

韓國商事法學會 2011년 춘계학술대회

---

# 기업경영과 법치주의

---

□ 주최 : 한국상사법학회 · 서울대학교 법학전문대학원

社團  
法人 韓國商事法學會

Korea Commercial Law Association



韓國商事法學會 2011년 춘계학술대회

---

## 기업경영과 범치주의

---

- 일시 : 2011년 4월 29일 (금) 13:30 - 18:00
- 주최 : 한국상사법학회 · 서울대학교 법학전문대학원
- 장소 : 서울대학교 법학전문대학원 100주년 기념관 (주산홀) 대강당

社團 韓 國 商 事 法 學 會  
法 人

Korea Commercial Law Association



## 학술대회 프로그램

### 대주제 : 『기업경영과 법치주의』

(13:30-13:50)	등록
개회식 (13:50-14:00)	개회사 : 홍복기 교수(한국상사법학회 회장, 연세대) 환영사 : 김건식 교수(서울대) 개회사 : 심영 교수(한국상사법학회 총무이사, 연세대)
<b>학술대회 주제발표</b> 사회자 : 송옥렬 교수(한국상사법학회 연구이사, 서울대)	
제1주제 (14:00-14:50)	주제 : 『기업범죄와 상법상 이사의 책임과 의무』 사회자 : 최완진(한국외대) 발표자 : 곽관훈(선문대) 토론자 : 오창석(창원대), 김병연(건국대)
제2주제 (14:50-15:40)	주제 : 『기업의 재무활동과 불공정거래행위 : 현상과 법적 과제』 사회자 : 임재호(부산대) 발표자 : 안수현(한국외대) 토론자 : 양기진(전북대), 정순섭(서울대)
<b>Coffee break (15:40-16:00)</b>	
제3주제 (16:00-16:50)	주제 : 『현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 공정한 가액에 관한 연구』 사회자 : 김건식(서울대) 발표자 : 김흥기(연세대) 토론자 : 김재범(경북대), 김태진(한양대)
제4주제 (16:50-17:40)	주제 : 『경제규제상 이사책임을 별도로 규정하는 근거의 검토』 사회자 : 정찬형(고려대) 발표자 : 김차동(한양대) 토론자 : 김이수(부산대), 최승재(경북대)
폐회식 (17:40-18:00)	폐회사 : 홍복기 교수(한국상사법학회 회장, 연세대)
<b>만찬 (18:00-20:00)</b>	



## - 주제 발표 -

### 【제1주제 발표】

「기업범죄와 상법상 이사의 책임과 의무」 ..... 1

사회자 : 최완진(한국외대)

발표자 : 곽관훈(선문대)

토론자 : 오창석(창원대), 김병연(건국대)

### 【제2주제 발표】

「기업의 재무활동과 불공정거래행위 : 현상과 법적 과제」 ..... 17

사회자 : 임재호(부산대)

발표자 : 안수현(한국외대)

토론자 : 양기진(전북대), 정순섭(서울대)

### 【제3주제 발표】

「현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 공정한 가액에 관한 연구」 ..... 61

사회자 : 김건식(서울대)

발표자 : 김흥기(연세대)

토론자 : 김재범(경북대), 김태진(한양대)

### 【제4주제 발표】

「경제규제상 이사책임을 별도로 규정하는 근거의 검토」 ..... 91

사회자 : 정찬형(고려대)

발표자 : 김차동(한양대)

토론자 : 김이수(부산대), 최승재(경북대)



---

「기업범죄와 상법상 이사의 책임과 의무」

---

사회자 : 최완진(한국외대)

발표자 : 곽관훈(선문대)

토론자 : 오창석(창원대), 김병연(건국대)



## 기업범죄(Corporate Crime)에 대한 상법상 논의 및 이사의 책임과 의무

곽관훈(전문대 법대 조교수, 법학박사)

### I. 서론

기업범죄로 인한 피해가 증가함에 따라 보다 엄격한 규제가 필요하다는 목소리가 높아지고 있다. 특히 형사법 분야에서는 최근 기업범죄에 대한 규제와 관련하여 활발한 논의가 이루어지고 있는데, 그 핵심적 내용은 법인인 기업을 직접 처벌할 수 있는가의 문제이다. 종래 학설은 "단체는 죄를 범하지 못한다(societas delinquere non potest)"는 법언에 따라 가벌적인 행위는 자연인을 전제로 하기 때문에 법인의 범죄능력은 원칙적으로 부정되는 것으로 이해하고 있다.<sup>1)</sup> 이에 따라 기업범죄가 발생하는 경우 직접행위자인 자연인을 처벌하는 것이 원칙이며, 법인의 경우 양벌규정의 적용대상이 되는 경우 직접 처벌대상이 되고 있다. 그러나 최근에는 기업의 범죄능력을 인정하여 기업에 대한 직접처벌을 허용해야 한다는 견해들이 증가하고 있다.

기업의 범죄능력을 인정해야 한다는 주장이 증가하는 배경에는 날로 지능화하고 있는 기업범죄를 효과적으로 예방하는데 현행 처벌규정이 미흡하다고 보는 견해가 증가하고 있기 때문이다. 기업의 이익을 목적으로 하는 기업범죄의 특성상 직접위반자인 자연인에 대한 처벌만으로 동일범죄의 재발을 효과적으로 차단하지 못하며, 따라서 기업을 대상으로 한 보다 직접적이고 강력한 처벌이 필요하다는 주장이 제기되고 있는 것이다. 따라서 기업의 범죄능력을 인정하고, 기업에 대한 직접적인 처벌로서 기업해산, 인·허가 취소, 영업정지는 물론 보호관찰제도, 사회봉사명령 등 다양한 제재수단을 통해 기업범죄를 효과적으로 예방할 수 있다는 것이 주된 내용이다.

일견 설득력이 있는 주장들이지만, 위 주장들은 기업을 궁극적인 처벌대상만으로 보고 있다는 점에서 심각한 문제가 있다. 기업에 대한 평가와 관계없이 기업은 우리 생활에 핵심적인 요소이며, 모든 국민은 기업의 이해관계자(stakeholder)가 되고 있다. 따라서 기업이 처벌받는 경우 이는 이해관계자들에게도 중요한 문제가 되며, 따라서 처벌 자체가 문제가 아니라 처벌에 따른 효과를 충분히 고려해야 한다. 그러나 위의 논의들은 처벌 이후의 문제에 대해서는 별다른 관심을 보이지 않는다는 점에서 중대한 문제점을 노출하고 있다.

그러나 기업범죄를 바라보는 시각에는 많은 시사점이 있다. 최근 형법상 논의의 배경에는 기업범죄는 행위자 개인의 문제가 아니라 기업의사 결정과정상의 문제라는 인식이 존재하고 있다. 이는 종전에 기업규제와는 다른 형태의 규제패러다임으로서 기업

1) 조명화박광민, "양벌규정과 형사책임 - 개정된 양벌규정의 문제점을 중심으로-", 「법학논총」 제23집(숭실대학교 법학연구소, 2010), 283면.

범죄뿐만 아니라 기업의 법률위반행위에 대한 규제 전반에 적용될 수 있다. 이러한 측면에서 최근 개정상법에서 도입된 준법지원제도가 기업범죄 예방에 많은 역할을 할 수 있을 것이라 생각된다. 이에 본 논문은 기업범죄에 대한 최근 형사법적 논의를 살펴보고, 이를 바탕으로 상법측면에서 기업범죄에 효과적으로 대응하기 위한 구체적인 방안을 모색해 보고자 한다.

## II. 기업범죄에 대한 논의의 검토

### 1. 기업범죄의 개념

기업범죄는 법적 개념이 아니며 범죄학 내지 사회학에서 주로 사용되는 개념이다. 따라서 그 개념이 명확하지 않으며, 일반적으로 형법상 범죄와는 구분되는 범죄의 유형으로 이해되고 있다.<sup>2)</sup> 기업범죄는 1970년대 등장한 화이트칼라 범죄(white collar crime)의 한 유형으로서 제시되었다. 화이트칼라 범죄란 Edwin H. Sutherland에 의해 제시된 개념으로 '존경 받으며 사회적 경제적으로 높은 지위를 가진 사람이 자신의 직업수행과정에서 저지르는 범죄'를 의미한다.<sup>3)</sup> 화이트칼라 범죄는 '비유효 범죄'의 대표적인 유형으로서 성립된 개념이다. 비유효 범죄란 범죄로 성과를 거두었지만 자신의 사회적 지위에 힘입어 그 범죄행위가 밝혀지지 않아 제재를 회피할 수 있는 범죄를 의미한다.<sup>4)</sup>

화이트칼라 범죄는 후에 클리나드와 쿨리에 의해 직업범죄(occupational crime)와 기업범죄의 두 가지 형태로 구분되었다. 이들은 직업범죄를 개인이 자신의 업무수행 범위 내에서 자신을 위해 저지르는 범죄 및 종업원이 그 사용인에 대하여 범한 범죄로 정의하였으며, 기업범죄는 기업의 직원들이 그 기업을 위해 범한 범죄 및 기업 자체가 범한 범죄로 정의하였다.<sup>5)</sup> 또한, 국내에서도 기업범죄의 개념에 대해 다양한 견해들이 제시되고 있다. '화이트 칼라 범죄의 일부로서 정상적인 기업활동에 수반해서 이루어지는 위법행위'<sup>6)</sup>, '기업이 주체가 된 범죄'<sup>7)</sup>, '기업이윤을 직접적으로 증가시킬 목적으로 기업활동과정에서 행하여지는 모든 불법행위'<sup>8)</sup>, '기업의 임직원이 기업을 위하여 행한 범죄와 기업자체가 행한 범죄'<sup>9)</sup> 등 다양한 개념들이 제시되고 있다.

2) 이보영, "기업범죄의 형사적 제재", 「법학연구」 제37집(한국법학회, 2010), 149면.

3) 이철, "처벌받지 않는 범죄에 대한 개념적 접근: "비유효 범죄" 영역의 개념 연구", 「형사정책연구」 제16권 제3호(2005), 336면.

4) 종래 전통적인 범죄학에서는 범죄를 하위계층의 현상으로 파악하려는 경향이 있었으며, 이에 따라 범죄자가 사회적으로 높은 지위를 갖고 있는 경우 형사소추과정이나 선고의 대상이 되지 않는 경우가 많으며 이에 따라 주류범죄학의 연구대상에서도 제외되는 경향이 많았다. 이에 대해 사회적 지위가 있는 자들에 의한 범죄가 적지 않으며 이들의 범죄행위로 인한 피해와 여파가 적지 않다는 점을 인식하고 이들에 대한 처벌할 수 있는 이론적 개념으로서 등장한 것이 비유효화 범죄이다. 상세한 내용은 상계논문, 331면 이하 참조.

5) 천진호, "기업범죄와 형사적 규제", 「법학논고」 (2000), 72면.

6) 정영석·신양균, 「형사정책」 (1996), 198면.

7) 송광섭, 「범죄학과 형사정책」 (1998), 611면.

8) 천진호, 전계논문, 73면.

9) 이진국, "기업범죄의 예방수단으로서 준법감시제도(Compliance)의 형법적 함의", 「형사정책연구」 제21권 제1

이처럼 기업범죄의 개념을 별도로 정의하는 이유는 일반적인 범죄와 달리 취급할 필요가 있기 때문이다. 즉, 개인이 자신의 이익을 위해 저지르는 범죄의 경우와 달리 단체가 단체의 이익을 위해 행하는 범죄의 경우에는 직접행위자를 찾아 처벌하기도 어렵고, 처벌한다고 하여도 개인의 경우와 같은 효과를 기대하기 어렵다는 점에서 별도의 취급이 필요한 것이다.

이러한 점을 고려할 때 기업범죄는 앞서 클리나드와 퀴니가 정의한 것처럼 범죄로 인한 이익의 귀속주체가 기업인 범죄 및 범죄의 행위주체가 기업인 범죄로 이해하는 것이 타당할 것이다. 따라서 기업이 기업의 이익을 위해 행하는 범죄는 물론, 기업 구성원 개인의 행위지만 기업의 이익을 위한 행위, 대주주 등 특정인의 이익을 위한 것이지만 기업이라는 틀을 이용해 행해지는 범죄도 모두 기업범죄에 해당된다고 할 수 있다.

## 2. 현행법상 기업범죄에 대한 제재

### (1) 형법상 법인처벌의 부정

기업범죄가 발생하는 경우 직접행위자 외에 해당 기업을 처벌할 수 있는가가 문제가 된다. 이에 대해 형법상 논의는 기업의 범죄능력을 부인하고 법인에 대하여 민사적, 행정적 규제에 충분하다는 견해 및 기업의 범죄능력을 인정하여 다양한 형벌의 부과를 고려할 필요가 있다는 견해로 나누어 있다.<sup>10)</sup> 이에 대해 현재까지 다수의 견해는 법인의 범죄능력을 부정하고 있다.

형법상 행위의 주체는 원칙적으로 자연인에 한하며, 이에 따라 우리 형법은 법인의 범죄능력을 부정하여 왔다. 범죄는 자연인의 의사활동을 전제로 하며 법인 또한 자연인을 통해 행위를 할 뿐만 아니라, 법인을 처벌하는 경우 범죄와 관계없는 자까지 처벌하는 것이 되어 형법의 기본원칙인 개인책임과 자기책임의 원칙에 반하게 된다. 또한 형법이 규정하고 있는 형벌 또한 자연인을 전제로 하고 있다는 점에서 법인의 범죄능력은 부정되고 있다.<sup>11)</sup>

### (2) 행정법상 양벌규정에 의한 법인처벌

법인의 책임과 관련하여 형사범의 경우 법인은 범죄능력이 없다고 보는 것이 일반적 견해이나, 행정법의 경우 이를 인정하고 있다. 법인이라고 할지라도 행정법상 의무를 부담하는 경우에는 그 의무위반에 대하여 형벌의 성질이 허용하는 한도 내에서 그 법인을 처벌하는 것이 필요하다. 또한 윤리적 요소가 강한 형사범과 달리 기술적·객

호(2010), 66면.

10) 이보영, 전계논문, 152면.

11) 박미숙, "법인범죄 제재의 정책적 근거 및 제재 다양화방안", 「형사정책연구」 제20권 제1호(2009), 762면; 김인선, "국가형벌권의 근거와 한계", 「국회입법조사월보」(2000. 12), 32면 참조.

관적·합목적적 요소가 강한 행정벌에 대해서는 범죄능력을 인정하는 것이 타당하다는 것이 행정법학자들의 견해이다.<sup>12)</sup>

행정벌을 위반하는 경우 법인에 대한 처벌은 양벌규정에 의해 이루어지고 있다. 양벌규정이란 형벌법규를 위반한 자연인뿐만 아니라 그 자연인과 일정한 관계에 있는 법인도 함께 처벌한다는 규정이다.<sup>13)</sup> 주로 법인의 대표자나 법인 또는 개인의 대리인, 사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 일정한 위반행위를 한 때에 상인에 해당하는<sup>14)</sup> 법인이나 개인에 대해서도 위반행위자와 동일한 벌칙에 의해 처벌하는 형태이다.

양벌규정은 일본에서 처음으로 등장한 입법형식으로 종업원의 위반행위에 대해 대표자가 고의, 과실을 불문하고 행위자 대신 처벌받는 전가벌(轉嫁罰)규정의 문제점을 해결하기 위한 것이었다. 현대형법의 원칙상 직접위반자인 종업원을 처벌하는 것은 당연하다. 그러나 이 경우 법인이 종업원의 이익을 희생하면서 법인의 이익을 취할 가능성이 있기 때문에 이를 방지하기 위해 범죄로 인한 이익귀속의 주체인 법인도 아울러 처벌하는 형식을 취하게 된 것이다.<sup>15)</sup> 양벌규정이 도입됨에 따라 형법상 일반범죄의 경우에는 원칙적으로 법인처벌이 인정되지 않지만, 개별 행정관련 법률에서 양벌규정을 두고 있는 경우 사실상 법인처벌이 가능한 구조를 가지게 되었다.

종래 양벌규정에 대해서는 형법의 일반원칙 또는 책임원칙에 대한 예외로서 일정한 행정단속의 목적을 달성하기 위한 정책상의 이유로 법인에 대한 무과실책임을 인정하는 것으로 보았다.<sup>16)</sup> 그러나 최근 헌법재판소가 양벌규정에 대한 위헌결정을 내림으로써 새로운 전환점을 맞이하고 있다. 헌재는 ‘보건범죄단속에 관한 특별조치법’ 제6조에서 ‘행위자를 처벌하는 외에 법인 또는 개인에 대하여도 본조의 예에 따라 처벌한다’고 규정한 것은 책임 없는 자에게 형벌을 부과할 수 없다는 책임주의에 반할 뿐만 아니라, 과실이 없는 영업주를 고의의 본범과 동일하게 처벌하는 것은 비례성원칙에도 위반한다는 취지에서 위헌결정을 내렸다.<sup>17)</sup>

우리나라 양벌규정의 대부분을 차지하고 있는 처벌근거가 없는 양벌규정의 형식은 법인 또는 개인인 영업주에게 무과실책임을 인정하게 되어 형사법상 책임주의 원칙에 반한다는 점을 분명히 하였다는 점에서 헌재의 판결은 중요한 의미를 가지고 있다.<sup>18)</sup> 헌재 판결 후 법무부는 양벌규정에 대한 대대적인 개혁작업을 진행하고 있으며, 양벌규정에 의한 법인처벌의 근거가 과실책임이라는 것을 명확하게 규정하고 있다. 구체적으로 종업원의 범죄행위를 방지하기 위해 관리, 감독의무를 다한 경우에는 법인이나

12) 최봉석, “행정형벌에 관한 일고”, 「법조」 제555호(2002. 12), 133면.

13) 조명화박광민, 전계논문, 282면.

14) 양벌규정에 있어 종업원과 함께 처벌하는 법인이나 개인을 지칭하는 용어는 영업주, 사업주, 업무주 등 다양하다. 이에 대해 판례는 양벌규정 중 ‘법인 또는 개인’이라 함은 영업행위의 주체로서 자기의 계산으로 영업을 하는 자 또는 영업의 이익이 귀속되는 주체라고 하고 있다(대법원 1992.11.10, 선고 92도2034). 이렇게 본다면 ‘법인 또는 개인’이란 상법상 ‘상인’에 해당하는 개념으로 이해하는 것이 타당할 것이다.

15) 이인규, “양벌규정에 관한 고찰”, 「법학연구」 제36권 제1호(부산대학교, 1995), 212면.

16) 이재상, 「형법총론」(2005), 100면.

17) 헌재 2007.11.29 선고 2005헌가10 전원재판부.

18) 조명화박광민, 전계논문, 281면.

개인 등 영업주의 형사책임을 면제하였다. 아울러 관리·감독상의 과실이 있을 뿐인 영업주에게 징역형까지 부과하는 양벌규정을 개선하여 징역형을 폐지하며, 양벌규정의 적용범위를 ‘업무에 관한’ 위반행위로 한정하였다.<sup>19)</sup>

### 3. 기업범죄와 관련한 최근 논의

#### (1) 현행제도의 문제점

기업범죄의 처벌과 관련한 문제제기는 크게 두 가지 차원에서 이루어지고 있다. 첫 번째는 제재의 실효성 차원의 문제이다. 기업의 소유자가 모든 의사를 결정하였던 초기단계와는 달리 오늘 날 기업은 소유와 경영이 분리되어 있으며, 다양하고 복잡한 의사결정과정을 거쳐 기업의사가 결정된다. 또한 거대기업의 경우 조직내부를 수평적으로 수직적으로 세분화되어 구성원의 역할과 책임이 철저히 분화되어 있다. 이러한 상황에서 발생한 기업범죄의 직접적인 행위자를 찾아 처벌하는 개인주의적 형법패러다임은 한계에 부딪힐 수밖에 없다.<sup>20)</sup> 아울러 현재 기업에 대한 제재는 대부분 벌금의 형태로 부과되는데, 벌금부과로 기업범죄를 효과적으로 억지하는데 한계가 있다는 점도 지적되고 있다.<sup>21)</sup>

두 번째는 양벌규정이 갖는 한계에 대한 지적이다. 물론 현재판결 이후 양벌규정에 대한 대대적인 개선작업이 이루어지고 있으며, 따라서 종래 사실상 무과실책임이라는 비난에서 어느 정도 벗어난 것도 사실이다. 그러나 거대기업에 있어 종업원에 대한 감독상의 주의의무위반을 입증하는 것은 사실상 불가능하며, 이러한 문제를 해결하기 위해 과실에 대한 추정이 행해지거나 입증책임이 법인에게 전환한다면 헌법상 무죄추정 원칙에 위반된다는 지적이 있다. 또한, 법인에게 종업원의 위반행위를 방지하지 않은 고의가 있거나 교사를 한 경우도 ‘상당한 주의와 감독을 게을리 한 경우’에 해당하여 과실책임을 부담하게 된다는 점에서도 타당하지 않다는 문제제기도 있다.<sup>22)</sup> 이처럼 양벌규정은 법인의 범죄능력을 인정하지 않음에도 법인에 대한 처벌을 인정한다는 모순으로 인해 태생적인 한계를 갖고 있는 제도라고 할 수 있다.

#### (2) 법인처벌의 필요성 제기

기업범죄를 효과적으로 억지하기 위해서는 법인의 범죄능력을 인정하고, 이를 전제로 법인에 대한 보호관찰제도 도입 등 다양한 제재수단을 활용할 수 있도록 해야 한다는 견해들이 지속적으로 증가하고 있다. 전통적으로 영미법계에서는 산업혁명 이후 법

19) 법무부는 2010년 1월까지 약 110여개 법률에 대한 개정작업을 하였으며, ‘상당한 주의 또는 감독을 게을리 하지 않은 경우’ 면책한다는 내용을 추가하는 형태로 개정이 이루어지고 있다. 상계논문, 281면.

20) 천진호, 전계논문, 74면.

21) 이보영, 전계논문, 149면.

22) 조명화·박광민, 전계논문, 291~296면.

인의 범죄능력을 광범위하게 인정하여 왔으나<sup>23)</sup>, 대륙법계에서는 로마법 이래 ‘단체는 죄를 범하지 못한다’는 원칙 하에 범죄능력을 부정하여 왔다. 그러나 현재 네덜란드, 프랑스 등 대부분의 대륙법 국가에서 법인의 범죄능력을 형법에 명문화하였다.<sup>24)</sup>

우리나라의 경우도 법인의 범죄능력을 인정하지 않는 것이 다수설이자 판례의 입장이었으나 최근 이를 인정해야 한다는 견해들이 증가하고 있다.<sup>25)</sup> 법인의 범죄능력을 인정할 필요가 있다는 견해는 기업범죄가 빈발하는 가장 큰 이유가 이에 대한 효과적인 처벌이 이루어지지 않기 때문이라는 인식에서 출발한다. 대규모 기업에 의한 범죄가 발생하는 경우 직접위반자를 찾는 것은 매우 어렵다. 설령 찾아서 형사처벌을 한다고 하여도 기업에는 별다른 영향을 미치지 못한다. 기업의 이익을 목적으로 하는 기업범죄의 특성상 위반행위자에 대한 처벌로 인한 공백은 다른 우수한 인재로 대체될 것이며, 기업에게 부과되는 벌금은 크게 위협적이지 못한 것이 현실이다.<sup>26)</sup> 물론 양벌규정에 의해 법인에 대한 처벌이 가능하지만, 양벌규정은 그 자체로 많은 모순점을 가지고 있을 뿐 아니라, 복잡한 기업조직 하에서 기업범죄의 직접행위자를 특정하는 것이 어렵다는 문제점은 양벌규정의 효용도 반감시키고 있다. 직접위반자가 특정되어야 그에 대한 감독책임을 소홀히 하였다는 전제하여 법인에 대한 처벌도 가능해지기 때문이다.

법인에 대한 범죄능력을 인정해야 한다고 주장하는 견해는 법인에 대한 다양한 처벌수단의 활용을 통해 기업범죄를 효과적으로 억지할 수 있을 것이라고 생각하고 있다. 이들은 자연인에 대한 자유형에 해당하는 기업에 대한 해산, 면허취소, 영업정지는 물론 주식벌금제(Equity Fines)<sup>27)</sup>, 원상회복제도(Restitution)<sup>28)</sup> 및 보호관찰제도 등을 활용할 것을 제시하고 있다. 이중 보호관찰제도에 대한 관심이 높은데, 개인에게 행해

23) 미국의 경우 전통적으로 ‘대위책임(vicarious liability)’에 입각하여 기업의 범죄능력을 인정하고 있다. 대위책임이란 회사 종업원이 그의 직무범위 내 또는 직무수행 중에 기업의 이익을 위해 저지른 행위에 대한 책임은 해당 기업에 귀속될 수 있다는 것이다. 이러한 사고방식은 불법행위의 영역에서 종업원의 직무범위 내의 행위에 대해 법인이 손해배상책임을 부담하는 ‘사용자책임의 법리’에서 유래된 것이다. 대위책임이 인정되기 위해서는 먼저 종업원의 ‘범의’가 인정되어야 하는데, 현대 기업은 조직이 복잡화, 분권화되어 있어 누가 발생한 결과에 책임을 져야 하는 종업원인지 찾아내는 것이 어렵다는 한계가 나타났다. 이에 따라 회사 종업원의 개별 인식이 합해지면 비록 그 각각의 인식은 처벌할 수 없는 무책임한 것이라도 법인의 주관적 범죄성립요건인 ‘범의’를 구성할 수 있다는 ‘집단인식의 법리(collective Knowledge)’가 새롭게 제기되고 있다. 이에 대한 내용은 안성조, “미국 판례법상 집단인식에 의한 법인책임의 법리 연구”, 「법학연구」(부산대학교, 2010), 419면 이하 참조.

24) 안성조, 상계논문, 432면.

25) 법인의 범죄능력을 인정할 필요가 있다는 논문으로는 임석원, “법인의 범죄능력인정을 위한 새로운 해석의 필요성 -기업의 생명침해에 대한 대응을 중심으로-”, 「형사정책연구」 제18권 제3호(2007); 소기동, “영미 기업범죄 형사책임의 전개”, 「형사정책」 제20권 제2호(2008); 이기현·박기석, 「법인의 형사책임에 관한 비교법적 연구」(한국형사정책연구원, 1997) 안성조, 상계논문; 이보영, 전개논문; 천진호, 전개논문 등 다수의 논문이 존재하고 있다.

26) 임석원, 상계논문, 80~81면.

27) 주식벌금제란 법인에 고액의 벌금이 선고되는 경우 이를 현금이 아닌 주식으로 납부하는 것을 말한다. 주식을 벌금으로 납부하는 경우 법인의 주인인 주주에게 손해를 끼치는 것이므로 정당하다는 입장이다. 이보영, 전개논문, 162면.

28) 원상회복제도는 미국의 양형가이드라인에서 제시되고 있는 것으로 피해자의 피해를 민사절차가 아닌 형사절차를 통해 구제하는 제도를 말한다. 기업범죄의 특성상 피해자 개인이 기업을 상대로 손해배상소송을 하는 것이 어렵다는 점을 고려하여 피해자에 대한 보상을 중점으로 기업범죄에 대해 제재를 하는 것이다. 천진호, 전개논문, 80면.

지는 제도를 기업에게 적절히 변경하여 적용할 수 있다고 보고 있다. 동 제도의 궁극적 목적은 법인이 위험하고 중대한 범죄를 범한 경우나 법인의 구조에 근거한 범죄인 경우 또는 피해자에 대한 배상이 적당한 경우에 그 법인이 다시 범죄를 범하지 않도록 법인의 정책결정과정을 재편성하는 등 재사회화를 꾀하는 것을 말한다. 구체적으로 장래의 위법행위를 방지할 수 있는 프로그램을 작성, 실행한다든지, 또는 사원의 책임 범위를 명확히 하고 법인 내에 독립된 위원회를 두어 다양한 서류 등을 감시하도록 하거나 범죄의 종류에 따라 해당 분야 전문가를 임명하여 감시하도록 하는 방법 등을 예로 들 수 있다.<sup>29)</sup> 기업에 대한 보호관찰은 재범을 방지하고 체질개선을 도모할 수 있다는 점에서 장점을 갖는 제도로 평가되고 있다.

#### 4. 소결

기업은 다양한 활동 중에 법익에 대한 중대한 침해가 발생할 가능성이 있으며, 이러한 법익침해에 대해 형법적 측면에서의 대응이 필요하다는 것은 누구나 인정하는 사실이다. 문제는 형법상 대응에 있어서 그 법익침해에 대한 책임을 기업자신에게 귀속시킬 것인가, 아니면 기업 내의 자연인에게 귀속시킬 것인가이다. 이와 관련해 기존의 견해는 법인의 범죄능력을 인정할 수 없기 때문에 당해 활동의 담당자 등 자연인을 처벌하는 것이 타당하다고 보았다. 다만, 종업원의 이익을 희생시키면서 법인의 이익을 취할 가능성이 있다는 점에서 양벌규정에 의해 법인처벌을 인정하는 구조를 가지고 있다.

그러나 최근에는 기업에 대한 범죄능력을 인정할 필요성이 제기되고 있는 것이다. 살펴본 바와 같이 이러한 주장의 배경에는 현대 기업의 특성을 고려할 때 직접행위자인 자연인에 대한 처벌은 효과적이지 못하다는 인식이 있다. 오늘날 기업은 고도로 전문화되고 세분화되어 있다. 법익침해를 야기한 기업의 행동도 특정 개인의 의사에 따라 이루어지는 것이 아니고 복잡한 조직구조 하에서 복수의 자연인에 의해 이루어지고 있으며,<sup>30)</sup> 따라서 직접 위반행위자를 찾고 처벌하는 것이 기업범죄 억지에 효과적이지 않다는 인식을 하고 있는 것이다.

이처럼 기업의 범죄능력을 인정을 둘러싼 논의는 기업의 의사결정과정에 갖는 특성을 전제로 하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 종래 기업이라는 법인을 별도의 사회적 실체로 인정하지 않고 자연인의 의사에 종속되는 존재로 보았다면, 최근에는 법인인 기업을 고유한 의사에 기초하여 독자적인 활동을 영위하는 사회적 실체로 보려 하는 것이 가장 큰 변화이다.<sup>31)</sup> 이러한 관점의 변화는 기업규제에 있어 근본적인 패러다임의 변화를 의미하며, 상법학 분야에서도 이에 대한 고려가 필요한 시기이다.

29) W.S. Lofquist, "Legislating Organizational Probation: State Capacity, Business Power and Corporate Crime Control", Law & Society Review 27(1993). 상계논문, 77면에서 재인용.

30) 川崎友巳, 「企業の刑事責任」(成文堂, 2004), 201頁.

31) 上掲書, 199頁.

### III. 상법측면에서 본 기업범죄와 이사의 책임과 의무

#### 1. 규제대상에 대한 재검토

##### (1) 기업의 의사결정과정

오늘날 기업은 기관을 통해 행위를 하며 고유의 단체의사에 기초해 독자적인 활동을 영위하는 사회적 실체로 인정되고 있다. 상법은 오래 전부터 이러한 점을 인식하였으며, 이에 따라 회사법은 개인법이 아닌 단체법적 원리가 지배하는 것으로 이해하여 왔다. 또한 회사의 불법행위능력도 인정하여 대표기관의 불법행위는 곧 회사 자신의 불법행위로 보아 회사가 손해배상책임을 부담하도록 하고 있다.<sup>32)</sup> 즉, 형사법적 논의와는 별개로 상법은 이미 기업을 독립된 사회적 실체로 인정하고 있다고 할 수 있으며, 따라서 법인에 대한 범죄능력을 인정한다고 하여도 상법상 특별한 변화는 없을 것이라고 보여 진다. 문제는 회사를 독립적인 실체로 인식하면서도 기업범죄와 관련하여 조직적 측면에서의 논의가 이루어지지 않고 있다는 점이다.

기업범죄를 기업이 이익의 귀속주체가 되거나 범죄행위의 주체가 되는 범죄로 정의한다면, 기업범죄는 기업조직 내부의 절차를 거쳐 형성된 의사에 기초하여 행해지게 된다. 이렇게 형성된 기업 의사는 구성원 개인의 의사와는 구분되며, 집단 의사결정의 특성상 구성원 개개인의 성향과 전혀 다른 집단의사가 결정될 가능성이 높다. 산업심리학에서는 이를 '집단사고(group think)'라는 개념으로 설명한다. 예를 들어 합리적인 전문가들로 구성된 집단이라 할지라도 의사결정과정에서 터무니없는 결정을 내릴 가능성이 있다는 것이다.<sup>33)</sup> 이러한 집단사고는 강력한 리더가 있는 순응과 조화를 강조하는 사회적 분위기가 강한 경우에 발생 가능성이 높아진다고 한다.<sup>34)</sup> 이러한 점을 고려할 때 기업여사의 형성과정에서 중요한 것은 개인이 어떠한 의사를 가지고 있는가가 아니라, 의사결정 구조가 어떠한 가이다. 예를 들어 강력한 리더가 조직의 중요사항을 일방적으로 결정하는 구조인지, 아니면 민주적 절차가 보장되어 있는지 등에 따라 그 결과는 다르게 나타날 가능성이 높은 것이다. 따라서 올바른 기업여사의 성립을 위해서는 기업여사가 결정되는 시스템이 제대로 기능할 수 있도록 하는 것이 필요하다.

##### (2) 시스템에 대한 규제

32) 이철송, 「회사법강의」(2010), 72면.

33) 예를 들어 다음과 같은 현상이 나타날 수 있다. 집단의 리더가 회의에서 좋지 않은 아이디어를 제시한다. 처음에 모든 구성원은 그 아이디어가 좋지 않다고 의심하지만 말하기를 꺼려한다. 각 구성원은 다른 구성원들이 침묵하는데 주목한다. 그리고 자신이 처음에 했던 판단이 잘못되었다고 생각하기 시작한다. 그리고 결국에는 자신 이외의 다른 모든 사람들이 그 아이디어를 그렇게 나쁘게 여기고 있지 않은 것 같다는 생각을 하게 된다. 집단 과정이 진행됨에 따라 비판은 그럴듯하게 합리화되어 빠르게 사라지고, 집단의 관점에 따르라는 압력은 개인구성원을 짓누른다. 이에 따라 각 개인의 의견과 다른 집단사고가 형성된다. 박동건 역, 「산업 및 조직 심리학」(학지사, 2009), 472~473면.

34) 상계서, 472면.

현행 상법은 기업범죄를 포함한 기업의 법률위반행위를 막기 위한 방안으로서 기업 지배구조 개선에 주안점을 두었다. 즉, 이사의 책임을 강화하고 감사나 감사위원회의 권한과 독립성을 강화하였으며 최근에는 준법지원인 제도를 도입하기도 하였다. 이는 특정 권한을 가진 개인이 기업의 법률위반행위를 막을 수 있다는 사고방식을 전제로 하고 있으며, 따라서 그 개인이 유효하게 활동할 수 있도록 권한과 독립성을 보장하는 것에 주안점을 두고 있는 것이다.

그러나 상술한 기업의사의 결정과정을 고려할 때, 개인의 역할은 한계가 있을 수밖에 없다. 특정 개인의 의사가 올바르다고 하여 집단의사가 그에 맞게 결정되는 것을 기대하기 어렵기 때문이다. 실제로 현행 법 하에서 감사나 감사위원회의 역할과 독립성이 강화되고 있지만, 감사 등이 본래적 기능을 다하지 못하는 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

결국 기업범죄를 예방하기 위해서는 기업의 의사결정시스템을 적절하게 갖추도록 규제하는 것이 필요하다. 즉, 기업 경영자로 하여금 기업의사결정 과정에서 결정사항이 법률에 위반되지 않는지, 또는 적절한 판단인지를 검토할 수 있는 업무프로세스 구축을 의무화해야 한다. 기업범죄는 사람의 문제가 아니라 시스템의 문제라는 점을 명확하게 인식할 필요가 있다.

## 2. 의사결정과정에 대한 규제와 준법지원제도

기업의사의 결정과정에 대한 규제는 새로운 개념은 아니며, 이미 많은 부분에서 사용되고 있다. 예를 들어 컴플라이언스 프로그램이나 내부통제시스템 등이 대표적이다. 이들 규제시스템은 기업의 업무수행과정에서 위법한 행위나 부적절한 행위가 발생하는 것을 사전에 예방하는 것을 목적으로 하고 있으며, 따라서 위법한 기업의사의 결정을 막는 역할을 한다. 이와 관련하여 최근 개정상법은 금융기관의 준법감시제도를 모델로 준법지원제도를 마련하였다. 동 제도는 기업의 의사결정과정에 대한 규제체제의 도입이라는 측면에서 바라 볼 필요가 있다.

### (1) 준법지원제도의 의의

준법지원제도는 컴플라이언스 프로그램이라고 할 수 있다. 컴플라이언스(Compliance)란 기업의 임직원이 업무집행 과정에서 관련 법령을 준수하는지를 감독하는 체계를 말하며 기업범죄 등 법률위반행위를 사전에 예방하는 것을 주된 목적으로 하고 있다. 우리나라의 경우 2000년에 금융기관에 대해 준법감시제도라는 이름으로 이미 도입되어 운영되고 있는 제도이다. 당시 외환위기를 겪으면서 금융기관에 대한 효과적인 감독체계의 중요성이 부각되었고, 금융산업의 특성상 금융거래자 보호를 위해 법규준수의 중요성이 부각되면서 동 제도의 도입 필요성이 제기되었다.<sup>35)</sup>

35) 금융감독원, 「은행 준법감시인 모범규준(Best Practice)」(2006), 2~3면.

형법적 측면에서 준법감시프로그램은 범죄예방에 긍정적인 효과가 있다고 평가되고 있다. 범죄의 발생원인은 범죄자에게 이미 내면화되어 있는 규범의식과 가치관이 중화 내지 마비되기 때문이라고 할 수 있다. 그러므로 준법감시프로그램을 통해 범죄자가 자신의 행위를 정당화시키는 것을 사전에 차단한다면 효과적으로 범죄를 예방할 수 있다.<sup>36)</sup> 준법감시프로그램도 기업의 의사결정과정을 통제하는 시스템으로 의미를 가지고 있는 것이다.

