도 연결납세제도 등이 거론되지만,¹⁰⁾ 여기서는 本稿의 주제에 맞추어 배당

10) 기업집단과세와 연결납세제도의 외국예에 관해서는 이우택, 『연결납세제도의 도입방안과 정책과제에 관한 연구』, 한국조세연구소(2000.2); 옥무석, “지주회사세제의 최근의 동향과 시사점,” 韓國國際租稅協會, 『租稅學術論集』 제16집(2000), 73면 이하가 상세하다.

에 대한 2중과세문제만을 대상으로 하여 일반 법인간의 배당도 역시 2중과세효과를 제거하여야 하는 이치를 설명하면서 다른 나라의 예로서 논증을 보강하기로 한다.

1. 二重課稅解消論의 論理

일반적으로 母子會社간 등 기업집단에 대한 과세에 있어 2중과세해소를 위한 고려를 하여야 할 이유로서는 경제에 대한 조세의 중립성을 출발점으로 하여, 법인소득과세에 있어서의 水平的 公平과 經濟的 效率을 든다. 주지하는 바와 같이 수평적 공평이란 동일한 擔稅力이 있는 자들은 동일한 금액의 稅負擔을 하여야 한다는 원칙이다. 소득과세에 있어 課稅力은 소득으로 이루어지는데, 소득이란 實質所得 즉 납세자가 획득한 경제적 가치를 의미하므로 실질소득 내지는 획득한 경제적 가치가 동일하면 동일한 세액을 부담하여야 된다는 논리가 성립한다. 기업집단에 있어 그 구성회사들은 법적인 독립성에도 불구하고 그 이윤은 기업지배를 통해 그 모회사에 귀속하는 바이므로 구성법인들의 경제적기능은 모회사의 지점이나 사업소에 불과하다고 할 수 있다. 따라서 구성회사 전원이 합병을 통해 단일법인으로서 사업을 영위할 때와 같은 세부담을 하게 하는 것이 수직적 공평에 부합한다는 것이다.¹¹⁾

한편 경제적 효율의 관점에서는 다음과 같이 설명한다. 기업의 형태는 기업주체의 주관적 사정이나 사업내용 등 경영의 관점에서 가

장 효율적이라고 생각되는 것으로 선택되게 마련이다. 그런데 기업의 형태에 따라 세부담이 상이하다면, 경영의 관점에서 비효율적인 기업형태임에도 불구하고 세부담의 절감이라는 동기 때문에 선택을 강요당하게 된다.¹²⁾ 기업내용이나 기타 경영상의 동기로 보아서는 2개의 법인으로 나누어 경영하는 것이 효율적임에도 불구하고, 수취배당에 대한 세부담을 피하기 위하여 하나의 법인으로 합쳐 운영하게 되는 비효율이 창출되는 것이다. 요컨대 법인간 과세의 2중과세조정을 소홀히 하면 자원배분의 왜곡현상이 생기는 것이다(tax distortion). 앞서 설명한 지주회사제도의 문제점은 이러한 조세왜곡의 현저한 예이다. 기술한 바와 같이 자산총액이 100억원이 넘는 회사에 한하여 지주회사로서의 특례를 인정하고 있으므로, 소규모의 지주회사가 이 혜택을 누리기 위하여 부득이 금융비용을 부담해 가며 자산을 100억으로 늘리는 예를 생각해 볼 수 있는 것이다.

이상은 주로 일본에서 논해지는 기업집단에 있어서의 2중과세의 해소를 소개·지적한 것이지만, 기업집단을 이루지 않는 단순한 제3자 기업간의 출자에 의한 배당에 대한 2중과세도 租稅의 中立性을 해하고 자원의 배분을 왜곡하는 결과를 야기한다. 예컨대 A라는 자동차 조립회사가 안정정인 부품 수급을 확보하기 위하여 B라는 자동차 부품회사의 지분을 10% 취득하였다고 하자. B에게는 25%의 지분을 갖고 있는 대주주가 있어 10%의 지분참여만으로 A는 B의 경영을 지배할 수는 없지만 B의 의사결정에 견제적인 영향력은 미칠

11) 井上久彌, 企業集團稅制の研究, 中央經濟社, 1995, 5면

12) 上掲書, 8면.

수 있고, 더욱이 B는 이사 선임에 있어 집중 투표제를 실시하는 회사이므로 A는 B의 이사 중 1명 정도는 자기의 사람으로 선임할 수 있다. 이를 더잡아 A는 자동차 생산에 있어 B와의 안정적인 협력관계를 유지할 수 있고 그것으로 만족할 수 있다. 그런데 A가 이 지분으로 인해 B로부터 받는 배당은 우리 법인세 제 하에서는 전액 A의 과세소득을 구성한다. 이러한 과세상의 불이익을 극복하기 위하여 A는 부품조달방법에 관한 경영형태에 있어 다른 선택을 할 수 있다. 즉 A는 B와 합병을 하여 하나의 회사로 통합하거나, 현행 지주회사체제를 이용하기 위하여 자신이 지주회사로 되고 B를 자회사로 만드는 것이다. 어느 경우에나 경제적인 효율면에서 바람직하지 않음은 물론이다. 우선 합병을 할 경우 A는 자동차의 조립과 부품 생산을 병행함으로써 規模의 非經濟를 감수하여야 하고, 지주회사를 만들 경우 B에 대한 출자지분을 50% 이상(또는 30% 이상)으로 올려야 하므로 과대한 금융비용이 소요된다. 한편, A가 B와 합병을 하거나 지주회사로 만들 경우에는 B가 생산한 부품은 A가 독점을 할 수 있어 종래 B로부터 부품을 조달받던 다른 자동차 조립회사들의 부품 조달에 애로가 생긴다. 그리하여 다른 회사들도 自社내에 부품생산부문을 신설하거나, 다른 부품회사를 합병 또는 지주회사화하는 소모적인 경쟁을 할 수밖에 없게 된다. 受取配當에 대한 2중과세는 당해 회사의 자원배분의 비효

율을 초래하는 데 그치지 않고 자동차업계 전체의 자원배분을 왜곡시키는 것이다.

물론 기업의 경영형태의 선택이란 반드시 稅制만을 유일한 동기로 삼는 것은 아니고, 복합적인 요인에 의해 결정되므로 이상과 같은 歪曲이 필연코 초래된다고 말할 수는 없다. 하지만 세제가 경영형태의 선택에 한 동기를 부여할 잠재적인 요인을 내포하고 있는 한, 다른 동기와 결합하여 비효율적인 선택을 유도하는 가능성이 항상 존재하는 것이다.

일본은 1950년 日本 稅制의 현대화를 위해 자문하였던 Shoup의 권고에 의해 법인간의 배당에 대한 익금불산입제도를 도입하였는데(일본 법인세법 제23조 1항), 도입 당시부터 이같은 경제적 효율론을 타당근거로 제시한 바 있으며, 현재도 같은 논리를 유지하고 있다. 즉, 『기업간의 배당에 대해 과세를 한다면 사업을 자회사나 관련회사의 형태로 영위하는 것보다 사업부문의 확장이나 지점의 설치 등의 방법을 택하는 것이 유리해지므로 법인간의 垂直的 統合을 유도하는 결과가 되는 등 기업의 경영형태의 선택 등에 대하여 法人稅制가 非中立的인 효과를 갖는 폐해가 생길 우려가 있다』는 설명이다.¹³⁾

2. 主要 外國의 立法例

법인간의 배당에 대한 2중과세는 위와 같은 조세의 중립성을 해하는 문제점이 있으므로

13) 본문의 설명은 『(日本)稅制調査會, 1976. 10, 『稅制の抜本的見直しについての答申』 第二, 三 (3) 法人間配當』에 나오는 표현이다. 1950년 도입당시 Shoup는 법인간의 배당에 대한 과세는 징벌적인 부담이라고 까지 표현한 바 있으며, 법인간의 배당의 과세제외를 통해 세제의 단순화를 실현할 수 있음도 지적하였다(山本守之, 『法人稅改革』, 稅務經理協會, 1998, 267면 이하).

법인과 개인주주의 2중과세를 조정하는 제도를 두고 있는 나라에서는 예외없이 법인간의 배당에 관해서도 2중과세를 조정하기 위한 제도를 두고 있다. 이 점에서 보면, 법인과 개인주주의 2중과세를 해소하기 위한 임퓨테이션 방식을 채택하고 있으면서, 法人간의 배당에 대해서는 2중과세를 방지하고 있는 우리의 稅制는 이례적이라고 할 수 있다.

법인간의 배당에 관한 2중과세를 해소하는 구체적 방안은 일의적으로 제시할 수 있는 것이 아니다. 2중과세를 해소하기 위해 간단히 생각할 수 있는 출발점으로서의 우리의 기관투자자나 지주회사의 예에서와 같이 배당금을 수취법인의 益金에 不算入하는 방식과 受取法人의 소득으로 과세하되 대신 개인주주의 배당과세에서와 같이, 배당하는 법인이 납부한 법인세의 환급을 허용하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 첫째, 방법을 취할 경우에는 배당하는 법인이 납부한 법인세와 수취법인의 주주에 대한 배당과세가 2중과세되는 효과가 그대로 남게 되는데, 이 문제를 그대로 방치하느냐, 아니면 이것도 같이 해소하는 방안을 강구하느냐는 선택의 여지가 있다. 둘째, 방법을 택할 경우에는 당해 연도에 수취법인이 활용하지 못하는 배당세액공제부분이 생길 수 있는데 그 移越(carry forward)이나 移戻(carry back)을 허용할 것이냐는 문제가 있다. 이러한 여러가지 고려사항이 組合을 이루어 법인간의 2중과세 해소를 위한 각국의 입법례는 상이한 모습을 보이고 있다. 우리의 입법에 참고가 될까 하여 몇 개국의 입법례를 소개하기로 한

다.¹⁴⁾ 법인간의 배당에 대한 2중과세의 해소방식은 개인주주의 2중과세 해소방안과 밀접한 관련이 있으므로 필요한 범위에서 개인주주의 2중과세 해소방식도 간단히 언급하기로 한다.

(1) 獨逸의 例

개인주주의 경우 독일에서의 2중과세 해소방식은 주지하는 바와 같이 법인세를 주주의 배당소득에 그로스업(gross up)하여 개인소득세를 계산하고 그로부터 법인세의 공제를 허용하는 것이다. 그로스업하는 구체적인 수치의 산출내역에서 차이를 보일지언정 우리와 기본적으로 유사한 방식이라고 할 수 있지만, 다음과 같은 매우 중대한 차이점이 있다. 低所得者인 개인주주의 경우에는 공제할 법인세가 자신의 배당에 상당하는 소득세를 초과할 수 있다. 독일에서는 이 경우 공제할 법인세를 다른 소득에 대한 세액으로부터 공제할 수 있으며, 그래도 초과할 경우에는 초과분을 환급받을 수 있다(독일 소득세법 제36조 2항, 36(b)). 이와 달리 우리의 경우에는 배당소득이 종합소득에서 차지하는 비율에 해당하는 종합소득세액의 범위에서만 배당세액을 공제함으로써 다른 소득에 대한 세액으로부터의 공제나 초과세액의 환급을 허용하지 아니한다(소득세법 제53조 제3항).

법인주주가 받는 배당에 대해서도 개인주주와 같은 구조의 2중과세 해소방식이 적용된다. 배당하는 법인이 납부한 법인세와 원천징수세는 배당금에 그로스업되어 수취법인의 법인소득을 구성하고, 이에 대한 법인세를 산출

14) 이하 각국의 입법례는 Peter Harris, op.cit를 참고하였다.

한 다음, 배당하는 법인이 납부한 세액을 공제하는 방식이다(독일 법인세법 제49조 1항). 독일에서는 배당하는 소득과 유보하는 소득에 대한 법인세율이 상이하다. 배당하는 소득에 대한 세율은 30%인 반면 유보소득에는 45%가 적용된다. 그리하여 수취법인이 배당받은 금액을 유보하고 있는 동안에는 45%의 법인세를 부담하여야 하는 한편, 배당하는 법인이 납부한 세액으로서 수취법인 단계에서 공제가 능한 금액은 30%가 적용된 세액인 것이다. 이 같이 생긴 수취법인 단계의 납부세액과 공제세액의 불균형은 수취법인이 자신의 주주에게 배당할 때에 가서 시정된다.

(2) 프랑스의 例

프랑스의 개인주주에 대한 2중과세 방지장치는 독일과 유사하다. 그리하여 저소득층의 주주에게 자기의 세액을 초과하는 공제세액이 발생할 수 있음도 독일과 사정이 같은데, 이 역시 독일에서와 같이 환급의 대상이 된다(프랑스 조세일반법 제158조 이하).

법인간의 배당에 관해서는 다음 두 가지 방법을 적용한다.

첫째, 受取法人이 배당하는 법인의 지분의 10분의 1 이상을 소유하는 경우에는 이들 법인간의 배당은 수취법인의 益金에 산입되지 아니한다(프랑스 조세일반법 제216조). 대신 수취법인은 배당하는 법인의 납부세액을 가지고 세액공제를 받을 수 없다. 이 경우에 수취법인은 배당하는 법인의 납부세액보다 큰 금액의 세액을 부담하는 경우도 있을 수 있으나, 이 불합리는 수취법인이 주주들에게 5년 내에 배당을 하는 경우 배당하는 법인의 납부

세액을 수취법인의 주주들이 세액공제받는 방법으로 해결된다(프랑스 조세일반법 제146조).

둘째, 첫째와 같은 결합기업의 특례가 적용되지 않는 경우, 즉 수취법인이 배당하는 법인의 지분의 10분의 1 미만을 소유하는 경우에는 배당하는 법인의 납부세액은 배당금에 그로스업되어 수취법인의 과세소득(익금)에 산입된다. 그리고 배당하는 법인의 납부세액은 수취법인의 세액에서 공제된다. 이는 독일에서와 같은 방식이다. 수취법인이 공제받을 수 있는 세액, 즉 배당하는 법인의 납부세액이 수취법인의 세액을 초과할 수도 있으나, 이 초과액은 수취법인의 과세에서 移越 또는 移戻될 수 없다(조세일반법 제209조 이하).

첫째의 요건에 해당되는 결합기업은 첫째의 방식 또는 둘째의 방식을 선택할 수 있다.

(3) 英國의 例

영국에서도 개인주주가 받은 배당금에 법인의 납부세액을 그로스업하여 개인주주의 배당소득을 계산하고 법인의 납부세액을 세액공제한다. 영국의 개인소득세율은 최고 40%까지 3단계의 누진세율이지만, 배당에 대한 세율은 금액에 따라 20%와 40%의 두 가지 세율이 적용되는 것이 특이하다. 법인으로부터의 배당에 따른 세액공제율은 20%이므로 개인주주는 40%의 세율이 적용되는 금액에 대해서만 배당에 따른 세부담을 하게 된다. 그리고 배당세액공제는 모든 소득에 대한 세액과 상계할 수 있고, 이를 초과하는 배당공제세액은 환급이 가능하다(영국 개인소득세법 제246조 1항, 2항).

법인주주가 받는 배당금에 관해서는 다음과

같은 2중과세 해소방법이 마련되어 있다. 일반적인 방법으로서, 배당하는 법인의 납부세액을 수취법인이 자신의 주주에게 배당할 때에 그 배당부분에 관한 기납부세액으로 공제받을 수 있다(영국 법인세법 제208조). 그런데 이 방법은 수취법인이 결손상태에 있는 경우에는 자신이 납부할 세액이 없으므로 도움이 되지 못한다. 그래서 결손상태에 있는 수취법인의 경우에는 자신의 손실을 수취배당과 상계하고, 상계후 남은 수취배당과 배당하는 법인의 납부세액을 비교하여 전자를 초과하는 후자의 세액은 환급을 청구할 수 있다(영국 법인세법 제242조).

IV. 맺는말

이상으로 99년말에 도입된 持株會社稅制를 개괄적으로 소개함과 아울러 법인간의 배당에 관해 일반적으로 발생하는 2중과세의 문제점

을 설명하였다. 현행 지주회사세제는 공정거래법의 지주회사 개념을 전제로 한 것이므로 지주회사에 대해 합당한 과세논리가 왜곡되어 있어 바로잡아야 함은 앞서 지적한 바와 같다. 법인간의 배당과 관해 보다 큰 문제점은 법인간의 배당에 관련하여 일반적으로 생기는 2중과세의 문제점을 우리 세법에서는 전혀 해결하고 있지 않다는 것이다. 법인세과세에 있어 법인세와 주주에 대한 배당과세의 2중과세는 법인세제도의 구도에 있어 원론적으로 해결하여야 할 문제점이고, 이는 개인주주에 국한하지 아니하고 법인이 주주인 경우에도 그대로 연장되는 문제로서 많은 경제적 효율을 왜곡하는 바이다. 이미 다른 입법례에서 치밀하게 해결하고 있는 바이므로 우리 기업의 대외경쟁력을 지원한다는 정책적인 입장에서라도 법인간의 배당과세를 재검토할 필요가 있다는 점을 강조하고자 한다.

企業支配圈市場과 系列社 出資*

張 大 洪**

<目 次>

- | | |
|----------------------------|--------------------|
| I. 머리말 | IV. 系列社 出資와 議決權 制限 |
| II. 企業支配圈市場에 대한 批判과 代案 | V. 맺는말 |
| III. 關係投資가 企業支配圈市場보다 우월한가? | |

I. 머리말

기업지배권시장(market for corporate)의 활성화가 우리나라 기업지배구조에서 하나의 중요한, 아마도 가장 중요한 축으로 정착되는 것이 바람직하다는 데는 별로 이견이 없다. 최근 수년간 많은 학자, 전문가들이 그 필요성을 역설해왔으며, 정책 당국은 기업지배권 시장의 육성을 위한 시장여건의 조성과 제도 개선 작업을 추진해왔다. 그 결과 상장법인 주식의 대량소유나 외국인의 주식취득에 대한 제한이 없어지고, 사전신고의 공개매수에서 사후신고제로 전환, 대기기간의 폐지가 이루어졌으며, M&A펀드의 의결권 행사가 허용되었다. 또한, 2단계 기업구조조정 정책의 일환으로 사외이사과 소액주주의 권한을 강화하는

방향으로 상법, 증권거래법 등 관련법령의 개정작업도 추진되고 있다.

이와 같이 외형상 인수합병에 걸림돌이 되는 제약요인들이 거의 제거된 것으로 보인다. 최근 들어 벤처기업과 금융산업에서 인수합병이 크게 증가하고 있음은 이러한 시장여건과 무관하지 않을 것이다. 회사 신설의 경우를 제외한 기업결합 건수는 98년과 99년 각각 356건과 444건으로 이전 10년의 평균에 비해 2배 이상으로 급증하였다.

그러나 이들 기업결합의 사례를 자세히 들여다보면, 대부분이 사업분할, 비수익사업, 저성장사업의 정리를 목적으로 하는 구조조정 차원의 인수합병이기 보다는 영업양수나 사업부문 통폐합, 관련부문 제휴의 차원에서 이루어지는 우호적 기업결합이며, 경영진의 교체

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 翰林大學校 財務金融學科 教授

를 전제로 하는 적대적 기업인수와는 거리가 멀다는 것을 알 수 있다. 특히, 최근 들어 외국 기업에 의한 인수합병은 오히려 감소하는 추세를 보이고 있어서, 기업지배권시장이 본격적으로 형성되고 있다는 조짐은 아직 나타나고 있지 않다. 이에 따라 우리나라의 기업문화에서 적대적 기업인수를 주요 수단으로 하는 자본시장의 규율이 정착할 수 있을지에 대한 회의적인 시각마저 대두되고 있다.

소위 우리나라의 기업문화란 기업집단의 형성과 지배적 대주주의 존재, 투자자 보호에 미흡한 법문화 또는 법체계, 기업 소유권의 거래나 독립적 의사표시를 꺼려하는 문화적 배경 등으로 요약할 수 있고, 이들 제약요인은 단기간에 극복하기 어려우므로 기업지배권시장의 조기 활성화는 기대하기 어렵다는 주장은 어느 정도 설득력이 있다. 기업지배구조에 대한 논의에서 사외이사제도, 관계투자, 소수주주권의 강화를 보다 중시하는 견해도 여기에 일부 근거하고 있다. 그러나 기업문화라는 제약은 과장되어 있고 그런 시각이 적대적 기업인수시장의 조성, 나아가서는 자본시장규율의 정착을 지연시키는 요인임을 간과해서는 아니된다.

기업지배권시장의 형성을 실질적으로 가로막는 가장 중요한 제약은 그룹계열기업에 대한 대주주경영자의 지배력이며, 그것은 계열사 상호출자¹⁾에서 나온다. 이 점은 우리나라와 비슷한 그룹형태의 기업구조를 가진 일본, 독일과 같은 외국의 사례에서도 잘 나타난다.

30대 기업집단의 경우, 지배적 대주주는 계열 기업 주식의 평균 10%를 보유하고 있고 계열사 보유지분은 평균 40%이므로, 약 50%에 이르는 지배지분을 가지고 있다. 현실적으로 지배권에 대한 도전을 불가능하게 하는 이러한 지분구조와 대주주의 지배력은 지난 수년간 다소 변동이 있었지만, 거의 그대로 유지되고 있다.

외환위기 이후 금융산업과 기업의 구조조정 과정에서 정부는 시장기능이 작동하지 않는다는 명분으로 기업지배구조에 적극적으로 개입해왔다. 이에 따라 소수주주권의 강화, 주식시장의 대외개방, 회계기준 강화, 사외이사제도의 도입, 금융기관의 의결권행사 제한의 폐지와 같은 가시적인 개혁조치가 단행되었다. 한편으로는 대규모 기업집단에 대해서 기초설 폐쇄, 부채비율 축소, 사업교환, 계열사 출자제한, 상호지급보증의 해소에서부터 부실경영자의 퇴출을 주도하기까지에 이르렀다. 그러나 지배주주의 기업지배 또는 경영의 행태가 실질적으로 변화하고 있다거나 기업에 대한 효과적인 감시통제장치가 구축되고 있다는 증거는 찾기 어렵다.

지배적 대주주의 지배력 남용문제를 보더라도 그 주범인 계열사 출자는 오히려 늘어나고 있으며, 지배주주의 전횡은 별로 달라지지 않고 있다. 30대그룹의 계열사 출자는 최근 1년간 약 16조원 증가하여 98년의 총액인 17조 7천억원에 비해 2.6배의 규모로 늘어났다. 이들 그룹의 순자산 대비 출자비율은 여전히 32.9%

0) 공정거래법에서 직접적인 상호출자(reciprocal shareholding)는 금지되어 있다. 그러나 계열기업간에 순환적 방식, 또는 피라미드방식의 상호주식보유(cross-holding)는 가능하다. 이하에서 계열사 출자 또는 상호출자는 이런 방식을 포함하는 계열기업간의 모든 상호연계형 주식보유(interlocking shareholding)를 의미한다.

수준에 머물러 있으며, 이러한 계열사 출자의 증가는 정보통신관련 벤처사업으로 진출하는 수단으로도 사용되고 있다. 일부 전문가들이 우려하는 대로 인수합병시장의 호전은 중복과 잉투자의 해소와 같은 기업구조 개편보다는 선단식 경영, 문어발식 확장을 더욱 용이하게 만들 가능성도 있어 보인다. 정부에서는 계열사 출자제한을 강화하고 부실기업의 퇴출절차를 간소화하는 등의 정책을 추진하고 있지만, 대규모 기업집단의 행태를 근본적으로 변화시키기 위해 사용할 수 있는 수단은 그리 많지 않다. 또한 현 상태에서 기업지배권시장이 성장하여 자본시장의 규율을 조기에 효과적으로 작동시킬 전망도 그리 밝지 않다.

기업지배구조 개혁정책의 목표는 궁극적으로 재벌개혁, 경제력 집중의 해소가 아니며, 구조조정의 대상도 계열기업구조 자체라기 보다 비효율적 계열기업구조이어야 한다. 그런 정책목표가 정책당국의 재량권에만 의존하여 추진된다면 소기의 성과를 거두지 못한다는 교훈은 계열기업집단에 대한 과거의 정책들이 번번이 실패했다는 경험에서 찾아야 한다.

시장기능에 의해 확장 위주의 비효율적 경영, 지배주주-경영자의 帝國建設(empire building), 塹壕構築(entrenchment)을 규제할 길은 없는가? 현재와 같은 계열기업집단 체제가 유지되는 한 사외이사제나 소수주주권의 강화 또는 관계금융, 관계투자가 기대하는 성과를 거두기에는 한계가 있음이 분명하다. 그렇다면 기업지배권시장이 비효율적 계열기업구조를 개편시키는 역할을 하기 위해서는 어떤 조건이 충족되어야 하는가? 이 글은 이 문제에 대

한 해답을 계열기업집단의 의결권 행사와 기업지배권시장의 관계를 재조명하는 데서 찾고자 한다. 논문은 다음과 같은 순서로 정리되어 있다. 다음의 두 절에서는 기업지배권시장의 대안으로서 사외이사제도, 소수주주권 보호, 관계투자가 기업지배권시장에 비해 어떤 장단점이 있는지를 설명하고, 후자가 다른 감시통제방식의 대체재가 될 수 없음을 논의한다. 제4절은 기업지배권시장이 성장하기 위해서 제거되지 않으면 안되는 계열출자지분의 과잉의결권문제와 그 해결방안을 논의한다. 마지막 제5절은 결론과 제언을 담고 있다.

II. 企業支配圈市場에 대한 批判과 代案

주식지분의 이전과 재분배를 통한 기업자산의 재편성을 의미하는 합병 및 매수(M&A, merger and acquisition)는 흔히 투자전략의 하나로서 사용되며, 주식지분의 변동은 파산에 따른 법적 절차나 정치적 과정에 의해서도 이루어지지만 주식시장에서의 주식매집을 통해 주로 일어난다. 합병 및 매수의 한 형태인 敵對的 企業引受²⁾(hostile takeover)는 대상기업의 주식을 매집하여 그 기업의 지배-경영자의 의사와 상관없이 기업의 지배권을 확보함으로써 현 경영진을 교체 또는 통제하고 기업자산을 재편성한다. 기업의 소유경영구조는 기업자산의 가치를 결정하고 그 가치는 주식시장에서 평가되므로, 주식시장이 효율적이라면 적대적 기업인수의 기회와 이를 실행할 인센티브는 사전적이든 사후적이든 잘못된 소유경영구조 또는 경영실패의 경우에만 발생한

2) 영국에서는 이를 contested bidding으로 표기하기도 한다.

다. 그것은 이미 높게 평가된 주식의 매입이 아무런 투자이득을 실현시켜 줄 수 없는 것과 같은 이유이다.

기업지배권의 장악은 주주총회에서의 代理議決權行使(proxy voting)를 이용하는 이른바 委任狀競爭(proxy contest)을 통해서도 달성할 수 있지만, 소유권이 분산된 기업에서 위임장 경쟁은 너무 큰 비용이 들어 오히려 현 경영진에게 유리하게 이용될 소지가 더 크다. 바로 이런 특성 때문에 적대적 기업인수는 시장기능에 의해 기업을 감시·통제하는 효과적인 수단이며 기업지배권시장의 기반을 이룬다. 적대적 기업인수는 흔히 정서적인 거부감을 유발하지만, 가장 市場親和的인 방식으로 자본시장의 규율을 실행하는 역할을 한다.

그러나 감시통제장치로서 기업지배권시장, 특히 적대적 기업인수는 매우 비싼 제도이며 부작용의 소지도 있다.³⁾ 적대적 기업인수는 단기간에 막대한 자금을 조달해야 하므로 유동성이 큰 자본시장, 때로는 정크본드시장과 같이 투기성이 강한 시장을 필요로 하므로 높은 직접비용이 들 수 있다. 또한 대상기업에게 너무 많은 프리미엄을 지불할 가능성, 매수자가 불공평하게 유리한 보상을 받고 끝나는 또 다른 대리인문제, 부실경영의 해소보다는 또

다른 帝國建設(empire building)에 이용될 가능성을 가지고 있다. 적대적 기업인수의 위협 때문에 경영자가 단기기업적에 치중하게 만든다는 근시성의 문제, 종업원의 인적 자산에 대한 과소투자의 가능성이나⁴⁾ 과도한 기업인수 활동과 방어가 기업자산을 낭비할 수 있는 가능성은, 실증적으로 뒷받침되지 않지만 逸話的事例로 흔히 거론된다.⁵⁾ 이런 명시적인 비용 이외에도 정서적 이유나 방어목적의 로비가 적대적 기업인수를 제약하고,⁶⁾ 이를 위한 정치적 또는 입법과정에 사회적인 비용을 지불하는 경우는 기업지배권시장이 가장 잘 발달한 미국에서도 자주 발견된다.

적대적 기업인수의 이런 문제점들에 대한 실증적 증거는 대체로 취약하지만, 피인수기업에 대한 경영진 교체나 자산 재편과의 연관성은 매우 높은 것으로 드러나고 있다. 기업지배권시장이 경영효율성의 향상에 실제로 얼마나 기여하는 지는 아직도 논란의 대상으로 남아 있는 것은 사실이다. 그러나 이러한 증거를 종합해보면, 적대적 기업인수가 경영부진이나 경영실패를 사전적으로 견제하거나 사후적으로 제재하는 효과적인 수단임은 부인할 수 없고, 자본시장에 의한 감시통제를 근간으로 하는 영미식 기업지배구조에서 필수불가결한 요소로 자리잡고 있다.

3) 이하의 논의에서 이용된 이론적 주장이나 실증적인 증거들은 다른 서베이 논문들에서 상세히 언급되어 있으므로 여기서는 특별히 강조하거나 언급이 필요할 경우를 제외하고는 관련근거나 논문의 인용을 생략하기로 한다. 이에 대한 종합적인 참고는 정광선(1994), 장대홍(1996, 1999) 또는 Shleifer and Vishny(1997)에서 찾을 수 있다.

4) 관련된 문제의 하나로 미국의 경우 적대적 기업인수를 포함한 인수합병이 종업원의 대량해고로 이어진다는 우려도 실제로는 거의 발생하지 않으며, 인력조정에는 중간관리층 이상에서 이루어진 것으로 나타나고 있다.

5) 예를 들어, 1997년 미도파에 대한 성원그룹과 신동방그룹의 적대적 기업인수와 방어과정에서 1천억원이 투입되어 관련 3개 그룹이 모두 부실화되는 경우를 들 수 있다.

6) 국내의 사례로 삼성자동차의 기아자동차 주식매집이 실패한 경우를 들 수 있다.

우리나라의 기업지배구조에서 기업지배권시장의 문제는 필요성의 문제가 아니라, 왜 안되는가의 문제로 보인다. 기업사냥에 대한 정서적 거부감은 사실상 큰 문제가 아니며, 이미 최근 수년간에 기업인수 사례에서 입증되고 있다. 앞에서 지적한대로 최대의 걸림돌은 그룹형태의 기업소유지배구조, 특히 복잡하게 얽혀있는 계열사 출자관계와 가공적인 의결권 행사로 지배권에 대한 도전이 사전에 좌절되기 때문이다. 이 점은 비슷한 기업구조를 가진 일본, 독일의 경험에서도 확인된다. 대부분의 국내 전문가들이 기업지배권시장의 활성화가 조기에 이루어지기 어렵다고 보고, 다른 대안적 감시통제장치의 도입을 선호하는 것도 상당부분 여기에 기인한다.⁷⁾

기업지배권시장의 대안은 내부통제장치로서 이사회 강화, 지배주주-경영자에 대한 소송을 통한 소수주주권의 강화 및 기관투자가에 의한 감시통제를 들 수 있으며, 각각 그 나름대로의 장점과 문제점을 가지고 있다. 이들 통제장치에 대해서는 이미 많이 논의되었으므로 여기서는 기업지배권시장과 대비하여 주요한 결함이라고 생각되는 측면만 간략히 정리해보기로 하자.

이사회는 주주를 대신해서 경영진을 감시통제할 수 있는 유일한 공식창구이며, 실효성의 여부와 상관없이 필요한 최소한의 내부통제장치이다. 이 점은 社外理事制가 도입되기 이전 우리나라의 경우와 같이 내부이사로 구성된 이사회가 지배주주나 최고경영자에게 완전

히 예측되어 감시·견제기능을 기대할 수 없는 경우를 생각해보면 분명해진다. 1998년 이후 사외이사제도가 도입되기 시작하여 현재 자산총계 2조원 이상의 대규모 상장기업에 대해서는 사외이사의 수를 1/2 이상, 기타 상장법인은 1/4로 높이고 이사추천위원회와 감사위원회를 두게되어 있다.

사외이사를 중심으로 구성된 이사회가 주주에 대한 충실성 의무(duty of loyalty), 성실성 의무(duty of care)를 다하면서 경영진을 효과적으로 감시통제하기 위해서는 사외이사의 선발과 업무수행에서 독립성, 전문성, 그리고 인센티브가 충분히 보장되어야 한다. 어떤 제도적 환경에서도 상충가능성이 큰 이 요건들을 모두 만족하는 이사진을 구성하기는 지극히 어려운 일이다. 가장 큰 문제점은 이사회가 현 경영진에 예측되던가 연합하는 경향, 또는 경영부진에 대해 적기에 과감한 조치를 취하지 못하는 경향을 보인다는데 있으며, 이 점은 외국의 사례에서 공통적으로 나타나고 있다. 이 제도가 일찍 도입된 미국, 영국에서도 사외이사제의 성과에 대해서는 증거가 분명하지 않으며 이사회제도의 무용론을 주장하는 견해도 있다는 사실은 그리 놀라운 일이 아니다.

우리나라에서 사외이사제도의 성과를 논의하기는 아직 이르지만, 현재까지 나타난 가장 큰 문제는 역시 독립성을 보장하는 문제로 보인다. 현재와 같은 계열기업구조에서 지배주주-경영자의 영향력을 축소, 배제하기는 지극

7) 다음의 논평은 이런 시각을 잘 대변한다. “이로 인해 대부분의 상장기업에서 대주주경영자의 경질이 불가능한 참호구축효과가 나타나고 있으며, 현재의 여건하에서 기업지배권시장 기능의 활성화는 앞으로도 상당기간 기대하기 어려운 것이 사실이다”(정광선(1999)).

히 어렵다. 사외이사의 수를 늘리고 선임방식에 대한 규제를 강화하는 것은 기업경영에 다양한 이해관계자들의 이해나 정치적 입장을 개입시켜 경영효율성을 떨어뜨릴 위험이 매우 크므로 경계해야 할 일이다.

일부 주주가 소유경영자의 불법·부당행위나 경영실패를 적발하여 고발하거나 대표소송, 집단소송의 방법으로 감시통제할 수 있는 경로는 투자자 권익보호의 차원에서 중요한 하나의 요건이다. 또한 대주주나 기관투자는 보다 직접적인 방법으로 개입할 수 있으므로 기업지배구조와 관련된 투자자의 법적 보호의 핵심은 소수주주권의 강화에 있다. 우리나라의 경우 과거에는 제도적 요건이 일방적으로 경영진에게 유리하게 정해져 있었기 때문에 소수주주권의 행사는 거의 이루어지지 못했다. 그러나 최근 3년간 증권거래법 및 상법의 개정으로 대표소송 제기, 이사 및 감사해임 청구 등에 필요한 지분비율을 하향조정하고 소수주주들을 대표하는 사외이사를 선출할 수 있도록 集中投票制를 도입하였으며, 내부감사 대신 감사위원회를 설치할 수 있도록 하는 등 전반적으로 소수주주권의 강화가 이루어졌다.

그러나 소송에 의한 외부통제방식은 강력한 법적 하부구조가 뒷받침되어야 할 뿐 아니라 기대되는 성과에 비해 비용과 인센티브 측면에서 커다란 제약을 가지고 있다. 소수주주는 민사소송에서 상당한 비용을 부담해야 하지만 손해배상이 회사에 귀속되고 주주들이 직접 보상을 받는 것도 아니므로, 적극적으로 경영

을 감시할 인센티브를 갖지 않는 無賃乘車問題를 안고 있다. 소송의 대상도 충실의무(fiduciary duty)의 위반과 같이 법적으로 모호한 경우가 많기 때문에, 이에 따른 기업경영의 결손, 나아가서는 상당한 사회·경제적 비용이 발생할 수 있다.

무임승차문제나 법적 비용문제는 미국식의 集團訴訟制度(class action suit), 條件附 受託料(contingent fee)와 같은 제도를 도입하게 되면 어느 정도 극복할 수 있겠지만⁸⁾, 이런 법적·제도적 장치가 제 기능을 발휘할 수 있는 수준에 이르기까지는 상당한 시일이 필요할 것으로 보인다. 판례중심이 아닌 우리나라의 법체계와 취약한 사법제도의 현실을 감안하면 우리나라에서 개별 주주의 소송 또는 집단소송을 통한 기업의 외부감시통제가 조기에 정착될 전망은 그리 밝지 않다.

III. 關係投資가 企業支配圈市場보다 우월한가?

우리나라에서 과거에 금융기관이나 기관투자가들에 의한 경영감시활동은 거의 찾아볼 수 없었다. 이들 대형 금융투자기관들은 관치금융으로 인해 자율경영체제를 확립하지 못하였을 뿐 아니라 전반적인 경영권 보호정책 아래 기관투자가들의 의결권 행사가 제도적으로 억제되어 왔다. 이에 따라 이들 기관들은 경영감시에 대한 전문성이나 인센티브를 가질 수 없었으며, 이런 성향이 달라지고 있다는 징후는 아직 보이지 않는다. 그러나 최근에

8) 집단소송제도에서는 기관투자와 같은 일부 투자자들이 같은 입장에 있는 다른 투자자들을 대신하여 직접 손해배상을 청구하고 소송비용과 배상을 배분함으로써 무임승차문제를 해소할 수 있다.

국내 금융투자기관들과 외국인 투자기관의 기업지분 보유율이 대폭 증대되었으며, 기관투자자들의 보유주식에 대한 의결권 제한이 완화되고 있는 등 기관투자자에 의한 경영감시 활동의 여건이 크게 호전되고 있어서 기관투자자의 적극적인 경영감시활동을 장려해야 한다는 주장이 힘을 얻고 있다.

우리나라에서 소수주주권과 기업지배권시장의 역할에 현실적인 제약이 크다면, 외부통제 장치의 자연스러운 대안은 기관투자자의 경영감시활동이다. 은행, 보험회사, 투자신탁회사, 자산운용회사, 각종 연금 및 기금, 공제회, 투자기금 및 기업지배기금과 같은 기관투자자들은 소수주주의 무임승차나 전문성 결여의 문제에서 자유스러울 수 있으므로 적극적이고 연속적으로 기업경영을 감시통제할 능력과 인센티브를 가질 수 있다. 이런 감시통제기능은 채권자로서 또는 기업주식의 보유자로서 기업경영에 개입하는 방식으로 이루어지며 각각 관계금융(relationship banking), 관계투자(relationship investment)로 부른다.

관계금융은 일본, 독일과 같이 전통적으로 은행중심의 기업지배구조를 가진 국가에서 발전시킨 경영감시의 방식이다. 은행은 채권자로서 대상기업과 장기적 관계를 형성하는 과정을 통해 신뢰관계를 구축하고 이를 바탕으로 기업경영에 상당한 영향력을 행사한다. 이들은 경영진의 의사결정에 권고, 간섭하거나 자신들의 대표를 이사진에 참여시켜 경영감시 기능을 수행하며, 흔히 상당량의 기업지분을 보유하고 있다. 이에 비해 관계투자는 자본시

장의 감시통제방식에 의존해온 영미식 지배구조에서 기업지배권시장의 부작용이나 근시성의 문제를 보완하는 경영감시방법으로 대두되었다. 이 방법은 기관투자자가 특정기업의 주식을 장기 보유하면서 경영진과의 정보교환, 권고 및 조언기능을 수행하는 과정을 통해 경영진을 감시통제하고, 경우에 따라서는 경영진의 교체를 유도하는 투자방식을 의미한다.

관계투자, 관계금융은 간헐적이고 급격히 이루어지는 기업지배권의 이전보다는 연속적이고 안정적인 경영감시방법이며, 적대적 인수 위협을 봉쇄하거나 감소시키고 자본시장의 외부적 규율을 관계투자에 의한 내부적 규율로 대체하게 된다(정광선(1999)). 이들 방법은 기업지배권시장보다는 덜 과격하고, 경영성과 평가에 단기적 재무자료나 주시가격 뿐 아니라 질적인 평가기준도 동시에 사용하므로 보다 장기적인 투자를 유도할 수 있으며, 투자자의 자본제공은 단기성과에 따라 소유권이 이동되는 유동자본이 아닌 영구성 獻納資本(dedicated capital), 忍耐資本(patient capital)의 특성을 지닌다.

그러나, 이런 장점에도 불구하고 관계금융, 관계투자의 기능, 효과 또는 비용에 대해 수많은 반론이 제기되고 있으며 실증적 증거도 그리 명확하지 않다.⁹⁾ 관계금융에서 가장 큰 약점은 대주주 금융기관이 경영감시자로서 행동하기 보다는 오히려 경영진에 동조하기 쉽다는데 있으며, 그 이유는 독립성을 유지하면서 경영개입을 하는 데는 상당한 비용과 위험이 따르기 때문이다. 이에 따라 그들은 경영

9) 여기에 대한 상세한 토론내용은 다른 연구보고서(예를 들어 정광선(1994, 1999), 장대홍(1996))에 수록되어 있다.

개선 또는 경영진의 교체를 위해 항상 신속하고 과감한 조치를 취하지 않게 되는데 이 점은 일본, 독일의 사례에서 확인되고 있다.

비슷한 문제가 관계투자자에서도 발생한다. 기관투자자가 인내자본 공급자의 역할을 하기 위해서는 투자위험의 분산기회와 유동성을 회생해야 할 뿐 아니라 투자대상의 선택, 사후관리 및 지분정리를 하는 과정에서 상당한 수준의 전문성 개발과 비용을 들여야만 한다. 이에 따라 기관투자자들 역시 적극적인 경영감시자로서 행동하기 보다는 경영진을 지지 또는 경영진과의 묵시적 담합체제를 이루기 쉽고 오히려 분산투자 위주의 단순 주식거래자(trader)의 역할을 더 선호하게 한다. 이와는 반대로 기관투자자가 가진 다른 투자와의 이해상충으로 인한 기회주의적 행동이나 경영간섭과 저항에 따른 기업가치 손실의 가능성도 있을 수 있다. 관계투자자의 성공사례로서 Warren Buffet이나 CalPERS(California Public Employees Retirement System)의 경우가 흔히 거론되지만, 실증연구의 결과들은 효과적인 경영감시자가설을 항상 지지하지는 않는 것이 사실이다.

경영감시자로서 기관투자자의 역할이 관계금융이든 관계투자자이든 취약할 수밖에 없는 근본적인 원인은 소유구조상의 특성과 통제수단의 결여에서 찾을 수 있다. 금융기관들은 모두 상당히 높은 레버리지를 가지고 있고 거의 모든 기관투자자는 잘 분산된 소유구조를 가지고 있으며, 이들의 경영진은 낮은 지분을 가진 소유경영자들이다. 이와 같은 소유지배구조는 전형적인 대리인문제를 가질 수 있는 구조이며, 적극적인 경영감시자로서 행동하기

보다는 소극적인 거래자의 역할을 선호할 가능성을 크게 한다. 특히 금융기관의 높은 레버리지는 이들이 固定請求權者(fixed claimant)의 성격을 갖게 하고, 따라서 독립적인 경영감시자의 역할보다는 소극적인 감시, 안정적인 고객관계의 유지나 현 경영진에 우호적인 관계를 지속하려는 성향을 갖게 만든다.

관계금융, 관계투자자의 또 다른 문제점은 경영진을 경질할 수 있는 수단과 의지를 전제로 하지 않기 때문에 경영진에 효과적인 견제기능을 기대하기 어렵다는 점이다. 기관투자자가 신뢰할만한 위협(credible threat)을 구사하는 위치에 있지 않는 한 경영진을 효과적으로 견제할 가능성은 별로 없다. 이 점에서 관계금융, 관계투자자의 주요 특성인 장기적, 안정적인 관계형성은 약점이 될 수 있고, 기업지배권시장에서와 같이 일정한 거리를 유지하는 감시통제(arm's length monitoring)가 오히려 유리할 수 있다.

결론적으로 기관투자자에 의한 감시통제가 관계금융이나 관계투자방식에만 의존할 경우 그 효과는 제한적일 수밖에 없다. 이 점은 우리나라에서와 같이 지배주주가 높은 지배력을 가질 경우에는 더욱 중요해진다.

IV. 系列社 出資와 議決權 制限

이상적인 기업지배구조의 요건은 경영의 투명성(transparency), 책임성(accountability) 및 경영권의 競合性(contestability)으로 요약할 수 있다. 위에서 논의한 감시통제장치들은 모두 이런 요건을 부분적으로 만족시키지만 그 강도와 효과에는 커다란 차이가 있다. 이들 장

치는 각각 그 나름대로의 장단점을 가지고 있으며 모두 커다란 비용을 수반한다. 그 비용은 감시통제장치를 유지하는 직접비용 뿐 아니라 과도한 경영간섭이나 그에 대한 방어활동으로 인한 기업가치의 손실이라는 간접적인 비용까지 포함한다.

경영권의 경합성을 강조하는 점에서 기업지배권시장은 특히 다른 감시통제장치와 차별할 수 있으며, 아마도 법적·행정적 수단을 제외하고는 경영진의 경질을 달성할 수 있는 가장 직접적이며 효과적인 방법일 것이다. 기업지배권시장이 작동하지 않는다면 사외이사 중심의 내부통제장치나 관계투자마저 기대되는 효과를 발휘할 수 있을지 불투명하다. 모든 직접·간접비용을 고려할 경우 기업지배권시장의 비용이 상대적으로 클 것이라는 점도 분명하지 않다.

그럼에도 불구하고, 우리나라에서 기업지배권시장의 활성화를 부정적으로 보는 이유는 기업의 소유지배구조의 문제, 특히 계열사 출자지분의 크기가 현실적으로 극복하기에 너무 크다는 데 있다. 계열사 출자지분을 의미하는 상호주식보유와 그 의결권 행사는 기업지배권시장의 활성화를 막는 최대의 걸림돌이다. 이 점은 상호주식보유가 보편화되어 있는 일본과 독일의 경우와 일치하는 것처럼 보인다. 그러나 이들 국가와는 달리 은행중심의 지배구조가 정착되지 않은 우리나라의 경우 계열사 출자지분의 의결권 제한만으로도 기업지배권시장을 활성화시킬 수 있는 여지는 충분히 있다.

계열사 출자지분은 기본적으로 가공적인 자

본(paper capital)이며, 수익에 대한 청구권(cash flow claim)과는 직접 관련이 없다(장대홍, 김경수, 김우택, 박상수(1999)). 기업경영에서 대리인문제의 근원은 정보의 비대칭성에 있지만 대리인문제의 크기는 請求權(claim)과 統制權(control)의 편차에 비례한다. 이러한 편차는 거의 모든 상장기업이 계열기업화되어 있고 계열사 출자지분의 크기가 상대적으로 큰 우리나라의 기업에서 훨씬 심각하다. 흔히 우리나라 기업에서 지배주주의 대리인문제를 소유집중의 문제, 그룹조직의 특성 또는 재벌 문제로 보는 시각은 오류이다. 계열기업으로 구성된 그룹조직은 영미식 기업조직을 제외한 모든 국가의 기업조직에서 보편화되어 있고 재벌의 존재나 소유집중은 다른 외국의 경우에도 흔히 발견되고 있다.¹⁰⁾

청구권(claim)과 통제권(control)의 편차는 물론 소유와 경영의 분리를 근간으로 하는 현대적 기업에서 공통적인 현상이지만 계열사 출자지분은 그 편차를 확대한다. 계열사 출자지분은 자연인주주의 지분과 달리 청구권과는 무관한 가공지분이며 통제권 확대가 주된 목적이다. 따라서 계열사 출자지분의 의결권 제한은 통제권 남용의 방지라는 이론적 근거를 가지고 있다.

그렇다면 의결권 제한의 범위와 방식은 어떻게 해야 할 것인가? 가장 직선적인 방법은 자연인주주의 직접지분과 계열사 출자지분을 통한 간접지분의 합인 純持分(net share)에 해당하는 의결권만을 인정해줌으로써 계열사 출자지분으로 인한 청구권과 통제권의 편차를

10) 일반적인 인식과는 달리 미국의 경우에도 가족 소유형 또는 부유한 투자자형의 집중된 지분을 가진 대주주가 다수 존재한다는 증거가 발견되고 있다(장대홍(1996)).

제거하는 방법이다(장대홍, 김경수, 김우택, 박상수(1999)).

이런 의결권 행사방식을 우리나라의 재벌그룹에 적용해보기로 하자. 30대그룹의 경우 1996년을 기준으로 할 때, 지배주주는 계열기업당 평균 직접지분 10%, 계열사 보유지분 34%, 총 44%의 지배지분을 행사하고 있다. 상장기업의 지분분산을 고려하면 44%의 지배지분은 적대적 기업인수를 사실상 불가능하게 만든다. 그러나 순지분으로 의결권을 한정시키면 지배주주의 지배력은 적어도 지분상으로는 적대적 인수가 용이한 수준으로 떨어진다. 실제 그룹계열기업의 지분분포를 자세히 보면 지배주주의 직접지분은 소수의 주력기업에 집중되어 있으므로, 이와 같은 의결권 행사의 제한은 대부분의 계열기업에 대한 지배력을 급격히 감소시킬 것이다.

이를 설명하기 위해 자본금이 각각 100인 2개의 기업으로 형성된 가상적인 그룹을 생각하자. 편의상 이들 기업은 無負債 기업이라고 가정한다. 그룹의 지배주주는 각각 10%의 직접지분을 가지고 있고, 계열사 상호출자분 30, 기타주주 보유 60을 합해 총 100의 자본을 가지고 있다.¹¹⁾ 이 경우 각 계열기업과 그룹전체의 실질자본은 각각 70과 140임을 주목하라. 한편 지배주주의 名目持分은 40%이지만 純持分은 각각 14.3%로써¹²⁾ 충분히 도전 가능한 수준으로 하락한다. 지배주주의 순지분의 크기는 그가 자연인으로서 공급한 실질자본의 크기와

대체로 일치하며 상대적 청구권, 즉 배당소득의 상대적 크기와 정확히 일치한다. 만일 특정 계열기업에 대한 직접지분과 계열사 보유지분이 각각 5%, 50%라면 순지분은 명목지분이 55%가 아닌 7.6%로 떨어진다.

이와 같이 순지분에 따른 의결권의 제한을 실행하기 위해서는 관련 법체계의 정비와 의결권 산출 및 행사방식의 체계화와 같은 제도적 장치가 선행되어야 함은 물론이다. 그러나 이렇게 할 경우 경영권 도전에 대한 최대의 걸림돌이 제거되고 기업인수 및 경영권 경질의 비용은 현저히 줄어들 것임은 분명하다. 이에 따라 이사회제도, 소수주주권 보호, 관계투자와 같은 다른 감시통제장치의 기능이 보완되는 상승효과도 기대할 수 있을 것이다. 또한 지배주주의 지배력의 약화는 계열기업확장의 수단과 인센티브를 줄임으로써 자발적으로 선단식 경영, 문어발식 확장을 피하는 효과를 가져올 것이다.

V. 맺는말

시장중심적 기업지배구조의 경험과 하부구조가 취약하고 계열기업 위주의 기업조직을 가진 우리나라에서 효과적인 지배구조를 구축하기는 매우 어렵다. 이런 지배구조에서 기업경영권의 경합성은 불가결한 요건이며, 기업지배권시장은 강제규정이나 채량권의 사용을 배제한다면 그 요건을 달성하는 가장 직접적

11) 이와 같이 직접적인 상호출자(reciprocal share-holding)는 현재 금지되어 있다. 그러나, 피라미드방식이나 순환적 방식의 계열사 출자의 경우에도 여기서 논의하는 순지분의 산출과 이에 따른 의결권 행사방식은 그대로 적용할 수 있다.

12) 계열기업간의 상호출자지분의 행렬(cross holding matrix)을 S , 단위행렬(identity matrix)을 I , 직접지분을 m 으로 표시하면, 순지분은 $(I-S)^{-1}m$ 으로 정의된다(장대홍, 김경수, 김우택, 박상수(1999) 참조).

이고 효과적인 수단이다. 이 점에서 기업지배권시장은 그 자체로서의 기능 뿐 아니라, 다른 감시통제장치의 효과를 상승시키는 역할을 할 것이다. 따라서 기업지배권시장이 활성화는 필요성의 문제라기 보다는 어떻게 육성하는가의 방법상 문제이다.

현실적으로 기업지배권시장의 성장을 막는 가장 중요한 걸림돌은 그룹계열사를 통한 가공적인 의결권의 행사이다. 계열사 출자지분은 통제권의 확대 이외에는 뚜렷한 경제적 당위성이 없으므로 그 의결권의 제한은 충분한 이론적 근거를 가진다고 볼 수 있다. 구체적인 의결권의 제한방식은 수익청구권과 의결권을 일치시키는 방법, 즉 자연인주주의 직접지분과 계열사 출자지분을 통한 간접지분의 합인 순지분에 해당하는 의결권으로 제한하는 방식을 사용할 수 있다. 이 방법을 사용할 경우 현재와 같은 지배주주의 지배력은 기업지배권시장의 활성화되기에 충분한 수준으로 하락할 것이다. 이와 같은 제도의 효과는 기업지배권시장의 활성화나 다른 감시통제장치의 효과상승에 그치지 않고 비효율적인 그룹계열사 구조를 자발적으로 해체시키는 유인으로 파악될 수 있을 것이다.