최근 개정상법에서 도입한 준법지원제도도 이러한 컴플라이언스 프로그램으로 이해할 수 있다. 종래 금융기관에 대해서만 요구되던 컴플라이언스 프로그램을 일반 기업에게도 확대하여 적용하게 된 것이다. 이러한 측면에서 본다면 최근 상법에서 준법지원제도를 도입한 것은 규제체계의 커다란 변화를 의미하는 것으로 볼 수 있다. 개정상법에서는 일정규모 이상의 상장회사는 법령준수 및 회사경영의 적정성을 확보하기 위해 임직원이 직무수행을 함에 있어 따라야 할 준법통제에 관한 기준 및 절차를 마련하도록 하고 있으며(제542조의13 제1항), 이를 담당하는 준법지원인을 1인 이상 두도록 하고 있다(동조 제2항). 동 제도와 관련한 최근의 논란은 준법지원인에 맞춰져 있다. 현행 법 하에서 감사나 사외이사도 있고 대기기업의 경우 사내변호사 등 법무담당조직을 두고 있는 상황에서 준법지원인을 의무적으로 두도록 한 것은 기업에게 과도한 부담을 줄 수 있다는 지적이다.

하지만 이러한 비판은 동 제도에 대한 오해에서 비롯된 것이라고 판단된다. 준법지원제도의 핵심은 준법지원인이 아니라 준법통제에 관한 기준 및 절차를 마련하는 것에 있다. 입법자의 의도가 무엇이든 동 제도의 도입으로 기업은 기업범죄 등 위법한 기업 의사 결정을 예방하기 위한 시스템을 갖추어야 한다. 이는 기업의 운영과 관련된 사항이며 따라서 구체적인 시스템의 구축은 이사의 의무이자 권한사항이다. 준법지원인은 단순히 동 시스템을 운영하는 주체로서 이사회에 관리감독을 받게 될 것이다. 결국 준법지원제도는 기업범죄등 법률위반행위에 대한 규제가 구성원 개인에 대한 규제가 아닌 시스템에 대한 규제로 전환되는 계기를 마련할 수 있다는 점에서 중요한 의미를 가지고 있다고 할 수 있다.

## (2) 준법지원제도의 과제

개정 상법은 일정기준 이상의 회사에 대해 준법통제에 관한 기준 및 절차를 마련하도록 하고 있으며 구체적인 내용에 대해서는 정하지 않고 있다(제542조의13 제1항). 결국 그 구체적 기준 및 절차는 개별 회사가 정하게 될 것이며, 개략적인 가이드라인은 ‘모범규준(Best Practice)’ 등의 형태로 제시될 가능성이 크다. 그러나 후술하는 바와 같이 동 기준의 제정 및 운용은 이사의 책임과 밀접한 관련을 갖고 있는 상황이며 따라서 그 기준 및 방향성을 명확하게 제시하는 것이 필요하다.

36) 이를 중화기술(Techniques of Neutralisation)이라 한다. 보통 행위자는 범행을 부인하려 하고, 불법을 최소화하려 하거나 피해자나 제3자에게 책임을 떠넘기려 함으로써 마음의 안정을 얻으려는 과정으로 이해된다. 이진국, 전계논문, 73면.

이와 관련해서 고려해 볼 수 있는 것이 일본의 내부통제시스템이다. 일반적으로 내부통제시스템(Internal Control System)이란 사업의 유효성과 효율성(effectiveness and efficiency of operation), 재무보고의 신뢰성(reliability of financial reporting), 적용되는 법률 및 규칙의 준수(compliance with applicable laws and regulations)라는 세 가지 목적의 달성을 합리적으로 보증하기 위하여 회사의 이사회, 경영진 및 다른 구성원에 의해 수행되는 프로세스'라고 정의하고 있다.<sup>37)</sup> 일본의 경우 2002년 상법개정을 통해 위원회설치회사에 한하여 '주식회사의 업무적정성을 확보하기 위하여 필요한 체제'를 이사의 전결사항으로 하였으며, 2006년 제정된 회사법에서는 모든 회사로 확대하여 내부통제시스템을 도입하였다. 내부통제시스템은 위의 정의와 같이 컴플라이언스를 포괄하는 개념이므로 우리 법상 준법지원제도보다 더 넓은 개념으로 이해할 수 있다.

일본의 내부통제시스템은 회사의 법률위반행위를 사전에 예방하고 효율적인 직무집행이 이루어질 수 있는 체계구축을 이사의 주의의무로 규정하고 있다는 것이다. 즉, 이사는 기업의사결정에 관한 시스템을 구축할 의무가 있으며, 시스템 구축에 대해 과실이 있는 경우에 책임을 묻는 구조이다.<sup>38)</sup> 일본 내부통제시스템의 구체적인 내용을 보면 컴플라이언스체제, 정보보전관리체제, 리스크 관리체제, 효율적 직무집행체제 등 회사의 의사결정과정과 관련한 시스템을 구축할 것을 요구하고 있는 것을 알 수 있다. 즉, 시행령에서 내부통제시스템의 기본적인 내용을 제시해주고 있다.

아울러 일본의 경우 내부통제시스템이 실질적으로 기능할 수 있도록 하기 위해 내부통보시스템의 구축할 것과 내부통보자나 내부고발자를 보호하기 위한 제도도 아울러 마련하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 위법한 기업의사가 결정되는 것을 예방하기 위해서는 합리적인 의사결정시스템, 즉 내부통제시스템을 갖추는 것이 필요하다. 그러나 시스템은 그 자체만으로 의미를 갖기 어려우며 본래 취지대로 운영되어야 비로소 의미를 갖게 된다. 시스템의 정상적 운영을 위해서는 시스템상의 문제 등을 잘 아는 내부자에 의한 문제제기가 필요하다. 그러나 현실적으로 내부고발자는 기업의 이익을 침해한 자로 비난 대상이 되며, 회사차원의 징계는 물론 민형사상의 책임을 부담하는 경우가 적지 않았다.<sup>39)</sup> 이러한 상황 하에서는 내부자의 적극적인 문제제기가 어려우며, 따라서 내부통제시스템이 형식적으로 운영되는 경우에도 이를 제어하는 것이 어렵게 된다.

일본의 경우 이러한 인식 하에 내부통보자 및 내부고발자를 보호하는 제도를 마련하고 있다. 2006년 4월에 제정된 공익통보자보호법<sup>40)</sup>은 노동자<sup>41)</sup>가 일정요건의 공익통보를<sup>42)</sup> 하였다는 이유로 해고를 당한 경우 이를 무효화하고, 아울러 기타 불이익한 취

37) The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, Internal Control-Integrated Framework, 1992.

38) 川崎友巳, 前掲書, 211頁.

39) 윤세리, "기업내 법규준수 및 내부고발제도의 성공적 정착방안", 「상장회사감사회 회보」 제128호(2010.8), 3면.

40) 우리나라의 경우도 2001년 '부패방지 및 국민권익위원회의 설치와 운영에 관한 법률'을 통해 내부고발자 보호제도를 도입하였다. 그러나 이는 공공분야로 제한되며 내부고발자의 보호를 주된 목적으로 한다는 점에서 근본적으로 차이가 있다.

41) 노동기준법 제9조에서 정하는 노동자이며, 부정할 목적으로 통보하지 않는 것을 조건으로 한다.

급을 받지 않도록 보호하는 것<sup>43)</sup>을 목적으로 하고 있다. 동 제도는 단순히 내부고발자 등의 인권을 보호하기 위한 것이 아니라 내부통보자 보호를 통해 기업의 의사결정과정을 규제하고자 한다는 점에 주목할 필요가 있다.<sup>44)</sup> 즉, 동 법은 기업내부에서 문제를 제기하는 내부통보와 기업외부에 문제를 알리는 내부고발을 구분하고 있으며, 먼저 내부통보를 한 경우에 한해서 내부고발이 가능하도록 하고 있다. 즉, 내부고발 자체를 활성화시키고자 하는 목적보다는 경영진으로 하여금 사전에 문제를 예방하는 시스템을 구축하도록 유도하는 역할을 하고 있다.<sup>45)</sup>

### 3. 기업의사결정과정에서의 이사의 책임과 의무

#### (1) 이사의 의무

회사의 이사는 경영진으로서 회사의 업무를 집행함에 있어 선관주의의무를 부담하며, 이를 위반하는 경우 회사 및 제3자에 대해 손해배상책임을 부담한다. 따라서 기업범죄가 발생하는 경우 이사는 그에 대한 책임을 부담해야 한다. 그러나 이 경우 이사의 책임은 기업범죄가 발생한 결과에 대한 책임이 아니라, 기업범죄 방지시스템을 구축하지 못한 것에 대한 책임이다.

종래 판례의 경우도 이사의 책임이 시스템에 대한 책임이라는 점을 인정하고 있다. 판례에서는 ‘합리적인 정보 및 보고시스템과 내부통제시스템을 구축하고 그것이 제대로 작동하도록 배려할 의무가 이사회를 구성하는 개개의 이사들에게 주어진다’고 보았다. 또한 이를 시스템 구축을 위해 노력하지 않거나 시스템이 구축되어 있음에도 그 운영에 대해 관심을 갖지 않은 결과 다른 이사나 직원의 위법한 업무집행으로 손해가 발생하였다면, 다른 이사의 위법하거나 부적절한 업무집행 사실을 몰랐다고 하여도 이에 대한 책임을 부담해야 한다고 보고 있다.<sup>46)</sup> 즉, 이사는 기업범죄가 발생하지 않도록

42) 동법상의 공익통보의 대상이 되는 것은 개인의 생명 또는 신체의 보호, 소비자의 이익 옹호, 환경보전, 공정한 경쟁의 확보 및 기타 국민의 생명, 신체, 재산 등의 이익보호와 관련된 법률<sup>1)</sup>에서 규정하고 있는 범죄행위이다. 여기에는 위반에 직접 관련된 범죄행위를 구성하는 직접적인 형벌규정과 행정명령 등 그 처분에 대한 위반이 범죄가 되는 간접적인 형벌 규정이 모두 포함된다(제2조 1항, 3항). 아울러 공익통보에 해당하는 통보는 (i) 당해 노무제공선 또는 당해 노무제공선이 될 것으로 예정되어 있는 자, 즉 당사자가 속한 회사 (ii) 당해 통보 대상사실에 대해서 처분 또는 권고 등을 할 수 있는 권한을 가진 행정기관 및 (iii) 당해 통보대상 사실을 통보하는 것이 그 피해의 발생 또는 확대를 방지하기 위해 필요하다고 인정되는 자 등 3종류를 상정하고 있으며(제2조 1항), 이들에게 통보하는 경우에 한해서 동법상의 공익통보자로서 보호를 받게 된다.

43) 공익통보자로부터 서면으로 내부통보를 받은 사업자는 그 후에 시정조치 등에 대해 통보자에게 보고하기 위해 노력해야 한다. 행정기관이 공익통보를 받은 경우에는 필요한 조사 및 적절한 조치를 취할 의무가 있으며, 공익통보가 권한없는 행정기관에 제기된 경우에는 올바른 행정기관에 제기될 수 있도록 지도할 의무가 있다. 또한 공익통보에 해당하게 되면 공익통보자는 공익통보를 이유로 해고 또는 노동자 파견계약의 해제가 무효화되며, 그 밖에 강등, 감봉, 파견노동자 교대요구 등 불이익한 처분을 하는 것이 금지된다.

44) 神山敏雄 外, 「新經濟刑法入門」(成文堂, 2008), 79頁 이하 참조.

45) 中原健夫, 「企業經營と公益通報者保護法」, 「企業の統治と社會的責任」(金融財政事情研究會, 2009), 574頁.

46) 대법원2008.9.11. 선고 2007다31518판결; 대법원 2008.9.11. 선고 2006다68636판결. 참고로 일본의 경우도 2000년 大和銀行 주주대표소송에 대한 판결이다(大阪地方裁判所 平成12年 9月 20日 判決, 資料版 商事法務 199号 248頁) 내부통제시스템의 구축을 이사의 의무로 보고 있다. 동 판결은 대표이사는 직원에 의한 부정행위를 방지하고 손실확대를 최소한으로 하기 위한 관리체제(내부통제시스템)을 구축해야 할 선관주의의무

회사의 의사결정시스템을 구축할 필요가 있으며, 이러한 시스템의 흠결로 인해 발생한 손해에 대해 책임을 부담하게 되는 것이다.

문제는 구체적으로 어떠한 시스템을 갖추어야 하는가이다. 이에 대해서는 최근 개정상법에서 제시한 준법지원제도가 기준이 될 수 있다. 살펴본 바와 같이 개정상법에서는 회사의 경영진에게 임직원이 직무수행이 준수해야 할 준법통제기준 및 절차를 제정할 것을 요구하고 있다. 또한 이사회 결의로 임명된 준법지원인에 대해 준법통제기준 준수여부를 이사회에 보고하도록 하고 있다. 따라서 준법통제기준 및 절차의 제정과 운영에 대한 책임은 궁극적으로 이사회에 있으며, 그 구성원인 이사는 동 시스템이 본래 목적대로 기능할 수 있도록 감시, 감독할 의무가 있다. 만일 동 시스템이 제 기능을 하지 못하여 기업범죄가 발생하였다면, 동 시스템의 운영책임자인 이사는 주의의무를 위반한 것이며 그에 따라 회사 및 제3자에 대해 책임을 부담해야 하는 것이다.

(2) 이사의 책임

이사의 책임과 관련하여 검토해야 할 중요한 문제의 하나는 이사가 주의의무를 다 하였음에도 불구하고 기업범죄가 발생한 경우이다. 즉, 경영진이 준법통제기준 및 절차를 충실하게 제정하였고 그 운영에 대한 감시, 감독을 충실하였음에도 불구하고 기업범죄가 발생한 경우 이사가 어떠한 책임을 부담해야 하는가의 문제이다.

상술한 바와 같이 이사의 책임을 행위결과에 대한 책임이 아니라 시스템 구축에 대한 책임으로 이해한다면, 이 경우 이사에겐 전적으로 책임을 묻는 것은 타당하지 않으며 책임을 경감하거나 면책해주는 것이 필요하다. 준법지원제도는 구체적인 내용과 운영은 기업에게 맡겨져 있으며, 따라서 기업의 자발적 의지가 무엇보다도 중요하다. 이를 위해서 기업 스스로 인센티브를 가지고 준법지원제도를 구축할 수 있도록 하는 것이 필요하다는 점에서 책임경감 등의 조치가 요구된다. 미국의 경우 1991년 연방양형 가이드라인(Federal Sentencing Guidelines for Organizations)을 제정하면서 컴플라이언스 프로그램을 갖춘 경우 책임을 경감하였으며<sup>47)</sup> 이에 따라 동 프로그램이 활성화되었다는 점<sup>48)</sup>을 고려할 필요가 있다.

와 충실의무가 있고, 이사 및 감사는 대표이사가 내부통제시스템을 구축하고 있는가를 감시할 선관주의의무와 충실의무를 부담한다고 하고 있다. 또한 2002년 4월에 鐵鋼會社 이익공여사건의 경우에도 경영자가 유효한 내부통제시스템을 구축하고 이를 통해 기업내를 감시하는 것이 중요한 의무라고 판단하였다. 이에 대한 상세한 내용은 赤堀勝彦, “内部統制とリスクマネジメント-日本版SOX法對應時代に問われるリスクマネジメントの重要性について-”, 「神戸學院法學」第37卷第2号(2007.12), 177頁.

47) 구체적으로 보면 동 가이드라인에서는 형벌을 경감시키는 요소로서 (i) 효과적인 컴플라이언스 프로그램의 운영 (ii) 자기신고(자수), (iii) 수사에 대한 협조, (iv) 범행행위의 자백을 정하고 있다. 아울러 (i)의 내부통제시스템에 대해서는 7가지 단계를 정하고 있으며, 이를 준수하는 경우 형량을 경감해주고 있다. 7가지 단계는 ① 범죄방지를 위한 합리적인 컴플라이언스 기준과 절차의 제정, ② 당해기준과 절차에 대한 컴플라이언스 감독책임자가 되는 상급임원의 선임, ③ 권한위임에 있어서의 배려와 주의, ④ 필요한 기준과 절차에 대한 연수 및 고지(커뮤니케이션), ⑤ 감사시스템과 보고시스템의 확립, ⑥ 규칙위반에 대한 징계 등 강제시스템, ⑦ 동일한 위법행위 방지를 위한 적절한 대응과 프로그램 개선을 요구하고 있다.

48) 미국의 경우 1991년 연방의회 사법부소속의 독립위원회인 연방양형위원회가 양형지침을 법제화하여, 기업에 대해 종전과 비교할 수 없을 정도의 고액 벌금형을 부과하는 일방, 컴플라이언스 프로그램을 적정하게 실시하고 있는 경우에는 벌금액을 경감해줄 것을 정하였다. 이에 대한 상세한 내용은 川崎友巳, 前掲書, 235頁 이하 참조.

한편으로 형법상 논의되고 있는 보호관찰제도를 고려할 때도 이사에 대한 책임감경 등은 당위성을 갖는다. 앞서 살펴본 바와 같이 보호관찰제도는 기업의 구조적 문제로 인한 범죄의 경우나 피해자에 대한 배상이 적절히 이루어진 경우 기업을 처벌하지 않고 범죄재발을 막기 위한 시스템을 갖추는 것이다. 보호관찰관이 파견되어 기업의 정책결정과정을 재판하는 등 장래 위법행위를 막을 수 있는 프로그램을 구축하는 것이 주된 목적이다. 이는 앞서 설명한 내부통제시스템이나 컴플라이언스 프로그램을 정부 주도하에 갖추도록 하는 것이라고 할 수 있다. 따라서 이미 기업들이 이러한 시스템을 갖추고 있는 경우 별도의 시스템 구축이 필요 없다는 차원에서 그 책임을 면제해주는 방안도 검토할 수 있을 것이다.

#### IV. 결론

기업의 규모가 확대되고 조직에 세분화됨에 따라 기업의 의사결정구조가 매우 복잡해지고 있다. 따라서 기업의사에 의한 범죄를 예방하기 위해서는 기업이라는 특수성을 고려할 필요가 있다. 이러한 측면에서 최근 형사법 분야에서 논의되고 있는 기업의 범죄능력과 관련한 논의들은 충분히 고려할 필요가 있다고 생각된다. 특히 행위의 결과가 아니라 의사결정과정에 주목하고 있는 점은 향후 기업규제 패러다임변화에 좋은 근거가 될 수 있을 것으로 생각된다.

최근 도입된 준법지원제도는 이러한 형사법적 논의와도 밀접한 관련을 가지고 있으며 입법자의 의도와 관계없이 기업범죄뿐만 아니라 기업의 위법행위 전반에 대한 효과적인 예방수단으로 기능할 수 있다. 다만, 준법지원제도를 준법지원인이라는 개인의 역할문제로 바라본다면, 의사결정에 관한 시스템 구축이라는 본래 취지가 몰각될 가능성이 높다. 형사법이 기업에 대한 처벌에 주안점을 두고 있다면, 상법은 기업범죄의 발생을 예방할 수 있는 시스템을 어떻게 갖추느냐에 중점을 두어야 한다. 이러한 측면에서 기왕에 도입된 준법지원인제도가 제대로 기능할 수 있도록 구체적인 기준과 경영진에 책임에 대한 명확한 가이드라인의 제시가 요구된다.

---

「기업의 재무활동과 불공정거래행위 :  
현상과 법적 과제」

---

사회자 : 임재호(부산대)

발표자 : 안수현(한국외대)

토론자 : 양기진(전북대), 정순섭(서울대)



## 기업의 재무활동과 불공정거래 규제: 현황과 과제

안수현(한국외대 법학전문대학원, 교수)

### I. 문제제기: 서론에 갈음하여

오래전부터 기업지배구조차원에서 경영자의 대리인문제를 해소하는 방안으로서 증권시장의 기능을 활용하는 것에 관심이 적지 않았다. 그러나 한편으로 경영자는 증권시장을 이용하여 회사와 주주의 이익보다는 자신의 이익을 우선시하는 행위를 다양하게 추구할 수 있다. 때문에 증권시장에서 우위의 입장에서 정보를 이용한 경영자의 불공정거래행위를 규제하는 이유중의 하나도 대리인 문제 해소라고 할 수 있다<sup>1)</sup>.

그런데 기업의 재무활동을 이용하거나 재무활동과 관련하여 사익을 추구하는 경영자의 불공정거래행위를 방지하는 조치로서 이사의 책임에 초점을 둔 회사법상의 규율로는 한계가 있다. 때문에 공적인 성격을 띤 증권규제법에 의한 규율이 불가피하다 할 것이다.<sup>2)</sup>

최근 갈수록 기업의 재무활동을 이용한 불공정거래들이 더욱 정교해지고 지능화되는 경향이 있다. 특히 상장회사의 대주주와 임원 등 이른바 회사관계자들이 관여한 불공정거래행위들이 줄어들지 않고 있고, 회사의 일상적인 재무정책수단들 예컨대 유상증자, 변종 사채<sup>3)</sup>, IR활동, 기업공시 등 다양한 재무정책적 수단들을 적극적으로 활용하여 주가에 인위적으로 영향을 미치거나 주가에 영향을 미칠 수 있음을 사전에 지득하고 그 정보를 이용하여 부당한 이익을 취하는 예가 빈번히 발생하고 있다.

2010년 한 해동안 금융감독원에 불공정거래혐의로 접수된 사건은 총 194건으로<sup>4)</sup> 같은 해 금융감독원의 불공정거래사건 처리건수는 201건으로 보도되었다. 처리된 불공정거래유형중 부정거래행위, 시세조종, 미공개정보이용사건이 123건이며, 대량보유·소유주식 보고의무 위반등 기타 혐의로 적발된 사건은 55건이다. 금융감독원의 조사결과 위법사항으로 적발된 178건중 138건(77.5%)이 검찰에 고발·통보조치되었다. 참고로 최근 4년간 금융감독원의 불공정거래행위 유형별 처리 현황은 다음과 같다.

- 1) 전통적인 내부자거래규제의 논거이기도 하다.
- 2) 물론 증권규제법이 이들 경영자의 남용행위를 방지하는데 1차적인 목적이 있는 것은 아니다. 증권규제법은 투자자 보호 및 증권시장의 신뢰 확보를 주된 규제목적으로 한다.
- 3) 예를 들면 전환사채를 발행하면서 행사가격을 조정하는 규정을 두지 않고 발행하여 지인에게만 인수시키고, 이후 감자를 통해 지인들에게 부당이득을 제공한 경우를 들 수 있다.
- 4) 이중 코스닥시장 중목이 차지하는 비중이 73%를 차지한다. 자세한 것은 금융감독원, 2010년 자본시장불공정거래 조사결과, 2011년 1.25 보도발표

**【표】 불공정거래행위 혐의유형별 금융감독원 처리현황**

(단위 : 건, %)

혐의유형	2007년	2008년	2009년	2010년
부정거래행위*	9	7	21	21 (10.4)
시세조종	55	41	45	49 (24.4)
미공개정보이용	57	48	49	53 (26.4)
대량·소유주식보고	44	39	57	44 (21.9)
단기매매차익취득	37	22	4	11 ( 5.5)
등				
무혐의	16	26	23	23 (11.4)
계	218	183	199	201 (100.0)

\* 부정거래행위는 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정한 수단 등을 사용하거나 재산상 이익을 얻기 위해 중요사항에 관하여 거짓의 표시를 하는 행위 등을 의미(구 증권거래법 제188조의4④ 및 자본시장법 제178조 포함)

\*\* 동일 건에 2개 이상의 위반혐의가 있는 경우 가장 중한 위반혐의로 분류

\*\*\* ( )는 전체사건에서 차지하는 비중

출처: 금융감독원, 2010년 자본시장불공정거래 조사결과, 2011년 1.25 보도발표자료

구증권거래법과 달리 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”이라 약칭한다)에서 신중 불공정거래행위에 대응하고자 포괄적인 부정거래 규제규정을 신설하였는데(동법 제179조 제1항 제1호), 위 표에서 보여지듯이 2009년 자본시장법 발효 후 부정거래행위유형에 포섭되는 행위들의 적발건수가 크게 증가하였으며, 미공개정보이용행위와 시세조종행위 또한 감소하지 않고 있다.

**【표】 금융감독원 조치유형별 현황**

(단위 : 건, %)

조치유형	2007년	2008년	2009년	2010년
검찰고발·통보	138	115	142	138 (68.7)
단기매매차익반환	50	35	16	22 (10.9)
경고 등	14	7	18	18 ( 9.0)
무혐의	16	26	23	23 (11.4)
계	218	183	199	201 (100.0)

\* 동일 건에 2개 이상의 조치내용이 있는 경우 가장 중한 조치로 분류

\*\* ( )는 전체 사건에서 차지하는 비중

출처: 금융감독원, 2010년 자본시장불공정거래 조사결과, 2011년 1.25 보도발표자료

한편, 매년 불공정거래유형중 다수를 차지하는 행위유형에는 차이가 있으나 2009년 불공정거래중 미공개정보이용행위가 가장 많았으며(한국거래소의 분석에 의해 같은 해 금융감독원에 이첩한 결과), 실적이나 자금조달과 관련한 미공개정보이용행위가 대부분인 반면<sup>5)</sup>, 2010년에는 시세조종행위(41.5%)가 가장 많은 것으로 분석되었다.<sup>6)</sup> 특히 횡령·배임 등이 발생하는 등 경영구조가 취약한 회사의 경우<sup>7)</sup> 최대주주의 변경, 자본 감소, 거래소 관리종목 지정 및 상장폐지로 이어지면서 상장폐지를 회피하려는 과정에서 각종 불공정거래행위로 이어질 가능성이 높다는 분석이 있다. 이처럼 횡령·배임 등이 발생하는 등 경영구조가 취약한 회사의 경우 각종 악재성 정보의 사전 지득 및 상장폐지를 회피하려는 다양한 불공정거래행위들이 이용될 소지가 크기 때문에, 최근 금융감독원은 2011년 금융감독원의 불공정거래조사 방향으로 임직원들의 차명계좌 이용, 한계기업의 경우 시장감시 강화 등 불공정거래 규제를 더욱 강화하겠다고 밝힌 바 있다.<sup>8)</sup> 요컨대 회사 경영에 관여한 자들의 불공정거래행위들이 전체 불공정거래행위에서 여전히 상당수 차지하고 있음을 알 수 있다.

5) 이 경우 주로 이용된 미공개 중요정보는 매출액, 영업실적정보, 유상증자 및 신종사채 발행을 통한 자금조달 관련 정보, 자본잠식 등 재무구조 부실에 따른 감사의견 거절과 관련된 정보가 해당된다. 미공개중요정보 이용행위는 최대주주가 개인인 기업에서 빈번히 발생하며, 자산총액 대비 매출액이 20%미만, 부채비율 300%이상, 영업손실 발생 기업등 재무구조가 취약한 기업에서 빈발한 것으로 분석되었다. 이외 대표이사의 변경이 잦은 기업, 횡령·배임혐의가 중복 발생한 기업, 유상증자와 신종 사채발행을 병행해 자금조달이 잦은 기업, 거래량이 급격히 증가한 기업 등도 미공개정보 이용빈도가 잦다는 분석이다. 반면, 시세조종혐의는 최대주주의 지분율이 10%미만이거나 최대주주지분율이 50%이상인 기업과 액면가 500원으로 발행주식 수 평균 2000만주 미만, 매출액 150억 미만, 자산총액 대비 매출액 비율이 20%미만인 기업 등 자본금이 적고 매출이 부실한 기업에 발생하는 것으로 나타났다. 이에 관해서는 아시아경제, “불공정거래 빈번한 기업 어떤 특징 있나?”, 2010. 4.20 자 기사 참조.

6) 거래소 시장감시위원회, 2010년도 심리처리결과 및 주요 불공정거래 사례, 2011. 1.31, 보도자료 참조.

구 분	'09년	'10년		
		상반기	하반기	전 체
부 정 거 래	1	3	9	12
시 세 조 종	90	41	99	140
미공개정보이용	116	44	43	87
보고의무 위반	72	33	29	62
단기매매차익	54	19	18	37
<b>합 계</b>	<b>333</b>	140	198	<b>338</b>

7) 최근 5년간 상장기업이 거래소에 신고한 배임·횡령사건을 보면 유가증권시장기업이 40개, 코스닥상장회사는 146개사 등 총 186개사에서 배임·횡령사건이 발생하였다. 배임·횡령 총금액은 3조, 4,192억원이며, 유가증권시장의 경우 배임·횡령금액이 1조 112억원이며, 코스닥시장의 경우 2조 4,079억원으로 코스닥시장이 유가증권시장에 비해 2.38배 배임·횡령금액이 높은 것으로 나타났다. 이들 배임·횡령사건을 공시한 기업중 49%에 해당하는 기업들이 결국 상장폐지되었다. 이에 대한 자세한 내용은 정운모, 배임·횡령사건을 통해 본 중소기업 지배구조 개선과제, 자본시장 Weekly, (2011-15호), 1면 이하 참조.

8) Chosun Biz, 금감원 "올해 차명계좌, 시세조종 불공정거래 철폐", 2011. 1.25자 기사.

**【표】 증권시장별 횡령·배임 등 현황**

(단위: 건, 회사수)

구 분	2007년		2008년		2009년 11월	
	유가증권	코스닥	유가증권	코스닥	유가증권	코스닥
횡령·배임	8	48	24	93	15	42
최대주주변경	116	432	96	396	75	322
자본감소	38	58	33	60	29	107
관리종목 지정	5	64	19	77	21	81
상장폐지종목	5	6	1	17	14	55

\* 일반주식(보통주) 기준

출처: 한국거래소 시장감시위원회, “최근 시장환경 및 불공정거래 움직임변화에 대응한 시장감시방향” 2009. 12.17. 보도발표자료

기업에 있어 유·무상증자와 자본감소, 배당과 자기주식 취득·매각 등 자본조달관련 재무정책과 IR 및 공시 활동 등의 다양한 재무정책은 기업의 가치극대화를 위한 수단이며, 투자활동 및 기업의 존속과 밀접한 관계가 있다. 그러나 한편으로 불공정거래에 이용될 가능성이 높고 악용될 소지가 크다. 문제는 이러한 재무전략적 의사결정과 조치들이 증권시장의 투자자에게 투자판단에 있어 매우 중요한 영향을 미치는 정보가 되며 인위적인 시세변동 그리고 부정한 행위와 관련된 경우 투자자에게 막대한 손해를 끼칠 수 있다. 때문에 건전하고 투명한 그리고 투자자 신뢰가 확보된 증권시장이 담보되기 위해서는 이러한 재무적 결정을 이용한 내지 관련한 불공정거래행위들이 효과적으로 규제될 필요가 있다.

그러나 최근 진화된 불공정거래 유형들이 늘어나면서 기업경영에 필수적인 기업의 재무활동이 불공정거래에 이용되거나 관련되어 있는 경우 경영자와 주요주주등 기업 관계자의 인센티브를 시정하는데 있어 자본시장법과 그밖의 불공정거래규율에 관련된 법제도가 효과적으로 작동하고 있는지에 관해서는 의문이 없지 않다. 법리적 해석은 물론 사전감시와 사후규제 및 집행측면에서의 문제도 있다.

이하에서는 이러한 문제점의 인식에 터잡아 상장기업들의 재무활동을 이용하거나 이와 관련한 주요 불공정거래행위 발생 태양을 개관하고 이에 대해 자본시장법상의 불공정거래규제가 효과적으로 대응하고 있는지 여부를 검토해 본 후 추출한 문제점에 대한 몇가지 제도적 개선방안을 제안하고자 한다. 이를 위하여 이하에서는 우선 현행 자본시장법상의 불공정거래규제 현황을 살펴본다.

## II. 현행 자본시장법상의 불공정거래 규제 현황<sup>9)</sup>

자본시장법상 불공정거래규제는 시장의 가격형성 기능과 시장에 대한 신뢰를 해치고 투자자에게 손해를 입히는 다양한 유형의 부정거래행위들을 금지함으로써 자본시장에 대한 투자자 일반의 신뢰를 확보하는 것을 목적으로 한다.<sup>10)</sup> 때문에 경영자등 회사관계자에 한해 규제하는 것은 아니다. 또한 이들 불공정거래에 대해서는 형사처벌과 민사배상책임 그리고 행정적 조치 외 일반 민법의 불법행위책임규정이나 형법의 사기규정 등도 적용될 수 있어 규제와 감독, 집행면에서 회사경영자등의 왜곡된 인센티브를 규율하는데 효과적으로 기능할 수 있다.

### 1. 내부자거래 규제

#### (1) 규제대상자

자본시장법은 내부자거래 규제대상자에 대해 i)상장법인·그 계열회사 및 그 임·직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자 ii)상장법인·그 계열회사의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자 iii)당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가·인가·지도·감독, 그밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자 iv)당해 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, v)위 ii~iv에 해당하는 자의 대리인·사용인, 기타 종업원(법인인 경우 그 임직원·대리인)이 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자 그리고 vi)위와 같은 자에 해당하지 아니하게 된 날로부터 1년을 경과하지 아니한 자로 규정하여 규율대상자를 새로 정비하였다(동법 제174조 제1항). 특히 자본시장법은 이들 내부자의 유형별로 '직무관련성'요건을 구분하고 있는 것이 특징이다.<sup>11)</sup> 따라서 직무관련성요건을 충족하지 못하면 내부자거래가 성립하지 않는다. 또

9) 규제현황과 실무상 제기되는 이슈를 정리한 글로는 다음의 논문들을 참조. 우선, 안수현, 자본시장법 시행이후 불공정거래 규제 변화와 과제, BFL 40호 (2010.3); 정순섭, 불공정거래법제의 현황과 해석론적 과제, BFL 43호 (2010년 9월호); 박준, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 불공정거래의 규제, 2010년도 증권거래와 기업금융의 이해, 법관연수자료 (2010), 사법연수원; 개별규제별 이슈에 관한 상세한 논의에 관해서는 노태약, 미공개중요정보의 중요성 판단과 정보의 이용행위 등에 관하여-대법원 2010. 2.25선고, 2009도4662판결등을 중심으로, BFL 43호 (2010년 9월호); 조인호, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 내부자거래규제 규정에 관한 소고, 상사판례연구 23집 3권, 한국상사판례학회 (2010); 안수현, 시세조종에 관한 대법원 2009. 7. 9선고 2009도1374판결의 검토, BFL 43호 (2010년 9월호); 엄세용, 자본시장에서의 공매도 규제와 운영 실태에 관한 소고, BFL 43호 (2010년 9월호); 서완석, 자본시장법상의 시세조종행위 규제, 상사판례연구 제22-3, 상사판례학회; 성희환, 자본시장법상 연계불공정거래의 규제현황과 개선방향-주가연계증권(ELS) 연계 거래를 중심으로, 한국금융법학회 2009 하계 학술발표회 발표자료 (2009.8.29.); 성희환, "사기적 부정거래에서 위계의 적용문제", 증권법연구 제8권 제1호 (2007); 최승재, 자본시장법상 불공정거래에 대한 규제-자본시장법 제178조 제1항 제1호를 중심으로, 한국금융법학회 2009년하계 학술발표회자료.; 이석배, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에서 부당거래행위의 의미-"위계"개념의 해석론을 중심으로, 한국경제법학회 2011년 춘계공동학술대회 발표자료(2011) 참조.

10) 상세내용에 관해서는 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 2판, 두성사 (2010), 301면 이하 참조.

한 이들 내부자로부터 정보를 받은 정보수령자도 내부자거래규제대상이 된다(동법 제1항 제6호)

## (2) 규제대상증권

자본시장법은 증권시장의 변화에 대응하기 위하여 규제대상증권으로서 동법 제174조 제1항에서 미공개중요정보 이용행위금지의 대상을 “특정증권등”이라고 규정하면서 이에 i) 그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권 제외), ii) 제1호의 증권과 관련된 증권예탁증권, iii) 그 법인외의 자가 발행한 것으로 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, iv) 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품 등을 포함하고 있다. 이로써 사채를 제외한 모든 채무증권이 포함되며, 증권예탁증권이 포함되었다. 이외 해당 법인의 증권을 기초자산으로 하는 다른 법인이 발행한 교환사채, DR, 주식옵션, 주식선물 등을 거래한 경우도 규제대상에 포함되었다. 구증권거래법에서는 일반사채도 규제대상에 포함되었으나 자본시장법은 일반사채를 제외한 점이 문제로 지적되고 있다<sup>12)</sup>.

## (3) 규제대상정보

자본시장법은 상장법인의 업무등과 관련된 미공개중요정보를 규제대상으로 하고 있고 동 정보는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 시행령으로 정하는 방법에 따라 불특정다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것으로 정의하고 있다(동법 제174조 제1항).

## (4) 금지행위: 미공개중요정보 이용금지

금지되는 행위는 특정증권등의 매매, 그밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위가 된다.

## 2. 외부정보 이용행위 규제

### (1) 공개매수 정보이용행위 규제

11) 즉 직무나, 권한, 계약관계에 따라 정보지득경위를 구분하여 임·직원 대리인은 그 직무와 관련하여, 주요주주는 그 권리를 행사하는 과정에서, 법령상의 권한을 가진 자는 그 권한을 행사하는 과정에서, 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자는 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 될 것을 요구하고 있다.

12) 자세한 내용은 김건식·정순섭, 전거서, 326면 각주 47면. 대상상품이 상장법인이 발행한 일반채권에 기초한 신용파생상품인 경우 자본시장법 제174조 제1항의 내부자거래대상인 금융투자상품인 “특정증권등”에 포함되지 않아 적용이 불가능하다.

자본시장법에서는 舊증권거래법과 달리 공개매수관련 미공개정보이용행위를 별도로 규정하면서 주식등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 것을 금지하고 있다(동법 제174조 제2항). 다만 공개매수자가 공개매수를 목적으로 거래하는 경우는 허용되는 것으로 예외를 인정하고 있다(동법 제174조 제2항 단서). 이외 동법상 공개매수자(그 계열사 포함)의 관계자별로 정보지득경위에 대하여 세분화하고 준내부자의 범위에 공개매수자와 계약체결교섭중인 자를 추가하였으며, 내부자의 경우와 달리 정보의 중요성을 요하지 않고 있으며 그 외 공개매수를 목적으로 거래하는 경우를 제외하고 있는 점이 특징이다.

## (2) 주식등의 대량취득·처분정보의 이용행위 규제

자본시장법은 주식등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 것을 금지하는 규정을 신설하였다(법 174조 제3항). 이러한 정보는 주가에 중대한 영향을 미칠 가능성이 크나 대상회사의 외부에서 발생한 회사 외부정보라 舊증권거래법에서는 규제대상이 아니었다.

“주식등의 대량·취득처분”이란 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 취득·처분으로 시행령에서 보유목적이 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 취득이고, 10% 또는 최대주주 변동을 초래할 비율이상의 대량취득·처분이여야 하며, 대량보유보고대상에 해당하는 취득·처분에 해당하여야 하는 등 세가지 요건을 충족한 경우를 말한다(동법 제201조 제3항). 또한 공개매수와 같이 정보의 중요성요건을 요하지 않으며, 대량취득·처분을 목적으로 취득·처분하는 경우에는 규제대상에서 제외된다(동법 제174조 제3항 단서).

## 3. 단기매매차익 반환

자본시장법상 단기매매차익반환 의무자는 주권상장법인의 임원(업무집행관여자 포함), 직무상 미공개정보를 알 수 있는 직원, 주요주주 등이다(동법 제172조 제1항). 자본시장법은 舊증권거래법과 달리 직원의 경우 원칙적으로 규제대상에서 제외하였다. 그러나 모든 직원이 제외되는 것은 아니고 직무상 비공개중요정보를 알 수 있는 직원은 규제대상에 포함된다. 규제대상에서 제외되는 직원에 대하여 대통령령에서는 증권선물위원회가 미공개중요정보를 알 수 있는 자로 인정하는 자로 법인에서 주요사항보고서의 제출사항의 수립·변경·추진·공시, 그밖에 이에 관련된 업무에 종사하고 있는 직원과 그 법인의 재무·회계·기획·연구개발에 관련된 업무에 종사하고 있는 직원으로 하고 있다(동법시행령 제194조). 반면 반환대상증권의 범위는 확대하였다.

#### 4. 장내 파생상품의 불공정거래 특칙

종래 미공개정보이용행위규제는 기업정보를 대상으로 내부자를 중심으로 규제해 왔으나 자본시장법은 장내파생상품과 관련하여 불공정거래규제의 특칙을 규정하고 있다. 이에선 장내파생상품의 대량보유보고제도와 장내파생상품관련 중요정보 이용행위금지가 해당된다. 장내파생상품 대량보유자는 보유일로부터 5일 이내에 보유상황, 대량보유자 및 그 위탁을 받은 금융투자업자에 관한 사항, 해당 장내 파생상품거래의 유형 및 종목, 보유시점과 가격 및 수량 기타 금융위원회가 정하여 고시하는 사항을 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다(동법 제173조의2 제1항;동법시행령 제200조의2 제2항). 아울러 장내파생상품시장에서의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보를 업무와 관련하여 알게 된 자와 그 자로부터 그 정보를 전달받은 자가 그 정보를 누설하거나, 장내파생상품 및 그 기초자산의 매매나 그밖의 거래에 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위도 금지대상이 된다(동법 제173조의2 제2항).

이 경우 규제대상자는 i) 장내파생상품에서의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정책입안·수립 또는 집행하는 자, ii). 장내파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보를 생성·관리하는 자, iii) 장내파생상품의 기초자산의 중개·유통 또는 검사와 관련된 업무에 종사하는 자 등이 된다. 이들이 규정을 위반하여 정보를 누설하거나 장내 파생상품 및 그 기초자산의 매매나 그밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 경우 형사책임이 부과된다(동법 제445조 제22호의2).

#### 5. 시세조종 행위 금지

자본시장법은 舊증권거래법과 같이 가장·통정매매등 위장거래에 의한 시세조종(동법 제176조 제1항), 현실거래에 의한 시세조종(동법 동조 제2항 제1호), 표시에 의한 시세조종(동법 동조 제2항 제2호, 제3호), 불법한 시세의 고정이나 안정행위(동법 동조 제3항) 외에 선물과 현물 양방향간 현·선 연계 시세조종을 금지하고, 파생결합증권과 기초자산인 증권간 양방향 연계시세조종 금지 규정도 신설하여 갈수록 복잡하고 다양해지는 시세조종행위를 규제범위에 포섭시키고 있다. 또한 2009년 12월 자본시장법시행령 개정으로 연계불공정거래 대상증권이 추가되었다(동법 제207조 제3호 마목). 현재 시장에서 신주인수권상장이 증가되는 상황을 고려하여 연계불공정거래를 규제할 수 있는 명확한 규정을 두고자 증시에 상장·거래되고 있는 신주인수권증권매매에서 부당한 이익을 얻기 위하여 주권의 시세를 조작하는 경우가 연계불공정거래대상에 추가되었다.<sup>13)</sup>

#### 6. 부정거래행위 금지

13) 금융위원회 보도자료, 자본시장법시행령 개정안 차관회의 통과 (2009. 12.10).

또한, 자본시장법은 舊증권거래법상의 제188조의 제4항의 규정이 포괄적 사기금지규정으로서 역할을 하지 못한다는 지적을 수용하여 동법에서 포괄적인 규제를 시도하여 그 일환으로서 “누구든지 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 금지하는 규정(제194조 제1항 제1호)”을 두었다. 이러한 규정에 의해 포괄적으로 사기적 행위는 물론, 사기가 아니라도 부정거래행위를 규율할 수 있도록 하고 있다.

이와 함께 다음의 행위들도 금지되는 부정거래행위로 열거하여 규제대상으로 하고 있는데, 이에는 i)중요한 사항에 대하여 허위의 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시가 누락된 문서 그밖의 표시를 사용하여 금전 그밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위(동조 동항 제2호), ii)금융투자상품의 매매 그밖의 거래를 유인할 목적으로 허위의 시세를 이용하는 행위 iii)금융투자상품의 매매 그밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍설의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 하는 행위(동조 제2항) 등이 해당된다. 이외 증권외의 경우 모집·사모·매출도 포함한다고 규정함으로써 발행시장도 명시적으로 적용범위에 포함시키고 있다. 특히 위계 등에 의한 부정거래행위는 금융투자상품의 매매, 그밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 이루어진 경우에 한하여 금지대상이 되는 것으로 하고 있어 동조 제1항의 부정행위와는 차이가 있다.

그런데 동 규정과 관련하여 감독과 규제면에서 제178조 제1항 제1호의 외연을 어떻게 확정할 것인가 하는 것이 학계와 실무상 가장 문제로 제기되고 있다. 우선적으로는 자본시장법에 불공정거래행위로 개별 규정에 의해 구체화된 미공개중요정보이용행위 금지행위, 시세조종행위 이외에도 이와 유사한 행위들이 포괄적으로 포섭될 수 있을 것으로 보인다.<sup>14)</sup> 또한 개별 금지규정에 해당하는 경우라도 부정행위 금지규정을 적용하는 것도 가능하다고 본다. 최근 플래닛82사건(서울중앙지방법원 2008고합236판결)<sup>15)</sup>에서 비록 舊증권거래법상의 사건이기는 하나 정보가 완전 허위가 아닌 이상 사기적 부정거래와 미공개중요정보이용행위의 양립이 가능하다는 판시를 한 바 있는 점에서 자본시장법하에서도 달리 해석할 것은 아니기 때문이다.

그러나 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위에 관하여 이를 사전에 정의하여 규정하는 것은 바람직하지 않아 보인다.<sup>16)</sup> 또한 이들 의미를 명확히 구별하여 적용할 필요는 없다고 본다.<sup>17)</sup> 법문을 갖고 판단하기 보다는 감독당국과 법원의 운용 및 해석에 의해 구체적인 적용사례들이 축적됨으로써 귀납적으로 동조에 의해 처벌되는

14) 미공개중요정보이용행위 금지규정밖에 있는 행위유형까지 제178조 제1항 제1호로 규율하거나 동조 제2항의 위계로 규율하는 것은 죄형법정주의상 문제가 있다는 지적으로는 조인호, 전개논문, 231면 참조.

15) 이 사건은 피합병회사의 신소재 사업예상실적을 부풀려 합병비율을 산정하는 등 허위공시 및 허위사실유포 혐의가 인정되 사기적 부정거래로 의율하면서 이와 관련한 합병정보 이용행위를 미공개중요정보이용행위로 조치할 수 있음을 보여주고 있다. 플래닛82사건에 대한 자세한 분석으로는 노태약, 전개논문, 참조.

16) 예컨대 기교의 경우 미국의 SEC Rule 10b-5의 artifice에 해당하는 용어로 자본시장에서 이미 확립된 기교를 말한다는 견해가 있다. 최승재, 전개논문, 26면. 그러나 이렇게 제한되어 볼 필요는 없을 것으로 보인다.

17) 임계연, 『자본시장법』, 박영사, 825면. ; 같은 취지로 김건식·정순섭, 전개서, 377면. 동조는 정보생산자나 정보생산자의 대리인 또는 제2차 저수령자 이후의 미공개중요정보 이용자의 행위, 그리고 자본시장법상의 영업행위 규제 위반행위에 대해서도 적용이 가능하다고 보고 있다.

유형들이 도출될 수 있을 것으로 보인다.<sup>18)</sup> 입법취지가 자본시장의 신뢰를 해치는 다양한 불공정거래행위들을 포섭할 수 있는 입법적 도구로 신설된 점을 감안하여 해석과 운용이 이루어질 필요가 있기 때문이다.

또한 동법 동조 제2항의 위계와의 구분과 관련해서 제178조 제1항 제2호와의 관계는 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 부정한 계획, 기교, 수단이라고 규정한 것은 사기와 위계의 범죄와 단절시키기 위한 것으로 이해할 수 있다.<sup>19)</sup> 때문에 舊증권거래법과 달리 동법 제178조 제1항 제1호의 부정거래행위 금지규정의 신설로 위계규정의 중요성은 상당히 감소되었다는 예상도 가능하다.<sup>20)</sup>

한편, 불공정거래행위들은 빈번히 미공개정보이용행위 내지 시세조종행위이면서 부정거래행위에 해당하기도 한다. 이와 관련하여 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 나타내는 행위”를 금지하는 자본시장법 제178조 제1항 1호와 그 외 다른 규정간의 상호간의 관계가 문제된다. 그러나 어느 경우이든 법정형은 동일하고, 제178조 제1항 제1호의 의미는 일반적·포괄적인 규정으로서 불공정거래에 관한 여타규정의 적용이 곤란한 경우에도 적용할 수 있다는 이점이 있다.<sup>21)</sup> 또한 비록 포괄일죄가 성립될 것이기는 하나<sup>22)</sup> 상상적 경합의 경우 보다 행위의 비난가능성 내지 악질성이 추단되는 측면이 있어 감독 및 집행실무상 우선하여 처리를 촉구하는 기능도 기대할 수 있다. 예컨대, 미공개중요정보이용행위의 위반이 인정되면서 부정행위가 인정되는 경우 특히 위반자의 거래규모가 대량이거나 이득획득 내지 회피한 손실이 거액인 경우, 사전에 공모한 혐의가 있는 경우 등에는 부정행위도 함께 인정하여 양형에 영향을 미칠 수 있게 하는 것이 바람직하다. 이러한 점 또한 자본시장법에서 일반 부정행위금지규정을 정비한 의의중의 하나로 생각해볼 수 있다. 이러한 점에서 독립적 적용도 가능하다고 본다.

## 7. 공매도 규제

자본시장법은 공매도에 대하여 “소유하지 아니한 상장증권의 매도 및 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도”로 정의하고(동법 제180조 제1항), 공매도 규제의 적용대상을 “누구든지”로 규정, 모든 자로 확대함으로써 일반위탁자도 법률상 규제대상에 포함시키고 있고, 그 위반에 대해 과태료를 부과하고 있다(동법 제494조 제1항 제39호). 종래와 달리 공매도제대상이 확대되면서 실무상 예외로 인정되는 경우에 대한 실무상의 수요도 커짐을 고려하여 공매도의 예외사유도 규정하고 있다.<sup>23)</sup>

18) 예컨대 일본의 범원예들을 분석해보면, 野村證券의 손실보전사전에 대해 동경지방재판소는 제157조 1호의 적용을 부정한 바 있는데, 논거를 검토해 보면 증권시장의 가격형성기능에 영향을 미치는 것인가 하는 것, 거래상대방의 이익을 해하는 것인가 등의 관점에서 접근하고 있어 이들 요소들이 제157조 제1호의 외연을 정하는데 있어 하나의 요소가 될 수 있을 것이라는 지적이 있다. 日本證券經濟研究所 金融商品取引法研究会, 不公正取引について—村上ファンド事件を中心に, 22면. 참조.

19) 최승재, 전계논문, 21면.

20) 임재연, 전계서, 833면.

21) 임재연, 전계서, 816면.

22) 대법원 2005. 11.10, 선고, 2004도1164판결

23) 자세한 내용은 김건식·정순섭, 전계서, 382면 참조.

### III. 기업의 재무활동과 관련한 불공정거래행위 태양 및 발생 실태

이하에서는 증권시장에서 기업의 재무활동과 관련한 불공정거래 발생 가능성과 불공정거래에 이용되는 재무활동 유형 및 이용실태 등을 개관해 본다.

#### 1. 기업의 재무활동과 관련한 불공정거래행위 발생 태양

기업의 경영자 내지 주요주주는 기업의 경영 및 재무활동을 이용하거나 관련하여 증권시장에서 불공정거래를 할 유인이 적지 않다. 대표적으로 미공개정보이용행위가 그것이다. 내부자들의 경우 기업의 중요한 경영관련 의사결정을 좌지우지하거나 의사결정프로세스에 접근이 용이함으로써 그 정보를 이용하여 사익을 추구할 유인이 크기 때문이다.

불공정거래행위유형의 하나인 시세조종행위 역시 기업의 재무활동을 성공적으로 완수하기 위하여 혹은 경영자 및 사주 등의 이익을 위하여 행해질 유인이 적지 않다. 예컨대, 유상증자 내지 전환사채 발행 등의 자금조달을 성공시키기 위해 혹은 담보로 맡긴 주식의 가치 하락을 막기 위해 고가주문을 통해 주가상승을 유도하거나 유상증자 내지 전환사채 발행, 사채조달 및 상환등, 합병가액 조정, 상장폐지 회피 등의 목적으로 차명계좌 명의로 시세상승을 유도하는 행위들을 하는 경우는 빈번히 발견된다.

크게 기업의 재무활동과 관련한 시세조종행위 발생가능성은 다음과 같이 세 가지로 유형으로 구분할 수 있다. i)첫째, 기업의 재무적 목적 달성을 위하여 재무적 수단들을 시세조종에 이용하는 경우(예컨대 유상증자 혹은 전환사채발행의 성공을 위해 자기주식 취득을 이용하는 경우), ii)둘째, 기업의 재무활동을 위해 불공정거래행위를 하는 경우(예컨대, 자금조달의 성공을 위해 고가주문을 통해 주가상승을 유도하는 시세조종행위를 하는 경우 또는 자금조달(유상증자 내지 전환사채 발행, 사채조달 및 상환 등), 합병가액 조정, 상장폐지 회피 등의 목적으로 차명계좌 명의로 시세상승을 유도하는 행위) iii)셋째, 기업의 재무적 조치를 통해 주가를 변동시키는 행위(예컨대 스톡옵션을 다량 보유한 경영자가 사익을 위해 주가에 긍정적인 재무적 조치를 하는 경우). 이러한 iii)의 유형은 순수하게 재무적 조치를 이용하는 것으로 실무에서 인식하고 있는 점에서 시세조종과 수단과 동기면에서 차이가 있다. 때문에 실무상 시세조종으로 보기 어려운 측면이 있다. 세부적으로 이들 유형에 속하는 행위들은 다시 유형화가 가능한데, 그중 하나는 재무적 조치를 공시하는 행위이다. 또 다른 유형은 직접 공시하지 않고 배당결정이나 주식분할, 자기주식 취득 등 간접적으로 미래 사업의 전망을 긍정적으로 보는 정보를 재무적 조치를 통해 시장에 전달("signaling")하는 방법을 이용하는 것이다. 후자의 정보전달방법인 "signaling"이란 경영자가 정보를 간접적으로 전달하는 수단으로 고비용의 조치를 이용하여 상대방에게 정보의 신뢰성을 높이면서 정보를 전달

하는 것을 지칭하는데<sup>24)</sup>, 이에 는 대표적으로 배당정책과 자기주식 취득, 주식분할<sup>25)</sup> 등의 재무조치들이 이용된다<sup>26)</sup>. 그밖의 세 번째 유형으로 "주가관리<sup>27)</sup>"라는 명목으로 행해지는 재무적 조치들을 들 수 있다. 그런데 실제 시세조종행위와 signaling, 주가관리의 구분은 사실 쉽지 않다. 때문에 이들간의 구분은 규제차원은 물론 기업의 운용 및 법규 준수 측면에서도 중요하다.

통상 signaling은 경영판단원칙의 규율대상이 되어 회사법상의 이슈일 뿐 증권규제 특히 불공정거래규제대상으로 보지 않는 경향이 있다.<sup>28)</sup> 그러나 실제에서는 종종 이들 행위들의 구분은 쉽지 않다.<sup>29)</sup> 금융감독기관의 불공정거래감시기능에 의해 적발되는 이상거래 조짐이 보이거나 불공정거래행위와 결합되는 경우 그리고 불공정거래혐의가 포착될 경우 감독당국의 조사 및 검찰의 수사로 이어질 것으로 보인다. 요컨대 자본시장법상의 불공정거래행위 구성요건을 충족하는 것이 전제가 될 것이다.

## 2. 불공정거래행위와 주가변동 그리고 규제

### (1) 주가 상승행위

경영자에게 있어 주주와 회사의 이익을 높이는 것이 의무라 할 수 있다. 주가상승은 주주에게 유리할 뿐 아니라 경영자의 경영성과에 만족하게 하는 효과가 있다. 경영자 역시 스톡옵션 등 주식연계보보수를 받은 경우이든 상관없이 주가가 상승한 경우 경영성과의 인정으로 명망이 높아짐으로써 연임에 성공하거나 재취업면에서 유리하다. 이처럼 주가 상승의 경우 이득을 보기 때문에 경영자로서는 시장에 긍정적인 정보를 제공할 인센티브가 늘 존재한다. 재무적 의사결정 및 이의 공시나 IR활동, signaling은 종종 이러한 목적으로 사용된다.

그런데 재무적 의사결정 및 이의 공시나 IR활동, signaling을 이용하여 경영자가 기업의 경영 내지 재무관련 의사결정을 이용하거나 관련하여 주가를 상승시키고자 하는

24) Robert M. Lawless, Stephen P. Ferris, and Bryan Bacon, Th Influence of Legal Liability on Corporate Financial Signaling, 23 J. Corp. L. 209(1998), at. 214.

25) 주식분할의 경우 주식수를 증가시켜 주가를 하락시킨다. 그러한 하락은 유동성을 증대시키며, 그로 인해 가치를 높일 수 있다. 이러한 주식분할은 향후 이익증대를 기대하며 주식분할이 되지 않을 경우 주가가 높아 유동성이 떨어짐을 우려하고 그로 인한 가치저평가를 의식하여 사전에 주식분할을 통해 유동성을 높이려는 의도에서 행해진다. 즉 이러한 주식분할은 경영자가 장차 기업의 수익에 긍정적인 기대를 한다는 signal이 된다.

26) 경제학자들은 배당은 회사 밖으로 자금을 유출하는 행위이므로 모든 조건이 같다면 배당을 발표하는 순간 주가는 적어도 배당분 만큼 하락하여야한다고 주장한다. 그러나 실제 결과는 다른데, 배당의 선언은 주가에 비정상이익을 가져오는데, 이로 인해 배당은 중요한 정보가 됨을 의미한다. Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate FinanceI, and Takeovers*, 76 Am. Econ. Rev. 323 (1986). ; Paul Asquith & David W. Mullins, Jr., *Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*, 15 Fin. Mgmt. 25 (1986).

27) 주가관리에 대한 정확한 개념정의는 없다. 다만 실무에서 주가관리라는 명목으로 빈번히 행해지고 있다. 주가관리의 불공정거래이용가능성에 대해서는 이용고·정성창, *상장회사의 주가관리 실태와 불공정거래*, 증권학회 참조.

28) Robert M. Lawless, Stephen P. Ferris, and Bryan Bacon, Id, at. 229.

29) 대표적으로 자기주식취득이 유상증자 혹은 전환사채 발행과 관련하여 시세조종에 이용되는 경우

경우 이러한 행위는 불공정거래행위가 될 가능성이 없지 않다.<sup>30)</sup> 물론 증권규제법상의 불공정거래행위 요건을 충족하여야 할 것이므로 이들 수단들이 구성요건을 충족하는 지 여부는 별도의 검토를 요한다. 이하 빈번히 이용되는 불공정거래행위 실태에서 보여지듯이 테마성 사업의 허위공시를 통해 주가를 상승시키는 경우 구증권거래법상의 사기적 부정거래행위로 처벌된 사례가 있어 공시나 IR이 불공정거래행위들에 빈번히 이용되고 있음을 쉽게 보여준다. 반면, 기업의 재무활동을 위해 불공정거래행위를 하는 경우(예컨대, 자금조달의 성공을 위해 고가주문을 통해 주가상승을 유도하는 시세조종 행위를 하는 경우 또는 자금조달(유상증자 내지 전환사채 발행, 사채조달 및 상환 등), 합병가액 조정, 상장폐지 회피 등의 목적으로 차명계좌 명의로 시세상승을 유도하는 행위)는 명백히 불공정거래행위(시세조종행위 내지 경우에 따라 부정행위 가능)규제 대상에 포섭된다.

## (2) 주가 하락행위

경영자는 주주와 회사의 이익을 높이는 것이 의무라 할 수 있다. 그러나 실제 경영자들이 회사의 주가를 하락시킬 유인이 없는 것은 아니다.<sup>31)</sup> 경영자들이 주가를 하락시킬 경우 본인의 커리어에 문제를 일으키고 법적으로 주주와 회사의 이익을 추구하는 것이 요구된다고 해서 실제 회사 주가를 하락시킬 인센티브가 없는 것은 아니기 때문이다.<sup>32)</sup> 장외파생상품거래를 한 경우 내지 공매도시 이러한 유인이 발생한다. 입법적으로 내부자의 공매도를 규제하는 이유도 이러한 점에서 이해할 수 있다.

## 3. 불공정거래와 관련된 기업의 재무활동 유형

주가에 직·간접적으로 영향을 주는 것으로 알려진 기업의 재무활동으로 대표적으로 유·무상증자, 신주인수권부사채·전환사채 발행, 자기주식 취득·매각, 합병, 감자, IR 활동, 기업공시 등을 들 수 있다. 많은 경우 이들 재무적 조치의 성공적인 실현을 위해 직접 시세조종행위를 하는 경우들이 금융감독기관과 검찰에 의해 빈번히 적발되는 유형이 되기는 하나 재무적 조치를 직접 사용하여(예컨대 자기주식취득으로 주가상승 시도) 시세조종을 시도하는 것도 불가능하지는 않다.

## 4. 기업의 재무활동 관련 불공정거래행위 발생 실태<sup>33)</sup>

30) Comment, Market Manipulation and the Securities Exchange Act, 46 Yale L. J. 624, at 626-7(1937)  
 31) 비록 경영자는 아니나 회사인수과정에서 신주발행가격을 낮추기 위하여 기존 주주로부터 장내에서 주식을 매도하게하고 차액을 보전하기로 약속하는 등으로 주가하락을 위해 시세조종을 시도한 사례가 있다. 이에 관해서는 서울중앙지법 2009. 1.22선고, 2008고합569판결 참조.  
 32) Levmore, In Defense of the Regulation of Insider Trading, 11 Harv. J.L. & Pub. POL'Y 101, 104-5 (1988)  
 33) 다양한 자료에서 참조한 것이나, 특히 금융감독원, 2009 상반기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2009. 7.28 보도자료. ; 금융감독원, 자본시장 불공정거래 판례 분석, (2009)을 참고하였다.

기업의 재무활동은 대체로 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미치며, 증권시장의 증권가격에 영향을 미칠 가능성이 크다. 이러한 기업의 재무활동을 이용한 내지 관련한 불공정거래행위중 미공개정보이용행위는 현행 자본시장법상 기업 관계자(자본시장법상의 내부자, 준내부자를 지칭)외에는 규제대상에서 제외된다. 단, 자본시장법상 미공개중요정보이용행위가 외부자에 의해 행해지는 경우 외부정보이용행위규제대상자로 규정된 경우 및 내부자(준내부자 포함)로부터 정보를 수령한 자에 한해 규제대상이 된다. 한편, 미공개 중요정보이용행위는 그 정보가 호재든 악재든 불공정거래에 이용되는 경향이 있다. 따라서 정보가 미공개인 중요한 경우인 한 규제대상이 되며, 다만 정보가 공개되기 전 이용되어야 하는데 정보공개 여부에 대해서는 법률에서 규정하고 있는 요건을 충족했는지 여부에 좌우된다. 한편, 시세조종과 부정거래행위의 경우 기업 관계자 여부를 구분하지 않는다. 그러나 실제 시세조종이 기업의 대표이사나 사주에 의해 주도적으로 행해지거나 지시되는 경우가 적지 않다. 반면, 부정행위의 경우 외관상 기업의 재무활동과 관련되면서 내부자거래와 시세조종, 공시 위반 등과 함께 종합적으로 이용되는 경우가 많다.

이하에서는 빈번히 기업 관계자에 의해 회사의 재무활동과 관련하여 행해지는 불공정거래행위 유형중 대표적인 유형들을 개관해 본다.

### (1) 내부자의 미공개정보이용행위 유형<sup>34)</sup>과 이용실태

이하 정보의 악재, 호재 여부에 따라 구분하여 개관해 본다.

#### <재무활동에 따른 악재성 정보 이용행위<sup>35)</sup>>

【사례1】 상반기에 1차 유동성 위기 해소를 위해 실시된 1조원 상당의 자본확충이

34) 1999년 25건에서 2010년 31건으로 증가.

35) 재무활동과 간접적으로 관련된 정보를 이용한 미공개정보이용행위로는 다음과 같은 것들이 있다.

【사례1】 상장회사 대표이사가 ‘자본잠식률 50%이상’ 정보를 이용하여 자신이 보유 중이던 주식을 정보공개 전 매도하여 손실을 회피

【사례2】 상장법인 임원이 영업실적 악화 관련 미공개정보를 이용하여 손실을 회피

상장법인의 부사장이 “당기순손익 30%이상 감소”관련 미공개정보를 직무상 지득하고 동정보가 공개전 차명계좌에서 보유하던 주식을 매도하여 손실을 회피

【사례3】 상장회사(N사)의 최대주주가 외부감사 과정에서 중대한 분석사실이 적발되자 이를 재무제표에 수정·반영할 경우 당기순이익이 적자로 전환되고 감사의견도 ‘의견거절’이 될 것이라는 정보를 지득하고 정보공개 전 보유주식을 매도하여 손실을 회피

【사례4】 횡령·배임정보 등 상장폐지 관련정보를 내부자가 사전에 인지하고 정보공개전 보유주식 매도를 통해 손실회피

【사례5】 워크아웃 개시 결정 공개 전에 관계회사 등 내부자가 사전에 동 정보를 지득하고, 보유주식을 매도하여 손실을 회피

끝났음에도 불구하고 채무구조의 악화 등으로 추가 자기자본 확충을 위해 수천억원 이상의 유상증자가 이루어져야 하는 상황이라는 정보를 이용하여 내부자가 손실회피(대판 2008. 11.27선고, 2008도6219판결)

**【사례2】** 이사회가 신규 사업진출을 위한 자금조달목적으로 100억 규모의 무보증 전환사채를 발행하기로 결의하자 위 정보가 알려질 경우 주가하락을 염려하여 공시 후 불과 10여분이 경과하자 대표이사가 자기보유주식을 매각하여 손실을 회피(서울고등법원 2008. 5. 1선고, 2008노334판결)

**【사례3】** 계열회사의 수익성 악화로 인해 동사 지분 100% 인수계획을 포기하기로 회사가 결정하여 계열회사가 사실상 파산에 이르게 되자 임원은 그 정보공개전 회사 주식을 매각하여 손실을 회피(서울지방법원 2003. 5.14선고, 2003노1891판결)

**【사례4】** A사의 대표이사인 甲은 B사의 경영권 양수를 추진하던 중 경영권양도에 관한 B사 주주총회 결의 정족수를 충족시키기 위하여 A사 계산으로 B사의 주식을 매수하였고, B사와 제3자 배정 액면미달 발행방식으로 유상증자한 다음 B사의 경영상황을 개선하고, A사의 경영권인수를 위하여 차등 무상감자를 실시하기로 하는 내용의 신주인수계약을 B사와 체결한 다음, B사가 이사회를 열어 감자계획을 확정하고 공시하기 전, 甲은 감자결정공시 이전에 A사 소유 주식 전부를 매도하여 손실 회피(대법원 2007. 7.26선고, 2007도4716판결)

**【사례5】** 대표이사의 자사 감자정보를 이용한 주식매각(서울고등법원 2007. 7.5 선고, 2007노782판결)<sup>36)</sup>

**<내부자의 재무활동에 따른 호제성 정보 이용행위>**

**【사례1】 유상증자 정보 이용**

대표이사와 상무는 모집금액 104억 상당의 제3자 배정 유상증자를 실시하기로 공시한 후 유상증자를 실시하였는데, 향후 재무건전성의 호전이 예상되는 자사 유상증자계획에 관한 중요정보를 이용하여 공시 전 12일간 10억원을 마련하여 차명계좌로 회사 주식을 매수한 후 공시 후 주가가 급등하자 주식전량을 매도(서울고등법원 2005. 6.30 선고, 2005노566판결)

**【사례2】 대규모 수출계약 및 유상증자 정보 이용**

A사의 대표이사 및 대주주인 甲은 소유한 A주식을 매도하여 당시 예정된 A사의 유상증자 대금을 마련하려고 하였으나 A사가 화의가 진행되어 증권시장에서 거래가 원

36) 이의 대표이사의 감자정보 이용한 주식매각사례로 서울중앙지방법원 2006. 7.14선고, 2006고합535판결.

활하지 않자 장외에서 매도하여 유상증자 대금을 마련하고자 乙에게 대규모수출계약 진전이라는 사실과 곧 실시할 유상증자에 외국회사가 지분을 인수, 참여하기로 예정되었다는 정보를 알려주고 주식을 매도한 사례(수원지방법원 2005.1.14선고, 2004고단 2946판결)

**【사례3】 무상증자 정보를 이용한 주식매수 및 매각**

A사 경영기획팀장 甲은 300% 무상증자가 확정적으로 됨에 따라 자사주식을 매수하고, 무상증자에 관한 이사회결의 공시일 전에 일부 매도하고 나머지전량은 공시일 및 그 다음날 집중 매도(대법원 2005. 4.29선고, 2005도1835판결)<sup>37)</sup>

**【사례4】 타법인 인수정보**

A사는 B사에 지분인수의향서를 제출한 후 구체적인 매각조건 등에 대해 협상하고 사실상 최종인수자로 확정되기에 이르자 이러한 협상에 참여한 A사 관리이사 甲이 동 정보를 지인에게 전달하여 이용하게 한 사례(대법원 2005. 9.9선고, 2005도4653판결)

**【사례5】 합병정보**

(5-1) A사의 합병협상과정에 참여한 甲은 B사가 C사의 경영권을 인수한 후 A사와 C사를 합병시킬 것이라는 정보를 지득하고 공시되기 전 차명계좌로 매수하였다가 전량 매도(수원지방법원 2007.12.26선고, 2007고단4009판결)

(5-2) 甲은 A회사 상무로 A은행과 자회사 B카드 합병실무를 총괄하던 자로 A은행 이사회에서 B카드를 흡수합병하면서 동시에 B카드를 합병전 감자하기로 계획하는 사실이 언론을 통해 발표되어 B카드의 주가가 하락하는 상황에서 A은행 이사회에서 감자없이 B카드사를 합병하는 결의를 하는 것을 알게되자 공시전일 차명계좌를 통해 주식을 매수한 후 매각한 사례(서울고등법원 2007. 6.8선고, 2007노402판결)

(5-3) 甲은 A사 대표이사면서 주요주주로 B사와 주식교환을 통한 합병을 결정하고 C회계법인과 주식교환을 위한 외부평가계약을 체결한 후 이를 공시하기 전에 乙에게 정보를 제공하여 매수하게 한 사례(서울고등법원 2007. 6.7선고, 2007노495판결).

**【사례6】 자기주식 취득정보**

A사 대표이사 甲은 을에게 A사에서 "주가부양을 위해 자사주를 취득"할 것이라는 정보를 제공하고, 같은 해 1달뒤 乙에게 한달 뒤 해외신주인수권부사채를 발행할 것이라는 사실을 알려주어 매매거래에 이용하게 한 사례(대법원 2004.3.26선고, 2003도 7112판결).

**【사례7】 해외전환사채 발행계획**

37) 무상증자정보를 이용한 그밖의 사례로는 대전지방법원 2004. 4.23선고, 2003노3303판결; 창원지법 2003. 8.14선고, 2003고단951판결; 서울중앙지방법원 2008. 12.10선고, 2008노3093판결 등 참고.

甲의 형인 A사 대표이사 乙이 B사 해외전환사채 60억원 가량을 인수하기로 협의하고 B사 대표이사와 포괄계약을 체결하자 공시 전 B사 주식을 매수(서울지방법원 2003.8.26선고, 2003고합94판결)

**(2) 시세조종행위**

이하에서는 주요주주와 경영자 등에 의해 행해지는 시세조종행위에 국한하여 동기를 기준으로 불공정거래이용실태를 개관해 본다.

**【사례1】 전환사채발행가 조작을 위한 시세조종**

甲은 상장회사 A의 대표이사 겸 대주주로, A사의 악화된 자금사정을 타개하기 위하여 유상증자를 계획하였으나 주가가 액면가 이하로 하락하여 유상증자에 차질이 생긴 것은 물론 지속적인 주가하락으로 회사신용도 저하로 자금조달이 어려워져 인위적인 주가관리의 필요성을 절감하던 차 전환사채발행가 조작을 위해 회사운영자금을 인출하여 차명계좌를 통해 통정매매거래, 가장매매, 시종가 관여 주문, 고가매수주문, 허수주문 등 시세조종주문을 내어 주가를 상승시키고, 판매실적 전무와 판매체제가 전혀 갖추어 있지 않음에도 거래처 관계자들과 기자들을 초청하여 “A사가 국내 최초로 고압다이오드를 개발하여 양산을 개시한다. 서독 지멘스사의 설비 및 기술을 이양받아 일본기술을 능가하고 있어 2000년도에 2억8,500만개, 285억원 상당을 생산한다”는 등 선전하는 것을 비롯해, 기자 등을 상대로 같은 내용을 반복하여 신문에 보도하게 함으로써 허위의 사실을 유포(서울지방법원 2000. 5.12선고, 2000고단2008판결)

**【사례2】 사채발행을 원활히 하기 위한 시세조종**

(2-1) A사 대표이사 겸 최대주주인 甲은 해외 BW 발행을 추진하였으나 주가가 하락하여 당초 계획대로 해외 BW발행추진이 어렵게 되자 사채발행을 원활하게 하기 위하여 A사 주가가격을 인위적으로 올릴 목적으로 A사의 우리사주조합장인 丙에게<sup>38)</sup> A사 주식을 매수할 것을 지시, 丙 이 인사총무팀 사무실에서 자신명의의 증권계좌를 이용하여 고가매수주문, 현재가 고정주문, 종가결정주문, 허위매수주문을 하여 시세를 변동 (대법원 2004.1.27선고, 2003도5915판결).

(2-2) 甲은 A사 대표이사로 해외 채권매매가 어려워 외국인투자자가 해외채권을 매

38) 피고인 甲은 임직원들의 애사심 및 근로의욕을 고취시키기 위하여 우리사주조합을 결성하도록 하고 피고인 丙에게 A사 주식을 매입하여 관리하게 하였던 것일 뿐 매매거래유인목적은 없었다고 주장하였으나 甲이 수시로 주가가 3,000원 이상이 되어야한다는 말을 하면서 주식매수를 독촉한 점, 甲은 주식매수대금을 마련하기 위하여 금융기관에서 A사 임직원들 명의로 대출을 받되 A사가 대출금에 대한 6개월동안의 이자를 부담하고 6개월이 경과한 후에도 주식의 평가금액이 매수금액에 미달할 경우 계속 대출금에 대한 이자를 부담하리라고 하며 대출기간 만료시 주가가 매수금액에 미달할 경우 임직원명의로 매수한 주식을 취득원가에 매수하기로 약정하고 이에 임지구인 249명이 A사의 연대보증하에 은행에서 44억을 대출받아 BW발행을 추진해온 증권사 계좌에 입금하였고, A사 임직원 249명의 주식을 취득금액에 매수한 후 주식시장에서 이를 매도하여 회사자금으로 사용한 점 등에서 甲의 주장을 받아들이지 않았다.

수하는 형식으로 취하되 실제로 A사가 해외채권을 재매입하는 것으로 하고 해외채권 발행 인수계약서 체결 및 이사회결의사항을 공시하는 등 처음부터 유로시장에서 해외채권을 발행하여 외자를 유치한 것처럼 허위 공시한 사례(대법원 2002. 12.10선고, 2002도5407판결)

**【사례3】 전환사채 가격조정(refixing조건)에 의한 지분희석방지목적의 시세조종**

A사의 대표이사인 甲은 해외전환사채의 전환신청이 임박한 상태에서 회사의 주가가 하락국면에 있자 주가가 하락하면 추가조정전환가격(refixing조건)으로 인하여 전환주식수가 대폭 증가하고 이로 인해 甲의 지분율을 유지하기 위한 추가 주식매수에 수십억원이 소요될 것이 예상되자 회사 주가하락을 인위적으로 저지할 것을 마음먹고, 자금을 대어, 추가조작전문가를 물색하여 시세조종주문을 내도록 공모(서울중앙지방법원 2004. 4.16선고, 2004고합261판결).