이와 같은 의결권 제한이 실제로 계열사 출자지분이 감소와 기업지배권시장의 활성화로 이어지기 위해서는 법적 근거를 마련하고 제도적 하부구조장치를 정비하는 작업이 뒷받침되어야 하며, 이 과정에서 상당한 저항과 비용이 뒤따를 것이다. 그러나 기대되는 기업지배권시장의 활성화와 자본시장규율의 강화에 비하면 충분히 지불할 가치가 있는 비용으로 생각된다.

< 參 考 文 獻 >

- 김경수, 김우택, 박상수, 장대홍(1998), '상호주식 보유와 기업재무정책', 경제학연구, 제46집 제4호, 1998년 12월
- 장대홍, 김경수, 김우택, 박상수(1999), '기업의 지배, 조직 구조 및 가치', 금융학회지, 제4권 제1호, 1999
- 장대홍(1999), '주주중시 경영과 기업지배구조개선', 상장협, 1999년 춘계호, 1999
- 장대홍(1999), '지배체제의 개혁방안', 21세기 한국의 산업과 기업정책, 고려대학교 경제연구소 학술연구보고서, 1996
- 정광선(1999), '기업지배구조와 증권투자기관의 역할', 한국금융학회 추계심포지움 논문
- 정광선(1994) '기업경쟁력과 지배구조', 한국금융연구원, 연구보고서, 1994
- Blass, A. and Y. Yafeh(1998), 'Corporate Governance in an Emerging Market: The Case of Israel', Journal of Applied Corporate Finance, vol.10, No.4, Winter 1998
- Blair, Margaret M.(1995), 'Ownership and Control', The Bookings Institution, Washington, D.C., 1995
- Charkham, Jonathan(1994), 'Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries', Oxford, Clarendon Press
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn(1985), 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', Journal of

- Political Economy, 93, pp.1155~77
- Easterbrook, Frank and Daniel Fischel(1991), 'The Economic Structure of Corporate Law', Cambridge: Harvard University Press
- Hart, Oliver(1989), 'An Economist's Perspective on the Theory of the Firm', Columbia Law Review, 89, pp.1757~73
- Jensen, Michael(1986), 'Agency Costs of Free Cash flow, Corporate Finance and Takeovers', American Economic Review, May 1986, pp.323~29
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny(1999), 'Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform', NBER Working Paper W7428, 1999
- La Porta, R., F. L-d-Silanes and A. Shleifer (1998), 'Corporate Ownership around the world', NBER working paper W6625
- La Porta, R. L., F. Lopze-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny(1996), 'Law and Finance', NBER working paper W5661.
- Khana, T. and K. Palepu(1999), 'The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets', Harvard Business Review, July-August 1999
- Khanna, T., K. Palepu(1999), 'Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance', NBER Working Paper W6955, 1999
- Kroszner, R. S., P. E. Strahan(1999), 'Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability', NBER Working Paper W7319, 1999
- Macey, J. R. and G. P. Miller(1997), 'Universal Banks are not the answer to America's Corporate Governance Problem: A look at Germany, Japan, and the U.S.', Journal of Applied Corporate Finance, vol.9, No.4, Winter 1997
- Monks, Robert A. G., and Nell Minow(1991), 'Power and Accountability', Harper Collins
- Porter, Michael(1992), 'Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System', Harvard Business Review, Sep.-Oct., pp.65~83
- Pound, J.(1995), 'The Promise of the Governed Coporation', Harvard Business Review, March-April 1995
- Roe, Mark(1993), 'Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States', The Yale Law Review, 102, pp.1927~2003
- Roe, Mark(1994), 'Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance', Princeton, NJ: University Press
- Shleifer A., R. W. Vishny(1997), 'A Survey of Corporate Governance', Journal of Finance, 52, pp.737~783
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny(1993), 'Corporation', Quarterly Journal of Economics, CVIII, pp.599~618
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny(1999), 'Corporate Ownership around the World', Journal of Finance, vol.54, No.2, 1999, pp.471~517

오픈 IPO에 대한 研究*

金 範 奭**

<目 次>

- | | |
|---------------|-----------------|
| I. 序 論 | IV. 오픈 IPO 導入方案 |
| II. 發行市場制度 | V. 結 論 |
| III. 오픈 IPO制度 | |

I. 序 論

IMF 이후 정부의 벤처기업 육성정책의 일환으로 코스닥시장이 활성화되고 코스닥시장에 대한 투자열기가 높아지면서 <표 1>에서 나타나듯이 공모주 청약에 대한 관심이 높아지고 있다. 특히, 공모기업이 정보통신산업이나 인터넷, 생명공학 등과 같은 첨단업종에 속하면 공모주 청약경쟁률이 1,000대 1이 넘어가는 경우도 종종 발생하고 있다. 공모주 열기가 뜨거울 만큼 새로이 등록하는 기업의 주가는 며칠씩 상한가를 기록하는 등 신규 상장 또는 등록기업의 주가가 지나치게 높게 상승하는 현상이 나타났다. 신규 공모주의 주가가 상장 후 어느 정도 상승하는 것은 일반적인 현상이나 일부 주식은 지나친 가격상승폭

을 보이면서 공모가 산정에 대한 비판적 시각이 존재하고 있다.

한편, 주식시장이 침체에 빠져있으면 공모가격이 지나치게 낮게 책정되어 발행기업과 주권사회사간에 공모가격에 대해 논란이 발생하기도 하고 공모를 통해 자금을 조달하려는 기업의 수가 감소하여 기업들은 자금조달에 어려움을 겪기도 한다.

발행시장은 기업의 주식이 일반에게 처음 공개되고 공모가, 발행위험부담, 상장 후 주가동향 등에 대해서 발행기업, 주권사회사, 투자자간에 서로 이해관계가 상충되는 경향이 있다.

정부는 공정하고 효율적인 공모제도를 확립하기 위하여 1999년 수요예측제도의 도입, 공모주 청약자격의 제한 등의 노력을 기울이고 있으나 아직 공모가격이 지나치게 높게 또는

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 極東大學校 經營學部 教授

<표 1> 주식공모 현황: 1990~1999

(단위 : 건, 백만원)

연도	기업공개		코스닥공모		기타 공모	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1990	33	315,709	-	-		
1991	21	226,894	-	-	1	280,000
1992	8	81,680	-	-	18	557,021
1993	7	181,245	-	-	32	288,664
1994	25	579,524	-	-	12	289,590
1995	35	531,010	-	-	20	102,478
1996	40	1,391,438	-	-	24	242,868
1997	23	479,299	40	179,372	10	54,027
1998	3	36,782	18	167,644	11	501,555
1999	15	1,720,116	195	4,531,383	26	1,435,556

주 : 주식, 증권거래소, 2000. 6

지나치게 낮게 결정되거나 기관투자자들에 비해 소액투자자들이 상대적으로 소외되는 등 논란이 끊이지 않고 있다.

최근 공모과정에서 소액투자자의 소외문제와 공모가격의 과대 또는 과소문제를 해결할 수 있는 대안으로 오픈 IPO(open IPO)가 등장하였다. 오픈 IPO는 사이버증권거래와 경매 방식을 결합시킨 새로운 공모방식으로 1999년 미국의 함브레히트(W.R. Hambrecht & Co.)사에 의해 도입되었다.

최근 정보통신기술과 인터넷의 발달로 증권의 유통시장에서 뿐만 아니라 발행시장에서도 큰 변화가 일어나고 있는데, 1999년 이후 유통시장에서는 사이버증권거래가 증가세에 있으며 발행시장에서는 인터넷 직접공모(internet IPOs)가 수백건 이상 이루어졌다. 오픈 IPO도 사이버증권거래의 일종으로 사이버증권시대에 기존의 공모방식(오프라인 공모)을 대체 또는 보완할 공모방식으로 관심을 가질 가치가 있

다고 판단된다.¹⁾

본고에서는 발행시장의 의의와 기존 공모방식의 문제점에 대해 살펴보고 오픈 IPO의 의의와 방식 그리고 기대효과에 대해 설명하고자 한다. 또한 미국의 오픈 IPO 사례에 대해서도 살펴보고 국내에서 오픈 IPO의 활용방안에 대해서도 논의하고자 한다.

II. 發行市場制度

1. 意義

발행시장이란 기업이 주식을 발행하여 자금을 조달하는 시장을 말한다. 발행시장은 기업이 발행한 주식이 투자자에게 최초로 공급된다는 점에서 1차 시장(primary market)이라고 한다. 직접금융시장인 발행시장은 은행 대출과 같은 간접금융시장과 더불어 기업의 중요한 자금조달 창구 역할을 하고 있다.²⁾

0) 이정범 & 이주영, “사이버증권거래시장에 관한 연구”, 연구보고서 99-02, 한국증권연구원, 1999. 6

2) 김석진, 김주현, 우영호, 이원흠, 장범식, 차명준, 한국증권시장론, 삼성사, 1998

기업이 발행시장에서 조달하는 자금은 자본금으로서 기업의 재무구조 개선에 기여하고 자금을 장기적으로 사용할 수 있는 장점이 있다. 한편, 간접금융시장에서 조달한 자금은 부채로서 기업의 금융비용을 가중시키며 장기적으로 사용하는데 적합하지 않다.

기업이 주식을 발행하는 경우는 첫째, 주식을 회사를 설립하는 경우, 둘째, 기업을 일반에게 공개하는 경우, 셋째, 유상증자를 하는 경우이다. 이 중에서도 기업을 공개하는 경우 기업의 주식이 일반투자자에게 분산된다는 점에서 많은 관심을 받아왔다.

기업공개는 투자자에게는 시세차익을 얻을 수 있는 기회를 제공하고 기업에게는 대규모 자금조달을 가능하게 하는 순기능을 가지고 있지만, 주식의 배분방법이나 적절한 기업가치의 평가 등에서 문제점을 가지고 있다. 또한 발행위험의 회피, 투자자 유치 등의 이유로 공모가격은 적정가치보다 할인되어 발행되는 것이 관례화되어 있으며 기관투자자가 일반투자자보다 물량배정이나 기업정보의 획득에 있어서 우위를 가지고 있다.

2. 오프라인 公募方法

(1) 공모방법의 종류

공모방식은 크게 공모(public offering)와 사모(private placement)로 분류할 수 있는데 공모란 불특정 다수를 대상으로 주식을 발행하는 것이고 사모란 특정인에게만 주식을 발행

하는 것이다.

공모방식은 또한 발행기업이 발행기관(투자은행)인 주간사회사를 통하여 주식을 발행하는가 여부에 따라 직접발행과 간접발행으로 구별할 수 있다. 직접발행은 발행기업이 주간사회사에게 인수업무를 위탁하지 않고 직접 주식을 모집 또는 매출하는 방법으로 발행에 따른 모든 위험을 발행기업이 부담한다. 간접발행은 주간사 회사가 발행기업으로부터 발행업무를 위탁받아 주식을 모집 또는 매출하는 방법을 말한다.³⁾

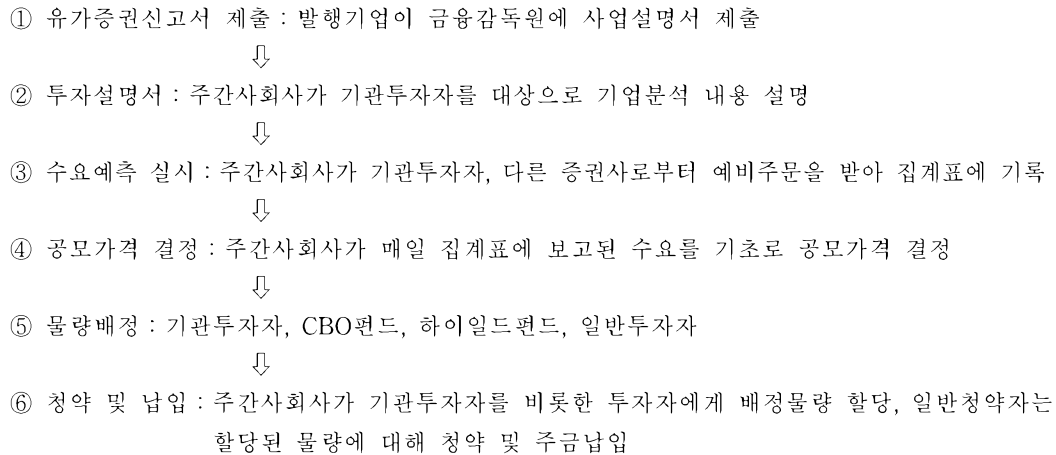
간접발행은 발행위험을 발행기업과 주간사 회사가 어떻게 부담하는가에 따라 위탁모집(best efforts agreement), 잔액인수(standby agreement), 총액인수(firm commitment underwriting agreement)로 구분한다.

위탁모집이란 발행위험을 발행기업이 전적으로 부담하고 주간사회사는 주식의 모집 및 매출과 같은 발행업무만 담당한다. 잔액인수는 일단 주식을 모집 또는 매출한 후 잔여 금액을 주간사회사가 인수하는 방식이다. 총액인수는 주간사회사가 발행기업으로부터 모집 또는 매출할 주식을 전액 인수하여 자기 책임하에 주식을 모집 또는 매출하는 방식으로 주간사 회사가 발행위험을 부담하게 된다.

현재 사용되는 공모방식은 간접발행방식 중 총액인수방식이 주로 사용되기 때문에 투자은행인 주간사 회사의 역할이 크다고 할 수 있다. 반면 온라인 공모방식인 인터넷 공모나 오픈 IPO는 직접발행방식의 일종으로 주간사

3) 공모와 관련된 발행위험이란 총액인수인 경우 발행기관이 인수시점과 재판매시점간에 인수가격과 재판매시점의 가격차이로 인한 손실을 의미하며, 모집추진의 경우는 모집가격과 모집후 주가간의 차이로 인한 기존 주주 및 발행기업의 손실을 의미한다.

<그림 1> 공모주 배정절차



주 : 수요예측에 관한 표준 권고안, 한국증권업협회 2000. 6

회사가 없기 때문에 발행기업이 모든 발행위험을 직접 부담하는 형태이다.

본고에서는 현재 사용되고 있는 공모방식을 오프라인 공모(off-line IPO)라고 하고 인터넷을 통한 공모를 온라인 공모(online IPO)라 하며 특히 본고에서 다루는 인터넷에서 경매방식을 통한 공모방식을 오픈 IPO라고 표현하였다.

(2) 공모절차

기업이 공모를 하기 위해서는 발행업무를 담당할 주간사회사를 선정하고 금융감독원에 유가증권신고서를 제출한다(공모금액이 10억원 이상인 경우). 주간사회사는 투자설명서를 작성하고 기관투자자들을 대상으로 기업설명회를 갖기도 한다.

주간사회사는 공모를 위해 기관투자자들을 대상으로 수요예측을 실시하는데 수요예측에

참여한 기관투자자들은 공모희망가격 범위와 수량을 제시한다. 공모가격은 수요예측 신청수량의 가중평균가격의 일정범위(평균가격 $\pm$ 10%)내에서 결정한다.

배정수량은 신용등급 및 공모가격과 참가가격과의 괴리도에 따라 수량기준으로 차등하여 결정한다.

3. 오프라인 株式公募의 問題點

(1) 적정공모가 산출의 어려움

1999년 5월부터 공모가격을 합리적으로 산정하기 위하여 주가발견 기능이 뛰어난 기관투자자 등의 의견을 바탕으로 시장동향에 따른 공모가격을 결정하는 수요예측제도를 도입하였다. 수요예측제도의 시행초기에는 일반투자자들도 수요예측에 참가할 수 있도록 허용하였으나 증권회사가 이를 상품판매에 이용하

<표 2> 공모가 이하의 종목

1999. 12. 20 현재 (단위 : 원)

종 목	공모가	현재가	비 고
삼립정공	16,000	15,000	거래소
대한유화공업	25,000	24,700	거래소
디씨엠	45,000	28,700	거래소
현대중공업	52,000	45,900	거래소
담배인삼공사	28,000	26,700	거래소
화천기공	13,000	12,000	거래소
한국가스공사	33,000	30,300	거래소
대원제약	16,000	12,500	거래소
미래케이블티비	25,000	19,350	코스닥
대웅화학	27,000	19,500	코스닥
동미산업	10,000	8,000	코스닥
교보증권	9,000	6,700	코스닥

주 : 서울경제 1999. 12. 22

는 등 부작용이 심해 수요예측에서 일반투자자들을 제외하였다.⁴⁾

금융감독원에 의하면 수요예측에 참여하는 기관투자자들이 공모기업의 내용 등을 면밀히 분석한 후 적정한 가격을 제시하여 수요예측에 참여하기 보다는 기관투자자가 제시한 가격과는 무관하게 수요예측 후 결정된 공모가격으로 주식배정을 받는다는 점을 이용하여 공모주식을 배정받을 수 있도록 높은 가격을 제시하는 경향이 나타나 공모가격이 지나치게 높게 책정되는 등 적정한 공모가격 산정에 문제점이 발생하였다.

이러한 문제점을 해결하기 위해 2000년 7월

부터는 수요예측제도를 개선하여 일정가격 범위 내에서 공모가격을 결정하도록 하였으나 이번에는 공모가격이 발행기업이 희망하는 공모가보다 낮게 책정되는 사례가 발생하였다. <표 2>는 공모가격보다 주가가 하락한 사례를 보여 주고 있는데, 공모가격이 기업가치보다 더 높게 책정됨으로써 이들 기업에 투자하였던 일반투자자에게 손해를 끼치는 결과를 초래하였다.

Ibbotson & Sindelar & Ritter(1988), 송인만 & 박철우(1995)에 의하면 회사가 기업공개를 하는 경우 사전에 시장에서 형성된 주가가 없으며 기업을 공개하는 회사와 투자자 사이

4) 금융감독원에서는 주간사회사가 보다 공정하고 합리적으로 수요예측을 실시하여 공모주의 적정가격을 산출할 수 있도록 표준수요예측모델을 제시하였다. 주요 내용으로는 각각의 기관투자자들에게 신용등급을 부여하여 일정등급 이상 기관투자자가 제시한 가격을 중심으로 수요예측가격을 산출하며 등급에 따라 조정수량 가중평균가격을 고려하도록 하였다. 금융감독원 조사연구국, “공모주에 대한 수요예측제도 개선방안,” 금융감독정보, 제99-43호, 1999. 12. 20

에 공모가격에 대한 이해상충문제가 존재하기 때문에 공모가격을 결정하는 것은 매우 어려운 작업이라고 하였다.⁵⁾

(2) 기관투자자의 이해상충문제

발행기업으로부터 인수업무를 위탁받아 주식공모업무를 대행하는 투자은행은 투자은행과 발행기업의 이익간 이해상충문제에 직면한다. 발행기업은 더 많은 자금을 조달하기 위해 가능한 공모가격을 높이려고 하지만 공모가격이 높아질 경우 공모물량이 다 소화되지 않을 확률이 높아진다. 잔액인수나 총액인수의 경우 공모물량이 다 소화되지 않으면 투자은행의 발행위험 부담이 커지게 되기 때문에 투자은행은 공모가격을 가능한 한 낮게 책정하여 공모물량을 다 소화시키려 할 것이다.

따라서 투자은행과 발행기업간에는 공모가격 결정과 발행위험의 전가를 둘러싸고 이해상충문제가 존재하며 투자은행은 투자자들을 유인하기 위하여 적정가격보다 낮게 공모가격을 책정하는 경향이 있다.

수요예측활동에서 투자은행은 발행기업의 대리인으로서 그 역할도 중요하지만 투자는

행 자신의 비용을 최소화하는 경향이 있다.⁶⁾ 공모가격이 적정가격보다 낮게 결정되기 때문에 상장 후 주가가 상승하는 현상은 자주 나타나고 있는데 이러한 저평가(underpricing) 현상은 국내외 많은 연구결과에서 확인되고 있다.⁷⁾

<표 3>은 코스닥시장에 등록된 기업의 공모가 대비 최고가의 상승률을 나타내는데 디지털임팩트, 한아시스템, 채스컴은 공모가보다 1,000% 이상의 상승률을 보이고 있다. 이러한 주가급등 사례는 물론 시장상황에 의해 주가가 대폭 상승하였다고 할 수 있지만 한편으로는 공모가격이 지나치게 낮게 책정되었다고 할 수도 있다. 따라서 공모가격이 지나치게 낮게 결정됨으로써 기업은 더 많은 자금을 조달할 수 있었던 기회를 잃은 것이다.

(3) 일반투자자에게 불리한 공모제도

기존의 오프라인 공모방식에서는 일반투자자가 기관투자자보다 불리한 입장에 서있다. 일반투자자는 수요예측과정에 참여할 수 없을 뿐만 아니라 공모물량의 배정에 있어서도 차별을 받고 있다.

5) Ibbotson, Roger G., Jody L. Sindelar and Jay R. Ritter, "The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offering", Journal of Applied Corporate Finance, 1988, pp. 66~74; 송인만 & 박철우, "신규 공모주의 주가수준과 상대적 가치", 증권학회지 제18집, 한국증권학회, 1995, pp. 371~418

6) Benveniste, Lawrence M. and Parl A. Spindt, "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of Initial Public Offerings," Journal of Financial Economics 24, 1989, pp. 343~362; 최도성 & 홍동현, "최초공모주의 발행가격결정에 관한 연구-투자은행의 정보수집 역할", 1998년 추계학술연구 발표회, 한국재무학회, 1998. 11

7) 신규공모주의 저평가현상은 발행가격이 상장 후 예상주가보다 낮게 결정되기 때문인데 그 원인으로는 정보의 비대칭설, 신호가설 등이 있다. Rock, K., "Why New Issues are Underpriced", Journal of Financial Economics 15, 1986, pp. 187~212; Carter, Richard and Steven Manaster, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", Journal of Finance vol. xiv no.4, Sept. 1990, pp. 1045~1067; 임웅기, "우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구", 증권학회지, 제13집, 한국증권학회, 1991, pp. 103~137; 임웅기 & 이성규, "우리나라 최초공모주의 장기성공에 관한 연구", 증권학회지, 제18집, 한국증권학회, 1995, pp. 333~369

<표 3> 코스닥등록기업의 공모가 최고가 비교

2000. 6. 16 현재 (단위 : 원)

회 사 명	매매개시일	공모가	최고가	공모가 대비 최고가 상승률
해성산업	1999. 4. 16	1,500	9,200	513%
디지털임팩트	1999. 7. 16	1,500	17,350	1,056%
인성정보	1999. 7. 30	9,000	56,700	530%
청람디지털	1999. 8. 13	3,700	17,500	373%
씨엔텔	1999. 11. 11	2,500	10,750	330%
핸디소프트	1999. 11. 23	5,000	136,000	2,620%
현대멀티캡	1999. 11. 23	7,000	58,000	729%
한아시스템	1999. 12. 3	5,500	86,900	1,480%
로커스	1999. 12. 7	33,000	264,000	700%
사이버텍홀딩스	1999. 12. 14	5,100	232,000	4,449%
장미디어인터랙티브	1999. 12. 14	4,000	155,000	3,775%
버추얼텍	2000. 1. 11	6,700	206,000	2,975%
재스컴	2000. 1. 13	3,500	48,400	1,283%
케이엠더블유	2000. 3. 21	11,000	42,300	285%
비테크놀로지	2000. 5. 3	20,000	76,600	283%

주 : 한국증권업협회, 협회등록공모 주관사 업무실적 현황, 2000. 8. 7

기관투자자는 기업정보 뿐만 아니라 공모가 격 결정, 공모물량 배정에서 우위를 가지고 있을 뿐만 아니라 상장초기 공모물량에 대한 독점력을 바탕으로 상장 후 주가급등을 통해서 일반투자자보다 더 많은 시세차익을 얻고 있다.

오픈라인 공모제도에서 일반투자자는 발행 기업에 대한 정보를 얻기 어려울 뿐만 아니라 공모물량 및 공모가격에 결정과정에서 아무런 영향력을 행사하지 못하고 있는 실정이다.

III. 오픈 IPO制度

1. 오픈 IPO의 概要

오픈 IPO는 인터넷을 이용한 최초공모주 발행의 새로운 방식이다. 오픈 IPO는 단순히 인터넷상으로 투자자에게 주식을 매출 또는 모

집하는 것이 아니라 더치 경매방식을 이용하여 공모를 한다는 점에서 혁신적인 공모기법이라고 할 수 있다.

발행시장은 투자은행과 같은 기관투자자들이 일종의 독점력을 가지고 큰 영향력을 행사하는 것이 관례였다. 따라서 발행시장에서 어서는 일반투자자들은 기업과 직접적인 거래가 차단된 상태였다.

오픈 IPO는 인터넷을 통해 공모를 실시하나 가격결정이 경매방식을 통해 결정된다는 점에서 기존의 공모방식과 다르다고 할 수 있다. 오픈 IPO가 공모시장에 중대한 영향을 미칠 것으로 판단되는 이유는 기존의 공모시장에서는 기관투자자가 개인투자자보다 우위적인 입장에 있는 반면, 오픈 IPO는 기관투자자나 개인투자자가 동등한 입장에서 공모에 참여할 수 있다는 것이다. 오픈 IPO방식에서 공모가격은 경매를 통해 결정되기 때문에 시장가격

에 가깝게 결정된다.

한편, 투자자들이 공모주 청약에 참가하는 이유는 공모주가 상장된 후 일반적으로 주가가 크게 상승하여 시세차익을 얻을 수 있기 때문이다. 오픈 IPO방식을 사용하는 경우 공모 후 주가가 단기간에 급등하기 어렵기 때문에 오픈 IPO는 단기시세차익을 노리는 단기투자자보다는 향후 기업가치가 보다 더 높아질 것이라는 기대하에 투자하는 장기투자자에 적합하다고 할 수 있다.

이외에 투자자 입장에서 가능한 한 많은 물량을 배정받기 원하는데 많은 물량을 배정받을수록 시세차익을 통한 이익규모가 증가하기 때문이다. 하지만 기존 공모방식의 경우 청약경쟁률이 높기 때문에 실제로 투자자에 배정되는 물량은 적은 편이다. 오픈 IPO는 기존의 공모방식보다 투자자가 원하는 만큼의 물량을 확보할 수 있는 기회를 얻는다.

투자자 입장에서 볼 때 오픈 IPO는 양면성을 갖는다. 오픈 IPO는 투자자에게 보다 많은 공모물량을 확보할 기회를 제공하지만 경매방식으로 공모가격이 결정되기 때문에 상장 후 주가가 급등하는 것은 기대하기 어렵다. 즉, 투자자가 공모주청약을 통해 얻고자 하는 시세차익은 기존의 공모방식에 비해 낮을 수 있다.

2. 오픈 IPO와 인터넷 公募間의 差異點

인터넷 공모(internet IPOs) 또는 인터넷 직접공모(internet DPOs)는 발행기업이 자사의

홈페이지에 주식공모 공고를 게재하여 일반투자자로 하여금 직접 주식을 청약하게 하는 방법으로 인터넷상에서 공모과정이 진행되는 형태이다. 인터넷 공모에서는 공모가격이 발행기업에 의해 사전에 결정되는 점이 오픈 IPO와 다른 점이다. 인터넷 직접공모(internet IPOs)는 오픈 IPO의 전 단계라고 할 수 있다.

인터넷 공모는 1995년 미국의 스프링 스트리트 브루잉(Spring Street Brewing)사에 의해 처음 시도되었다. 스프링 스트리트 브루잉사는 자사의 홈페이지 게시판에 주식공모 공고를 게재하여 약 3,500명으로부터 약 160만 달러를 조달하였다. 이후 1996년 앤드류 클라인(Andrew Klein)에 의해 설립된 위트 캐피탈(Wit Captial)은 공모주를 매매하는 위트 트레이드(Wit Trade)라는 웹사이트를 개설하여 공모주 매매를 중개하였다. 위트 트레이드에서는 투자은행을 거치지 않기 때문에 공모기업은 자금조달비용을 절약할 수 있고 일반투자자는 공모시장에 직접 참여할 수 있는 기회를 제공하였다.⁸⁾

국내에서 인터넷 직접공모는 1998년 4월 골드뱅크커뮤니케이션즈사에 의해 처음 시도되었는데 이후 벤처기업의 창업이 증가됨에 따라 인터넷 공모건수도 급격히 증가하고 있다. 인터넷 직접공모는 공모금액이 10억원 이하인 경우 유가증권신고서 제출이 면제되기 때문에 공모금액이 소액인 경우 저렴한 비용으로 자금을 조달하는 수단이 된다.⁹⁾

한편 국내의 경우 온라인 증권사에서 공모

8) 이정범, “전자통신기술의 발전과 증권시장의 미래”, 증권, 계간 99호, 한국증권업협회, 1999. 3; 이정범, 이주영, “사이버증권거래시장에 관한 연구”, 연구보고서 pp. 99~02, 한국증권연구원, 1999. 6

9) 골드뱅크커뮤니케이션즈는 1998년 4월 198,000주를 인터넷 홈페이지를 통해 액면가 5,000원에 직접 공모를

주 청약을 인터넷상으로 접수하는 경우가 있다. 하지만 이는 증권회사가 공모주 청약대행을 증권회사의 객장이 아닌 온라인상에서 한다는 점 이외에 기존의 오프라인 공모방식과 크게 틀린 점이 없다.

또한 2000년 1월 도이치은행(Deutsche Bank)이 고객을 대상으로 인터넷을 통한 공모대행을 실시할 예정이라고 발표하였는데, 이는 공모가격이 이미 결정된 상태에서 고객들에게 공모청약을 받고 공모물량을 배분하는 형태이다. 최근에는 일본의 온라인 증권사인 모넥스가 인터넷을 통하여 일반투자자에게 공모주를 매각하기도 하였다.

3. 오픈 IPO를 통한 公募方法

현재 오픈 IPO 서비스를 제공하는 투자은행은 미국의 함브레히트사가 있다. 함브레히트사의 공모방식을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 오픈 IPO를 통해 공모주 청약을 하려면 먼저 함브레히트사에 오픈 IPO 청약을 위한 계좌를 개설하여야 한다. 현재 함브레히트사는 최저 2,000달러 이상을 예치하도록 하고 있다. 계좌를 개설한 후에는 인터넷상에서 공모기업에 대한 투자설명서를 살펴본다.

투자자가 투자설명서를 검토하고 경매에 참가하기로 결정하였으면 오픈 IPO 경매사이트에 접속하여 입찰가와 수량을 입력한다. 함브레히트사는 최저·최대 청약가능수량 범위를 설정해 놓고 있으며 계좌에 청약대금 이상의 잔고를 유지하도록 하고 있다. 경매는 청약주문량이 일정수준에 이르기까지 몇 일 또는 몇 주일 동안 진행된다.

일단 일정수량 이상의 주문이 들어오면 컴퓨터는 공모가격을 결정하게 되는데, 일반 경매에서는 최고가를 부른 사람이 경매물건을 살 권리를 가지지만 오픈 IPO에서는 경매가 비밀리에 진행되며 공모주식이 다 소화되는

<그림 2> 함브레히트사의 오픈 IPO방식을 통한 공모과정

1단계 : 함브레히트사에 계좌개설(최저금액 : 2000불)



2단계 : 함브레히트사 인터넷 웹사이트를 통해 공모주에 대한 경매 실시를 발표, 투자자는 인터넷을 통해 기업설명서를 다운로드 받음



3단계 : 투자자 경매에 참여, 경매가격은 비밀 유지



4단계 : 공모물량이 다 소화될 수 있는 가격으로 단일 공모가격이 정해짐

하였는데, 골드뱅크 회원들은 인터넷 홈페이지를 통해 회원인증을 거친 뒤 청약서를 작성하고 청약증거금은 은행으로 온라인 입금시키도록 하였다. 금융감독원 조사연구국, “사이버증권거래시장의 발달에 따른 감독방안 검토, 금융감독정보, 제99-28호, 1999. 8. 30~9. 4; 금융감독원 조사연구국 “사이버증권거래시장의 발달에 따른 감독방안 검토, 금융감독정보, 제99-29호, 1999. 9. 6~9. 11

가장 낮은 가격으로 낙찰가가 결정되기 때문에 참가하는 투자자들은 같은 가격으로 주식을 매입하게 된다.

일단 경매를 통해 주식을 배정받은 투자자는 거래개시 이후 언제든지 매매를 통해 투자자금을 현금화할 수 있다.

공모가격의 결정과 수량배분 과정의 예를 다음과 같이 설명할 수 있다. 총공모주식수는 200,000주이고 오픈 IPO의 입찰상황이 다음과 같다고 하자. 공모주식 200,000주를 다 소화시킬 수 있는 입찰가는 10,000원이므로 낙찰가는 10,000원으로 정해진다. 이때 12,000원이나 11,000원에 입찰가를 제시한 투자자도 낙찰자인 주당 10,000원에 주식을 매입한다. 따라서 투자자들은 동일한 가격에 주식을 매입하게 된다. 한편, 공모기업은 200,000주를 10,000원에 매각함으로써 총 20억원을 조달할 수 있다.

(예)

입찰정보		
입찰주식주	누적주식수	입찰가
50,000주	50,000주	12,000원
70,000주	120,000주	11,000원
80,000주	200,000주	10,000원
90,000주	290,000주	9,000원
100,000주	390,000주	8,000원

총공모주식수 : 200,000주

4. 오픈 IPO의 期待效果

(1) 투자자 측면

첫째, 인터넷 사용이 가능하다면 시간, 지역 등에 구애받지 않고 모든 투자자가 공모에 참가할 수 있는 장점이 있다. 즉, 오픈 IPO는 공

모주 수요기반을 확대시키는 효과를 가지고 있다.

둘째, 기관투자자나 일반투자자나 공모과정에서 동등한 입장에서 참여할 수 있다. 오픈 IPO 방식에서는 기관투자자나 일반투자자 모두 경매방식을 통해 동등한 입장에서 공모에 참여할 수 있으며 공모수량 배정에서도 개인투자자나 기관투자자가 동등한 위치를 가진다. 기존의 공모방식은 기관투자자에게 더 많은 물량을 배정하거나 또는 기관투자자에게만 수요예측에 참여할 기회를 부여하는 등 개인투자자보다는 기관투자자에게 유리하도록 되어 있다. 하지만 오픈 IPO방식을 이용하면 기관투자자에게 더 많은 물량이 배정되는 관행을 제거되고 개인투자자나 기관투자자 모두 물량배정에 있어서 동등한 위치에 서게 된다.

셋째, 오픈 IPO방식에서는 투자자가 원하는 가격에 원하는 물량만큼만 신청할 수 있다. 기존의 공모방식에서는 투자자가 실제로 배정받을 수 있는 물량을 모르는 채 공모에 참여하고 경쟁률이 높은 경우 매우 적은 물량만 배정을 받는다. 또한 투자자가 공모가보다 더 높은 가격에 공모주를 매입할 의사가 있더라도 공모주를 배정받지 못한다.

하지만 오픈 IPO방식에서는 투자자가 더 높은 가격을 지불할 의사가 있으며 경매가를 높이거나 더 많은 물량을 배정받고자 하면 더 많은 물량을 신청하면 된다.

넷째, 오픈 IPO방식에서는 모든 투자자가 공모주식에 대해 동일한 가격을 지불한다. 기존의 공모방식은 기관투자자만 참여한 가운데 수요예측이 시행되고 수요예측 결과에 따라 공모가격이 결정되기 때문에 종종 최종공모가

격에 대해 논란이 벌어지는 경향이 있다.

하지만 오픈 IPO방식에서는 경매를 통해 투자자 자신의 판단하에 공모가격을 제시하고 제시한 가격 이상 지불하지 않기 때문에 최종 공모가격에 대해 논란이 발생할 확률이 적다.

(2) 발행기업 측면

첫째, 오픈 IPO는 기존의 공모방식보다 발행조달 비용면에서 유리하다. 기존의 공모방식은 주간사회사 선정, 수요예측 등과 같은 절차로 인해 발행비용이 높은 편이나 오픈 IPO는 인터넷상에서 경매과정을 통해 공모가 이루어지므로 수수료가 낮은 편이다.

둘째, 오픈 IPO방식은 수요와 공급의 원칙에 의해 가격과 주식의 발행규모가 결정된다. 기존의 공모방식의 경우 주간사회사가 발행위험과 수익성을 고려하기 때문에 공모가격이나 공모물량의 결정에 있어서 발행회사의 이익보다는 주간회사의 이익을 고려하는 경향이 있어 주간사회사와 발행회사간에 이해상충문제가 발생할 소지가 크다. 하지만 오픈 IPO에서는 이러한 이해상충문제가 발생할 소지가 없다.

셋째, 오픈 IPO방식을 사용하는 경우 발행기업은 더 높은 공모가로 공모를 할 수 있기 때문에 조달자금 규모가 늘어난다. 기존의 공모방식에서는 주간사회사가 공모에 따른 발행위험을 낮추기 위하여 적정가치보다 할인된 가격으로 공모가격을 결정하는 것이 관례이다.

하지만 오픈 IPO방식의 경우 공모가격을 할인할 필요가 없기 때문에 공모주의 할인발행현상을 제거할 수 있으며 발행기업은 더 많은 자금을 조달할 수 있다.

5. 오픈 IPO의 問題點

첫째, 오픈 IPO는 발행기업의 사업내용 및 전망, 기업가치 등에 대해 투자자가 스스로 판단해야 하는 단점이 있다. 기존의 공모방식의 경우 일반적으로 기업분석 능력이나 기업정보에 대해 일반투자자보다 뛰어난 기관투자자들로부터 기업가치에 대한 정보를 얻을 수 있다. 하지만 오픈 IPO방식에서는 기업의 내재가치보다는 수요와 공급에 의해 공모가격이 결정될 우려가 있다.

둘째, 오픈 IPO는 기존의 공모방식과 달리 기관투자자에 일정물량을 배당해 주지 않기 때문에 기관투자자가 오픈 IPO에 참여할 인센티브가 없다. 따라서 공모규모가 큰 경우 발행기업이 원하는 만큼의 공모물량이 완전히 소화되지 않을 수도 있다.

셋째, 공모주의 상승효과가 없기 때문에 투자자에 대한 유인책이 부족하다. 일반적으로 공모주에 대한 투자는 공모주 상장 후 주가상승으로 인한 시세차익을 얻고자 하는데 있다. 하지만 오픈 IPO방식은 상장 후 주가상승 가능성이 낮기 때문에 투자자들이 공모에 참가할 동기를 잃을 수 있다. 또한 일반투자자는 기관투자자들보다 단기투자를 하는 경향이 높기 때문에 공모 후 일반투자자들이 빠른 기간 내에 시세차익을 얻으려고 할 경우 주가가 불안정하게 될 우려가 있다.

6. 美國의 오픈 IPO 事例

오픈 IPO는 함브레히트사에 의해 처음 시도

되었는데 햄브레히트사는 빌 햄브레히트라는 사람이 1998년 1월 창업한 회사이다. 빌 햄브레히트는 원래 실리콘밸리 지역에서 주로 첨단기업들의 기업공개를 주관하는 햄브레히트 & 퀴스트(Hambrecht & Quist)사라는 투자은행에서 동업자로 일하고 있었다.

빌 햄브레히트는 골드만 삭스(Goldman Sachs)와 보스턴 비어(Boston's Beer)라는 회사의 기업공개를 주관하게 되었는데, 보스턴 비어사의 사장은 공모주식의 일부 물량을 자사의 고객이 매입할 수 있기를 원하였다. 그리하여 보스턴 비어사는 자사제품에 자사주식 매입광고를 부착하였는데 기대 이상으로 많은 공모자금을 끌어들이 수 있었다.

빌 햄브레히트는 보스턴 비어사의 공모를 통해 투자은행을 통하지 않고 직접 투자고객을 대상으로 공모를 하여도 공모를 성공적으로 해낼 수 있다는 가능성을 깨닫고 인터넷상에서 경매방식을 이용하여 투자자에게 공모주식을 직접 매각하는 오픈 IPO 서비스를 제공하는 햄브레히트사를 설립하였다.¹⁰⁾

햄브레히트사의 오픈 IPO방식을 통해 공모한 기업들은 공모규모가 소규모인 경우에 한정되는 경향이 있는데, 공모물량이 대규모인 경우 공모기업들은 공모위험을 우려하여 투자은행을 통한 공모방식을 선호하는 것으로 생각된다.

<표 4>에서 보듯이 2000년 7월 현재까지 오픈 IPO방식을 통해 공모한 기업은 모두 4개 회사이다. 1999년 4월 레이븐우드 와이너

(Ravenwood Winery)사는 오픈 IPO방식을 통해 약 12백만달러 규모의 자금을 조달하였다. 공모가격은 10달러이었고 발행주식수는 백만주이었다. 레이븐우드사의 경우 거래개시일 시가가 11.13달러에서 시작하여 증가는 10.88달러로 0.25달러로 하락하였으나 공모가 10달러보다는 높은 수준을 유지하였다.

1999년 6월 22일 공모한 살론닷컴(Salon.com)사의 경우 공모가 10.50달러에 2백만주를 발행하였다. 살론닷컴사의 경우 거래개시일 시가가 9.88달러이었고 증가는 10달러로 마감하여 주가가 공모가격 이하로 하락하였다.

1999년 12월 8일 공모한 앤도버네트(Andover.Net)사는 공모가 18달러에 4백만주를 공모하였다. 앤도버네트사의 경우 거래개시일 시가가 47.5달러로 출발하여 증가는 63.38달러로 끝나 주가가 공모가보다 45.38달러 높게 형성되었다. 오픈 IPO의 경우 거래개시일에 주가가 이렇게 상승한 것은 예상되지 못한 일이라고 할 수 있다.

<표 4> 오픈 IPO 사례

회사명	일자	공모금액	공모가
Ravenwood	1999.4.9	\$10,500,000	\$10
Salon.com	1999.6.22	\$26,300,000	\$10.5
Andover	1999.12.8	\$72,800,000	\$18
Nogatech	2000.5.17	\$42,000,000	\$12

주 : www.openipo.com/offerings

10) Hoje Jo, "Cyber Financial Intermediaries: The Impact of the Internet on the Venture Capital and Investment Banking", 2000 KAFA/Korea Institute of Finance Joint Symposium on Bank Restructuring and Cyber Banking, 2000. 6

IV. 오픈 IPO의 導入方案

첫째, 오픈 IPO는 미국의 함브레히트사의 공모 사례처럼 소액공모에 사용될 수 있다. 국내에서 오픈 IPO방식을 이용하여 주식을 공모하는데 기술적인 장애는 없는 것으로 판단된다. 다만, 주간사회사없이 인터넷상으로 이루어지는 인터넷 공모가 투자자 보호면에서 여러 문제점을 나타내는 것을 미루어 볼 때 오픈 IPO에서도 오프라인 공모의 경우와 같이 공모를 주선할 발행기관(투자은행)이 필요하다고 하겠다.¹¹⁾

주간사 회사의 자격을 엄격히 제한할 필요는 없으나 기존의 증권회사가 오프라인 주식공모와 오픈 IPO를 병행하도록 하는 방안도 바람직하다고 할 수 있다. 미국의 함브레히트도 오픈 IPO와 오프라인 주식공모를 병행하고 있다.

주간사 회사를 의무적으로 선정하도록 하는 것은 투자자 보호를 위해서 필수적이라고 할 수 있는데, 투자자에게 기업정보의 전달이나 분석에 있어서 주간사 회사가 일반투자자보다 우위에 있기 때문에 주간사 회사가 단순히 웹사이트를 개설하여 놓고 경매의 장소만 제공하는 역할에 한정하기 보다는 투자자에게 기업분석 정보를 제공해야 한다고 생각된다.

따라서 오픈 IPO가 도입되어도 발행기관(투자은행)의 역할은 축소되는 것이 아니며 투자

판단에 따라서 오프라인 공모방식과 온라인 공모방식을 선택 또는 병행할 수 있는 것이다.

둘째, 유상증자시 오픈 IPO방식을 사용할 수도 있다. 국내의 경우 주주우선공모방식이 주로 사용되는데, 주주에게 우선 신주인수권을 배정한 후 청약미달분은 일반공모를 통해 신주를 발행하는 방법이다. 이 경우 청약미달분에 대해 오픈 IPO를 통해 일반투자자에게 주식을 매각할 수 있다. 또한 불특정 다수를 대상으로 하는 일반공모의 경우도 오픈 IPO방식을 사용하면 공모에 따른 복잡한 공모과정을 피하면서 일반투자자를 대상으로 직접 주식을 모집할 수 있다.

유상증자시 주가희석효과를 최소화하고 기존 주주의 이익을 보호하기 위하여 할인율에 대한 규정이 있는데, 이 경우 할인율을 적용하였을 때의 주가를 최저 입찰가로 정하고 입찰가격을 최저 가격이상으로 제시하도록 하된다.

또한 규정 개정이 필요하겠지만 실권주의 경우에도 오픈 IPO방식을 적용하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

V. 結 論

인터넷의 등장은 증권시장에 불과 몇 년 전에는 상상하기조차 어려웠던 변화를 초래하고 있다. 정보통신기술의 발달과 인터넷의 대중화는 증권산업에서 정보흐름의 양과 속도를

11) 금융감독원에 의하면 일부 기업들이 관련 법규를 모르고 금감위에 사전등록을 하지 않거나 유가증권신고서를 제출하지 않는 사례가 발생하고 있으며, 일부 기업들은 인터넷 공모시 투자판단에 중요한 정보를 제공하지 않거나 기업내용을 과장하는 사례도 있다. 금융감독원 조사연구국, "인터넷 공모확산에 따른 대책," 금융감독정보, 제99-32호, 1999. 10. 4~10. 9

크게 발전시켜 사이버증권거래의 급속한 성장을 초래하고 있으며, 이러한 변화는 증권거래에 있어서의 변화 뿐만 아니라 더 나아가 증권시장 및 증권산업구조를 크게 변화시키고 있다.¹²⁾

사이버증권거래가 활성화됨에 따라 발행시장에서 나타난 현상 중 하나는 기업이 인터넷을 통하여 일반투자자에게 주식을 직접 매각하는 것이다. 1999년 이후 모집규모가 소액이지만 인터넷 주식공모건수가 계속 증가하고 있다. 미국의 경우 위트 캐피탈(Wit Capital) 회사는 인터넷을 통하여 공모주식을 매각하는 영업을 하고 있다.

오픈 IPO는 더치 경매방식을 통하여 주식을 공모하는 방법으로 인터넷 공모나 인터넷을 통한 공모주식의 매각형태보다 더 발전한 형태라고 할 수 있다. 기존 공모방식이 기관투자자에게 공모과정에서 독점적 지위를 부여하는데 반해, 오픈 IPO방식은 일반투자자도 기관투자자와 동일한 입장에서 공모과정에 참여할 수 있다는 점이 가장 큰 특징이다.

또한 더치 경매방식을 통해 공모가격이 결정되기 때문에 기존의 공모방식에서 나타나는 공모가 산정에 대한 논란을 제거할 수 있다. 이외에도 발행기업은 기존의 공모방식을 사용할 때 보다 더 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있을 뿐만 아니라 더 많은 자금을 조달할 수 있다.

하지만 오픈 IPO의 경우 기관투자자들은 인수업무를 통해 얻는 수수료 뿐만 아니라 기존에 기관투자자들이 누리왔던 공모주의 상장에 따른 막대한 시세차익을 얻을 수 없게 된다.

오픈 IPO가 활성화되기 위해서는 오픈 IPO에 참여하는 일반투자자에게 보호장치가 마련되어야 한다. 이를 위해 일반투자자에게 공모기업에 대한 정보가 정확하고 신속하게 전달될 필요가 있는데 만약, 오픈 IPO에 참여하는 일반투자자에게 정보의 전달이 원활하지 않으면 오픈 IPO는 투기장화될 우려가 있다.

기존의 공모방식의 경우 발행규모가 일정 금액 이상이 되어야 하고 공모에 따른 절차기간이 다소 오랜 시일을 필요로 하며 수수료 등 비용 면에서 발행기업에 부담이 큰 편이다. 오픈 IPO는 발행규모가 반드시 거액일 필요가 없고 또한 공모과정도 오래 시일을 필요로 하지 않으며 비용 면에서도 저렴하기 때문에 기존의 공모방식과 비교하여 나름대로 경쟁력을 가지고 있다고 판단된다.

이외에도 오픈 IPO는 공모주의 상장초기 주가급등 현상이 기대되기 어렵고 또한 주가변동성이 낮을 것으로 예상되기 때문에 장기투자자를 목적으로 하는 투자자에게 적합한 공모방식이라고도 할 수 있다.

12) 강석훈, “온라인 증권거래의 현황과 전망”, 『증권』 제간 제103호, 한국증권업협회, 2000. 3, pp. 82~117; 김법석, “사이버주식거래와 증권시장 미래”, 한경Business, 한경비즈니스, 2000. 8. 1

監査人 交替가 經營者の 利益調整 行爲에 미치는 影響*

孫 晟 奎**

<目 次>

- | | |
|----------------------------|-----------------|
| I. 序 論 | IV. 標 本 |
| II. 背 景 | V. 實證分析 結果 |
| III. 變數의 定義, 假說 設定 및 研究方法論 | VI. 結論과 研究의 限界點 |

I. 序 論

1997년 말부터 경제 상황이 악화되면서 공정한 회계정보와 공정한 회계감사에 대한 관심이 매우 높아졌다. 특히 IMF 사태로 인하여 외국 투자자본의 유입이 필수적인 현 시점에서 외국의 투자자 및 투자기관이 국내 기업에 투자할 때 가장 관심을 갖고 주목하는 것이 피투자 기업의 자산 상태와 재무적 건전성이며 이를 판단하기 위해서는 공정한 회계정보가 필수적이다. 그러나 회계정보의 작성자는 재무제표를 작성하는 기업이며 이 정보는 왜곡될 위험이 항상 존재한다.

전통적으로 우리나라의 회계감사인은 기업의 소유주, 경영진과의 혈연, 지연, 학연에 의해서 결정되었다. 따라서 어떠한 감사인이 선임되는지는 매우 중요한 의사결정이다. 피감사법인에 대해서 공정한 감사의견을 표명할 감사인의 선임은 곧바로 투명한 회계정보와 연관된다. IMF도 이와 같은 회계감사시장의 문제점을 파악하여 우리 경제에서 개선이 필요한 여러 경제 분야에 회계감사시장도 포함하였다. 외국의 회계법인의 경우는 피감사기업의 눈치를 살피지 않고 공정하고 독립적인 감사를 수행하고 있으나 우리나라의 실정은 그렇지 못하다.

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 延世大學校 商經大學 經營學科 副教授

본 연구에 사용된 KIS-LINE의 감사인 표본을 제공하여 준 숙명여자대학교의 박종성 교수에게 감사의 뜻을 전합니다.

손성규(1998)는 감사인이 교체될 경우에 의견구매가 더 활발히 수행됨을 감사의견예측모형을 통하여 보였다. 의견구매가 활발히 수행됨은 피감사인의 입장에서 정보를 왜곡하고도 적정의견을 받을 가능성이 있음을 의미한다. 따라서 피감사기업이 감사인을 교체하는 시점에 정보를 왜곡할 이유가 존재한다면 이 시점은 특히 정보를 왜곡하고도 적정의견을 받을 수 있는 시점이라는 판단을 할 수 있다. 물론 계속감사인이 수년간 계속 감사 후에 비적정의견을 발표하는 것도 용이하지 않다. 이는 피감사기업과 감사인간에 유대관계가 형성되기 때문이다. 그러나 감사인이 교체되고 감사를 수행하는 시점에는 기업의 내부통제제도에 대한 파악 등에 초기의 비용이 많이 소비되기 때문에 감사인의 입장에서 이에 투입된 비용을 최소한 수년 동안의 감사기간에 걸쳐서 회수하려는 당연한 유인을 갖을 것이다. 따라서 감사인이 교체된 연도에는 비적정의견을 발표할 가능성이 낮아지며 이는 감사인 독립성의 약화를 의미한다. 이 점이 이효익(1990)과 손성규(1998)에서 공통적으로 보인 결과이다. 이효익은 이 가설을 의견이 변경되는 빈도수를 이용하여 보였으며 손성규는 감사의견예측모형을 사용하였다. 즉, 이 모형으로부터 회계정보가 받아야 할 의견을 예측하고 실제로 이 회계정보가 받은 의견이 의견구매의 결과 적정의견의 방향으로 조정됨을 보였다.

회계정보의 이익 조정과 관련된 연구는 여러 가지 측면에서 접근되었다. 회계이익을 조정하는 여러 가지 수단이 존재하는데 이에는

감가상각과 원가흐름의 가정을 포함한 회계방법의 변경, 이연자산과 무형자산의 상각 연도의 변경 등이 있다.¹⁾ 그러나 이와 같은 방법의 이익의 조정은 감사보고서에 이익의 조정이 나타나는 단점이 있다. 경영자가 이익을 조정할 경우는 투자자들에게 이익을 조정하였다는 사실이 감지되지 않고 이익을 조정하려고 할 것이다. 감가상각에 있어서의 내용연수, 잔존가치 등의 추정치의 변경 등도 이익 조정의 수단이 될 수 있다. 개정된 기업회계기준에서는 회계방법의 변경은 소급법으로 그 영향을 이익잉여금처분계산서에 보고하여야 한다.