**【사례4】 합병 반대주주의 주식매수청구권 행사를 최소화하기 위한 시세조종**

甲은 자신이 운영하고 있던 A사와 B사 사이에 주식교환 방법의 합병에 대한 이사회 개최 및 공시가 있었고, 합병을 위한 임시주주총회가 예정되어 있는바, 당시 위 이사회 결의이 후 A사의 주가가 합병을 반대하는 주주들의 주식매수청구권 행사예정가격에 미치지 못하여 다수 주주들의 주식매수청구권 행사가 예정되자, 주식매수청구권행사를 최소화하는 한편, 위 두 회사의 합병시 발생하는 합병신주 물량으로 인해 주가가 하락하는 것을 방지하기 위해 A사 재무담당이사를 통해 소개받은 乙에게 주식매수청구권 행사가격 이상으로 주가가 유지될 수 있게 주가를 부양해 달라고 부탁하여 주가를 시세조종한 사례(서울중앙지방법원 2007. 6.22선고, 2007고합11판결).

**【사례5】 허위사실 유포를 통해 주가 상승시켜 보유주식 매도**

일부 상장사의 임원 등 내부자가 공시·언론 등을 이용하여 직접 시세조종에 가담하고, 주가 급등시 주식을 처분하여 시세차익을 얻고자 한 사례

**【사례6】 테마성 공시·뉴스 등을 이용하여 주가 부양**

수익성이 악화된 상장기업을 중심으로 그중 일부가 원래 사업과 관련이 적은 자원개발 등 테마성 사업을 추진하여 주가를 부양하는 수단으로 테마성 공시, 뉴스를 이용한 사례

**【사례7】 사채자금으로 상장법인 인수 후, 허위공시 등을 통해 주가를 상승시켜 부당이득을 취득**

사채자금으로 상장기업을 인수한 자가 고가에 매도할 목적으로 불공정거래전력자등 4인과 공모하여 자원개발사업을 추진하는 것처럼 허위로 공시하는 등의 방법으로 주가를 상승시켜 부당이득을 취득한 사례

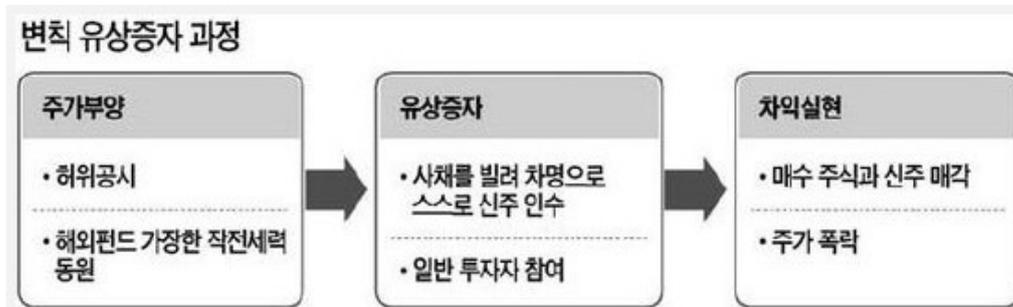
**【사례8】 증자과정에서 대주주등의 시세조종**

상장폐지 사유 탈피 등의 목적으로 대주주와 대표이사등 내부자가 사채업자와 공모하여 제3자배정 유상증자 등 증자과정에서 종가관여/통정성매매 등 시세조종한 사례

**(3) 부정 행위**

**【사례1】 해외펀드 가장한 작전세력 동원 및 변칙유상증자를 통한 차익 실현**

무자본으로 코스닥상장사 4개를 인수하여 운영하며, 법인자금 1,132억원을 페이지컴퍼니에 대한 대여금 형식으로 인출하여 회사인수대금을 지급하는 방법으로 횡령하고, 유상증자를 실시하는 과정에서 차명으로 주식을 인수할 뿐 아니라(지분허위공시) 유상증자의 성공을 가장하고자 (1단계)해외펀드를 가장한 투자자 및 일반투자자를 참여하여 유상증자를 하고, 이외 인위적 장내매수를 통해 주가 부양을 꾀하며, (2단계) 유상증자로 납입된 주금중 일부는 원금보장 및 담보제공을 받은 사채업자에게 제공하고, 일부는 사주의 차명분에 제공하고, 일부만 정상투자에 사용하며, (3단계) 해외펀드를 가장한 세력과 함께 인위적 장내매수를 통해 시세조종을 시도하며, (4단계)주가반등이 접어 장내 매수주식과 유상증자 신주를 동시에 매각하여 부당이득을 실현한 사례(서울중앙지방법원 2010. 10.29선고, 2010고합412판결).<sup>39)</sup>



**【사례2】 유상증자 과정에서 부정한 수단을 이용**

상장회사의 최대주주 겸 대표이사가 증권신고서에 제3자 배정 대상자 및 자금조달

39) 결국 액티투오는 상장폐지되어 투자자들의 많은 피해를 낳았다. 이 사건에서 사주는 징역 7년이 선고되었고, 사채업자1인은 징역 2년 집행유예 3년 및 벌금 10억원 등이 부과되었다. 이 사건에서 사주인 박씨는 액티투오 등 타사 인수대금 지급 및 액티투오와 비상장사 乙, 丙 의 합병을 위하여 유상증자 성공 가장 및 시세조종을 하였으며, 乙과의 합병을 위해 주식매수청구권 금액 감소를 위한 시세조종, 丙 과의 합병을 위한 제3자 배정유상증자시 대주주가 차명으로 참여하는 등 다양한 형태로 시세조종행위를 이용하였다. 검찰은 이 사건에서 최초로 자본시장법상의 “부정한 계획 사용행위”로 기소한 점에서 의의가 크다. 검찰은 공소장에서 유상증자 및 비상장사 합병과 관련하여 사전 계획에 따라 장내 시세조종행위, 허위표시를 통한 부정한 유상증자 및 신주취득행위가 단계적으로 이루어진 사실을 규명하여 2009년 발효된 자본시장법상의 “부정한 계획(동법 제 178조 제1항 제1호)” 규정으로 기소하였다. 또한 사채업자들이 사주의 부정한 계획에 가담, 유상증자 참여를 가장하며 자금을 고리로 대부한 행위도 자본시장법으로 의율, 처벌하고자 한 점에서도 의의가 크다. 이에 관해서는 다음의 기사 참조. 한국경제, 자본시장법 적용... 검은머리 외국인 첫 기소, 2010.4.25자 기사. ;이에 관해 다음의 기사를 참조. 한국경제신문, 주가조작 “기업사냥꾼”에 징역 7년 중형, 2010.11.2.일자 기사.

목적 등을 허위 기재하여 제3자 배정 유상증자를 추진하고 가장납입으로 발행된 주권을 자신의 채무변제에 사용하는 방법으로 부당이득을 취득40)

**【사례3】 전환사채 발행과정에서 부정한 수단을 이용**

상장회사의 대표이사가 감사결정을 하고도 이를 투자자들에게 알리지 않은 채 전환가액이 고정된 전환사채를 발행하고(전환행사가격 재조정을 배제하는 변동 전환사채와 신주인수권부사채 발행) 이를 자신과 자금거래가 있는 지인들에게만 취득하도록 하는 방법으로 부당이득을 제공하게 한 사례41)

**【사례4】 해외자본을 가장한 주가 부양**

벤처투자회사인 KTIC와 한국기술투자 대표 서00은 홍콩계 헤지펀드를 가장한 사채업자에게 원리금 보장(연리 60%)를 보장하고 KTIC와 한국기술투자의 주가부양을 위해 해외펀드 등 다수인의 명의로 고가매수, 종가관리주문 등 시세조종성 주문을 내며, 305억원에 달하는 주식을 장내매수해 주도록 이면약정계약을 체결하여 시세조종을 유도한 사례42).

**【사례5】 舊 증권거래법상의 위계 이용사례**

상장회사 A의 대표이사이자 대주주인 甲은 자본금잠식과 매출부진으로 새로 투자자를 물색하던중 B그룹 회장인 乙 과 甲이 보유한 A사 지분 및 경영권 양도를 위한 협상을 진행중 A사 주식을 乙에게 양도할 경우 A사의 주가가 크게 상승할 것을 확신하고 보유지분(7%) 일부를 은닉한 채 주식양도계약을 체결하여 부당한 이익을 취한 사례43)

40) 위 사건은 단순 공시의무위반이 아니라 공시의무 위반과 횡령등 증자자금의 사용목적이 위법인 점에서 자본시장법 제1항 1호와 2호의 부정거래로 볼 여지가 크다 할 것이다. 또한 자본시장법에서는 부정거래행위 금지규정의 적용범위에 증권의 공모와 사모를 명시적으로 포함함으로써 발행시장 공시에도 적용이 가능함을 명확히 하고 있다.

41) 한국거래소 시장감시위원회, 최근 시장환경 및 불공정거래 움직임 변화에 대응한 시장감시방향, 2009. 12.18자 보도자료.

42) 다음의 신문기사 참조. 조선일보, 주가조작 KTIC홀딩스 전대표 5년형, 2011. 217자 기사. 서울고법 형사12부(재판장 최재형 부장판사)는 17일 특정경제범죄가중처벌법상 횡령 등으로 기소된 서일우 전 KTIC홀딩스 대표에게 원심을 깨고 징역 5년을 선고했다. 재판부는 같은 혐의로 서 전 대표와 함께 기소된 서 전대표의 아버지 서갑수 전 KTIC 회장에게는 징역 3년에 집행유예 5년 선고했다. 이들은 2008년 3월부터 이듬해 8월까지 계열사인 KTIC 등의 회사자금 310여억원을 빼돌린 혐의를 받고 있다. 또 계열사의 주가조작 자금을 마련하기 위해 사채업자 등에게 돈을 빌리는 과정에서 회사 현금자산 등을 담보로 제공, 회사에 540여억원의 손해를 끼친 혐의를 받고 있다. 서 전 대표에 대해서는 외국계 헤지펀드를 사칭한 퍼시픽얼라이언스 에셋매니지먼트 등 이른바 작전세력들과 짜고 주가가격을 조종해 부당이득 35억원을 거둔 혐의도 적용됐다.

43) 그런데 위 사안은 구 증권거래법상 “유가증권의 매매와 관련하여 부당한 이익을 얻기 위하여 위계를 사용한 것”으로 인정된 것이나 자본시장법에서는 위계가 제179조 제2항에 의하면 “누구든지 금융투자상품의 매매, 그밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니된다”고 하고 있어 위계 적용에 있어 매매목적 내지 거래목적, 혹은 시세변동목적요건을 충족해야하므로 자본시장법에서도 위계를 적용할지는 의문이다. 따라서 자본시장법하에서는 제179조 제1항 제1호 적용 대상으로 보인다.

참고: 증권거래법 제188조의4 (시세조종등 불공정거래의 금지)

④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

**【사례6】 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용**

**(6-1) 허위사항을 기재한 사업보고서 제출 및 불확실한 전망을 보도 내지 홍보하여 주가 부양**

甲은 분식결산의 방법으로 작성된 허위의 대차대조표나 손익계산서 등 재무제표에 기초하여 A사의 재무에 관하여 허위의 사항을 기재한 사업보고서 등을 제출하고, 또 회사의 불확실한 사업전망을 마치 그러한 계획이 확정되었거나 곧 공사에 착수할 것처럼 공표하고 그 내용을 신문보도나 회사설명회 등에서의 유인물을 통하여 다시 홍보하여 회사의 주가가 상승하자 甲이 지배하는 주식을 매도하여 상당한 경제적 이득을 얻었을 뿐 만 아니라, 특히 이와 같은 허위사실의 유포 등에 앞서 미리 사모전환사채를 인수하는 방법으로 주식의 매도에 대비하였다가 주식을 매도한 후 이러한 전환사채를 주식으로 전환하여 피고인의 지분율을 유지한 사례(대법원 2001. 1.19선고, 2000도 4444판결).<sup>44)</sup>

**(6-2) 임원·주요주주 소유주식보고서에 차명계좌 누락사실을 중요한 사항을 누락한 허위표시문서 이용행위로 판단**

임원·주요주주 소유주식 보고 내지 대량보유상황보고의 내용은 그 회사주식을 거래하는 수많은 투자자들에게 투자판단에 영향을 미치는 매우 중요한 요소라고 보고 특히 이 사건의 경우 차명주식을 보유하면서 주가가 상승하기 시작하자 차명주식을 매도하면서 거래물량을 조절하고, 매매차익까지 취득하는 수법을 사용하였는데 이는 그 자체로 “타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻기 위한” 범의를 실현시킨 것으로, 만약 투자자들이 차명주식 보유사실과 거래활성화를 위한 매도수법을 알았다면 투자판단에 영향을 받았을 것이라고 판시(대법원 2009. 7.9선고, 2009도 1374판결)<sup>45)</sup>.

**(6-3) 허위공시·보도자료 작성, 발표로 시세 상승**

바이오벤처 비상장기업인 A의 대주주겸 전 대표이사인 甲은 자금난 타개목적으로 코스닥상장사 B 대주주겸 대표이사로 乙로부터 현금출자대신 B사의 상장주식 90만주를 출자받고 그 대가로 개인 소유의 A사 주식을 양도하기로 한 후 甲, 乙 등이 주도하여 허위공시, 허위 보도자료 등을 작성, 배포를 통해 乙주식시세를 상승, 부당이득을 취한 사례.<sup>46)</sup>

2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위  
 44) 위 사안은 구증권거래법상의 판결이나 자본시장법 제179조 제1항 1호, 2호,와 제2항 적용이 다 가능할 것으로 보인다.  
 45) 위 사건은 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호, 제2호, 사기적 부정거래, 제1886조 제6항, 제202조의2 제1항 대량보고 및 소유상황보고의무 위반으로 공소된 것이다.  
 46) 관련기사 매일경제, 큐엔에스, 증권거래법위반... 벌금 10억원, 2008. 9.3자 기사

**(6-4) 허위사실 유포와 허위표시문서를 이용한 사기적 부정거래로 인한 부당이득**

甲은 2007. 2.27~9.13 총 8회에 걸쳐 매일경제신문 등을 통해 (주)H&T가 추진중인 우즈베키스탄 규사광산 진출사업에 관하여 지속적으로 허위 사실을 유포하여 에이치앤티의 주식을 각광받는 소위 '태양광 테마주'로 인식되게 함으로써 종가 기준으로 2007. 2. 27. 1주당 7,760원이던 주가를 2007. 10. 9. 종가기준으로 1주당 81,000원까지 오르게 하여 실질적으로 2,000% 이상 주가를 상승시켰으며, 한편 甲은 허위 표시 문서를 이용하는 방법으로 위 기간 동안 대주주인 자신이 보유 중이던 차명주식을 장내에서 처분하고 있다는 사실을 모르게 하기 위하여 대주주인 본인 소유 차명주식 보유현황이 기재되지 않은 '임원, 주요주주 소유 주식보고서'를 공시되도록 한 뒤 계속하여 차명주식을 매각한 사례(대법원 2009. 7.9선고, 22009도1374판결).

**(6-5) 상장사의 임원등 내부자가 공시·언론 등을 이용하여 직접 시세조종에 가담하고, 주가급등시 주식처분한 사례<sup>47)</sup>**

**(6-6) 대표이사가 허위 사실을 유포하여 주가를 상승시키고 보유 중인 주식을 고가에 매도하여 부당이득을 취득**

타법인 인수과정에서 중요자산이 인수대상에서 제외된다는 사실을 공시내용에서 누락하고, 개발·생산이 되지 않은 제품을 판매한 것처럼 허위 사실을 유포하여 주가를 상승시킨 후, 보유 주식을 매도한 사례<sup>48)</sup>

## IV. 기업의 재무활동 관련 불공정거래 규제상의 과제와 개선방안

### 1. 내부자의 미공개중요정보이용행위 관련 규제상의 과제와 제도적 개선방안

현행 자본시장법상의 미공개중요정보 이용행위금지규정은 여전히 “회사관계자”를 중심으로 규제하고 있어 규제에 한계가 있다는 지적이 끊임없이 제기되고 있다. 정보비대칭 및 시장의 완전성에 기초한 규제의 필요성은 회사관계자에만 초점을 둘 경우 그 효과는 반감되기 때문이다.

그러나 한편으로 회사관계자의 미공개중요정보 이용금지규제만 보더라도 현행 규정이 효과적이고 현실에 부합하여 실효적으로 규제하는지는 여전히 의문이 있다. 무엇보다 기업의 재무활동과 관련하여 경영자 내지 회사관계자에 의해 행해지는 불공정거래 행위의 전형적인 유형이 미공개중요정보인 점에서 내부자의 미공개중요정보이용행위에 대해서는 보다 엄격한 규율체계가 필요하다. 또한, 한편에서는 규제환경변화에 대응한

47) 한국거래소 시장감시위원회, 최근 시장환경 및 불공정거래 움직임 변화에 대응한 시장감시방향, 2009. 12.18자 보도자료.

48) 금융감독원, 2011 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료.

탄력적인 규율도 요구된다. 이러한 점에서 다음과 같이 내부자의 미공개중요정보 이용 행위 규제와 관련해서는 구성요건면에서 규제주체의 직무관련성 요건과 규제대상인 금융투자상품의 범위, 그리고 내부정보의 미공개요건과 금지행위인 정보이용행위요건 등 몇가지 면에서 개선이 요구된다.

### (1) 직무관련성 요건의 불명확성 문제

우선, 불공정거래 감독 및 조사실무에서 “직무 관련성”요건이 빈번히 문제되는데, 이에 관해서는 확립된 이론이나 판례가 없는 편이다. 직무란 당해 자의 직위에 상응한 임무로서 취급되는 모든 직무라고 해석할 수 있다. 이 경우 “직무 수행 자체”에서 알게 된 경우와 “직무와 밀접하게 관련된 경우” 혹은 정보에 접근할 수 있는 지위면 직무관련성 요건을 충족하는 것으로 보는 등 다양하게 해석이 가능하다.

그러나 적어도 미공개중요정보이용행위 금지는 중요정보에 접근할 수 있는 자의 해당 정보에 기초하여 시장의 신뢰를 해치는 것을 방지할 목적에서 규제하는 것이므로 정보에 접근할 수 있는 우월한 지위면 규제정당성이 있다 할 것이다.<sup>49)</sup> 때문에 규제대상자의 직무관련성 요건을 좁게 보는 것은 타당하지 않다. 최근 판결에서 “전자부품연구원 교육연수사업실 실장이라 신기술 개발이나 홍보업무와 무관한 업무에 종사하였고, 주식거래패턴이 종전과 차이가 없고, 정보가 내부전산망에 게시되었는지도 알지 못한 채 주식을 매입하였으므로 직무와 관련하여 취득한 것이 아니라는 피고인의 주장에 대하여 주식 매입당시 사건 관련 정보와 관련한 업무회의가 열렸던 점, 교육연수사업실 실장으로 근무하여 신기술 개발 및 홍보업무에 직접 관여하지 않았다 하더라도 일반투자자에는 접근이 허용되지 아니하는 전자부품연구원 업무회의를 통해서 이 사건 정보를 취득하였으므로 위 정보를 취득함에 있어서 피고인의 직무관련성이 인정되는 점, 그리고 내부자의 거래가 전적으로 내부정보 때문에 이루어졌음이 요구되는 것이 아니라 단지 거래를 하게 된 하나의 요인이기만 하면 정보의 ‘이용’이라는 요건을 충족하는 것으로 해석함이 상당하다”고 판시함으로써 직무관련성요건을 다소 넓게 보는 태도는 타당하다 할 것이다(대법원 2010. 2.5선고, 2009도4622판결).<sup>50)</sup>

### (2) 규제대상 금융투자상품의 범위 협소의 문제

49) 직무관련성과 관련하여 하급심판례로서 다른 직원이 담당하던 업무와 관련한 정보라 하더라도 같은 부서의 같은 사무실내에서 우연히 정보를 얻은 경우(서울지방법원 2002. 1.23선고, 2001고단10894판결), 연구기관의 연구원이 사내전산망을 통해 정보를 얻은 경우(서울중앙지방법원 2008.11.27선고, 2008고합236판결)는 이러한 지위를 중점으로 본 것으로 보인다. 그러한 점에서 다음의 판례는 ‘직무관련성요건’을 엄격히 해석한 것이 아닌가 생각된다. 수원지법 2008. 7.30선고, 2009노1134판결에서는 영업담당상무부가 회사가 신주인수권 증권을 소각목적으로 매입할 것이라는 정보를 지득하고 회사의 주식을 매매한 사례에서 영업담당상무부가 신주인수권증권 소각업무를 담당하지 않았고, 대표이사 등 일부임원의 경우에만 동 정보를 알고 있었다는 이유 등으로 직무관련성을 부인하고 있다. 그런데 법인 내에서 중요정보가 생성되면 다른 부서로 전달될 가능성이 많고, 그 정보는 법인의 정보이므로 최초로 정보를 생성하거나 지득한 부서의 임원만을 내부자로서 직무관련 요건을 갖추었다고 보기 어렵기 때문이다. 적어도 정보전달, 공유 등의 관계를 검토했어야 할 것으로 보인다.

50) 일본의 경우 직무관련성을 다소 엄격히 보는 경향이 있는데, 이는 금지행위가 정보이용에 기초하지 않고 보유요건 즉 정보를 알고 행위하는 것을 금지하는 점에서 설득력이 있다. 이점에서 우리는 구성요건면에서 차이가 있음을 고려할 필요가 있다.

자본시장법은 舊증권거래법과 달리 상장법인이 발행한 증권은 물론 그 법인이외의 자가 그 법인과 관련한 증권을 기초자산으로 하여 발행한 신종증권을 규제대상으로 하여 규제대상 증권의 범위를 확대하고 있는 점에서 의의가 있다.

그러나 내부자가 내부정보를 이용하여 거래하는 대상이 증권 및 그에 기초한 금융투자상품으로 제한되는 점에서 여전히 한계가 있다. 예컨대 법인이 발행한 증권중 대통령령으로 정하는 증권은 제외되어 있고, 자본시장법 제172조 제1항 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품만을 대상으로 하고 있어 그 외의 금융투자상품에 대해서는 규제가 미치지 못하는 문제가 있다. 예컨대 대상증권이 equity인 한 그에 기초한 파생결합증권과 금융투자상품(warrant, put, call, swap)은 가능하지만, equity에 기초하지 않은 장외파생상품은 규제대상에서 제외되기 때문이다. 또한 사채도 규제대상에서 제외하고 있어 채권발행에 관한 미공개정보를 입수한 경우 그에 기초한 신용관련파생상품(대표적으로 credit default swap, CDS)을 거래하는 행위는 규제대상에서 벗어나는 규제 공백이 있다<sup>51)</sup>.

### (3) 내부정보의 공개요건의 현실화 및 내부자 역차별

규제대상인 내부정보는 일반인에게 공개되지 아니한 정보를 말한다. 그런데 일반인에게 공개되지 아니한 정보는 “대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것”을 말한다(자본시장법 제174조 제1항). 이에 따라 대통령령에서는 공개방법에 대해 금융위원회나 거래소에 대한 신고, 신문에의 게재, 방송, 거래소의 공시전달매체를 통한 공개 등으로 한정하고 있다(동법시행령 제201조 제1항). 즉 자본시장법에서 규정한 공개방법 이외의 방법으로 정보공개가 이루어진 경우 정보공개가 있다 하더라도 여전히 미공개정보가 되어 규제대상에 해당된다.

그런데 이러한 공개방법을 시행령에서 정한 방법으로 제한하는 것은 내부자에게 오히려 역차별을 줄 수 있다. 더구나 다양한 방송매체 및 인터넷환경이 보편화된 오늘날 해당 법인의 의사에 의해 전국을 보급지역으로 하는 신문에 게재하는 것을 기본으로 하는 공개방법으로 제한하는 것은 빠른 정보전달속도와 환경에 부합하지 않다.

공개 주체 역시 같은 문제를 야기한다. 공개주체는 당해 법인과 그 법인으로부터 공개권한을 위임받은 자, 그 법인의 자회사와 그 자회사로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다. 판례는 유사내용이 이미 신문에 보도된 경우에도 회사가 직접 공개하거나 그 정보의 공개를 위임하지 않은 경우 내부자거래가 성립될 수 있다(대법원 1995. 6.29선고, 95도467판결; 대법원 2010. 2.25선고 209도4622판결<sup>52)</sup>).

그러나 당해 법인이 공개하기 전 신문에 공개되어 있는 경우라면 투자자들은 이미

51) 이러한 문제를 상세히 소개하고 있는 글로는 김진식·정순섭, 전게서, 326면 각주 47.

52) 원심이 같은 취지에서, 이 사건 정보가 플래넷82의 공정공시를 통하여 일반에 공개되기 전에 신문 등에 나노 이미지센서의 개발이 완료되었다는 취지의 기사들이 게재된 사실은 인정되나, 위 기사들이 플래넷82의 의사에 의해 게재된 것으로 보이지 아니하고 위 각 기사에 시연회 개최에 관한 언급이 전혀 없었던 점 등을 고려하면 이 사건 정보는 미공개정보에 해당한다.

어느 정도 정보에 접근하고 있다고 볼 수 있다. 정보전달매체가 다양해지고 정보전달 속도가 빨라진 오늘날 공개의 주체를 당해 법인의 의사에 한정하는 접근방식은 내부자의 역차별이라는 문제는 물론 정보비대칭이라는 규제목적에도 부합하지 않는다. 이러한 점에서 주지기관과 관련하여 자본시장법에서 금융위원회나 거래소가 설치·운영하는 전자전달매체를 통하여 정보가 공개되는 경우 그 주지기간을 24시간에서 3시간으로 단축하는 등 공개방법의 차이에 따라 주지기간을 차별화하여 정보전달속도를 고려한 입법태도는 정보전달매체와 정보공개주체에도 고려할 필요가 있다고 보여진다.

#### (4) 정보‘이용’요건의 탄력적 운영

미공개중요정보이용이 금지되는 것은 “정보의 이용”이다. 때문에 매매가 금지되는 것이 아니라 정보를 이용하여 매매, 그밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위가 금지되는 것이다. 따라서 정보를 “보유”한 상태에서 매매를 하더라도 정보를 이용하지 않은 경우 내부자거래에 해당하지 않는다.<sup>53)</sup>

실무상 “이용”했다고 하기 위해서 정보보유자의 거래가 전적으로 내부정보 때문에 이루어진 것을 입증할 필요는 없고 단지 내부정보가 거래를 하게 된 하나의 요인이었다는 점을 입증하면 된다<sup>54)</sup>.

그러나 이러한 이용요건은 여하간 내부자가 내부정보를 보유하고 있고, 거래와 내부정보간에 관련성이 있음을 주장, 입증할 부담을 감독당국과 수사기관에게 지운다. 때문에 이용요건을 요구하는 입법방식은 보유를 요건으로 한 입법<sup>55)</sup>에 비해 내부자거래의 효과적인 규율이 기대되지 못한다는 측면에서 개선의 여지가 있다.

또한, 입증이 쉽지 않은 엄격한 “이용요건”의 요구시 시장이 공정하고 완전하다는 투자자의 기대와 신뢰에도 반한다는 문제가 있다. 보유만 할 뿐 정보를 이용하지 않은

53) 반면 일본의 경우 金融商品取引法 제166조 제2항 각호의 미공개 중요사실을 알고 매매 등을 하는 것이 위반행위가 되므로 ‘정보의 이용’을 요건으로 하지 않는다. 안다는 것은 미필적 인식의 경우도 포함한다고 본다. 木目田裕/小林和真呂 「インサイダー取引規制における実務上の諸問題(1)規制の概要と法一六六条の成立要件[中]」, 商事法務 No.1842(2008. 9. 5) 34頁, 노태약, 전계논문, 각주 33. 참조.

54) 김건식·정순섭, 전계서, 327면.; 매매 그 밖의 거래에서 그 정보가 거래 여부, 거래량, 거래가격 등 제반 거래조건의 결정에 중요한 요인으로 작용하여 만일 그러한 정보가 없었더라면 다른 결정을 내렸을 경우에는 이에 해당한다. 임재연, 전계서, 769면.; 예컨대 대법원 2010. 2.5선고, 20094622판결에서 이용요건을 충족한 것으로 보는 이유는 다음과 같다. 즉 “피고인들의 이 사건 주식거래행위가 비록 종전에도 해당 법인의 주식을 거래한 적이 있었다고 하더라도 이 사건 정보의 공시 전후로 한 주식투자의 행태나 방식, 예컨대 종전 해당 법인의 주식을 거래한 적은 있다고 하더라도 한동안 그 법인의 주식을 거래하지 않다가 이 사건 정보의 공시 직전에 집중적으로 매입하고 공시 이후 순차로 매도하거나, 기존에는 여러 종목에 분산투자하는 방식으로 이루어졌으나 이 사건 정보 공시 직전에 다른 종목의 주식들마저 처분하여 집중적으로 해당 법인의 주식을 매수하였고, 주식매수대금의 상당액이 대출이나 현금서비스 등을 통하여 이루어진 것으로 기존의 방식에 비하여 매우 이례적인 것으로 나타나는 점, 기존 투자는 자신의 명의로 하였으나 이 사건 주식거래는 갑자기 차명거래를 이용한 점 등을 근거로 이용하였다”고 판시하였다.

55) 미공개중요정보이용금지규제와 관련하여 이용요건과 보유요건의 논쟁을 분석한 다음의 글을 참조. Karen Schoen, Insider Trading ; The "Possession Versus Use" Debate, 148 U. Pa L. Rev. 239. (1999) 미국에서 이용요건을 채택하였다는 주장들은 판례에서 반복된 use라는 용어 내지 정보에 기초(based on the information)하였다는 표현에 주로 의존하나 이러한 ‘이용’이라는 표현은 판례에서 의미있게 표현한 것이 아니라고 주장하면서 저자는 “보유”요건이 타당하다고 주장하고 있다.

경우라는 이유로 규제대상에서 벗어날 경우 정보비대칭을 이유로 내부자의 증권시장에의 참가를 부정적으로 보는 내부자거래규제 취지에 부합하지 않기 때문이다.<sup>56)</sup>

한편, 이용하지 않음에도 정보의 보유만으로 기소된다는 것은 죄형법정주의 원칙 및 due process면에서 비판이 제기될 수 있다.<sup>57)</sup> 그러나 일본의 경우 정보에 기초하여 규제하는 입법태도를 취하고 있는 점, 미국의 경우 사기로 구성하여 내부자거래를 규제하는 것과 달리 우리법은 내부자거래를 기본적으로 사기법리에 기초하여 규율하고 있지 않은 점<sup>58)</sup>에서 due process를 이유로 엄격한 “이용요건”을 적용하는 것은 타당하지 않다. 다만 다른 나라와 달리 현행법상 내부자거래를 주로 형사처벌에 의존하여 규율하고 있는 점에서 제재수단의 다양화의 부족과 한계라는 제한된 법적 환경을 고려한다면, ‘이용’요건을 기초로 하는 점을 일응 이해하나, 적어도 실무에서는 입증부담을 완화하는 방식으로 처리<sup>59)</sup>하는 것이 바람직하다 할 것이다. <sup>60)</sup>

## 2. 시세조종행위 관련 규제상의 과제와 제도 개선방안

56) 이러한 점을 문제로 지적한 미국의 판결로는 대표적으로 Teicher, 987 F.2d at 121. ; 보유요건을 지지하는 견해로는 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 3505 (3d ed. 1991) 참조.

57) 이러한 문제점을 지적한 글로는 David W. Jolly, Knowing Possession Vs. Actual Use: Due Process and Social Cost in Civil Insider Trading Actions, 8 Geo. Mason L. Rev. 233 (1999),

58) 그러나 미공개정보의 이용을 금지하는 규정의 도입시에는 일반적인 사기금지조항인 증권거래법 제105조 제4항에 규정을 신설한 연혁을 갖고 있다.

59) 실무에서는 전적으로 내부정보 때문에 거래가 이루어진 것을 입증할 필요 없이 단지 내부정보가 거래를 하게 된 하나의 요인이 된 경우 강한 추정력을 인정하고 있다. 미국에서도 이러한 기준을 이용하는 경향이 있는데, 이른바 “Strong Inferenc Rule”이라 불리우는 것으로 이용요건을 취하면서도 SEC의 입증부담을 완화시키는 방법이 판례에서 이용되고 있다. 대표적인 판례로는 SEC v. Adler, 137 F.3d 1325, 1340 (11th Cir. 1998)가 있다.

60) 한편, 정보“이용행위”요건과 관련하여 다음과 같은 경우 내부자거래가 성립할 수 있는지 의문이 있다. 예컨대 상장법인인 甲회사의 대주주인 A가 회사의 채무를 담보하기 위하여 자기 보유주식을 乙은행에 담보로 맡긴 경우 甲의 부도로 乙이 담보주식을 처분하려하자 A는 甲이 머지않아 해외전환사채를 발행할 예정인데 그 경우 회사가 정상화될 것이라고 하면서 담보주식의 처분을 연기해줄 것을 요청하자 乙은 담보주식의 처분을 연기한다고 할 때 甲의 정보이용이 내부자거래규제대상인지가 문제되는데, 이에 대해 미공개정보이용금지대상에서 벗어난다는 견해도 있으나 이러한 해석에는 다소 의문이다. 내부자거래 규제의 전형적인 규제근거는 원칙적으로 거래당사자사이의 정보비대칭 해소에 있다. 때문에 규제대상에서 벗어난다는 견해는 상대거래로 보아 정보비대칭이 없는 관계로 파악한 것으로 보인다. 그러나 상대거래에서 정보대칭을 이유로 미공개정보이용 규제에서 벗어날 경우 담보처분을 하려는 乙은행을 시장에서 거래상대방이 될 투자자에 비해 유리하게 대우하는 것이며, 내부자인 A도 유리한 결과를 가져온다. 처음부터 상대거래밖에 예정되어 있는 경우가 아니라 증권시장에서의 매매가 관련되어 있다면 기본적으로 정보비대칭문제를 발생시키므로 이러한 경우에도 미공개중요정보 이용행위로 규율할 필요가 있다. 상대거래라는 이유로 정보비대칭이 발생하지 않는다는 이유로 제외시킬 경우 자본시장법의 규제목적중의 하나인 시장의 완전성 보호 및 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 저해할 우려가 있기 때문이다. 김건식·정순섭, 전거서, 330면, 다음과 같이 서술하고 있는데, 즉 “A의 행위는 乙의 매매를 연기시킨 것이므로 매매와의 관련성이 인정되는 것처럼 보이나 결론적으로 내부자거래의 성립을 부정하여야한다고 하고 있다. 내부자거래가 존재하기 위해서는 매매거래당사자사이에 정보의 비대칭이 존재해야 하는데, 이 경우 매매거래의 당사자들은 모두 해외자금유치계획을 모른 채 거래에 참여하였기 때문에 정보의 비대칭이 존재하지 않는다”고 이유를 제시하고 있다. ;대법원 2003. 6. 24. 선고 2003도1456 판결도 같은 입장으로 보인다(대법원은 피고인 甲이 한국산업은행으로부터 해외전환사채 300만 달러 상당을 매수할 당시 한국산업은행 측에서도 피고인 乙로부터 삼애실업이 금괴발굴사업을 추진하고 있다는 정보를 전해 들어 알고 있었고, 피고인 甲이 해외전환사채를 주식으로 전환한 뒤 금괴발굴사업이 공시되기 이전에 일반인들에게 주식을 매각한 부분은 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 것으로 볼 수 없다고 한 원심의 무죄 판단을 지지하였다).

시세조종행위는 비단 경영자를 비롯해 회사관계자만에 의해서 행해지는 것은 아니다. 최근에는 회사외부자 심지어 일반투자자(더우기 미성년자도 가담)에 의한 시세조종행위도 빈번히 적발되고 있다. 그런데 경영자가 직접 개입한 자사주식의 시세조종행위는 모럴해저드의 극단을 보여주며, 시장의 투명성 및 이에 대한 투자자의 신뢰를 저해할 소지가 매우 크다. 때문에 경영자가 관련된 시세조종행위의 동거나 실행을 지원하는 각종 수단들을 규제차원에서 저지할 필요가 있다. 대표적으로 차명계좌 이용과 사채업자에 의한 자금지원행위에 대해 보다 적극적으로 조치하는 방안을 모색할 필요가 있다. 그밖에 기업실무상 시세조종행위와 혼동을 가져오는 각종 재무적 조치들을 구분하는 일응의 기준이 제시될 필요가 있다.

### (1) 시세조종행위와 그밖의 주가상승을 가져오는 재무적 조치의 구분

#### 가. 주가관리 v. 시세조종

실무에서 주가관리란 말이 매우 보편화되어 있다. 통상 주가관리방법으로 자기주식 취득 후 주식소각방식이 사용된다.<sup>61)</sup> 이 경우 유통주식수를 줄여 단기간 주가상승이 가능하기 때문이다. 이러한 방식은 주주가치 우대수단으로 긍정적인 평가를 받고 있다.

그런데 실무에서 주가관리와 주가관리라는 명목의 재무적 조치(예컨대 자기주식취득 및 이익소각)를 이용한 시세조종이 결합될 가능성이 없지 않다. 참고로 미국의 경우 증권시장에서 행한 자기주식취득과 관련하여 시세조종이 문제되자 SEC는 2003년 Rule 10b-18을 개정, 시세조종으로 보지 않는 안전항 요건(Safe harbor)을 마련하였다. 동규칙은 발행자 내지 그 관계인이 규칙 10b-18의 요건을 충족하는 한 1934년 증권거래소법상의 9(a)(2) 내지 10b규정의 위반으로 간주하지 않는다고 규정하고 있다. 이에 따라 동 규정에서는 자기주식취득기간, 가격, 매수규모, 중개인의 수 등을 규정하고 있다. 다만 이 규정은 보통주에 한해서만 적용되고 그 외의 증권(우선주, 옵션, )과 주식선물 등에 대해서는 적용되지 않는다. 또한 동 규정은 공개된 시장에서 매수한 경우에만 적용되는 것으로 하고 있다. 그러나 동규정을 준수하였다 하더라도 10b-5의 책임으로부터 자유롭지는 못한데, 자기주식 매수시 미공개중요정보를 보유한 채 증권을 매수하는 경우 10b-5상의 책임으로부터 면책하는 것은 아니기 때문이다. 또한 자기주식취득이 해당 기업의 증권의 증가에 영향을 미치고자 시세조종적인 스킴에 사용된 경우 면책을 주장할 수 없다.<sup>62)</sup>

요컨대 주가관리라는 명목으로 시세조종 내지 미공개중요정보이용등의 불공정거래행위로서의 책임이 면책되는 것은 아님을 알 수 있다. 물론 현행법상으로 시세조종으로 규율하기 위해서는 자본시장법상의 구성요건을 충족해야 하는바, 대표적으로 176조 제

61) 디지털타임즈, 자사주 매입후 주식소각 상장사 주가관리 보편화, 2005. 8.2 자 기사.

62) 자세한 내용은 SEC, Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, (2003. 12.17) ([www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm](http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm)) 참조.

2항의 매매유인목적으로 시세를 변동시키는 매매 또는 위탁에 해당하여야 할 것이나 매매유인 목적을 입증하는 것이 관건이라 할 것이다.

#### 나. signaling v. 시세조종

signaling이란 내부자가 간접적으로 회사의 미래 수익을 대중에게 전달하는 방법으로 사용하는 수단이라고 할 수 있다. 통상 signaling 일환으로 배당정책이나 주식분할 혹은 자기주식 취득 등이 행해지는데, 이는 미래의 수익전망을 긍정적으로 볼 때 간접적으로 이러한 정보를 전달하는 것이다. 그런데 signaling은 주가상승을 주된 목적으로 하지는 않는다. 이러한 점에서 주가의 상승 내지 하락, 변동을 직접 기도하는 시세조종행위와 차이가 있다.

한편, 기업의 정보를 전달하는 역할을 한다는 점에서 일응 유사하지만 공시는 증권규제법상의 공시규제가 따르는 점에서 signaling과는 규제상 차이가 있다.<sup>63)</sup> 기업 재무전략으로 빈번히 기업의 장래 수익전망을 알리는 방법으로 signaling을 이용하지만 이러한 정보전달방식을 시세조종으로 보기는 현행법상 구성요건 미 충족으로 보기 어려울 뿐 아니라 공시의 형식을 취할 경우 규제가 가능한 이상 signaling을 불공정거래행위로 규율하는 것은 적절하지 않을 것으로 보인다. 미국에서 전통적으로 signaling을 회사법적으로 규율하는 것은 바로 이러한 점을 고려한 것으로 보인다.<sup>64)</sup>

### (2) 타인 명의 내지 사채업자의 자금 지원에 대한 처벌 강화

기업경영자에 의한 불공정거래행위는 직접 또는 지시를 통해 타인을 통해 시세조종행위를 하기도 하지만 이러한 행위의 실행에 외부자의 조력이 가해지는 경우가 적지 않다. 그중에서도 타인 명의를 이용하거나 시세조종 자금을 지원하는 사채업자와의 연계<sup>65)</sup>가 빈번하게 나타난다.

우선, 타인명의를 이용하여 금융거래를 하는 것을 넓게 차명계좌라고 불리우는데,<sup>66)</sup> 이러한 차명계좌는 특히 불공정거래행위시 빈번히 이용되는 경향이 있다. 예컨대 자본시장법상 내부자의 미공개중요정보 이용이 규제되고(동법 제174조) 단차반환의무(동법 제172조)가 있는데다 임원·주요주주의 주식등 소유상황보고의무(동법 제173조)과 대량보유보고의무(동법 제147조) 등 이들 규제를 회피하고자 가족이나 친지, 지인들 명의의 계좌를 빌려 거래하는 경우가 빈번히 나타난다. 한편, 시세조종의 경우 다수의 계좌를

63) 자본시장법상의 유통시장 공시 규제가 그것이다.

64) 미국의 경우 배당은 순이익이 있는 한 혹은 파산에 이르지 않는 한 배당규모에 제한을 두지는 않는다. 그러나 과다배당 내지 자기주식 취득으로 순이익이 없음에도 지급하거나 파산에 이를 경우 이사에게 책임을 물을 수 있다. 또한 채권자는 과다배당을 지급받은 주주들로 하여금 회사에 반환하도록 청구할 수 있다. See Model. Bus. Corp. Act. §6.40(c)(1)(1994)

65) 예컨대 대법원 2004. 5.28선고, 20041465판결.

66) 최근 차명거래에 대한 금융규제법적 과제들을 정리한 글로는 김태연, 차명거래에 대한 금융규제법적 대응, BFL 46호, (2011.3), 61면 이하.

통해 대상주식을 저가에 분할 매집하여 시세조종하거나 다수 계좌간 통정매매, 가장매매 등을 이용하는 경우 다수의 차명계좌를 확보하는 것이 필수적이기 때문에 차명계좌는 매우 빈번히 이용된다. 때문에 이러한 행위들은 불공정거래행위를 실행케하는 도구라는 점에서 억지차원에서 엄격히 처벌할 필요가 있다.

우선, 이들이 불공정거래에 이용될 것임을 알면서도 계좌를 제공해주는 경우 불공정거래행위자의 조력자로 처벌될 수 있다. 다만 이 경우는 공모하에 이루어지는 경우, 그리고 각자 역할을 나누어 시세조종에 가담한 혐의가 입증될 경우에만 공범이 된다.<sup>67)</sup> 때문에 차명계좌를 빌려준 것에 불과하다면 혹은 계좌의 용도를 알지 못한 경우에는 시세조종의 가담자로 처벌이 어렵게 된다.

한편, 차명계좌임이 입증된 경우<sup>68)</sup> 이용자에 대해 실무에서는 차명계좌를 불공정거래행위자의 자기계좌를 이용한 것과 동일하게 취급하여 행위 위반 여부 및 부당이득액의 산정에 포함시키고 있다<sup>69)</sup>. 특히 자본시장법상 상장법인의 주식을 5%이상 대량보유하게 된 자는 그 보유상황을, 그 보유상황에 1%이상의 변동이 있는 경우 그 변동상황을 보고하도록 하고 있고, 상장법인의 임원 또는 주요주주도 소유하고 있는 특정증권 등의 보유상황 및 변동상황을 보고하도록 하고 있는데(동법 제445조 제20호, 제147조 제1항, 제446조 제31호, 제173조 제1항, 동법시행령 제142조등), 이는 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 소유하는 경우 보고의무가 발생하는 것으로 하고 있어 차명계좌를 이용한 주식거래과정에서도 동법 위반으로 형사처벌이 가능하다.<sup>70)</sup> 때문에 조사 및 수사실무상 관건은 다수의 차명계좌를 찾아 보고의무 위반 규모 내지 부당이득액 산정에 정확히 반영하는 것인데, 실상 다수의 차명계좌를 적발해 입증하는 것이 쉽지는 않은 실정이다.<sup>71)</sup> 조사인력의 확보 및 전문화가 요구된다 할 것이다.

한편, 사채업자의 경우, 시세조종의 정을 알고 자금을 지원해준 경우라면 조력자로 처벌이 가능하다.<sup>72)</sup> 실제 사채업자들은 주식을 담보로 자금을 지원하는 경우가 많아 시세조종행위자와 동일한 인센티브를 갖는 경우가 많다. 종래 사채업자들이 시세조종자금을 대여하고 시세조종을 원활하게 할 수 있도록 해주면서 담보주식의 시장에서의 매도 여부를 조율하는 경향이 있었고, 사전에 통정하여 담보주식을 매도하고 수도결제 전에 시세조종행위자에게 차액을 지급하는 경우도 없지 않다.<sup>73)</sup> 또 사채업자들이 담보 가치가 떨어질 것을 우려하여 직접 시세조종을 하는 경우도 적지 않다.<sup>74)</sup> 이러한 경

67) 김태연, 전계논문, 71면.

68) 실무상 차명 여부는 계좌 지배여부, 거래패턴 등을 종합적인 방법으로 입증하고 있다.

69) 관례도 시세조종에 사용된 계좌를 통한 거래에서는 손실이 발생하였다 하더라도 다른 계좌에서의 거래로 얻은 이익이 시세조종행위 등이 개입된 거래로 인하여 얻은 이익으로 평가되는 이상 위반행위로 인한 이익에 해당한다고 한다. 서울고등법원 2007. 10.18선고, 2006노230관결 참조.

70) 자세한 것은 김태연, 전계논문, 72면 이하 참조.

71) 실무상 조사시 금융거래 확인을 위하여 포괄적으로 계좌를 조사하기 어렵고, 조사인력의 부족, 조사사건의 신속한 처리 등 한계가 있다.

72) 최근 불공정거래행위 관련 사채업자의 조력해위에 대해 검찰의 적극적인 수사가 주목받고 있다. 파이낸셜, 서울남부자검, 사채업자 뒷돈 캔다, 2011. 4.2자 기사 .

73) 금융감독원, 유가증권 불공정거래 등에 대한 조사결과 조치, 2002. 9. 19. 보도자료.; 금융감독원, 유가증권 불공정거래협의 등에 대한 조사결과조치, 2006. 3.22자 보도자료.

74) 예컨대 유사증자에 참여하여 취득한 주식의 매도차익을 실현하기 위하여 시세조종하는 경우.

우 이들 사채업자들은 주된 행위자로 처벌이 가능할 것이다.

### 3. 부정거래행위 관련 규제상의 과제와 제도적 개선방안

앞서 살펴보았듯이 경영자에 의한 부정거래행위 유형이 갈수록 다양화되고 있다. 그런데 이들 부정거래행위유형을 살펴보면 다수의 자본시장법 위반행위가 포함되어 있는 경우가 빈번하다.

이와 관련하여 우선, 규제상 단순한 공시의무 위반과 부정거래행위와의 구별이 필요한 지가 문제될 수 있다. 부정거래행위는 공시위반이 있는 경우 금융투자상품의 매매 그밖의 거래와 관련하여 중요사항의 거짓 기재 또는 표시를 하거나 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 누락 또는 표시누락, 금전 그밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 의도가 있어야 한다(자본시장법 제178조 제1항 2호).

반면, 단순한 공시위반은 투자자의 투자판단에 직접적으로 영향을 미칠 의도가 있지는 않다고 볼 수 있다. 왜냐하면 공시의무 위반의 경우 금융투자상품의 매매 그밖의 거래와 관련하여 그리고 금전 기타 재산상의 이익을 얻을 의도가 있는 것은 아니기 때문이다. 한편, 두 위반행위간에 제재수위도 다른데, 공시위반의 경우 5년 이하의 징역 또는 2억 이하의 벌금(동법 제444조)인데 반해, 부정거래행위의 경우 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금(동법 제443조)이 부과된다. 이처럼 두 위반행위는 감독실무상 일용 구별을 요한다.

예를 들어보자. 가장납입의 경우 증자이유 및 대금 등에서 허위공시가 이루어지는 경우가 많은데, 이 경우 공시의무 위반으로 취급할지 부정거래행위로 볼 지에 따라 취급이 달라진다. 회사법상 가장납입의 경우 건금의 경우 납입의 효력을 인정하는 이상 그 배경과 의도를 조사하는 것에는 검찰의 수사를 거치지 않는 한 한 행정감독기관의 조사에는 한계가 있다. 때문에 이러한 경계선에 있는 사건의 경우 검찰에의 이첩을 통해 부정거래행위의 신속한 수사가 이루어지게 할 필요가 있다. 75)

### 4. 불공정거래 감독·집행상의 개선방안

#### (1) 사전감시의 강화

##### 가. 공적 규제기관의 조사 및 수사 강화

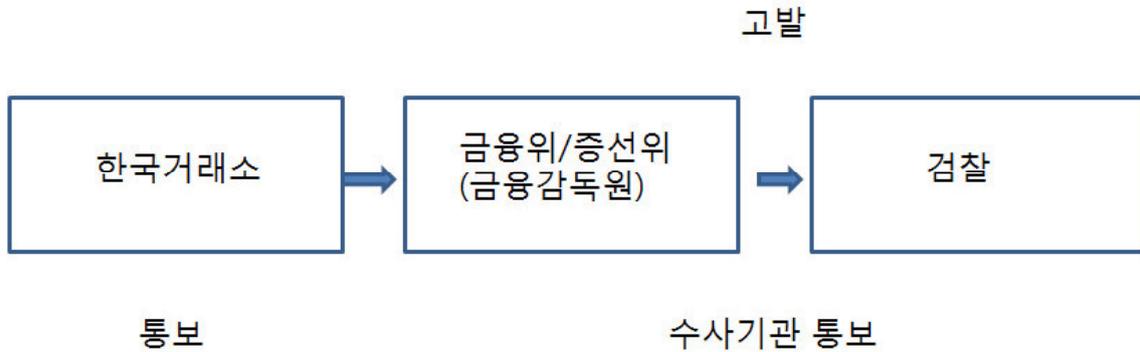
공적 규제기관의 경우 신속한 조사 및 수사기관에의 이첩<sup>76)</sup> 등을 통해 행위자의 추

75) 다만 갈수록 지능화되는 부정거래행위유형들에 대해 금융감독기관의 조사에 한계가 있는 것을 이유로 검찰로의 이첩만이 능사는 아닐 것이다. 일용 중요도 내지 증권시장에 미치는 영향력 등을 기준으로 여부를 구분하여 적어도 중대하고, 신속한 조치가 필요한 사건의 경우 금융감독기관이 억지력을 갖는 조치를 신속히 취할 수 있도록 조치가 강구될 필요가 있다.

76) 검찰은 금융위원회·증권선물위원회(감독원)의 고발 또는 통보에 따라 강제수사권 행사를 통해 국가형벌권을 집행함과 동시에 수사과정에서 불공정거래행위 혐의가 포착되는 경우 금융감독원에 정보를 제공하여 조사를

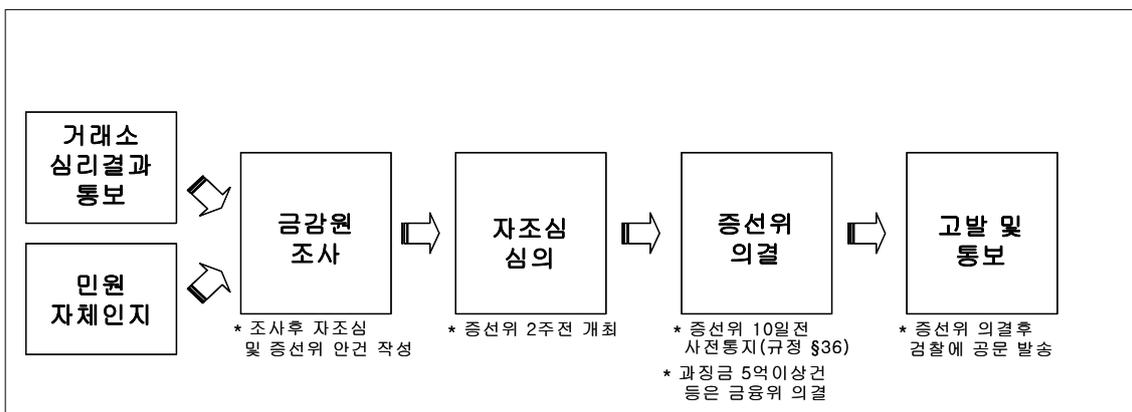
가적인 불공정거래행위 시도를 저지하고, 또한 투자자들의 피해가 커지기 전에 혹은 투자자들의 피해구제가 적시에 이루어지도록 할 필요가 있다.

【그림】 불공정거래 조사 및 조치 흐름도



금융감독원의 조사는 한국거래소의 통보사건이 대다수를 차지하지만 자체 기획조사  
의 경우 금융감독원 내에는 한국거래소의 상시주가감시시스템이 연결되어 있어 이러한  
시스템에 의하여 적발된 종목이나 뉴스, 풍문 등 정보를 기초로 혐의점이 있는 종목  
및 기업을 조사하게 된다. 통상 불공정거래사건은 한국거래소에서 상시감시를 통해  
적발하여 금융위원회·증권선물위원회(금융감독원)에 통보하고, 금융감독원은 위와 같이  
이첩받은 사건 및 자체 적발한 사건을 조사하여 혐의가 인정되면 검찰에 '고발' 내지  
'통보'의 형식으로 이첩하게 된다.

【그림】 불공정거래행위 조사업무 처리절차



요청하기도 한다.

투자자 보호 및 피해 최소화측면에서 이러한 절차는 신속히 이루어질 필요가 있으며 위법행위 억지력면에서 요구된다. 그런데 실제 조사와 수사 등의 절차를 경유하는 경우 적지 않은 시간이 드는 것이 불가피한 반면, 불공정거래행위로 인한 피해는 이미 확대된 경우가 많다.

최근 코스닥시장에 상장한 기업들의 미공개중요정보 이용과 시세조종등 불공정거래행위가 빈번히 적발되는 상황이다.<sup>77)</sup> 2011년 1/4분기 부정거래행위 사건은 14건으로 전체 중 코스닥시장에서 적발된 것인 71.4%이며, 시세조종사건은 9건으로 코스닥시장에서 적발된 사건이 66.7%를 차지하였으며, 미공개중요정보 이용사건은 13건이 적발되었다.<sup>78)</sup>

【표】 2011년 상반기 금감원 부정거래행위 사건 적발현황

(단위 : 건, %)

부정거래행위		'09년	'10년	'10.1/4분기	'11.1/4분기
적발건수		21	21	2	14 (100.0)
시장별	유가증권	9	3	-	4 (28.6)
	코스닥	11	16	-	10 (71.4)
	파생상품	1	2	2	- (-)

\* ( )는 전체 사건에서 차지하는 비중, ELS·ELW 등 파생결합증권 관련 불공정거래는 파생상품시장으로 분류

출처: 금융감독원, 2011년 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료

【표】 2011년 상반기 금감원 시세조종 사건 적발현황

(단위 : 건, %)

시세조종		'09년	'10년	'10.1/4분기	'11.1/4분기
적발건수		45	49	22	9 (100.0)
시장별	유가증권	4	13	5	2 (22.2)
	코스닥	33	32	17	6 (66.7)
	파생상품	8	4	-	1 (11.1)

\* ( )는 전체 사건에서 차지하는 비중, ELS·ELW 등 파생결합증권 관련 불공정거래는 파생상품시장으로 분류

출처: 금융감독원, 2011년 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료

77) 금융감독원이 최근 발표한 2011년 상반기 불공정거래조사현황에 따르면 1/4분기동안 부정거래행위사건 총 14건중 코스닥시장에서 적발된 사건이 전체의 71.4%를 차지하였다. 이에 관해서는 금융감독원, 2011년 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료.;한국금융시장, 자본시장 불공정거래 급증, 투자주의보 발령, 2011. 4.25자 기사,

78)금융감독원, 2011년 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료

【표】 2011년 상반기 미공개정보이용 사건 적발현황

(단위 : 건, %)

미공개정보		'09년	'10년	'10.1/4분기	'11.1/4분기
적발건수		49	53	15	13 (100.0)
시장별	유가증권	16	14	7	- (-)
	코스닥	33	39	8	13 (100.0)

\* ( )는 전체 사건에서 차지하는 비중

출처: 금융감독원, 2011년 1/4분기 자본시장 불공정거래 조사결과, 2011. 4.20 보도발표자료

더구나 극히 일부이기는 하지만 코스닥상장회사의 경우 불공정거래전력자가 경영자로 취임하여 회사자산을 횡령, 배임하는 사례 및 이렇게 손실난 부분을 분식회계로 가장하고, 시세조종 등 불공정거래행위로 사익만을 추구하는 예가 있다. 전력자 내지 혐의자들은 반복되는 불공정거래행위 행태를 보이는 경향이 있어 수사기관과의 협조하에 이들 리스트가 정기적으로 관리될 필요가 있다. 이에 관한 관련 사법·검찰기관간의 MOU가 공식적으로 체결되어 신속하고 유기적으로 행해질 필요가 있다. 따라서 조사기간을 단축하여 수사기관에의 이첩을 신속히 하는 것 외에 위법행위를 조기에 적발하여 추가적인 위법행위 유발가능성을 억지하거나 시장에 경고를 주어 유사사태에 주의하도록 하는 등 억지조치들을 다양하게 도입할 필요가 있다.

나. 자율규제기관의 사전 감시 강화

한편, 한국거래소<sup>79)</sup>는 자본시장(증권·선물시장)의 개설자로서 증권과 선물의 공정한 가격형성과 안정 및 유통의 원활화를 위해 자본시장법에 의거 이상매매 혐의가 있다고 인정되는 종목에 대한 심리와 회원에 대한 감리를 하고 있다(동법 제6조 제6호). 이러한 거래소의 불공정거래규제는 시장참여자들이 시장의 공정성, 투명성을 확보하기 위하여 스스로 행하는 자발적인 규제로써 자율규제로 분류된다.

경영자에 의한 시세조종행위 등 불공정거래행위에 대해 대응하기 위해 이러한 거래소의 자율규제기능을 보다 적극적으로 활용하는 것도 생각해 볼 수 있다. 예컨대, 2009년 이후 코스닥시장에 상장한 기업들의 상장폐지가 눈에 띄게 늘어나고 있는데, 2008년 총 19개사에 비해 124개사로 급속히 증가세를 보이고 있다. 특히 코스닥시장 상장폐지의 강화<sup>80)</sup>로 코스닥시장에 일부 기업들의 횡령, 배임, 분식회계 등 불건전행위가 다수 발생하고 형식적인 상장폐지 기준을 회피하고자 하는 불공정거래행위를 할 유

79) 종전에는 한국증권거래소, 코스닥증권회사, 한국선물거래소에서 별도의 감리업무를 수행하였으나, 2005. 1. 27. 자로 통합되어 한국거래소내 「시장감시위원회」에서 전담하여 심리 및 감리업무를 실시하고 있다. 2007년 자본시장법 제정으로 한국증권선물거래소는 한국거래소로 명칭이 변경되었다.

80) 한국거래소 코스닥시장본부는 2008년 9월 관련 규정을 개정하고 2009년 2월부터 코스닥시장 상장폐지실질심사 제도를 도입 운영하며, 2009년 실질심사를 통한 상장폐지가 증가하는 추세이다.

인이 적지 않은 것으로 연구되었다.<sup>81)</sup> 그런데 이들 상장폐지된 코스닥상장기업의 특징을 보면 취약한 재무구조 외에 불공정거래의 대상이 되거나 연루(횡령, 배임 등)되는 기업이 상당수를 차지한다는 점이다.<sup>82)</sup> 특히 상장폐지기업의 81%(57개사)가 미공개정보 이용등 불공정거래 혐의에 연루된 바 있었으며, 한계기업 속성장 시세조종등 불공정거래대상이 된 것으로 나타났다.<sup>83)</sup>

상장폐지라는 시장퇴출조치는 투자자에게는 막대한 손실을 가져온다. 이러한 조치는 시장투명성측면에서 시장관리라는 점에서 필요한데, 한편으로 한계기업의 경우 이러한 상황에서 불건전·불공정거래행위를 통해 상장폐지를 회피할 유인이 적지 않다. 때문에 상장폐지 결정전 미공개중요정보 이용이나 상장폐지를 교묘하게 피하기 위한 시세조종 행위 내지 부정행위를 시도할 가능성이 매우 크다. 때문에 상장기업의 심사 및 관리 그리고 시장감시기능을 수행하고 있는 거래소<sup>84)</sup>는 이들 한계기업의 경우 부실화경로와 패턴에 관한 분석자료를 상장폐지 여부 심사는 물론 거래소 시장감시부서와 보다 조기에 긴밀히 공유하여 이상거래 가능성이 있는지를 사전에 탐지하고, 정밀하게 감시하는 것이 필요하다. 또한 이들 한계기업의 경우 불공정거래전력자의 조력을 구하는 경우도 적지 않기 때문에 불공정거래전력자 및 불공정거래전력이 있는 경영자의 리스트를 공적 규제기관과 함께 공유하여 사전·사후감시를 철저히 할 필요가 있다.

## (2) 사후 제재 강화 및 개선

자본시장법은 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위 등에 대하여 형사 처벌, 민사손해배상책임을 부과하여 제재효과를 기대하고 있다. 그러나 다음과 같은 점에서 그 실효성에 몇가지 의문이 있다.

### 가. 양벌규정의 적용과 기준 제시 필요성

법인(단체 포함)의 대표자나 법인 또는 개인의 대리인, 사용인 그밖의 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 불공정거래금지규정을 위반하는 행위를 하면 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에게도 해당 벌금형을 과하고 있다(동법 제448조). 예컨대, 행위자들이 회사의 임원 특히 대표이사인 경우 회사업무로 회사이익을 위하여 불공정거래행위를 한 경우(예: 미공개중요정보를 이용하여 자기주식을 취득하거나 시세조종행위를 하는 경

81) 코스닥협회, 코스닥상장폐지 기업의 부실화패턴 및 경로분석, 코협연구보고서 10-1 (2010. 12)

82) 이와 같은 사업목적 변경 등 고유의 수익모델 부재, 회사 운영자금을 정상적인 영업활동이 아닌 유상증자 등 재무활동을 통해 조달, 영업과 무관한 타법인 주식 취득 및 자금대여 등 비생산 용도로 유상증자 조달자금을 빈번하게 사용, 최대주주 및 경영진의 빈번한 변경 등 경영안정성 미흡, 부식회사 비중 높은 등의 특징을 보이고 있다. 특히 상장폐지기업중 최대주주 변경이 잦은 회사는 횡령, 배임사건의 발생비율이 높은 것으로 나타났다. 자세한 것은 코스닥협회, 전계 보고서, 25면 이하 참조.

83) 코스닥협회, 전계보고서, 34면 이하 참조.

84) 윤계섭, 자본시장 구조개편과 코스닥 시장의 발전방안, KRX, 27면 이하 위법, 불량거래자 관리 강화 방안 참조.

우) 대표이사는 행위자로서, 그리고 업무와 관련성이 인정되어 법인도 처벌을 받는다. 마찬가지로 법인이 대량보유주무를 위반하여 법인에게 벌칙을 부과할 경우 실제 행위자인 대표이사도 양벌규정에 의해 처벌된다. 이는 양벌규정의 의미가 법인의 업무에 관하여 행위자를 벌하는 것 외에 그 법인에 대하여 벌금형을 과한다는 의미로 보기 때문이다.

반면, 대표이사가 개인의 이익을 위하여 시세조종한 경우에는 회사를 양벌규정으로 조처하는 것은 곤란하다는 지적이 가능하다. 양벌규정이 적용되기 위해서는 법인의 업무에 관한 것으로 보아야 할 것인데, 이는 객관적으로 법인의 업무를 위하여 하는 것으로 인정할 수 있는 행위이어야 하고, 주관적으로는 행위자가 법인의 업무를 위하여 한다는 의사를 가지고 행위하는 것을 요하기 때문이다.<sup>85)</sup>

그러나 실제 대표이사가 위법행위를 하는 경우 개인의 이익을 위한 것인지 회사를 위한 것인지는 쉽게 판단하기 어려운 경우가 많다. 특히 대표이사가 회사계좌 내지 자금을 사용한 경우 적용대상이 될 가능성이 크다. 따라서 관리감독차원에서 책임을 물을 수 있어야 한다.<sup>86)</sup> 다만 양벌규정의 적용 여부를 판단함에 있어서는 여러 사정들을 고려하여야 할 것이다.<sup>87)</sup>

다만, 자본시장법에서 법인 또는 개인이 그 위반행위를 방지하기 위하여 해당 업무에 관하여 상당한 주의와 감독을 게을리 하지 아니한 경우에는 처벌받지 않는다는 단서규정이 신설되었다(법 제448조). 이러한 면책규정의 신설은 헌법재판소 결정<sup>88)</sup>과 함께 엄격한 요건하에서만 양벌규정을 적용하는 것으로 실무에도 영향을 미치고 있으므로 종래 양벌규정이 법인과 임직원들에게 획일적이며 과도한 처벌이 된다는 비난을 해소할 것으로 보인다. 다만 단서규정이 적용되기 위해서는 내부통제와 컴플라이언스체제가 내부적으로 충실하고 유효하게 갖추어있을 것을 전제로 하는 것이기 때문에 실무에서 “상당한 주의와 감독을 게을리 하지 않은 경우”으로 인정받을 수 있는 컴플라이언스와 내부통제시스템을 갖출 필요가 있다. 아울러 사법기관의 면책기준에 대한 제시 내지 기업들의 자율규제차원의 기준들이 개발될 필요가 있다.

#### 나. 불공정거래행위에 과징금 부과방안의 모색<sup>89)</sup>

과징금은 1999. 4. 1. 舊증권거래법에 도입된 이후 공시위반행위에 대한 다른 제재수단들 즉 형사벌칙 및 손해배상 등에 비해 위반자에 대해 가장 직접적이고 신속한 제재가 부과된다는 점에서 실효성 있는 제재수단으로 평가받아 왔다.

그러나 우리나라의 경우 불공정거래행위에 대해서는 과징금부과가 허용되어 있지 않다.

85) 임재연, 전거서, 876면.

86) 양벌규정이 법인에게 부과되는 근거에 대해 두가지 논거가 대립되어 있는데, 관리감독책임이라는 견해와 행위책임(자기책임)이라는 견해로 나뉘어 있다. 이에 관해서는 이천현·임정호·박기석, 기업의 경제활동에 관한 형사법제 연구(1) 연구총서 09-22, 한국형사정책연구원(2009), 92면.

87) 예컨대 법인의 적법한 업무의 범위, 피용자등의 직책이나 직위, 피용자 등의 범법행위와 법인의 적법한 업무 사이의 관련성, 피용자 등이 행한 범법행위의 동기와 사후처리, 피용자등의 범법행위에 대한 법인의 인식 여부 또는 관여정도, 피용자 등이 범법행위에 사용한 자금의 출처와 그로 인한 손익의 귀속 여하 등이 종합적으로 고려될 필요가 있다.

88) 헌법재판소 2010. 7.29선고, 2009헌가18결정.

89) 이에 관해서는 안수현, 금융행정 집행수단으로서 과징금제도 검토-2008년 금융위원회의 과징금제도 개선방안을 중심으로, BFL 제32호, 서울대 금융법센터 (2008), 76면 이하 참조.

외국의 경우 과징금이 불공정거래행위에 대한 제재수단으로 이용되고 있는 것과 달리 차이가 있다. 특히 개인이 시세조종 등의 불법행위로 상당한 이익을 얻은 경우 현재 형사처벌과 민사손해배상을 통해 제재효과를 기대할 수 있으나 실제 형사벌의 경우 형사소송을 통해 엄격한 입증절차를 거쳐야 하므로 실효성이 반감되는 면이 없지 않고<sup>90)</sup> 민사손해배상의 청구도 실제 실현되는 예가 드물다.

갈수록 교묘하고 복잡한 불공정거래행위들이 발생하고 있어 적시의 대응이 요구되는데, 불공정거래행위 규제수단으로 과징금을 부과하는 방안이 실효성 있게 검토될 필요가 있다. 최근 불공정거래행위에 대해 과징금 부과에 관한 논의가 있으나<sup>91)</sup> 이에 관해 법리적으로 우선 이중처벌금지원칙 위반인지 여부가 문제될 수 있으나 헌법재판소결정<sup>92)</sup>과 대법원 판결<sup>93)</sup>로 이중처벌금지원칙에 위반되지 않는다는 취지가 판시된 바 있다.

한편, 과징금 도입에 비판적인 입장에서 가장 우려되는 사항으로 제기되는 것은 i)우선 과징금 부과에 있어 행정기관의 권한이 자의적으로 행사될 가능성이 있다는 점, ii)과징금 징수행정 시스템이 실효적이지 못하다는 점<sup>94)</sup> 및 iii)금융감독원 조사과정에서 신병확보, 통화내역 조회등 강제수사가 불가능한데다 임의조사단계에서 조사내용이 공개되어 증거 인멸 우려가 있는데다 iv)금융위원회 내 다수의 절차를 거침으로 평균2~3개월의 시간이 소요되는 점<sup>95)</sup>, v)기타 금융감독기관의 due process 미비<sup>96)</sup> 등이 지적되는 것으로 보인다. 때문에 과징금도입에 반대하는 견해는 적시 조치라는 점에서 공통점이 있으나 행정기관의 조치 다양화라는 방안보다 검찰로의 빠른 이첩을 통해 신속한 처리를 지원하는 방안을 우선시하는 것으로 보인다.

그런데 이러한 우려는 우선, 법률에 과징금의 부과요건과 부과대상자 범위를 명확히 함으로써 시정이 가능할 것으로 보인다. 또한 법률에 과징금 부과에 관한 근거규정을 두되 절차 소요, due process, 과징금징수행정의 개선 등 실무적으로는 운영의 묘를 살릴 수 있을 것으로 보인다. 특히 신속한 조치를 위한 개선방안으로서 예컨대, ①중대한 범법행위에 해당하는 불공정거래행위를 사안에 따라 규모나 위반정도에 따라 경중을 나누어 중한 사건을 제외하고 경미한 불공정거래행위에 대해 과징금을 부과하고, 중한 것은 검찰에 이첩하여 종래의 실무처리대로 하는 방법 혹은 ②경미한 불공정거래행위에 대해 과징금을 부과하면서 같이 검찰에 이첩하여 종래의 실무처리대로 하는 방안, 아니면 ③미국의 SEC처럼 금융투자업자에 한해서만 과징금을 부과하고 일반인에 대해서는 검찰의 기소 이후 과징금을 부과하는 방안 등 일정한 내부기준하에 공적 규제기관간에 운용의 묘를 기할 수 있을 것으

90) 범죄행위의 전문성, 지능성으로 인해 혐의 적발부터 재판 확정까지 통상 2~3년의 기간이 소요된다.  
 91) 금융위원회, 자본시장 불공정거래 과징금제도 개선방안 용역 추진, 2010. 3.5 보도발표.  
 92) 헌법재판소 2003. 7.24선고, 2001헌가25결정, 공정거래법상의 부당내부거래에 대해 과징금과 형사처벌을 함께 규정한 것은 이중처벌금지원칙에 위반되지 않는다고 판시하였다.  
 93) 대법원 1986. 7.8선고, 85누1002판결, 마찬가지로 공정거래법상의 부당내부거래에 대해 과징금과 형사처벌을 함께 규정한 것은 이중처벌금지원칙에 위반되지 않는다고 판시하였다.  
 94) 그러나 공시위반에 대한 과징금 부과율 및 건당(또는 연간) 과징금 부과금액이 감소하는 추세에 있으며 부과과징금에 대한 부과받은 자의 납부 해태 등이 빈번하게 발생하는 경향이 있다. 부과액 대비 징수율이 50% 미만으로 나타나고 있다(2008. 4월말 미징수 잔액 10,762백만원)  
 95) 금융위원회 자본시장조사심의위원회와 증권선물위원회등 2개 위원회를 거치는 것이 비효율적인 비판이다. 배종혁, 자본시장불공정거래행위에 대한 수사시스템의 문제점과 개선방안, 자본시장불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2010. 10.27, 법무부 ; 금융·증권범죄 날로 지능화,... 수사시스템은 '제자리', 법률신문,  
 96) 최근 감독기관의 조사권에 대해 문제가 제기된 바 있다.

로 보인다.

과징금의 도입취지는 불공정거래행위로 인한 부당이득 환수도 목적이지만, 피해 확산이 심각할 수 있어 적발 즉시 신속한 제재를 하여 억지력 발동 및 시장에 불공정거래사실이 적시에 알려져 추가적인 투자로 인한 손해발생을 예방하는데 있다는 점을 고려한다면 도입의 의의와 효과를 살리되 공적 규제기관간의 운용의 묘를 살려 시장의 건전성을 실효적으로 확보하는 것이 급선무로 보여진다.

한편, 과징금의 도입시 다른 제재수단들도 병과되므로 이에 대한 조정이 필요하다. 조정을 한다는 것은 과징금과 형사처벌을 병과할 수 없게 하는 것이 아니라 병과 여부에 대해 명확한 기준을 설정하고 하나의 행위로 조정된 결과가 오히려 규제의 공백을 야기하지 않도록 적절한 제재수단을 선택할 수 있는 기준을 마련하는 것을 의미한다. 이외 구체적으로 과징금의 산정방안, 과징금의 상한 설치 여부 등에 대해서도 정밀하게 검토, 연구될 필요가 있다.

#### 다. 공시의무 위반자인 개인에 대한 과징금 부과

현재 자본시장법상 법인이 증권신고서와 투자설명서의 중요사항에 관해 허위의 기재를 한 경우 형사처벌이 가능하며(동법 제444조 13호 가목, 다목), 증권신고서를 제출하지 않거나 부실표시한 일정한 자에 대해서는 20억원을 초과하지 않는 범위 내에서 공모가액의 3%까지 과징금을 부과할 수 있다(동법 제429조 제1항, 제125조 제1항 제1호). 또한 사업보고서등 정기공시서류를 제출하지 않거나 허위기재나 기재누락시 법인에 과징금 부과 및 수사기관에의 통보와 고발이 가능하다(동법 제429조 제3항, 제164조). 아울러 사업보고서등을 제출하지 않은 경우 형사처벌이 부과되며(동법 제446조 제28호), 이들 공시서류의 중요사항에 허위기재나 기재누락시 그 사실을 알고 확인, 서명한 자, 그리고 그 사실을 알고 이를 진실 또는 정확하다고 증명하여 그 뜻을 기재한 전문가의 경우 형사처벌이 가능하다(동법 제444조 13호). 주요사항보고서 미제출시 내지 중요사항을 부실기재 내지 누락한 경우 과징금(동법 제429조 제3항; 제164조)과 형사처벌(동법 제446조 제28호)이 부과된다.