이익 조정이 투자자에게 감지되지 않고 조정될 수 있는 수단으로는 발생액의(accrual)조정이 있다. 즉, 수익과 비용의 인식 시점의 조정을 의미한다. 특히 회계기말 시점에 다음기에 인식할 수익을 당겨서 인식한다든지 이번기에 인식할 수익의 인식을 연기함에 의해서 발생액에 의한 이익이 조정될 수 있다. 비용에 대해서도 동일하게 이러한 시점을 조정할 수 있다.

반면에 발생액의 조정으로 인한 이익의 조정은 발생액의 성격상 반드시 역전되게(reverse)된다. 즉, 수익이 당겨서 인식되면 다음기의(또는 미래 시점의) 수익은 반드시 낮게 계상될 것이며 비용에도 동일한 현상이 발생할 것이다. 따라서 기업이 이익을 조정할 유인은 여러 가지로 존재하지만 이와 같은 이익의 조정이 항상 수행될 수 있는 것은 아니다. 이와 같이 기업은 이익을 조정할 이유가 있는 연도에 특별하게 이익을 조정할 것이다. 이익의

0) 개정된 기업회계기준에는 이연자산은 무형자산으로 통합되었으나 연구 대상 기간일 경우에는 이연자산이 별도로 분류되었으므로 이를 사용한다.

조정과 관련되어 어떠한 경제적 상황에서 이익을 조정하는지가 미국과 국내에서 많은 연구의 대상이었다.

본 연구는 감사인이 교체된 기업에 있어서 교체된 연도에 이익이 조정되는지를 검토한다. 이는 교체된 연도의 감사인의 독립성이 약화되어 이 연도의 회계정보가 회계정보의 조정 대상이 됨을 가정한다. 물론, 이 연도에 이익을 조정할 동기부여가 없을 수도 있다. 그러나 이러한 이익조정이 존재하는지를 감사인이 교체된 기업과 교체되지 않은 기업간에 상대적으로 비교하여 어느 기업군에 이러한 현상이 나타나는지를 검토한다.

물론 왜곡할 회계정보가 존재하지 않고 재무제표가 기업회계기준에 맞추어 작성되었다면 당연히 적정의견을 받을 것이다. 그러나 기업은 상황에 따라 빈번히 이익을 조정할 유인을 갖는다. 따라서 평균적으로, 감사인이 교체되는 시점에서 이익이 조정된다고 가정한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에는 연구의 배경이, III장에는 변수의 정의, 가설 설정 및 연구방법론이 기술된다. IV장에는 표본이 설명되며 V장에는 실증분석 결과가 기술된다. VI장에는 결론과 연구의 한계점 및 앞으로의 연구 발전 방안이 제시된다.

II. 背 景

박한순(1996)은 감사인 지정이 감사인 지정 기업의 이익조정에 미치는 영향을 연구하였다. 최초로 감사인이 지정된 기업 중 감사인 지정 후에 GAAP에서 허용되지 않는 회계방법이나 비보수적인 회계방법에 의한 재량적

발생액을 이용하여 이익을 조정하는 것이 제한되어, 지정연도에 발생액이 감소하고 비기대 발생액이 음의 값을 갖는지를 측정하였다. 비기대 유동발생액과 비기대 음의 비유동발생액의 통계적 유의성은 발견할 수 없었지만 감사인 지정의 영향을 받을 것으로 예상되는 발생항목 분석에서는 일부 변수에서 비기대값이 예측하는 방향으로 유의하게 나타났다. 이는 감사인 지정에 대한 효과가 있어 감사인의 독립성이 유지되었고 따라서 적절하지 않은 피감사인의 회계정보의 조작을 사전적으로 방지하는 효과가 있다고 해석하였다. 실제로 감사인 지정은 감사인 지정사유가 회사의 사업년도 개시일로부터 4월 이내에 발생한 경우에는 당해 사업년도의 감사인을 지정하며 4월을 경과한 후에 발생한 경우에는 다음 사업년도의 감사인을 지정하므로 감사인이 지정됨을 알고 재무제표를 보고하는 회계담당자에 충분한 시간적인 여유가 있어서 보고하는 회계정보에 영향을 미친다.

이러한 현상이 발생할 수 있는 이유로 박한순은 지정감사인은 강제적으로 감사계약이 체결된 것이므로 혈연, 학연, 지연 등에 의해서 감사계약이 체결된 자유수임 감사인보다 낮은 감사위험을 부담하고자 할 것이라고 기술하였다. 이러한 감사인의 감사에 임하는 자세를 미리 감지한 피감사기업이 자발적으로 공정한 회계정보를 보고하는 것으로 위의 실증분석 결과를 이해할 수 있다.

최관과 김문철(1997)은 신규 상장기업의 경영자가 회계수치를 조정하여 주식의 발행가격을 높이려는 강한 유인을 갖을 것이라고 가설을 설정하고 이를 검증하였다. 이는 공모주식

의 결정가액이 발행가격 결정공식에 따라 회계수치인 주당경상이익과 주당순자산을 이용하여 결정되기 때문이다. 그들의 연구 결과에 의하면 신규 상장기업은 상장전 기간에는 이익 조정을 하지 않고 상장년도와 상장 직후 연도에 이익을 증가시키는 것으로 나타났다.

미국에서의 이익의 조정은 Healy(1985)의 연구부터 시작되었다. Healy는 경영자가 자신의 금전적인 보상을 극대화시키기 위해서 각자의 보상 계획에 따라 회계이익을 조정함을 보였다. Liberty와 Zimmerman(1986)은 노동조합이 임금 재협상 등의 재계약 시점에 임금의 결정 요인으로 인용하는 대상 변수로 가장 빈번하게 사용되는 것이 영업의 결과이므로 이러한 시점에 있어서 경영자가 이익을 하향 조정한다는 가설을 검증하였다. DeAngelo(1988)는 주주총회에서 경영권 쟁탈전(proxy contest)이 진행될 경우, 경영권을 탈취하려는 진영에게 경영이 잘못되는 원인으로 가장 빈번하게 인용하는 것이 영업의 결과이므로 이러한 시점에서 경영자가 이익을 상향조정하는지를 가설 검증하였다.

Jones(1991)는 수입관세의 증가 등으로 인하여 혜택을 받는 기업이 미국의 외교통상부(ITC, International Trade Commission, 우리나라의 산업자원부에 해당)에 의해서 수입을 완화시키는 정책에 대한 조세감면을 받을 경우에 발생액을 사용하여 이익을 조정하는지를 연구하였다. 이 연구가 최근에 수행되는 발생액을 이용한 많은 연구의 방법론의 기초가 된다.

미국과 국내의 연구에서 이익 조정과 관련되어 많은 연구가 수행되었으므로 위의 연구

이외의 모든 연구들을 나열함은 큰 의미가 없으며 본 연구와 연관된 연구로 대표적인 연구만을 기술하였다. 기존의 연구에서 사용된 방법론으로 본 연구에 직접적으로 사용된 부분은 다음 장에 기술한다.

Ⅲ. 變數의 定義, 假說 設定 및 研究方法論

박한순(1996)의 연구에서 감사인이 지정된다면 감사인이 정당한 주의를 더욱 기울여 감사가 진행될 것임을 피감사기업이 알고 자유수입제도의 기업에 비해서는 회계정보를 더욱 공정하게 발표한다는 접근방법과 본 연구는 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 따라서 박한순의 연구에서 감사인이 지정되어 공정한 감사가 진행될 것이므로 회계정보가 왜곡되지 않을 것이라는 점이나 본 연구에서 감사인이 교체되었기 때문에 의견구매의 가능성이 높으므로 회계정보가 왜곡될 수 있다고 함은 유사한 논리의 전개이다.

회계정보의 조정이라는 측면에서의 감사인 교체 여부와 관련된 회계정보의 차이가, 즉 회계정보의 조정의 정도가 감사인 지정제와 자유수입제도 하에서와 같이 명확한 차이를 보일 것인지는 실증적인 의문사항(empirical question)이다.

가설 : 피감사기업은 자발적으로 감사인을 교체하는 연도에 회계이익을 조정한다.

그러나 이 연구가설은 감사인이 자발적으로 교체된 기업에서 이익을 조정하려는 절대적인 유인이 존재함을 가설 검증하는 것이 아니고

감사인을 교체한 기업과 교체하지 않은 기업 간의 상대적인 비교이다. 즉, 감사인이 교체되지 않은 기업이 감사인이 교체된 기업에 대해서 통제기업군으로 사용된다.

감사인을 교체하는 이유에는 여러 가지가 있을 수 있다. 그 중 하나가 본 연구에서 검증하려는 의견구매이며 이러한 시점에는 적절치 않은, 조정된 회계정보가 발표될 가능성이 높다. 감사인이 교체되는 경우는 또한 감사인이 지정되는 경우가 존재하는데 이 경우는 의견구매의 가능성이 매우 낮기 때문에 표본에서 제외한다. 조정된 회계정보를 판단하는 수단으로 발생액이 사용된다. 이익의 조정은 상/하향 조정이 있을 수 있으며 이 두 방향의 이익조정이 모두 연구 대상이다.

발생액을 이익 조정과 연관지을 때, 가장 심각한 측정상의 문제점으로 나타나는 것이 발생액 중에서 비재량적 즉 회계순환과정에 의해서 자연발생하는 발생액(non-discretionary accrual)과 재량적 발생액(discretionary accrual)을 구분하는 것이다. 초기의 발생액과 관련된 연구에서는 비재량적 발생액은 평균적으로 방향성을 띠지 않는다고 가정하고 모든 발생액(total accrual)을 재량적 발생액(discretionary accrual)으로 간주하였다(Healy(1985)).

그러나 이와 같은 가정이 비현실적이기 때문에 총 발생액으로부터 기대되는 비재량적 발생액을 차감하여 재량적 발생액을 구하는 과정이 여러 방법론을 사용하여 시도되었다. 최근에 널리 사용되는 방법은 Jones(1991)가 사용한 방법으로 국내의 연구에서도 이 방법론을 최관, 김문철(1997) 등이 사용하였다. 이 방법론은 과거의 자료를 이용하여 회귀분석을

수행하고 이 결과에 근거하여 예상되는 발생액을 구하며 이와 같이 예상되는 발생액에서 실제 발생액을 차감하여 이를 재량적 발생액으로 사용하는 방법이다.

과거의 자료를 이용하여 재량적 발생액을 추정함에 있어서는 두 가지 방법이 있다. 첫 번째는 각 개별 기업의 횡단면적 차이를 인정하고 각 개별 기업에 대해서 시계열 분석을 수행하는 방법이고 두 번째는 이렇게 예상하는 회귀계수가 시계열적으로 차이가 있을 것이므로 시계열적 차이를 인정하고 산업/연도별로 재량적 발생액을 구하여 검증기간에 사용하는 방법이다. 즉, 한 회계년도 동안의 자료를 사용함으로써 시계열적인 차이를 구분하는 방법이다. 단, 기업/연도로는 한 표본밖에 사용할 수 없어 기업/연도 표본의 발생액의 추세를 추정할 수 없으므로 산업/연도의 표본으로 발생액을 추정한다. 이러한 접근방법은 동일 산업내에는 발생액과 발생액을 추정하는 설명변수간에는 일정한 관계가 존재함을 가정한다. 이러한 가정은 각 산업내에는 영업과 관련된 일관성이 있어서 가능하며 이러한 가정이 합리적인지는 이 산업/연도별 회귀식의 설명력과 회귀계수가 예상되는 부호와 크기를 보이는지를 검토하여 판단할 수 있다.

본 연구는 Jones가 사용한 방법론을 시계열과 횡단면으로 적용하여 다음의 회귀식으로 비재량적 발생액을 추정한다. 다음의 회귀식이 각 기업별 시계열 분석일 경우와 산업/연도별 횡단면적 분석일 경우에 따라 회귀계수의 밀침자가 달라진다. 즉, 각 개별 기업별 분석일 경우는 회귀계수의 밀침자가 기업이 되어야 하며 산업/연도별 분석일 경우는 회귀계수의

밀첨자가 산업/연도가 되어야 한다. 이 두 첨자를 구분하여 식을 모두 나타낼 수 없으므로 아래의 회귀식에서는 밀첨자를 생략한다.²⁾

$$TA_{jt}/A_{j(t-1)} = a [1/A_{j(t-1)}] + b1[\Delta REV_{jt}/A_{j(t-1)}] + b2[PPE_{jt}/A_{j(t-1)}] + \epsilon_{jt} \dots\dots (1)$$

TA_{jt} : 기업 j, t연도의 총 발생액
 = 당기순이익 - 영업활동으로부터의 현금흐름
 ΔREV_{jt} : 기업 j의 (t-1)연도로부터 t연도로의 매출액 변화
 PPE_{jt} : 기업 j, t연도의 설비자산³⁾
 A_{j(t-1)} : 기업 j, (t-1)연도의 총자산
 ε_{jt} : 기업 j, t연도 오차항
 j : 기업 j
 t : t 회계년도

영업활동으로부터의 현금흐름⁴⁾ = 영업활동으로부터의 순운전자본(재무상태변동표) - 현금과 예금 및 시장성 유가증권을 차감한 유동자산의 변동액 + 유동성 장기부채를 차감한 유동부채의 변동액 (2)

회귀식과 관련된 변수를 설명한다. 종속변수인 발생액은 이익의 조정을 나타내는 변수이며 설명변수에 REV가 사용된 이유는 발생액을 결정하는 가장 주된 요인이 수익의 인식이기 때문이다. Jones(1991)에서와 같이 TA를 구함에 있어서 매출채권과 재고자산, 매입채무의 부호가 반대 방향을 보이므로 b1에 대한 부호를 일률적으로 추정할 수는 없다. 그럼에도 불구하고 REV 변수가 포함된 이유는 각 기업별로 발생액과 REV간에는 일정한 관계가 설정될 것이기 때문이다.

위에서도 기술되었듯이 (1)의 회귀식을 어떠한 표본에 대해서 추정하는지를 결정하여야 한다. 이 회귀계수를 추정함에 있어서 횡단면적 차이를 구분하려고 할 때에는 이 회귀식을 기업별로 추정하여야 한다. 이와 같이 회귀식을 추정함은 동일한 기업에 대한 시계열적인 차이는 무시한 결과이다. 이러한 방법론이 Jones(1991)가 사용한 연구방법이다.⁵⁾

- 2) 첫 변수인 발생액의 측정에서 가장 어려운 부분은 영업활동으로부터의 현금 흐름의 측정이다. TA의 측정은 1994년부터 현금흐름표가 작성되었으므로 그 이전 자료를 사용하기 위해서는 재무상태변동표를 사용할 수밖에 없다.
- 3) 유형자산의 합 - 감가상각누계액 - 토지 - 건설 중인 자산
- 4) 현금흐름과 영업활동으로부터의 순운전자본의 차이가 현금을 제외한 유동자산과 유동부채의 변화에 있으므로 이를 조정한다. 시장성 유가증권과 유동성 장기부채가 제외된 이유는 이 두 계정의 증감은 영업활동이라기보다는 재무활동과 연관되기 때문이다. 두번째와 세번째 항이 유동자산과 유동부채의 변동액인 이유는 현금흐름표에서 간접법을 이용하여 현금의 흐름을 구할 때, 발생액의 차이를 조정하여 이익으로부터 영업활동으로부터의 현금흐름을 구함과 동일한 논리이다. 즉, 현금흐름표를 간접법으로 작성할 때, 매출채권의 변화 등을 조정하는 이유와 동일하다.
 원칙적으로, 현금흐름표가 작성되기 시작된 1994년부터의 영업활동으로부터의 현금흐름을 구하기 위해서는 현금흐름표를 사용하고 그 이전의 영업활동으로부터의 현금흐름을 구하기 위해서는 재무상태변동표를 사용한다. 이와 같이 각 기간에서 구한 현금흐름을 합하여 전체 기간 동안의 현금흐름으로 사용한다. 현금흐름표가 동일 연도에 모든 기업에 대해서 도입된 것이 아니므로 재무상태변동표가 보고된 기업에 대해서는 위의 방법에 의해서 현금흐름을 구한 후 현금흐름표로부터 현금의 흐름을 구한 기업의 현금흐름과 합하여 연구를 진행한다.
- 5) 본 연구에서는 1981년부터 1990년까지의 10년간의 모형을 추정하여 위의 회귀식을 추정하고 이렇게 추정된 계수를 사용하여 1991년의 임의적인 발생액을 구하여 이익조정액을 측정한다. 감사인 데이터베이스는 1985년부터 데이터베이스를 사용할 수 있으나 추정기간이 확보되지 않은 표본을 사용할 수는 없으므로 1991년이 최초의 검증 연도가 된다.

반면에 Defond와 Jiambalvo(1994) 및 최관과 김문철(1997)의 연구에서는 이 회귀식을 기업별로 추정하지 않고 산업/연도별로 추정하였다. 그들의 연구는 산업을 9개 산업으로 구분하고 기간을 5년도 동안의 기간으로 구분하여 45개의 회귀식을 구하였고 이렇게 구한 회귀계수를 각각 기대되는 발생액을 구할 때 사용하였다. 최관과 김문철의 연구에서와 같이 산업을 9개 산업으로 구분함은 이 산업내에서는 독립변수와 설명변수간에 일관된 관계성이 설정됨을 가정한 것이다.⁶⁾⁷⁾ 기업별 분석과 산업/연도별 분석이 모두 장단점이 있으므로 본 연구에서는 두가지 방법을 모두 사용한다.

위에서 설명된 바와 같이 본 연구의 검증기간은 다음의 두 기간으로 나뉘어 진다. 시계열 분석일 경우는 1991년부터 1996년까지의 감사/피감사인이 연구의 대상이며 산업/연도별 분석일 경우는 1986년부터 1996년까지의 기간이 검증기간인데 어느 방법이 선택되거나 감사인이 파악되지 않은 경우는 그 다음 연도가 감사인이 교체되었는지 또는 계속감사인에 의한 감사인지를 구분할 수 없기 때문에 이러한 표본은 연구 표본에서 제거한다. 감사인이 증권감독원(현, 금융감독원)에 의해서 지정된 경우는 자유수임제도에 의한 감사인과 비교하여서는 독립성에 영향을 미치지 않기 때문에

1980년이 본 연구에서 사용된 KIS-LINE의 데이터베이스에는 포함된 첫 연도인데 추정기간으로 설정되지 않은 이유는 설명변수인 REV변수가 차이로 설정되므로 이 변수에 대해서 1980년에서 1981년으로의 변수의 변화가 측정된다면 1980년도의 자료를 필요로 하기 때문이며 또한 발생액을 구함에 있어서도 차이가 사용되므로 1980년 자료의 사용은 1980년부터 1981년도로의 변수의 변화를 측정할 경우에 시작된다.

1992년의 임의적 발생액을 측정하기 위해서는 1981년부터의 자료가 사용되어 1991년까지 11년 동안의 기간이 추정기간으로 사용될 수도 있으나 일률적으로 10년간의 추정기간을 설정하기 위해서 1982년부터의 자료를 사용한다. 이와 같은 작업이 1995년까지의 기간에 대해서 반복된다.

- 6) 본 연구에서의 횡단면 분석을 위한 산업 구분으로는 증권회사에서 간행하는 상장기업분석의 산업구분이 사용된다. 동일 산업분야 안에서의 기업이 유사한 재무제표를 보여 동일 산업을 동일 집단으로 보고 한 회귀식을 추정할 수 있는지에 대한 의문이 제기될 수 있다. 그러나 이는 산업을 동일한 집단으로 보고 연구를 수행한 모든 연구에서도 제기될 수 있는 문제로 동일 산업 분야에서의 기업에는 어느 정도 동질성이 유지됨을 가정한다.

위의 기업별 연구방법론에서 검증기간 1991년의 분석에 1981년부터 1990년까지의 추정기간이 설정된 이유는 10년간의 추정기간을 확보하기 위함이었다. 그러나 이러한 추정기간의 확보가 산업/연도의 분석에서는 필요치 않다. 즉, 산업/연도별 분석에서는 산업에 포함된 기업이 모두 표본수로 포함되어 표본수가 문제가 되지 않으므로 장기간의 추정기간을 확보할 필요가 없다. 오히려 장기간의 추정기간이 시계열적인 변화를 통제하지 못하는 결과를 초래할 수도 있다.

따라서 산업/연도별 분석에서는 1986년을 첫 추정기간으로 분석이 수행된다. 1985년이 분석에서 제외된 이유는 1985년부터의 감사인 자료가 수집되었고, 본 연구가 감사인의 교체인지 유임인지가 연구의 대상이므로 1985년의 경우는 감사인이 유임되었는지 교체되었는지를 파악할 수 없다. 1985년의 산업/연도에 대해서 회귀식이 추정되고 이 회귀계수가 사용되어 1986년에 대한 계량적 발생액을 구한다. 이러한 작업이 1996년까지 반복된다. 따라서 검증기간은 1986년부터 1996년까지이다. 산업별로 10개 표본의 최소 표본수가 확보되지 않는 연도는 분석에서 제외된다. 1985년의 경우는 15개 산업, 1986년은 16개 산업, 1987년부터 1994년은 17개 산업, 1995년은 16개 산업 분야에 대한 분석이 수행된다.

- 7) 기초의 15개 기업에 포함된 산업으로는 1. 음식료품 제조업, 2. 섬유제품 제조업, 3. 의복 및 모피제품 제조업, 4. 펄프, 종이 및 종이제품 제조업, 5. 화합물 및 화학제품 제조업, 6. 고무 및 플라스틱제품 제조업, 7. 비금속광물제품 제조업, 8. 제1차 금속산업, 9. 기계 및 장비제조업, 10. 영상, 음향 및 통신장비 제조업, 11. 전기 기계 및 전기변환장치 제조업, 12. 자동차 및 트레일러 제조업, 13. 건설업, 14. 도매 및 상품 중개업, 15. 숙박 및 운송업이다.

표본에서 제거한다. 이와 같이 시계열분석과 횡단면적 분석에 다른 검증기간이 설정되어도 결과의 해석에는 문제가 없는 것이 이렇게 별도로 설정된 두 검증기간에 따라 연구 결과가 달리 나타날 이유가 없기 때문이다.

IV. 標 本

본 연구의 회계감사법인의 데이터베이스는 1985년부터 1996년까지의 기간에 KIS-LINE에서 추출되었다. 이 데이터베이스에는 1996년의 대략적인 상장법인 수인 총 837개 기업에 대한 감사인이 기록되어 있는데 1996년 기준으로 감사인이 기록되어 있으므로 1985년부터 상장되지 않은 기업에 대한 감사인 정보는 전체 검증 연도에 포함되지 않는 경우도 많다. 또한 감사인 자료가 누락된 경우도 존재하며 이 두 경우가 구별됨이 없이 자료의 누락으로 기록된다. 이렇게 감사인이 파악되지 않는 기업의 수가 1985년부터 1996년까지 각각 203개, 132개, 87개, 82개, 139개, 107개, 76개, 47개, 45개, 55개, 59개, 70개 표본이다. 이러한 경우의 표본이 점진적으로 감소하지 않는 것을 보아서는 누락된 감사인이 반드시 비상장으로부터의 요인 때문에 발생하였다고 할 수는 없다. 회계정보는 KIS-LINE의 재무제표 데이터베이스를 사용한다.

감사인 시장은 지난 10년 동안 재편(再編)의 과정을 겪어왔다. 현재 입수된 데이터베이스에는 감사가 진행된 당시의 회계감사를 담당한 감사인이 포함되어 있다. 이 감사법인의

재편 과정을 추적하며 동일한 감사인에 의한 감사가 진행되었는지를 파악함도 흥미롭겠지만 재편된 감사인이 회계법인간의 합병, 분리 과정을 거쳐서 재편의 과정을 거쳤으므로 변경된 법인이 변경전의 법인과 동일한 법인이라는 가정하에 감사인 교체와 감사인 변경을 해석한다.

정문중, 이재맹(1996)의 연구에서는 1985년부터 1994년까지의 회계법인의 합병계보를 보이고 있다. 1994년 이후, 연구가 수행되는 시점 이전에는 대형법인의 합병이 없으므로 이 자료에 근거하여 감사인을 추적한다. 회계법인이 합병되면 실질적으로는 이전의 법인에 의한 감사가 계속되는 것과 동일한 효과를 보인다고 가정한다.

그러나 이를 처리함에 있어서 복잡한 점은 합병이 두 번 이상 진행된 법인에 대한 처리 문제이다. 예를 들어 신한과 대양은 1988년에 신한으로 합병되었으며 다시 신한이 동화와 1991년에 합병된다. 이러한 복잡한 합병 관계는 영화회계법인에도 나타나는데 신화와 동림이 동림으로 1990년에 합병되며 동림이 영화와 1992년에 합병되어 영화회계법인이 된다. 오주가 아주로 법인명이 변경되고 아주가 안건과 안건으로 1987년에 합병된다. 세화와 동성이 세화로 1987년에 합병되며 안건과 세화가 1994년에 안건세화로 합병된다. 이와 같이 어느 정도까지 연관되는 회계법인에 의한 감사일 경우는 변경된 회계법인에 의해 감사를 받은 것으로 입력된다.⁸⁾ 이는 가능한한 합병된 법인을 동일한 법인으로 분류하기 위함이다.

8) 정문중, 이재맹(1996)에 나타난 <표 2>에서는 회계법인이 재편된 연도를 정확하게 파악할 수 없는 경우가 존재한다. 그러나 본 연구에서는 이와 같이 회계법인이 재편된 연도에 무관하게 합병된 회계법인은 동일시 되었으므로 재편된 연도는 문제가 되지 않는다.

이와 같은 과정에서 계속 감사기간은 최대화
되며 감사인 교체는 최소화된다.

V. 實證分析 結果

<표 1>에는 1981~1990, 1982~1991, 1983~
1992, 1984~1993, 1985~1994, 1986~1995년의
추정기간별 표본수, R^2 및 각 회귀계수의 평균
과 평균값이 0과 동일하다는 가정에서의 t 통
계치 및 p-value가 표에 보고된다. 각 추정기
간별 결과에 나타난 기초통계치가 각 추정기
간에서의 결과에 대한 평균 및 이에 따르는
t값, p값인 것에 유념하여야 한다. 또한 각 기

업별 회귀식에서의 회귀계수의 t값에 대해서
각 추정기간별 표본의 평균과 이 평균값이 0
과 동일하다는 가정에서의 t값, p값을 보인다.

이 기초통계치는 각 회귀식의 표본수가 10
개인 기업에 대해서만 즉, 추정기간 동안에
한 연도의 자료도 누락되지 않는 기업에 대해
서 추정된다. 이 표를 보고하기 위한 충분한
추정기간별 표본수가 존재하므로 엄격한 기준
을 적용한다. 표본수는 각 추정기간의 상장기
업 수가 증가하므로 당연히 증가한다. 1986~
1995년의 표본수는 이 기간의 상장기업 수와
유사한 표본수를 보인다.

위에도 기술되었듯이 회귀식 중에서 방향성

<표 1> 추정기간 동안의 기업별 회귀식의 기초통계치

$$TA_{jt}/A_{j(t-1)} = a [1/A_{j(t-1)}] + b1 [\Delta REV_{jt}/A_{j(t-1)}] + b2 [PPE_{jt}/A_{j(t-1)}] + \epsilon_{jt}$$

추정기간	표본수		R^2	a	t(a)*	b1	t(b1)**	b2	t(b2)***
1981~1990	273	평균	0.308	583764	0.0185	0.0357	-0.0045	-0.169	-0.967
		t값	13.54	0.470	0.233	1.156	-0.052	-1.739	-9.861
		p값****	0.0001	0.638	0.815	0.248	0.958	0.083	0.0001
1982~1991	284	평균	0.333	-1349325	-0.057	0.039	-0.085	-0.128	-0.834
		t값	15.10	-1.00316	-0.719	1.340	-0.998	-1.235	-8.907
		p값	0.0001	0.316	0.472	0.181	0.318	0.217	0.0001
1983~1992	474	평균	0.286	-693161	-0.030	0.0193	-0.083	-0.018	-0.776
		t값	16.42	-0.736	-0.464	1.102	-1.325	-0.163	-10.29
		p값	0.0001	0.462	0.642	0.270	0.185	0.870	0.0001
1984~1993	532	평균	0.273	-1543944	-0.125	0.0072	-0.069	3.435	-0.622
		t값	16.87	-1.288	-2.158	0.397	-1.144	1.003	-8.899
		p값	0.0001	0.198	0.031	0.690	0.252	0.316	0.0001
1985~1994	573	평균	0.280	-2307878	-0.013	0.0019	-0.117	0.170	-0.531
		t값	14.48	-1.299	-0.177	0.090	-1.610	1.023	-6.139
		p값	0.0001	0.194	0.858	0.928	0.107	0.306	0.0001
1986~1995	587	평균	0.276	-452766	-0.282	0.0032	-0.060	0.202	-0.283
		t값	17.03	-3.024	-5.008	0.170	-1.034	1.396	-4.569
		p값	0.0001	0.0026	0.0001	0.0064	0.301	0.163	0.0001

* t(a) : 각 추정기간에서 회귀계수 a가 0이라는 가정하에서의 t 통계치

** t(b1) : 각 추정기간에서 회귀계수 b1이 0이라는 가정하에서의 t 통계치

*** t(b2) : 각 추정기간에서 회귀계수 b2가 0이라는 가정하에서의 t 통계치

**** p값 : 기초통계치에서 각 변수의 값이 0이라는 가정하에서의 p값

을 예측할 수 있는 회귀계수는 b_2 이며 이 값이 음의 값을 보일 것을 예측하였는데, 이 회귀계수가 0이라는 t 값의 평균이 모든 추정기간에서 음의 유의적인 값을 보인다. 이 t 값이 각 추정기간에 0이라는 가정에 대한 p 값이 0.0001이다. 따라서 b_2 의 회귀계수는 예상하는 크기와 부호를 보인다.

또한 추정기간에서의 설명력은 27%에서 33%까지의 분포를 보여 매우 높은 설명력을 보인다. 따라서 회귀식 (1)은 유용한 모형임을 알 수 있다. 회귀계수 b_1 은 위에도 기술되었듯이 연구 초기 시점부터 부호를 예측할 수 없으며 또한 그 결과에 있어서도 일정한 방향성을 보이지 않으나 수익의 변화를 회귀식에서 통제하기 위해서 추가적인 설명변수로 사용되었다.

<표 2>에는 산업/연도별로의 결과에 의한 기초통계치가 보고된다. 각 산업에서의 표본수가 10개가 안되는 산업은 표본에서 제외한다.

<표 2>에는 1985년의 경우 표본수가 15개로 보고되고 있는데 이는 분석에 포함된 산업의 수를 나타내는 것으로 각 산업의 결과를 종합한 결과가 보고된다. 각 산업내에 적게는 10개에서 많게는 91개의 개별 기업이 존재한다. 따라서 이 기초통계치의 표본수 15~18개는 산업수이지 산업내에 포함된 표본수는 아니라는 데 주의하여야 한다. 즉, 위의 회귀식 (1)을 각 산업내 기업의 자료를 이용하여 추정하고 이 결과를 15-18 산업에 대해서 종합된 결과를 기초통계치를 이용하여 보인다. 1985년부터 1995년까지의 개별 연도의 결과가 보고되며 마지막 패널에는 1985년부터 1995년까지의 자료가 합하여져 결과가 보고된다.

추정기간에서의 설명력에 있어서는 14%에서 29%의 범위를 보여 <표 1>의 결과에서와 같이 산업/연도별 회귀식이 발생액을 추정하는데 적절한 모형임을 보인다.

<표 1>의 결과에서와 같이 회귀계수의 부호를 예상하는 경우는 b_2 의 회귀계수인데 대부분의 연도에서 음의 유의적인 회귀계수를 보이며 마지막 패널의 1985년부터 1995년까지의 모든 연도를 통합한 결과, b_2 의 회귀계수가 0의 값을 갖는다는 가정에서의 t 통계치의 평균이 음의 유의적인 결과를 보인다. 또한 각 추정기간에 있어서도 b_2 의 값이 0이라는 t 통계치의 평균이 0이라는 p 값이 유의적으로 음의 값을 보인다. 물론 이는 각 회귀계수의 평균값에 대한 분석이고 각 개별 회귀식의 계수는 예상하지 않는 부호를 보일 경우도 존재한다.

이러한 각 개별 기업 또는 산업/연도의 회귀계수를 이용하여 분석 대상이 되는 검증기간의 재량적 발생액을 추정한다. 이와 같이 추정기간에서 회귀식을 추정하고 추정기간에서 구한 회귀계수를 이용하여 검증기간에서의 예상되는 종속변수를 구하는 방법으로는 예상되는 부호를 보인 회귀계수만을 이용하고 예상되지 않는 회귀계수에 대해서는 분석을 수행하지 않는 경우도 있다. 추정기간 동안에 회귀식의 일반적인 설명력이 높으며 기초통계치에서 보이듯이 일반적으로 예상하던 부호의 유의적인 결과를 보이므로 추정기간에 예상되는 부호를 보이는 지에 무관하게 모든 표본에 대해서 임의적인 발생액을 구한다. 예상하지 못하던 결과를 보이는 회귀계수를 제거하고 연구가 진행될 경우는 연구의 결과가 임의적

<표 2> 추정기간 동안의 산업/연도별 회귀식의 기초통계치

$$TA_{jt}/A_{j(t-1)} = a [1/A_{j(t-1)}] + b1 [\Delta REV_{jt}/A_{j(t-1)}] + b2 [PPE_{jt}/A_{j(t-1)}] + \epsilon_{jt}$$

추정기간	표본수		R ²	a	t(a)*	b1	t(b1)**	b2	t(b2)***
1985	15	평균	0.19	10968	0.154	0.019	0.332	-0.181	-2.384
		t값	2.835	243667	0.680	0.738	1.115	-5.802	-4.950
		p값****	0.013	0.864	0.507	0.301	0.283	0.0001	0.0002
1986	16	평균	0.27	434699	0.921	-0.040	-0.346	-0.309	-3.09
		t값	4.72	2.113	2.821	-1.883	-0.974	-4.326	-5.44
		p값	0.0003	0.051	0.0129	0.0792	0.345	0.0006	0.0001
1987	18	평균	0.250	81638	0.461	0.015	0.168	-0.190	-2.21
		t값	3.639	0.655	1.202	0.641	0.548	-6.80	-5.02
		p값	0.002	0.520	0.245	0.53	0.590	0.0001	0.0001
1988	18	평균	0.241	241968	1.064	-0.052	-0.468	-0.086	-1.389
		t값	3.913	1.544	2.651	-1.397	-1.729	-2.175	-3.09
		p값	0.001	0.140	0.016	0.180	0.101	0.044	0.006
1989	18	평균	0.148	970201	0.694	0.0121	0.030	-0.082	-1.343
		t값	2.591	2.370	1.134	0.362	0.135	-1.644	-3.25
		p값	0.019	0.029	0.272	0.721	0.893	0.118	0.004
1990	18	평균	0.237	-251938	-0.34	0.002	0.073	-0.172	-1.689
		t값	4.107	-0.685	-0.846	0.051	0.246	-3.618	-4.871
		p값	0.0007	0.502	0.409	0.959	0.808	0.0021	0.0001
1991	18	평균	0.291	181285	0.549	0.087	0.385	-0.231	-2.231
		t값	4.860	0.561	0.763	1.186	0.988	-5.037	-5.35
		p값	0.0001	0.581	0.455	0.251	0.336	0.0001	0.0001
1992	18	평균	0.244	479267	-1.231	0.064	0.395	-0.181	-1.983
		t값	3.984	0.717	-0.956	1.530	1.833	-2.80	-5.92
		p값	0.001	0.482	0.352	0.144	0.084	0.012	0.0001
1993	18	평균	0.195	847198	-0.428	0.034	0.0311	-0.151	-1.345
		t값	3.351	1.402	-0.547	0.472	0.071	-1.738	-4.765
		p값	0.003	0.178	0.590	0.642	0.943	0.100	0.0002
1994	18	평균	0.166	753310	0.254	-0.023	-0.231	-0.118	-1.256
		t값	3.168	1.625	0.896	-0.872	-1.017	-2.43	-3.581
		p값	0.005	0.122	0.382	0.395	0.323	0.026	0.0023
1995	17	평균	0.181	271217	0.604	0.063	0.384	-0.065	-1.305
		t값	3.742	0.697	1.174	1.601	1.229	-1.822	-3.547
		p값	0.0018	0.495	0.257	0.128	0.236	0.087	0.0027
1985~1995	192	평균	0.221	370745	0.238	0.017	0.067	-0.157	-1.82
		t값	12.41	3.09	1.254	1.244	0.719	-9.745	-14.46
		p값	0.0001	0.002	0.211	0.215	0.472	0.0001	0.0001

* t(a) : 각 추정기간에서 회귀계수 a가 0이라는 가정하에서의 t 통계치

** t(b1) : 각 추정기간에서 회귀계수 b1이 0이라는 가정하에서의 t 통계치

*** t(b2) : 각 추정기간에서 회귀계수 b2가 0이라는 가정하에서의 t 통계치

**** p값 : 기초통계치에서 각 변수의 값이 0이라는 가정하에서의 p값

으로 조정될 위험도 있으므로 첫번째 방법이 사용된다.

다음과 같은 방법으로 재량적 발생액을 구한다.

$$DA_{jt} = TA_{jt}/A_{j(t-1)} - \{ \hat{a} [1/A_{j(t-1)}] + \hat{b}_1 [REV_{jt}/A_{j(t-1)}] + \hat{b}_2 [PPE_{jt}/A_{j(t-1)}] \} \dots (3)$$

DA_{jt} : j기업의 t연도에서의 임의적 발생액
(Discretionary accrual)

(3)의 회귀식은 (1)의 회귀식에서와 같이 (1)의 회귀식이 기업별 시계열 자료에 의해서 추정된 경우와 산업/연도별 자료에 의해서 추정된 경우에 있어서 a, b1 및 b2 회귀계수가 기업별 또는 산업/연도별로 추정된다. 그러나 이를 구분하여 나타내기보다는 (1)의 회귀식과 같이 첨자를 추가하지 않는다.

각 산업/연도에 대해서 위에서 기술된 방법에 따라 계속감사인과 교체된 감사인을 구분할 수 있으며 이러한 감사인의 형태에 따라 재량적 발생액간에 차이가 있는지를 검토한다. 교체된 감사인의 경우는 위에도 기술되었듯이 자발적인 감사인 교체만을 포함한다. 쌍방평균 t 분석(pairwise mean difference test)을 사용하여 이 차이를 검증하며 이 결과가 <표 3>과 <표 4>에 나타난다.⁹⁾ <표 3>의 경우는 시계열적인 기업별 분석의 경우이고 <표 4>의 경우는 산업/연도별 분석의 경우이다. 이러

한 두 집단간의 평균의 차이는 이 두 집단의 분산이 동일할 경우와 동일하지 않을 경우를 구분하여 분석할 수 있는데 어떠한 가정하에서 t 통계치를 사용하든지에 무관하게 <표 3>과 <표 4>에서는 이 두 기업집단간의 평균에 유의적인 차이가 존재하지 않음을 보인다.

계속감사인으로부터 감사를 받는 피감사기업의 재량적인 발생액과 교체된 감사인으로부터 감사를 받는 피감사기업의 재량적 발생액간에 차이가 있는지를 확인하기 위해서는 극단치(outlier)의 제거가 필수적이다. 극단치의 존재에 의해서 연구 결과의 해석이 달라질 수도 있으므로 이를 통제하고 결과를 해석하여야 한다. 극단치를 제거함에는 여러 가지 방법이 사용되는데 본 연구에서는 전체적인 DA 변수의 요약 통계치를 구하고 이에서 계산되는 DA 변수의 표준편차를 이용하여 DA의 평균에서 ±(3*표준편차) 범위를 벗어나는 경우를 극단치로 판단하여 이를 제거하는 방법을 사용한다. (3*표준편차)가 사용된 이유는 통상적으로 정규분포표가 사용될 때에 1, 2, 3 표준편차가 사용되기 때문이다.¹⁰⁾ 실증분석이 각 기업군별로 보고될 경우와 시계열별로 수행될 경우, 각각의 경우에 대해서 동일한 방법이 적용되어 극단치가 제거된다. 이와 같은 극단치의 제거는 <표 3> 이후의 모든 실증분석 결과에 적용된다.¹¹⁾

위의 재량적 발생액을 이용한 분석이 양의

9) 각 그룹의 표본수를 N1, N2, 평균을 $\bar{x}_1, \bar{x}_2$ 그리고 표본분산을 S_1^2, S_2^2 이라고 하고 두 그룹의 모분산이 다르다고 가정하면 t 통계량은 $t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{N_1} + \frac{S_2^2}{N_2}}}$ 이다.

10) 표준편차와 (2*표준편차) 범위 밖의 극단치를 제거하여도 본 연구에 포함된 결과와 유사한 결과를 보인다.

11) 감사인이 교체된 경우와 감사인이 유지된 경우의 재량적 발생액을 상호 비교하기 이전에 감사인이 교체된 표본의 재량적 발생액과 감사인이 유지된 경우의 재량적 발생액을 비교하였다. 이 실증분석 결과가

<표 3> 교체된 감사인과 계속되는 감사인간의 재량적 발생액의 차이(시계열 분석)

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	425	a.	0.0051	0.183	-0.43	0.664
유지	3094	b.	0.0091	0.162	-0.473	0.636

- a. 두 표본의 분산이 동일하지 않다는 가정하에서의 두 평균의 차이
b. 두 표본의 분산이 동일하다는 가정하에서의 두 평균의 차이

<표 4> 교체된 감사인과 계속되는 감사인간의 재량적 발생액의 차이(산업/연도별 분석)

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	724	a.	0.0134	0.121	0.757	0.449
유지	4054	b.	0.0098	0.111	0.806	0.420

- a. 두 표본의 분산이 동일하지 않다는 가정하에서의 두 평균의 차이
b. 두 표본의 분산이 동일하다는 가정하에서의 두 평균의 차이

값을 보일 경우와 음의 값을 보일 경우에 위의 방식으로 이 두 값을 비교하게 되면 양의 재량적 발생액과 음의 재량적 발생액이 상쇄되어 그 효과가 나타나지 않을 가능성도 있다. 따라서 <표 5>와 <표 6>에서는 감사인 교체기업과 감사인 유지 기업간의 차이가 이익을 상향조정하려는 기업군과 이익을 하향조정하려는 기업군간에 분리하여 비교된다.

경영자가 이익을 상향조정하려는 유인만을 갖는다고 생각하기 쉬우나 경영자는 이익을 하향조정하려는 충분한 유인이 있다. 경영자가 이익을 하향조정하는 간단한 예는 이익 유연화를 생각할 수 있다. 이익을 유연화하려는 경영자의 유인이 있을 경우에 이익이 상향조정되는 빈도수와 하향조정되는 빈도수는 대체적으로 동일할 것이다.

<표 5>는 기업별 시계열 분석에서 재량적

발생액의 부호에 따른 분석 결과이며 <표 6>은 산업/연도별 분석에서 재량적 발생액의 부호에 따른 분석 결과이다. <표 5>의 (ii)에는 재량적 발생액이 음의 값을 보일 경우, 감사인이 교체된 경우의 재량적 발생액이 감사인이 교체되지 않은 경우보다 두 집단의 분산이 동일하다는 가정에서는 10%의 유의수준에서 낮은 값을 보인다. 즉, 감사인이 교체되었을 경우에 감사인이 유지되었을 경우와 비교하여 회계이익이 음의 방향으로 임의적으로 조정되는 것을 보인다. (i)의 재량적 발생액이 양의 값을 보일 경우에 있어서는 감사인이 교체된 경우의 재량적 발생액이 유지된 경우와 비교하여 큰 값을 보이기는 하지만 유의적이지는 않다.

<표 3>의 결과를 기술하며 설명된 극단치의 제거방법은 <표 5>와 <표 6>의 실증분석

본문에는 보고되지 않았지만 이 두 표본에서 모두 재량적 발생액이 양의 값을 보인다. 그러나 본 연구의 주된 연구방법은 이 두 집단안에서의 재량적 발생액의 분포라기보다는 이 두 집단간의 비교에 주안점이 주어지므로 이들 결과를 중심으로 실증분석 결과가 보고된다.

<표 5> 교체된 감사인과 계속되는 감사인간의 재량적 발생액의 차이(시계열 분석)
재량적 발생액의 부호에 따른 분석

(i) 재량적 발생액이 양의 값을 보일 경우

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	224	a.	0.113	0.151	1.076	0.282
유지	1678	b.	0.101	0.122	1.263	0.206

(ii) 재량적 발생액이 음의 값을 보일 경우

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	202	a.	-0.123	0.180	-1.488	0.137
유지	1419	b.	-0.103	0.153	-1.684	0.092

<표 6> 교체된 감사인과 계속되는 감사인간의 재량적 발생액의 차이(산업/연도별 분석)
재량적 발생액의 부호에 따른 분석

(i) 재량적 발생액이 양의 값을 보일 경우

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	385	a.	0.098	0.090	2.28	0.022
유지	2146	b.	0.087	0.083	2.41	0.015

(ii) 재량적 발생액이 음의 값을 보일 경우

	표본		평균	표준편차	t-value	prob> t
교체	340	a.	-0.081	0.077	-1.12	0.263
유지	1913	b.	-0.076	0.071	-1.18	0.235

결과에서도 반복되나 단지 재량적 발생액의 값이 양일 경우와 음일 경우만에 대해서 표준편차를 구한 후 동일한 기준을 적용한다.

<표 6>에는 <표 4>의 경우에서와 같이 산업/연도별 결과가 나타나며, <표 5>의 결과에서와 같이 재량적 발생액의 값이 양의 값을 보일 경우와 음의 값을 보일 경우를 구분하여 결과가 보고된다. (i) 양의 재량적 발생액만을 비교한 결과에서는 감사인이 교체되었을 경우의 재량적 발생액이 5%의 유의수준에서 높은 값을 보인다. 즉, 감사인이 교체되면서 감사인

이 유지되는 경우와 비교하여 회계이익을 증가하려는 유인이 있음을 보인다. 또한 (ii) 음의 발생액을 보이는 경우는 감사인이 교체되는 경우에 낮은 발생액을 보이기는 하지만 유의적이지는 않다. 시계열분석과 횡단면 분석 모두에서 재량적 발생액의 방향에 따라 혼합된 결과를 보인다.

이 결과를 종합하면 재량적 발생액의 부호에 의한 결과는 예상하는 방향성을 모두 보인다. 또한 시계열분석에서는 음의 재량적 발생액을 보이는 경우와 횡단면적 분석에서는 양

의 재량적 발생액을 보이는 경우에 유의적인 차이를 보인다. 따라서 본 연구의 연구 가설은 일반적으로 지지된다. 위에서도 기술되었듯이 <표 3>과 <표 4>의 방법론은 양의 발생액과 음의 발생액이 상쇄될 수 있다는 점에서 제한적이다. 따라서 연구 가설의 지지/기각은 <표 5>와 <표 6>의 실증분석 결과에 기초한다.

VI. 結論과 研究의 限界點

감사인 수입제도 및 계속감사기간과 관련된 논의는 최근에 관심의 대상이 되고 있는 회계정보의 공정성과 밀접하게 연관되어 있다. 피감사인과 감사인간의 감사인 계약이 체결된 이후에는 3년간 감사인이 변경될 수 없다는 제도가 시행된지 얼마되지 않아 증권선물위원회 상임위원이 이 제도가 장기적으로는 폐지되어야 하는 제도라는 공식적인 입장을 표명하는 등 이 제도와 관련되어 여러 가지 정책상에 혼선이 있었던 것도 사실이다. 그러나 이와 같은 상반된 의견의 전개가 어떠한 실증적인 뒷받침이 없이 진행된다는 것은 적절하지 않으며 본 연구가 이와 같은 논의에 실증적인 증거를 제시할 수 있다. 이제까지는 감사인 교체가 감사의견에 미치는 영향에 대한 연구가 미흡하였다. 최근 재정경제부는 상장회사 감사인에 한해 3년 임기를 의무화하고 있는 규정을 코스닥 등록 기업까지로 확대키로 하였다. 감사인 교체와 관련되어 여러 가지 논의가 많이 진행되었고 감사인 교체가 공정한 회계정보의 전달과 관련되어 시사적으로 흥미있는 주제이다.

감사인 선임과 관련되어 현재 많은 논의가 진행되고 있다. 재정경제부는 최근 '기업회계투명성 제고를 위한 제도개선 방안'에서 이같이 밝히고 상장·등록법인과 결합채무제표 작성 재벌그룹 계열사에 대해 '감사인선임위원회' 도입을 의무화할 방침이라고 발표하였다(조선일보 2000. 9. 2). 이 모든 논의가 공정한 의견을 제시할 감사인을 선정하기 위한 과정으로 이해할 수 있다. 따라서 감사인이 교체되며 어떠한 회계정보가 공시되는지 매우 흥미로운 연구 주제이다. 감사인이 교체됨이 감사인 독립성의 훼손과 연관된다면 감사인 교체와 동시에 회계정보가 왜곡될 수 있으며 본 연구는 이와 같은 가설을 검증한다.

본 연구의 결과는 감사인이 교체되면서 손성규(1998)에서 보였듯이 감사의견이 의견구매의 방향으로 영향을 미치며 또한 감사인 교체와 동시에 회계정보도 조정됨을 보인다. 따라서 이와 같은 두 가지 현상은 상호보완적으로 감사인 독립성의 훼손을 보인다.

의견구매에 대한 연구는 다음의 두 연구가 진행되어야 완성된다고 할 수 있다. 이는 배정제에서 감사인 자유수입제도 시행으로의 제도 변경으로 인한 의견구매도 그러하고 본 연구와 같이 감사인 교체 또는 계속감사기간으로 인한 의견구매를 검토할 때도 적용되는데 의견구매가 예상되는 시점의 회계정보가 왜곡될 가능성이 있는지와 이렇게 왜곡된 회계정보가 의견구매의 대상이 되는지의 관점에서 접근될 수 있다.

본 연구는 감사인을 교체한 기업과 계속감사인에 의해서 감사가 수행되는 기업간에 회계 이익의 조정과 관련되어 유의적인 차이가

있는지를 검토하고 일반적으로 이와 같은 차이가 있음을 보였다는데 연구의 의의가 있다. 구체적으로, 본 연구에서는 감사인을 교체한 기업이 감사인을 교체하고 의견구매를 수행하기가 용이하기 때문에 회계이익을 조정할 가능성이 높음을 보였다. 따라서 이 연구를 손성규(1998)의 연구와 연관시키면 감사인이 자발적으로 교체되는 시점에 경영자는 이익을 수정할 유인이 있을 뿐만 아니라 이러한 회계정보에 대해서 예측되는 감사의견보다 적정한 감사의견의 방향으로 의견이 조정될 가능성이 높음을 보인다.

< 參 考 文 獻 >

김정국, 장지인, 조장연, 1998, 한국 회계정보의 신뢰성 제고 방안, 한국증권연구원
박한순, 1996, 감사인지정이 경영자의 이익조절 행위에 미치는 영향, 회계학연구(제21권 3호): pp. 33~62
손성규, 1998, 감사인 교체가 감사인의 독립성에 미치는 영향, 한국회계학회 동계학술연구 발표 회논문집: pp. 271~310
이효익, 1990, 감사인의 교체가 감사의견에 미치는 영향, 회계학연구(제11호): pp. 181~218
정문중, 이재맹, 1996, 회계감사품질 대응치와 산업별 전문 감사인, 우리 회계감사 시장의 현황을 중심으로, 회계저널(제5권 2호): pp. 239~274
조선일보, 2000. 9. 2, 분석회계 적발때 최고 5억 과징금

최 관, 김문철, 1997, 신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구, 회계학연구(제21권 3호): pp. 1~28
DeAngelo, L., 1988, Managerial Compensation, Information Costs, and Corporate Governance, Journal of Accounting and Economics: pp. 3~36
Defond, M., and J. Jambalvo, 1994, Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, Journal of Accounting and Economics: pp. 145~176
Healy, P., 1985, The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, Journal of Accounting and Economics: pp. 85~107
Jones, J., 1991, Earnings Management during Import Relief Investigations, Journal of Accounting Research(Autumn): pp. 193~228
Liberty, S., and J. Zimmerman, 1986, Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices, The Accounting Review (October): pp. 692~712

株式交換制度에 관한 研究*

羅 承 成**

<目 次>

- | | |
|-----------------------------|-------------------|
| I. 序 論 | III. 完全母會社 株主의 保護 |
| II. 株式交換에 의한 完全母會社의
設立節次 | IV. 資産의 評價 |

I. 序 論

株式交換・株式移轉制度는 일본에서 1999년 개정상법에 도입된 제도로써 2000년 우리나라 상법개정에 도입될 제도이다. 일본의 제도를 연구하는 것은 株式交換・株式移轉을 도입하는 우리에게 시사하는 바가 클 것이라 생각한다. 따라서 최근에 株式交換制度를 도입한 일본의 입법례를 살펴보기로 한다.