그러나 정기보고서와 주요사항보고서 위반의 경우 대표이사에 대한 과징금 부과 현재 가능하지 않다. 그런데 정기공시사항의 경우 중요성면에서 발행시장 공시서류와 차이가 없음에도 불구하고 과징금을 부과하지 않는 것은 적절하지 않아 보인다. 또한 5% 보고의무 미이행 및 허위 보고서 형사처벌이 부과되나(동법 제445조 제20호, 444조 제18호) 행정처분으로는 정정보고, 의견권제한·주식처분명령외에 과징금은 부과할 수 없다.<sup>97)</sup>

그런데 기업 경영자에 의한 혹은 공모한 불공정거래행위 실행 실태를 보면 차명계좌 이용, 사채업자와의 연계 등으로 인해 5%보고 위반이 매우 빈번하게 나타나고 있는 실정이다. 따라서 적어도 5% 보고 위반시 신속하게 과징금을 부과할 수 있는 방안이 모

97) 실무에서는 단순 지분신고 위반과 불공정거래행위 관여관련 사안을 구분하여 불공정거래와 연관되거나, 위반 비율이 일정비율 이상인 경우 경영권 분쟁관련 등의 경우 형사처벌로 방향을 취하는 경향이 있다.

색될 필요가 있다.

라. 부당이득액 산정시 증권시장의 특성과 불공정거래행위 규제의 고려<sup>98)</sup>

舊증권거래법 제207조의 2 제1항은 시세조종등 불공정거래행위에 대하여 10년 이하의 징역 또는 2,000만원 이하의 벌금을 부과하되 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배가 2,000만원을 초과한 때에는 그 액수의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처하도록 규정하고 있고, 같은 제2항에서는 이익 또는 회피한 손실액이 5억원을 초과하는 경우 가중처벌하는 규정을 두고 있고, 제3항에서는 자격정지형을 병과할 수 있게 하는 등 가중처벌과 벌금형의 상한이 부당이득액과 연동되어 결정된다. 이처럼 부당이득액은 단순히 양형요소가 아닌 구성요건 요소가 된다.<sup>99)</sup>

한편, 부당이득액 산출시 인과관계 존부와 범위의 관련하여 여기서의 이득은 시세조종행위로 인하여 행위자가 얻은 이득중 금액으로 환산할 수 있는 경제적 이득, 즉 수익 내지 이윤이라고 볼 수 있는데, 이에 대하여 종래 대법원은 “위반행위로 얻은 이익이라 함은 함께 규정되어 있는 손실액에 반대되는 개념으로 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤, 즉 시세조종행위와 관련된 유가증권의 총매도금액에서 총 매수금액 이외에 거래를 위한 매도·매수수수료, 증권거래세 등의 거래비용을 공제한 나머지 순매매이익을 말한다”고 정의하고 있다.<sup>100)</sup> 이러한 입장은 이른바 “시세차익설”이라 불리운다. 그러나 이에 대해 시세차익설은 인과관계를 취급한 것이 아닌 이익의 산출방법문제에 관한 것이라는 지적이 있고, 이러한 인식하에 형사처벌에 관해 규정한 舊증권거래법 제207조의 제1항, 제2항의 적용시 우선 당해 주가변동이 문제된 위반행위로 인하여 초래되었음이 인정되어야 한다는 주장이 있다. 이로 인해 부당이득액 산출과 관련하여 최근 “인과관계”의 존부판단 및 범위문제가 큰 이슈로 부각되고 있다.<sup>101)</sup>

종래 대법원은 “위반행위로 인한 이익”이라 함은 “그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로 반드시 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은 아니고, 그 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것이면 이에 해당하는 것이다. 舊증권거래법 제207조의2 단서중 위반행위로 얻은 이익의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때라는 부분은 위반행위와 직접 인과관계가

98) 이하 내용은 다음의 글에서 일부 참조한 것이다. 이에 대해서는, 안수현, 시세조종에 관한 대법원 2009. 7. 9 선고, 2009도1374판결의 검토, BFL,43호 (2010.9),

99) 대법원 2004. 3.26선고 2003도7112판결; 서울고등법원 2004. 2.9선고, 2003노3094판결

100) 대법원 2002. 6.14선고, 2002도1256판결; 대법원 2002. 7. 26선고, 2002도1855판결; 대법원 2003. 12.12 선고, 2001도606판결; 대법원 2005.3.24선고, 2004도8651판결; 대법원 2006.5.12선고, 2004도491판결; 대법원 2007. 11. 15선고, 2007도6336판결등

101) 대표적으로 대법원 2009. 7.9선고, 22009도1374판결에서 피고인은 실사 허위사실 유포와 허위표시 문서 이용행위가 인정된다고 하더라도 그것과 에이치엔티의 주가상승 사이에는 인과관계가 없다는 주장을 하고 있으며 또한 실령 어떠한 부당이득이 있었다 하더라도 그 이득액에서 타인의 행위로 인한 상승부분은 제외되어야 한다고 주장하였다. 결국 1심에서 징역 3년, 벌금 250억원, 2심에서 징역 3년, 벌금 150억원을 선고하였으나 대법원 파기환송 후 2심에서 징역 2년 6월, 벌금 130억원, 추징 86억원이 선고되었다. 부당이득액 범위에 대하여 피고인의 사기적 부정거래와 투자자들의 집중매수로 인한 주가상승의 기여도를 특정하기 어렵다는 취지로 일정 기간 이후의 주가상승분은 부당이득액 산정에서 배제하여 부당이득액이 86억에 한해 인정되었고 대법원에서 확정되었다.

있는 이익을 박탈하기 위한 규정이 아니라, 2천만원을 초과하는 벌금형에 처하기 위한 구성요건의 일부가 되는 규정일 뿐이므로 반드시 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익만을 벌금형 상한변동의 요건으로 삼아야하는 것으로 볼 수 없다”고 하였다<sup>102)</sup>.

이러한 태도에 대하여 인과관계와 행위책임을 근간으로 하는 형사법의 대원칙을 무시한 해석론으로 이익액이 단순히 벌금형의 상한을 정하는 정도의 기능을 넘어서 자유형의 부과근거이자 몰수·추징의 대상이 된 구 증권거래법 제207조의 2 해석론으로서는 받아들일 수 없고, 최소한 시세조종과 부당이득을 합리적으로 연관시킬 수 있는 정도의 인과관계는 필요하며, 그러한 인과관계를 인정하기 위해서는 증권거래법상 불공정 거래규제의 입법취지, 형사법의 기본원리, 시세조종의 태양, 부당이득의 유형 등 제반 요소가 종합적으로 고려된 보다 객관적으로 합리적인 기준이 지속적으로 모색되어 정립되고 기본적으로 민사상 손해배상책 산정을 위한 사건연구방법을 형사법영역에도 적용하는 것이 필요하다는 비판이 있다<sup>103)</sup>

이러한 비판을 일부 수용하는 태도가 법원에서 보이는데, 대표적으로 최근 실시된 판결((대법원 2010.4.5선고, 2009도13890판결)에서 “구증권거래법 제207조의 2와 제214조에서 정한 “위반행위로 얻은 이익”이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 하면서, 통상적인 경우에는 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 산정하는 방법으로 인과관계가 인정되는 이익을 산출할 수 있겠지만 구체적인 사안에서 위반행위로 얻은 이익의 가액을 위와 같은 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼만한 사정이 있는 경우에는 사기적 부정거래를 근절하려는 구증권거래법 제207조의 2와 제214조의 입법취지와 형사법의 대원칙인 책임주의를 염두에 두고 위반행위의 동기, 경위, 태양, 기간, 제3자의 개입 여부, 증권시장 상황 및 그 밖에 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적, 종합적으로 고려하여 인과관계가 인정되는 이익을 산정해야할 것”이라고 판단하였다.

그런데 이러한 판결은 종래 시세차익설과는 확실히 차이가 있고, 더구나 한편으로 상당인과관계를 취한 견해와 차이가 있는지 등의 의문이 제기된다. 또 이같은 견해를 취한다 하더라도 부당이득을 산정함에 있어 남는 문제는 시세조종과 같이 주가변동에 영향을 미친 위반행위와 이득간의 관계를 어떻게 볼 수 있는가 하는 것이다. 더구나 시세조종행위 위반자의 행위와 무관하게 타인의 행위가 개입되어 주가상승을 견인한 경우 그 주가상승분을 정확히 분리하여 위반행위자의 행위로 귀속시킬 수 있는지 여부가 문제된다<sup>104)</sup>.

102) 대법원 2004. 9.3선고, 2004도1628판결

103) 김병태, 시세조종 관련 부당이득에 대한 연구, 인권과 정의 Vol. 832, (2008.6) 83면~100면.

104) 형법학자들은 이러한 경우 종래 판례가 후행행위자의 개입행위가 결과발생에 어떤 영향을 미쳤고 그로 인하여 최종결과를 최초행위자에게 귀속할 수 있는냐를 문제 삼지 않고, 선행행위에 대한 인과관계를 판단문제로만 보고 있는 점에서 개입행위에 어떤 영향을 미쳤는지를 고려하지 않은 것에 대해 비판을 제기한 바 있다. 자세한 것은 정현미, 인과과정에 개입된 타인의 행위와 객관적 귀속, 형사판례연구 9호 (2001. 6), 박영사, 117면~136면.

증권시장의 공정성을 보호하기 위해 주가를 왜곡하고 증권시장을 교란하는 시세조종을 규제해야 하는 규제의 당위성 및 부당이득의 액수가 클수록 비난가능성이 증대되므로 시세조종행위자에 대한 형사 처벌시 그러한 입법적 취지를 감안하지 않을 수 없다. 때문에 형사정책적 관점에서 시세조종으로 얻은 부당이득에 상응하는 형사처벌과 부당이득의 철저한 환수는 시세조종행위자에 대한 엄중한 징벌과 장래 유사범죄의 예방차원에서 매우 중요하다.

그런데 부당이득액 산출시 인과관계를 엄격히 책임주의에 입각할 경우 증권시장의 특성 및 불공정거래의 근절이라는 측면이 간과될 우려가 있다. 물론 부당이득액 산출은 형사처벌의 구성요건이 될 뿐 아니라 가중처벌과 연동되어 있는 점에서 엄격한 판단을 거쳐 범위를 결정하고자하는 대법원의 접근방향은 이해가 되나 증권시장의 완전성 및 투자자의 신뢰보호라는 점에서 보완이 필요할 것으로 보인다. 참고로 미국의 경우 법원의 부당이득반환명령의 부과시 그 금액 산정과 관련하여서는 광범한 재량권이 인정되고 있고<sup>105)</sup> 재량권의 산정시 “위반행위와 상당히 근접한 이익(reasonable approximation of profits causally connected to the violation)<sup>106)</sup>이면 되고, 위반행위로 인한 모든 이익은 반환될 것을 요하는 점<sup>107)</sup>은 우리에게 시사하는 점이 있다.

마. 몰수·추징의 적극적 이용

한편, 시세조종이나 거액의 벌금이 부과되는 사건에서 몰수·추징이 사실상 이용되지 않는 경향이 있다<sup>108)</sup>. 주된 원인은 『범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률』에서 중대범죄에 한해 몰수·추징을 통해 범죄로 인해 취득한 수익을 환수할 수 있는 법적 근거를 마련하고 있지만(동법 제2조 제1호) 시세조종등 불공정거래행위는 몰수·추징의 대상인 중대범죄에 해당하지 않기 때문이다. 즉 자본시장법상의 불공정거래행위에 대해서는 몰수·추징이 임의규정이다.

또한 몰수·추징실무상 여러 애로점도 제기되고 있는데, 대표적으로 금융계좌의 자금이 범죄수익이라는 점에 대한 검사의 입증부담으로 그 부담이 적지 않고, 위법행위자의 재산보전처분이 신속히 이루어져야하나 자금흐름을 포착해 몰수대상을 특정하는 것이 용이하지 않고, 재산보전신청보다 몰수의 범위를 좁게 보는 법원과의 시각 차이 등 다양한 면에서 어려움이 제기되고 있다. 향후 대규모 시세조종과 부정거래행위 등에 대해서는 적극적으로 범죄수익을 환수<sup>109)</sup>할 수 있도록 제도적으로 정비될 필요가 있다. 이와 관련하여 무엇보다, 자본시장의 불공정거래행위자의 범죄수익 몰수·추징환수

105) 반환금액 산정에 관한 법원의 재량권에 대해서는 SEC v. First Jersey Sec., Inc., 101 F.3d 1450, 1474-75 (2d Cir.1996).

106) First Pac. Bancorp, 142 F.3d at 1192 n. 6

107) SEC v. Cross Fin. Servs., 908 F.Supp. 718, 734 (C.D.Cal. 1995). Read more: <http://vlex.com/vid/wallenbrock-toshio-osaki-ichinotsubo-20205026#ixzz0y2bshzYv>

108) 한국경제, 주가조작·횡령‘범죄수익’ 환수 사실상 전무, 2010. 11.17자 기사.

109) 대법원 2009. 7.9선고, 22009도1374판결에서 취급한 에이치엔티사건에서도 1심, 2심에서 추징을 선고하지 않았으나 3심에서 추징이 되었다. 그러나 1심과 2심판단과 비교해보면 벌금이 감액된 것에 상응해서 추징금이 부과된 특징이 있다.

를 위한 조직 강화 및 신속히 범죄에 사용한 계좌특정을 위한 수사기법의 개발 등 전문화가 필요하다 할 것이다.

## V. 결론

증권시장의 경쟁력은 투자자가 어느 정도로 시장을 신뢰하고 있는지에 달려 있다. 비록 불공정거래행위로 인해 투자자의 신뢰가 어느 정도 훼손되는지, 불공정거래행위의 규제 강도와 실효성이 투자자의 신뢰와 어떠한 상관성이 있는지 객관적인 데이터를 발견하기는 어려우나 어느 나라나 불공정거래행위의 근절 내지 효과적인 억지 및 실효성 있는 예방장치를 마련하기 위해 제도적으로나 실무상 다양한 방안을 고안, 실행하고 있다.

더구나 갈수록 증권시장간의 국제적 경쟁이 심화되고 있어 증권시장의 투명성·신뢰성을 신뢰하지 못하는 국내투자자들은 물론 외국의 투자자들이 불공정거래가 효과적으로 억제되지 못하는 환경하의 증권시장에 참여할 것이라고 기대하기는 어려운 실정이다.

특히 투자대상의 발행체인 기업 특히 그 경영자가 관여한 내지 관련한 기업의 재무적 조치들을 활용한 지능적인 다양한 불공정거래행위들이 갈수록 등장하고 있는 현 상황은 향후 증권시장의 자금조달기능은 물론 투자자의 은퇴 후 생계자금 마련을 위한 국민경제적 관점면에서도 매우 우려스럽다. 이상의 논의된 내용은 증권시장의 경쟁력 및 증권시장과 기업의 투명성측면에서 몇가지 우려된 사항들을 검토한 것에 불과하지만 현 상황의 시정을 위한 현명한 논의의 단초가 되기를 희망한다.



---

「현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 공정한  
가액에 관한 연구」

---

사회자 : 김건식(서울대)

발표자 : 김홍기(연세대)

토론자 : 김재범(경북대), 김태진(한양대)



# 현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 ‘공정한 가액’에 관한 연구

김홍기(연세대 법전원 부교수)

【 목 차 】

<p>I. 머리말</p> <p>II. 주식의 본질론과 주식가치평가방법</p> <p style="padding-left: 20px;">1. 주식의 본질론과 주식가치</p> <p style="padding-left: 20px;">2. 주식가치평가방법</p> <p>III. 각국의 입법례 및 운용사례</p> <p style="padding-left: 20px;">1. 우리나라</p> <p style="padding-left: 20px;">2. 미국</p> <p style="padding-left: 20px;">3. 일본</p> <p style="padding-left: 20px;">4. 독일</p>	<p>IV. 주요 쟁점별 검토</p> <p style="padding-left: 20px;">1. 주식매수청구권과 공정한 주식매수 가격</p> <p style="padding-left: 20px;">2. 상장주식의 주식가치평가</p> <p style="padding-left: 20px;">3. 소수주식의 강제매수가격</p> <p style="padding-left: 20px;">4. 신주, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 발행가격</p> <p>V. 맺음말</p>
--	--

## I. 머리말

주식가치평가의 문제는 경제학, 경영학에서는 활발히 논의되고 있으나 법학에서의 논의는 활발하지가 않다. 그러나 주식가치평가 및 그에 관련된 논의는 법학적인 측면에서도 매우 중요하다.

주식가치평가는 경영진의 경영실적 평가, 주주에 대한 이익배당 등에 있어서 중요한 역할을 한다. 주식가치평가는 회사의 지배구조와도 연결된다.<sup>1)</sup> 삼성 에버랜드 전환사채 사건에서 보는 것처럼, 주식이나 주식으로 전환할 수 있는 채권의 발행가격을 정하는 것은 회사의 지배구조에 직접적인 영향을 미친다.<sup>2)</sup> 주식가치평가는 M&A거래를 비롯한 주식매매거래에서도 중요한 의미를 가진다. 경영권 양도에 수반되는 매매대상 주식의 가치를 평가하는 것은 M&A거래에 있어서 가장 핵심적인 부분이기 때문이다.<sup>3)</sup> 이사 및 경영진에게 공정한 가격으로 신주나 전환사채 등을 발행할 의무를 부과

1) 회사의 재무에 관한 법제도가 기업지배구조와 밀접히 연결되어 있다는 것은 지배적인 견해이다. 회사가 사채를 발행할 것인지 주식을 발행할 것인지를 결정하는 것은 재정적인 선택이기 보다는 오히려 지배구조의 선택에 관한 문제이다. Oliver E. Williamson, Corporate Finance and Corporate Governance, Vol. XLIII, No. 3 Journal of Finance 567, 588 (July 1988).

2) 삼성 에버랜드 전환사채 발행 사건(대판 2009.5.29, 2007도4949(전합)), 삼성 SDS 신주인수권부사채 발행 사건(대판 2009.5.29, 2008도9436)은 업무상 배임죄의 형사책임 여부가 문제된 것이지만 이사의 주의의무와 전환사채 발행가격의 적정성 등 상법상의 쟁점이 본질에 있다.

3) 최근에는 현대차그룹이 현대건설을 실사하면서 회계장부에서 8000억원 상당의 우발채무를 밝혀내었다는 것이 논란이 되었다. M&A거래에서 매도인이 제공한 잘못된 기업정보가 매수인의 주식가치평가에 어느 정도 영

할 것인지(본문의 IV.4. 신주 등의 발행가격 참조), 이를 위반하는 경우에 업무상 배임죄의 형사책임을 물을 것인지도 주식가치평가에 관련된 논의의 연장에 있다. 이처럼 주식가치평가는 단순히 기술적인 평가방법의 문제를 넘어서서 기업지배구조, M&A거래, 소수주주의 보호, 이사의 주의의무 등 회사법상의 주요한 쟁점들과 밀접하게 연결되어 있다.

이 글은 주식가치평가의 중요성과 이와 관련된 법적 쟁점들을 논의한 것이다. 먼저 주주권의 본질론이 주식가치평가와 어떻게 연결되는지와 구체적인 주식가치평가방법을 살펴보았다(II. 주식의 본질론과 주식가치평가방법). 다음에는 우리나라를 포함하여 각국의 입법례 및 운용사례를 살펴보았다(III. 각국의 입법례 및 운용사례). 그 다음에는 주식매수청구권과 주식매수가액, 상장주식의 주식가치평가, 소수주식의 강제매수가액, 신주, 전환사채 등의 발행가격과 이사의 주의의무 등 주식가치평가에 관련된 주요한 법적 쟁점을 차례로 논의하였다(IV. 주요 쟁점별 검토).

## II. 주식의 본질론과 주식가치평가방법

### 1. 주식의 본질론과 주식가치

#### 1.1 사원권설에 의할 경우

회사법상 주식은 주식회사의 물적 기초가 되는 자본의 구성단위를 의미하고 동시에 회사에 대한 주주의 법적 지위, 즉 주주권을 나타낸다.<sup>4)</sup> 즉, 주주권은 주식이 표창하는 권리를 그 권리의 주체인 주주의 측면에서 바라본 것이다. 따라서 주식과 주주권은 불가분적인 표리일체의 관계에 있으며, 주주권의 본질에 대해서 어떠한 입장을 취하는지에 따라서 주식가치평가에 있어서 차이가 생길 수 있다.

통설인 사원권설<sup>5)</sup>에 의하면 주식은 해당 주식 발행회사의 기업가치를 지분적 측면에서 나타내는 것이므로, 주식가치평가는 해당 주식 발행회사의 기업가치를 평가하는 것과 상통하게 된다. 즉, 사원권설에 의하면 기업가치와 주식가치는 동일하게 되고, 합병 등 반대주주의 주식을 매수함에 있어서는 비례적인 지분가치를 보장할 필요성이 있게 된다. 구체적으로 해당 회사 전체의 기업가치를 해당 주식이 차지하는 지분비율로 나누어서 주식가치를 산정한다. 해당 회사의 자산가치, 수익가치, 시장가치에 연계하여

향을 미쳤는지, 손해금액이 얼마인지에 대해서는 김홍기, “M&A 계약 등에 있어서 진술보장조항의 기능과 그 위반시의 효과,” 「상사판례연구」(한국상사판례학회, 2009. 9), 63면 이하.

4) 홍복기, 「회사법강의」(법문사, 2010), 165면; 손주찬·정동윤 편, 「주식상법 회사(II)」(한국사법행정학회, 2003), 249면.

5) 사원권설은 주주권은 물권이나 채권 가운데 어느 것도 아니고 주주가 사원의 지위에서 회사에 대하여 가지는 일체적·단일적인 권리로 파악하는 견해이다. 우리나라와 일본의 통설이다. 강위두·임재호, 「상법강의(상)」(형설출판사, 2005), 560면; 이철송, 「회사법강의」(박영사, 2009), 238면; 정찬형, 「상법강의(상)」(박영사, 2009), 626면; 정동윤, 「회사법」(법문사, 2005), 177면; 손주찬, 「상법(상)」(박영사, 2005), 605면; 田中誠二, 「會社法詳論」(勁草書房, 1973), 209頁; 河本一郎, 「現代會社法」(商事法務, 2004), 39頁; 崎田直次, 「株主權(社員權)·固有權」, 「株主の權利: 法的地位の總合分析」(中央經濟社, 1991), 5頁.

해당 주식의 주식가치를 산정하는 입장으로 다시 나눌 수 있다.

### 1.2 주식채권설에 의할 경우

주식채권설<sup>6)</sup>에 의하면 해당 주식의 지분가치와 주식가치의 연계성이 부정된다.<sup>7)</sup> 주주권을 회사에 대한 채권의 일종으로 파악하는 이상 주식가치를 지분가치와 반드시 연계시킬 필요가 없기 때문이다. 주식채권설에 의할 경우에는 개별적인 주식가치가 지분율, 경영권 여부 등에 따라서 달리 평가되는 이유를 쉽게 설명할 수 있다. 지배주식의 주식가치평가는 수익환원방식을 비지배주식의 주식가치평가는 배당환원방식을 적용하여 산정하는 것이 보다 타당하게 된다.

주식채권설은 지배주식 등의 매매에 있어서 프리미엄 등이 제공되는 현상을 설명할 수 있으나, 자세히 검토하면 주식채권설도 중대한 이론적 결함을 가지고 있다. 기본적으로 주식은 회사에 대한 지분적 권리를 나타내는 것임에도 불구하고 이와 완전히 결별하여 주식가치평가를 하는 것은 타당성을 가지기 어렵기 때문이다.

### 1.3 소결

주식가치를 지분가치에 연계하여 평가하는 것에 대해서는 부정적인 견해<sup>8)</sup>가 있다. 지배주식과 비지배주식의 가치가 서로 달리 평가되는 주식가치의 부등가성(不等價性)을 현실적인 것으로 받아들여야 한다는 것이다. 주식가치는 지분개념이 아니라 별도의 주식가치의 논리에 의해서 설명되어야 한다고 서술한다.<sup>9)</sup>

그러나 주식가치평가에 있어서도 주식이 가지는 주주권의 지분적 측면을 결코 소홀히 할 수 없다고 생각한다. 주식과 주주권은 표리일체의 관계에 있고, 주식가치평가에서도 주식이 가지는 지분적 측면을 반영하는 것이 필수적이기 때문이다. 기업가치와 주식가치는 원칙적으로 동일하다고 볼 것이며,<sup>10)</sup> 합병 등 반대주식의 주식매수가격, 소수주식의 강제매수가격 등을 산정함에 있어서는 해당 주식이 가지는 비례적인 지분가치는 가장 중요한 요소로 반영되어야 할 것이다.

다만, 지배주식에 대한 프리미엄이 현실적으로 인정되고 있고 신주 등의 발행가격을 정함에 있어서는 회사의 자금사정, 투자자의 수요 등 시장상황을 감안할 필요가 있으므로, 구체적인 주식매수가격이나 발행가격을 정함에 있어서는 어느 정도 미시적인 조

6) 주식채권설은 주식의 채권화 경향에 주목하여 주주권을 채권의 일종으로 파악하는 견해이다. 비슷한 입장으로 주식인수인의 출자행위의 물적 측면을 강조하여 주식회사를 재단의 일종으로 파악하는 '주식회사재단설' 등도 있다. 이러한 학설들의 공통점은 자익권과 공익권을 통합하는 일체적·단일적인 주주권의 개념을 부인한다는 것에 있다. 주식채권설, 주식회사재단설 등은 과거 일본과 독일의 일부 학자들 사이에서 주장되었으나 우리나라에서는 지지자를 찾기 힘들다.

7) 河本一郎, 「判例にすける非公開株式評價例の分析」, 『商事法務』第41號, 45頁. 장지석, “주식의 가치에 관한 법적 고찰,” 『연세법학연구』 제7집 제1권(연세법학회, 2000), 558면 각주 10에서 재인용.

8) 장지석, 앞의 논문, 556면.

9) 장지석, 앞의 논문, 556면, 각주 3.

10) 뒤에서 논의하듯이 어떠한 주식가치평가방법을 선택하는지에 따라서 구체적인 주식가치의 평가결과가 달라질 수 있지만, 이는 정확한 기업가치를 찾기 위하여 가장 적합한 평가방법을 선택한 결과에 따른 것일 뿐 기업가치와 주식가치가 다르다는 의미는 아니다.

정은 불가피할 것이다. 그러나 어떠한 이유에서건 주주가 가치는 해당 주식에 대한 지분가치를 중대하게 침해하는 경우에는 위법의 소지가 있다고 생각한다. 자세한 내용은 IV. 주요 쟁점별 검토에서 살펴본다.

## 2. 주식가치평가방법

실무에서는 주식가치평가를 위해서 다양한 방법이 사용되고 있다. 그러나 가장 많이 사용되는 주식가치평가방법은 자산가치평가법, 수익가치평가법, 시장가치평가법의 3가지<sup>11)</sup>이다. 아래에서는 이들 주식가치평가방법의 내용과 장단점을 살펴본다. 이들 개념은 공정한 가액의 논의에 있어서 기초가 된다.

### 2.1 자산가치평가법

자산가치평가법은 자산총계에서 부채총계를 차감하여 순자산가치를 산정하고 다시 순자산가치를 발행주식총수로 나누어 주식가치를 산정하는 방법이다. ‘장부가액 기준 자산가치평가법’과 ‘시가 기준 자산가치평가법’이 있으나, 주로 시가 기준 자산가치평가법이 이용된다.<sup>12)</sup> 우리나라, 일본, 유럽 등에서 많이 사용된다.

자산가치평가법은 객관성이 높고, 평가방법이 간단하며, 검증가능하고, 해당 기업의 회계장부나 실사자료 등이 있는 경우에는 그러한 자료를 반영할 수 있다는 장점이 있다. 제조업 및 성숙단계에 도달한 기업에 적용할 경우 효과적이다. 객관적이고 이해하기가 쉽기 때문에 M&A거래에서 가격협상의 기초자료로 많이 활용된다.

그러나 자산가치평가법은 해당 기업의 미래수익성, 현금창출능력, 산업위험, 재무위험 등을 반영하지 못하고, 기술력, 연구개발, 영업권<sup>13)</sup>과 같은 무형의 가치에 대한 평가가 어려우며, 미시적이고 부분적인 평가로 흐르기 쉽다는 단점이 지적된다. 특히 부동산 가격 등은 평가방법에 따라 크게 차이가 나기 때문에 해당 기업의 특성을 고려하지 아니한 채 일률적으로 자산가치평가법을 적용하는 것은 한계가 있다.

### 2.2 수익가치평가법

수익가치평가법은 해당 기업의 미래수익을 적정할인율로 할인한 현재가치로 주식가치를 평가하는 방법이다.<sup>14)</sup> 미래의 영업이익을 할인대상으로 하는 ‘영업이익할인

11) 일반적으로 주식가치평가를 위한 요소로는 ① 자산가치, ② 수익가치, ③ 시장가치, ④ 계속기업가치, ⑤ 사업의 성격, ⑥ 당해 회사의 재무상태, ⑦ 배당실적, ⑧ 현금흐름(cash flow) 등이 거론된다. 이 가운데 특히 중요하게 다루어지는 것이 자산가치, 수익가치, 시장가치이다.

12) 최상우·전우수·김세영, 「기업금융과 M&A」(삼일인포마인, 1995), 466면.

13) 대법원은 비상장법인의 순자산가치를 평가함에 있어서는 당해 법인이 가지는 영업권이 당연히 포함되어야 한다고 한다. “이 사건 비상장주식을 발행한 펜타컴퓨터에는 영업권이 산출되지 아니하더라도 그 비상장주식을 평가하기 위하여 펜타컴퓨터가 전액 출자한 펜타시스템의 순자산가액을 평가함에 있어서는 … 펜타시스템의 영업권을 포함하여 계산함이 상당하다.”대판 2004.7.22, 2002두9322,9339, 대결 2006.11.24, 2004마1022 등.

14) 대법원은“… 장래에도 계속 성장할 것으로 예상되는 기업의 주식가격은 기준시점 당시 당해 기업의 순자산가치 또는 과거의 순이익가치를 기준으로 하여 산정하는 방법보다는 당해 기업의 미래의 추정이익을 기준으로 하여 산정하는 방법이 그 주식의 객관적인 가치를 반영할 수 있는 보다 적절한 방법이라고 할 것이다.”고

법', 미래의 순이익을 할인대상으로 하는 '순이익할인법', 미래의 영업현금흐름을 할인대상으로 하는 '현금흐름할인법' 등이 있으며, 현금흐름할인법이 가장 많이 사용된다.

수익가치평가법은 이론적인 측면에서는 가장 우수한 평가방법이다.<sup>15)</sup> 산업 및 영업 환경의 위험을 반영할 수 있고, 기업간 재무구조의 상이성이 자본비용에 반영되며, 추정만 정확하다면 어떤 단계에서도 평가가 가능하다는 장점을 가진다. 기업회생절차에서는 회생절차의 특성이 감안되어 미래의 수익흐름을 평가하는 현금흐름할인법이 채택되어 있다(대법원 회생사건의 처리에 관한 예규 9조 2항).<sup>16)</sup>

그러나 수익가치평가법은 가치정보로는 유용하지만 수요와 공급에 의하여 형성되는 가격정보는 제공하지 못하고, 추정과 가정의 불확실성으로 객관성이 부족하며, 평가방법이 복잡하여 검증가능성이 낮다는 단점이 지적된다. 수익가치평가법이 그 이론적 우수성에도 불구하고 보조적인 수단으로만 사용되는 이유는 미래의 현금흐름과 할인율을 추정하는 과정에서 평가자의 주관적인 판단이 개입될 여지가 크기 때문이다. 상증세법은 수익가치평가법의 단점을 보완하고 객관성을 부여하기 위하여 미래 수익률 추정치가 아닌 '과거의 수익률'<sup>17)</sup>을 기준으로 순손익가치를 산정하고 있다.

### 2.3 시장가치평가법

시장가치평가법은 시장메커니즘을 통해서 주식가치를 평가하는 방법을 말한다.<sup>18)</sup> 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하는 '주가기준평가법', 비슷한 기업의 주식평가사례를 기준으로 해당 기업의 주식가치를 평가하는 '상대가치평가법', 시장승수를 사용하는 '시장승수평가법' 등이 이 범주에 속한다.

주가기준평가법은 상장법인의 경우에 특히 유용하다. 거래소에서 거래되는 상장기업의 주가는 주가조작이나 관리종목지정 등 특별한 사정이 없는 이상, 해당 기업의 주식가치를 가장 정확히 반영한다고 볼 수 있다. 반면에 비상장기업의 경우에는 거래된 사례가 드물거나 거래되었다고 하여도 거래가격에 차이가 있거나 경영권 이전 등 특수한 상황에서 거래되는 경우가 많을 것이므로 시장거래가격이 정확한 주식가치를 반영한다

한다. 대판 2005.6.9, 2004두7153(대립정보통신사건). 이 사건의 평석은 전현정, "비상장주식의 매수가액 결정기준", 「대법원판례해설」 제63호(법원도서관, 2007. 7), 231면 이하.

15) 현금흐름할인법이 기업가치를 가장 정확히 반영한다는 견해가 많다. 안영철, "기업의 인수·합병시 기업가치 평가방법에 관한 검토(II)", 「월간조세」(조세통람사, 1996. 11), 109면.

16) 회생절차에서의 기업가치평가와 관련한 내용은 김성용, "회생절차에서의 기업가치평가", 「한국상사판례학회 104회 정기학술대회 자료집」(2010. 12), 7면 이하 참조.

17) 비상장주식의 가치는 1주당 순손익가치와 1주당 순자산 가치를 각각 3과 2의 비율로 가중평균한 가액으로 한다. 1주당 순손익가치 = 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액 ÷ 금융기관이 보증한 3년만기회사채의 유통수익률을 감안하여 기획재정부장관이 정하여 고시하는 이자율("순손익가치환원율")(상증세법 63조 1항 1호 다목, 동법 시행령 54조 1항).

18) 대법원은 "객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 가액을 평가할 것이다"(대판 2005.4.29, 2005도856 등)고 판시하고 있는데 이는 원칙적으로 시장가치평가법을 취한 것이다. 그러나 실제 분쟁이 발생하는 경우에는 객관적 교환가치가 없거나 이에 대한 다툼이 있는 경우가 대부분일 것이므로 자산가치평가법, 수익가치평가법 등이 사용되는 경우가 많을 것이다(대판 2005. 6.9, 2004두7153, 대판 2009.5.29, 2007도4949 등).

고 보기 어려운 경우가 많을 것이다.

상대가치평가법은 매출액, 순자산가치, 당기순이익 등이 유사한 비교대상기업을 선정 한 후, 그 기업의 주가와 비교하여 해당 회사의 주식가치를 평가하는 방법이다. 주식가치의 산정과정에서 특별한 추정이나 가정을 필요로 하지 않고 유사기업의 주가와 재무제표를 활용하여 비교하는 것이므로 쉽게 사용할 수 있다.<sup>19)</sup> 다만 시장이 협소한 우리나라에서는 유사기업을 선정하는 것이 어렵고, 시장의 효율성이 낮은 경우에는 유사기업의 주가 자체도 부적절한 경우가 많을 것이다.

시장승수평가법은 해당 업종에 통용되는 특정한 수치를 활용하여 주식가치를 평가하는 방식이다. 미국과 같이 M&A가 빈번히 일어나는 시장에서는 기업거래에 있어서도 상품과 같은 가격결정의 메커니즘이 형성된다. 예를 들어 유통회사의 경우 연간 매출액 규모가 기업의 매매가격으로 통용되고, 케이블TV회사의 경우 가입가구수에 일정한 배율을 곱한 금액이 해당 기업의 가치로 인정되기도 한다. 업종에 따라서는 순이익에 일정액을 곱한 금액이 해당 기업의 가치로 인정되기도 한다.

### III. 각국의 입법례 및 운용사례

#### 1. 우리나라

우리나라에서는 상법, 자본시장법, 상중세법 등에서 주식가치평가방법을 규정하고 있다. 아래에서는 주식가치평가에 관한 주요 법령 및 판례의 내용을 살펴본다.

##### 1.1 법령

###### 1.1.1 상법

합병 등에 반대하는 주주는 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다(상 374조의2 1항). 주식의 매수가격은 주주와 회사간의 협의에 의하여 결정하며 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 법원에 매수가액의 결정을 청구할 수 있다. 법원이 주식의 매수가액을 결정하는 경우에는 회사의 재산상태 그 밖의 사정을 참작하여 ‘공정한 가액’으로 산정하여야 한다(동조 3-5항).

합병 등 반대주주의 주식매수청구시에 있어서 ‘공정한 가액’은 주식가치평가에 있어서 가장 기본적인 개념이며, 지정된 자에 대한 매도가액의 결정(상 335조의6), 소수주식의 강제매수가격(2011.3.10. 개정상법 360조의24), 이사와 통모하여 현저하게 불공정한 발행가격으로 주식을 인수한 자의 책임(상 424조의2), 주식의 포괄적 교환에 반대하는 주주의 주식매수청구(상 360조의5), 합병에 반대하는 주주의 주식매수청구(상 530조 2항) 등의 경우에도 준용될 수 있다.

19) 대법원은 유선방송사인 은평방송의 주식매수가격을 결정함에 있어서, 비슷한 시기에 주식매매가 이루어진 관악방송, 서초종합유선방송 등 다른 유선방송회사의 주식매매가격을 참고할 수 있음을 내비치고 있다. 대결 2006.11.24, 2004마1022.

### 1.1.2 자본시장법

자본시장법은 주식매수가격의 산정에 대한 상법의 특례를 규정하고 있다. 당사자간에 협의가 이루어지지 아니하는 경우 주식의 매수가격은 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하되(자본시장법 165조의5 3항), 주권상장법인간<sup>20)</sup> 합병에서는 거래소 주가를 기준으로 하고(동법 시행령 176조의5 1항), 주권상장법인과 주권비상장법인간<sup>21)</sup> 합병에서는 자산가치, 수익가치, 상대가치 등을 고려하여 주식매수가격을 결정한다(동법 시행령 176조의5 2항). 그러나 해당 법인이나 주주가 그 매수가격에 대하여도 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다(동법 165조의5 3항).

### 1.1.3 상속세 및 증여세법

상증세법은 유가증권시장에서 거래되는 주식 및 출자지분은 한국거래소의 시세에 의하여 평가하도록 하고 있다(상증세법 63조 1항 1호 가목). 코스닥시장상장법인의 주식 및 출자지분 중 대통령령으로 정하는 주식 및 출자지분에 대해서는 이를 준용한다(동호 나목).