II. 株式交換에 의한 完全母會社의 設立節次

1. 株式交換의 概念

(1) 株式交換의 概念

株式交換이란 회사(完全母會社)가 다른 회사(完全子會社)의 발행주식총수와 자기회사의 주식을 교환함으로써 完全子會社의 주식은 完全母會社로 된 회사에 이전되고, 그 완전자회사로 된 회사의 주주는 그 완전모회사로 된 회사가 발행한 신주를 배정받아 그 회사의 주주로 되는 것을 말한다(日商 제352조). 즉 株式交換은 기존의 복수의 회사가 일정한 절차에 의해 完全子會社가 되는 회사의 주주가 갖는 그 회사의 주식을 전부 完全母會社가 되는 회사에 이전하고, 完全子會社가 되는 회사의 주주는 完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 있어서 발행하는 신주의 배당을 받아 그 회사의 주주가 됨으로써 完全母子會社關係를 신설하는 조직법상의 행위이다.¹⁾

株式交換에는 두 가지 유형이 있는데 그 하

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 高麗大學校 講師・證券預託院 先任研究員

1) 原田晃治, 株式交換等に係る平成一一年改正商法の解説(上), 商事法務 No.1536(1999.9.5), 11頁; 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 改正商法につく株式交換・株式移轉の實務, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 8頁

나는 기업매수형으로, 이 유형은 통상 행하여지는 우호적인 기업매수를 株式交換에 의해 실시하는 것이고, 두번째 유형은 자회사의 完全子會社化이다.²⁾

株式交換制度는 주식이라는 자산이 이미 개개의 주주에게 귀속하여 주주의 고유자산 또는 고유재산으로 되어있는 것을 회사가 총주주의 동의를 얻지 않고 株主總會라는 회사결의기관에 의한 다수결에 의해 주식의 현물출자의 강제라는 처분권한의 행사와 같은 관계로 되어있다는 데에 특징이 있다. 이는 합병의 경우도 같다.³⁾

(2) 株式交換의 法的 性質

企業을 인적조직과 물적조직과의 유기적 결합체라고 한다면 株式交換은 企業을 구성하는 인적조직과 물적조직의 유기적인 결합을 분리하여 인적조직을 별도의 법주체에 이전·흡수시켜 그 별개의 법주체끼리 完全母子會社라는 결합관계로 묶는 행위라고 보는 견해가 있다.⁴⁾ 이에 의하면 합병은 복수의 합병당사회사의 인적조직 및 물적조직이 완전히 합체하는 것이고, 영업양도는 기존회사의 인적조직을 회사법인과 동시에 존속시키면서 물적조직만을 양수회사에 이전하는 것이다. 이러한 관점에서는 株式交換은 회사의 인적 조직을 별개 회사에의 이전·흡수시켜 회사조직의 변경을 가져오는 조직법상의 회사의 행위이다.⁵⁾

(3) 株式交換과 區別되는 概念

株式交換制度가 株式移轉, 合併 및 現物出資와 구별되는 점은 다음과 같다.

지주회사를 신설하는 다른 방법의 하나인 주식이전이란 사업회사 스스로가 자회사로 되어 完全母會社를 설립하기 위한 제도이다(日商 제364조). 즉 株式移轉으로 인하여 完全子會社가 되는 회사의 주주가 보유한 그 회사의 주식은 株式移轉으로 인하여 설립하는 完全母會社로 이전하며, 그 完全子會社가 되는 회사의 주주는 그 完全母會社가 株式移轉 당시 발행하는 주식을 배정받음으로써 그 完全母會社의 주주가 된다. 따라서 株式交換制度는 기존회사간에 完全母子會社關係를 신설하는 것이지만, 株式移轉은 새로운 회사를 신설한다는 점에서 차이가 있다.

주식교환과 합병의 차이점은 다음과 같다. 합병의 경우에는 일방 또는 쌍방의 회사가 소멸하여 존속회사 또는 신설회사에 흡수되기 위해서 조직운영면의 알력이 생기거나 인사면에서의 조정이 필요하게 되지만, 完全母子會社關係의 신설은 합병과 같이 복수의 회사가 완전히 일체화하는 것은 아니고 각 회사의 조직형태, 운용 등을 활용하고 또한 인사면에서의 조정이라는 문제를 생기게 하는 일 없이 경영전략면에서의 일체화를 확보하여 각 사업부문에 상당하는 각 자회사의 활성화를 실현할 수가 있다. 즉 完全子會社의 주주구성이

2) 菊地 伸, 株式交換・株式移轉制度の活用と留意點, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 38~40頁

3) 堀 裕, 株式會社の再編に係る法制化にみる株主の地位-銀行持株會社設立特例法・株式交換におけるその地位の變容-, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 50頁

4) 吉本健一, 株式交換・株式移轉と會社分割の理論的檢討, 商事法務 No.1545(1999.12.5), 5頁

5) 吉本健一, 상계논문

바뀔 뿐 회사가 소멸하지 않고 完全子會社로서 존속하므로 채권자에 대하여는 영향이 없다는 점 등에서 차이가 있다.⁶⁾ 따라서 株式交換制度에서는 합병에서의 채권자 보호절차가 필요없다.⁷⁾ 특히 完全母子會社關係를 신설하는 것보다 모회사로서는 자회사를 1영업부문과 같이 관리할 수 있는 것, 자회사로서도 모회사만을 주주로서 취급하면 충분하기 때문에, 株主總會의 소집통지기간의 단축 등을 할 수 있어 회사운영을 용이하게 할 수 있다.⁸⁾ 또 다른 차이점은 합병에 있어서는 합병신주배당의 출자대상으로 되는 것은 피흡수회사 자체의 총체로서의 회사자산이고, 피흡수회사의 주식이 흡수회사의 주식으로 전환하는 것은 피흡수회사의 법인격이 소멸되는 반사적인 결과에 지나지 않는다. 그러나 株式交換에 있어서는 교환신주의 출자대상이 되는 것은 完全子會社로 되는 회사의 주주가 보유하는 주식 그 자체이고, 完全子會社로 되는 회사의 주주와 完全母會社로 되는 회사가 출자의 직접당사자의 관계에 서는 것이다.⁹⁾

株式交換이 현물출자와 구별되는 점은 현물출자가 회사와 개개의 출자자와의 합의에 의한 것이지만, 株式交換에 있어서는 개개의 주주의 의사가 아니라 회사의 행위의 효과로서 개개의 주주가 갖는 주식이 다른 회사에 이전하는 것이다. 뿐만 아니라 현물출자의 경우에는 감사인의 조사가 요구되는 점에서 감사인의 조사절차가 없는 株式交換이나 株式移轉과 구별된다.¹⁰⁾

2. 導入經緯

일본은 平成 9년(1997년)의 독점금지법(사적 독점의 금지 및 공정거래의 확보에 관한 법률)이 개정되어, 이제까지 원칙적으로 금지되던 지주회사 설립이 사업지배력이 과도하게 집중되는 경우를 제외하고는 허용되었다(동법 제9조 제1항, 제2항). 이 독점금지법의 개정시의 국회심의회에서 지주회사 설립 등의 기업조직의 변경이 원활히 행하여지도록 株式交換制度 등에 관해서 검토를 하자는 취지의 결의¹¹⁾

6) 林勇, 親子會社法制の改正と實務對應(上)-株式交換・株式移轉手續の概要とスケジュール-, 商事法務 No.1549 (2000.1.25), 13頁

7) 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 전게논문, 21頁

8) 原田晃治, 전게논문, 10頁

9) 堀 裕, 전게논문, 50頁

10) 吉本健一, 전게논문, 4頁, 감사인에 의한 검사절차를 걸치지 않는 것이 반드시 좋은 것은 아니며 다른 보완조치가 있어야 할 것이라고 한다. 즉 기업재편성과정에서 가장 중요한 것 중의 하나가 공정성을 확보하는 것인데, 이러한 공정성을 확보하기 위한 감사인의 검사를 걸치지 않는 것은 문제가 있다고 하는데 타당하다고 생각한다. 株式交換 또는 株式移轉에 있어서 감사인의 조사가 불필요하다고 되어 있고, 감사인의 조사를 받지 않는 것에 대한 보호조치는 마련되어 있지 않다. 이에 대한 사후적 구제로서 무효의 소는 그 효과가 복잡하고 실제로는 현실적이지 않다. 또한 이사의 책임추궁도 감사인의 조사가 없으면 간단하지 않다고 예상된다. 뿐만 아니라 주식의 배당비율등을 정하기 위해서는 전문가에 의한 기업평가를 하지 않을 수 없다. 따라서 사후적인 구제수단보다는 사전적인 예방조치로서 전문가에 의한 조사의 필요성이 있다고 할 것이라고 한다(吉本健一, 株式交換・株式移轉と會社分割の理論的検討, 商事法務 No.1545(1999. 12.5), 7~8頁).

11) 상법등의 일부를 개정하는 법률안에 대하는 附帶決議(平成 11년 7월 23일 중의원 법무위원회)에서 정부가

가 있었고, 또한 규제완화추진 3년 계획(平成 12년 3월 31일 내각회의결정) 및 경제구조의 변혁과 창조를 위한 행동계획(平成 9년 12월 24일 내각회의결정)에 있어서도 株式交換制度 등에 관한 검토와 조기의 대응이 요청되었다. 지주회사를 설립하는 여러 방법 중 강제매수 제도는 성립요건이 엄격하고 다액의 매수자금 이 필요하여 실무상 이용하기 어렵다는 비판 이 있었다. 삼각합병제도에 관해서도 2단계의 회사설립이 필요하기 때문에 절차가 지나치게 번잡하다는 비판이 있었다. 이러한 이유로부 터 가장 간편한 株式交換制度를 도입하기로 하였다.¹²⁾ 독점금지법이 원칙적으로 지주회사 의 설립 등을 허용한 것은 기업의 재편을 진 행시켜 기업의 국제적인 경쟁력을 강화하기 위해서였다. 이러한 이유로 회사가 完全母子會 社關係의 신설을 간이하고 원활히 하기 위한

제도로써 株式交換 등에 관해서 검토하였다.¹³⁾ 平成 9년 법무성은 회사의 합병절차의 간소 화와 합리화를 꾀함과 동시에 주주, 채권자 등에 대하여는 정보공시의 충실을 꾀하는 등 의 개정을 하였다.¹⁴⁾ 이 합병법제의 재검토는 昭和 50년이래 계속하여 온 상법의 전면적인 개정작업의 일환인 동시에, 기업이 국제적인 경쟁이 격화하는 속에서 기업의 재편성을 쉽 게 하여 경영의 효율화를 촉진하고 국제적인 경쟁력을 확보하기 위한 것이었다.¹⁵⁾ 이렇듯 기업의 경쟁력을 강화하기 위하여 『상법등의 일부를 개정하는 법률』(平成 11년 법률 제125 호)이, 平成 11년 8월 9일에 성립하여, 8월 13 일에 공포되었다.¹⁶⁾ 이 개정법은, 完全母子會社 關係를 원활히 신설하기 위해서 株式交換 및 株式移轉制度를 신설함과 동시에¹⁷⁾, 모회사 주 주의 이익을 보호하기 위해서 모회사의 주주

각별한 배려를 하도록 하고 있는 사항은 다음과 같다. ① 株式交換 및 株式移轉制度의 신설에 따라 株式 交換 또는 株式移轉에 반대하는 주주의 株式買受請求權 및 株式交換無效의 訴에 관해서 소수주주의 권리가 침해되지 않도록 배려할 것, ② 完全母子會社가 되는 회사 쌍방의 주주의 권리보호를 위해 株式交換比 率의 공정성이 확보되도록 할 것, ③ 주주의 이익을 보호하기 위한 자회사의 업무내용 등의 공시제도 및 주주대표소송제도에 대해 확실히 할 것 등이다(原田晃治, 株式交換等に係る平成一一年改正商法の解説(上), 商事法務 No.1536(1999.9.5), 8頁).

12) 原田晃治, 전개논문, 11頁

13) 原田晃治, 전개논문, 5頁

14) 2000년 1월 5일, 주식회사 소니를 비롯한 여러 회사의 株式交換의 과정에 대해서는 土橋博雄, 株式交換 制度を利用した完全子會社化, 商事法務 No.1549(2000.1.24), 22頁 이하 참조.

15) 原田晃治, 전개논문, 5頁

16) 작년 10월 1일부터 시행되어 약 5개월이 경과하는 동안 簡易株式交換을 포함하여 46개사가 株式交換制 度を 이용한 完全母子會社의 창설을 결의 또는 공표하였다고 한다(中西敏和, 平成一一年改正商法に基づく 株式交換契約書の記載-最近までの記載實態の分析-, 商事法務 No.1552(2000.2.25), 19頁).

17) 개정 전에도 기존의 회사의 주주로부터 공개매수 등 방법에 의해 주식을 취득할 수 있었다. 소위 매수방 식이라고 불리는 방법, 기존회사의 주주에 대하여 제3자 배당증자를 하여 기존회사의 주식의 현물출자를 받는 소위 제3자 배당증자방식이라고 불리는 방법 등에 의해 기존회사 사이에 完全母子會社關係를 신설 하는 것은 상법상 가능하였다. 그러나 매수방식 매수에 응하지 않은 주주가 남을 가능성이 있고 주가상승 으로 인한 다액의 매수자금 등이 소요되는 것이 단점이었다. 이러한 방법들은 어느 것이나 完全母子會社 關係의 신설을 직접 목적으로 하는 것이 아니기 때문에 간명한 절차에 의해 기존의 회사 사이에 完全母 子會社關係를 신설하는 제도의 도입이 주장되어 온 것이다(原田晃治, 株式交換等に係る平成一一年改正商 法の解説(上), 商事法務 No.1536(1999.9.5), 10頁).

에게 자회사의 업무내용 공시의 충실 등의 조치를 강구하며 또한 회사 계산의 적정을 도모하기 위해서 금전채권 등에 관하여 시가에 의한 평가를 가능하게 하는 조치 등을 강구하였다.¹⁸⁾

3. 株式交換節次

(1) 株式交換契約書の 作成

1) 株式交換契約書 作成의 必要性

株式交換의 효력이 발생하면 完全母會社가 되는 회사는 完全子會社가 되는 회사의 주주가 갖는 그 회사의 발행주식전부를 취득하여 完全母會社가 되고, 完全子會社가 되는 회사의 주주는 完全母會社가 되는 회사의 주식을 배당받아 完全母會社의 주주가 되는 것이므로, 株式交換은 쌍방의 회사의 주주에게 중대한 영향을 미치게 되기 때문에 회사는 株式交換契約書を 작성하여 株主總會의 특별결의에 의한 승인을 받도록 하고 있다(日商 제353조 제1항).

2) 株式交換契約書の 記載事項(日商 제353조 제2항)

株式交換契約書の 기재사항으로는 ① 完全母會社로 되는 회사가 株式交換으로 인하여 정관변경을 하는 때에는 그 규정, ② 完全母會社로 되는 회사가 株式交換에 의하여 발행

하는 신주의 총수, 액면·무액면의 구별, 종류 및 수, 完全子會社로 되는 회사의 주주에 대한 신주의 배정에 관한 사항, ③ 完全母會社로 되는 회사의 증가하는 자본금 및 자본준비금에 관한 사항, ④ 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 지불할 금액(주식교환교부금)을 정한 때는 그 규정, ⑤ 각 회사의 결의를 하는 株主總會日, ⑥ 株式交換日, ⑦ 각 회사가 전호의 일에 이익의 배당 또는 금전의 분배를 하는 때는 그 한도액 등의 7가지를 열거하고 있다. 그밖에도 임원의 임기에 관하여 정하는 경우에 그 사항도 계약서 기재사항이다(日商 제361조). 위에서 열거하는 7가지 기재사항이 법정기재사항이라고 하더라도 반드시 모두 기재하여야 하는 것은 아니다.¹⁹⁾

i) 完全母會社로 되는 회사가 정관변경을 하는 때에는 그 규정

完全母會社가 되는 회사에서는 株式交換에 의해 그 목적, 수권주식수 등에 관하여 정관을 변경하여야 한다. 그러나 完全子會社가 되는 회사는 株式交換을 하더라도 통상 정관의 기재사항에 변경이 생기는 것은 아니므로 제외된다. 변경후의 정관 규정이 기재되어 있는 株式交換契約書가 完全子會社가 되는 회사 및 完全母會社가 되는 회사 쌍방의 株主總會에서 승인되면 株式交換日에 정관변경의 효력이 생긴다.²⁰⁾ 株式交換에 의해 정관변경을 할 때란 株式交換과 정관변경과의 사이에 인과관계가

0)8) 原田晃治, 전게논문, 4頁

0)9) 中西敏和, 平成一一年改正商法に基づく株式交換契約書の記載-最近までの記載實態の分析-, 商事法務 No.1552 (2000.2.25), 19頁

20) 原田晃治, 전게논문, 13頁

있는 경우에 한정되지 않고, 株式交換의 때에 株式交換契約書에 변경후의 정관 규정을 기재하는 것에 의해 株式交換의 효력발생과 동시에 정관변경의 효력을 발생하기 위해서 정관변경을 하는 경우도 포함된다.²¹⁾

- ii) 完全母會社로 되는 회사가 株式交換에 의하여 발행하는 신주의 총수, 액면·무액면의 구별, 종류 및 수, 完全子會社로 되는 회사의 주주에 대한 신주의 배정에 관한 사항

完全子會社가 되는 회사의 주주에게는 完全母會社가 되는 회사의 주식이 배당되므로 이것에 관한 상세한 사항을 株式交換契約書에 기재하게 한 것이다. 그러나 完全子會社로 되는 회사가 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하고 있는 경우, 株式交換契約締結後 株式交換日까지 전환권 또는 신주인수권의 행사에 의해 발행주식수가 증가하는 것이 예상된다. 이러한 경우에는 계약체결시에 발행주식수를 파악하는 것은 불가능하고 株式交換에 있어서 完全母會社로 되는 회사가 발행하는 신주의 총수를 구체적으로 기재하는 것이 불가능하다.²²⁾ 따라서 각 회사가 전환사채 등을 발행하고 있는 경우 일정상 이익(중간)배당의 기준일 현재의 발행주식총수를 확정할 수 없을 때에는 미리 그 증가주식수를 예측하여 한도액을 적정하게 조정하여야 할 것이다.²³⁾

이러한 기재에 의해 完全子會社가 되는 회

사의 주주는 株式交換의 효과로서 당연히 그 주식보유수에 비례하여 신주의 배당을 받아 完全母會社가 되는 회사의 주주가 되고, 통상의 신주발행에서 요구되는 주식신청이나 배당통지 등의 절차는 필요없다. 株式交換比率은 完全子會社로 되는 회사의 주주를 중심으로 하는 이해관계자에게 있어서는 최대의 관심사이고 공정성이 요청된다.²⁴⁾

完全子會社가 되는 회사가 갖고 있는 자기주식에 관해서는 株式交換에 의해 完全母會社가 되는 회사의 주식이 배당된다(日商 제211조의2 제1항 제1호). 이는 배당을 안하게 되면 完全子會社の 채권이 감소하게 되므로 회사채권자를 해하는 결과를 가져오기 때문이다. 자회사에 의한 모회사의 주식의 취득은 원칙으로서 금지되지만(日商 제211조 제1항), 자회사가 자기주식을 갖는 경우에 株式交換이 행하여진 경우에는 일단 完全母會社가 되는 회사의 주식을 취득하고 상당한 시기에 처분해야 할 것이다(日商 제211조의2 제2항).²⁵⁾

完全母會社가 되는 회사가 갖는 完全子會社가 되는 회사의 주식에 관하여 株式交換에 있어서 발행하는 신주를 배당하여야 하는가에 대해 株式交換은 完全母子會社關係를 신설하기 위한 제도이고 完全母會社가 이미 갖고 있는 完全子會社가 되는 회사의 주식에 대하여 完全母會社가 되는 회사의 주식을 배당할 필요는 없을 것이다. 이것을 배당할 때는 자기주식을 취득하게 되므로 소극적으로 해석하여

20) 原田晃治, 전계논문, 13頁

22) 中西敏和, 전계논문, 商事法務 No.1552 (2000.2.25), 20頁

23) 林勇, 전계논문, 16頁

24) 中西敏和, 전계논문, 22頁

25) 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 전계논문, 16頁; 原田晃治, 전계논문, 14頁

야 할 것이다.²⁶⁾ 일본 상법 제352조 제2항이 完全子會社가 되는 회사의 주식이 完全母會社가 되는 회사에 『이전』한다고 규정하고 있는 것은 그 취지를 밝힌 것이라고 한다.²⁷⁾

完全子會社로 되는 회사가 종류주식을 발행하고 있는 경우에는 完全子會社로 되는 회사 정관에 정함이 없는 경우에도 完全母會社로 되는 회사가 株式交換에 의해 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 株式交換新株를 배당할 때 주식의 종류에 따라서 그 종류별로 정할 수가 있다. 完全母會社로 되는 회사가 같은 내용의 우선주식을 발행하고 있는 경우에는 우선주와 교환하거나 보통주로 대신 발행하여 주는 것도 가능하다.²⁸⁾ 종류주식을 발행하는 경우 完全子會社로 되는 회사가 종류주식을 발행하고 있는 경우는 完全子會社の 株主總會에 추가하여 種類株主總會의 승인결의가 필요하다.²⁹⁾

iii) 完全母會社の 증가하는 資本金 및 資本準備金에 관한 事項

完全母會社가 되는 회사의 자본은 株式交換日에 完全子會社가 되는 회사에 현존하는 순자산액을 한도로서 증가한다(日商 제357조). 이 자본증가의 한도액 중 자본에 전입한 액은 자본준비금으로서 적립하여야 한다(日商 제288조의2 제1항 제2호). 이는 完全母會社가 되는 회사의 증가해야 할 자본금 및 자본준비금에 관한 사항을 株式交換契約書의 기재사항으

로 한 것이다. 합병의 경우에는 이익준비금 기타 회사에 유보한 이익의 인수가 인정되기 위해서 合併契約書에는 『준비금에 관한 사항』을 기재해야 하지만 자산의 이전이 따르지 않은 株式交換에 있어서는 이익준비금 그밖의 유보한 이익의 인수를 인정할 수 없으므로 『자본준비금에 관한 사항』이라고 하였다.³⁰⁾

iv) 完全子會社の 주주에게 지불할 금액을 정한 때는 그 규정

完全子會社가 되는 회사의 주주에 대하여 完全母會社가 되는 회사의 주식을 배당할 때에 당해 회사의 재산상황 등으로부터 배당비율을 계산한 결과 단순한 정수의 비율이 되지 않은 경우, 즉 주식의 병합 또는 분할을 하는 경우에 단순한 비율이 되지 않을 때는 그 액을 조정하기 위하여 完全子會社の 주주에 대하여 주식 이외에 일정한 금전을 지불할 필요가 생긴다. 이를 주식교환교부금이라고 하는데, 이 경우에는 株式交換契約書에 기재하는 것이 필요하다. 합병의 경우에도 같은 취지로 합병교부금의 지불이 인정되고 있지만, 현실의 합병사례에 있어서는 합병비율의 조정을 위한 합병교부금보다도 소멸회사의 주주에 대하여 최종의 결산기 이후 합병기일까지의 배당금 상당을 합병교부금으로서 지불하는 예가 다수를 차지하고 있다. 株式交換에 있어서는 完全子會社가 되는 회사에서 完全母會社가 되는 회사에의 재산계승이 없기 때문에 株式交

26) 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 전계논문, 16頁

27) 原田晃治, 전계논문, 13頁

28) 中西敏和, 전계논문, 22頁

29) 林勇, 전계논문, 21頁

30) 原田晃治, 전계논문, 14頁

換交付金を 차감하고 합병차익금과 같은 의미에서의 株式交換差益이라는 것은 생기지 않는다. 합병에서처럼 株式交換의 경우에 배당하는 의미에서의 株式交換交付金を 지불할 필요에 대해 찬성하는 견해³¹⁾와 반대하는 견해³²⁾가 있다³³⁾.

v) 각 회사의 株主總會日

株式交換의 예정을 명확히 하기 위해서 각 회사에서 株式交換契約書의 승인결의가 되는 기일을 합의하여 株式交換契約書에 기재해야 할 것으로 한 것이다. 통상 구체적 날짜가 표시되었지만 『○월 하순』이라고만 기재하여도 충분하다. 또한 절차가 어떠한 사정으로 지연된 경우 등을 상정하여 『甲, 乙 합의하여 기일을 변경할 수가 있다』는 부기도 실제의 예에서는 많다고 한다.³⁴⁾

vi) 株式交換日

株式交換의 효력이 발생하는 날이다. 株式交換에 관해서는 개개의 신주발행절차가 준용되지 않고 신주납입기일이라는 개념도 없으므로, 그 효력발생일에 관해서도 株式交換契約書에 일정한 날짜를 기재하여 그 때에 株式交換의 효력이 생기는 것으로 한 것이다. 또한 株式交

換에 관해서는 株式交換의 효과발생을 등기에 의해서 발생시킬 필요가 없기 때문에 등기의 기산점을 밝힌다고 하는 의미에서의 『株式交換時期』(日商 제365조 제1항 제5호, 제409조 제6호 참조)라는 개념도 필요가 없다.³⁵⁾

vii) 각 회사가 株式交換日에 하는 이익배당 또는 금전분배의 한도액

주식의 교환비율이 株式交換契約書 작성 당시의 각 회사의 자산상황을 기초로 결정되기 때문에 그 후 당해 회사의 자산상황에 큰 변경이 있으면 교환비율에 영향을 주는 경우가 있다. 즉 한도액을 설정하는 이유는 주식회사의 자본충실의 원칙을 간접적으로 고려하였다고 할 수 있을 것이다.³⁶⁾ 따라서 본호는 株式交換까지의 사이에 이익배당 등이 있을 때는 이들도 고려하여 주식교환비율의 적부를 판단할 수 있도록 하고자 하는 것이다.³⁷⁾ 즉 株式交換日까지의 이익배당·중간배당의 한도액, 즉 株式交換契約의 체결로부터 株式交換期日까지의 사이에 이익배당 또는 중간배당이 행하여지면 현금이 사외로 유출되는 것에 의해 기업가치에 큰 영향을 미치게 되므로, 배당금의 한도액을 명시하도록 하고 있는 것이다.³⁸⁾ 다만 같은 이익처분에 의한 사외유출이더라도

30) 林勇, 전계논문, 16頁; 菊地伸・株式交換・移轉の實務, 34頁

32) 原田晃治, 전계논문, 14頁

33) 株式交換일정과 관련된 문제점에 대해서는 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 改正商法につく株式交換・株式移轉의 實務, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 22~27頁 참조

34) 中西敏和, 전계논문, 25頁

35) 原田晃治, 전계논문, 14~15頁

36) 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 전계논문, 8頁

37) 原田晃治, 전계논문, 15頁

38) 中西敏和, 전계논문, 25頁; 石井博之, 株式交換・株式移轉制度の整備に係る商法等の一部を改正する法律等の施行に伴う商業・法人登記事務の取扱い, 商事法務 No.1546(1999.12.15), 21頁

임원상여금에 관해서는 기재사항으로 하지 않고 있는데 해석상 기재해야 한다는 견해도 있다.³⁹⁾

(2) 株式交換契約書の 承認

1) 株主總會의 召集通知의 記載事項

주주에게, 株式交換에 대해 명확히 하고, 주주가 株主總會에서의 의결권 행사 등을 위해 관계서류의 열람 등을 가능하게 하기 위해서 株式交換契約書の 요령을 株主總會의 소집통지에 기재하도록 하였다(日商 제353조 제3항). 株式交換契約書에는 契約書 내용의 요점을 기재하여야 한다. 또한 의결권을 갖는 주주의 수가 1,000명 이상의 상법특례법상의 큰 회사에 있어서는 株主總會의 소집통지에는 의결권 행사에 관해서 참고가 되는 사항으로서 법무성령으로 정하는 것을 기재한 서류를 첨부하여야 한다(상법특례법 제21조의2).

복수의 회사가 株式交換에 의하여 完全母子會社關係를 창설하는 경우에 完全母會社の 株主總會는 단 한번의 株主總會로 할 수 있는지 여부에 대해서는 명문규정이 없지만, 株主總會의 포괄적 승인이 없거나 株式交換契約書의 내용이 현저하게 차이날 때에는 각 契約書별로 株主總會의 승인을 얻어야 할 것으로 생각한다. 완전자회사의 입장에서 株式交換을 복수계약으로 하는 경우 즉 完全子會社로 되는 회사의 株式交換契約書 승인에 관계되는 총회의 소집통지에 같은 完全母會社로 되는 회사와 株式交換契約書を 체결하는 다른 完全

子會社로 되는 회사의 계약내용에 관해서도 기재하여야 한다고 생각한다. 그렇게 하여야만 모회사와 株式交換을 할 것인지에 대해 판단할 수 있기 때문이다. 참고로 株式移轉에 있어서는 회사가 공동으로 株式移轉으로 인하여 완전모회사를 설립하는 때에는 그 뜻을 株主總會의 승인을 받도록 하고 있다(日商 제365조 제1항 제8호).

2) 株主總會의 決議要件等

株式交換契約書の 승인은 특별결의(발행주식의 과반수에 해당하는 주식을 갖는 주주가 출석하여 그 의결권의 3분의 2 이상으로 해당하는 다수)에 의하여야 한다(日商 제353조 제4항). 株式交換은 합병이나 현물출자와 같이 주주의 이해에 중대한 영향을 미치게 되므로 특별결의요건으로 한 것이다. 完全子會社가 되는 회사의 주주는 完全母會社가 되는 회사의 주주가 되어 그 지위에 중대한 변경이 생기지만 完全母會社가 되는 회사의 주주에게 있어서도 株式交換은 단순한 현물출자와 完全母會社가 되는 회사에 의한 신주의 발행이 아니라 完全母子會社關係를 신설한다고 하는 회사의 기본적인 변경에 관계되는 문제이고 주주에 대하여 중대한 영향을 미치는 것이다.

完全母會社가 되는 회사의 정관에 주식의 양도에 관하여 이사회 승인을 요하는 취지의 규정이 있고, 完全子會社가 되는 회사의 정관에 그 규정이 없을 때는 完全子會社가 되는 회사의 주주는 株式交換의 결과 주식의 양도에 관하여 제한을 받게 되므로 그 주주의

39) 江頭憲治郎はか『[特別座談會]株式交換・株式移轉—制度の活用について』, ジュリスト, 1168號, 111頁 江頭發言、原田 發言

이익을 보호하기 위해서 完全子會社가 되는 회사에서의 株式交換契約書의 승인은 회사가 정관을 변경하여 새롭게 주식 양도제한의 규정을 마련하는 경우와 같은 특별결의에 의하여야 한다(日商 제353조 제5항). 또한 完全子會社가 되는 회사의 株主總會의 소집통지에는 完全母會社가 되는 회사의 정관에 주식의 양도에 관하여 이사회 승인을 요하는 취지의 규정이 있는 것을 기재하여야 한다(日商 제353조 제7항).

完全子會社가 되는 회사가 수종의 주식을 발행하고 있는 경우에 있어서는 完全子會社가 되는 회사의 정관에 규정이 없을 때라도 完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 의해 完全子會社가 되는 회사의 주주에게 株式交換新株를 배당할 때는 주식의 종류에 따라서 각각 규정할 수 있지만(日商 제222조3항), 그 결과 어느 종류주주가 손해를 입을 때는 그 종류주주의 총회의 결의가 필요하다(日商 제346조, 제345조).

수개의 회사가 1개의 株式交換契約를 체결하는 경우에는 각 당해 회사에서의 승인결의가 필요하고 1개 회사라도 승인결의를 얻을 수 없을 때는 그 株式交換契約全體가 효력이 생기지 않는다. 2개 회사 사이에서의 株式交換契約 체결이 병렬적으로 행하여지는 경우에는 일부 株式交換契約에 관한 株式交換契約書의 승인이 얻어지지 않더라도 원칙적으로 다른 株式交換契約의 효력에는 영향을 미치지 않는다.⁴⁰⁾

(3) 株式交換契約書 등의 事前公示

이사는 그 승인결의를 하는 株主總會日の 2주간의 전부터 株式交換後 6개월을 경과할 때까지 株式交換契約書 등을 본점에 비치하여 두고 주주의 열람 등을 위해 제공하여야 한다(日商 제354조). 즉 주주는 영업시간 내에는 언제든지 株式交換契約書 등 비치서류의 열람을 요구할 수 있으며, 회사가 정한 비용을 지불하고 그 등본 또는 초본의 교부를 요구할 수 있다(日商 제354조 제2항). 또 株式交換은 각 회사의 주주구성에 변동을 생기게 할 뿐이고 각 회사의 재산상황에는 변동이 생기지 않기 때문에 채권자에게는 비치서류의 열람권이 인정되지 않는다.⁴¹⁾

株式交換契約書의 승인총회 개최전에 주주가 株式交換의 여부, 株式交換條件의 적정성, 주식매수청구권행사 여부 등을 판단할 수 있도록 하고 株式交換의 효력발생 후에 株式交換無效의 訴제기 여부에 대한 정보의 공시를 목적으로 하는 것이다. 이사는 株式交換契約書 등의 비치를 해태한 경우에는 과태료의 제재를 받는다(日商 제498조 제1항 제10호). 또한 株式交換契約書 등의 비치의무를 해태한 때에는 株式交換의 무효사유가 된다고 본다.⁴²⁾

비치하여야 하는 서류로는 ① 株式交換契約書, ② 完全子會社로 되는 회사의 주주에 대한 주식배정에 관한 사항과 그 이유를 기재한 서면, ③ 株主總會日前 6월내의 날에 작성한 주식교환을 위한 각 회사의 대차대조표, ④ 전호의 대차대조표가 최종의 대차대조표가 아

40) 原田晃治, 전계논문, 16頁

40) 前田庸, 「商法等の一部を改正する法律案要綱(案)の解説(上)」, 商事法務 No.1517, 13頁

42) 原田晃治, 전계논문, 16頁

닌 때에는 최종의 대차대조표, ⑤ 주식교환을 한 각 회사의 최종의 대차대조표와 동시에 작성한 손익계산서, ⑥ 전호의 손익계산서 외에 제3호의 대차대조표와 동시에 손익계산서를 작성한 때에는 그 손익계산서 등이다(日商 제354조 제1항).

1) 株式交換契約書(日商 제354조 제1항 제1호)

株式交換의 내용, 조건, 절차 등을 밝히는 것이다. 승인총회의 소집통지에는 株式交換契約書の 요령을 기재하여야 하지만(日商 제353조 제3항), 株式交換契約의 내용을 자세히 알고 싶은 주주를 위해 株式交換契約書 자체를 공시해야 하는 것으로 한 것이다.

2) 株式交換比率의 理由書(日商 제354조 제1항 제2호)

完全子會社가 되는 회사의 주주에 대한 完全母會社가 되는 회사가 발행하는 주식의 배당비율(株式交換比率)은 각 회사 주주의 주식보유비율이나 그 보유하는 주식의 가치에 영향을 주므로 그 株式交換比率이 적절한지를 판단하기 위한 정보로 株式交換比率의 산정근거를 기재한 서면을 공시해야 할 것으로 한 것이다. 이 이유서의 기재사항에 관해서는 특별한 규정은 없지만 株式交換比率은 당해 회사의 현재 자산상황만이 아니라 그 수익력, 장래성 등을 고려한 적절한 기업가치의 평가에 기초를 두어야 한다. 기업가치의 산정방법으로는 순자산평가방식, 주가비교방식, 수익력비교방식, 병용방식 등이 있다. 주가비교방

식에는 주가의 산정방법에 따라 시장가격방식, 유사회사비교방식, 유사업종비교방식 등이 있다.⁴³⁾

3) 각 회사의 貸借對照表

株式交換比率은 각 회사의 재산상황 등에 의해서 정해지므로 각 회사의 주주는 상대방 회사의 재산상황 등에 의해 株式交換을 하는 것이 적당한지를 판단하기 위하여 각 회사의 재산상황을 나타내는 대차대조표를 공시사항으로 한 것이다. 株式交換의 적부나 株式交換比率의 상당성을 판단하기 위해서 공시되어야 하는 대차대조표는 가능한 최근의 것이어야 한다. 따라서 승인총회일을 기준으로 6월내의 날을 기준일로 작성된 대차대조표를 공시하는 것을 원칙으로 하되(제3호), 그 대차대조표가 최종의 대차대조표가 아닐 때는 그 신뢰성을 담보하기 위해서 최종의 대차대조표를 공시해야 하는 것으로 하였다(제4호). 따라서 최종의 대차대조표가 승인총회일을 기준으로 6월내의 날에 작성되었을 때는 이것을 株式交換貸借對照表로서 이용할 수가 있다. 株式交換의 경우에는 회사가 소멸하는 것은 아니기 때문에 株式交換後의 完全子會社の 비치의무는 完全母會社에 승계되지 않으므로 完全子會社の 비치의무는 소멸하지 않는다.

4) 각 회사의 損益計算書

株式交換의 적부나 株式交換比率의 상당성에 관하여 정확한 판단을 하기 위해서는 株式交換을 하는 각 회사의 한 시점에 있어서의

43) 原田晃治, 전계논문, 17頁

재산상환 뿐만 아니라 그 회사의 수익력에 관한 사항을 아는 것이 필요하다. 따라서 개정법은 최종의 대차대조표와 동시에 작성한 손익계산서도 비치하도록 하고 있다(제5호). 회사가 임의로 제3호의 대차대조표와 동시에 손익계산서를 작성하였을 때는 그것은 각 회사의 수익력을 나타내는 유익한 자료이기 때문에 이것도 공시하도록 한 것이다(제6호).

(4) 株券의 失効節次

完全子會社가 되는 회사는 株式交換의 승인결의를 하였을 때는 그 취지, 株式交換日 전일까지 주권 및 단주권을 회사에 제출해야 할 취지 및 株式交換日에 주권 및 단주권은 무효로 된다는 취지를 그날의 1월 전에 공고하고, 주주 및 주주명부에 기재되어 있는 질권자에게는 개별적으로 통지하여야 한다(日商 제359조). 주권무효 등의 공고는 정관소정의 공고방법에 의하고, 주주명부상의 주주 및 등록질권자에 대한 별도의 통지는 주주명부에 기재되어 있는 주소로 한다.⁴⁴⁾

본조는 株式交換新株를 배당해야 되는 完全子會社가 되는 회사의 주주를 확정하기 위하여 주권 등의 제출을 요구하는 것이고, 그 요구에 응해서 제출된 주권인지를 막론하고 完全子會社가 되는 회사의 주권 및 단주권은 전부 무효로 한 것이다. 株式交換日까지 주권을 제출한 주주에 관해서는 일반적으로 完全子會社가 된 회사에서 작성하는 명부에 기재되어 이 명부가 完全母會社가 된 회사에 인도되고, 이것에 따라서 完全母會社의 주권이 교부될

것이다. 株式交換日까지 제출되지 않은 주권은 完全母會社가 된 회사가 발행하는 신주권의 교부청구권을 표창하는 유가증권으로서의 효력을 갖는 것으로 해석된다.⁴⁵⁾ 구주권 또는 구단주권을 제출할 수 없는 자가 있는 때는 회사는 그 자의 청구에 의해 이해관계인에 대해 이의가 있으면 일정한 기간내(3월)에 이의를 제기할 것을 공고하고 그 기간경과 후에 신주권 또는 신단주권을 교부할 수 있다(日商 제216조, 제359조 제2항). 完全母會社가 된 회사가 完全子會社가 된 회사의 주권발행을 요구할 때는 새롭게 주권이 발행되지만 이 주권에는 발행년월일이 기재되기 때문에(日商 제225조) 실효한 주권과 구별할 수가 있다.

(5) 株式交換에 관한 사항을 기재한 書面等의 公示(事後公示)

이사는 주식교환일에 完全子會社로 된 회사에 현존하는 순자산액, 株式交換으로 인하여 完全母會社에 이전한 完全子會社의 주식수, 그 다른 株式交換에 관한 사항을 기재한 서면을 주식교환일로부터 6월간 본점에 비치하여야 한다(日商 제360조 제1항). 주주는 영업시간 내에는 언제든지 이 서면의 열람을 요구하거나 또는 회사가 정한 비용을 지불하고 그 등본 또는 초본의 교부를 요구할 수 있다(동조 제2항).

본조에 의한 정보의 공시는 株式交換節次가 적정히 행하여진 것을 간접적으로 담보함과 동시에 주주가 株式交換無效의 訴를 제기하기 위한 판단자료를 제공하기 위해서이다. 따라

44) 林勇, 전개논문, 20頁

45) 原田晃治, 전개논문, 18頁

서 株式交換에 관한 사항을 기재한 서면의 비치기간은 6개월간이다. 株式交換日을 기재사항으로 한 것은 이 날이 株式交換의 효력이 생기는 날이고 株式交換無效의 訴의 제기기간의 기산일이기 때문이다. 이 날이 株式交換日에 完全子會社가 된 회사에 현존하는 순자산액 및 株式交換에 의해서 完全母會社에 이전한 完全子會社의 주식수를 기재사항으로 한 것은 이들을 기준으로 자본증가의 한도액이 정해지고, 이 한도액을 넘어 자본을 증가하였을 때 株式交換은 무효로 되기 때문이다.

(6) 簡易株式交換節次

完全母會社가 되는 회사가 규모가 작은 회사를 株式交換에 의해 完全子會社로 하는 경우에는 完全母會社가 되는 회사의 주주에게 주는 영향이 경미하므로 개정법은 株式交換節次の 간소화와 합리화를 도모하기 위해서 簡易株式交換節次를 마련하였다(日商 제358조). 즉 주주에게 미치는 영향이 경미하다고 생각되는 경우는 株式交換節次の 간소화와 합리화를 피하기 위하여 株主總會의 승인을 얻지 않고서 株式交換을 할 수 있도록 한 것이다. 또한 完全子會社로 되는 회사에 있어서는 株式交換에 의해 해당 회사의 주주는 강제적으로 完全母會社로 되는 회사의 주주가 되기 때문에 簡易株式交換制度에 의할 수 없도록 하였다.⁴⁶⁾

1) 要件等

完全母會社로 되는 회사가 주식교환에 의하

여 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행후 주식총수의 20분의 1을 초과하지 않은 때에는 그 회사는 株主總會의 특별결의없이 株式交換을 할 수 있다. 그러나 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 지불하여야 할 금액을 정하는 경우에, 그 금액이 최종 대차대조표에 의하여 完全母會社로 되는 회사에 현존한 순자산액의 50분의 1을 초과하는 때에는 株主總會의 승인을 얻어야 한다(日商 제358조 제1항). 이는 株式交換에 의해 完全母會社가 되는 회사의 주주에게 있어서는 株式交換에 의한 주식보유비율의 저하가 중대한 관심사이므로, 完全母會社가 되는 회사의 주주의 주식보유비율의 저하에 중대한 영향을 미치지 않는 完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 있어서 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행총주식의 20분의 1을 넘지 않을 때에는 간이합병의 경우처럼(日商 제413조의3 참조) 簡易株式交換을 할 수 있도록 한 것이다. 完全母會社로 되는 회사는 株式交換時 신주발행 대신 보유한 자기의 주식을 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 이전할 수 있다. 이 경우에 이전해야 할 주식의 총수, 액면·무액면의 구별, 종류 및 수를 株式交換契約書에 기재하여야 한다(日商 제356조). 이렇게 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 이전하는 주식은 株式交換에 의하여 발행하는 신주로 간주한다.

株式交換交付金の 요건을 부과한 것은 完全子會社가 되는 회사의 주주에게 다액의 株式交換交付金を 지불하여 株式交換新株의 수를 적게 하는 방법 등의 탈법적인 행위를 방지하

46) 石井博之, 전계논문, 21頁

기 위해서 株式交換交付金이 完全母會社の 순자산액의 50분의 1을 넘을 때는 簡易株式交換을 인정하지 않은 것으로 한 것이다. 또 株式交換契約의 체결은 중요한 업무집행에 해당하므로 簡易株式交換節次에 의한 경우라도 이사회결의가 필요하다(日商 제260조 제2항). 完全子會社가 되는 회사에 관해서는 그 회사의 주주는 株式交換에 의해 完全母會社の 주주가 되어 그 지위에 중대한 변경이 생기므로 간이절차에 의한 株式交換은 인정하지 않는 것으로 하였다.⁴⁷⁾

2) 株式交換契約書の 記載事項

簡易株式交換을 하는 경우 株式交換契約書에 完全母會社가 되는 회사에 관해서는 株主總會의 승인결의를 얻지 않고 株式交換을 한다는 취지를 기재하여야 하고, 이 경우에는 完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 의해 정관변경을 하는 경우의 규정을 기재하지 않아도 된다(日商 제358조 제3항). 이는 정관변경이 株主總會의 결의사항이고(日商 제342조 제1항), 簡易株式交換의 경우에는 株式交換契約書の 株主總會의 승인결의가 없기 때문에 이 절차를 이용하여 정관변경을 할 수가 없기 때문이다. 또한 完全母會社가 되는 회사에서는 株式交換契約書の 승인결의를 하는 株主總會가 열리지 않기 때문에 승인총회일을 기재할 필요는 없다(日商 제353조 제2항 제5호).

3) 公告等

完全母會社로 되는 회사는 株式交換契約書

를 작성한 날로부터 2주간 내에 完全子會社로 되는 회사의 상호 및 본점, 株式交換日과 동시에 株主總會의 승인을 얻지 않고 株式交換을 한다는 취지를 공고하고 주주에게 통지하여 한다(日商 제358조 제4항). 完全母會社가 되는 회사의 주주는 株式交換에 반대의사를 통지하여 株式買受請求權을 행사할 수가 있기 때문에(동조 제5항), 簡易株式交換을 하는 취지를 알려 이들의 권리행사기회를 보장하고자 하는 것이다. 이 경우의 공고는 完全母會社가 되는 회사가 정관으로 정하는 공고방법에 의하여야 한다.

4) 株式買受請求權

공고 또는 통지의 날로부터 2주간 내에 회사에 대하여 서면으로 株式交換에 반대의사를 통지한 주주는 회사에 대하여 자기의 보유주식을 株式交換契約이 없었더라면 그가 가질 수 있었던 공정한 가격으로 매수하여 줄 것을 청구할 수 있다(동조 제5항). 위 청구는 기간의 만료일로부터 20일 내에 주식의 액면·무액면의 구별, 종류 및 수를 기재한 서면을 제출하여야 한다(동조 제6항). 주가가격결정의 절차, 株式買受請求權의 실효 등에 관한 상법의 규정(日商 제245조의3 제2항 및 제5항, 제245조의4)은 이 경우의 株式買受請求權에 준용된다(동조 제7항).

5) 簡易株式交換을 할 수 없는 경우

完全母會社로 되는 회사의 발행후 주식총수의 6분의 1 이상의 주식을 보유한 주주가 반

47) 原田晃治, 전게논문, 19頁

대의 의사통지를 하는 경우에는 簡易株式交換을 할 수 없다(동조 제8항). 株式交換契約書의 승인은 발행주식총수의 과반수에 해당하는 주식을 갖는 주주가 출석하여 그 3분의 2 이상의 다수결 즉 특별결의에 의하여야 하므로, 발행주식총수의 6분의 1 이상의 주식을 갖는 주주가 株式交換에 반대할 경우에는 株主總會를 개최하더라도 株式交換契約書의 승인이 얻어지지 않을 가능성이 있으므로 이 경우에는 간이절차에 의한 株式交換은 할 수 없는 것으로 한 것이다.⁴⁸⁾ 그러나 반드시 불가능한 것이 아니라는 점에서는 의문이 든다.

4. 株主의 株式買受請求權

株式交換을 반대하는 주주는 株式買受請求權을 행사할 수 있다. 즉 株式交換契約書의 승인을 위한 株主總會에 앞서서 이것에 반대의사를 회사에 대하여 서면으로 통지하고, 그 株主總會에서 반대한 주주는 회사에 대하여 자기가 갖는 주식을 공정한 가격으로 매수하여 것을 청구할 수가 있다(日商 제355조 제1항). 株式交換에 의해 完全子會社가 되는 회사의 주주 및 完全母會社가 되는 회사의 주주는 株式交換의 조건, 상대방회사의 재산상황 등에 의해서 불이익을 받을 가능성이 있으므로, 株式交換에 반대하는 주주에게 株式買受請求權을 인정한 것이다. 株式交換 자체에 반대하는 주주 뿐만 아니라 株式交換比率에 불만이 있어 이것에 반대한 주주도 株式買受請求權이 인정된다.

株式買受請求權이 행사된 경우 完全子會社가 되는 회사 또는 完全母會社가 되는 회사는 자기주식취득금지의 예외로서 자기주식을 취득하는 것이 인정된다(日商 제210조 제4호). 취득한 자기주식은 상당의 시기에 처분하여야 한다(日商 제22조). 完全子會社가 되는 회사가 취득한 자기주식에 관해서는 株式交換에 의해 完全母會社가 되는 회사의 주식이 배당되지만(日商 제211조의2 제1호), 이 주식에 관해서는 상당의 시기에 처분하여야 한다(동조 제2항). 주식매수청구의 절차, 매수가격의 결정, 매수대금의 지불방법, 영업양도 등을 중지한 경우의 매수청구권의 실효 등의 규정(日商 제245조의3, 제245조의4)은 株式交換의 경우에도 준용된다(日商 제355조 제2항).

5. 株式交換新株의 發行에 갈음하는 自己株式의 移轉

完全母會社가 되는 회사는 株式交換時 발행하는 신주에 갈음하여 상당한 시기에 처분하여야 하는 자기주식을 完全子會社가 되는 회사의 주주에게 이전할 수가 있다. 이 경우에는 그 이전해야 할 주식의 총수·액면·무액면구별, 종류 및 수를 株式交換契約書에 기재하여야 한다(日商 제356조). 株式交換新株의 대용으로서 사용할 수 있는 자기주식은 상당한 시기에 처분해야 할 자기주식에 한정된다. 따라서 소각목적으로 취득한 자기주식은 지체 없이 소각하지 않으면 안되기 때문에 대용자기주식으로서 사용할 수가 없다. 이사 또는

48) 原田晃治, 전제논문, 20頁

사용인에게 양도하기 위해서 취득한 자기주식(日商 제210조의2)은 취득한 때로부터 6월내에 이사 등에 양도하지 않으면 안되지만, 그 기간을 경과하였을 때는 이사 등에 양도한다고 하는 목적이 소멸하는 결과 상당의 시기에 처분해야 할 자기주식이 되므로, 이것도 대용 자기주식으로 사용할 수 있다.

6. 完全母會社가 되는 會社の 資本增價의 限度額

完全母會社로 되는 회사의 자본은 株式交換日에 完全子會社로 되는 회사에 현존하는 순자산액에 그 회사의 발행주식총수에 대한 株式交換으로 完全母會社로 되는 회사에 이전하는 주식수의 비율을 곱한 금액으로부터 ① 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 지불하여야 하는 금액, ② 完全子會社로 되는 회사의 주주에게 이전하는 주식에 대하여 회계장부에 기재한 가액의 합계액을 공제한 금액을 한도로 증가한다. 이 경우 株式交換에 의하여 액면주식을 발행한 때는 1주의 금액에 그 주식의 총수를 곱한 금액을 자본에 전입하여야 한

다(日商 제357조). 이 完全母會社가 되는 회사의 자본증가의 한도액이 현실에 증가한 完全母會社의 자본액을 넘을 때는 그 초과액은 자본준비금으로서 적립하여야 한다(日商 제288조의2 제1항 제2호).

完全母會社가 되는 회사는 株式交換에 의해 完全子會社가 되는 회사의 총발행주식의 전부를 취득하여 株式交換新株를 발행한다. 이것을 完全子會社가 되는 회사의 주식의 현물출자와 이것에 대하여 完全母會社가 되는 회사의 신주발행이라는 것을 분석하면, 完全母會社가 되는 회사에서는 반드시 자본을 증가시켜야 하고, 그 액에 관해서는 원칙적으로 주식발행가액의 1/2을 자본에 전입하여야 한다. 또한 그 경우에는 完全子會社가 되는 회사의 주식의 과대평가를 방지하기 위하여 일반적인 현물출자의 경우와 같이 감사인의 조사를 요구해야 한다. 株式交換差益 중 증가한 자본을 초과한 부분을 자본준비금으로서 적립하도록 한 것은 株式交換이 이익의 증감 이외의 원인에 의해 자본의 증감이 생기는 소위 자본거래이기 때문이다. 잉여금의 인수를 인정할 때는 完全母會社와 完全子會社の 쌍방에 있어

※ 자본증가한도액 계산⁴⁹⁾

$$\begin{array}{ccccccc} \text{자본증가} & = & \text{完全子會社の} & - & \text{株式交換에 의해} & - & \text{完全子會社로} & - & \text{完全子會社로 되는} \\ \text{한도액} & & \text{순자산액} & & \text{完全母會社에} & & \text{되는 회사의 주주} & & \text{회사의 주주에 이전하} \\ & & & & \text{이전한 주식수} & & \text{에게 지불할 금액} & & \text{는 주식에 대하여} \\ & & & & & & \text{(株式交換交付金)} & & \text{회계장부에 기재한} \\ & & & & \text{完全子會社の 발행} & & & & \text{가액의 합계액} \\ & & & & \text{주식총수} & & & & \end{array}$$

0) 石井博之, 전계논문, 22頁

서 2중의 잉여금을 계상하는 것을 인정하는 것으로 된다.⁵⁰⁾

채무초과회사를 完全子會社로 하는 株式交換의 경우, 자본의 증가에 관해서 그 한도액이라고 하는 完全子會社로 되는 회사의 순자산액을 기준으로 하고 있으므로 이런 경우는 株式交換을 원칙적으로 할 수 없으나,⁵¹⁾ 完全母會社로 되는 회사가 무액면주식을 발행한 경우는 자본을 증가하지 않아도 되기 때문에 액면주식의 경우와는 다른 결론이 날 수도 있을 것이나 원칙적으로 대가를 전제로 하는 株式交換에서 대가없이 完全母會社로 되는 회사의 주식만을 받는다는 것은 논리상 모순이다. 따라서 채무초과회사를 完全子會社로 하는 株式交換은 무효라고 할 것이다.⁵²⁾ 다만, 기말대차대조표가 채무초과이더라도 자산의 평가교환에 의한 순자산액에 있어서 채무초과가 아닌 경우는 가능하다고 할 것이다.⁵³⁾ 또한 주금총액을 상회하고 있다면 문제는 없다.⁵⁴⁾

7. 完全母會社가 되는 會社の 理事 등의 任期

完全母會社가 되는 회사의 이사 및 감사가 株式交換前에 취임한 경우, 株式交換契約書에 별도의 규정이 있는 경우를 제외하고는 株式交換後 최초로 도래하는 결산기의 정기총회 종결

시에 퇴임하는 것으로 본다(日商 제361조).