한국거래소에 상장되지 아니한 주식 및 출자지분은 순손익가치와 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중평균하여 산정한다. 다만 부동산 과대보유법인의 경우에는 1주당 순손익가치와 순자산가치의 비율을 각각 2와 3으로 한다(동법 63조 1항 1호 다목, 령 54조 1항). 불확정한 수치인 미래의 현금흐름을 추정하는 대신, 과거 3년간의 순손익액의 가중평균수치를 사용함으로써 객관적으로 드러난 수치를 이용하는 것이다.

### 1.1.4 기업회계기준

기업회계기준서에서는 시장성 있는 유가증권은 시장가격<sup>22)</sup>을 공정가액<sup>23)</sup>으로 본다(유가증권에 관한 기업회계기준서 21조). 신주인수권부사채와 같이 복합적인 성격을

20) 주권상장법인간 합병에서는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음, (1) 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일의 종가를 산술평균한 가액과 (2) 최근일의 종가 중 낮은 가액으로 한다(자본시장법 시행령 176조의5 1항, 176조의7).

21) 주권상장법인과 주권비상장법인간 합병에서는 다음과 같이 계산한다. 주권상장법인에 대해서는 주권상장법인간 합병의 경우와 같은 가격으로 하되, 다만 그 가격이 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 할 수 있다(동법 시행령 제176조의5 1항 2호 가목). 주권비상장법인에 대해서는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액과 상대가치의 가액을 산술평균한 가액으로 한다(동법 시행령 176조의5 1항 2호 나목). 상세한 계산방식은 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-13조(합병가액의 산정기준), 동 시행세칙 제5조(자본가치), 제6조(수익가치), 제7조(상대가치) 등 참조.

22) 시장가격은 공신력 있는 거래시장에서 형성된 가격을 말한다(기업회계기준서 8호 유가증권 4조 (카)호). 관련 자료는 한국회계기준원 홈페이지(<http://www.kasb.or.kr> 2011.2.10. 방문)에서 찾아볼 수 있다.

23) 공정가액은 유가증권을 소유하는 기업이 계속 존속한다는 가정 하에 성립하는 가격이다. 따라서 청산이나 주요 사업의 중단에 따라 강요되거나 불리한 조건의 매각거래에서 형성되는 가격은 공정가액으로 볼 수 없다. 그러나 현금을 확보하기 위하여 유가증권을 시급히 처분하여야 하는 상황과 같이 유가증권 보유기업의 재무적 상황이 공정가액의 결정에 영향을 미치는 경우도 있으며, 이러한 경우 처분가액은 공정가액으로 볼 수 있다(동 기준서 25조).

가지는 유가증권의 경우에는 유가증권 전체에 대한 시장가격이 없더라도 일반사채부분과 같은 유가증권의 일부분에 대한 시장가격이 존재한다면 그 가격에 근거하여 유가증권 전체의 공정가액을 추정할 수 있다(동 기준서 27조).

## 1.2 판례

우리나라 판례는 주로 비상장주식의 매수가액에 관한 것이지만, ‘객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우’와 그렇지 아니한 경우로 나누어서 판단하고 있다. 아래에서는 판례의 개요를 분석한다. 자세한 내용은 IV. 주요 쟁점별 검토에서 살펴본다.

### 1.2.1 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우

판례는 “... 비상장주식을 거래한 경우에 있어서 그 시가는 그에 관한 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 가액을 평가하여야 한다”(대판 2005.4.29, 2005도856, 대판 2005.10.28, 2003다69638, 대결 2006.11.23, 2005마958 외 다수)는 입장이다. 다만 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있더라도, 거래시기, 거래경위, 거래후 회사의 내부사정이나 경영상태의 변화 등 비추어 그러한 거래가격만으로 비상장주식의 공정한 매수가액을 결정하기가 어려운 경우에는 거래가액을 합리적인 기준에 따라 조정하여 공정한 가액을 산정할 수 있다고 한다(대결 2006.11.23, 2005마958 등).

여기서 정상적인 거래의 실례가 무엇을 의미하는지가 명확치 않으나 시장에게 거래되는 가격, 즉 시장가치를 의미한다고 볼 것이다. 다만 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례이어야 하므로 모든 시장가치를 의미하기 보다는 수요와 공급이 정상적으로 작동되는 시장에서 형성되는 ‘신뢰성 있는 시장가치’를 뜻한다고 볼 것이다.

이에 대하여 시장가치는 투기적 요인에 의하여 영향을 받을 뿐만 아니라, 매도인과 매수인의 기업가치에 관한 정보의 부족, 회사경영진의 사전적인 주가조작 등 기업의 실질가치와는 무관한 사정에 의하여 쉽게 변동할 수 있다는 비판<sup>24)</sup>이 있다. 공개매수에서 높은 프리미엄이 붙는 것이 상식화된 오늘날 주식의 시장가격에 집착하는 것은 부당하다는 견해<sup>25)</sup>도 있다.

그러나 이러한 비판은 자산가치법 또는 수익가치법을 선택하는 경우에도 적용된다. 자산가치법이나 수익가치법은 장부상의 기재나 평가자의 주관적 판단에 의해서 크게 좌우될 우려가 있기 때문이다. 따라서 시장가격이 왜곡되었다고 볼 수 있는 특별한 사정이 없는 이상, 수요와 공급을 통해서 시장에서 형성되는 시장가치를 최대한 존중할

24) 권기범, “현행 주식매수청구권제도의 개선방향,” 「상장협」 제41호(한국상장회사협의회, 2000), 79, 84면.

25) 김건식, “미국회사법상 반대주주의 주식매수청구권,” 「법학」 제34권 3·4호(서울대 법학연구소, 1993. 12), 122면.

필요가 있다.<sup>26)</sup> 자본시장법, 상증세법, 기업회계기준 등에서 상장증권이나 출자지분의 주식가치평가에 있어서 거래소 거래가격을 기준으로 하는 것도 이러한 맥락이다.

### 1.2.2 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 없는 경우

판례는 “... 만일 (객관적인 교환가치가 반영된) 정상적인 거래의 실례가 없는 경우에는, 보편적으로 인정되는 여러 가지 평가방법들을 고려하되 그러한 평가방법을 규정한 관련 법규들은 각 그 제정목적에 따라 서로 상이한 기준을 적용하고 있음을 감안할 때 상증세법 등 어느 한 가지 평가방법이 항상 적용되어야 한다고 단정할 수는 없고, 거래 당시 당해 비상장법인 및 거래당사자의 상황, 당해 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 합리적으로 판단하여야 할 것이다” (대판 2005.4.29, 2005도856, 대판 2009.5.29, 2008도9436 외 다수)고 판시하고 있다.

판례는 사정에 따라서는 어느 한 가지 평가방법을 기준으로 하고 나머지 방법은 산정에서 배제하기도 한다.<sup>27)</sup> 기준이 되는 주식가치평가방법은 기업의 특성에 따라 다를 수 있다. 예컨대 자산 중 부동산이 차지하는 비중이 큰 기업의 주식가치는 자산가치에 대해서 가중치를 둘 수 있다. 통신, 방송, 유통, 첨단 IT업종에 종사하는 기업의 경우에는 미래의 수익가치에 가중치를 부여할 수 있다.<sup>28)</sup> 브랜드, 기술, 노하우, 인적 자원, 기업문화 등의 무형자산들의 비중이 큰 기업의 경우에는, 자산가치 보다는 수익가치에 의한 방법이 적절할 수 있다.<sup>29)</sup> 미래의 수익가치 추정이 어렵다면, 경우에 따라서는 과거의 수익가치의 수치를 사용할 수도 있을 것이다(상증세법 시행령 제54조 제1항 참조).

이와 관련하여 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례에 이를 정도는 아니지만 거래의 실례가 있는 경우에 이를 산정요소에 포함시킬 것인지가 문제된다. 객관적 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례로 볼 수 없는 경우이므로 자산가치와 수익가치를 중심으로 주식가치를 판단하면 된다는 견해가 있을 수 있고, 객관적인 교환가치가 반영되었다고 보기는 어렵더라도 거래의 실례는 있는 것이므로 이를 주식가치의 산정에 반영할 수 있다는 견해가 있을 수 있다. 사건으로는 거래의 실례를 주식가치의 산정에 반영할 수 있다고 생각한다. 판례의 취지는 객관적 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 없는 경우에는 제반 요소를 종합적으로 고려하여 합리적으로 주식가치를 판단하여야 한다는 의미이지, 거래의 실례, 즉 해당 주식의 시장가치를 평

26) 김병연 교수는 시장이 형성되어 있으면 시장가치를 기준으로 하고, 시장이 형성되어 있지 않으면 자산가치와 수익가치를 중심으로 하여 다른 요소를 같이 고려하면 될 것이라고 한다. 김병연, “주식매수청구권제도의 개선에 관한 연구,” 「상장협」 제48호(상장협, 2003. 9), 52면.

27) “당해 사건에서 미래의 수익가치를 산정할 객관적인 자료가 제출되어 있지 않거나, 수익가치가 다른 평가방식에 의한 요소와 밀접하게 연관되어 있어 별개의 독립적인 산정요소로서 반영할 필요가 없는 경우에는 주식매수가액 산정시 수익가치를 고려하지 않을 수 있다” 대결 2006.11.23, 2005마958(대우전자 사건).

28) “... 장래에도 계속 성장할 것으로 예상되는 기업의 주식가격은 기준시점 당시 당해 기업의 순자산가치 또는 과거의 순순익가치를 기준으로 하여 산정하는 방법보다는 당해 기업의 미래의 추정이익을 기준으로 하여 산정하는 방법이 그 주식의 객관적인 가치를 반영할 수 있는 보다 적절한 방법이라고 할 것이다” 대판 2005.6.9, 2004두7153(대림정보통신 사건)

29) 동지 : 경응수, “기업가치평가 사례연구,” 「감정평가」 제44호(2001. 6.), 20면.

가요소에서 제외하여야 한다는 의미는 아니기 때문이다.

### 1.3 소결

앞서와 같이 상법, 자본시장법, 상증세법 등에서는 주식가치평가방법을 상세하게 규정하고 있다. 그러나 상세한 규정에도 불구하고 현실적으로는 법원의 판단이 매우 중요하다. 주식가치평가의 속성상 제정법에서 아무리 상세하게 규정해 두어도 분쟁이 발생하는 경우에는 법원의 최종적인 판단이 불가피하기 때문이다. 이러한 사정은 외국에서도 비슷하다.

사건으로는 ‘객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우’와 그렇지 아니한 경우로 나누어서 판단하는 판례의 태도에 원칙적으로 찬성한다. 다만 객관적 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 의미하는 바가 명확치 않으나 수요와 공급이 정상적으로 작동되는 시장에서 신뢰성 있게 형성되는 거래가격(“신뢰성 있는 시장가치”)을 의미한다고 볼 것이다. 상세한 내용은 IV. 주요 쟁점별 검토에서 살펴본다.

## 2. 미국

### 2.1 모범회사법

미국 모범회사법(MBCA)은 주식매수시에 ‘공정한 가치(fair value)’<sup>30)</sup>를 지급하도록 하고 있다.

주식의 공정한 가격이라 함은 “(i) 주주가 반대하는 회사 행위의 효력이 발생하기 직전을 기준으로, (ii) 해당 거래 상황과 유사한 사업에 대해서 일반적으로 채택되고 있는 통상적이고 통용되는 가치평가의 개념과 기법을 사용해서, 그리고 (iii) 해당 주식에 대한 시장성의 부족 또는 소수주식이라는 이유로 가치를 평가절하 하지 않은 채, 결정되는 해당 회사 주식의 가격이다.” (MBCA § 13.01(4)). 회사는 주주로부터 매수청구를 받은 날로부터 30일 내에 스스로 ‘공정한 가격’에 발생한 이자를 더하여 주주에게 지급하여야 한다(MBCA § 13.24(a)).<sup>31)</sup>

### 2.2 델라웨어 블록방식

30) 김병연 교수는 공정한 가치(fair value)와 공정한 가격(fair price)을 구분하여 서술하고 있다. “시너지효과를 가져올 수 있는 회사행위가 있는 경우에 주식매수청구권이 행사되었다면 회사의 현재가치에 중점을 두는 ‘Delaware Block Approach’ 보다는 Weinberger 판결의 입장을 따라서 공정한 가치(fair value)가 아닌 공정한 가격(fair price)을 산정하여야 한다. 미국의 판례들은 Weinberger 판결 이후 이 두 가지 개념을 분명히 구별하고 있으며 입법론적으로 고려할 만한 것이라고 본다.” 김병연, 앞의 논문, 48-49면. 이 주장은 입법론적으로 고려할만 하다. 다만 우리나라에서는 공정한 가액(또는 공정한 가격)이라는 용어가 일반적으로 통용되고 있는 점에 비추면, 굳이 구분하여 사용하는 것은 혼란을 초래할 우려가 있다. 주식의 단순한 현재가치가 아닌 시너지 효과 등을 반영하는 용어를 사용할 필요가 있다면, 이를 반영하는 주식평가방법을 선택하거나 아니면 주식평가방법의 판단요소에서 그러한 요소를 반영하면 될 것이다.

31) 회사는 스스로 평가한 매수가격을 지체 없이 지급하여야 하며, 지급액에 대한 이권이 있다고 하여도 이를 이유로 지급을 연기할 수는 없고, 법원의 매수가격결정을 기다릴 수 없다. ABA, MBCA : Official Text with Official Comment and Statutory Cross-references Revised through June 2005(ABA, 2005), p. 13-37.

미국 모범회사법은 각주 회사법의 통일을 위한 모범으로 제시된 것이며 강제력은 없다. 따라서 주식가치평가에 있어서는 각주의 회사법과 판례가 중요한 역할을 한다.

델라웨어주 대법원을 비롯한 많은 주 법원에서는 주식매수가격 등을 산정할 때 델라웨어 블록방식(Delaware block approach)을 채택하여 왔다. 델라웨어 블록방식은 기업의 자산가치, 수익가치,<sup>32)</sup> 시장가치<sup>33)</sup>의 3가지 요소를 적절히 가중평균하여 주식가치를 평가하는 방식이다. 법원은 당해 사건의 특성을 종합적으로 고려하여 자산가치, 수익가치, 시장가치 중 어디에 가중치를 부여할지를 결정한다.

델라웨어 블록방식에 대해서는 평가요소의 하나인 자산가치의 개념 자체가 청산가치(liquidation value)와 유사할 수밖에 없으므로 계속기업을 전제로 하는 주식가격 산정 방식으로는 적절치 않고,<sup>34)</sup> 과거 수익률을 근거로 하는 수익가치 측정 방식 역시 장래 수익이 보다 중요한 기업현실에 맞지 않으며,<sup>35)</sup> 소수주주에게 불리한 지표에 가중치가 부여될 가능성이 높아서 소수주주에게 불리한 결과가 나올 가능성이 높고,<sup>36)</sup> 다양한 결과가 모두 타당한 것으로 받아들여질 가능성이 높은 점<sup>37)</sup> 등이 문제점으로 지적되고 있다.

### 2.3 와인버거 판결

델라웨어 대법원은 1983년 이른바 와인버거 판결<sup>38)</sup>에서 “... 델라웨어 블록방식은 법원 및 기업사회에서 일반적으로 승인되고 있는 평가기법을 배척하는 한 시대에 뒤떨어진 것이다. ... 델라웨어주 회사법 제262조의 취지를 완전히 살리기 위하여 보다 자유롭고, 덜 경직되고 덜 도식화된 평가방법을 채택하는 바이다. ... 법원은 ‘전문가들 사이에서 인정되는 새로운 주식가치평가기법’을 자유롭게 받아들일 수 있다”고 하였다.<sup>39)</sup> 이는 자산가치, 수익가치, 시장가치의 3 요소 이외에도 가격에 영향을 미칠 수 있는 모든 요소들을 종합적으로 고려하여 주식가치평가를 할 수 있다는 취지이다.

델라웨어 대법원의 이러한 입장은 그 후의 판례들<sup>40)</sup>에서도 유지되고 있으며, 적어도 델라웨어주 회사법상의 주식매수가격 산정에 있어서는 결정적인 해석원리로 인정받고 있다.<sup>41)</sup> 특히 현금흐름을 현재가치로 할인하는 현재가치할인법, 비슷한 규모의 경쟁사

32) 자산가치는 회사의 보유자산을 시가로 평가한 후 부채를 공제하여 계산한다. 수익가치는 회사의 수익력을 측정하는 것으로서 통상 과거 5년간의 평균수익을 기준으로 산출한다. David Cohen, Comment, Valuation in the Context of Share Appraisal, 34 Emory L. J. 117, 138 (1985).

33) 시장가치는 거래가 활발하게 이루어지는 주식인 경우에는 일정기간 동안의 거래가격에서 외부요소를 제거하는 방식으로 평가하고, 이러한 거래가 없는 주식의 경우에는 가상시장에서의 거래가격을 추정하는 방식으로 평가한다. Alexander Khutorsky, Coming in from the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions, 1997 Colum. Bus. L. Rev. 133, 144-45 (1997).

34) David Cohen, op. cit., at 135.

35) Id., at 139.

36) Elmer J. Schaefer, The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock, 55 S. Cal. L. Rev 1031, 1039-1040 (1982).

37) Alexander Khutorsky, op. cit., at 144-145.

38) Weinberger. v. UOP, Inc, 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

39) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712-13 (Del. 1983).

40) Kahn v. Household Acquisition Corp., 591 A. 2d 166, 174 (Del.1991); Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A. 2d 289, 297 (Del. 1996).

와 비교하는 상대가치평가법 등 다양한 주식가치 평가방식들이 이용되고 있다.<sup>42)</sup> 다만 와인버거 판결은 전통적인 델라웨어 블록방식의 채택을 거부하는 것은 아니라는 사실은 주의해야 한다. 와인버거 판결은 주식가치평가를 위해서는 적절한 방식을 사용할 수 있다는 것이지, 전통적인 델라웨어 블록방식의 채택을 금지하는 것은 아니기 때문이다. 델라웨어 블록방식을 적용하는 사례도 여전히 많다고 한다.<sup>43)</sup>

### 3. 일본

일본에서는 상장회사, 비상장회사를 불문하고 회사법이 적용되지만(일본 회사법 제 116조 제1항, 제785조 등), 상장주식과 비상장주식의 차이를 주목하고 양자를 구분하여 주식가치를 평가하려는 것은 우리나라와 비슷하다.

#### 3.1 비상장주식

비상장주식에 대해서는 자산가치, 수익가치, 유사업종비교방식 등 다양한 평가방식들이 제시되고 있는데 통설이라고 볼 만한 것은 없어 보인다.

하급심 판결례는 특정한 주식가치 평가방식을 선호하기 보다는 여러 가지 요소를 기업의 특성에 따라 가중치를 달리하여 평균한 다음 비상장주식의 가액을 산정하는 경향이다. 다만 상속세 및 증여세의 산정에 적용되는 유사업종비교방식을 따르는 사례가 압도적으로 많다고 한다.<sup>44)</sup> 그러나 최근에는 시장가치만으로 결정하는 사례가 증가하는 추세에 있다.

#### 3.2 상장주식

상장주식에 대해서도 비상장주식과 같이 모든 요소를 종합적으로 고려하자는 입장이 다수인 것처럼 보인다.<sup>45)</sup>

그러나 상장주식의 경우에는 시장가치, 특히 거래소 주가가 있는 경우에는 이를 기준으로 하자는 견해가 유력해지고 있다.<sup>46)</sup> 판례에서도 상장주식에 대해서는 증권시장의 주가를 가장 신뢰할 수 있는 것으로 보아 거래소 주가를 기준으로 하는 경우가 많

41) Justin B. Wineburgh, Commentary: Recent Developments in Delaware Corporate Law: Cede & Co. v. Technicolor, Inc.: Appraising Dissenters' Shares: The "Fair Value" of Technicolor, 22 Del. J. Corp. L., 293-294 (1997).

42) Barry M. Wertheimer, The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value, 47 Duke L. J. 613, 628 (1998).

43) Id.

44) 龍田節, 「會社法」(1999), 202頁. 이에 대해서는 안이하게 세무행정상의 방식에 너무 의존하는 경향이 있다는 비판이 제기되고 있다. 竹内昭夫松下滿雄, “企業の合併と分割,” 「現代企業法講座(第3卷): 企業運營」(東京大學出版會, 1985. 6), 436頁.

45) 服部/星川, 「會社法」(1991), 263頁; 鈴木/竹内, 「會社法」第3版(1994), 252頁; 江頭憲治郎, 合併發表後に取得した株式の買取價格, 「會社 判例百選」第6版(1998), 179頁; 江頭憲治郎, 株式の平價, 「別冊ジュリスト」第80號(1983. 4), 212頁.

46) 渋谷光子, “株式買取請求における買受價格の決定: いわゆる類似會社比準法と純資産價格法による算出價格の平均値を用いた例,” Jurist No. 675( Oct. 1978), 139頁; 江頭憲治郎, 「株式會社法」(有斐閣, 2006), 747頁.

이 보인다.<sup>47)48)</sup>

#### 4. 독일

독일의 학설과 판례는 수익가치를 가장 중요한 요소로 하면서, 경우에 따라서는 자산가치, 청산가치 등 기타의 요소들을 종합적으로 고려하여 주식가치를 산정한다.<sup>49)</sup> 수익가치를 중시하되 청산가치를 기업가치의 하한으로 보아야 한다는 견해<sup>50)</sup>와 시장가치를 하한으로 보아야 한다는 견해<sup>51)</sup>가 유력하게 주장되고 있다. 다만, 시장가치에 대하여는 적대적이어서, 이를 주식가치산정에서 고려하는 사례는 극히 드물다고 한다.<sup>52)</sup>

각국의 역사적, 철학적 배경도 주식가치 평가방법의 선택에 영향을 미칠 수 있다. 독일의 경우에는 시장가격 보다는, 법원이 제반 사정을 종합하여 해당 주식의 가치를 산정할 수 있다는 믿음이 강한 듯하다. 반면에 일본의 경우에는 시장에서 형성되는 가격, 특히 상장법인의 경우에는 거래소 주가를 가능한 신뢰하자는 경향이 강한 듯하다.

### IV. 주요 쟁점별 검토

#### 1. 주식매수청구권과 공정한 주식매수가격

##### 1.1 의의 및 기능

주식매수청구권 (appraisal right)<sup>53)</sup>은 주주총회에서 주주의 이익에 중대한 영향을

47) 동경지방법판소는 1983년 신청인이 거래소 주가, 즉 시장가격에 의해서 주식매수를 청구하였고, 피신청인은 M&A 발표 등 투기적 요인에 의해서 거래소 주가가 지나치게 상승되어 기준으로 삼기에는 부적합하다고 주장한 사건에서, 비상장주식에 적용되는 배당환원법, 수익환원법, 순자산가치법, 유사업종비교방식 등은 상장주식의 평가에는 적절하지 않으며, 거래소 주가가 주식이 가지는 실질적인 기업가치를 투영시켜 가장 신뢰할 수 있는 가격이라고 하였다. 동법원은 투기적 요인에 의해서 영향을 받은 부분을 확실하게 제거하는 것은 사실상 곤란하고, 거래소 주가 자체에 기업의 실질적 가치와 투기적 부분이 포함되어 있다고 판단하였다. 다만, 거래소 주가를 최대한 존중하려면 일정기간 시장가격의 평균가격을 공정한 가격(公正ナル價格)으로 하는 것이 타당하다고 보았다. 東京地裁 昭和 58.2.10. 昭和 五七(七) 三九二号 株式買取價格決定.

48) “본건 주식과 같이 도쿄증권거래소 제1부에 상장되어 있는 주식에 있어서는, 가격조작을 목적으로 하여 부정 한 수단이 사용되는 등 일반적인 거래 이외의 요인에 의해 영향을 주어졌다고 인정할 특별한 사유의 없는 한, 거래소 주가를 기초로 그 교환가격을 산정하는 것이 상당하다.” 東京地裁 昭和 60. 11. 21. 昭和 昭 六〇(七) 一五六号 株式買取價格決定.

49) 독일 주식법(Aktien gesetz) 제305조, 기업재편법(Umwandlungs gesetz) 제29조에서는 주식회사 등에 관한 합병계약이나 지배계약 등 일정한 회사계약을 체결하는 경우에 이에 반대하는 주주들로 하여금 현금 등의 대가를 받고 당해 회사법률관계에서 탈퇴할 수 있도록 하고 있다. Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 2002, S. 950f., 1475ff. 권기범, 앞의 논문, 55면에서 재인용.

50) B. Grossfeld, a.a.O., S.220; M. Lutter, in: Lutter (Hrsg.), UmwG, §5, Rn.23; H. Dehmer, UmwG, §5, Rn. 21. 권기범, 앞의 논문, 78면, 각주 93에서 재인용.

51) Ammon, FGPrax. 1998, S.121 ff. 권기범, 앞의 논문, 78면, 각주 94에서 재인용.

52) 권기범, 「기업구조조정법」(삼지원, 2002), 118면.

53) 주식매수청구권은 우리나라에서 1982년 증권거래법 개정 당시 상장회사에 대하여 도입되었다가, 1995년 상법전에 도입됨으로써 회사법의 일반적인 제도가 되었다. 현행 상법상으로는 영업양도 등 반대주주의 주식매수청구권(상 374조의2), 합병 등 반대주주의 주식매수청구권(상 522조의3, 상 530조의11 2항), 주식의 포괄적

미치는 일정한 사항을 다수결로 결의한 경우에 그 결의에 반대하는 주주가 회사에 대하여 자기 소유의 주식을 공정한 가격으로 매수할 것을 청구할 수 있는 권리를 말한다.

주식매수청구권은 합병 등 회사의 의사결정에서 자신의 뜻을 포기할 수밖에 없는 소수주주들이 회사에서 탈퇴하는 방법으로 인정되어 온 것으로서 지배주주의 횡포로부터 소수주주를 보호하는 기능을 한다.<sup>54)</sup> 주식매수청구권은 소수자 보호의 법리에서 비롯된 것이지만, 회사나 지배주주의 입장에서 보면 합병 등에 반대하는 주주를 회사에서 탈퇴시키는 기능을 하는 점도 있어서 지배주주와 소수주주의 이해관계를 조정하는 기능 역시 가진다.<sup>55)</sup>

### 1.2 법원의 권한과 역할

주주와 회사간에 주식매수가격에 대한 협의가 이루어지지 않는 경우에는 합병 등에 반대하는 주주는 법원에 매수가액의 결정을 청구할 수 있고, 법원은 회사의 재산상태 등을 참작하여 ‘공정한 가액’으로 이를 산정하여야 한다(상 374조의2). 이는 상장법인의 경우에도 마찬가지이다(자본시장법 165조의5 3항).

구증권거래법에서는 금융위원회의 조정절차를 거치도록 하고 있었으나(구증거법 191조 3항), 자본시장법은 바로 법원에 주식매수가격의 결정을 신청할 수 있도록 하였다(자본시장법 165조의5 3항). 금융위가 분쟁해결 전문기관이 아니고 법원의 절차와 중복된다는 비판을 수용한 것이다.

미국, 일본에서도 당사자 간의 협의(private negotiation)를 우선시키되, 협의가 이루어지지 않은 경우 법원이 결정하도록 하는 2단계의 구조를 취하는 경우가 많다. 이는 제정법에서 아무리 상세하게 주식평가방식을 규정하더라도 주식매수가액에 대한 법원의 최종적인 판단이 불가피한 ‘공정한 가액’ 결정의 속성을 반영한 것이다.

### 1.3 소결

주식가치평가와 공정한 가액의 결정에는 현실적으로 법원의 판단이 매우 중요하다. 주식가치평가의 속성상 제정법에서 아무리 상세하게 규정하여도 분쟁이 발생하는 경우에는 법원의 최종적인 판단이 불가피하기 때문이다.

사건으로는 ‘객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우’와 그렇지 아니한 경우로 나누어서 판단하는 판례의 태도에는 원칙적으로 찬성한다. 다만, 여기서 객관적 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 무엇을 의미하는지가 명확

교환 등 반대주주의 주식매수청구권(상 360조의5, 360조의22) 등이 인정되어 있다. 그밖에 자본시장법 제 165조의5, 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제12조 제7항 내지 제9항, 금융지주회사법 제62조의2 제3항 등에서도 주식매수청구권이 인정되고 있다.

54) Bayless Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy : An Essay for Frank Coker, 72 Yale L. J. 223(Dec. 1962), pp. 228-229; 이철송, 앞의 책, 480면; 홍복기, 앞의 책, 273면 외 다수.

55) ‘소수주주의 보호’ 및 ‘다수주주와 소수주주의 이익의 조화’라는 주식매수청구권의 기능과 목적은 주식매수가격의 결정에 있어서도 기본적으로 고려되어야 할 사항이라고 한다. 崎田直次, 「株主の權利 - 法的地位の總合分析」(中央經濟社, 1991), 433頁.

하지가 얇으나, 수요와 공급이 정상적으로 작동되는 시장에서 신뢰성 있게 형성된 거래가격(“신뢰성 있는 시장가치”)을 의미한다고 볼 것이다(본문 III. 1.2 참조). 가능한 시장에서 형성되는 시장가치를 존중하자는 취지이다.

다만 구체적인 주식매수가액이나 발행가격의 공정성을 판단함에 있어서는 특정 사건의 사정을 반영하여 어느 정도 미시적인 조정은 불가피할 것이다. 그러나 판례가 비상장주식의 경우에 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있더라도 거래 시기, 거래경위, 사정변화 등에 비추어 거래가액을 합리적으로 조정하여 공정한 가액을 산출할 수 있다(대결 2006.11.23, 2005마958 등)는 취지로 지나치게 유연한 입장을 취하는 것에는 의문이 있다. 공정한 가액의 결정이라는 분쟁의 속성을 이해하지 못할 바는 아니지만, 명확한 기준이 없이 해당 사건의 구체적인 사정을 지나치게 반영하는 것은 곤란하기 때문이다.

## 2. 상장주식의 주식가치평가

### 2.1 상장주식의 특수성

상장법인은 이미 많은 시장정보가 시장에 나와 있으며 많은 사람들이 관심을 가지고 있기 때문에 그 주식가치를 평가하는 것이 상대적으로 쉬운 것처럼 보인다. 그러나 상장회사는 그 규모와 사회·경제적으로 미치는 영향력이 크고, 전환사채 등 주식과 채권의 성질을 겸유하는 복합적인 증권이 발행되는 경우가 많기 때문에 쉽게만 생각할 일은 아니다. 다만 이 단락에서는 전형적인 주식에 한정해서 논의한다.

상장주식은 비상장법인의 주식과는 달리 거래소를 통해서 대규모로 주식이 거래되고 상대적으로 신뢰성이 있는 시장가격이 형성되어 있다는 특징이 있다.<sup>56)</sup> 주식가치평가에 있어서 평가자의 주관이 반영될 소지가 크다는 우려를 감안하면, 대량·반복적인 거래를 통해서 형성되는 거래소 주가가 가지는 의미는 매우 중요하다. 상장주식의 이러한 특성을 감안할 때, 공정한 매수가액 등을 산정함에 있어서 앞서 살펴본 비상장법인의 주식가치평가방법을 그대로 적용할 것인지,<sup>57)</sup> 아니면 거래소 주가를 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례로 보아서 거래소 주가를 기준으로 할 것이냐가 문제된다. 이에 대해서는 견해가 나뉠 수 있다. 아래에서는 각 입장에 대한 논거를 살펴본다.

56) 상장주식의 특성 때문에 상장회사의 주주에 대해서는 주식매수청구권을 부여할 필요가 있는지의 의문도 제기된다. 그러나 상장회사의 주주에게도 주식매수청구권을 인정할 필요가 있다는 견해가 많다. 그 이유는 ① 회사에 남기를 원하였으나 합병 등으로 부득이하게 주식을 매도하는 경우 이를 증권시장의 거래가격에 팔기는 것은 부당하고, ② 설사 증권시장이 주가를 공정하게 반영하더라도 반대주주들의 주식보유량이 너무 커서 그 처분에 의하여 증권시장이 위축되어 거래소 주가가 급락할 가능성이 있으며, ③ 주식매수청구권은 당해 회사 경영진에 대한 견제장치로서의 역할도 하기 때문에 이를 인정할 필요성이 있다고 한다. Melvin Aron Eisenberg, *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking*, 57 Calif. L. Rev. (Jan. 1969), pp. 82-85.

57) 판례는 “...비상장주식을 거래한 경우에 있어서 그 시가는 그에 관한 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 가액을 평가하여야 한다”(대판 2005.4.29, 2005도856 외 다수)는 입장이다.

## 2.2 거래소 주가를 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례로 볼 것이 라는 견해

상장주식은 거래소 주가를 객관적 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례로 보아서 주식가치를 산정해야 한다는 견해가 있을 수 있다. 이에 대한 논거들은 다음과 같다.

첫째, 상법은 ‘공정한 가액’으로 주식매수가액을 결정하지만(상 374조의2), 상장법인에 적용되는 자본시장법은 증권시장의 거래가격을 기준으로 주식매수가액을 산정하도록 명시적으로 규정하고 있다(자본시장법 165조의5 3항, 동법 시행령 176조의5). 그럼에도 불구하고 상장주식에 대해서 비상장주식과 같은 기준을 동일하게 적용한다면 이는 자본시장법의 입법취지를 무시하는 것이다.

둘째, 거래소 주가는 그 실질가치가 충분히 반영될 수 있도록 각종 제도적 장치를 마련하고 있고, 투자자에게 피해를 입힐 우려가 있는 경우에는 거래정지, 관리종목지정 등을 통해서 관리되고 있다. 이는 거래소 주가의 신뢰성을 담보하는 것이다. 일부 부정확한 측면이 있더라도 자본시장의 건전한 발전을 위해서는 최대한 거래소 주가를 존중하고 신뢰할 필요가 있다.

셋째, M&A 소문, 불공정거래 등 거래소 주가에 투기적 요소가 반영될 수 있다는 우려가 있지만, 거래소 주가 중 어느 정도가 투기적 요인이나 정보의 비대칭에 의해서 왜곡되었는지는 사실상 파악하기 어렵다.<sup>58)</sup> 이는 다른 평가방법에 의하는 경우에도 마찬가지이다. 설령 자산가치, 수익가치 등 제반 요소를 반영하여 주식가치를 산정하더라도 투기적 요소들이 반영되는 것을 완전히 피할 수는 없다.

넷째, 거래소 주가를 배제하고 해당 주식의 주식가치를 산정한다는 생각은 사실상 허구일 가능성이 높다. 자산가치, 수익가치 등을 종합하여 해당 주식의 실질가치를 구하는 경우에도 평가자의 주관에 따라서 큰 폭의 변동이 있을 수 있고, 설령 평가가 가능하더라도 이는 해당 주식의 내재적 가치를 평가하는 것이지 경제학적 측면에서 ‘가격’을 평가하는 것은 아니다. 아무리 가치가 높아도 살 사람이 없으면 그 가격은 낮게 형성될 수밖에 없다.

다섯째, 공정한 가액의 결정에 대한 법원의 절차는 불가피한 경우에 신중하게 이루어져야 한다. 거래소 주가에도 불구하고 재판을 통해서 번복이 가능하다는 인상을 준다면, 시장참가자들이 기준으로 거래하는 주식가치가 나중에 판결에 의해서 변경될 수 있다는 신호를 주는 것이다. 더구나 법원의 판단에는 장기간의 시간이 소요되고, 이는 시장참가자의 예측을 더욱 어렵게 하므로 결과적으로 시장거래의 위축이 불가피해진다.

## 2.3 거래소 주가 이외에도 자산가치, 수익가치 등을 고려해서 주식가치를 산정해야 한다는 견해

58) 앞서 살펴본 동경지방법재판소 결정이 이러한 입장을 취하고 있다. 東京地裁 昭和 58. 2. 10. 昭和 五七(ヒ) 三九二号 株式買取價格決定; 東京地裁 昭和 60. 11. 21. 昭和 昭 六〇(ヒ) 一五六号 株式買取價格決定 등 참조.

상장주식과 비상장주식에 차이를 둘 필요가 없다는 입장이다. 상장주식에 대해서도 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례를 찾아야 하고, 당해 상장법인의 상황, 업종의 특성 등을 종합적으로 고려해서 주식가치를 산정할 것이라는 입장이다(서울고결 2008.1.29, 2005라878(두산산업개발 사건)<sup>59</sup>). 이를 뒷받침하는 논거는 다음과 같다.

첫째, 거래소 주가는 투기적 거래, 내부자 거래 등 해당 주식의 실질가치와 무관한 사정에 의해서 영향을 받을 수 있다. 우리나라 증권시장의 성숙도에 비추어 모든 정보가 공개, 반영되어 시장가격이 형성되고 있는지는 회의적이며, 거래소 주가가 해당 주식의 내재가치<sup>60</sup>를 정확하게 반영하는 것인지도 의문이다.

둘째, 지배주주나 경영진에 의한 주가조작의 가능성이 있다. 즉 합병 등에 반대하는 주주에게 지급할 주식매수금액을 줄이기 위해 주가를 의도적으로 하락시키거나 그 반대로 주가를 상승시키는 등 거래소 주가가 왜곡될 우려가 있다.

셋째, 실증분석 결과에 의하면 주식매수청구권 행사종료일의 주식가격이 하락할수록 주식매수청구를 제기하는 비율이 높아지는데,<sup>61</sup><sup>62</sup> 이는 반대주주에게 확정수익을 얻을 기회를 제공하는 것과 다름이 없다. 즉 거래소 주가를 기준으로 주식매수가격을 산정할 경우, 합병 등이 소수주주에게 부당한지의 여부와 무관하게 소수주주에게 일종의 옵션을 제공하는 결과를 가져올 수 있으며 주식매수청구권을 행사하지 않는 주주와의 형평성이 문제된다.<sup>63</sup>

넷째, 해당 상장회사 수익의 대부분이 상품의 제조나 판매에 의하지 아니하고 자산 운용 등에 의하여 발생하는 등 사정이 있는 경우에는, 거래소 주가 보다는 자산가치에 보다 가중치를 두어서 주식가치를 평가하는 것이 타당하다.<sup>64</sup>

## 2.4 소결

59) 상장법인인 두산산업개발(주)(변경전 상호 : 고려산업개발주식회사)의 소수주주들이 두산건설(주)과의 합병에 반대하면서 주식매수가격결정을 신청한 사안이다. 서울고등법원은 시장가치가 주식의 정상가치를 반영하지 못한다고 판단되는 경우에는 순자산가치와 수익가치 등도 고려하여 공정한 가액을 산정할 필요가 있으며, 자산가치와 거래소 주가를 1:1의 비율로 하여서 주식매수가격을 산정하고 있다. 수익가치는 산정의 어려움을 이유로 평가대상에서 제외하였다(서울고결 2008.1.29, 2005라878). 이 사건은 현재 대법원에 계류 중이다. 상장주식의 주식가치평가방법에 대한 대법원의 입장은 아직 정리되지 않은 듯하다.