完全母會社가 되는 회사의 이사 및 감사는 株式交換에 의해서 당연히 퇴임하는 것은 아니지만 새롭게 完全母會社의 주주가 되는 完全子會社가 되는 회사의 주주의 의사에 따라서 선임된 것이 아니기 때문에 株式交換後에는 새롭게 完全母會社의 주주가 된 사람도 포함시켜 完全母會社가 된 회사의 주주 전원으로 구성하는 株主總會의 의사를 임원의 인사에 반영시키는 것이 필요하기 때문에, 임원은 株式交換後 최초로 도래하는 결산기에 관한 정기총회의 종결 때에 퇴임하는 것으로 한 것이다.⁵⁵⁾ 完全母會社가 되는 회사의 임원으로 株式交換前에 취임한 임원이 株式交換後에도 원래의 임기만료까지 재임하는 것에 관해서 完全子會社가 된 회사의 주주가 미리 승낙하여 원래의 임기까지 재임하는 것을 인정하여도 무방한 경우 株式交換後 최초로 도래하는 결산정기총회의 종결시에 퇴임하지 않는다는 취지의 규정이 株式交換契約書에 기재되어 있다면 원래의 임기만료 때까지 재임한다고 할 것이다.⁵⁶⁾

8. 株式交換無效의 訴

(1) 株式交換無效의 訴의 導入理由

株式交換節次 등에 하자가 있는 경우 그 株

50) 原田晃治, 전계논문, 22~23頁

51) 菊地 伸, 전계논문, 41頁

52) 이에 대한 논의는 岩原紳作/原田晃治/内間裕/中西敏和, 改正商法に基づく株式交換・株式移轉의 實務, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 18頁 이하 참조

53) 原田晃治, 전계논문, 22頁

54) 菊地 伸, 전계논문, 41頁

55) 原田晃治, 전계논문, 23頁, 石井博之, 전계논문, 23頁

56) 石井博之, 전계논문, 23頁

株式交換을 사후에 무효로 하여야 하는 경우라도 株式交換이 유효한 것을 전제로 完全母會社가 된 회사 및 完全子會社가 된 회사에 관하여 새로운 법률관계가 형성되어 있는 이상, 그 이해관계인도 다수이기 때문에 株式交換無效의 訴의 제도를 마련하여 법률관계의 확실적 확정, 소급효의 저지 및 무효주장을 제한하고 있다.

(2) 提訴期間等

株式交換의 無效는 株式交換日로부터 6월내에 訴로서 주장할 수 있다(日商 제363조 제1항). 무효원인을 법원으로 판단케 함으로써 법률관계의 안정을 확보함과 동시에 제소기간을 제한함으로써 장기간에 걸쳐 형성된 법률관계가 사후에 부인되고 복잡해지는 것을 방지하고자 한 것이다. 株式交換無效의 원인으로는 株式交換契約 자체에 착오 등의 무효원인이 있는 경우, 株式交換契約書의 승인결의의 부존재 등의 절차위반이 있는 경우 등이다. 그 밖에도 株式交換契約書 기재사항의 흠결, 株式交換契約書의 비치해태 등도 株式交換無效의 원인이 된다.⁵⁷⁾

株式交換契約書의 승인결의에 하자가 있는 경우의 株主總會決議取消의 訴 등과 株式交換無效의 訴와의 관계에 관해서는 다음과 같이 해결하여야 할 것이다.

즉 株式交換의 효력이 발생하기 전까지는 株式交換契約書의 승인결의에 관해서 株主總

會決議取消의 訴 또는 株主總會決議無效의 訴를 제기할 수가 있다. 株式交換의 효력이 발생한 후에는 株主總會決議取消의 訴 등은 株式交換無效의 訴에 흡수되어 제기할 수 없다.⁵⁸⁾ 株式交換의 효력발생전에 제기된 株主總會決議取消의 訴는 株式交換無效의 訴로 변경하여야 한다. 이 경우에 完全子會社가 되는 회사의 株主總會決議取消의 訴에 관한 관할법원은 그 회사의 본점소재지의 지방법원이고, 株式交換無效의 訴의 관할법원은 完全母會社가 되는 회사의 본점소재지의 지방법원이다(日商 제363조 제3항).

(3) 提訴權者

株式交換無效의 訴는 각 회사의 주주, 이사, 감사 또는 청산인에 한하여 제기할 수 있다(日商 제363조 제2항). 株式交換無效의 주장을 가급적 제한한다는 관점에서 株式交換無效의 訴를 제기할 수 있는 사람을 직접의 이해관계자로 한정한 것이다.⁵⁹⁾ 株式交換에 관해서는 양 당해 회사가 존속하고 단지 주주구성에만 변동이 생길 뿐이므로, 채권자를 해하는 일이 없으므로 채권자를 株式交換契約無效의 訴 등의 제소권자로 하지 않았다. 파산관재인도 당사자 적격이 없다.⁶⁰⁾ 株式交換契約書의 승인결의를 한 株主總會決議取消의 訴의 진행중에 株式交換日이 도래한 경우, 청산인이 株式交換無效의 訴의 제소권자가 아니라면 株主總會決議取消의 訴가 각하되어야 하는 부적당한

57) 原田晃治, 전계논문, 24頁

58) 原田晃治, 전계논문, 24頁

59) 原田晃治, 전계논문, 23頁

60) 原田晃治, 전계논문, 24~25頁

경우가 생기므로 청산인을 제소권자로 하였다. 감사특례법상의 소회사의 감사는 株式交換無效의 訴를 제기할 수 없다(감사특례법 제25조). 이사가 소를 제기한 경우 그 소에 관해서는 감사(日商 제275조의4) 또는 이사회 또는 株主總會가 정하는 사람(감사특례법 제24조 제1항 제2항)이 회사를 대표한다.

株式交換無效의 訴의 피고는 쌍방의 회사이고 이 관계는 고유필요적 공동소송이므로 일방회사만을 피고로 하는 소는 부적법하게 된다.⁶¹⁾

(4) 管轄法院

株式交換無效의 訴에 관해서는 完全母會社가 된 회사 본점소재지 지방법원의 전속관할에 속한다(日商 제363조 제3항). 完全母會社가 된 회사의 본점소재지의 지방법원으로 한 것은 株式交換에 의해 完全子會社가 된 회사의 주주도 전부 完全母會社가 된 회사의 주주이고, 完全子會社가 된 회사의 본점소재지의 지방법원으로 하는 경우에는 完全子會社가 되는 회사가 복수인 경우에 관할법원이 복수가 되는 사태가 생기는 것 등을 고려하였기 때문이다.⁶²⁾

(5) 無效判決의 效力

株式交換無效의 判決이 확정되면 完全母會社가 된 회사는 株式交換新株 또는 이것에 갈음하는 자기주식의 현재의 주주에 대하여 完

全子會社가 된 회사의 주식을 이전하여야 한다(日商 제363조 제4항). 그러나 株式交換이나 株式移轉에 의해 完全母會社의 주주가 된 사람이 그 후 完全母會社의 주식을 양도하고 있는 경우나, 完全母會社가 完全子會社의 주식을 전부 양도하고 있는 경우에는 문제가 복잡해진다.⁶³⁾

株式交換을 무효로 하는 판결은 소급효를 갖지 않고 完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 의해 발행한 신주는 장래에 향해서 그 효력을 잃으므로(동조 제5항, 제280조의17), 完全母會社가 된 회사로서는 完全子會社가 된 회사의 주식을 完全子會社의 주주에게 이전하여야 한다. 그러나 신주발행이 된 것을 전제로 판결확정시까지의 행위는 무효판결의 확정 에 의해서 영향을 받지 않으므로 株式交換無效의 판결이 확정되기 전의 株式交換新株의 이전이 있었을 때는 그 이전은 유효하다. 따라서 完全母會社가 된 회사가 完全子會社가 된 회사의 주식을 이전해야 할 상대방은 株式交換의 무효판결이 확정된 시점에 있어서의 주주이다. 完全母會社가 된 회사가 完全子會社가 된 회사의 주식을 제3자에게 이전한 경우에는 금전에 의해 처리된다.⁶⁴⁾

그리고 株式交換의 무효판결이 확정된 경우에 금전으로 반환하는 것이 아니라 完全子會社가 된 회사의 주식을 이전하는 것으로, 주식의 시가는 여러 가지의 사정에 의해 변동하는 것이므로 그 모든 경우에 完全母會社가 된

61) 原田晃治, 전계논문, 25頁

62) 原田晃治, 전계논문, 25頁

63) 이에 대한 자세한 설명은 吉本健一, 株式交換・株式移轉と會社分割の理論的檢討, 商事法務 No.1545(1999.12.5), 7頁 이하 참조

64) 原田晃治, 전계논문, 25頁

회사에서 금전의 교부를 할 수 있다고 하는 조정규정을 둘 필요는 없다.⁶⁵⁾ 이는 신주발행 무효의 판결이 확정된 경우 회사는 주주에 대하여 납입금액을 지불하는 것으로 되어 있지만 그 금액이 판결확정시의 회사재산의 상황에 비추어 현저히 부당할 때는 판결확정까지는 신주의 주주도 그 회사사업에 관여하고 있는 사람에 대하여 기왕의 회사사업의 손익을 귀속시키는 것이 상당할 때에는 법원은 회사 또는 그 지분을 받는 주주의 청구에 의해 그 환지불액의 증감을 명할 수 있다(日商 제280조의18 제2항). 그러나 주식교환은 이런 규정을 두고 있지 않기 때문에 금전으로 교부한다는 규정을 둘 필요는 없다.

(6) 準用規定

- 1) 株式交換無效의 訴는 消時期間이 경과한 후가 아니면 구두변론을 개시할 수가 없고, 數個의 訴가 동시에 계속중인 경우 변론 및 재판은 병합된다. 또한 소가 제기되었을 때 회사는 지체없이 그 취지를 공고하여야 한다(日商 제363조 제5항, 제105조 제2항 내지 제4항).
- 2) 株式交換無效의 判決은 제3자에 대하여도 효력을 갖는다(日商 제363조 제5항, 제109조 제1항).
- 3) 원고가 패소한 경우에 악의 또는 중대한 과실이 있었을 때는 그 원고는 회사에 대하여 연대하여 손해배상책임을 진다(日商 제363조 제5항, 제109조 제2항).

- 4) 株式交換無效의 判決이 확정되었을 때는 본점 및 지점의 소재지에서 그 등기를 하여야 한다(日商 제363조 제5항, 제137조). 이 등기는 법원의 촉탁에 의해서 한다(비송사건절차법 제135조의7, 제135조의6).⁶⁶⁾
- 5) 주주가 株式交換無效의 訴를 제기하였을 때 법원은 회사의 청구에 의해 상당한 담보를 제공할 것을 명할 수 있다(日商 제363조 제5항, 제249조). 이사 등에게는 회사의 이익을 위해 株式交換無效의 訴를 제기할 의무를 지우기 위해서 담보제공의무가 없다.
- 6) 株式交換無效의 判決이 확정되었을 때는 完全母會社가 되는 회사가 발행한 株式交換新株는 장래에 향하여서만 효력을 잃는다(日商 제363조 제5항, 제180조의17 제1항). 이 경우 完全母會社가 되는 회사는 지체없이 그 취지 및 3월내에 주권 및 단주권을 회사에 제출하도록 하는 취지를 공고하고, 주주 및 주주명부에 기재되어 있는 질권자에게는 개별적으로 통지하여야 한다(日商 제363조 제5항, 제180조의17 제2항). 株式交換新株를 취득한 주주에 의한 의결권의 행사, 신주에 대한 이익배당 등 株式交換無效의 판결이 확정될 때까지의 효력에는 영향을 미치지 않는다.
- 7) 일본 상법 제208조의 질권의 물상대위의 규정 및 제209조 제3항의 등록질권자의

65) 原田晃治, 전제논문, 26頁

66) 등기에 관한 자세한 설명은 石井博之, 株式交換・株式移轉制度の整備に係る商法等の一部を改正する法律等の施行に伴う商業・法人登記事務の取扱い, 商事法務 No.1546(1999.12.15), 23~25頁 참조

권리에 관한 규정은 株式交換無效의 判決이 확정되었기 때문에 株式交換新株의 교부를 받아 또는 이것을 물려받은 주주에게 完全子會社の 주식을 이전할 때에 준용한다.

株式交換無效의 訴가 확정되면 株式交換新株은 장래에 향하여서만 효력을 잃으므로 株式交換에 의한 完全母會社の 주주가 된 자 또는 이제부터 株式交換新株을 물려받은 자는 完全子會社가 된 회사의 주식의 이전을 받은 것이므로 完全母會社가 된 회사의 주식의 위에 있는 질권의 효력이 完全子會社가 된 회사의 주식의 위에 존속하는 것으로 하고 또한 株式交換新株의 등록질권자는 完全母會社가 되는 회사에 대하여 完全母會社가 된 회사의 주주가 받는 完全子會社가 된 회사의 주식의 인도를 요구할 수 있도록 한 것이다.

9. 準用問題

일본 상법 제362조는 상법의 다른 규정을 株式交換에 준용하는 것으로 하고 있다.

(1) 端株의 處理에 관한 規定의 準用

단주의 처리에 관하여는 주식의 병합으로 인해 1주 미만의 단주가 생긴 때는 그 부분에 관해 새로이 발행한 주식을 경매하고 또 그 단주에 응해 그 대금을 종전의 주주에게 교부하여야 하도록 하고 있다(日商 제362조 제1항, 제217조). 이는 株式交換에 있어서 株式交換新株의 배당에 관한 준비행위로서 주식의 병합을 하는 경우에 단주가 생길 가능성이 있으므로

로 주식병합 때의 단주의 처리에 관한 규정을 준용한 것이다.

(2) 質權의 物上代位等에 관한 規定의 準用

주식의 소각, 병합, 분할, 이전 또는 매수가 있는 때는 종전의 주식을 목적으로 하는 질권은 소각, 병합, 분할, 이전 또는 매수로 인해 주주가 받을 금전 또는 주식상에 존재한다는 질권의 물상대위규정(日商 제208조) 및 등록질권자의 권리에 관한 규정(제209조 제3항)은 주식을 병합하지 않은 경우에 있어서 完全子會社가 되는 회사의 주식을 목적으로 하는 질권에 준용한다(日商 제362조 제2항). 따라서 질권은 株式交換에 있어서의 完全子會社로 되는 회사의 株式移轉에 의해 발행되는 完全母會社の 신주에도 미친다.

(3) 株券失效의 節次에 관한 規定의 準用

完全母會社가 되는 회사가 株式交換에 의해 정관을 변경하여 주식 양도제한의 규정을 마련한 경우 그 회사는 그 취지 및 1월 이상의 일정한 기간 내에 주권 및 단주권을 그 회사에 제출하지 않으면 그 주권 등은 무효로 된다는 취지를 공고하고, 또한 주주 및 주주명부에 기재되어 있는 질권자에게는 개별적으로 통지하여야 하고, 주권 또는 단주권 등을 제출할 수 없는 사람이 있을 때는 회사는 그 사람의 청구에 의해 이해관계인에 대하여 이의가 있으면 일정한 기간내에 이의를 제출하여야 한다는 취지를 공고하여 그 기간경과 후에는 신주권 또는 신단주권을 교부할 수 있도록 하고 있다(日商 제362조 제3항, 제350조 제1항 및 제3항). 完全母會社가 되는 회사가 株式交

換에 있어서 정관을 변경하여 주식 양도제한의 규정을 마련할 때는 그 취지를 주권 및 단주권에 기재하여 이사가 서명하여야 하고(日商 제225조 제8호, 제230조의3 제3항 제1호), 구주권 및 구단주권의 회수 및 실효, 양도제한의 취지를 기재한 신주권 및 신단주권을 발행하기 위해서는 회사가 정관을 변경하여 주식 양도제한을 정하는 경우의 제350조 제1항 및 제3항의 규정을 준용하는 것으로 한 것이다.⁶⁷⁾

(4) 轉換社債・新株引受權附社債 등의取扱株式交換에 의해 完全子會社로 되는 회사가 전환사채・신주인수권부사채를 발행한 경우, 혹은 Stock Option제도를 채택하고 있는 경우에는 株式交換의 효력발생 후에도 完全子會社로서 존속하고 있기 때문에, 전환청구 혹은 신주인수권의 행사청구가 있는 경우에는 完全子會社의 주식을 발행하지 않을 수 없으므로 完全母子會社關係는 유지할 수 없게 된다. 그러나 일본 개정상법은 이 문제에 대하여 규정하고 있지 않으므로 다음과 같이 해결하여야 할 것이다.

完全子會社로 되는 회사가 전환사채・신주인수권부사채를 발행하고 있는 경우에는 향후 발행하는 전환사채나 신주인수권부사채에 관해서는 株式交換 또는 株式移轉이 있는 것을 전제로 사전상환 또는 전환청구권이나 신주인수권은 실효한다고 본다. 完全子會社로 되는 회사가 Stock Option제도를 채택하고 있는 경

우 모든 권리취득자가 株式交換이 있기까지 권리를 행사하든지 아니면 권리를 포기하였다고 생각한다.⁶⁸⁾

III. 完全母會社 株主의 保護

1. 母會社の 株主의 權利

지주회사의 신설 허용, 株式交換制度의 도입 등에 의해 향후 기업의 재편이 진행되어 母子會社가 증가할 것으로 예상된다. 특히 스스로는 사업활동을 하지 않고 자회사의 지배만을 목적으로 하는 순수지주회사에서는 모회사의 수익은 자회사의 영업활동에 전면적으로 의존하기 때문에 모회사의 주주는 자회사의 경영상황 등에 관해서 지대한 관심을 갖게 될 것이다. 즉 모회사의 이익상황은 자회사의 이익배당의 결과에 좌우되므로 모회사의 주주는 자회사의 경영상황에 중대한 이해관계를 갖지만 모회사의 주주는 모회사의 이사를 통하여 간접적으로만 관여할 수 있고 자회사의 경영에는 관여할 수가 없다. 특히 株式交換 등에 의해 完全母子會社關係가 신설되면 이제까지 株主總會에서 직접적으로 의결권을 행사하여 경영에 관여할 수 있던 주주가 모회사의 이사를 통하여서만 자회사의 경영에 관여할 수 있고 자회사의 경영에 직접 관여할 수가 없다. 따라서 모회사의 주주권리가 축소될 염려가 있고 이러한 약해진 모회사의 주주권리를 보호하기 위한 조치가 필요할 것이다.⁶⁹⁾ 이러한

67) 原田晃治, 전계논문, 24頁

68) 林勇, 전계논문, 21頁

69) 原田晃治, 전계논문, 6頁

이유로 모회사의 주주이익을 보호하기 위해서 자회사의 업무내용 등의 공시를 충실하게 하도록 하고 자산의 시가평가제도를 도입하였다.

2. 母會社の 株主等の 保護方案

(1) 子會社の 業務内容等の 公示의 忠實

모회사의 주주 등의 이익을 보호하기 위해서 모회사의 주주 등은 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사의 株主總會議事錄 등의 열람 등을 요구할 수 있다. 또한 모회사의 감사 및 검사인은 그 직무를 하기 위해서 필요가 있을 때는 자회사의 업무 및 재산상황을 조사할 수 있다.

1) 株主總會議事錄의 閱覽權等

모회사의 주주는 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사의 株主總會議事錄 또는 사원총회의사록의 열람 또는 등사를 요구할 수 있다(日商 제244조 제4항, 제263조 제4항). 모회사인 유한회사의 사원은 자회사의 株主總會議事錄 또는 사원총회의사록의 열람 등을 할 수 있다(유한회사법 제41조). 모회사의 주주 등이 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때란 모회사의 주주 등이 모회사의 주주 등으로서의 공익권 또는 자익권을 행사하기 위해서 필요한 경우이다.⁷⁰⁾

신청인은 서면으로 신청하여야 하고(동법 제132조의8 제4항, 제131조 제2항), 신청에 있어서는 신청사유를 소명하여야 한다(동법 제

132조의8 제1항). 법원은 재판을 함에 있어서 모회사의 주주 및 자회사의 이사의 진술을 들어야 하고(동법 제138조의8 제2항), 결정은 이유를 붙여 하여야 한다(동법 제138조의8 제4항, 제129조 제1항). 신청을 허가한 재판은 자회사에 통지하여야 하고(동조 제3항), 결정에 대하여는 즉시 항고할 수 있다(동법 제138조의8 제4항, 제129조의4). 열람 등을 허가하는 결정에 대한 항고는 집행정지의 효력을 갖는다(동법 제138조의8 제4항, 제132조의5 제3항). 이러한 규정은 모회사인 유한회사의 사원이 자회사인 주식회사의 株主總會議事錄 또는 유한회사의 사원총회의사록을 열람하는 경우에도 준용된다(동법 제135조의9, 제132조의8).

법원이 허가하였음에도 불구하고 자회사인 주식회사의 이사 등이 정당한 사유없이 株主總會議事錄의 열람 등을 거절한 경우에는 100만엔 이하의 과태료 제재가 있다(제498조 제1항 제3호). 유한회사의 이사 등에 관해서도 같다(동조 제2항). 모회사인 유한회사의 사원은 자회사의 株主總會議事錄 또는 사원총회의사록의 열람 등을 할 수 있다(유한회사법 제41조). 자회사의 이사 등이 이 규정에 위반하여 株主總會議事錄 등의 열람 등을 거절하였을 때도 같다(유한회사법 제85조 제1항 제2항).

2) 理事會議事錄의 閱覽權等

모회사의 주주는 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사의 이사회 의사록의 열람 또는 등사를 요구할 수 있다(日商 제260조의4 제4항). 또한

70) 原田晃治, 株式交換等に係る平成一一年改正商法の 解説(中), 商事法務 No.1537(1999.9.15), 14頁

유한회사인 모회사의 사원은 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사인 주식회사의 이사회 의사록의 열람 또는 등사를 할 수 있다(유한회사법 제18조의2). 이는 모회사의 주주 등에 대하여 자회사의 업무내용 등의 공시를 충실하게 함으로써 모회사의 주주 등의 권리를 보호하려는 취지이다. 유한회사에는 이사회제도가 없기 때문에 이사회 의사록도 존재하지 않는다. 열람 또는 등사로 인하여 회사 또는 그 모회사나 자회사에 현저하게 손해를 입힐 염려가 있을 때는 법원은 허가할 수 없다(日商 제260조의4 제4항). 이것은 법원의 허가기준으로, 심의 및 결의의 내용이 회사의 비밀에 속하는 사항을 포함하는 경우가 많으므로 그 공시가 회사 또는 자회사에 현저한 손해를 줄 염려가 있을 경우에 법원은 열람 등의 허가를 할 수 없다고 한 것이다.

3) 株主名簿等の 閱覽

모회사의 주주는 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 주식회사인 자회사의 정관, 주주명부, 단주원부 및 사채원부 또는 유한회사인 자회사의 정관 또는 사원명부의 열람 또는 등사를 할 수 있다(日商 제263조 제4항). 또한 유한회사인 모회사의 사원은 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사인 유한회사의 정관 또는 사원명부 또는 주식회사인 자회사의 정관, 주주명부, 단주원부 및 사채원부의 열람 또는 등사를 할 수 있다(유한회사법 제18조 제3항). 자회사의 정관은 자회사의 조직 및 활동에 관한 기본적 사항을

정한 것으로 자회사의 개요를 아는데 있어서 필수적인 것이다. 자회사의 주주명부, 단주원부 또는 사원명부는 모회사가 자회사에 차지하는 비율이나 주주(사원)구성을 파악하기 위해서 유익한 자료이다. 사채원부에는 사채의 발행상황 등이 기재되어 있고(日商 제317조 참조), 그 열람 등에 의해 자회사의 경영상황 등을 알 수 있다. 모회사의 주주 등은 이와 같은 서류를 열람하는 것에 의해 자회사의 상황을 파악하여 그 권리를 행사하는 것이 가능하게 된다.

4) 計算書類의 閱覽等

모회사의 주주는 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사인 주식회사 또는 유한회사의 계산서류(대차대조표, 손익계산서, 영업보고서, 이익의 처분 또는 손실의 처리에 관한 의안), 그 부속명세서 및 감사보고서의 열람을 요구 또는 회사가 정한 비용을 지불하고 그 등본 또는 초본의 교부를 요구할 수 있다(日商 제282조 제3항). 또한 유한회사인 모회사의 사원은 그 권리를 행사하기 위해서 필요가 있을 때는 법원의 허가를 얻어 자회사인 주식회사 또는 유한회사의 계산서류 등의 열람 등을 할 수 있다(유한회사법 제43조의2 제2항). 자회사가 큰 회사인 경우에는 자회사의 회계감사인이 작성한 감사보고서의 열람 등을 할 수 있다(감사특례법 제15조). 법원이 허가를 하였음에도 불구하고 이사 등이 계산서류 등의 열람 등을 거절한 경우에는 100만엔 이하의 과태료의 제재가 있다(日商 제498조 제1항 제3호).

5) 會計帳簿의 閱覽等

모회사의 주주로서 그 발행총주식 총수의 100분의 3 이상의 주식을 보유하고 있는 경우에는 법원의 허가를 얻어 자회사의 회계장부 또는 서류의 열람 또는 등사를 요구할 수 있다(日商 제293조의8 제1항). 이 요건은 신청할 때 뿐만 아니라 그 후에 실제로 열람 등을 할 때에도 이 주식보유요건을 갖추어야 한다. 또한 유한회사인 모회사의 사원으로서 자본의 10분의 1 이상으로 해당하는 출자과수를 갖는 사원은 법원의 허가를 얻어 자회사인 주식회사 또는 유한회사의 회계장부 또는 서류의 열람 또는 등사할 수 있다(유한회사법 제44조의3). 자회사가 청산절차중인 회사의 경우에 있어서도 모회사의 주주는 청산인이 작성한 계산서류 등의 열람 등을 할 수 있다(日商 제420조 제4항, 제282조 제3항).

(2) 監事の 子會社 調査權

모회사의 감사는 그 직무를 하기 위해서 필요가 있을 때는 자회사에 대하여 영업의 보고를 요구하거나 또는 자회사의 업무 및 재산상황을 조사할 수가 있다(日商 제274조 제1항). 또한 모회사의 회계감사인도 감사와 같이 그 직무를 하기 위해서 필요가 있을 때는 자회사의 업무 및 재산상황을 조사할 수가 있다(감사특례법 제7조 제3항). 모회사의 감사가 자회사에 대해서 권한을 행사하기 위해서는 그 권한을 행사하는 시점에 모자회사관계가 존재하고 있어야 하며, 감사결과의 보고단계에서도 모자회사관계가 존속하고 있는 필요가 있을

것이다.⁷¹⁾

자회사는 정당한 이유가 있을 때는 조사를 거절할 수가 있다(日商 제274조의3 제3항). 모회사의 감사에 의한 조사가 자회사의 결산사무를 지체하게 할 염려가 있는 경우 등에는 그 조사를 거절하는 것을 인정할 필요성이 있다. 자회사의 이사 등이 정당한 이유없이 모회사의 감사에 의한 조사를 거절하였을 때는 100만엔 이하의 과태료에 처한다(日商 제498조 제1항 제4호). 모회사의 회계감사인에 의한 조사를 방해한 경우도 같다(감사특례법 제30조 제2항).

모회사의 감사는 자회사의 거절에 의해 자회사의 업무 및 재산상황의 감사를 할 수 없었을 때는 감사보고서에 그 취지 및 이유를 기재하여야 한다(日商 제281조의3 제2항 제12호).

(3) 監査報告書の 記載事項

모회사의 감사가 자회사에 대하여 영업보고를 요구하거나 자회사의 업무 및 재산상황을 조사하였을 때는 감사보고서에 그 방법 및 결과를 각각 기재하여야 한다(日商 제281조의3 제2항 11호). 또한 모회사의 회계감사인이 자회사에 대하여 회계에 관한 보고를 요구하거나 자회사의 업무 및 재산상황을 조사하였을 때는 회계감사인이 작성하는 감사보고서에 그 방법 및 결과를 각각 기재하여야 한다(상법특례법 제13조 제2항). 모회사의 감사가 자회사에 대하여 영업의 보고를 요구하거나 또는 자회사의 업무 및 재산상황을 조사한 경우에 그

70) 原田晃治, 전계논문, 18頁

방법과 결과를 감사보고서에 기재하도록 한 것은 감사의 실효성을 높이기 위한 것이다.

(4) 檢査人の子會社 調査權

회사의 발행주식총수의 100분의 3 이상의 주식을 갖는 주주는 그 회사의 업무집행에 관하여 부정의 행위 등이 있는 것을 의심할만한 사유가 있을 때는 법원에 대하여 업무 및 재산상황을 조사하기 위한 검사인의 선임을 청구할 수 있고(日商 제294조 제1항), 이 검사인은 그 직무를 하기 위해 필요한 경우에는 자회사의 업무 및 재산상황을 조사할 수가 있다(동조 제2항).

IV. 資産의 評價

1. 資産의 時價評價制度의 導入

상법의 계산에 관한 규정은 주주유한책임의 원칙을 전제로 배당가능이익을 밝히고 회사의 재산이 사외로 유출하는 것을 방지하여 채권자를 보호하며 주주나 채권자에 대하여 회사의 재산상황을 공시하는 목적을 갖는다. 회사의 재산상황을 적정히 표시하기 위해서 시장가격이 있는 금전채권, 사채, 주식 등에 관해서 시가에 의한 평가를 할 수 있는 것으로 하였다. 한편 이러한 시가평가를 한 경우라도 배당가능이익의 계산은 채권자 등을 보호하기 위해서 대차대조표의 순자산액으로부터 시가로 평가한 것에 의해 증가한 대차대조표상의 순자산액을 공제하는 것으로 하였다.

(1) 金錢債權의 評價

1) 債權金額보다 높은 代金으로 買入한 境遇의 評價

금전채권의 평가에 관해서는 원칙으로서 채권금액에 의하지만 채권금액보다 높은 대금으로 매입한 경우에는 상당한 증액을 할 수 있다(日商 제285조의4 제1항). 개정전은 금전채권의 평가에 관하여 채권금액보다 낮은 대금으로 매입한 경우 기타 상당한 이유가 있을 때에 한해서 상당한 감액을 할 수가 있는 것으로 하여 채권금액보다 높은 대금으로 매입한 경우의 평가에 관해서는 규정하지 않고 있었다. 그러나 현재는 예를 들면 Commercial Paper(CP)시장, 양도성정기예금증서(CD) 시장 등이 존재하여 채권의 유상양도가 널리 행하여지게 되었고, 그 경우의 대금은 채권의 이율과 시장의 금리에 의해서 채권금액보다 높게 정해지는 경우가 있다. 따라서 채권금액보다 높은 대금으로 매입한 경우에는 상당의 증액을 할 수 있도록 한 것이다.⁷²⁾

2) 市場價格이 있는 金錢債權의 評價

금전채권의 평가는 채권금액에 의하되 징수불능의 염려가 있을 때는 징수불능이 예상되는 금액을 채권금액으로부터 공제한다. 즉 금전채권에 추심불능의 우려가 있는 때에는 추심능력이 없는 예상액을 공제하여야 한다(日商 제285조의4 제2항).

72) 原田晃治, 전계논문, 4頁

(2) 社債의 評價

개정전은 사채의 평가에 관해서 거래소 시세의 유무를 기준으로 거래소의 시세있는 사채에 관해서는 그 유동성에 착안하여 유동자산의 평가에 관한 규정을 준용하였고, 거래소의 시세없는 사채에 관해서는 금전채권의 평가에 관한 규정을 준용하고 있었다. 개정법은 사채의 평가의 원칙을 정하는 기준을 거래소 시세의 유무가 아니라 시장가격의 유무에 의하도록 하고 있다(日商 제285조의5 제1항, 제285조의2 제1항 단서, 제2항). 즉 시장가격이 있는 사채에 관해서는 시가평가를 하는 것으로 하였다(日商 제285조의5 제2항, 제285조의4 제3항). 시장가격이 형성되어 있는 사채에 관해서는 객관적인 시가를 파악할 수가 있고 또한 언제든지 환금, 결제 등을 할 수 있으므로 이것을 시가로 평가하는 것이 회사의 재산상황을 적정히 표시하는 것이라라는 인식이 일반적이며 국제적인 동향도 시가주의를 취하고 있으므로 시가에 의한 평가를 할 수 있도록 하였다.⁷³⁾

(3) 株式의 評價

1) 市場價格이 있는 株式의 取扱

개정전은 주식의 평가에 관해서는 원칙으로서 취득가격으로 하지만(日商 제285조의6 제1항) 거래소의 시세있는 주식의 시가가 취득가액 또는 제작가액 보다 현저히 낮은 때에는 그 가격이 취득가액 또는 제작가액을 회복한

다고 인정되는 경우를 제외하고 시가에 의하여 한다(日商 제285조의6 제2항, 제285조의2 제1항 단서). 거래소의 시세없는 주식에 관해서는 발행회사의 자산상태가 현저히 악화하였을 때는 상당한 감액을 하여야 한다. 주식의 평가에 관해서 거래소 시세의 유무를 기준으로 거래소의 시세있는 주식에 관해서는 그 유동성에 주목하여 유동자산의 평가에 관한 규정을 준용하는 것으로 한 것이다.⁷⁴⁾ 시장가격이란 증권거래소에서 형성되어 있는 거래가격인 거래소의 시세 외에 장외등록시장의 시세, 그리고 예를 들면 증권회사에서 취급되고 있는 미상장 또는 미등록 종목의 주식 등과 같이 수시 매매, 환금 등을 할 수가 있는 거래시스템 등에 있어서 형성되어 있는 거래가격, 호가, 지표, 그밖의 시세를 포함하는 것이다(금융상품에 관계되는 회계기준 1의2, 동주해(주2) 참조).

개정법은 시장가격이 있는 주식으로 자회사의 주식 이외의 것에 관해서는 시가평가를 할 수 있는 것으로 하고 있다(日商 제285조의6 제2항, 285조의4 제3항).

2) 株式買受選擇權(Stock Option)을 위한 自己株式의 評價

일본 상법 제210조의2(자기주식·사용인에게 양도하기 위한 취득)의 규정에 의해 취득한 자기주식에 관해서는 이사 등에 대하여 미리 정한 가액으로 매각하는 것을 목적으로 취득한 것이어서 시가변동에 의해 이익을 얻을

73) 原田晃治, 전계논문, 6~7頁

74) 原田晃治, 전계논문, 8頁

목적으로 하는 것이 아니므로 취득가격에 의해 평가를 한다.

시장가격이 있는 주식이라도 자회사의 주식에 관해서는 저가주의 또는 시가주의에 의하지 못한다(日商 제285조의6 제2항, 제285조의2 제2항, 제285조의4 제3항). 자회사의 주식은 자회사의 지배를 목적으로 장기간에 걸쳐 보유되는 것이어서 시가의 변동에 의해 이익을 얻는 것을 목적으로 보유하는 것이 아니므로 취득원가주의의 원칙에 의한 것으로 한 것이다. 금융상품에 관계되는 회계기준이라도 자회사주식 및 관련회사주식은 취득원가를 갖고 평가하도록 하고 있다(제3의2의3 참조). 다만 자회사라는 개념이 상법과 증권거래법으로 다른 것에 의해 양자가 정하는 평가방법에 차이가 생긴다.⁷⁵⁾

(4) 時價評價에 의한 評價利益의 取扱

시가주의를 채용한 결과 자산에 관하여 시가로 평가한 경우에 시가의 총액이 그 취득가격의 총액을 초과할 때는 시가에 의해 증가한 대차대조표상의 순자산액은 배당가능이익의 계산상 순자산액으로부터 공제하여야 한다(日商 제290조 제1항). 또한 소위 중간배당에 있어서도 시가에 의해 증가한 대차대조표상의 순자산액은 배당가능이익의 계산상 순자산액으로부터 공제하여야 한다(日商 제293조의5 제3항).

금융자산을 매각하지 않고 있음에도 불구하고 시가에 의해 평가할 때는 실현하지 않고 있는 이익의 계상을 인정하는 것으로 되어, 이러한 불확실한 이익을 배당재원으로 하는 것을 인정하게 되면 회사의 채권자를 해할 염려가 있으므로 시가평가에 의한 평가이익을 배당재원인 순자산액으로부터 공제하도록 한 것이다.⁷⁶⁾

파생상품(Derivatives)에 관해서 시가평가된 경우의 평가이익에 대해서도 이것을 배당가능이익으로부터 공제하여야 한다.

(5) 稅制上の 措置

株式交換 및 株式移轉制度의 도입에 따라 조세특별조치법이 개정되어 일정한 요건을 구비한 株式交換 및 株式移轉에 관해서는 株式交換 등의 시점으로서 株式交換 등의 대상인 주식의 양도이익에 관해서 과세하지 않고 株式交換 등에 의해 취득한 주식을 매각하였을 때에 구주식의 취득가격과 매각액과의 차액에 관해서 일괄해서 과세하는 것으로 된다(조세특별조치법 제67조의9의2, 동법시행령 제39조의30의2 제3항).⁷⁷⁾

75) 자세한 설명은 原田晃治, 株式交換等に係る平成一一年改正商法の解説(下), 商事法務 No.1538(1999.9.25), 9頁 참조

76) 原田晃治, 전제논문, 9頁 참조

77) 株式交換・株式移轉과 관련한 세금문제에 대해서는 渡辺隆司, 株式交換・株式移轉に係る課税の特例および資本連結の手續, 商事法務 No.1539(1999.10.5), 43頁 以下 참조

公示責任에 관한 最近 判例의 分析과 批判*

李 俊 燮**

<目 次>

I. 導 入: 公示責任의 意味와 問題提起

III. 提起된 論點에 對한 評釋: 比較法的
考察

II. 對象이 되는 判例

IV. 結 論

I. 導 入: 公示責任의 意味와 問題提起

현대적 증권거래법의 핵심적인 규율수단은 더 말할 나위없이 공시제도이다. 즉 공시규제를 통하여 '투자자 보호'와 '증권시장의 보호'라는 증권거래법의 양대이념을 실현하고자 하는 것이다. 원래 증권시장에서 공시制度를 통한 규제는 경제질서에 대한 직접적 국가개입이 가능했던 시대와는 달리 시장의 규모가 팽창하고 시장참여자의 범위가 확대됨에 따라 국가권력이 직접 유가증권 또는 시장참여자의 質的 健全性을 일일이 통제할 수 없게 되자 그 규제방법을 변경하지 않을 수 없게 되었고

공시제도는 바로 그 산물인 것이다. 말하자면 국가가 시장에 진입하고자 하는 유가증권과 발행회사 등 시장참여자에 대한 직접적인 심사를 포기하는 대신에 발행회사등이 스스로 자신은 물론 관련 유가증권에 대한 모든 내면 정보를 투자자에게 공시하게 하고 그 위반에 대해서는 다양하고도 강력한 제재를 가하는 방식으로 변경하게 된 것이다. 이같은 現代的 法發展은 자본시장법 영역에서 뿐만 아니라, 상법의 영역은 물론 團體法人 會社法의 영역에서도 同一하게 나타나는 현상이다. 그런데 이들 상법 또는 회사법상의 공시제도와 자본시장법 혹은 증권거래법상의 공시제도가 핵심

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 仁川大學校 法科大學 助敎授

적으로 구별되는 점은 後者에서는 바로 공시가 특정한 株主등 社員에게만 指向되는 것이 아니라 一般的 또는 潛在的 投資者를 대상으로 하게 되고 그것이 곧바로 責任의 領域에까지 연결된다는 점이다. 말하자면 상법 기타 회사법에서는 공시의무가 去來相對方이나 株主, 債權者, 社員 및 利害關係者를 위한 것이고 제3자를 指向하는 것이 아니라는 점에서 역시 이들(제3자)에 대한 責任도 원칙적으로는 발생하지 않는다. 바로 이러한 점에서 증권거래법상의 公示制度和 그에 대한 責任制度의 本質이 있는 것이다. 이같은 공시의무를 통하여 잠재적 투자자를 포함하는 투자자의 투자판단을 돕고 그 不實公示에 대하여 責任을 지움으로써 투자자를 보호함은 물론, 발행시장과 유통시장이 제대로 기능할 수 있도록 함으로써 시장기능도 보호하게 된다. 결국 공시제도는 發行市場과 流通市場 전반을 포괄하여 규율하는 사실상 유일한 규율수단인 셈이다.

증권거래법의 사실상 유일한 규율수단인 공시제도가 法的 義務로서 기능할 수 있기 위해서는 그 법적 의무의 위반에 대하여 유효한制裁가 이루어져야 함을 조건으로 한다. 물론 그에 대한 제재로서 행정적·형사적 제재는 별론으로 하고, 民事責任이야말로 그 經濟的 威嚇力으로 인하여 가장 확실한 제재수단일 수 있다. 그런데 규율수단으로서의 공시제도의 중요성 및 증권시장의 양적·질적 발전에도 불구하고 공시의무의 위반과 관련한 民事責任에 대해서는 그 논의나 실제로 나타난 판례가 매우 드문 일이었다.

그러나 최근 우리의 경제위기로 인한 수많은 상장회사들의 도산과 투자자들의 提高된

권리의식이 합쳐져 소위 공시의무위반을 기초하는 손해배상소송이 폭발적으로 증가하는 현상을 보여주고 있다. 이는 물론 법적 정의의 관점에서 환영할 만한 것이다. 다만 그동안 관심을 끌지 못했던 법영역에서의 소송사태에 대하여 법원의 책임이론의 구성이 불성실하거나 잘못된 것이라는 점을 지적하지 않을 수 없다.

증권거래법상의 공시의무위반을 이유로 하는 손해배상책임소송은 상·하급심을 막론하고 등장하는데 그 대상도 有價證券申告書와 事業說明書등의 發行公示責任으로부터 事業報告書등의 定期公示에 대한 責任은 물론이고, 隨時公示義務違反에 대한 責任에 이르기까지 다양하게 나타난다. 또한 발생영역도 去來所市場으로부터 코스닥시장에 등록된 기업에 대한 책임을 묻는 소송에 이르기까지, 그리고 책임주공의 人的 範圍도 해당 발행회사는 물론 인수주선기관으로서의 증권회사, 그리고 감사의견을 제출하는 公認會計士에게 까지 넓혀지는 등 공시책임소송의 영역에서는 가히 量的·質的으로 擴張되었다고 할 수 있다.

그러나 이같은 손해배상책임소송의 증가에도 불구하고 법원의 판례에서 나타나는 責任構成은 여러가지 측면에서 그 理論的 正當性에 대한 의문을 제기하지 않을 수 없다. 특히 근본적인 문제로서는 최근의 몇 차례의 대법원 판례가 그 입장을 유지하고 있는 一般法(민법)과 特別法의 적용에 있어서의 競合問題, 그리고 법해석에 있어서의 因果關係의 擴張이나 손해배상의 범위가 그러한 것들이다. 물론 판례에서 제기되는 문제점을 따지기 앞서 우선 비판받아 마땅한 것은 우리의 증권거래법

상의 公示責任에 관련된 규정들이 법체계적 또는 책임구성이론에 관한 충분한 고민없이 準用技術으로써 입법기술의 재주를 부리는 수준에 머물러 재판규범으로서의 품격을 상실하게 되었다는 점이다. 우선 손해배상책임규정은 반드시 우리법 전체 체계내에서 특히 民法상의 책임규정과 體系的 統一性을 가져야함에도 전혀 체계를 달리하는 외국법의 책임관련 규정들을 단순히 모방한 것도 잘못이지만 최근에는 관료입법답게 발행공시에 대한 손해배상책임규정(증권거래법 제14조)을, 그 성질이 다른 유통공시에 대한 책임은 물론 모든 증권거래법상의 손해배상책임규정으로 준용하는 간단한 立法技術을 발휘함으로써 전세계적으로도 그 유래를 찾기 어려운 이상한 책임규정을 만들어 놓고 있다.

따라서 본고에서는 이들 문제점을 대략적으로 살펴보고 公示責任과 관련하여 우리와 같이 일반법과 특별법이라는 責任法體系를 가진 나라의 입법 및 판례·해석론을 比較法的으로 검토하고자 한다.

II. 對象이 되는 判例

그동안 증권거래법상 法的 義務의 위반 또는 法益侵害를 이유로 한 소송이 다양하게 등장하고, 그중에서 공시의무위반과 관련된 소송도 적지 않았다. 그러나 고유한 의미에 있어 事業說明書나 有價證券申告書의 虛偽 또는 不實記載를 이유로 한 것이나, 증권거래법상의 隨時公示義務를 이유로 한 손해배상소송은

극히 드물었다. 여기 소개하는 下級審 判決은 그러한 점에서 의미있는 판결이다. 한편 그동안 공시관련책임소송에 관한 大法院 判例도 몇 차례 있었지만 증권거래법상의 공시책임이론의 쟁점들을 정면으로 다룬 판결이 최근에야 비로소 등장하고 있다.

1. 發行公示責任에 관한 下級審 判決

이 사안은¹⁾ 코스닥(KOSDAQ)에 등록된 회사가 코스닥 등록을 위하여 公募時 作成하여 공시했던 유가증권신고서 및 사업설명서의 허위 기재로 인하여 피해를 입었다고 주장하는 투자자들이 해당 발행회사(Y사), 주관사 증권회사 및 이를 외부감사했던 회계법인을 상대로 손해배상청구소송을 제기한 사안이다.

Y회사는 1998년 2월경 외부감사 수감, 그해 3월경 주식총액 인수 및 공모계약 체결, 동년 4월 6일 유가증권신고서 제출, 같은 달 27일 이후 청약안내 공고, 청약접수, 납입절차를 거쳐 보통주 15만주를 주당 2만원에 公募한 후, 이를 동년 5월 25일 코스닥에 등록하였으나, 동년 9월 16일 최종 부도처리됐다.

이에 원고들의 주장은 다음과 같다: (가) Y회사가 피고인 주관사 증권회사와 소위 總額引受契約을 체결하고 주관사회사가 市場造成을 행한다는 내용을 有價證券申告書에 기재하고 공시하였음에도 불구하고 裏面계약을 통하여 주식인수와 시장조성을 Y회사의 계산으로 수행하기로 하는 사실상의 募集周旋으로 하기로 약정함으로써 실제 市場造成이 포기되었

1) 서울지방법원 제14민사부 판결, 98가합93359, 99가합2824(병합)

고, 결국 유가증권신고서의 부실(허위)기재로 인하여 피해를 입었다; (나) 한편 S회계법인은 Y회사와 外部監査契約을 체결하고 감사보고서를 작성함에 있어 Y회사에 의한 매출액의 과다계상, 허위의 당기순이익계상 등 분식회계처리된 사실을 밝혀내지 못한 채(혹은 그 사실을 알았음에도 간과한 채) 감사보고서에 ‘適正意見’으로 표시하였고, 그 내용이 유가증권신고서에 인용되게 함으로써 투자자들의 투자판단을 흐리게 하였다.

이에 결국 투자자들은 부도처리된 Y회사가 아니라, 허위공시에 참여했거나 방조했다고 여겨지는 인수기관인 주간사 증권회사와 외부감사인인 회계법인을 상대로 손해배상을 청구하였다. 다만 소송을 제기한 원고 투자자 중에는 公募에 의하여 주식을 취득한 소위 최초취득자들도 있고, 코스닥 등록 이후에 Y회사의 공시된 재무자료를 믿고 주식을 취득한 취득자(소위 시장취득자)들도 있다.

이에 대하여 법원은 증권거래법 제14조의 책임규정에 따라 “유가증권신고서상의 인수방법, 시장조성 여부, 발행인에 관한 요약재무정보, 감사인의 감사의견 등과 관련하여 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항이 기재 또는 표시되지 않음으로써 Y사의 주식을 취득한 원고들이 손해를 입었다 할 것이므로 발행인인 Y사와의 사이에 그 주식의 인수계약을 체결한 주간사 증권회사와 감사보고서가 진실 또는 정확하다고 증명 또는 서명한 S회계법인이 각자 원고(청구인)의 손해를 배상할 책임이 있다”고 판시하였다.

2. 隨時公示責任에 관한 損害賠償訴訟

지금까지 나온 공시책임관련 소송은 주로 유가증권신고서 또는 사업설명서의 不實記載에 대한 책임을 묻거나 적어도 事業報告書 등의 정기공시의무위반에 대한 손해배상소송이 주류를 이루고 있었으나, 증권거래법 제186조를 근거로 하는 隨時公示의 不實公示를 이유로 한 것은 사례를 찾기 어려웠다. 그런데 최근 이와 관련된 손해배상청구소송이 제기된 바 있어 그 추이가 주목된다. 제기된 소송의 사안은 다음과 같다 :

원고인 투자자들은 S사의 有・無償増資 발표에 따라 同社の 株式을 취득하였다가 同社가 증자직후 소위 워크아웃을 신청하는 바람에 취득한 주식이격이 폭락하자 헐값에 賣却하여 투자손실을 입게 되었다. 원고들은 (1) 피고회사가 증자시점에 영업실적, 재무상태 및 자금현황이 매우 어려운 상황이었음을 알고 있었음에도 이 사실을 숨겼고, (2) 同社の 14개 계열사에 대한 현금 및 유가증권의 대여, 그리고 상당액(약 103억원)의 채무보증을 통하여 총 1000억원 정도(납입자본금의 약 5배에 해당)의 不實要因이 있었던 사실은 증권거래법 제186조 제1항, 동법 시행령 제83조 제3항 및 金融監督委員會의 『上場法人等の 主要經營事項申告 및 事業報告書에 관한 規程』 제4조 제4호에서 규정하는 “상장법인의 채권채무에 중대한 변동을 초래하는 사실”에 해당함에도 불구하고 이를 公示하지 아니한 것은 동 회사의 부실을 고의로 숨길 의도가 있었던 것이라고 주장하고 있다. 원고인 투자자들은 피고회사가 이 사실을 제대로 공시하여 대외

적으로 알려졌더라면 동 회사의 주식을 취득하지 않았을 것이고, 따라서 이로 인해 발생한 손해를 賠償하여야 한다고 주장하고 있다. 이 사안에 관한 소송은 현재 계속중이다.

3. 民法上 責任과의 競合問題에 관한 大法院 判決: 韓國鋼管 判決

그동안 公示責任과 관련한 몇몇 하급심 판결이 증권거래법의 책임규정에 관한 미시적인 해석적 관점들을 논의할 수 있는 기회를 제공했다면, 최근 상장회사의 도산 이후 급증하는 大法院 判決은 앞의 미시적 분석 뿐만 아니라 증권거래법의 거시적 체계에 대한 관점이 어떠해야 하는가에 관한 의문을 던져주고 있다. 그것은 특히 증권거래법의 공시책임규정의 성질이 무엇이고, 민법상의 불법행위책임규정과 어떠한 관계에 있는가 하는 문제를 제시하고 있기 때문이다. 대법원의 일련의 판결은 동일한 피고 회계법인을 상대로 한 것이고, 이에 관한 이론적 견해를 달리한 결과, 몇 건의 판결이 나온 것이다. 어쨌든 몇 건의 대법원 판결을 거치는 동안 대법원은 자신의 입장을 일관되게 유지하면서 또한 핵심적인 논쟁문제에 관하여는 그 정당성 여부에 관계없이 보다 명확한 입장을 나타내고 있다.²⁾ 사안은 다음과 같다 :

원고인 투자자는 피고인 청운회계법인이 소외회사인 한국강관주식회사가 각종 채권, 채고자산등을 과다계상하는 방법으로 粉飾決算하여 당기순손실이 발생했음에도 불구하고 일

정액의 당기순이익이 발생한 것처럼 허위로 재무제표를 작성한 것에 대하여 實査절차 등을 소홀히 하는 등 감사에 필요한 注意義務를 해태하여 허위사실을 밝혀내지 못한 채 適正意見을 표시하는 不實監査를 하여 그 사실을 공시하게 함으로써 투자자인 자신들에게 피해를 입혔다고 주장하면서 증권거래법 제197조, 『주식회사의 외부감사에 관한 법률』 제17조 제2항 및 민법 제750조의 불법행위에 기한 손해배상책임을 묻고 있다. 이에 대해 피고인 회계법인측은 원고측이 원용하는 증권거래법상의 청구권적 기초가 이미 그 단기소멸시효로 인하여 소멸하였다고 항변하면서, 그 이유를 증권거래법 및 『주식회사의 외부감사에 관한 법률』상의 책임규정과 민법 제750조의 책임규정은 前者가 後者에 대하여 특별법적 위치에 있으므로 兩者는 소위 法條競合의 관계에 있게 되어 민법상의 불법행위청구권은 排除되어야 한다고 주장하고 있다.

이와 관련하여 동일한 사건을 기초로 하고 동일 피고를 상대로 한 다른 소송³⁾에서의 原審法院은 몇 가지 주목할만한 견해를 내놓고 있다. 즉 監査人의 부실감사에 관하여 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여는 특별법(증권거래법 및 주식회사의 외부감사에 관한 법률)상의 책임구성에 있어서와는 달리 監査人의 故意 또는 過失, 투자자의 손해발생, 因果關係의 존재, 손해배상액의 범위 등 민법 제750조의 일반불법행위책임에서 요구하는 보다 엄격한 책임구성요소들을 별도로 주장하고, 입증하여야 할 것이지 특별법상의 완화된 책임

2) 대법원 1999. 10. 22, 97다26555

3) 대법원 1998. 4. 24, 97다32215

구성요소를 원용하여서는 안된다는 점을 분명히 함으로써 특별법과 일반법의 관계가 어느 정도 독자성을 가진다는 점을 밝히고 있다.⁴⁾

그러나 대법원 판단은 다음과 같이 몇가지 다른 입장을 보이고 있다: 우선 경합문제와 관련하여 대법원은 증권거래법 제137조 제1항의 외부감사인의 선의의 투자자에 대한 손해배상책임은 그 발생의 요건이 특정되어 있고 입증책임이 전환되어 있을 뿐 아니라, 손해배상액이 추정되어 있기 때문에 투자자가 신속하게 구제받을 수 있게 하는 한편, 증권시장의 안정을 도모하기 위해 제척기간이 단기간으로 제한되어 있는 등 민법상의 불법행위책임과는 별도로 인정되는 法定責任이라 할 것이어서 감사인의 부실감사로 인하여 손해를 입게 된 善意의 일반투자자들은 증권거래법상의 손해배상책임과 민법상의 불법행위책임을 다함께 물을 수 있다고 판단하여 소위 請求權競合論을 명확히 유지하고 있다.⁵⁾

다음으로 대법원은 앞의 하급심 판결(Y회사 공모소송 판결)에서도 제기된 바 있는 責任의 範圍에 관해서도 판시하고 있다: 大法院은 감사인의 부실감사로 손해를 입게 된 주식투자자가 民法上の 不法行爲責任에 기한 배상을 구할 수 있는 損害額의 算定에 관하여는 證券去來法上の 損害額算定에 관한 개정전 舊法の 제197조 제2항 및 제15조가 적용될 수 없고, 원칙적으로 그 실제 매수 또는 매도가액이 아니라 부실감사가 밝혀지기 직전의 정상적인 주가와 부실감사가 밝혀진 후의 거래에서 계속된 하한가로 마감되어 다시 정상적인 주가

가 형성되었을 때 그 정상주가와 차액에 의하여야 할 것이라고 판시하고 있다.

III.提起된 論點에 대한 評釋: 比較法的 考察

1. 公募取得者에의 限定: 公募 以後의 取得者들에게도 適用되는가?

(1) 논의의 의미와 법원의 판단

Y사 공모소송에서 제기되었던 爭點중에서, 과연 소송을 제기했던 투자자들 중 유가증권 신고서 또는 사업설명서를 매개로 하는 該當 公募에 응하여 取得한 것이 아닌 투자자들 즉, 공모가 끝난 후 유통시장에서 취득한 투자자들도 증권거래법 제14조의 특별법상의 책임규정에 근거하여 청구권적격을 가지는가 하는 중요한 문제가 등장한다. 즉 발행공시책임 규정인 증권거래법 제14조는 해당 공개발행(공모)시에 작성, 공시되는 유가증권신고서 및 사업설명서의 부실기재로 인한 손해배상책임 규정이므로 과연 해당 공모시에 취득한 취득자에게만 책임규정이 적용되는 것으로 생각되는 것이 일반적인데, 과연 그 이후의 취득자들에게까지도 적용되는 규정인가가 문제될 수 있는 것이다. 물론 이에 관하여는 그동안 어떠한 논의도 등장한 바 없었다.

피고가 주장한 바에 따르면 公募發行時 總額引受方法이나 主幹事會社의 계산으로 시장 조성의무가 강제되는 것이 아니고, 비록 유가증권신고서 제출 등에 의해 주권사회사에게

4) 서울지방법원 제2민사부 1996.8.28 선고, 96나15298판결

5) 대법원 1998. 4. 24, 97다32215; 대법원 1999. 10. 22, 97다26555

市場造成義務가 부과된다 하더라도 그 의무는 공모청약자들에 대한 것이므로, 공모 후에 시장에서 買入한 취득자들에 대하여는 손해배상 책임이 발생하지 않는다고 주장한다.

그러나 이에 대하여 法院은 “총액인수 및 시장조성의무의 존재 여부나 그 의무의 보호 대상 또는 내용 여하가 아니라, 원고들이 입은 손해를 유가증권신고서의 허위기재 등과 相當한 因果關係가 있는 損害라고 볼 수 있는가 하는 것이 핵심”이라고 하면서, “公募 이후 취득한 取得者들도 주간사 증권회사가 작성·배포한 각종 홍보자료나 동 증권사 직원과의 상담 등을 통하여 ‘간접적으로나마’ 유가증권신고서등의 주요내용을 파악한 후 이를 투자 판단의 기초자료로 삼아 同社의 주식을 매수하였거나 적어도 신주공모가액의 산정이 진실한 내용의 有價證券申告書 등을 근거로 이루어졌을 것이라고 신뢰하여 주식의 매수에 나선 것으로 추정되고, 만약 유가증권신고서가 진실하게 작성·공시되어 신주공모의 위험을 Y회사가 부담하고 시장조성도 기대할 수 없으며 직전 회계년도에 상당한 당기순손실이 발생했다는 점을 투자자들이 알았다라면 주식을 매수하지 않았을 것이다.”라고 판단하고 있다.

요컨대 유가증권신고서의 허위기재 등과 원고들의 손해 사이에는 상당한 인과관계가 존재한다고 보고 公募時 공시된 시장조성기간이 만료된 이후(즉 공모기간 이후)에 주식을 매수한 원고들의 경우에도 다를 바 없다고 판단하고 있다. 그리고 그와 같이 인과관계에 있

어 상당히 넓고 완화된 인과관계의 존재(因果關係의 擴張)를 인정하면서 그러한 인과관계가 존재하는 한 공모 이후의 취득자들에게도 당연히 증권거래법 제14조가 적용되어야 한다고 판단하고 있는 것이다.

(2) 비교법

(가) 공모 이후의 취득자에게도 적용되는가?

이와 관련하여 우리와 같은 특별법적 공시 책임규정을 가진 독일법의 법해석이 흥미롭다. 원래 독일법상으로도 오랜동안 論難이 있어왔던 문제이다. 물론 독일의 관련법인 증권거래소법이 현재 개정되어 있는 新法이든 개정전의 법이든 이 문제에 관하여 명문의 언급이 없기는 마찬가지이기 때문에 여전히 해석상의 문제이다. 어떻든 지난 논의를 종합해보면 特別法規定의 취지를 고려해보거나, 또는 종전의 舊法이 消滅時效를 너무 長期로 설정하고 있었기 때문에 그러한 長期의 消滅時效에다가 제2차 취득자에게까지 특별법상의 청구권적격을 부여하게 되면 發行人에게 너무 가혹하게 되어 발행시장의 위축을 불러오게 된다는 등의 이유로 이들에게 청구권적격을 부여해서는 안된다는 견해가 일반적이었다.⁶⁾ 그러나 현재 개정된 독일법상으로는 이러한 論爭은 실제적 의미를 상실했다고 보인다. 왜냐하면 소멸시효기간을 사업설명서의 부실기재를 안 날로부터 6개월로 단축시켰고, 특히 핵심적인 변화로서 이제는 사업설명서 공시 이후 6개월내에 취득한 취득자에게만 청구권적

6) Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht 1995, Rn. 11.202

격을 부여하는 요건을 설정했기 때문이다. 따라서 新法에 따르면 사업설명서(유가증권신고서) 공시 이후 6개월내에 취득한 경우라면 제2차 취득자도 청구권적격이 부여된다는 뜻으로 해석되는 것도 사실이지만, 새로운 규정의 설정 취지 자체는 바로 公募時의 應募取得者에게만 특별법상(우리법으로 본다면 제14조의 책임)의 청구권적격을 부여하자는 취지로 받아들여야 할 것이다.

(나) 新株 이외에도 舊株取得者에게도 적용되는가?

한편 이와 관련하여 우리에게는 논쟁의 대상이 된 적이 없지만 동일한 문제영역이 논의될 수 있다. 즉 특별법상의 책임규정이 유가증권신고서 또는 사업설명서에 의해 투자권유되는 新株에 局限하여 적용될 것인가의 여부에 관한 것이다. 이에 관하여 역시 우리와 같은 법체계를 가진 독일의 판례는 특별법상의 賠償責任規定은 오로지 해당 사업설명서에 의해 투자권유되는 新株(舊株賣出되는 경우에는 그에 따름)에 국한하여 적용되고, 이미 시장에 상장거래되는 舊株取得者에게는 청구권적격이 부여되지 않는다는 점을 분명히 하고 있다.⁷⁾ 그런데 특히 논쟁의 핵심은 新·舊株의 구별 없이 혼장에탁되는 경우의 처리에 관한 것이었다. 그러나 이 문제 역시 독일법은 최근의 개정법에서 입법적으로 해결하고 있다.⁸⁾ 즉 유가증권신고서 및 사업설명서에 의해 권유되는 유가증권의 고유번호(우리는 통상 기번호라

불림)를 유가증권신고서 및 사업설명서에 표시하도록 의무화한 것이다. 이로써 동 유가증권신고서 및 사업설명서에 의해 투자권유되는 유가증권에 특정하여 특별법상의 책임이 적용되게 된다(독일 증권거래소법 제45조 제2항 제3문). 그러나 이같은 法律上的 義務에도 불구하고 사업설명서상 표시의무를 지키지 않는 경우에는 그 작성자가 스스로 동 사업설명서의 不實記載에 대한 책임이 권유되지 않는 舊株에까지 확장하여 적용하여도 무방하다는 의사로 간주된다고 해석된다. 따라서 그 區別表示가 없는 경우에는 사업설명서의 책임범위는 결정적으로 넓혀지게 된 셈이지만, 전술한 바와 같이 이것도 新法이 청구권적격을 사업설명서 공시후 6개월내의 취득에 한하여 부여하도록 개정한 바 있으므로 그만큼 확장의 폭은 감소되는 셈이다.

어쨌든 독일법에 따르면 특별법상의 사업설명서 책임은 舊株와 新株를 분명히 구별하여 표시한 경우에는 공모대상이 아닌 舊株取得者에게는 미치지 않음이 분명하다. 만일 그렇지 않다면 손해배상책임의 구조 자체가 흔들림은 물론이고, 광범위하게 확장되는 경우 발행회사는 물론 인수주선기관에게까지 법적 불안정성을 부담시키게 되기 때문이다.

(3) 비판적 결론

이에 관하여는 우리법상으로는 실제 한번도 소송상의 쟁점으로 등장한 바 없었기 때문에 당연히 법적 논의의 대상이 되지 못했었다.

7) 이에 관한 독일 연방법원 판례로는 BGH = WM 1982, p. 862; J. Hüffer, Das Wertpapier Verkaufsprospektgesetz, 1996, p. 144

8) 이러한 입법적 해결은 그동안 논쟁을 불식시키기 위해 학계의 제안을 반영한 것이다(Kümpel, Bank-und Kapitalmarktrecht, 1995, Rn.11.200).

어떻든 이에 관하여 해당 하급심에서는 公募以後 취득한 투자자들도 주간사 증권회사가 작성·배포한 각종 홍보자료나 동 증권사 직원과의 상담을 통하여 『간접적으로나마』 유가증권신고서 등의 주요내용을 파악한 후 이를 투자판단의 기초로 삼아 주식을 매수했거나, 신주공모가격이 진실한 유가증권신고서 내용을 근거로 산정되었을 것이라는 점을 신뢰하여 매수한 것이고, 그에 따라 손해가 발생했으므로 유가증권신고서의 허위기재와 원고들의 손해 사이에는 상당한 인과관계가 인정된다고 판단하여 이 문제를 단지 因果關係의 視覺에서 바라보고 있다.

이같은 하급심의 판단은 다음과 같은 점에서 그릇된 것이다. 우선 증권거래법 제14조의 책임규정을 근거로 하는 청구권적격은 원칙적으로 현재 허위 또는 부실기재의 대상이 되는 유가증권신고서 또는 사업설명서를 통하여 권유되는 公募에 응하여 취득한 투자자들을 대상으로 한다는 점이다. 바로 이 경우의 취득자들을 위한 특별한 책임규정이 바로 증권거래법 제14조의 취지인 것이다. 따라서 만일 공모 이후의 시장에서 취득한 투자자들이 공모시의 사업설명서 혹은 유가증권신고서를 읽고 그 기재사항을 믿고 투자했다고 한다면 이는 증권거래법 제14조를 원용할 것이 아니라 민법 제750조의 일반 不法行爲責任을 원용해야 할 것이다.

요컨대, 이 문제영역을 다룬 하급심 판결은 잘못이다. 그것은 우리의 不法行爲責任法의 原則이 적어도 엄격한 因果關係를 요구하는 한 달라질 수 없는 것이다. 즉 투자권유를 위해 작성된 사업설명서(또는 유가증권신고서)

는 바로 그 公募의 對象인 有價證券을 指向한 것으로 보아야 할 것이지 다른 유가증권을 지향한 것이 아닌 것이다. 또한 당연한 귀결로써 公募當時 應募한 取得者가 아닌 유통시장에서 취득한 제2차 취득자에게도 그 공모 당시 투자권유를 위해 작성된 공시서류의 부실기재에 대한 손해배상책임 청구권을 적용시킬 수는 없다고 보여진다. 따라서 전술한 바와 같이 이 경우엔 증권거래법 제14조의 책임규정을 원용할 수는 없고 일반 민법상의 불법행위책임규정(민법 제750조)으로 돌아가 그것을 기초로 책임을 구성할 수 있을 뿐이다.

2. 發行公示責任(法 第14條)의 法的 性質: 無過失責任인가?

유가증권신고서 및 사업설명서의 不實記載責任의 性質과 관련하여 하급심 판단은 매우 이채롭다. 外部監査人인 S회계법인이 자신의 Y회사에 대한 外部監査를 실시함에 있어 필요한 注意義務를 다하였다는 점을 이유로 責任의 成立을 否認하는 주장에 대하여, 하급심 법원은 증권거래법 제14조 제1항에 기하여 유가증권의 발행인 기타 관련자들이 유가증권 취득자들에게 부담하는 손해배상책임은 이른바 無過失責任에 해당한다고 판단하면서 피고인 회계법인은 상당한 注意를 다하였음에도 불구하고 유가증권신고서의 허위기재 등의 사실을 알 수 없었다는 점을 증명하여야만 免責된다고 판시하고 있다.

그러나 동 소송(Y사 공모소송)에서 피고의 항변내용 중의 하나는 증권거래법 제14조에 따른 손해배상책임이 不法行爲責任에 속하기

때문에 不法行爲 成立要件의 하나인 過失이 없었다는 사실, 즉 注意義務를 게을리하지 않았음을 증명하여 불법행위의 성립 그 자체를 부정하고 있다. 그러나 법원은 증권거래법상의 발행공시책임(법 제14조)이 일종의 무과실 책임이라고 판단하고 있는 것이다.

이는 우리 大法院이 競合問題와 관련하여 줄기차게 民法上の 一般不法行爲責任과 特別法上の 責任을 동시에 並存的으로 물을 수 있다는 점을 근거짓기 위하여 증권거래법의 공시책임규정을 特別不法行爲責任規定으로 보지 아니하고 애매하게 민법상의 불법행위책임과는 별도로 인정되는 法定責任이라고 보는 데에 기초하고 있다.⁹⁾

일반적으로 法定化되어 있는 손해배상책임 규정의 법적 성질을 분류하자면 두 가지의 경우밖에 존재하지 않는다. 그것은 契約責任과 不法行爲責任이다. 물론 투자권유문서의 허위 또는 不實記載에 대한 責任을 묻기 위한 청구권기초를 구성함에 있어서 理論적으로는 세 가지 정도의 구성방법이 있을 수 있다. 먼저 계약책임으로 구성할 수 있는 방법이다. 그러나 이 책임구성체계는 책임질 者(여기서는 발행회사 또는 주간사 증권사 혹은 회계법인)와 請求權者間的 계약관계가 존재하여야 하고 바로 손해가 그 계약상의 의무를 위반했을 것을 전제로 한다. 그 다음엔 우리 민법학계에서 그 效用性에 관한 논란이 있는 소위 契約締結上の 過失責任(culpa in contrahendo)이 있다. 그러나 이 책임구성체계도 當事者間的 前契約的 接觸으로 인한 일정한 책무가 도출되고 그 責務違反으로 인한 손해발생을 조건로 한다.

따라서 이론적 가능성 측면에서 볼 때에도 이 두 가지 책임의 기초는 실제로 적용되기란 어렵다. 마지막으로 남는 것이 不法行爲責任이다. 우리의 증권거래법 제14조의 유가증권신고서 및 사업설명서 부실기재책임은 세계 각 나라법에서와 마찬가지로 기본적으로 不法行爲責任에 속한다. 民法上の 一般不法行爲責任에 대한 特別不法行爲責任規定일 뿐이다. 따라서 불법행위책임의 구성을 위한 고의과실의 요건으로부터 인과관계 및 책임범위의 확정에 이르기까지의 구성요건들이 그대로 타당하다. 다만 특별법상의 특별불법행위책임의 구성요건들이 일반 불법행위책임에 비하여 緩和, 輕減되거나 혹은 加重될 수 있는 것 뿐이다.

요컨대 증권거래법의 공시책임은 민법상 일반불법행위책임에 대하여 적용범위 및 대상의 명확한 限定, 立證責任의 轉換 등을 통하여 제3자 또는 투자자(피해자)의 민사구제를 손쉽게 할 목적을 가지는 한편, 다른 한편으로는 민법상의 일반불법행위책임에 비하여 損害賠償의 範圍를 法定化하고 短期消滅時效를 정함으로써 책임의 무한정한 확장 및 법적 불안정성을 방지함으로써 증권시장의 안정을 도모하여 상호 충돌가능성 있는 法益을 조화시키고자 하는 특별불법행위책임일 뿐이다. 우리의 대법원과 하급심법원이 말하는 대로 계약책임도 아니고 불법행위책임도 아닌 제3의 법정책임이란 존재하지 않는다. 따라서 공시책임을 특별불법행위책임이라고 보는 한 당연히 계약도 공시책임을 구성함에 있어서는 불법행위책임을 위해 필수적인 책임구성요소들이 그대로 타당한 것이다. 물론 여기서 증권거래법

9) 대법원 1999. 10. 22, 선고 97다26555

제14조의 책임의 성질을 논하는 것 그 자체가 그리 중요한 것이 아니다. 오히려 후술하듯이 그 공시책임규정을 어떻게 보느냐의 여부에 따라 競合問題에 있어 결론을 달리하기 때문에 중요한 의미가 있게 된다.¹⁰⁾

3. 因果關係의 推定

(1) 논의의 의미

무릇 公示責任에 관한 논의에 있어 因果關係의 요건은 여러 責任要素 중에서 가장 핵심적인 요건이라 할 수 있다. 왜냐하면 통상 당사자간에 契約關係도 존재하지 않고, 또한 加害行爲가 명료하게 외부적으로 현출되는 것도 아니기 때문에 피해에 대한 배상을 청구하는 자가 어떤 이유로 책임질 자에게 책임을 묻는 것인가를 알려주는 열쇠이기 때문이다. 발행시장이든 유통시장이든 불문하고 유가증권을 취득하는 투자자는 자신이 취득한 유가증권의 時勢下落으로 인한 손해를 입을 가능성이 상존함을 너무나 잘 알고 있다. 이들 중에서 자신들의 손해가 어떠한 가해자의 加害行爲(허위공시 또는 부실공시)로 인하여 발생된 것이 입증되는 경우에만 비로소 불법행위책임을 물을 수 있는 것이다. 말하자면 因果關係의 要請이야말로 가해자의 불법행위로 피해를 입은 피해자와 그런 원인없이 손해를 입은 자를 구별해주는 잣대인 셈이다.

따라서 불법행위법에서는 특히 엄격한 인과

관계를 충족시킬 것이 요구된다. 일반적으로 불법행위법에서는 두 가지 차원의 因果關係가 논의되는데, 책임성립의 인과관계와 책임범위의 인과관계가 그것이다. 이를 공시책임과 관련시켜 보면, 우선 前者는 위법행위의 결과, 즉 부실 또는 허위로 작성, 공시된 서류를 읽고 이를 믿고 유가증권을 취득하게 되었다는 신뢰의 인과관계를 말하고, 後者는 그 부실공시로 초래된 손해가 어느 범위까지 미쳤는가를 나타내는 인과관계로서 이는 후에 손해배상액을 산정하는 책임의 영역에서 따지게 된다.

(2) 하급심 판결의 정당성

그렇다면 Y사 공모관련 소송사건으로 돌아와서, 또다른 피고인 S회계법인은 자신들의 감사결과가 Y회사 주식의 公募價格의 결정에 미친 영향이 극히 미미하다는 이유를 들어 감사보고서의 일부가 진실에 부합하지 않는다고 하더라도 원고들의 손해 사이에는 相當한 因果關係가 존재하지 않는다고 주장한데 대하여 下級審法院은 외부감사인인 회계감사를 거쳐 작성된 감사보고서는 해당 기업의 정확한 재무상태를 드러내는 객관적인 자료로서 일반투자자들에게 제공되어 주가형성에 결정적인 영향을 미치는 것이므로 동 감사보고서가 정당하게 작성되어 공표된 것으로 믿고 株價가 당연히 그에 바탕을 두고 형성되었으리라는 생각하에 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이라고 판시하고 있다.¹¹⁾

10) 이에 관하여는 이준섭, 재무정보공시에 대한 외부감사인인 손해배상책임, 상사법연구 제17권 제2호(1998), p. 162 이하

11) 이와 같은 판단을 하면서 대법원 1997. 9. 12, 선고 96다41991 판결을 인용하고 있다. 그러나 민법상의 일반책임규정을 근거로 책임구성을 하면서 이와 같은 완화된 인과관계를 인정하는 것에 대하여는 비판에 대하여는 이준섭, 전제논문, p. 135 이하

결국 이 사건에서 법원은 발행시장 즉 공모시의 유가증권신고서의 부실기재책임을 물으면서 인과관계를 매우 완화하여 폭넓게 인정하고 있다. 이것은 올바른 입장이라고 보여진다. 왜냐하면 우리 증권거래법이 이에 관하여 明文의 언급을 하고 있는 것은 아니지만, 특별법의 입법취지로 보나, 각국의 판례에서 나타난 해석에서도 그러하다. 그러나 이는 어디까지나 發行市場에서만 그러하다는 것뿐이다.

일반적으로 발행시장의 공시는 확실히 유통시장의 공시와 다른 특징이 있다. 유가증권이 이미 시장에서 유통되는 경우에 있어 流通市場公示, 즉 定期公示와 隨時公示는 투자자들이 해당 유가증권의 취득 또는 처분을 위한 유일한 판단자료가 아닐뿐더러, 이 경우의 투자판단은 매우 다양한 방향으로부터의 요인에 의해 결정될 수 있다. 그러나 유가증권이 최초로 公募되는 경우에 있어 유가증권신고서나 사업설명서는 투자자들이 해당 유가증권에 대한 청약 여부를 결정하기 위한 거의 유일한 판단자료라는 점, 그리고 해당 투자판단을 함에 있어 오직 1회만 제공된다는 점이 특징이다. 따라서 통상적인 보통의 투자자라면 유가증권에 대한 청약을 함에 있어 해당 공시서류를 읽고 이를 믿고 투자한다고 보는 것이 일반적이다. 이를 반영하듯 각국의 입법례와 판례는 만일 투자자의 취득시점이 사업설명서의 공시 이후인 경우에는 투자자들이 그 공시서류를 읽고 이를 신뢰하여 투자한 것이라는 因果關係를 推定하고 있다.

(3) 비교법

우선 美國法の 경우에는 1933년 연방법 (Securities Act 1933) Section 11(a)에서 유가증권신고서가 投資勸誘를 위해 단 한 차례 제공된다는 점을 고려하여, 유가증권신고서의 효력발생후 1년 이내의 취득자는 동 신고서를 읽고 이를 믿고 투자한 것이라는 점을 입증할 필요없이 그 인과관계가 推定된다는 점을 명확히 하고 있다. 이 경우에 취득자(원고)는 자신의 취득시점이 유가증권신고서의 효력발생 이후라는 점과 그후 1년 이내의 취득이라는 것을 입증하면 충분하고, 실제로 동 신고서를 믿었기 때문에 취득했는지의 여부에 대한 立證責任을 지는 것이 아니며 그에 대한 입증책임은 피고, 즉 발행회사측이 부담하는 ‘입증책임의 전환’이 이루어져 있다.¹²⁾

한편 獨逸法상으로도 많은 논의가 있어 왔다. 다만 이 문제 역시 그동안의 논의에 힘입어 1998년 개정법에서 입법적 해결을 본 것이지만, 그동안의 논의과정을 살펴봄으로써 우리법의 해석에 하나의 단초가 될 수 있을 것이다. 원래 독일의 증권거래소법도 우리법과 마찬가지로 因果關係의 문제에 관한 특별한 언급이 없이 解釋에 맡겨져 왔다. 그 결과 독일의 판례는 비록 구체적으로 사업설명서 내용을 읽거나 인식하고 한 것이 아니더라도 잠재적인 투자자로 하여금 투자결정을 하도록 투자욕을 誘引한 것이 인정되는 경우에는 因果關係가 인정된다고 해석하여 왔다.¹³⁾ 그러나 ‘투자욕의 형성’이라는 인과관계의 기준

12) 15 U.S.C.A §77K(a); Haralson V. E. F. Hutton Group, INc., 919 F.2d 1014, 1032(5th Cir. 1990); 임재연, 증권규제법, 1995, pp. 90~103

13) 이에 관한 유명한 판결로는 BuM(Beton-und Monierbau) 판결이다, BGH=WM 1982, S.862 ff, 867

에 관한 개념이 다분히 불명확한 것이어서 불법행위책임법 체계를 깨뜨릴 수 있다는 학계의 비판에도 불구하고 그 개념은 일종의 인과관계의 완화를 위한 개념으로서 널리 인용되게 된다. 그러나 이같은 개연적인 인과관계의 확장개념은 특히 주가가 폭락하는 시기에는 사업설명서 자체가 투자마인드를 형성한다고는 도저히 볼 수 없기 때문에 因果關係의 推定的 效力은 상실되는 것이고, 따라서 그 개념의 이론적 정당성을 잃게 되었다. 바로 이 시기에 공시된 이후의 사업설명서에 의한 인과관계의 추정을 否定한 판결이 1996년의 프랑크푸르트 고등법원 판결이다.¹⁴⁾ 그 이후 연방대법원은 사업설명서의 공시가 적어도 1년 정도는 투자자들로 하여금 投資誘引動機를 제공할 수 있는 것으로 보았고 비로소 그 期間內에서만 因果關係가 推定될 수 있다는 입장으로 선회하게 되었다.¹⁵⁾ 더욱이 유럽연합법의 法同化프로그램에 따라 연말결산서, 반기보고서 및 수시공시의무가 새로이 法的 義務로 추가된 이후로는 공시된 사업설명서가 인과관계의 추정을 위한 만능의 수단이 될 수도 없고, 또한 그렇게 장기간 투자유인수단으로서 기능할 수 없다는 인식의 전환이 생기게 되었다.

그러나 지금까지의 인과관계의 완화 및 추정에 관한 논의는 모두 다시 새로운 立法으로 재구성되게 된다. 즉 新法이 청구권적격을 사업설명서 공시 이후 6개월 이내의 취득자에게 부여하고 있고 그 기간내에 취득한 자에게 인과관계의 추정을 인정하게 되었기 때문이다. 결국 이 기간내에 취득한 경우에는 事業說明

書가 投資를 誘引했다는 추정이 우선적으로 주어지고, 소송과정에서는 피고, 즉 발행회사 측이 因果關係의 不存在에 대한 입증책임을 지게 되었다.

이와 같이 독일의 판례가 그동안 그 개연성만 있으면 인정하던 인과관계를 점점 좁혀 엄격하게 요구하던 중 아예 期間要件의 設定이라는 개정입법을 통하여 이 문제를 입법적으로 해결하고자 하는 시도를 한 것은 그동안의 고민과 시행착오를 반영한 것이다. 사실 이러한 관점은 실제 실무상 因果關係의 存否에 대한 판단이 매우 어렵고, 또한 인과관계의 존부에 대한 어떠한 판단이 나오더라도 일방당사자는 어차피 승복이 어렵다는 현실적 이유로부터 나온 것이다. 어떻든 전술한 바대로 미국법과 독일법이 입법적으로 기간요건을 설정하여 이 문제를 명료하게 해결하고자 시도한 前例에 관하여 우리의 입법자도 주목해야 할 점이다.

4. 流通公示責任의 特殊性

앞에서 소개한 바와 같이 현재 수시공시의 무위반을 이유로 하는 손해배상소송이 처음으로 제기되어 계류중이다. 이에 관하여 어떠한 판단이 나올지는 주목할 만하다. 다만 유통시장의 공시책임과 관련하여 현재 우리 증권거래법 구조가 최근 몇 년간 주목할 만한 변화를 겪은 점과 이와 관련한 몇 가지 특별한 논점을 제기할 필요가 있다.

일반적으로 유통시장공시란 일단 유가증권

0)4) OLG Frankfurt/Main, WM 1996 = 소위 Bond-Fall, 1219

0)5) 앞의 Elsflether Werft 사건 판결: BGH = ZIP 1998, 1528

이 시장에 상장거래되고 있는 경우, 그 발행 회사가 해당 유가증권 및 회사의 기업내용에 관하여 정기적으로 투자자에게 제공하거나, 투자자의 투자판단에 중요한 사실이 발생할 경우 이를 신속하게 적시에 공시하여야 하는 적극적인 법적 의무를 말한다. 강학상 전자를 정기공시, 후자를 수시공시 또는 적시공시라 부른다.¹⁶⁾ 그런데 종전까지(적어도 1996년 개정법 이전까지) 유통시장공시제도는 사업보고서를 제외하고는 진정한 법적 의무인지가 의문스러울 정도로 그 실효성을 기대할 수 없었다. 왜냐하면 그 공시의무위반에 대하여 다른 제재수단도 미미한 원인도 있지만, 무엇보다도 증권거래법상 損害賠償責任規定을 欠缺하고 있었기 때문이다. 1996년 개정법에서는 그동안 특별법상의 책임규정흡결을 발행공시에 관한 책임규정인 제14조를 준용함으로써 입법적으로 해결한 바 있다.

그러나 이와 관련하여 제기하고자 하는 문제는 크게 두 가지이다.

(1) 입법론적으로 볼 때 유통공시책임에 관하여 과연 발행공시책임규정을 준용하는 것이 타당한 것인가 하는 의문이다. 원칙적으로 유통시장공시책임의 이론구성은 발행시장공시책임과 많은 부분 공통적인 것이 사실이다. 모두 不法行爲責任의 영역에 속하기 때문이다. 그러나 정기적 그리고 계속적으로, 또는 수시로 이루어지는 유통공시는 단 1회적으로만 주어지는 발행공시와는 그 성격상, 그리고 책임 구성에 있어 다를 수 밖에 없다는 것이 중요한 점이다. 또한 특히 유통공시중 정기공시제

도는 오로지 備置公示義務만 있을 뿐이다. 이러한 차이는 책임영역에서 중대한 차이를 낳는다. 결국 準用規定을 통한 책임규정의 창설은 양자의 기본적 차이를 간과한 채 간단한 입법기술을 구사한 잘못된 입법이다.

(2) 다음으로 現行 法構造下에서 流通市場 公示責任을 구성함에 있어 주의해야 할 해석 관점이 제기된다. 그것은 發行市場 公示責任에서와는 달리 繼續公示에 있어서는 공시 이후에 유가증권을 취득하였다고 하더라도 因果關係의 存在가 推定된다고 해석하여서는 안된다는 점이다.

그 이유는 첫째, 특히 정기공시에 있어 備置公示의 기능적 제한성 때문에 투자자가 실제로 비치된 공시서류를 읽고 그 진실성을 신뢰하여 증권을 취득했다는 것을 입증해야 할 필요가 있기 때문이다. 물론 발행공시에 있어서도 유가증권신고서는 備置公示되긴 하지만 그와 내용적 동일성을 가져야 하는 사업설명서가 원칙적으로 交付強制되기 때문에 오로지 비치공시만 되는 정기공시(사업보고서, 반기보고서, 분기보고서)와 동일하게 취급될 수는 없다.

둘째, 隨時公示와 定期公示의 경우에는 發行公示가 그 해당 투자의 투자판단과 관련하여서는 一回的이고 唯一한 판단자료라는 점과는 달리 정기적·계속적 또는 수시로 제공된다는 점에서 투자자의 투자판단을 위한 유일한 연결고리는 아닐 뿐더러, 이들 공시정보가 직접적으로 투자를 권유하기 위한 것도 아니기 때문에 책임을 묻기 위하여는 실제로 그

0)6) 적시공시에 대한 고찰은 김건식/윤영신, “적시공시제도에 대한 小考: 적시공시를 중심으로” 이윤영 교수 화갑기념논문집(1989), 761면 이하

공시를 믿고 투자했는지가 반드시 밝혀져야만 한다. 말하자면 不法行爲法の 一般原則에 따라 투자자 자신이 그 信賴의 因果關係를 입증하여 책임을 추궁해야만 할 것이고 因果關係의 推定은 인정되지 않는다고 해석하여야 한다. 만일 그렇지 않다면 특정한 공시 이후에 취득했던 모든 투자자들이 시세하락으로 인한 자신들의 손해를 ‘인과관계의 추정’을 이용하여 부실공시의 탓으로 돌리는 결과를 낳게 될 것이다. 이는 사회경제적으로도 非正義이기도 하지만, 불법행위책임법의 근본적 구조를 왜해시키는 것이기도 하다.¹⁷⁾ 그러나 이에 관한 지도적 판결이라고 할 수 있는 1997년의 大法院 判決¹⁸⁾에서는 원심의 정당한 판단을 배척하고,¹⁹⁾ 인과관계를 추정하는 판결²⁰⁾을 내린 이래 앞서 소개한 판결에서도 일관되게 그 입장을 유지하고 있다. 그러한 점에서 앞의 대법원 판결에서와 같이 완화된 인과관계의 추정을 발행공시책임이 아닌 유통시장공시책임에 적용시키는 것은 수정되어야 마땅하다.

5. 民法上 一般不法行爲責任과의 關係: 大法院 判決 批判

(1) 경합문제의 실천적 중요성과 문제 제기
전술한 바와 같이 증권거래법상의 公示責任

규정이 민법 제750조 이하의 불법행위에 대한 특별불법행위책임법이라면, 당연히 일반법인 민법상 그것과의 관계가 고찰되어야 한다. 즉 경합문제는 이론적 유희의 문제가 아니라 실제적 중요성을 갖는다.

특별법(증권거래법)상의 청구권은 투자자의 손해배상청구를 용이하게 하는 반면, 증권시장에서의 분쟁을 조기에 종식시켜 증권시장의 안정을 도모하고자 단기간의 소멸시효를 규정하고 있기 때문에 민법상의 일반적 소멸시효 완성 이전에 빨리 소멸될 가능성이 있다. 이때 증권거래법상의 시효로 소멸된 청구권과는 별도로 다시 민법상의 일반불법행위책임을 물을 수 있는가 하는 점이다.

이에 관하여 대법원은 지금까지 출론 증권거래법상의 외부감사인 특별책임규정인 제197조의 책임을 다루어 오면서 그 책임이 민법상의 불법행위책임과는 별도로 인정되는 法定責任이므로, 특별법상의 책임과 민법상의 불법행위책임을 先後를 가릴 것 없이 並存的으로 함께 물을 수 있다는 입장이다. 이같은 입장으로부터 미루어 보건대 증권거래법의 공시책임규정인 제14조의 책임에 대해서도 당연히 동일한 입장일 것으로 간주된다. 물론 大法院의 이같은 입장이 증권시장에서 부실공시한 가해자에 대하여 보다 폭넓게 응징함으로써

07) 비교법상 미국법도 발행공시책임규정인 1933년법 제11, 12(1), 12(2)조 등에서는 인과관계가 추정되어 입증책임의 전환이 이루어지지만, 정기보고서 등의 책임규정인 1934년법 제18(a)조의 경우에는 인과관계의 존재를 책임의 요건으로 요구하고 있다. 상세는 임재연, 『증권규제법』, 박영사, 1995, 42면 이하

08) 대법원 1997. 9. 12. 96다41991 판결

09) 原審은 原告인 투자자가 분석결산된 재무제표와 부실한 감사보고서를 신뢰하고 이를 투자판단의 자료로 삼아 주식을 취득하게 되었다는 인과관계의 입증을 하지 못했다는 이유를 들어 배상책임을 배척하였었다.

20) 앞의 대법원 판결의 因果關係에 관한 판단은 다음과 같다: “원고가 소외회사의 주식을 매입함에 있어 특단의 다른 사정이 없는 한 증권거래소를 통하여 공시된 소외회사에 대한 감사보고서가 정당하게 작성되어 회사의 정확한 재무상태를 나타내는 것으로 믿고 그 주가는 당연히 그것을 바탕으로 형성되었으리라는 생각 아래 주식을 거래한 것으로 보아야 할 것이다.”

투자자의 피해를 두텁게 보호하자는 취지를 기초로 하고 있다는 점에 이해 못할 바는 아니지만, 그렇다면 법체계의 측면에서 과연 특별법상의 책임규정은 무엇인가 하는 점이다.

(2) 비교법

적어도 경합문제를 올바르게 바라보기 위하여는 우리와 똑같이 특별불법행위책임법과 민법상의 일반불법행위책임법이 동시에 존재하고 양자의 관계 및 적용과 관련하여 많은 논의가 있는 나라의 법과 좀더 상세한 비교법적 고찰이 필요하다. 이 문제와 관련하여 독일의 경우에 있어서의 전개상황을 살펴볼만하다. 이 법도 일반민법상의 불법행위책임규정과 공시책임에 관한 특별법(증권거래소법)규정이 존재하고, 특별법상 책임규정의 취지는 우리법에서와 다를 바 없다. 이 문제에 관한 독일의 학설과 판례도 오래동안 논쟁을 거듭해 왔는데 일반적인 견해는 특별법상의 사업설명서 책임 이외에 민법상의 일반불법행위책임을 별도로 물을 수는 없다는 입장²¹⁾이었다. 그 이유는 입법자가 애당초 목적했던 특별법의 취지가 민법의 불법행위책임의 일반적 적용을 통하여 形骸化되거나, 특별법의 적용범위를 뿌리채 빼앗아 곧 特別法規範의 存在意味를 상실케 하는 것은 용인될 수 없기 때문이었다. 물론 특별법상의 공시책임을 묻는 이외에 별

도의 계약책임(채무불이행책임)을 묻고자 하는 경우에는 당시에 明文으로 규정하고 있었다(동법 제48조 제2항).

그런데 이 문제에 관하여 故意에 의하여 부실공시를 한 경우에는 특별법상의 책임 이외에도 민법상의 일반불법행위책임을 병존적으로 책임지도록 하는 것은 당연하다는 견해가 제기된 이래,²²⁾ 결국 최근 改正法에서는 제48조 제2항을 새롭게 하면서 이같은 학설을 받아들여 고의의 불법행위(허위공시)를 통한 경우에는 특별법상의 책임 이외에도 별도로 민법상의 일반불법행위책임을 물을 수 있도록 규정하기에 이르렀다. 그러나 실제에 있어 ‘故意’가 인정될만한 부실공시를 생각하기 어렵다는 점,²³⁾ 그리고 일반불법행위책임을 확장하여 적용함으로써 특별법의 책임규범을 무의미하게 만들 수 없다는 점 때문에 新法의 의미를 격하시키는 견해도 있다.²⁴⁾

그러나 무엇보다도 중요한 점은 이미 독일의 최고연방법원이 그의 판사에서 “증권거래소법이라는 특별법상의 청구권기초가 自足的이고 排他的이며 終局的인 해결방법이라는 원칙을 前提로 해서만 다른 청구권기초(민법상의 일반불법행위책임)가 고려될 수 있을 뿐”이라는 시각을 가지고 있다는 점일 것이다.²⁵⁾ 이러한 大原則은 舊法이든 新法이든 특별법상의 책임 이외에 “그밖의 追加의인 청구권기

20) Schwark, Börsengesetz, 2Aufl., 1994, §§ 45, 46 Rn.44; K.J. Hopt, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, S.47

22) Schwark, Börsengesetz, 2 Aufl. 1994, §§45, 46 Rn.44; Kümpel, , aaO., Rn.11.214

23) Assmann, in: Assmann/Schütze(Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2 Aufl. 1997, Rn.236

24) M. Kort, Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§77 BörsG), AG 1999, S. 18

25) BGH, NJW 1986, 837; LG Frankfurt/Main, NJW-RR 1997, 149, 750(Sachsenmilch 사건)

초”라는 표현을 쓰고 있는 것이 이를 잘 말해 준다. 어쨌든 故意에 의한 불법행위의 인정가능성이 극히 드물다고 보는 한에서는 독일의 新法에 의하더라도 우리법원이 취하고 있는 請求權競合論은 도저히 容認될 수 없다는 것이 학설과 판례의 일치된 입장이라고 볼 수 있다.

(3) 대법원 판결의 문제점

동일한 당사자와 사건을 바탕으로 일반민법상의 청구권기초와 특별법상의 청구권기초가 경합한다고 할 때, 양자 중 어느 하나를 선택하도록 할 것인지 또는 양 청구권의 기초를 병존적 또는 중첩적으로 모두 활용할 수 있도록 할 것인지는 곧 特別法の 存在理由와 직접적으로 관련을 갖는다. 물론 만일 공시위반을 이유로한 책임추궁이 민법상의 契約的 請求權(債務不履行責任)으로도 가능하다고 한다면, 이는 계약책임이 不法行爲責任과 경합하는 경우이므로 兩者의 請求權基礎는 언제나 並存的·重疊的으로 행사가능하다는 것에 논란의 여지가 있을 수 없다. 그러나 특별법상의 책임이 불법행위책임의 특칙이라고 할 때, 과연 民法上の 일반불법행위책임이 그 특별법상의 책임과 並存的·重疊的으로 주어진다고 볼 수는 없다. 만일 그렇지 않다면 특별법상의 책임규정이 존재할 아무런 이유가 없어지기 때문이다. 즉 전술한 바대로의 특별법의 책임규정의 입법취지가 존재할 의미가 없는 것이다.

이와 관련하여서는 유사한 사건의 大法院 判決의 한 原審의 판단이 오히려 올바른 시각

을 갖고 있는 것으로 보인다. 즉 “외부감사인의 부실감사에 관하여 민법상의 불법행위책임을 묻기 위하여는 특별법(증권거래법)의 책임 구성에 있어서와는 달리 감사인의 고의, 과실, 투자자의 손해발생, 인과관계의 존재 및 손해배상액의 범위 등 일반불법행위책임을 구성요소에 관하여 별도로 주장하고 입증하여야 한다”는 점을 정당하게 지적하고 있다.²⁶⁾ 물론 이 하급심법원도 競合問題에서는 대법원의 선결례에 따라 請求權競合論의 입장에 있지만, 위와 같은 언급은 바로 특별법상의 책임규정이 별도의 입법취지와 존재의미를 가져야 한다는 것을 인정하고 있는 것이다.

그렇다면 우리 대법원이 일관되게 서있는 請求權競合의 立場은 修正되어야 마땅하다. 계약책임과 불법행위책임간의 관계에서나 타당한 생각을 불법행위책임간에 있어서도 그대로 적용하려는 것이 바로 잘못된 것이다. 그렇지 않다면 특별법상의 청구권기초는 그 존재이유를 찾을 수 없게 된다. 또한 우리 대법원이 청구권경합의 입장에 따라 시효소멸된 특별법상의 책임 대신에 민법상의 일반불법행위책임규정을 근거로 책임을 구성하면서도 오히려 특별법상의 청구권요소, 예컨대 완화된 인과관계(인과관계의 추정)를 원용하는 것도 수정될 필요가 있다.

IV. 結 論

사실 공시의무에 대한 責任法の 구성 혹은 責任理論을 구성함에 있어 가장 핵심적인課

26) 서울지방법원 제2민사부 1996. 8. 28, 선고, 96나15298

題는 한편으로는 投資者保護의 원칙과 다른 한편으로는 발행회사 및 인수주선기관의 이해를 어떻게 잘 調和시키는가 하는 관점이다. 그것은 우리법상 일반 민법상의 불법행위책임보다는 책임의 구성요건을 한정하여 규율의 대상을 명확히 하고 청구권의 기초를 쉽게 함으로써 투자자 보호에 기여하도록 하는 한편, 소멸시효나 청구권자의 범위를 축소하는 등의 측면에서는 증권시장의 기능 및 시장참여자의 이해도 고려한 측면을 엿볼 수 있다. 그러한 측면에서 투자자 보호 및 증권시장의 기능 보호라는 증권거래법의 일반적 이념이 구현될 수 있도록 그 특별법적인 책임구조도 반드시 존중될 필요가 있다. 만일 일반민법상의 청구권기초들이 특별법상의 청구권기초에 대한 어떠한 고려도 없이 그것과는 별도로 병존적이고 중첩적으로 기능하고 적용될 수 있다고 한다면 특별법상의 청구권기초들은 설 땅을 잃고 형해화되고 말 것이다. 그러한 점에서 대법원 판결은 자신의 입장을 수정해야 한다.

이같은 巨視的 또는 體系的 問題로서의 競合問題를 보는 시각도 그렇지만, 앞의 하급심 판결 또는 계속중인 소송에서 제기된 微視的 문제영역들에 대하여 보다 진지한 법해석과 법적용이 이루어져야 할 필요가 있다. 앞서도 언급되었듯이 공시책임의 법적 성질을 올바르게 규정짓는 일은 경합문제와 곧바로 연결된다는 점에서 중요한 일이다. 또한 증권거래법 제14조의 발행공시책임을 구성함에 있어 동 규정의 고유한 존재목적에 어울리지 않게 해당 공모 이후의 취득자나 해당 공모신주가 아닌 舊株의 취득자에게도 적용하고자 하는 앞의 하급심법원 판단도 법이론적으로는 물론 법정정책적으로도 발행자측에 불측의 가혹함을 강요하는 것이라고 보여진다. 그밖에도 여전히 중요한 문제로서 하급심법원 및 대법원의 因果關係의 存否 및 그 緩和論에 대한 인식도 그것이 발행공시와 유통공시에 있어 달리 취급되어야 한다는 점을 지적하고자 한다.

環境費用과 負債의 認識과 測定*

張 志 仁 **

<目 次>

- | | |
|---------------------|-------------------------------|
| I. 序 論 | IV. 環境會計情報の 公示 |
| II. 環境費用/資産의 認識과 測定 | V. 結 論: 우리나라 環境會計基準 設定을 위한 提言 |
| III. 環境負債의 認識과 測定 | |

I. 序 論

최근 환경문제가 전지구적인 문제로 부각되면서 전통적인 기업의 회계보고 책임(accountability)의 범위를 넘어선 환경보고 책임이 요구되고 있다. 환경문제를 해결하기 위한 접근 방법에는 정부가 환경규제 법규를 제정하여 직접적으로 기업의 활동을 규제하는 직접규제와 간접적으로 벌과금이나 세금을 부과하거나 보조금 등을 지급하여 기업이 스스로 환경문제를 해결하도록 인센티브를 제공하는 경제적 간접규제가 대표적인 방법이다. 환경회계는 시장의 힘(market forces)을 통하여 직접적/간접적인 규제가 아닌 기업 스스로가 환경문제를 해결하는데 참여하도록 하는 하나의 메카니즘이다. 즉, 환경회계는 기업의 환경투자

나 환경비용의 지출활동을 화폐적 혹은 비화폐적인 측정도구를 활용하여 측정하고, 이를 기업내부의 다양한 경영의사결정에 활용하고, 또한 그 결과를 이해관계자들에게 공시함으로써 기업의 이해관계자들이 해당 기업의 환경성과와 환경위험을 평가하고, 이를 통하여 그 기업의 가치를 평가할 수 있도록 정보를 제공하는 시스템이다. 환경회계정보는 시장참여자들에 의해 활용되어 환경성과가 높은 기업과 그렇지 못한 기업을 식별할 수 있도록 시장참여자들을 도와주며, 환경성과가 높은 기업은 그렇지 못한 기업에 비하여 시장을 통하여 보상(rewards)을 받을 수 있도록 하는 역할을 한다.

환경회계가 본격적으로 논의되기 시작한 것은 1980년대 말부터이다. 그동안 환경회계가

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 中央大學校 經營大學 敎授

구체적으로 논의되고 기업실무에 적용된 배경에는 다음과 같은 환경변화가 작용했다고 볼 수 있다. 첫째, 지금까지 인식되지 않았던 환경오염에 대하여 장래에 기업이 부담해야 할 의무인 환경부채(environmental liabilities)가 구체적으로 인식되기 시작하였다. 둘째, 전통적인 기업의 수익성에 관한 정보에 만족하지 않고 환경에 관심을 가지는 투자자(green investor)와 소비자(green consumer)집단이 나타나게 되었고, 이들에 의한 기업의 환경성과 환경위험에 관한 정보의 수요가 증대하게 되었다.

최근 각국의 환경청이나 관련규제기관들은 기업의 환경오염활동을 규제하기 위하여 기업이 장래 부담해야 할 환경부채의 공시를 요구하기 시작했으며, 기업의 환경지출을 회계보고서에 자산이나 비용으로 인식하도록 요구하고 있다. 한편 기업 스스로도 환경활동에 관한 정보를 측정하고 공시하여 내부적으로 환경활동을 효율화하고, 자본시장에서 기업의 환경위험을 낮추려는 노력을 하기 시작하였다. 그러나 본격적인 환경회계의 실무 도입은 아직 초기 단계에 있으며, 환경비용과 환경부채를 인식하고 측정하기 위한 일반적으로 인정된 회계기준은 마련되지 못하고 있다.

환경회계는 내부 환경회계(관리회계)와 외부 환경회계(재무회계)의 두 영역으로 나누어진다. 내부 환경회계는 미국의 환경청(EPA)을 중심으로 많은 연구와 사례가 개발되어 세계적으로 확산되고 있다. 외부 환경회계는 재무제표에 환경비용과 환경부채를 인식하여 공시하는 재무제표회계와 환경비용과 환경부채 뿐만 아니라 비재무적으로 측정가능한 기업의

환경오염 수준이나 환경성과 등을 비재무적으로 측정하여 재무제표와는 별도의 독립된 보고서를 작성하여 공시하는 환경보고서회계로 구분된다. 본 논문에서는 재무보고의 틀 속에서 기업의 환경활동을 화폐적으로 측정하여 공시하는 환경 재무제표회계에 범위를 국한하여 논의한다.

현재까지 개발된 환경 재무제표회계에서 필요한 회계처리기준 중 가장 포괄적인 것은 캐나다 회계사협회(CICA)가 1993년에 공표한 조사보고서 “환경비용과 환경부채”와 1999년에 유엔무역개발회의(UNCTAD)가 제시한 “환경원가 및 부채에 대한 회계처리 및 재무보고 지침(Accounting and Financial Reporting for Environmental Costs and Liabilities)”이라고 하는 가이드북이다. 이 두 가지는 개별국가들이 환경회계처리기준을 작성하는데 많은 기여를 하고 있다. 본 연구는 환경비용과 환경부채의 인식과 측정에 대한 이론적인 체계를 검토하고 우리나라의 환경회계기준 정립에 필요하고 고려사항을 제안하고자 한다.

II. 環境費用/資産의 認識과 測定

1. 環境原價의 定義와 範圍

환경원가란 기업의 환경보전 목적을 달성하기 위하여 취한 기업활동에 소비된 경제적 자원이다. 환경보전을 목적으로 취하여지는 기업의 활동은 외부규제에 의해 강제적으로 이루어질 수도 있고 기업 스스로가 자발적으로 취할 수도 있다. 환경원가를 유발시키는 기업의 환경보전활동은 오염을 사전에 방지하기

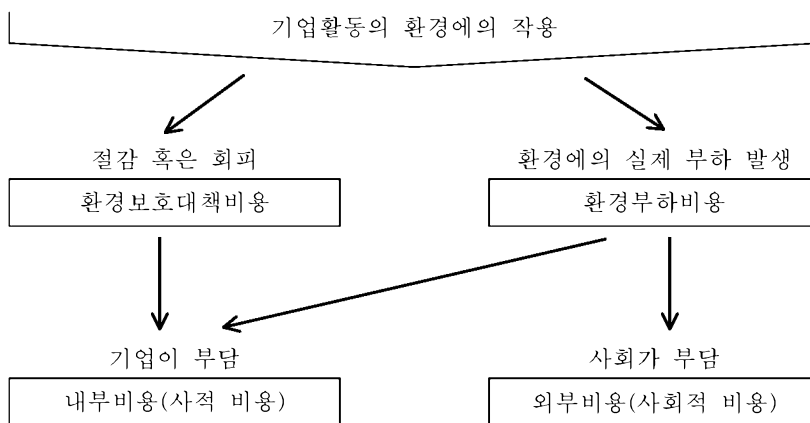
위한 공해방지활동, 환경관련 연구개발활동, 환경을 정상적인 상태로 유지하거나 개선하기 위한 활동 등 예방적 활동 뿐만 아니라 실제로 발생한 공해나 환경파괴를 처리하고 자연 환경을 정상상태로 복구시키는 활동과 공해나 환경파괴로 인한 보상활동 등 사후처방적 활동도 포함한다.

기업활동으로 인한 환경부하는 내부비용의 원인이 되는 경우도 있고(예: 폐기물처리비용), 기업에 원가중립적인 경우(예: 법적 허용 한도 내에서의 오염물질의 배출), 그리고 기업이 부담하지 않는 경우(예: 사회적 비용)가 있다. 환경회계에서 대상이 되는 환경비용은 ① 기업의 환경보호 활동과 관련한 비용과 ② 환경부하로 인해 발생하는 기업의 지출이다. 이들 두 가지 비용은 내부 환경관련원가로서 상호 관련되어 있다. 즉, 기업이 환경보전에 많은 투자를 하게 되면 그만큼 환경부하로 인한 내부 환경원가(예, 과징금 혹은 탄소세 등)는 절감된다. 이러한 관계를 그림으로 나타내면 다음 <그림 1>와 같다.

①과 ②의 비용은 광의의 내부 환경관련원가이며, 통상 환경비용이라고 일컬어지는 비용이다. 그러나 기업이 아무리 많은 환경투자를 하고 ②의 비용을 감소시킨다 하더라도 여전히 환경부하를 기업외부로 발생시키게 된다. 이러한 환경부하로부터 발생하는 것이 ③ 기업외부의 제3자에 의해 부담되어지는 사회적 비용이며 이른바 외부원가(externalities)로 불리는 비용이다.

환경원가는 기업이 부담할 사적인 비용을 의미하며 기업이 발생시키지만 부담하지 않는 사회적 비용은 일반적으로 포함하지 않는다. 즉 기업이 환경원가시스템을 구축할 때 개별 기업의 입장에서는 기업의 활동 또는 의사결정의 결과로 현재 또는 미래에 기업이 부담하여야 할 원가만을 대상으로 한다. 경제 전체의 입장에서 보면 기업이 부담하지 않는 경우에도 환경원가는 발생하여 사회적 비용이 된다. 그러나 이러한 사회적 비용은 기업이 현재 또는 미래에 부담해야 하거나 할 가능성이 있는 범위 내에서만 환경원가시스템에 포함되

<그림 1> 환경관련 비용의 구조



고 경영자의 의사결정에 고려된다.

환경원가의 범위를 어떻게 결정하는가는 환경회계에서 매우 중요하다. 특히, 사회적 비용인 환경외부효과를 환경회계에서 인식의 대상으로 하느냐는 아주 중요한 과제이다. 이와 관련하여 다음과 같은 사항이 추가적으로 논의되어야 한다.

- (a) 일반적으로 기업의 환경원가 범위를 사적 비용에 한정하고 있으나, 이것은 관점에 따라 다르게 인식될 수 있다. 환경적 관점에서 보면 기업이 부담의 직접적인 주체가 아니더라도 기업이 유발시킨 모든 환경오염은 사회적 비용으로서 환경원가의 범주에 포함시켜야 할 것이다.
- (b) 사적 비용과 사회적 비용은 그 구분이 가변적이다. 즉, 현재는 기업이 부담하지 않는 환경오염에 관한 비용도 장래에는 법규정의 변경으로 기업이 부담해야 하는 비용이 있을 수 있다.
- (c) 사적 비용과 사회적 비용을 개념적으로 구분하는 것은 중요하다. 왜냐하면 환경회계의 목적이 시장경제를 전제로 하여 환경보전을 촉진하기 위해서 사회적 비용을 기업 스스로가 자발적으로 내부화하도록 하는 것이기 때문이다. 이러한 환경비용의 분류는 개념적으로 중요하나 이 분류 자체만으로는 내부 경영관리에 유용한 환경원가 정보를 제공하지는 못한다.

또한 환경비용은 환경손실이나 환경자산과 구별된다. 환경비용은 환경개선을 위한 자원의 사용(환경원가) 중 당기에 환경효익에 기

여하고 소멸되는 부분이다. 환경효익이란 기업의 환경활동의 결과 환경에 미치는 환경부하(환경영향)가 감소하거나 환경의 질이 개선된 것을 말한다. 환경비용과는 달리 환경효익의 창출에 기여하지 못하고 환경원가가 소멸되면 이를 환경손실이라 부른다. 즉, 환경원가가 발생하기는 하였으되 현재나 미래에 환경효익을 가져오지 못할 것으로 예상되면 환경손실로 처리한다. 여기에서 주의하여야 할 것은 환경활동이 결과적으로 환경효익을 창출해 내지 못한다고 해서 모두 환경손실이 되는 것은 아니라는 것이다.

환경손실과 환경비용의 구분은 결과에 의한 다기보다는 오히려 원가발생 원인에 의한다고 보아야 할 것이다. 즉, 환경법규 위반에 따른 벌과금이나 제3자에 대한 환경손상에 대해서 손해배상을 지급한 경우 등은 원가발생의 원인이 환경활동에 의한 것이 아니었으며 결과도 환경효익을 창출하지 않은 경우이므로 이들은 명백히 환경손실이다. 환경원가가 당기의 환경효익에 기여하고 끝나는 것이 아니라 미래 기간에 걸쳐서 환경효익을 가져 올 것으로 기대되면 자본화하여 환경자산으로 기록한다. 구체적으로 환경자산이란 환경개선을 위한 유형자산 또는 연구개발 지출 중 장기적인 효익을 줄 것으로 기대되어 자본화한 것을 말한다.

2. 環境費用의 分類

환경비용의 분류는 논자와 분류의 목적에 따라 각각 다르게 분류되고 있다. 대표적인 환경비용의 분류체계는 EPA(1995)의 분류체계,

菊谷正人(1993)의 분류, CICA(1995)의 분류 그리고 일본 환경청(2000)의 분류이다. 네 가지 분류체계를 상호 비교해 보면 다음 <표 1>과 같다.

EPA(1995)의 환경원가 분류체계는 모든 환경원가를 포괄한다는 의미에서 대표적인 환경원가의 분류지침이라고 보여진다. EPA는 사적 비용과 사회적 비용을 총괄한 총원가를 대상으로 투자의사결정에 필요한 정보의 생산관점에서 환경원가를 분류하였다. 한편, 菊谷正人(1993)은 환경원가를 환경오염의 발생시점을 기준으로 사전적 환경원가와 사후적 환경원가로 구분하여 분류하고 있다. 이 분류에는 EPA의 분류와는 달리 사적 비용만을 환경비용으로 한정하고 있으며 사회적 비용은 제외하고 있다.

CICA(1993)에서는 환경오염 발생시점을 기준으로 분류하는 대신에 환경보전을 위한 기업의 자원투입에 대하여 환경효익을 창출하느냐 못하느냐에 따라 환경비용과 환경손실로 구분한다. 일본 환경청(2000)은 환경원가를 환경보전활동의 형태에 따라 6가지로 분류하고 있다. 일본 환경청의 가이드라인은 환경보전활동을 분류하고 이들 활동별로 환경원가를 집계하고 있으며, 환경보전활동과 비환경활동이 복합적으로 원가를 발생시킬 경우에는 비환경활동의 원가를 차감하고 차액만을 환경원가로 집계한다. 또한 환경원가의 정의에 환경보전을 위한 투자액과 당기비용을 포함하고 있으며, 재무회계목적으로 환경투자액은 그 효과가 나타나는 장래의 기간에 걸쳐 비용으로 계상한다. 일본 환경청의 가이드라인은 전

<표 1> 환경비용의 분류체계

형 태	분류의 관점	환경원가의 분류
EPA(1995)의 분류	사적 비용과 사회적 비용을 총괄한 총원가를 대상으로 투자의사결정에 필요한 정보의 생산 관점	환경원가는 ① 전통적 원가(conventional costs), ② 숨겨져 있을 가능성이 있는 원가(potentially hidden costs), ③ 우발원가(contingent costs), ④ 이미지 및 관계형성 원가(image and relationship costs)의 네 가지로 구성되어 있으며, 그 외부에 ⑤ 사회적 비용(social costs)이 존재
菊谷正人(1993)의 분류	환경원가를 환경오염의 발생시점을 기준으로 사전적 환경원가와 사후적 환경원가로 구분	- 사전환경원가는 오염 등을 방지하기 위한 예방적(anticipatory) 원가이며 여기에는 ① 오염방지비용, ② 환경관련 연구개발비용, ③ 환경보전·개선비용 - 사후환경원가는 ① 오염처리비용, ② 공해보상비용을 포함
CICA(1995)의 분류	재무회계 관점에서 환경효익과 대응 여부를 기준	환경대책 비용과 환경손실
일본 환경청(2000)의 분류	환경원가를 환경보전활동의 형태에 따라 6가지로 분류	직접환경부하저감원가, 환경관리원가, 생산 판매한 상품 등의 사용 폐기에 따른 환경부하저감원가, 환경R&D원가, 환경관련 사회적 노력원가, 기타 환경보전관련원가

통적인 제조원가명세서에 숨어 있는 환경원가를 포착해 낼 수 있다는 점에서 실무에 큰 유용성을 지닌다고 할 수 있다.

네 가지 분류체계 중 CICA(1995)를 제외한 나머지 세 가지 분류체계는 내부 관리회계 관점의 분류라고 볼 수 있으며, CICA(1995)의 분류는 재무회계적 관점에서의 분류라고 볼 수 있다.

3. 環境費用의 認識과 測定(資本化 對費用化)

Beams and Fertig(1971)는 환경비용을 기업 활동과정에서 발생한 비용으로 보고, 다른 제품 제조원가의 구성요소와 동일한 성격을 지니고 있다는 사실에 근거하여 발생주의에 따라 인식되어야 한다고 주장하고 있다.¹⁾ 즉, 당해 기간의 제조활동에 관련된 비용은 당기 제조원가로서 처리되고, 미래의 오염을 완화하기 위해 발생한 비용은 자본화 처리되어 미래의 제조활동에 배분되어야 한다. 또한 과거년도의 활동에서 발생한 환경적 손상의 복구에 관한 비용은 전기손익수정손실로 처리되어야 할 것이다. 그러나 모든 환경관련 지출이 이와 같이 명확하게 구분되지 않는다는 데 어려움이 존재한다. 이하에서는 구체적인 항목에

대한 회계처리방법을 논의한다.

먼저, 과거년도에 있어서 환경손상을 정화하기 위한 비용이나 그에 대한 벌금지불액은 전기손익수정손실로 회계처리할 것인가 하는 문제이다. CICA 보고서(1993)에서는 환경비용은 CICA Handbook Section 3600 “전기손익수정” 회계처리의 조건을 충족시키지 않는 한 이를 전기손익수정으로 할 수 없다고 규정하고 있다. 당기 이전에 발생한 환경오염에 대한 복구비용을 현존하는 환경과파괴에 대한 복구비용으로 보아 당기의 비용으로 볼 수도 있으므로 전기손익수정에 포함될 항목은 극히 제한적이라고 할 수 있을 것이다.²⁾

한편, 오염방지비용, 환경관련 연구개발비, 환경보전 및 개선비용과 같은 사전적 환경대책비용은 원가성 혹은 비용의 성격을 갖는 것이 일반적이다. 당해 기간의 효익에 직·간접적으로 관련된 원가(예: 당기 영업활동에 관련된 정화비용, 폐기물처리비용, 당기 환경관리와 환경감사비용 등), 기간비용으로 간주되는 환경비용(예: 환경상의 손상을 예방 혹은 감소시키거나 재생가능자원과 재생불능자원을 보전하는 생산물과 생산과정을 재설계하기 위한 연구비, 재활용비용 등)은 당기의 환경비용으로 계상된다. 벌금 가운데도 당해 기간의 법규 위반으로 인해 발생한 벌금은 당기의 환경

0) Floyed A. Beams and Paul E. Fertig, "Pollution Control Through Social Cost Conversion," *The Journal of Accountancy*, November 1971, p.40

2) CICA(1993)에서는 다음과 같은 극히 제한적인 경우에만 환경관련 지출의 전기손익처리를 인정하고 있다: (a) 과거 특정기간의 영업활동으로 구분되어지고 또 직접적으로 관련시킬 수 있어야 한다. (b) 과거년도의 재무제표일 이후에 발생한 경제적 사건(subsequent events)에 속하지 않는다. (c) 주로 경영자나 소유자 이외의 사람에 의한 의사결정이나 판단에 기인한다. (d) 그러한 의사결정이나 판단이 실질적으로 이루어지기 이전에는 합리적으로 예측할 수 없어야 한다.
구체적인 내용은 CICA(1993) 혹은 그 번역서인 『환경회계: 환경원가와 환경부채』(장지인·정길채 譯, 1998)를 참고.

손실로 처리되어야 할 것이다.

환경보호대책을 목적으로 한 유형자산(환경상의 손상을 예방 또는 감소시키기 위해 이용된 자산이나 재생가능자원과 재생불능자원을 보전하기 위해 이용된 자산, 과거에 있어서 환경상의 손상을 정화하기 위해 이용된 자산 등)에 대한 지출액은 미래의 기대 경제적 효익을 증가시킬 것이므로 자본화시킬 수 있다.³⁾ 공해방지설비, 자원절약설비, 재활용설비, 공해처리설비 등과 같은 환경대책자산은 보나온 환경조성이나 자연자원의 보전을 통해 사회에 미래효익을 가져올 것이므로 대차대조표 항목으로 인식할 수 있다. 이러한 지출액은 손익계산서에서 즉시 인식하지 않고 지출효과나 효익이 미치는 기간에 걸쳐 이연처리한 후 상각하는 것이 바람직하다.

대차대조표상에 계상된 환경자산은 다른 형태의 유형자산과 마찬가지로 예상 내용년수에 걸쳐서 합리적인 감가상각방법에 따라 상각해야 할 것이다. 특히, 환경상의 손상을 방지하거나 감소시키기 위한 자산 혹은 자연자원의 보전을 위한 자산인 공해방지설비나 자원절약설비 및 재활용설비 등의 감가상각비는 사전적 환경대책비용으로서 제조원가에 산입할 수 있지만, 과거의 환경상 손상을 정화하기 위한 사후적 오염처리설비 등에 대한 감가상각비는 원가성이 인정되지 않기 때문에 영업외비용이나 전기손익수정손실로 계상하여야 할 것이다.

III. 環境負債의 認識과 測定

1. 環境負債의 定義

환경부채는 과거의 사건이나 거래로부터 발생한 환경손상을 복구하기 위하여 혹은 환경손상으로부터 피해를 입는 제3자에게 보상하기 위하여 미래 지출을 수반하는 의무이다. 부채는 과거 사건에서 발생하여 특정기업이 부담하며 그 이행에 경제적 효익인 자원이 그 기업으로부터 유출될 것으로 예상되는 현재의 의무로 정의되며, 다음과 같은 세 가지 주요 성격을 지니고 있다(CICA, 1993).

- ① 부채는 특정일자에 특정사건의 발생이나 청구에 따라 미래에 자산의 이전이나 이용, 용역의 제공, 또는 기타 경제적 효익의 양도에 의한 결제를 수반하는 다른 경제적 실체에 대한 의무나 책임을 나타낸다.
- ② 의무나 책임은 기업으로 하여금 그것을 회피할 재량권을 거의 혹은 전혀 남기지 않고 기업에 채무를 부담시키는 것이다.
- ③ 기업에 의무를 부담시키는 거래나 사건이 이미 발생하였다.

부채의 본질적 특성은 기업이 현재시점에서 의무를 진다는 것이다. 의무는 특정한 방법으로 수행할 채무 또는 책임을 말한다. 의무는

3) 환경관련 지출을 자본화시키는 방법에는 크게 두 가지가 있다. 즉, 자산에 관련한 새로운 지출이 자본화되기 위해서는 관련자산에 따른 미래의 기대경제적 효익의 증가를 수반하여야 한다는 입장의 미래효익 증분(increased future benefit approach)과 예상된 미래의 기대경제적 효익이 실제로 발생하였는지 여부에 관계없이 추가적인 효익이 기대된다면 자본화시키는 입장인 미래효익증분비용법(additional cost of future benefit approach)이 있다.

구속적 계약 또는 법령상 요구의 결과로 법적으로 강제하는 것이 가능하다. 그러나 의무는 일반적인 영업관행, 관습, 그리고 좋은 거래관계를 유지하거나 공정하게 행동하고자 하는 욕구 때문에도 발생한다. 여기에 대한 근거는 FASB 개념보고서 제6호에서 정의하는 사회정의상의 채무도 부채로 인식해야 한다는 것에서 찾아볼 수 있다. 여기서 사회정의상의 채무(equitable obligation)는 법률적 의무에서 발생하는 것이 아니고 논리적·도덕적 계약으로부터 발생한다. 이러한 사회정의상의 채무는 환경적 관점에서 환경부채를 인식하는 근거가 될 수 있다.

환경문제의 미래 재무적 영향은 자주 변하는 규제 및 정치적 의사결정에 영향을 많이 받기 때문에 종종 불확실하다. 첫번째 불확실성은 부채의 발생 여부(우발채무)와 관계되며 두번째 불확실성은 그 부채의 크기(측정문제)와 관계된다. 우발상황이란 불확실한 사건들이 장래 발생하거나 또는 발생하지 않게 된 때에 비로소 그 궁극적인 결과가 확인되어지는 것으로서 그 결과가 이득 또는 손실로 반영되는 어떤 조건이나 상태를 말한다. 우발부채는 불확실한 결과를 인식하는 일반적인 한 방법이다. 우발환경부채는 하나 이상의 불확실한 미래 사건의 발생 또는 미발생에 의존하는 환경손상을 복구하거나 그러한 손상으로부터 피해를 입은 제3자들을 보상하기 위한 의무이다.

CICA(1993)는 환경을 위한 미래 지출을 의미하는 환경부채를 다음과 같이 두 가지 형태

로 분류하고 있다.⁴⁾

- (a) 과거의 거래나 사건(past transactions or events)에 관련된 환경을 위한 미래 지출. 예를 들면, 폐기처분된 부지나 현재 이용하고 있는 용지에서 발생한 환경상의 손상을 정화하기 위해 발생할 미래 지출.
- (b) 미래의 거래나 사건(future transactions or events)에 관련된 환경을 위한 미래 지출. 예를 들면, 환경상의 손상을 예방하는 설비를 개선하기 위해 이루어질 미래 지출.

2. 環境負債의 認識

환경부채는 미래의 지출이 거의 확실하고(probable), 예측가능하다면 재무제표상에 인식해야 한다. 부채로 기록되는 금액은 과거의 거래나 사건에서 발생한 현재의 의무나 채무에 관한 추정치라 할 수 있다. 환경부채는 차입금과 같이 법률과 계약으로 지불조건과 금액이 확정되는 법적 채무나 확정채무와는 다른 의제채무(constructive obligations)를 포함하며, 그 성격상 현재로서는 금액에 대한 추정이 가능한 상태에 있는 채무이다. 그러나 FASB도 지적하고 있는 바와 같이 법적인 정화의무가 확정되어 있지 않는 환경부채의 인식에 관해서는 그것이 자의적으로 이용되지 않도록 충분히 주의하여야 한다(SFAC 6).

환경부채의 인식과 관련한 추가적인 이슈는 인식시점의 결정과 측정문제이다. 인식시점에

4) CICA, *Environmental Costs and Liabilities: Accounting and Reporting Issues*, p.41

대해서는 통상 환경부채는 환경오염이 발생된 시점에서 발생한다고 볼 수 있으며, 따라서 이 시점에서 환경부채의 금액을 합리적으로 추정할 수 있다면 그 시점에서 부채를 인식해야 한다. 그러나 환경부채를 인식할 수 있는 가능한 시점은 (a) 환경부채의무를 지게 되는 유해한 용지나 설비 등을 기업내부에서 발견하고 확인한 시점, (b) 규제당국에 의해 유해 용지 등으로 통지된 시점, (c) 당해 자산의 정화나 실행가능성 조사를 행한 시점 등을 환경부채의 인식시점으로 할 수 있다. 예를 들면 만일 과거에 폐기처분한 용지가 유해한 용지로 확인되었고 정화나 실행가능성 조사의 종료 후에 최종비용의 예측이 이루어졌다면, 그 시점에 당해 자산에 따른 환경상의 손상을 정화하기 위한 추정금액이 환경부채로 인식·측정될 수 있다.

3. 環境負債의 測定

부채를 재무제표의 본문에 인식하기 위해서는 측정할 수 있거나 신뢰성있게 추정할 수 있어야 한다. 환경부채를 추정할 경우 고려할 수 있는 주요 요소는 현행법규 또는 규제, 규제기관의 관여 정도, 관련 당사자들의 수 또는 실행 가능성, 이전의 법률적, 경제적, 정치적, 과학적 경험과 문제의 복잡성, 기존 기술, 그리고 기술적 경험 등이다(SEC 1993).

환경부채의 금액 측정과 관련하여 환경정화를 위한 부채의 측정에 포함되어야 할 비용항목으로 AICPA SOP 96-1에서는 ① 정화노력을 위한 직접비용, ② 정화노력에 직접 관계된다고 예상되는 종업원에 대한 급료와 수당

의 두 가지를 들고 구체적인 내용을 규정하고 있다(AICPA, 1997). 또한 실무에서는 특정사이트와 관련하여 환경정화책임을 공유하는 경우 책임자간에 비용을 배분해야 하는 문제도 발생한다.

또한 환경오염에 대한 정화비용을 측정할 경우 전액 계상할 것인지 아니면 부분 계상할 것인지의 문제가 발생한다. 이 문제에 대해서는 환경오염의 상황이나 사업의 특성과 관계가 될 수 있다. CICA(1993)의 견해에 따르면 장래 기대환경 지출에 대해 기업의 부채로 기록될 금액은 과거의 거래나 사건으로부터 발생한 기존의 채무 추정액 전부이어야 한다고 지적하고 있다. 그러나 환경부채를 전액 인식하는 경우 기업의 재정상태에 좋지 않은 영향을 미칠 수 있으므로 장래수익에 대응되어야 하는 이연환경비용 부분을 환경부채로부터 공제하여 대차대조표상 순액으로 계상하는 것도 인정하고 있다. 이때 환경부채총액과 이연부채를 주식으로 기재할 것을 요구하고 있다.

환경부채의 계상은 추정계상인 이상 그 측정에 있어서는 경영자의 최선의 판단이 요구되는 것은 물론이거니와 기술적인 문제로 환경오염정화비용에 대해 보험이나 제3자에게의 잠재적인 지불청구권을 소유하고 있는 경우의 처리와, 장래 지출금액을 현재가치로 할인하는 것을 인정할 것인가 하는 문제가 있다.

전자에 대해서는 미국증권거래위원회(SEC)는 SAB 92에서 환경부채 총액과 환경정화에 관한 지불청구권은 독립적으로 표시할 것을 규정하고 있다. FASB의 EITF 93-5도 원칙적으로 양자를 상계해서는 안된다고 하는 관점을 지지하고, 환경부채가 복원하기 위한 잠재

적인 지출청구권과는 별도로 평가되고 동시에 환경복원지불청구권의 실현 가능성이 있을 때에 한해 환경부채의 인식으로부터 발생하는 손실이 감액된다고 하고 있다.⁵⁾

환경부채의 현재가치로의 할인계산에 대해서는 EITF 93-5는 한정적으로 인정한다는 견해를 보이고 있고, SEC의 SAB 92도 할인계산을 허용하고, 현금지출의 할인에 적용할 할인율은 무위험 금융자산의 이자율을 초과하지 않고 만기가 환경부채와 비교가능하여야 한다고 규정하고 있다.

환경부채의 추정에서 기업은 장기적인 기술 발전을 예측하지 않도록 하고, 미래 지출에 대한 예측 근거를 기존의 기술에 두어야 한다. 이것은 환율의 변동에도 동일하게 적용되는데 환율의 변동을 경영자의 예측에 의존해서는 안된다. UNCTAD 보고서(1999)에서는 환경부채의 추정에서 두 가지 접근방법을 제시하고 있다. 즉, 미래 부지의 복구, 폐쇄 또는 제거와 관련된 부채의 측정을 위해, 그리고 부채의 청산(settlement)과 관련된 지출이 상당기간동안 일어나지 않을 것으로 예상되는 상황에 대해서는 (a) '현재가치' 접근방법을 사용하거나 (b) '현행원가' 접근방법을 사용하도록 권고하고 있다.

4. 環境改善充當金과 準備金

지금까지의 논의와는 달리 현시점에서는 환경파괴가 발생하고 있지 않더라도 과거의 활동에 기인하는 환경에의 영향이 미래에 발생할 가능성이 높고 그 지출금액을 합리적으로 추정할 수 있다면 부채성충당금을 설정할 수 있다. 예컨대, 장래에 지출이 예상되는 폐기물의 폐쇄, 유해물질의 제거 등에 관한 환경 관련 비용을 그 원인을 발생시킨 과거의 활동에 배분하여 환경비용충당금을 설정하는 경우가 그것에 해당한다.

환경보호를 위한 미래 지출에 관련된 미래 사건은 ① 불확실성을 수반한 사태나 상황이 이미 존재하고, ② 그 미래사건의 발생 혹은 미발생이 확실하지 않고, ③ 불확실성의 해소는 미래의 사건에 따라 결정되며, ④ 불확실성을 수반한 사건이 손실 혹은 이익을 초래할 가능성을 갖고 있는 우발성의 특징을 갖고 있다.⁶⁾

SFAS No.5는 우발손실에 관련된 미래 사건의 발생가능성이 확실하다고 하는 질적요건과 그 우발손실의 금액이 합리적으로 추정가능하다는 양적 요건을 만족하는 경우에 한하여 우발손실을 계상하거나 충당금 처리를 인정하고 있다.⁷⁾ 따라서 미래 거래나 사건에 관

5) EITF, Accounting for Environmental Liabilities, 1993, FASB, Issue 93-5

6) FASB, Statement of Financial Accounting Standard No. 5, "Accounting for Contingencies," 1975, para. 1. International Accounting Standards Committee, International Accounting Standard No. 10, "Contingencies and Events Occurring After the Balance Sheet Date," 1987, para. 3. Accounting Standard Committee, Statement of Standard Accounting Practice No. 18, "Accounting for Contingencies," 1980, paras. 1 and 4

7) 캐나다의 CICA Handbook에서는 환경손실에 대한 충당금계정으로 "용지복구충당금(site restoration provision)"과 같은 계정과목을 사용하고 있다(CICA, CICA Handbook, Section 3060 "Capital Assets," 1992, paras. 39-40 참조).

런된 환경보호를 위한 미래 지출에 대하여 손실발생 확률이 매우 크고, 손실액을 합리적으로 추정할 수 있다면 당해 환경손실을 손익계산서에 계상함과 동시에 대차대조표상에서 동일 금액의 환경손실충당금(부채)을 설정할 수 있다.

만일 미래의 우발손실금액에 대하여 일정범위액만이 추정 가능하다면 최선의 추정치로 계상할 수 있으며, 만일 최선의 추정치를 파악할 수 없다면 최저추정액(minimum amount)으로 계상할 수 있다.⁸⁾ 위에서 설명한 발생가능성 요건을 충족하여도 두 번째 요건인 양적 요건에 관하여 충분한 증거가 없다면 우발손실(즉, 미래의 환경손실) 계상은 인정되지 않으며, 우발성 존재와 성격에 관한 공시만이 인정된다. 또한 우발손실의 발생가능성과 측정가능성을 모두 만족하지 못함으로써 충당금 설정은 불가능하지만 당해 사건의 발생가능이 어느 정도 가능한 것(reasonably possible)이라 판단된다면 그러한 성격을 주석으로 기재할 수 있다.

환경상의 손상을 예방하도록 설비를 개량하기 위해 이루어질 미래 지출에 대하여는 질적 요건과 양적 요건을 모두 만족한다면 환경비용충당금을 설정할 수 있을 것이다. 경제가치의 소비가 미래에 이루어진다고 해도 그 발생원인이 당기에 존재하고 있다면 적정한 기간손익 계산을 위해 이를 당기 비용으로 처리할 필요가 있다. 현재시점에 있어서 현금유출이 발생하지 않았으나 경제가치의 소비 사실로 인해 비용을 인식하도록 요구하는 발생주의원칙에 따라 미래 경제가치의 소비원인 발생이

라는 사실에 기초하여 환경비용충당금 설정이 인정될 것이다. 수선충당금이나 특별수선충당금과 마찬가지로 환경비용충당금은 대차대조표상 유동부채 항목이나 고정부채 항목으로 기재하고, 환경비용충당금전입액(환경비용 혹은 환경손실)은 제조원가의 원가요소 혹은 판매비 및 일반관리비로 처리된다.

IV. 環境會計情報의 公示

1. 環境資産의 財務諸表上 表示

자본화기준에 적합한 환경원가는 자본화하여 자산으로 기록된다. 환경원가를 자본화한 경우 순수하게 환경목적으로 구입한 유형자산은 전적으로 환경자산으로 기록된다. 그러나 만약 다른 자산의 환경효율을 증가시키는 지출을 자본화한 경우는 당해 자산의 원가의 증가로 나타나게 되며 이 부분을 별도의 자산으로 기록할 수는 없다. 예를 들면, 대기로부터 오염을 제거하는 기계처럼 그 자체가 전적으로 환경목적용을 가진 경우에는 별도의 환경자산으로 구분하여 인식, 측정, 공시가 가능하다. 그러나 건물에서 석면을 제거하기 위해 발생된 원가는 환경자산의 인식기준을 충족시키지만 별도의 환경자산이 아니라 기존 자산(건물)의 원가를 증가시키는 결과를 낳는다. 따라서 별도의 환경자산을 구성하지 않는다.

환경자산의 재무제표상의 표시에 관한 이슈는 재무제표나 주석에 환경자산을 비환경자산과 구분하여 별도로 표시할 것인가에 관한 것이다. 전적으로 환경자산인 경우와 자산의 일

8) FASB, *FASB Interpretation No. 14*, "Reasonable Estimation of the Amount of a Loss," 1976, para. 3

<표 2> 환경자산의 대차대조표상 표시(예)

대차대조표		
유동자산		
:		
고정자산		
투자자산		
:		
유형자산		
:		
일반업무활동용 건물	xxx	
감가상각누계액	(xxx)	xxx
:		
환경자산		
공해방지설비	xxx	
감누계가상각액	(xxx)	xxx
에너지절약설비	xxx	
감가상각누계액	(xxx)	xxx
:		
무형자산		
:		
창업비		xxx
개발비		xxx
환경자산		
환경개발비		xxx

부는 비환경자산이고 나머지 일부는 환경자산인 경우가 있을 수 있는데 이를 별도로 구분 표시할지는 공시방법의 선택의 문제이다.

환경자산의 공시에 관해서는 ① 환경자산을 구분 표시, ② 전적으로 환경자산인 자산을 환경자산이라 하여 다른 자산과 구분 표시, 그리고 ③ 전적으로 환경자산인 자산 뿐 아니라 다른 자산 중 환경원가를 자본화한 부분까지 표시하는 방법이 있다. 이들 방법에 있어서도 재무제표상에 ② 또는 ③의 방법으로 표시하거나 또는 본문에는 환경자산을 구분하지 않고 기록하되 주석사항으로 ② 또는 ③의 방법을 사용할 수 있다. 환경에 관한 정보는 모든 이해관계자에게 중요한 정보이며 앞으로

더욱 중요해질 것으로 예상된다. 따라서 가능한 한 상세한 정보를 대차대조표에 공시해 주는 것이 회계정보의 목적적합성을 높이는 일이다. 이런 관점에서 보면 위의 대안 중 ② 또는 ③의 방법을 사용하여 대차대조표 상에 공시하거나 아니면 대차대조표에는 환경자산을 구분하지 않고 주석사항으로 ② 또는 ③의 방법을 택하는 것이 바람직할 것이다.

현행의 회계제도에서는 기본적으로 형태적 자산 분류(예: 유형자산과 무형자산)에 따라 대차대조표에 표시된다. 그러나 재무제표상에 환경정보를 공시하는 경우 자산의 기능적 분류에 따라 환경자산을 개별적으로 공시할 필요가 있을 것이다. 다음에는 환경자산의 공시

를 앞에서 설명한 ②의 방법으로 공시하는 방법을 예시한다.

2. 環境費用의 財務諸表上 表示

환경비용을 손익계산서상에 제조원가, 판매관리비, 영업외비용 또는 특별손실 항목 중 어느 항목에 포함시킬 것인가가 문제가 될 수 있다. 이는 기본적으로 환경원가를 발생시키는 활동의 성격에 따라 기존의 비용항목 구분의 원칙에 따라야 할 것이다.

제조과정에서 발생하는 환경영향을 감소시키기 위해 발생한 환경원가는 제조원가의 일부가 될 것이다. 제조원가의 일부로서 나타나는 환경원가는 재료비, 노무비, 경비의 각각의 항목에서 나타날 수 있다. 예를 들면, 당기보다 환경친화적인 원재료로 대체함으로써 추가로 발생하게 된 원가는 재료비 총액의 증가로 나타나게 될 것인 바, 이 중 환경영향 감소를 위해 기업이 추가로 부담하는 재료비는 환경원가가 된다. 폐수설비의 운영을 위한 직원의 인건비는 환경원가이다. 경비 중에서 환경원가의 예로는 환경설비의 리스료나 환경자산의 감가상각비 등을 들 수 있다. 따라서 손익계산서의 부속명세서로서 제조원가명세서를 작성할 때 재료비, 노무비 및 제조경비의 각각의 구분에 환경원가 항목을 별도로 공시할 수 있을 것이다.

생산활동이 아닌 활동에서 발생하는 환경영향을 저감하기 위하여 발생한 환경원가는 그 성격에 따라 영업비용, 영업외비용 및 특별손실로 나눈다. 앞에서 분류한 환경관리원가 중 많은 항목이 판매관리비 항목 중의 환경비용

에 해당된다. 예를 들면, 환경감사, 환경인증, 환경교육 등을 위한 원가는 판매관리비에 해당하는 환경비용이다. 또한 공장이 아닌 사무실이나 영업점 등에서 발생하는 환경영향을 감소시키기 위한 원가는 판매관리비 중 환경비용 항목으로 분류할 수 있다.

환경비용 중에서 영업외비용에 해당하는 항목은 앞에서 정의한 환경손실이 될 것이다. 예를 들면, 환경법규 위반에 대한 벌과금이나 타인에게 입힌 환경손상에 대한 손해배상금 등은 영업외비용의 항목으로 포함되어야 한다. 또한 미래에 발생할 것으로 예상되는 환경 지출에 대비하여 준비금을 적립하는 경우에 이 준비금 전입액도 영업외비용에 해당하는 환경비용이 될 것이다. 환경손실 중에서 비경상적인 거액의 손실은 특별손실로 분류할 수 있다. 예를 들면, 원유 또는 가스유출 사고로 인한 거액의 손해배상은 특별손실로 분류되어야 한다.

환경비용의 재무제표상의 공시에 대해서도 앞에서 대차대조표상의 환경자산의 공시와 비슷한 방법을 적용할 수 있다. 즉, 손익계산서상에 환경비용을 비환경비용과 구분하여 표시하는 방법이 있고 또는 손익계산서에서는 별도로 구분하지 않고 손익계산서에 대한 주석으로 공시하는 방법이 있을 수 있다. 대차대조표의 경우와 마찬가지로 가능한 한 손익계산서상에 구분표시하는 것이 좋으나 정보의 신뢰성 문제와의 균형을 고려하여 결정하여야 한다. 다만, 대차대조표상의 표시방법과 손익계산서상의 표시방법이 일관성을 유지하여야 한다. 손익계산서상에 환경원가를 별도로 표시하는 경우를 예시하면 다음과 같다.

<표 3> 환경비용의 손익계산서상 표시(예)

손익계산서		
I. 매출액		xxx
II. 매출원가		xxx
매출총이익		
III. 판매비 및 일반관리비		
:		
환경비용충당금전입액	xxx	
환경인증비용	xxx	
환경감사비용	xxx	
:		
IV. 영업외비용		
:		
환경손실충당금전입액	xxx	
:		
V. 특별손실		
:		
환경손해배상금	xxx	

3. 環境負債의 財務諸表上 表示

환경부채를 재무제표에 어떻게 표시할 것인가에 대한 기준은 없다. IASC는 우발손실의 발생 가능성이 희박(remote)하지 않다면, 재무제표에 인식되지 않은 경우에도 우발손실의 공시를 요구한다. 그러므로, 재무상태의 평가에 유용한 인식되지 않은 환경부채는 재무제표의 주석, 설명자료, 보충자료에서 공시하여야 한다. 미국에서는 부채가 중요하고, 발생가능하고, 합리적으로 추정할 수 있다면 발생한 것으로 본다(SFAS 5). 그러나 특정사건이나 용지복구와 관련된 환경부채의 발생은 어느 정도 확실성을 갖고 추정가능하기가 어려운 경우가 많다. 그러므로, US GAAP에서는 환경부채의 인식을 강제적으로 요구하지는 않는다.

IASC는 손실발생의 가능성이 희박한 경우

를 제외하고는 우발손실이 있다는 사실을 재무제표에 공시할 것을 요구한다. US SEC는 경영자 토의분석(MD&A)에 (a) 알려져 있고, (b) “합리적으로 일어날 가능성이 없다”는 결정을 할 수 없고, (c) “회사의 재무적 상황에 영향이 어느 정도 중대할 것이라고 판단되는” 어떠한 “추세, 약정채무, 사건, 또는 불확실성”도 공시를 요구한다.

SEC는 연차보고서의 다른 부분에서 공시하였을 경우(예: 주석공시)에도 MD&A에 공시할 것을 요구한다. MD&A는 이익과 유동성에 중대한 영향을 미칠 수 있는 추세, 알려진 수요, 사건, 불확실성 등을 포함하여야 한다. 부채는 금액을 합리적으로 추정할 수 없는 경우에도 발생가능하다면 재무제표의 주석에 공시하여야 한다. 우발손실의 주석 공시는 손실의 발생가능성이 적어도 ‘합리적으로 가능하다면’ 적절하다. 오직 손실의 발생가능성이 ‘희박’

(remote)한 경우에만 공시가 필요없게 된다.

지금까지는 미국 이외의 어떤 국가도 환경부채의 공시 기준을 발표하지 않았다. 그러나 몇 가지 선도적인 시도는 있어 왔으며 그 예는 다음과 같다.

① EU에서 '쓰레기에 의하여 발생한 손실에 대한 사회적 책임에 관한 지침'(the Directive on Civil Liability for Damage)이 1993년에 발표되었다. 이 지침은 소급 적용하지 않다는 점을 제외하면 슈퍼펀드법과 유사하다. 그러므로 기업에 대한 재무적 영향은 상당할 것으로 기대된다.

② UNCTAD의 ISAR(International Standards of Accounting and Reporting)은 환경과 관련하여 발생한 부채, 충당금, 우발부채를 포함하는 권고안을 발표하였다. 여기서 우발부채는 사건이 발생 가능하지 않다는 것이 명확하지 않다면 재무제표의 주석에 관련 금액의 추정치를 공시할 것을 요구한다.

③ CICA는 환경부채와 관련하여 다음 사항의 공시를 권고하였다(CICA 1993).

- 환경부채는 재무제표에서 분리하여 공시하여야 한다.
- 개별적으로 중요한 환경부채는 분리하여 공시하여야 한다.
- 이연비용은 그 항목과 관련되는 부채와 연결하여 공시하여야 한다.
- 측정의 불확실성에 대한 성격을 공시하여야 한다.

결론적으로 환경부채는 과거의 거래나 사건에 관련된 미래의 지출과 미래 거래나 사건에

관한 미래의 지출(부채성충당금)로 구분할 수 있다. 환경부채로서 대차대조표에 계상될 수 있는 기본요건은 당해 부채에 대하여 합리적인 예측가능성이 있어야 하며, 부채성충당금으로 분류되기 위해서는 발생가능성이 높아야 한다. 과거의 거래나 사건에 관련된 환경부채에 대해서 추정금액을 특정할 수 없는 경우에는 당해 부채의 성격 등이 주식사항으로 공시되어야 한다. 미래의 거래나 사건에 관련된 부채성충당금에 대해서는 발생 가능성이 희박하다면 주식으로 공시할 필요도 없다. 발생가능성이 높은 경우에도 예측 불가능하다면 주식사항으로만 공시하여야 할 것이다.

V. 結 論: 우리나라 環境會計基準 設定을 위한 提言

환경비용과 부채의 인식과 측정을 위한 회계기준서를 구체적으로 가지고 있는 국가는 없다. 1999년 유엔무역개발회의(UNCTAD)가 환경원가 및 부채에 대한 회계처리 및 재무보고지침(Accounting and Financial reporting for Environmental Costs and Liabilities)을 발표한 것이 유일한 국제적인 환경회계처리지침(안)이다. 국제회계기준위원회(IASC)는 국제증권감독기구(IOSCO)와 약속한 핵심기준의 완성 후에 환경회계기준서에 대하여 관심을 가지겠다는 입장이다. 미국이나 유럽의 여러 나라들도 환경회계기준서에 대한 관심은 가지고 있으나 아직 구체적인 기준서를 공표한 상태는 아니다.

우리나라의 기업회계기준에서도 환경대책과 관련하여 이루어질 지출 혹은 앞으로 발생될

지출에 대한 회계처리의 구체적인 지침을 다루고 있지 않다. 현재 기업회계기준에서는 주식사항 및 부속명세서 부분에서 환경정책이나 기준 및 폐기물 처리내용을 자발적으로 공시하도록 제안하고 있을 뿐이다. 여기서는 재무보고의 틀 안에서 환경비용과 부채를 인식하고 측정하기 위한 회계기준을 정립하는데 필요한 지침을 제시한다.

1. 環境關聯 支出의 資本化

우리나라의 기업회계기준에서는 자본적 지출과 수익적 지출에 대해 다음과 같은 기본적인 처리방법을 제시하고 있다 :

고정자산의 내용년수를 연장시키거나 가치를 실질적으로 증가시키는 지출은 자본적 지출로 하고, 당해 고정자산의 원상을 회복시키거나 능률 유지를 위한 지출은 수익적 지출로 한다(제45조).

앞에서 기술한 것처럼 회계적 측면에서 환경 지출은 크게 환경에 대한 손상을 예방, 감소, 보수하는 활동 즉, 현재 혹은 미래에 추가적인 효익을 창출하는 지출과 추가적인 효익이나 이익을 가져오지 못하는 지출로 구분할 수 있다. 전자를 환경대책을 위한 지출이라 하고 후자를 환경손실이라 한다. 개념적으로는 환경 지출과 관련하여 환경대책 지출을 자본화한 다음 효익이 예상되는 기간 혹은 자산의 내용년수에 걸쳐 체계적이고 합리적인 방법으로 상각한다. 이와 같은 지출이나 비용 가운데 생산되는 제품과 관련지을 수 있는 부

분은 제조원가로 처리하고, 그 이외의 부분은 영업비용으로 처리한다. 또 환경손실은 지출이 발생한 기간의 비용으로 처리하는 것으로 설명된다.

그러나 실무적인 입장에서는 환경문제와 관련한 지출내용의 복잡성으로 인해 기준에서 제시하고 있는 조건만을 가지고서는 이러한 두 가지 구분 가운데 어느 하나로 분리하는 작업이 용이하지 않다. 첫째, 환경 지출에 대한 구분을 위해서는 그 지출을 적절히 분류하는 것이 중요하다. 즉, 앞서 언급한 것처럼 사전적 환경비용 혹은 사후적 환경비용으로 구분하여 그러한 분류에 속한 지출을 비용화 혹은 자본화처리 가능성을 고려하는 것이 바람직하다.

둘째로 환경관련 지출의 자본화를 위해서는 당해 지출로 인해 추가적인 효익(예: 생산성 향상, 가치증가 혹은 내용년수 연장 등)이 발생해야 하므로 지출의 성격에 대한 좀더 구체적인 고려가 필요하다. 예를 들면, 환경자산의 취득이나 건설 또는 개발을 위해 발생한 지출과 다른 유형자산의 건설이나 개발중에 발생한 지출, 그리고 취득·건설·개발 이후에 발생한 지출 등과 같이 발생상황에 따라 회계처리방법이 달라질 수 있다.

만일 환경손상이나 환경오염을 예방 또는 감소하고자 하는 목적과 관련하여 환경자산의 취득이나 건설 또는 개발되었다면, 기본적인 자본화 조건(계속적인 영업활동에서의 활용이나 비판매목적용 자산 등)을 만족하는 식별가능자산에 한해 자본화시켜야 할 것이다. 또 만일 자본자산의 미래 사용에서 발생할 환경오염의 예방·감소 등을 목적으로 당해 자산

의 건설·개발중에 발생한 지출은 추가적인 효익이 기대되는 지출로 볼 수 있으므로 관련 자산에 대한 부대비용으로 보아 자본화시켜야 할 것이다. 마지막으로 만일 환경관련 지출이 자본자산의 취득 혹은 건설 이후에 발생한다면, 미래 경제적 효익의 발생 여부에 대한 확실성 확보가 어렵기 때문에 관련 상황에 따라 자본화 여부가 결정될 것이다.

2. 環境負債의 認識과 測定

환경부채의 인식문제가 발생하는 이유는 이미 발생한 환경관련 지출 이외에 앞으로 특정 사건이나 거래가 발생함에 따라 당해 지출의 발생가능성이 존재하기 때문이다. 환경부채와 관련된 이슈는 미래의 환경관련 지출의 인식과 측정문제로 요약된다.⁹⁾

1980년에 발표된 미국 FASB의 SFAC No.3에서는 부채를 발생 가능성과 측정 가능성 입장에서 다음과 같이 정의하고 있다¹⁰⁾:

부채란 과거의 거래나 사건의 결과, 미래에 다른 실체에 자산을 이전하거나 용역을 제공하기 위해 특정실체의 현재 의무로부터 발생하는 것으로 가능한 미래 경제적 효익의 희생이다.

우리나라의 기업회계기준에서 부채를 대차대조표에 기재하는 평가기준에 있어 기업이 부담하는 채무액을 원칙으로 한다고 규정하고

있다(기업회계기준 제64조). 그러나 이러한 기준만을 가지고 실무에서 발생하는 환경관련 의무 혹은 채무를 적절히 평가하는 것은 불가능하다. 왜냐하면 미래의 환경관련 지출은 기본적으로 우발성(contingencies) 문제와 관련되어 있기 때문이다.

우발성 문제와 관련된 우리나라 기업회계기준의 규정은 부채성충당금에 관한 내용에 제시되어 있다. 즉, 기업회계기준 제26조 ①에서는 당기의 수익에 대응하는 비용으로서 장래에 지출될 것이 확실한(probable) 것과 당기의 수익에서 차감되는 것이 합리적인 것에 대하여 그 금액을 추산하여 부채성충당금으로 계상하도록 하고 있다. 이러한 내용에 근거하여 과거의 사건과 관련된 미래의 지출은 당해 지출의 측정가능성 정도에 따라 부채성충당금(예: 환경보전충당금)으로 재무제표에 반영해야 할 것이다. 또 미래의 사건과 관련하여 미래에 발생하게 될 환경관련 지출이 발생가능하고 측정가능하다면 부채성충당금으로 인식할 수 있도록 해야 할 것이다.

3. 環境會計情報의 公示

현재의 우리나라 재무제표에서 공시되는 자료를 가지고서는 기업별로 차이가 있는 환경보전이나 개선활동 등 환경문제를 예방하거나 환경보전을 위한 대책의 달성수준에 대한 정

9) 미래의 환경 지출도 다음과 같이 두 가지로 구분할 수 있다 :

- 과거의 거래나 사건에 관련된 것(예: 사용 중지된 용지나 현재 사용하고 있는 용지에서 발생한 오염을 정화하기 위해 이루어진 지출)
- 미래의 거래나 사건에 관련된 것(예: 미래의 환경사고를 방지하기 위한 공장 개조로 인해 발생한 지출)

10) FASB, "Elements of Financial Statements of Business Enterprises," *Statement of Financial Accounting Concepts No. 3*, Dec. 1980, para. 28

보를 제공해주지 못한다. 따라서 환경관련 설비를 설치하고, 공해와 환경파괴의 방지에 노력한 기업의 이익이 그러한 설비투자가 전혀 없는 기업의 이익보다 적은 경우 어느 기업이 양호한 기업인지 여부에 대한 판단이 불가능하다. 환경에 손상을 끼치는 설비의 가동에 의해 얻어진 이익과 현시적·잠재적 환경비용을 고려한 이익의 차이를 고려할 수 있도록 재무제표에 표시되는 수치에 대한 추가적인 정보를 제공할 수 있는 방향으로 개선이 필요하다. 예를 들면, 오염방지비용과 환경관련 연구개발비용 및 환경보전과 개선비용과 같은 사전적 환경비용을 재무제표에 계상하고 표시하는 경우, 일반적인 수익활동을 위해 소요되는 비용과는 구분계산하고 독립적으로 표시해야 하는 것이 바람직하다.

기존의 재무제표에 있어서는 사전적 환경비용과 같은 환경비용을 재무제표에서 구체적으로 표시하지 않았다. 환경비용의 투명한 공시를 위해 대차대조표에서 환경관련 자산을 독립적으로 표시하고, 손익계산서에서도 환경비용을 독립적으로 표시하거나 구체적인 내용을 주석으로 표시하는 것이 바람직할 것이다. 만일 자산의 측정상 불확실성 문제가 존재한다면 적어도 재무제표의 주석사항으로 환경관련 지출의 규모와 성격을 표시해야 할 것이다.

특히, 공시문제와 관련하여 우리나라 상장기업(금융업종 제외) 660개사를 대상으로 1997년 반기재무제표의 주석사항을 검토한 결과 3개 기업만이 회계처리방법에 대한 구체적인

언급을 하고 있을 뿐이다(장지인과 정길채, 1998). 환경관련 지출의 규모가 더이상 적은 수준이 아니고, 환경문제에 대한 국내적·국제적 인식이 변해가고 있는 현실 속에서 환경관련 공시사항을 구체적이고 국제적으로 비교 가능한 수준이 될 수 있도록 개선해야 할 것이다. 미국의 경우 환경관련 사항에 대해 연차보고서(annual report)나 증권감독기구인 증권거래위원회(Stock and Exchange Commission)에서 요구하는 10K-Report나 10Q-Report 뿐만 아니라 경영자 참고자료 형태인 경영자토의분석보고서(MD&A) 및 기타 여러 가지 형태의 보고서에서 다양한 수준으로 보고하고 있다. 보고되는 내용의 대표적인 사항은 다음과 같다¹¹⁾:

- (a) 연방과 주 및 지방의 환경법령에 대한 준수수가 자본 지출과 이익 및 경쟁상의 지위에 미치는 중요한 영향
- (b) 환경보호설비에 대해 당기와 차기 이후의 중요한 자본적 지출 예상액
- (c) 중요한 영향을 미치는 환경적, 행정적 혹은 사법적 소송 및 유사한 절차와 판결이 이루어진 사건 및 진행중인 사건
- (d) 중요한 영향을 미치는 것으로 볼 수 있는 기타 환경상의 문제

이러한 공시요구사항의 가장 큰 특징은 이미 발생한 환경관련 지출 뿐만 아니라 앞으로 발생하게 될 지출예상액에 대한 정보를 제공

01) SEC Release Nos. 33-6835; 34-26831, "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations: Certain Investment Company Disclosures," SEC Docket, Vol.43, No.12, May 18, 1989, p.1335

하도록 요구하고 있다는 점이다. 앞으로 우리나라에 있어서 환경관련 지출에 대한 기본적인 내용(현재의 환경 지출이나 부채성충당금) 이외에도 환경관련 소송에 따른 부채의 발생 가능성 및 환경관련 연구개발활동에 따른 지출 등 광범위하고도 구체적인 내용의 정보가 공시되도록 규정을 개정해야 할 것이다.

＜ 參 考 文 獻 ＞

이근수(1997), “지구환경보호를 위한 회계공시의 내용과 방법확대에 관한 연구,” 회계저널, 제6권, 제1호, pp.119~141

장지인(1999), “환경회계 연구의 현상과 과제” 제9회 중앙대학교 경영포럼 발표논문집, pp.1~43

장지인(2000), “환경회계의 이론체계와 접근방법,” 기업환경회계도입을 위한 Workshop, 포스코경영연구소

장지인·정길채(1998), 환경회계: 환경원가와 환경부채, 율곡출판사

최종서(1996), “환경문제에 대한 환경회계적 대안,” 회계저널, 12월, pp.33~58

Accounting Standard Committee(1980), *Statement of Standard Accounting Practice No.18*, "Accounting for Contingencies," paras, 1 and 4

Beams, Floyd A. and Paul E. Fertig, "Pollution Control Through Social Cost Conversion," *The Journal of Accountancy*, November 1971, p.40

CICA(1993), *Environmental Costs and Liabili-*

ties: Accounting and Reporting Issues, The Canadian Institute of Chartered Accountants

Financial Accounting Standards Board(1975), *Statement of Financial Accounting Standard No.5*, "Accounting for Contingencies," Stamford, Conn

_____(1985), *Statement of Financial Accounting Concepts No.6*, "Elements of Financial Statements," December, para. 35

_____(1976), *FASB Interpretation No.14*, "Reasonable Estimation of the Amount of a Loss," para. 3

Fiedler, B. and Glen Lehman(1995), "Accounting, Accountability and The Environmental Factor," *Accounting Forum*, Vol.19(2/3), Sept./Dec., pp.195~204

Gray, Rob H.(1990), *The Greening of Accountancy: The Profession After Pearce*, Certified Accountants Publications Ltd.

_____(1992), "Accounting and Environmentalism: An Exploration of The Challenge of Gently Accounting for Accountability, Transparency and Sustainability," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.17, No.5, pp.399~425

_____, J. Bebbington and D. Waters(1993), *Accounting for the Environment: The Greening of Accountancy, Part II*, Paul Champmen Publishing

International Accounting Standards Committee (1987), *International Accounting Stan-*

dard No.10, "Contingencies and Events
Occurring After the Balance Sheet
Date," October

Maunder, K. T., and R. L. Burritt(1991),
"Accounting and Ecological Crisis,"
*Accounting Auditing and Accountability
Journal*, Vol.4(3), pp.9~26

New Zealand Society of Accountants(1982),
*Statement of Standard Accounting
Practice No.15*, "Accounting for Con-
tingencies," paras. 4 and 9

Roberts, John(1991), "The Possibilities of
Accountability," *Accounting Organiza-
tions and Society*, Vol.16, No.4, pp. 355
~368

SEC Release Nos. 33-6835; 34-26831(1989),
"Management's Discussion and Analy-
sis of Financial Condition and Results
of Operations: Certain Investment Com-
pany Disclosures," *SEC Docket*, Vol.43,
No.12, May

山上達人(1996), "環境會計とアカウンタビリテイ
-概念の社會的擴充をめくつて," *企業會計*
Vol.48 No.9, pp.43~49

・ 菊谷正人(1995), *環境會計の現状と課題*,
同文館

企業의 總租稅負擔에 있어 內在的 租稅와 準租稅의 影響*

李 京 洛 **

<目 次>

I. 序 論	IV. 租稅負擔 測定值로서 有效法人稅率의 問題點
II. 內在的 租稅의 基本概念	V. 內在的 租稅와 準租稅를 동시에 고려했을 경우의 總租稅負擔
III. 企業의 總租稅負擔에 관한 經濟的 分析	VI. 研究의 結論 및 期待效果

I. 序 論

본 연구에서는 기업의 조세부담률 측정시 유효법인세율이 지닌 문제점을 제시하고 내재적 조세와 준조세가 고려될 경우 총조세부담률이 어떻게 달라질 수 있는지를 제시하게 된다. 기업에 조세혜택으로 인한 세전수익률의 감소인 내재적 조세가 존재한다면 기존 연구들에서 널리 사용되어 온 유효법인세율에 의한 조세부담의 측정 및 비교는 의미를 상실하게 된다. 따라서 최근까지 국내에서 유효법인세율을 이용하여 조세개정효과, 과세형평, 조세감면효과를 검증한 연구들은 내재적 조세를 고려하지 않은 것으로 이들의 연구결과는 재

평가되어야 할 것이다. 특히 내재적 조세의 발생은 명시적 조세로서는 설명할 수 없는 중요한 경제적·정책적 의미를 제공하고 있으며, 내재적 조세가 기업의 총조세부담에 포함되어 고려된다면 조세부담액에 대해 기업들이 가졌던 기존의 시각이 달라짐은 물론이고 정부나 기업의 조세정책이나 세무계획의 수립방향도 변화하게 될 것으로 기대된다.

더 나아가 법률 외적인 조세의 형태를 가지면서 비공식적인 관행에 의해 부과되는 각종 명목의 준조세도 기업의 총조세부담에 적지 않은 몫을 차지하고 있다. 기획예산위가 98년 10월 30일 국회 운영위원회에 국정감사자료로 제출한 '95~97년 징수기관별 준조세 징수실

* 본 논문은 공모에 의해 선정, 게재된 것임.

** 天安大學校 政經學部 專任講師

적 및 98년 추정금액』에 따르면, 지난 95년부터 97년까지 3년 동안 정부산하의 협회, 공단, 공사 등이 회비, 수수료 등의 명목으로 민간으로부터 거둬들인 준조세액이 무려 1조 3천 여억원에 달하며 징수규모도 해마다 늘어나는 추세이다(경향신문, 1998년 10월 30일). 이에 본 연구에서는 동일한 조건 하에서 준조세를 납부하는 기업과 준조세를 납부하지 않는 기업간에는 세전 및 세후수익률, 명시적 조세율, 내재적 조세율, 총조세부담률이 다르게 나타남을 제시함으로써 기업의 총조세부담에는 명시적 조세 뿐만이 아니라 내재적 조세와 준조세도 동시에 고려되어야 한다는 사실을 입증하게 된다.

본 연구의 결과를 통해 기존 연구에서 기업의 조세부담을 측정하기 위해 널리 사용되어 온 유효법인세율은 더 이상 경제적·정책적 의미를 제공할 수 없게 된다. 뿐만 아니라 내재적 조세에 대한 고려는 조세측면만을 강조하는 기존연구들의 시각을 보다 넓은 경쟁시장 전체로 확대하도록 유도하며, 공식적인 세무구조나 경제적 논리와는 관계없이 비공식인 관행에 의해 이루어지는 준조세를 기업의 총조세부담에 포함시킴으로써 정부의 조세정책 입안자나 기업의 세무계획수립자를 포함한 다양한 세무이해관계자들의 효율적인 의사결정에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

II. 內在的 租稅의 基本概念

1. 內在的 租稅의 實現 및 妨害要因

내재적 조세는 정부에서 지원하는 세금보조

금으로 인해 경쟁시장내에 참여기업들이 증가함으로써 세제상의 혜택을 누리고 있는 기업들이 겪게되는 세전수익률의 감소현상이다. 그러면 Berger(1993)의 연구를 기초로 하여 내재적 조세가 조세혜택, 시장마찰 그리고 시장참가 여부에 의해 실현 여부 및 그 크기가 어떻게 나타날 수 있는지를 개략적으로 살펴보자. 조세혜택이 주어져 있고 시장마찰이 전혀 없는 완전경쟁 하에서는 조세혜택을 얻고자 경쟁시장에 진입하는 경쟁자들로 인해 조세혜택 기업의 세전수익률이 하락하게 되는데 이러한 세전수익률의 하락은 조세비혜택기업의 세후수익률과 같아질 때까지 계속된다. 따라서 『조세혜택의 크기 = 내재적 조세의 크기』의 관계가 성립하게 된다. 그러나 조세혜택기업이 시장마찰(특허권, 정부규제 등)에 의해 어느 정도 보호되고 있는 경우에는 조세혜택을 받으려고 하는 경쟁자들의 신규진입이 제한을 받게 된다. 따라서 조세혜택 기업의 경우 『내재적 조세 < 조세혜택』의 관계가 성립한다. 이때 내재적 조세의 크기는 시장마찰의 강도에 반비례하며 조세혜택기업은 『조세혜택 - 내재적 조세』만큼의 초과수익률을 얻게 된다. 더구나 조세혜택을 받으면서 시장마찰에 의해 완전히 보호되고 있는 독점시장의 경우에는 조세혜택을 얻고자 하는 신규업체들의 진입이 이루어질 수가 없다. 따라서 조세혜택을 얻고 있는 이 독점기업은 『(내재적 조세 = 0) < 조세혜택』의 관계가 성립하여 조세혜택의 크기만큼 초과수익률을 얻을 수가 있다. 한편, 조세혜택은 받지 못하면서 조세혜택이 주어진 경쟁시장 내에서 경쟁하고 있는 기업의 경우에는 『내재적 조세 > (조세혜택 = 0)』의

관계가 성립한다. 이 경우 내재적 조세의 크기는 조세혜택을 받고 있는 산업내의 경쟁정도에 비례하게 되며 이 기업은 내재적 조세만큼 세전수익률이 하락하게 된다. 이 기업은 조세혜택(tax benefit)은 받지 못하면서 세금비용(tax cost)인 내재적 조세를 지불하고 있으므로 단기적으로는 잘못된 조세정책을 수행하고 있는 것으로 판단된다. 그러나 이 기업의 세무계획수립자가 당해 경쟁시장 내에서 경쟁하는 것이 장기적으로는 기업에 분명한 전략적 잇점을 가져다 줄 것으로 예상함으로써 이러한 단기적인 세무상의 희생을 감수하는 것이라면 문제는 없다. 더 나아가 이 기업의 세무계획수립자는 조세혜택을 부여하는 세법규정에 부합하는 거래를 통해 실제 세금비용(법정세금비용 - 조세혜택 + 내재적 조세)을 절감시킨다면 가장 합리적인 세무의사결정을 한 것이 된다. 그러나 세무계획수립자가 이러한 장기 전략적인 시각이 없이 조세혜택이 부여되는 시장 내에서 경쟁함으로써 내재적 조세를 발생시킨다면 이 기업의 실제 세금비용은 『법정세금비용 + 내재적 조세』가 되어 잘못된 세무의사결정을 한 것이 된다. 한편, 조세혜택을 받지 못하고 조세혜택이 부여된 시장 내에서 경쟁하지도 않는 기업의 경우에는 내재적 조세가 발생하지 않는다. 이 경우에는 『내재적 조세 = (조세혜택 = 0)』의 관계가 성립하게 됨을 알 수 있다.

실제로 국내기업들의 경쟁상황은 내재적 조세가설이 가정하고 있는 것처럼 시장마찰이

전혀 없는 완전경쟁시장 하에서 경쟁하고 있지 않기 때문에 내재적 조세의 존재를 검증하는 세전순이익과 세금보조금간에 완전한 정(正)의 음(-)의 관계는 약화될 것으로 판단된다.¹⁾

내재적 조세가 실현된 만큼 세전수익률도 감소하게 되지만 기업경영활동의 결과 산출되는 세전수익률에는 내재적 조세에 의한 영향 이외에도 사실상 수많은 영향요인들이 존재한다. 외형적 조세부담률이 낮은 기업(조세혜택을 받는 기업)이 모두 내재적 조세(세전수익률의 감소)를 부담하고 있는 것은 아닐 것이다. 과세당국에서도 명시적 조세가 적은 기업의 경우 세제상의 틈을 찾아 적정한 세금을 납부하지 않는 것으로 보는 경향이 있다. Porcano(1986)에 따르면 대규모 기업일수록 로비활동을 통해 조세입법 과정에 영향을 미칠 수 있는 능력이 많을 뿐만 아니라 조세전문가들을 동원하여 세금을 절약하는 조세전략을 취할 수가 있고 계열기업을 통한 이익 이전(income transfer)을 함으로써 가능한 한 조세를 줄일 수 있어 기업의 규모가 클수록 조세부담이 적다는 것이다. 미국의 선택적 최저한세(alternative minimum tax)나 국내의 조세감면규제법상의 조세혜택을 받는 경우 최저한세제도를 두고 있는 것은 기업들이 세제상의 허점을 이용하여 조세절감을 취하려는 것을 막음으로써 과세의 공정성을 달성하려는 정책적 수단으로 보인다(고종권, 1996). 또한, 기업들이 법인세유연화 경향이 있다는 기존의

0) 1992년 재정경제원 경제백서에 의하면 우리나라는 축적된 자본과 기술이 부족한 상태에서 정부주도의 강력한 수출중심형 성장정책을 전개했기 때문에 중화학공업 부문을 중심으로 과점적 시장구조가 형성될 수 밖에 없었음을 보고하고 있다.

연구결과들(정규언, 1993; 주현기, 1993; 전춘옥 등, 1996)도 내재적 조세가 실현되지 않았을 경우 그 원인으로 분석될 수 있을 것이다. 법인세유연화 현상에 의하면 오히려 『조세혜택 = f(세전이익)』간에 양(+)의 상관관계가 존재함으로써 내재적 조세의 실현을 방해하게 된다.

본 연구에서는 미시경제학의 개념을 도입함으로써 이러한 복잡하고 미묘한 현실적 상황을 단순화하여 내재적 조세를 조세혜택과 시장마찰의 상호관계의 결과로서만 파악하려 한다. 그 이유는 이러한 다양한 요인들을 모두 고려하는 것이 현실적으로 어려운 작업일 뿐만 아니라 실제로 본 연구에서 다루려는 연구의 범위를 넘는 것이기 때문이다.

2. 內在的 租稅의 計算過程

Scholes & Wolfson(1992)은 특정자산의 수익률에 대한 내재적 조세를 세금혜택이 없이 전액과세되는 자산에 대한 수익률과 기타의 자산(세금혜택이 부여되는 자산 또는 오히려 세금이 重課稅되는 자산)에 대한 危險調整後收益率(risk-adjusted rate)의 차이로 정의하고 있다. 이 정의에 의하면 내재적 조세는 稅制上 受惠資産의 稅前收益率과 非受惠資産의 稅前收益率의 差異를 가리키므로 이 차이를 계산하기 위해서는 비교기준이 되는 비수혜자산을 먼저 선정하여야 한다. 일반적으로 비수혜자산은 투자수익에 대해 매기마다 정상적인 세율로 과세되는 자산이다. 즉, 수익의 어느 부분도 과세가 이연되지 않고, 또 수익 중 어느 부분도 세금의 감면이 허용되지 않는 자산

을 비교기준자산(benchmark assets)으로 설정한다. 따라서 내재적 조세는 다음과 같이 계산되어 진다.

$$\text{내재적 조세} = \text{비교기준자산의 세전수익률} - \text{내재적 조세를 계산하는 자산의 세전수익률}$$

내재적 조세의 계산시에는 내재적 조세를 계산하는 자산의 세전수익률과 비교기준자산의 세전수익률을 동일한 위험수준으로 조정하는 절차가 중요하다. 그 이유는 두 자산간 세전수익률의 차이가 위험수준의 차이로 인해 발생하는 것을 통제함으로써 내재적 조세에는 세금효과만이 반영되게 하기 위함이다. 예를 들어, 비교기준자산을 지급불능위험이 전혀 없는(default-free) 채권(예: 한국은행의 통화안정채권)으로 한다면 내재적 조세를 계산하는 자산의 세전수익률을 위험에 조정된 수익률로 환산해야 할 것이다.

예로서, 전액과세되는 국공채의 세전수익률이 8%이고 비과세자산(tax-exempt asset)의 세전수익률이 6%라고 하면 해당 비과세자산의 내재적 조세는 2%(= 8% - 6%)가 되고 기준이 되는 자산의 내재적 조세는 0%가 된다. 반면에 전액과세되는 기준자산보다 세금혜택이 적은 자산 즉, 중과세되는 자산의 경우에는 음의 내재적 조세가 존재한다. 또한, 내재적 조세는 비율로써 표시할 수도 있다. 이를 내재적 조세율(implicit tax rate)이라 하는데 이 내재적 조세율을 비교기준자산의 세전수익률에 적용하면 수혜자산의 세전수익률이 된다. 즉, 내재적 조세율을 t_i 라 하고, 비교기준

자산의 세전수익률을 R_b , 수혜자산의 세전수익률을 R_a 라고 하면,

$$R_b(1 - t_i) = R_a$$

이를 내재적 조세율에 대해 정리하면,

$$t_i = (R_b - R_a)/R_b$$

즉, 내재적 조세율 t_i 는 내재적 조세($R_b - R_a$)를 비교기준자산의 세전수익률에 대한 비율로 표시한 것이다. 위의 예제에서 비과세자산의 내재적 조세율은 25%(= 2% / 8%)이다. 전액과세되는 자산(명시적 조세 8%)에 대해 25%의 내재적 조세를 부담하면 수혜자산의 세전수익률 6%가 계산된다. 따라서 이 비과세자산을 보유한 투자자는 이자에 대해 명시적으로는 세금을 납부하고 있지 않지만 낮은 세전수익률로 인해 25%의 세율로 내재적으로 세금을 내고 있는 것이다. 이 내재적 조세는 해당 비과세자산을 발행한 주체에게 귀속되는데 그 이유는 해당 발행주체가 상대적으로 저렴한 자본비용으로 비과세자산을 발행할 수 있기 때문이다.

3. 內在的 租稅의 存在可能性

정운오(1996)는 우리나라 자본시장에 존재할 가능성이 있는 내재적 조세를 각 세부시장별·자산별로 제시함으로써 세금(조세혜택)이 자산의 가격과 세전수익률에 미치는 효과를 분석하였다. 그의 분석결과를 종합해보면 우리나라 자본시장에도 만약 정부의 개입이나 규제가 없다면(시장마찰이 없다면) 내재적 조세가 존재할 가능성이 있으며, 이것은 결국 세금이 기업 및 개인 투자자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 부분이 많음을 암시하는 것이기도 하다.

최근 미국의 세무학계에서는 세금을 자본시장과 관련시킴으로써 조세제도가 기업 및 개인투자자의 의사결정에 미치는 영향을 분석한 연구들이 주류를 형성하고 있다.²⁾ 이러한 연구들은 기업이나 개별 투자자의 의사결정에 세금이 미치는 영향을 분석함으로써 자본시장에서 세금의 역할을 이해하는데 큰 공헌을 하였다. 그러나 우리나라의 경우에는 세금이 경제활동에 미치는 영향이 지대함에도 불구하고 그 중요성에 대한 인식은 물론이고 이 분야의 연구는 아직 도입단계에 머물고 있다.

우리나라의 경우 법인세법이나 조세감면규제법에는 기업에 대한 다양한 형태의 租稅誘引制度가 존재하고 있다. 조세유인³⁾은 동태적인 관점에서 시장에 의한 자원배분이 바람직

2) 기업의 R&D 프로젝트수행 의사결정과 관련해서 세금이 미치는 영향을 분석한 Shevlin(1987)의 연구, 조세제도의 변화에 금융산업이 어떻게 대응하는지 그리고 개별 은행들이 조세제도가 변화함에 따라 투자 및 재무전략을 어떻게 구사하는지에 대한 Scholes et al.(1990)의 연구, 최저한세가 기업의 이익관리에 미치는 영향을 분석한 Gramlich(1991)와 Boynton et al.(1992)의 연구, 차기에 세율인하가 확정된 상황에서 기업들이 조세절감을 위해 경영전략(영업, 재무, 투자)을 어떻게 변화해 가는지에 관한 Scholes et al.(1992)의 연구 등 다양한 연구들이 수행되었다.

3) 흔히 조세유인을 조세지원이라는 말로 혼용해서 표현하는데 이것은 엄밀한 의미에서는 잘못된 표현이다. 광태원(1993)의 주장에서처럼 조세유인제도의 본래 목적은 '보상'이 아니라 특정행동으로의 '유도'에 있고 보상이 주어지는 것은 바람직한 행동을 유인하기 위한 수단에 불과하다.

한 결과를 가져오지 못한 경우 정부가 시장메카니즘에 개입하는 한 가지 방법이 된다. 따라서 그 본래의 목적은 사회가 바라는 바람직한 행동을 한 기업이나 개인을 보상하는데 있는 것이 아니라 이러한 행동 자체를 유도하는데 있다(곽태원, 1993). 그러나 조세유인제도는 자원의 흐름을 바람직한 방향으로 유도하기 위해 특정부문이나 특정활동에 대해 인센티브를 제공하게 되는데 이로 인해 조세유인에 반응하는 기업들에게는 조세혜택이 부여되게 된다. 결국 이러한 인센티브는 조세혜택을 부여받는 기업과 부여받지 못하는 기업간에 차별과제로 작용하게 되고 내재적 조세를 발생시키는 원인이 될 수가 있을 것이다. 현행 세법상 내재적 조세를 발생시키는 차별과제는 세액공제, 세액감면, 비과세소득, 필요경비 또는 손금한도초과부인제도, 법인세법상의 2단계 누진세율제도⁴⁾, 특별감가상각, 준비금제도⁵⁾ 등 다양한 형태로 존재하고 있다.

III. 企業의 總租稅負擔에 關한 經濟的 分析

서론에서도 밝힌 바와 같이 내재적 조세에 대한 고려는 기업의 조세부담을 적절하게 측정한다는 측면에서 중요한 의미를 지닐 수가 있다. 한편, 준조세는 내재적 조세와 유사한 성질의 것으로 볼 수도 있으나 개념상 동일한 것으로 보기는 어렵다. 준조세는 비공식적인 관행에 의해 지급되는 것으로 법률 외적인 조세의 형태를 가지므로, 조세정책상의 산물로서 공식적인 세무구조에 의해 발생하는 내재적 조세와는 성격이 다르다. 그러나 준조세와 내재적 조세는 기업의 경제적 이익을 감소시킨다는 측면에서는 동일하므로 외형적 조세와 더불어 기업조세부담의 범주에 포함된다고 할 수 있다. 그러므로 기업의 총조세부담을 다음의 <표 1>과 같이 정리해 볼 수 있을 것이다.

- 4) 우리나라의 현행 법인세 세율체계는 과세표준 1억원을 기준으로 16%와 28%의 누진구조로 되어 있기 때문에 소득이 작은 기업에 낮은 세율이 적용되므로 상대적으로 가볍게 과세된다. 또한, 조세특례제한법상의 공공법인에 대하여는 법인세법상의 법인세율보다 낮은 12%의 세율이 적용된다. 그리고 대부분의 상장기업들의 한계세율이 28%라고 볼 수 있는데 비해, 비상장 대기업은 이에 더하여 15%의 적정유보초과소득에 대한 법인세를 납부해야 하므로 실질적인 한계세율은 43%라 할 수 있다. 따라서 다른 기업들에 비해 낮은 세율의 적용을 받는 기업은 세제상 혜택을 받는 기업이므로 이들 기업에는 세제상 혜택으로 인한 내재적 조세가 존재할 것이다. 즉, 다른 조건이 동일하다면 낮은 세율의 적용을 받는 기업의 세전수익률은 그렇지 않은 기업의 세전수익률에 비하여 낮을 것으로 예상된다.
- 5) 준비금이란 미래에 발생할 비용지출이나 고정자산의 취득을 위한 재원을 마련하기 위하여 미리 손금계상하는 것을 인정하는 세법상의 제도이다. 준비금은 특정투자 또는 산업을 지원하기 위한 조세정책적인 목적으로 실제 발생하지 아니한 손비를 손금에 산입하도록 하고, 차후 사업년도에 일정한 방법으로 익금에 산입하도록 함으로써 조세유예혜택을 부여하는 것으로써 법인세법과 조세감면규제법에서 각각 인정하고 있는데 중소기업투자준비금, 기술개발준비금, 해외시장개척준비금, 수출손실준비금 등이 이에 속한다. 준비금의 손금산입으로 인한 조세혜택의 크기는 조기에 손금화되는 금액에다 손금산입시의 한계세율을 곱한 금액과 이러한 손금의 조기인정이 없었다면 추후에 손금이 될 금액에 그 시점에 있어서의 한계세율을 곱한 금액과의 차이의 현재가치로 평가된다. 따라서 다른 기업들에 비해 준비금손금산입 대상기업은 세제상 혜택을 받는 기업이므로 이들 기업에는 세제상 혜택으로 인한 내재적 조세가 존재할 것이다. 즉, 다른 조건이 동일하다면 준비금손금산입 대상기업의 세전수익률은 그렇지 않은 기업의 세전수익률보다 낮을 것으로 예상된다.

<표 1> 내재적 조세와 준조세를 포함했을 경우의 총조세부담

세무구조 내에서 발생하는 조세부담		세무구조와는 관계없이 비공식적인 관행에 의한 조세부담	기업의 총조세부담
시장기구에 의해 발생	세법규정에 적용받음		
(1) 내재적 조세	(2) 명시적 조세	(3) 준조세	(1) + (2) + (3)
세전수익률의 감소	기업에 현금지출을 수반함		
기업의 경제적 효익을 감소시킴(기업의 경제적 부담)			

(註)

(1) 내재적 조세 : 조세혜택으로 인한 세전수익률의 감소인 내재적 조세도 구체적으로 분석해 보면 현금유입(cash inflow)의 감소와 현금유출(cash outflow)의 증가로 인한 결과이다. 그러나 내재적 조세는 준조세나 명시적 조세처럼 조세부담액을 직접 과세당국이나 협회·공단·공사에 납부하는 것이 아니라 시장기능을 통해 생산요소 공급자나 소비자에게 간접적으로 혜택을 부여하게 되므로 개념상 현금지출이 없는 것으로 보았을 뿐이며 기업의 경제적 효익을 감소시킨다는 측면에서는 준조세나 명시적 조세와 다를 바가 없는 기업의 조세부담인 것이다.

(2) 명시적 조세 : 법정세금비용(과세소득 × 법정세율) - 조세혜택

IV. 租稅負擔 測定値로서 有效法人稅率의 問題點

유효법인세율은 그동안 조세부담의 공평성, 조세개정효과, 조세감면규정의 효과를 검증하거나 과세의 투자촉진효과를 측정하는데 폭넓게 사용되어 왔다. 이러한 연구들로는 Bradford & Stuart(1986), Pierce(1989), 이준규(1991), Grass & Frischmann(1992), 권순철·권순창(1993), 노현섭·정문현(1995), 김용훈(1996), 원윤희(1996) 등이 있다. 그러나 기업이 부담하는 총조세부담은 명시적 조세만이 아니라 내재적 조세까지도 포함하는데 기존 연구들에서 조세부담의 측정치로 널리 사용되어온 유효법인세율은 단순히 명시적 조세만을 측정한 것으로써 기업의 총조세부담을 적절하게 측정한 것이라고 볼 수는 없다(Shevlin & Porter, 1992; Schole & Wolfson, 1992). 한편, Schole & Wolfson(1992)의 관점에 따라 기업

의 총조세부담을 명시적 조세와 내재적 조세를 포함하는 개념으로 재정의할 경우에도 유효법인세율은 명시적 조세 뿐만이 아니라 내재적 조세의 일부까지도 포함하고 있기 때문에 조세부담의 신뢰성있는 척도라고 할 수가 없는 것이다(Wilkie & Limberg, 1993).

내재적 조세가 존재하는 경우 유효법인세율의 문제점을 설명하기 위해 법정법인세율이 40%, 세후균형수익률(the equilibrium after-tax rate of return: 세후이익 / 자기자본)이 12%인 경쟁상황하에서 동일한 자기자본(₩100)을 가진 기업 A, B, C, D를 가정해 보자. 조세혜택이 주어지기 전에 이 기업들은 모두 20%의 세전자기자본수익률(세전이익 / 자기자본)을 달성하고 있었다. 한편, 일정한 기술력을 보유한 기업들이 특정설비에 투자할 경우 정부가 설비투자액에 대해 3%의 투자세액공제를 실시하였다. 그 결과 기업 B, C는 조세감면규정에서 지정한 기술력을 보유하고 ₩100의 설비투

자를 함으로써 조세혜택을 받았고 기업 D는 기업 전략상의 이유로 당해 조세감면대상 설비에 ₩100의 투자는 했지만 규정된 기술력을 보유하지 못함으로써 조세혜택은 받지 못하였다. 기업 A는 조세감면대상설비에 투자를 하지 않아 조세혜택을 받지 못하는 기업으로서 내재적 조세를 계산할 경우 기준이 되는 기업이다. 한편, 독점기업인 B는 완벽한 진입장벽을 형성함으로써 조세혜택만큼의 초과세후수익률을 달성했다고 가정하자. 반면에 기업 C

와 D는 완전경쟁시장 하에서 경쟁을 하고 있으므로 조세혜택으로 인해 창출되는 초과수익률을 노린 신규업체들의 진출로 경쟁이 심화되어 세전수익률이 하락하게 되었다. 세전수익률의 하락은 경쟁심화로 인한 생산품의 가격하락 및 생산요소에 대한 수요증대로 원재료 가격이 상승한데 그 원인이 있다. 조세혜택이 부여된 이후 기업들의 조세관련 상황이 어떻게 달라졌는지를 살펴보도록 하자.

<표 2> 조세혜택이 부여되기 前 기업들의 상황

기업 A	기업 B	기업 C	기업 D
수익(100)	수익(100)	수익(100)	수익(100)
비용(80)	비용(80)	비용(80)	비용(80)
세전이익(20)	세전이익(20)	세전이익(20)	세전이익(20)
세금 (8)	세금 (8)	세금 (8)	세금 (8)
세후이익(12)	세후이익(12)	세후이익(12)	세후이익(12)

<표 3> 조세혜택이 부여된 以後 기업들의 상황

기업 A	기업 B	기업 C	기업 D
수익(100)	수익(100)	수익(96)	수익(96)
비용(80)	비용(80)	비용(81)	비용(81)
세전이익(20)	세전이익(20)	세전이익(15)	세전이익(15)
세금 (8)	세금 (5)	세금 (3)	세금 (6)
세후이익(12)	세후이익(15)	세후이익(12)	세후이익(9)

위의 상황들을 Wilkie & Limberg가 총조세 부담률의 파악을 위해 제시한 표(Wilkie & Limberg, 1993, p.53)를 수정·확장해서 제시해 보면 다음과 같다.

기업 A와 기업 B는 내재적 조세가 발생하지 않는 경우이고 기업 C와 기업 D는 내재적 조세가 발생하는 경우이다. 기업 C의 경우는 명시적 조세혜택의 효과가 경쟁심화로 인한 세전수익률 하락으로 상쇄되어 기준기업인 기업 A와 세후수익률이 같아지게 된다. 즉, 시

장의 마찰이나 불완전함이 없다면 조세혜택을 받는 기업의 세전수익률 하락은 세후수익률이 전액과세되는 기준기업의 세후수익률과 같아질 때까지 계속될 것이다. 따라서 균형상태에서는 모든 기업들의 세후수익률이 동일하게 된다. 그런데 기업 B의 경우는 완전한 시장마찰로 인해 내재적 조세가 전혀 발생하지 않게 되므로 기준기업인 기업 A와 세전수익률은 동일(20%)하고 조세혜택의 크기만큼 초과세후수익률(3%)을 얻게 된다. 기업 D의 경우는 조

<표 4> 내재적 조세를 고려한 경우의 총조세부담률

(1)기업	(2)TS _i	(3)R _i	(4)ETR _i	조 세 부 담 른		
				(5)명시적 조세율	(6)내재적 조세율	(7)총조세부담률
A	0%I	20%	40%	40%	0%	40%
B	3%I	20%	25%	25%	0%	25%
C	3%I	15%	20%	15%	25%	40%
D	0%I	15%	40%	30%	25%	55%

(註)

- (1) 기업 A : 완전과세되는 기업, 즉 조세혜택을 못받는 기업으로서 기준(benchmark)이 되는 기업이다.
기업 B : 조세혜택을 받지만 완벽한 진입장벽을 형성함으로써 내재적 조세가 발생하지 않는 독점기업이다.
기업 C : 조세혜택을 받는 기업으로 완전경쟁시장에 노출됨으로 인해 내재적 조세가 실현된 기업이다.
기업 D : 조세혜택을 받지는 못하지만 조세감면대상설비에 투자함으로써 내재적 조세가 실현된 기업이다.
- (2) TS_i : i기업의 투자자본당 세금보조금, 기업 B와 기업 C는 설비투자금액 ₩1당 3%의 조세혜택을 받지만 기업 D는 설비투자는 했지만 조세감면대상이 아니므로 조세혜택을 받지 못하는 것으로 가정한다.
한편, 기업 A는 설비투자를 하지 않아 조세혜택을 받지 못하는 기업이다.
I : 설비투자액(기업 B, C, D가 각각 ₩100씩 투자)
r* : 세후균형수익률(12%로 가정함)
t : 법정법인세율(40%로 가정함)
- (3) R_i : i기업의 세전수익률, $r^* = R_i(1-t) + TS_i$ 이므로 $R_i = (r^* - TS_i)/(1-t)$ 이다. 그런데 기업 B는 내재적 조세가 실현되지 않은 기업이므로 정의상 $R_A = R_B$ 이며 기업 D는 내재적 조세가 실현된 기업이므로 정의상 $R_C = R_D$ 이다.
- (4) ETR_i : i기업의 유효법인세율, $ETR_i = (R_i \cdot t - TS_i)/R_i$
- (5) 명시적 조세율(explicit tax rate) : $(R_i \cdot t - TS_i)/R_A$
- (6) 내재적 조세율(implicit tax rate) : $(R_A - R_i)/R_A$, i = B 또는 C, D
- (7) 총조세부담률(total tax burden) : 명시적 조세율(5) + 내재적 조세율(6)

세혜택은 얻지 못하지만 조세혜택을 받고 있는 기업들과 경쟁을 함으로써 세전수익률의 감소(5%)를 경험하게 되고 세전수익률 감소분(₩5)의 세후순액(₩3)만큼 세후수익률(3%)이 감소하게 된다.

<표 4>의 (註)에서 정의한 유효법인세율의 공식에 의해 유효법인세율을 계산해 보면 기업 B와 기업 C가 각각 25%, 20%인 반면, 기업 A와 기업 D의 유효법인세율은 40%에 달한다. 그러나 총조세부담률의 관점에서 보면 기업 D의 총조세부담률이 가장 크고, 기업 A와 기업 C가 40%로 동일하고 독점기업인 기업 B의 경우가 총조세부담률이 가장 낮게 나타나고 있어, 내재적 조세를 고려하지 않은 유효법인세율은 기업의 총조세부담 순위를 왜

곡시키고 있음을 알 수 있다. 더구나 내재적 조세가 발생한 기업 C와 기업 D의 경우를 보면 유효법인세율에는 기업의 명시적 조세 뿐만 아니라 내재적 조세의 일부까지도 포함(기업 C의 유효법인세율 20%에는 명시적 조세 15%와 내재적 조세 5%가 혼합되어 있다)하고 있기 때문에 유효법인세율이 명시적 조세부담에 대한 신뢰성있는 척도도 되지 못함을 알 수 있다.

내재적 조세가 존재할 경우에는 유효법인세율이 이처럼 명시적 조세와 내재적 조세를 혼합하고 있음에도 불구하고 Shevlin & Porter (1992) 등의 연구에서는 유효법인세율이 단지 외형적 조세만을 측정하는 것으로 이해되어 왔다(Wilkie & Limberg, 1993).

V. 內在的 租稅와 準租稅를 동시에 고려했을 경우의 總租稅負擔

위의 내용을 통해 볼 때 내재적 조세에 대한 고려는 기업의 조세부담을 적절하게 측정한다는 측면에서 중요한 의미를 지닐 수가 있다. 그런데 총조세부담률 계산시 내재적 조세 뿐 아니라 준조세 납부 여부까지도 고려한다면 그 결과는 어떻게 달라질까? 앞서 밝힌 바와 같이 준조세와 내재적 조세는 개념상 동일한 것으로 보기는 어렵다. 준조세는 비공식적인 관행에 의해 지급되는 것으로 법률 외적인 조세의 형태를 가지므로, 조세정책상의 산물로서 공식적인 세무구조에 의해 발생하는 내재적 조세와는 성격이 다르다(문지수, 1997).⁶⁾ 그러나 준조세와 내재적 조세는 기업의 경제적 이익을 감소시킨다는 측면에서는 동일하므로 외형적 조세와 더불어 기업조세부담의 범주에 포함된다고 할 수 있다.

앞의 <표 2>에서 <표 4>까지는 다른 조건으로 통제된 상황에서 조세혜택과 경쟁상태의 상호작용으로써 내재적 조세를 정의하였다. 이제 준조세 부담 여부, 조세혜택 여부, 내재적 조세 실현 여부를 동시에 고려하는 경우 기업의 세전수익률과 총조세부담률이 어떻게 달라지는지 분석해보자. 다른 상황은 <표 2>에서 <표 4>까지의 내용과 동일한 것으로 가정하고 준조세 납부여부를 추가로 고려했을 경우 기업들의 상황은 아래의 <표 5>와 같이 확장될 수 있을 것이다. 문제를 단순화시키기 위해 준조세를 납부한 기업과 준조세를 납부하지 않은 기업을 兩分하고 동일한 조건 하에서 준조세 납부기업의 비용이 준조세 미납부기업의 비용보다 준조세크기(₩20)만큼 더 크게 나타나는 것으로 가정하고 경쟁상태도 완전경쟁시장과 완전독점시장으로만 구분하였다. 또한, 준조세를 납부한 기업들은 전액이 손금산입되는 것으로 가정하였다.

<표 5> 조세혜택 · 준조세 · 내재적 조세를 동시에 고려하는 경우 기업들의 상황

구 분	준조세를 납부하는 경우 (비용에 준조세 ₩20이 포함)		준조세를 납부하지 않는 경우 (비용에 준조세가 포함되지 않음)	
	내재적 조세 실현 (완전경쟁시장)	내재적 조세 미실현 (완전독점시장)	내재적 조세 실현 (완전경쟁시장)	내재적 조세 미실현 (완전독점시장)
조세혜택 받는 경우 (조세혜택의 크기= ₩3)	기업 C 수익(96) 비용(81) 세전이익(15) 세금 (3) 세후이익(12)	기업 B 수익(100) 비용(80) 세전이익(20) 세금 (5) 세후이익(15)	기업 C' 수익(96) 비용(61) 세전이익(35) 세금 (11) 세후이익(24)	기업 B' 수익(100) 비용(60) 세전이익(40) 세금 (13) 세후이익(27)
조세혜택 못받는 경우	기업 D 수익(96) 비용(81) 세전이익(15) 세금 (6) 세후이익(9)	기업 A 수익(100) 비용(80) 세전이익(20) 세금 (8) 세후이익(12)	기업 D' 수익(96) 비용(61) 세전이익(35) 세금 (14) 세후이익(21)	기업 A' 수익(100) 비용(60) 세전이익(40) 세금 (16) 세후이익(24)

6) 그러나 기존의 국내 연구들에서는 준조세(quasi-tax)와 내재적 조세(implicit tax)의 개념 및 용어가 명확하게 분리되어지지 않고 혼용되어 사용되었음을 볼 수 있다.

(註)

- (1) 기업 A와 기업 A'는 조세혜택을 받지 못하는 완전과세기업으로서 기준이 되는 기업이다. 기업 A는 준조세를 납부하는 경우 기준이 되는 기업이고 기업 A'는 준조세를 납부하지 않는 경우의 기준기업이다. 여기서 기업 A와 기업 A'는 독점기업으로 볼 것이 아니라 내재적 조세의 실현 여부를 결정하는데 기준이 되는 기업 즉, 기준기업으로 보아야 한다.
- (2) 기업 D와 기업 D'는 조세혜택은 못 받지만 조세혜택을 받고 있는 기업들과 경쟁하기 때문에 내재적 조세(세전수익률의 감소)가 실현되는 기업이다.
- (3) 다른 조건이 동일하다면 조세혜택기업과 조세비혜택기업의 세전수익률은 동일하나 조세혜택 크기에 상응하는 세후수익률의 차이(3%)가 존재한다.
- (4) 다른 조건이 동일하다면 준조세를 납부하는 기업과 준조세를 납부하지 않는 기업간에는 준조세의 크기에 상응하는 20%만큼 세전수익률의 차이가 존재하고 세전수익률 차이의 세후순이익만큼 세후수익률의 차이(12%)가 존재한다.
- (5) 다른 조건이 동일하다면 완전경쟁상태의 기업과 독점형태의 기업간에는 내재적 조세에 상응하는 세전수익률의 차이(5%)가 존재하고 세전수익률 차이의 세후순이익만큼 세후수익률의 차이(3%)가 존재한다.
- (6) 기업 C와 기업 B'(기업 D와 기업 A')간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) + 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩25 / ₩100 = 25%'에 기인한 것이고 이들간 세후수익률 차이(15%)는 세전수익률 차이의 세후순이익에 기인한 것이다.
- (7) 기업 C와 기업 A'간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) + 조세혜택과 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩25 / ₩100 = 25%'에 기인한 것이고 이들간 세후수익률 차이(12%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 - 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (8) 기업 D와 기업 B'간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) + 조세혜택과 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩25 / ₩100 = 25%'에 기인한 것이고 이들간 세후수익률의 차이(18%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 + 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (9) 기업 C와 기업 D'간의 세전수익률의 차이는 준조세의 크기(₩20 / ₩100 = 20%)에 기인한 것이고 이들간 세후수익률의 차이(9%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 - 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (10) 기업 D와 기업 C'간의 세전수익률의 차이는 준조세의 크기(₩20 / ₩100 = 20%)에 기인한 것이고 이들간 세후수익률의 차이(15%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 + 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (11) 기업 B와 기업 C'(기업 A와 기업 D')간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) - 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩15 / ₩100 = 15%'에 기인한 것이며 이들간 세후수익률의 차이(9%)는 세전수익률 차이의 세후순이익에 기인한 것이다.
- (12) 기업 B와 기업 A'간의 세전수익률의 차이는 준조세의 크기(₩20 / ₩100 = 20%)에 기인한 것이며 이들간 세후수익률의 차이(9%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 - 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (13) 기업 A와 기업 B'간의 세전수익률의 차이는 준조세의 크기(₩20 / ₩100 = 20%)에 기인한 것이며 이들간 세후수익률의 차이(15%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 + 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (14) 기업 A와 기업 C'간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) - 조세혜택과 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩15 / ₩100 = 15%'에 기인한 것이며 이들간 세후수익률의 차이(12%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 + 조세혜택'에 기인한 것이다.
- (15) 기업 B와 기업 D'간의 세전수익률의 차이는 '[준조세의 크기(₩20) - 조세혜택과 경쟁상태의 차이에 기인한 내재적 조세의 크기(₩5)] / ₩100 = ₩15 / ₩100 = 15%'에 기인한 것이며 이들간 세후수익률의 차이(6%)는 '세전수익률 차이의 세후순이익 - 조세혜택'에 기인한 것이다.

<표 6> 준조세까지 고려한 경우의 총조세부담률과 세후이익

(1)기업	(2)TS _i	(3)R _i	(4)ETR _i	조 세 부 담 른			(8)세후이익
				(5)명시적 조세율	(6)내재적 조세율	(7)총조세부담률	
A	0%I	20%	40%	40%	0%	40%	12%
B	3%I	20%	25%	25%	0%	25%	15%
C	3%I	15%	20%	15%	25%	40%	12%
D	0%I	15%	40%	30%	25%	55%	9%
A'	0%I	40%	40%	40%	0%	40%	24%
B'	3%I	40%	32.5%	32.5%	0%	32.5%	27%
C'	3%I	35%	31.4%	27.5%	12.5%	40%	24%
D'	0%I	35%	40%	35%	12.5%	47.5%	21%

(註)

- (1) 기업 A, B, C, D는 준조세를 납부하는 기업이고 기업 A', B', C', D'는 준조세를 납부하지 않는 기업이다. 기업 A와 기업 A'는 각각 준조세를 납부하는 경우와 준조세를 납부하지 않는 경우에 있어 내재적 조세를 산출할 때 기준이 되는 기업이다.
- (2) TS_i : i기업의 투자자본당 세금보조금, 기업 B(B')와 기업 C(C')는 설비투자금액 ₩1당 3%의 조세혜택을 받지만 기업 D(D')는 설비투자는 했지만 조세감면대상이 아니므로 조세혜택을 받지 못하는 것으로 가정한다. 한편, 기업 A(A')는 설비투자를 하지 않아 조세혜택을 받지 못하는 기업이다.
I : 설비투자액(기업 B, C, D, B', C', D'가 각각 ₩100씩 투자)
r* : 세후균형수익률(12%로 가정함), t : 법정법인세율(40%로 가정함)
- (3) R_i : i기업의 세전수익률, $r^* = R_i(1-t) + TS_i$ 이므로 $R_i = (r^* - TS_i)/(1-t)$ 이다. 그런데 기업 B, B'는 내재적 조세가 실현되지 않은 기업이므로 정의상 $R_A = R_B$, $R_{A'} = R_{B'}$ 이며 기업 D, D'는 내재적 조세가 실현된 기업이므로 정의상 $R_C = R_D$, $R_{C'} = R_{D'}$ 이다.
- (4) ETR_i : i기업의 유효법인세율, $ETR_i = (R_i \cdot t - TS_i)/R_i$
- (5) 명시적 조세율(explicit tax rate) : $(R_i \cdot t - TS_i)/R_A$
- (6) 내재적 조세율(implicit tax rate) : $(R_A - R_i)/R_A$, i = B, C, D, B', C', D'
- (7) 총조세부담률(total tax burden) : 명시적 조세율(5) + 내재적 조세율(6)
- (8) 세후이익 = 기준기업의 세전수익률 - (기준기업의 세전수익률×세후이익 산출기업의 총조세부담률)

<표 5>와 (註)의 내용을 통해 다른 조건은 동일하다고 가정하고 조세혜택 여부, 경쟁상태, 준조세 납부 여부를 동시에 고려했을 경우, 준조세납부기업의 세전수익률은 준조세미납부 기업의 세전수익률보다 『준조세의 크기 ± 내재적 조세의 크기』만큼 감소함을 알 수 있다. 따라서 세전수익률은 조세혜택과 경쟁상태의 상호작용 결과인 내재적 조세의 실현 여부에 의해서만이 아니라 준조세의 납부 여부에 의해서도 영향받는다는 것을 알 수 있었다. 그러면 명시적 조세, 내재적 조세 그리고 준조세 납부 여부를 동시에 고려할 경우 총조

세부담률이 어떻게 달라지는지 위의 자료를 기초로 해서 산출해 보자. <표 6>을 보면 기준기업인 A, A'를 제외하고 다른 조건이 동일할 경우 준조세 납부기업과 준조세 미납부기업간에 명시적 조세율, 내재적 조세율, 총조세부담률, 세전·세후이익이 다르다는 것을 알 수 있다.

<표 5>와 <표 6>의 내용을 분석해 보면 다음과 같다.

준조세 납부기업인 기업 A - C간의 그리고 준조세 미납부기업인 기업 A' - C'간의 총조세부담률(40%, 40%)과 세후이익(₩12, ₩24)

이 서로 같은데 이는 조세혜택으로 인한 외형적 조세의 감소가 세전수익률 감소라는 내재적 조세를 통해 상쇄되었기 때문이다. 다른 조건이 동일한 경우 준조세 미납부기업(A', C')이 준조세 납부기업(A, C)보다 준조세 미납부분의 세후순이익(₩12) 세후이익이 더 크다. 그 원인은 준조세 미납부에 따른 세전이익의 상대적 상승에 있다.

기업 D의 경우는 세전이익은 가장 낮고 총조세부담률은 가장 높아서 세후이익이 가장 낮게 나타나고 있음을 알 수 있다. 세전이익이 낮게 나타나고 있는 것은 준조세부담과 내재적 조세의 실현때문이고 조세부담이 큰 것은 조세혜택은 받지 못하면서 내재적 조세를 부담하고 있기 때문이다.

기업 B'는 세전이익은 가장 높고 총조세부담률은 두번째로 낮게 나타나고 있어 세후이익이 가장 높은 기업이다. 세전이익이 높게 나타나고 있는 것은 준조세의 부담이 없고 조세혜택으로 인한 내재적 조세가 시장장벽으로 인해 실현되지 않았기 때문이다. 조세부담이 적은 것은 조세혜택을 받지만 내재적 조세는 지불하지 않기 때문이다.

기업 B는 총조세부담률이 가장 낮은 기업인데 그 이유는 조세혜택의 영향과 준조세 납부로 인한 세전이익의 감소로 명시적 조세부담이 줄어든 반면 내재적 조세는 발생하지 않았기 때문이다.

따라서 조세혜택은 받지만 시장마찰로 인해 내재적 조세가 실현되지 않는 독점기업들(기업 B, B')의 경우가 조세부담이 가장 낮다는 것을 알 수가 있다. 반면 조세혜택을 받지 못하고 완전경쟁에 노출되어 있는 기업들(기업

D, D')의 조세부담이 가장 높게 나타나고 있다. 조세부담이 가장 낮게 나타나고 있는 독점기업 B, B'를 서로 비교해 보면 준조세 미납부기업인 B'의 조세부담률이 더 높는데 이는 준조세 미납부로 인한 세전이익의 상대적 상승에 그 원인이 있다. 그러나 세후이익은 조세부담이 큰 기업 B'가 더 높는데 이것은 준조세 미납부분의 세후순이익의 차이(₩12)로 인해 생기는 것이다.

내재적 조세율이 가장 높은 기업은 C와 D인데 이것은 완전경쟁상태에 이들 기업들이 노출되어 있기 때문이다. 역시 완전경쟁상태에서 경쟁하는 기업 C', D'의 내재적 조세율은 기업 C, D의 1/2인데 이것은 기준기업인 A, A'의 세전이익 차이에 기인한 것이고 이러한 기준기업간 세전이익의 차이는 준조세의 납부 여부에 그 원인이 있다. 여기서 우리는 다시 내재적 조세율의 크기에 준조세 납부 여부가 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다.

VI. 研究의 結論 및 期待效果

본 연구는 최근 관심이 모아지고 있는 내재적 조세 및 준조세를 기업의 총조세부담에 고려한 연구로써 내재적 조세와 준조세를 포함할 경우에는 기업의 세전수익률과 총조세부담이 달라질 수 있음을 제시하였다. 유효법인세율은 단지 외형적인 조세만을 고려함으로써 기업의 총조세부담을 적절하게 나타내지 못한다는 비판(Shelvin & Porter, 1992)에 이어 내재적 조세가 존재할 경우에는 유효법인세율이 외형적 조세마저도 적절하게 측정하고 있지 않다는 주장이 제기되었다(Wilkie & Limberg, 1993).

국내의 많은 연구들에서는 내재적 조세가 준조세와 혼용되거나 체계적인 개념적 정의가 이루어지지 않은 채 사용되어 왔다. 이 분야의 연구는 1992년에 Schole & Wolfson(1992)이 내재적 조세에 관한 기초이론을 제시하면서 본격화되었다. 내재적 조세는 세제상의 혜택으로 인해 시장에 경쟁기업들이 참여함으로써 세제상 혜택을 받고 있는 기업들이 경험하게 되는 세전수익률의 감소현상이다. 다시 말해 내재적 조세는 조세혜택으로 인한 기업의 세전수익률의 하락현상이라고 정의할 수 있다. 우리나라에서도 90년대 중반 이후 이 분야에 관한 실증적 연구들이 수행되어 왔는데 주로 내재적 조세의 존재 여부를 검증하는 연구들로서 연구결과 국내 법인기업의 소득에도 대체적으로 내재적 조세가 존재하고 있음을 입증하고 있다(고종권, 1996; 이준규·이태희, 1997; 김갑순, 1998).

내재적 조세에 대한 고려 및 내재적 조세가 설의 검증결과는 정부 조세정책 입안자와 기업의 세무계획 수립자에게 중요한 의미를 지닌다. 정부는 내재적 조세의 실현 여부 및 크기에 의해 시행된 조세지원정책의 성과를 평가할 수도 있을 것이다. 내재적 조세의 크기에 의해 시행된 조세정책을 평가할 때에는 당해 정책의 목적에 근거해서 평가가 이루어져야 한다. 따라서 정부가 시행한 조세정책(조세혜택)의 목적이 특정산업으로의 투자 및 참여 촉진인 경우에는 내재적 조세의 크기가 클수록 시행한 조세정책이 효과를 거두었다고 평가할 수 있을 것이다. 반면에 내재적 조세가 발생하지 않았다면 이 분야에 대한 신규기업 진입과 신규투자 확대가 경쟁을 심화시키는

정도까지는 이루어지지 않았다는 증거이므로 이에 대한 원인이 조세지원규모의 부족에 기인한 것인지 시장진입장벽에 기인한 것인지 아니면 다른 요인에 의한 것인지를 분석하여 필요한 사후 정책수단을 강구하여야 할 것이다. 한편, 특정산업의 이익을 보호하기 위한 목적의 조세지원인 경우에 내재적 조세 발생은 당해 조세지원정책이 제대로 성과를 달성하지 못했음을 의미하는 것이다. 기업의 세무계획 수립자는 조세감면규정의 적용을 받게 됨으로써 얻게 되는 순세금혜택의 평가시 명시적 조세혜택 뿐 아니라 내재적 조세비용까지도 고려해야 한다. 따라서 정부가 시행한 조세감면규정의 혜택을 기업들이 받아들일 수 있는 경우는 명시적 조세혜택의 크기가 내재적 조세비용을 상쇄하고도 남을 경우로 제한될 수밖에 없다.

Berger(1993)는 조세혜택을 받지 못하는 못하면서 조세혜택을 받고 있는 기업들이 경쟁하는 경쟁시장에 참여함으로써 내재적 조세비용을 부담하고 있는 기업들의 주가가 조세혜택을 받고 있는 기업들의 주가에 비해 유의미하게 낮게 나타나고 있음을 발견하였다.

장기전략상의 이유로 조세혜택시장에 신규 진입하려는 경쟁기업들은 조세혜택으로 인한 명시적 효익과 조세혜택시장에 참여하기 위해 넘어야 하는 시장마찰에 의한 거래비용 뿐만 아니라 조세혜택기업들의 경쟁심화로 인한 세전수익률의 감소인 내재적 조세까지도 동시에 고려해야 할 것이다.

내재적 조세의 실현은 조세혜택을 받고 있는 기업 외에 다른 이해관계자 집단인 생산요소의 공급자나 소비자에게로 정부의 세금보조

금이 분배되었음을 의미한다. 결국 내재적 조세에 대한 고려는 기업을 둘러싸고 있는 다양한 이해관계자들-조세정책수립자, 조세감면의 수혜자, 경영자, 경쟁업체들, 종업원, 공급자, 소비자, 주주 등-의 이해관계를 동시에 고려하도록 유도하게 된다.

한편, 비공식적인 관행에 의해 부과되는 각종 명목의 준조세도 내재적 조세와 동시에 기업의 총조세부담에 동시에 고려됨으로써 기업의 경제적 조세부담에 대한 인식을 제고시키는 물론이고 더 나아가 합리적인 조세정책의 수립과 세무계획의 수립에 본 연구의 결과가 기여하게 되기를 기대한다.