60) 델라웨어 법원은 1930년대 초에 이르러 주식의 '내재가치'와 '시장가치'를 구분하고 계속기업으로서의 비례가치의 개념을 사용하기 시작하였다. Christine T. Di Guglielmo, What Happened in the Delaware Corporate Law and Governance form 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments, 153 U. Pa. L. Rev. 1399, 1487 (May. 2005).

61) 김근수·변진호, "주식매수청구권 행사 결정요인에 대한 분석," 「증권학회지」 제36권 제3호(증권학회, 2007), 465면 이하 분석 참조.

62) 실제로 주식시장이 전반적으로 침체하였던 2000년과 2002년은 주식매수청구권 행사가 상대적으로 많았으나, 반면에 2001년과 2003년의 평균 주식매수청구 대금은 2000년과 2002년의 주식매수청구대금의 1/10에도 미치지 못하였다고 한다. 이승철, "주식매수청구권에 관한 증권거래법 규정에 대한 비판적 검토," 「저스티스」 제105호 (한국법학원, 2008, 8), 97면.

63) 이승철 변호사는 증권거래법상 상장주식에 대한 주식매수가격 산정방식이 지나치게 일률적으로 규정되어 있어서, 주주들이 거래소 주가가 자신의 이익에 합치하는지의 여부에 따라 주식을 매수하거나 하지 않고 있다고 하면서, 이러한 문제를 바로잡기 위해서는 상법과 같은 방식의 일반적 규정만을 두는 것이 바람직하다고 한다. 이승철, 앞의 논문, 98면.

64) 渋谷光子, 前掲 論文, 139頁.

상장주식과 비상장주식에 차이를 둘 필요가 없이 수익가치, 자산가치, 시장가치 등을 종합적으로 고려하여 합리적으로 판단하자는 견해<sup>65)</sup>도 설득력은 있다고 생각한다. 투기적 요소 등 거래소 주가가 해당 상장주식의 내재가치를 정확하게 반영한다고 보기 어려운 경우가 많기 때문이다.

그러나 굳이 선택하여야 한다면 상장주식에 대해서는 거래소 주가를 ‘정상적인 거래의 실례’로 보는 것이 타당하다고 생각한다. 자본시장의 발전과 증권시장을 개설·운영하는 취지상 가능한 거래소 주가를 존중하는 것이 타당하기 때문이다. 자세한 논거는 위 2.2에서 제시한 바와 같다. 다만 거래소 주가가 모든 경우에 신뢰성 있는 시장가치를 반영한 것으로 보기는 어렵기 때문에 다음과 같은 조정이 필요하다.

첫째, 우리나라 거래소의 거래실정에 비추어,<sup>66)</sup> 유가증권 시장이 아닌 코스닥시장 상장법인의 주가는 상대적으로 신뢰성이 떨어지므로 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례로 보기는 어렵다고 생각한다.

둘째, 거래소 주가를 기준으로 하더라도 신뢰성을 높이기 위해서는 ‘기준일을 조정’<sup>67)68)</sup>하거나, 여러 시점의 ‘거래소 주가를 평균’<sup>69)</sup>하여 산정하는 방법 등 통해서 거래소 주가에 반영된 투기적 요소를 제한하거나 배제할 필요가 있다(자본시장법 시행령 176조의5 1항 1호).

셋째, ① 매매거래정지<sup>70)</sup>, ② 관리종목지정<sup>71)</sup>, ③ 상장폐지<sup>72)</sup> 등 거래소 주가를 신뢰하기 어려운 상황에서는, 자산가치, 수익가치, 시장가치(거래소 주가) 등을 반영하여 공정한 가액을 산정하는 것이 불가피할 것이다.

### 3. 소수주식의 강제매수가격

#### 3.1 의의 및 기능

65) 서규석·김병기, “주식매수청구권행사시 매수가격에 관한 연구,” 「기업법연구」 제4집(기업법학회, 1999. 10), 479면.

66) 2009년 말부터 불거진 금융위기와 경기침체로 인해 재무구조가 크게 망가진 코스닥 기업들이 코스닥시장에서 무더기로 퇴출되었다. 한국거래소에 따르면 12월 결산법인의 60개가 넘는 코스닥 상장기업이 시장에서 퇴출되거나 퇴출위기에 놓이게 된 것으로 집계되었다고 한다. 이는 코스닥시장에 상장된 중소기업의 경우 대기업에 비해서 재무구조 건전성이 낮기 때문이라고 한다. 조선일보, “코스닥 퇴출 폭풍,”(2009. 4. 1.자).

67) 상법에는 매수가액결정의 기준일에 관하여 아무런 규정도 두고 있지 않다. 따라서 주주총회 결의일을 기준으로 할 것인지, 아니면 이사회 결의일을 기준으로 할 것인지 등이 문제될 수 있다. 이에 관해서는 김창중, “주식매수청구권,” 「증권거래에 관한 제문제(상)」(법원도서관, 2001), 640면 참조.

68) 두산산업개발 사건에서는 합병 발표가 거래소 주가에 영향을 미치는 영향을 제거하기 위해서, 합병계획 발표 전날의 거래소 주가를 기준으로 주식매수가격을 산정하고 있다. 서울고결 2008.1.29, 2005라878. 일본 東京地裁 昭和 60.11.21. 昭和 昭六〇(七)一五六号 株式買取価格決定 등도 같은 입장을 취하고 있다.

69) 주가연계증권(ELS) 등 주가를 기초자산으로 하는 파생상품이나 파생결합증권이 많아지면서, 특정 시점의 거래소 주가에 투기적 요인이 내포될 가능성이 더욱 커지고 있다. 머니투데이, “금융당국, ELS 수익률 조작 사례 조사,” 2009. 5. 14.자. 東京地裁 昭和 58.2.10. 決定 昭和 五七(七)三九二号 株式買取価格決定 등이 이러한 입장에 있다.

70) 유가증권시장업무규정 제26조(종목별 매매거래정지).

71) 유가증권시장업무규정 제107조(관리종목 등의 매매거래정지).

72) 상장지 폐지된 상황에서 비상장주식에 대한 주식가치평가방법을 적용한 사례가 있다. 대결 2006.11.23, 2005마958 (대우전자 사건).

2011. 3. 10. 국회를 통과한 개정상법(회사편)은 소수주식의 강제매수제도를 도입하고 있다.<sup>73)</sup> 대주주가 발행주식총수의 95% 이상을 보유하는 경우(“지배주주”)에는 소수주주의 주식을 강제로 매수할 수 있도록 한 것이다. 매매가액에 대한 협의가 이루어지지 아니하는 경우에는 지배주주 또는 소수주주는 법원에 매매가액의 결정을 청구할 수 있으며, 법원은 회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 ‘공정한 가액’으로 산정하여야 한다(개정상법 360조의24).

개정상법이 도입한 소수주식 강제매수제도는 미국 회사법에서 발전되어온 소수주주 강제퇴출제도(freeze-out of minority shareholders)를 계수한 것이다. 소수주식 강제매수제도는 사모펀드 등이 기업을 인수한 후 상장폐지거래를 하거나, 차입매수(LBO) 등을 통하여 기업구조조정을 하는 경우에도 유용하게 사용될 수 있다. 회사의 주주 관리비용의 절감과 경영 효율성의 향상도 기대된다.<sup>74)</sup> 다만 지배주주가 소수주주의 이익을 침해하는 데 악용될 소지가 있으므로 신중한 운영이 필요하다.<sup>75)</sup>

### 3.2 시너지효과를 주식가치평가에 포함시킬 것인지

이와 관련하여 기업을 인수하거나 차입매수 등을 하는 과정에서 발생한 시너지 효과를 공정한 가액의 산정에 포함시킬 것인지가 문제될 수 있다. 시너지 효과의 포함에 반대하는 견해는 시너지 효과에 따른 이익을 강제매수가격 산정에 포함시키면 소수주주에게 과도한 보상을 주는 결과를 초래할 뿐만 아니라 효율적인 인수·합병의 시도를 위축시킨다고 한다.<sup>76)</sup> 소수주식 강제매수제도를 도입하는 이론적 근거의 하나가 시너지 효과의 창출인데, 그 상당 부분을 소수주주가 가져간다면 소수주식 강제매수제도의 실효성이 상실될 것이라는 견해도 있다.<sup>77)</sup> 시너지 효과로 인한 이득을 소수주주에게 배분하지 않는다고 하더라도 소수주주의 재산권을 침해하는 것은 아니며, 실제 M&A 거래에서 소수주주에게 시너지 효과를 분배해 주는 사례가 많다고 하여도 이것이 시너지 효과에 대한 소수주주의 권리를 정당화시키는 것은 아니라고 한다.<sup>78)</sup>

그러나 사견으로는 강제매수가격에 시너지 효과를 포함시키는 것이 타당하다고 생각한다. 합병 등 반대주주의 주식매수청구권과는 달리 소수주식 강제매수제도에서는 소수주주에게 선택의 기회 자체가 보장되지 아니한다. 지배주주는 강제매수절차를 통해서 소수주주 관리비용의 감소, 지배구조의 설정, 차입매수(LBO) 등에서 상당한 이익

73) 개정상법 360조의24(지배주주의 매도청구권), 360조의25(소수주주의 매도청구권). 개정상법의 내용은 <[http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill\\_id=ARC\\_JOE8G1IOT2J1U1B8C1XON1F3H7R9G4](http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/BillDetail.jsp?bill_id=ARC_JOE8G1IOT2J1U1B8C1XON1F3H7R9G4)>(2010.4.10. 방문) 참조.

74) 권기윤, 「상법일부개정안 검토보고서」(국회, 2008. 11).

75) 소수주식의 강제매수제도는 회사법의 기초에 일대 변혁을 가지고 올 수 있다. 주식회사의 소수주주는 단체의 구성원이기보다는 회사채권자와 같은 투자자로 보여질 소지가 크게 될 것이기 때문이다. 독일에서는 소수주식 강제매수제도에 대해서 위헌 논란도 있다고 한다. 김화진, “소수주식의 강제매수제도,” 「법학」 제50권 제1호(서울대 법학연구소, 2009. 3), 322면.

76) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harv. Univ. Press (1991), p. 145.

77) 노혁준, “소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구,” 「상사법연구」 제26권 제4호(상사법학회, 2008), 252면.

78) Id.

을 보게 되는데, 지배주주가 소수주주를 일방적으로 퇴출시키는 것에 대한 지나친 유인을 차단하기 위해서도 시너지 효과의 공유를 허용할 필요성이 있다.<sup>79)</sup> 법원은 회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 ‘공정한 가액’ 을 산정하여야 하며, M&A거래에서 경영권 프리미엄 등을 지급하는 것이 통례<sup>80)</sup><sup>81)</sup>인 것도 논거로 제시될 수 있을 것이다.

일본에서는 현금교부합병을 새로이 도입하면서 개정전 상법에서는 주주가 회사에 대하여 ‘결의가 없었더라면 그대로 가질 공정한 가격’ 으로 주식매수를 청구할 수 있다고 규정하고 있었으나(개정전상법 245조의2 1항, 408조의3 등),<sup>82)</sup> 신회사법에서는 ‘공정한 가격(公正な価格)’ 으로 문언을 변경하여 규정하고 있다(일본 회사법 116조).<sup>83)</sup> 이러한 개정은 소수주주에게 시너지 효과를 부여할 근거를 마련한 것으로 이해되고 있다.<sup>84)</sup>

### 3.3 소결

상법은 합병 등 반대주주의 주식매수가액, 소수주식의 강제매수가액 산정에 있어서 모두 ‘공정한 가액’ 에 의하도록 하고 있다. 따라서 앞서 살펴 본 합병 등 합병 등 반대주식의 주식매수가액에 대한 논의는 소수주식의 강제매수가액 결정에 있어서도 비슷하게 적용될 수 있을 것이다.<sup>85)</sup> 합병 등 반대주주는 주식매수청구권의 행사 여부를 스스로 선택할 수 있다는 점에서 차이가 있지만,<sup>86)</sup> 그 지분적 이익을 침해받는다는 점에서는 소수주식 강제매수제도에서 강제로 축출되는 상황과 크게 다르지 않기 때문이다.

다만 소수주식 강제매수절차의 특수성을 어느 정도까지 반영할 것인가가 문제된다. 소수주식 강제매수가액의 산정에서는 소수주주에게 선택의 기회가 보장되지 아니하는 점, 지배주주가 소수주주를 일방적으로 퇴출시키는 것에 지나친 유인을 부여하는 것을

79) Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Rold in Corporate Law, 84 Geo. L. J. 1, 35-6 (1995).

80) Sara B. Moeller et al., Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisition? National Bureau of Econ. Research Working Paper No. 9523 (2003). available at www.ssm.com; Gregor Andrade et al., New Evidence and Perspectives on Mergers, 15 J. Econ. Persp. 103, 112 (2001).

81) 우리나라의 판례는 주식가치의 산정에 있어서 경영권 프리미엄을 일반적으로 포함시키고 있다. 대판 2009.10.29, 2008도11036, 대판 2004.02.13, 2001다36580 등.

82) 商法 四〇八条ノ三第一項(反対株主の株式買取請求) 次の各号に掲げる場合には、反対株主は … 承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スペカリシ公正ナル価格ヲ以テ買取 <이하 생략>

83) 会社法 百十六条(反対株主の株式買取請求) 次の各号に掲げる場合には、反対株主は、株式会社に対し、自己の有する当該各号に定める株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる。 <이하 생략>

84) 江頭憲治郎, “會社法制の現代化に關する要綱案の解説(V),” 「商事法務」第1725號(商事法研究會, 2005), 9頁; 近藤光男, 「最新株式會社法(中央經濟社, 2006), 65頁.

85) 노혁준, 앞의 논문, 263면.

86) 주식매수청구권, 소수주식 강제매수절차의 가장 중요한 차이는 소수주주에게 선택권을 부여하는지의 여부에 있다. 합병 등에 반대하는 반대주주는 회사를 상대로 주식매수청구권을 행사하거나, 거래소나 제3자를 통해서 자기의 주식을 매도하거나, 그것이 여의치 아니하는 경우에는 해당 주식을 그대로 보유하고 회사에 잔류할 것을 선택할 수 있다. 즉 자의에 반하여 강제로 퇴출되는 것은 아니다. 반면에 소수주식 강제매수제도 및 현금합병제도는 일정한 요건을 충족할 경우 대주주는 소수주주의 주식을 강제로 매수할 수 있고, 소수주주에게는 선택권이 보장되지 않는다.

차단할 필요성이 있다는 점 등을 고려하면 강제주식매수가격을 어느 정도 조정할 필요는 있을 것이다. 즉 소수주주 퇴출 결의가 없었더라면 해당 소수주주가 가지는 그대로의 가격이 아니라, 지배주주의 의사에 의한 비자발적 퇴출이라는 측면이 ‘공정한 가액’의 결정에서 고려되어야 할 것이다.<sup>87)</sup>

#### 4. 신주, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 발행가격

##### 4.1 신주 등의 발행가격과 회사의 지배구조

신주발행은 회사의 주식을 새로이 발행하는 것으로 원칙적으로 이사회가 발행조건을 결정한다. 전환사채는 일정한 조건에 따라 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 사채이고, 신주인수권부사채는 사채의 발행조건으로서 발행회사의 주식을 매입할 수 있는 권리가 부여된 사채이다.

신주발행은 자기자본의 조달수단인 주식발행의 일환으로 행하여지는 것이나, 전환사채 신주인수권부사채는 타인자본의 조달수단인 사채의 일종이라는 점에서는 성질을 달리한다. 그러나 전환사채, 신주인수권부사채는 일반적인 사채와는 달리 사채권자의 전환권 또는 신주인수권의 행사에 의하여 신주발행이 이루어지고 사채권자의 지위가 주주로 변경되는 잠재적 주식의 성질을 가지는 점에서 신주발행과 공통점을 가진다. 방법은 이러한 성격을 감안하여 전환사채, 신주인수권부사채의 발행에 있어서는 신주발행에 관한 규정을 준용하고 주주외의 자가 인수하는 것은 신기술의 도입 등 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한정하고 있다(상 418조, 513조의2, 516조, 516조의10).<sup>88)</sup>

그런데 회사가 신주, 전환사채, 신주인수권부사채(“신주 등”)를 발행하는 경우에는 그 발행가격을 어떻게 정해야 하는가?<sup>89)</sup> 신주 등의 발행이 단순히 회사의 자금조달을 위한 성격만을 가지고 있다면 시장상황 등을 고려하여 자유로이 발행가격을 정할 수 있을 것이지만, 자금조달 등 재무적 필요성 보다는 경영권 방어, 지배권의 이전 등 지배구조에 연결되는 경우가 많기 때문에 발행가격의 공정성에 대한 문제가 복잡해지는 것이다. 이 문제는 삼성 에버랜드 전환사채 발행 사건 등을 둘러싸고 최근 몇 년간 우리나라에서 심각한 논의의 주제가 되어 왔다. 아래에서는 신주 등의 발행에 있어서 이사의 주의의무와 공정한 발행가격의 결정, 판례의 태도, 향후 해석방향 등에 대하여 의견을 개진한다.

##### 4.2 합병 등 반대주주의 주식매수청구권 등과의 차이

합병 등 반대주주의 주식매수가격을 결정하는 경우에는 합병 등에 반대하거나 타의

87) 소수주주가 지배주주에게 자발적으로 그 보유주식의 매수를 청구하는 경우에는 시너지 효과를 포함시키는 것이 적절치 않다고 본다. 개정상법 360조25(소수주주의 매수청구권).

88) 판례는 전환사채발행에 무효의 사유가 있는 경우에 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조를 유추적용하고 있다(대판 2004.6.25, 2000다37326).

89) 대법원은 삼성 에버랜드 전환사채 사건에서 신주, 전환사채, 신주인수권부사채의 발행가액을 모두 같은 선상에서 논의하고 있다(대판 2009.5.29, 2007도4949(전합)).

에 의하여 강제로 주식을 매도하여야 하는 소수주주의 보호가 중요하기 때문에 주식매수가격 등을 산정함에 있어서는 소수주주가 보유하는 주식의 재산적 가치, 특히 지분적 가치가 훼손되지 않도록 ‘공정한 가액’을 산정하는 것이 중요하다. 상법은 이러한 사정을 반영하여 합병 등 반대주주는 법원에 주식매수가액의 결정을 청구할 수 있고, 법원은 회사의 재산상태 등을 참작하여 ‘공정한 가액’으로 이를 산정하도록 하고 있다(상 374조의2). 이러한 공정한 가액의 개념은 지정된 자에 대한 매도가액의 결정(상 335조의6), 소수주식의 강제매수가격(개정상법 360조의24), 이사와 통모하여 현저하게 불공정한 발행가격으로 주식을 인수한 자의 책임(상 424조의2), 주식의 포괄적 이전이나 교환에 반대하는 주주의 주식매수청구(상 360조의5) 등 상법 여러 곳에서 사용된다.

이와는 대조적으로 신주 등의 발행에 있어서 발행가격은 원칙적으로 이사회가 결정 사항이며(상 416조) 액면가를 하회하여서는 아니 된다는 제약(상 417조, 330조) 외에 상법은 명시적인 발행가격의 제한에 관한 규정을 두고 있지 않다. 회사는 신주 등의 발행에 있어서 자금조달의 필요성과 투자자의 수요 등 시장사정을 감안하여 유연하게 발행가격을 정할 필요가 있기 때문이다. 결국 합병 등 반대주주의 주식매수가액을 산정함에 있어서는 기존주주, 특히 소수주주의 이익이 침해되지 않도록 해당 주식의 지분적 가치를 고려하여 엄격하게 공정한 가액을 산정하여야 하지만, 신주 등의 발행가격을 정함에 있어서는 회사 자금조달의 필요성을 감안하여 보다 유연한 접근이 필요하다.

#### 4.3 신주 등의 발행에 있어서 이사의 주의의무와 발행가격

그렇다면 이사는 신주 등의 발행가격을 정함에 있어서 회사 자금조달의 필요성과 투자자의 수요 등 시장상황만을 감안하여 자유로이 발행가격을 정하면 되고 공정하게 발행가격을 정할 의무는 부담하지 않는가? 그렇지는 않다고 본다. 이사는 선량한 관리자의 주의를 가지고 회사의 사무를 처리하여야 한다(상 382조). 구체적으로 이사는 처리하는 사무의 내용, 성질 등에 비추어 법령의 규정, 계약의 내용 또는 신의칙상 당연히 하여야 할 것으로 기대되는 행위를 하지 않거나 당연히 하지 않아야 할 것으로 기대되는 행위를 함으로써 사무 처리를 위임한 본인과의 신임관계를 저버리는 일체의 행위를 하여서는 아니된다.<sup>90)</sup> 다시 말하면 이사는 신주 등의 발행에 있어서 회사의 자금조달의 필요성과 시장상황 등을 감안하여 유연하게 발행가격을 정할 수 있으나, 이사가 정한 구체적인 발행가격은 위와 같은 이사의 선관의무에 위반하지 않는 것이어야 한다.

판례는 신주 등의 발행에 있어서도, 이사는 선량한 관리자의 주의의무에 따라 발행가격을 결정할 의무를 부담한다는 입장이다. 다만 판례는 주주배정 방법을 취하는 경

90) 업무상 배임죄에 있어서 이사의 업무상 임무에 위배하는 행위의 판단기준에 대한 대법원 판례의 서술이나 이사의 일반적인 주의의무 기준에 대해서도 준용할 수 있다고 본다. 대판 2004.6.24, 2004도520; 대판 2008.5.29, 2005도4640; 대판 2009.5.29, 2007도4949(전합); 대판 2009.5.29, 2008도9436 등 참조.

우와 제3자배정 방법을 취하는 경우를 구분하여, 신주 등의 발행가격에 대한 이사의 주의의무의 판단기준에 차이를 두고 있다. 이사로서는 주주배정방식의 경우에는 회사의 자금조달의 필요성과 급박성을 감안하여 경영판단에 따라 자유로이 발행조건을 정할 수 있지만, 제3자배정방식의 경우에는 회사와의 관계를 주주의 경우와 동일시 할 수 없기 때문이라고 한다(대판 2009.5.29, 2007도4949(전합) 삼성 에버랜드 전환사채 사건, 대판 2009.5.29, 2008도9436 삼성 SDS 신주인수권부 사채 사건).<sup>91)</sup> 주주배정과 제3자배정의 경우를 구분하여, 신주 등의 발행가격에 대한 이사의 주의의무의 판단기준을 서로 달리 판단하는 판례의 태도에는 원칙적으로 찬성한다. 다만 세부적인 사항에 대해서는 다음과 같은 이견이 있다.

#### 4.3.1 주주배정의 방법으로 신주 등을 발행하는 경우

(1) 먼저 회사가 주주들에게 지분비율에 따라서 신주 등을 발행하는 주주배정 방법의 경우에 대해서 살펴본다. 주주배정 방법의 경우에는 원칙적으로 기존주주의 지분적 가치가 훼손되는 것이 아니므로 회사는 자금조달의 필요성, 급박성, 투자자의 수요 등 시장상황 등을 감안하여 경영판단의 원칙에 따라서 자유로이 발행가격을 정할 수 있다고 생각한다. 액면가미달발행 등에 대한 상법상의 제한을 준수하는 이상 반드시 시가 발행만을 고집할 필요도 없을 것이다. 신주등의 발행이 주로 자금조달 등 회사의 재무적 측면에 관계된다면 이사회는 투자자의 수요 등 시장상황을 감안하여 액면미달발행에 대한 제한 등을 제외하고는 가능하면 자유로이 발행가격을 정할 수 있다고 보는 것이 타당하기 때문이다. 판례도 같은 입장이다(대판 2009.5.29, 2007도4949(전합) 등).

(2) 그런데 주주배정의 형식을 취하는 경우에도 자금조달 등 재무적 목적이 아니라 경영권 방어, 지배권의 이전 등을 목적으로 신주 등의 발행이 이루어지는 경우에는 달리 볼 필요가 있다. 삼성 에버랜드 전환사채 사건이 대표적인 사례이다. 이러한 경우에도 이사회는 자유로이 발행가격을 정할 수 있는가? 판례는 지배구조의 변동을 목적으로 하는 것인지, 자금조달을 목적으로 하는 것인지를 구분하지 아니하고 주주배정의 방법으로 이루어진 이상 자유로이 발행가격을 정할 수 있다고 한다. 주주배정의 형식으로 신주 등이 발행되는 이상 주주가 자신에게 배정된 신주 등의 인수권을 포기하고 다른 주주나 제3자가 이를 인수토록 하는 것은 해당 주주의 선택과 판단의 문제이지 이사가 관여할 문제는 아니라는 것이다(삼성 에버랜드 전환사채 발생 사건의 다수의견과 소수의견이 모두 같다).

(3) 그러나 이 부분에 대한 판례의 태도에는 명확하지 않은 측면이 있다. 사건으로는 주주배정 방법을 취하는 경우에도 신주 등의 발행이 회사의 자금조달 등 재무적 목적을 달성하기 위한 것인지, 아니면 경영권 방어나 지배권 이전 등을 목적으로 하는

91) 이 부분에 대해서는 대법원의 다수의견과 반대의견 모두 같은 입장이다. 다만 다수의견은 문제가 된 에버랜드의 전환사채 발행을 형식적인 측면을 중시해서 주주에 대한 발행으로 보았으나, 소수의견은 실질적인 측면을 중시해서 제3자에 대한 발행으로 보았다는 점에서 차이가 있다.

것인지에 따라서 이사의 주의의무 기준을 좀 더 세밀하게 논의할 필요가 있다고 생각한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 주주배정 방법의 경우에 이사가 시가에 구애받지 않고 자유로이 발행가격을 정할 수 있도록 허용하는 이유는 신주 등의 발행이 회사의 자금조달 등 재무적 목적을 달성하기 위해서 이루어진 것을 전제로 하는 것이다. 이러한 경우 이사는 자금조달의 규모, 투자자의 수요 등 시장상황을 반영하여 유연하게 발행가격을 정할 수 있다. 그러나 주주배정의 형식을 취하는 경우에도 재무적 목적이 아니라 경영권 방어나 지배권의 변동 등을 목적으로 하는 경우에는 이사가 회사의 자금조달, 투자자의 수요 등을 고려하여 유연하게 발행가격을 정할 수 있도록 하여야 한다는 논거는 더 이상 유효하지가 않다.

둘째, 주주가 자신에게 배정된 신주인수권을 손해를 감내하고 포기하는 것은 주주 스스로 판단할 문제이지 이사가 발행가격을 정함에 있어서 이러한 경우까지 고려할 사항이 아니라는 논리(에버랜드 사건의 대법원 다수의견)에 대한 의문이다. 이러한 논리는 주주의 이익과 회사의 이익이 기본적으로 같다는 (암묵적인) 전제하에서, 회사의 주인인 주주가 손해를 감내한 이상 수임자인 이사는 주주의 뜻을 존중하면 주의의무를 다한 것으로 볼 것이라는 취지와 상통한다.<sup>92)93)</sup> 그러나 판례는 1인주주가 회사의 재산을 유용한 행위에 대해서도 본인인 주식회사에 손해가 발생하였을 때 배임의 죄는 기수가 되는 것이므로 궁극적으로 그 손해가 주주의 손해가 된다고 할지라도 이미 성립한 죄에는 아무런 소장이 없다(대판 1983.12.13 83도2330(전합))<sup>94)</sup>고 하는데, 이는 회사의 손해와 주주의 손해가 다를 수 있다는 것을 전제하는 것이다. 따라서 이사는 주주가 동의한 사실은 존중할 필요가 있지만 주주의 동의와는 관계없이 회사가 손해를 볼 우려가 있다면 회사에게 손해가 발생하지 않도록 선관주의를 기울여 발행가격을 결정할 의무는 여전히 부담한다고 생각한다(에버랜드 사건의 대법원 소수의견도 같은 취지이다).<sup>95)</sup>

92) 동 사건의 대법원 별개의견도 비슷한 취지이다. 별개의견은 신주 등의 발행에 있어서 신주의 적정한 발행가격을 정할 필요성은, 모두 주주의 이익을 보호하기 위한 장치일 뿐 회사의 이익을 보호하기 위한 장치는 아니다. 결국, 신주발행을 통하여 회사에 필요한 자금을 형성하였다면 회사에 대한 관계에서는 임무를 위배하였다고 할 수 없고, 신주발행으로 인해 종전 주식의 가격이 하락한다 하여 회사에게 손해가 있다고 볼 수도 없다(대판 1983.12.13 83도2330(전합) 판결이유 5. 대법관 양승태의 반대의견)고 한다. 그러나 삼성 에버랜드 사건에서는 신주 등 발행의 실질적인 목적이 회사의 자금조달에 있다고 보기는 어려우므로 별개의견에는 동의하기 어렵다.

93) 일본에서는 제3자에 대한 저가발행을 회사의 손해로 보는 것이 과거의 다수설이었으나, 최근에는 제3자에 대한 저가발행도 회사의 손해가 아니라 구주주에 대한 손해가 될 뿐이라고 설명하는 견해가 늘고 있다고 한다. 예컨대 1억 원의 자금을 조달하고자 하는 경우 공정한 가액이 주당 2만원이므로 5천 주를 발행할 수 있는데, 주당 1만 원으로 10,000주를 발행하여 1억 원을 조달한 경우 자금조달이 목표가 1억원인 이상 회사에 어떤 손해도 생겼다고 볼 수 없다고 예증하고 있다. 藤田友敬, “自己株式取得と會社法(上),” 「商事法務」第1616號(2001. 12.), 15頁註45, 이철송, “자본거래와 임원의 형사책임,” 「인권과 정의」Vol. 359(대한변호사협회, 2006), 109면 주27에서 재인용.

94) 대법원은 최근의 LBO사건에서도 “주식회사와 주주는 별개의 법인격을 가진 존재로서 … 1인 주주나 대주주라도 회사에 손해를 가하는 임무위배행위가 있으면 배임죄가 성립하고 … 임무위배행위에 대하여 주주의 양해를 얻었다고 하여 회사에 손해가 없었다고 볼 수는 없다”고 판시한 바 있다(대판 2008.2.28, 2007도5987).

95) “… 전환조건으로 정한 1주의 가격이 저가이면 전환으로 발행된 수의 주식을 시가로 발행했을 경우와의 차액만큼이 회사에 덜 유입된 것이고, 이는 회사의 손해로 보아 마땅하다. 전환사채 등의 발행에 있어서도 그

셋째, 주주배정 방법의 경우에는 신주 등의 발행자금이 회사에 유입된 이상 회사로서는 그 발행가액이 저가인지에 관계없이 손해를 입은 것으로 볼 수 없다는 논리이다. 회사는 법적 편의성을 위해서 법인격의 주체로 의제되는 것이고,<sup>96)</sup> 신주 등의 발행자금이 회사에 유입되었고 주주들이 동의한 이상 회사에게 어떠한 손해가 있다고 볼 수 없다는 취지이다.<sup>97)</sup> 이러한 견해는 대부분 타당하다. 그러나 사회, 경제적으로 중요한 역할과 기능을 하는 회사의 중요성에 비추어 자금이 유입된 이상 회사의 손해는 없다는 논리는 무엇인가 부족하다. 회사, 특히 물적회사는 자본의 결집과 사원의 유한책임 등 편의성을 위해서 법인격의 주체로 의제되는 것은 사실이지만, 일단 독자적인 법인격이 부여되고 채권자, 근로자, 지역공동체 등 다수의 이해관계인이 관여되는 이상, 이사는 주주와 회사의 이익이 다를 수 있다는 인식하에 회사가 손해(소극적 손해를 포함<sup>98)</sup>)를 보지 않도록 선관주의를 기울여 신주 등의 발행가액을 결정할 의무가 있다.<sup>99)100)</sup> 따라서 신주 등의 발행자금이 회사에 유입되었다고 하여서 회사가 손해를 보지 않았다고 쉽게 단정할 수는 없다.

#### 4.3.2 제3자배정의 방법으로 신주 등을 발행하는 경우

(1) 신주 등을 제3자배정 방법으로 발행하는 경우에 대해서 살펴본다. 판례는 제3자에게 시가보다 현저하게 낮은 가액으로 신주 등을 발행하는 경우에는 회사법상 공정한 발행가격과 실제 발행가격과의 차액에 발행주식수를 곱하여 산출된 액수만큼 회사가 손해를 입은 것으로 보아야 한다고 판시하고 있다(다수의견과 소수의견 모두 같은 취지이다. 에버랜드 사건 판결이유 2.나). 제3자배정 방법을 취하는 경우에는 이사는 공정한 가액으로 신주 등의 발행가격을 정할 의무가 있다는 것이다. 판례의 태도에 찬성

발행총액뿐만 아니라 1주의 전환가격 역시 중요하다. 전환사채의 발행총액에 해당하는 자금을 회사가 얻기만 하면 그것으로 충분하고 1주의 전환가격은 얼마로 하든지 문제되지 않는다고 볼 수는 없다. 회사에 대하여 위임의 본지에 따른 선관주의를 지는 이사로서는 전환사채의 총액뿐만 아니라 그 전환가격을 경영판단의 원칙에 따라 적정하게 정해야 한다”(대판 2009.5.29, 2007도4949 판결이유 4.나.(3)).

96) 회사에 대하여 법인격을 부여하는지 여부는 각국의 입법례에 따라 다르다. 독일에서 우리의 합명회사, 합자 회사에 해당하는 offene Handels gesellschaft, Kommandit gesellschaft 등에 대하여는 법인격을 인정하지 아니하고, 영미법에서도 물적인 회사인 company 내지 corporation만 법인으로 하고 인적 회사인 partnership, limited partnership에 대해서는 법인격을 부여하지 않고 있다. 이철송, 「회사법강의」(박영사, 2009), 38면.

97) 이러한 비슷한 견해로는 이철송, 앞의 논문, 359면 참조.

98) 판례는 배임죄에 있어서 재산상 손해는 총체적으로 보아 본인의 재산 상태에 손해를 가하는 경우를 말하고, 직접적인 재산의 감소, 보증 등 적극적 손해를 야기한 경우는 물론, 객관적으로 보아 취득할 것이 충분히 기대되는데도 임무위배행위로 말미암아 이익을 얻지 못한 경우, 즉 소극적 손해를 야기한 경우도 포함한다는 입장이다(대판 1972.5.23, 71도2334, 대판 2003.10.10, 2003도3516, 대판 2008.5.15, 2005도7911, 대판 2009.5.29, 2007도4949 등).

99) 같은 취지로는 장덕조, “전환사채의 저가발행과 회사의 손해, 그리고 주주의 손해”, 「법조」 Vol.632(법조협회, 2009. 5), 98면.

100) 영국회사법은 이사가 주주의 이익과 종업원의 이익을 고려해야 한다고 명시적으로 규정하고 있다(Company Act of 1986 s. 309(1)). 그러한 의무는 이사가 회사에 대해서만 지는 것으로 명시하여 선의의무의 객체는 회사로 하고 있지만, 이사의 선의의무의 목적을 회사의 이익 그 자체가 아니라 주주의 이익과 종업원의 이익으로 구체화시키고 있는 것이다. 학계의 주류적 입장도 원칙은 주주의 이익이고, 예외적으로 사채권자의 이익이며, 종업원의 이익도 고려될 수 있다고 본다. 한기정, “영국 회사법에서 이사의 의무”, 「경영법률」 제10권(한국경영법률학회, 2000), 192-193면.

한다. 제3자배정 방법을 택하면서 저가로 신주 등을 발행하는 경우에는 기존주주의 지분적 이익을 침해하거나 회사의 자금조달의 측면 및 자본충실원칙에도 반할 수 있기 때문이다. 그런데 이와 관련하여 주주배정방식인지 제3자배정방식인지를 구별하는 기준이 무엇인지, 만일 제3자배정방식으로 인정된다면 공정한 가액의 판단기준은 무엇인지가 문제된다. 아래에서는 이를 차례로 살펴본다.

(2) 먼저 주주배정방식인지 제3자배정방식인지를 구별하는 기준에 대해서 살펴본다. 주주배정방식은 신주 등의 인수권을 주주에게 배정하는 것이고, 제3자배정방식은 신주 등의 인수권을 제3자에게 배정하는 것을 말한다. 신주 등의 발행이 주주배정방식인지의 여부는, 발행되는 신주 등을 모든 주주가 그 가진 주식 수에 따라서 배정받아 이를 인수할 기회가 부여되었는지에 따라 결정되어야 한다. 주주에게 배정된 신주 등을 주주가 인수하지 아니함으로써 생기는 실권주의 처리에 관하여는 상법에 특별한 규정이 없으므로 이사는 그 부분에 해당하는 신주 등의 발행을 중단하거나 동일한 발행가액으로 제3자에게 배정할 수 있다고 할 것이다(에버랜드 판결이유 4.나.(4)).

그런데 에버랜드 전환사채 사건에서 보는 것처럼, 주주배정방식으로 발행되는 것을 전제로 하여 신주 등의 발행가액을 시가보다 현저하게 저가로 발행하였으나 주주가 인수를 포기하여 실권주가 발생한 경우에, 이사가 동일한 발행가격으로 실권주를 제3자에게 배정하는 것이 주주배정방식인지 아니면 제3자배정방식인지가 문제될 수 있다.

에버랜드 판결의 대법원 다수의견은 이러한 실권주의 발생은 주주가 신주인수권을 포기한 결과이므로 그 실권주를 제3자에게 배정하는 것은 주주배정방식에 의한 신주 발행의 후속조치에 불과하고, 그 실권주에 대하여 당초에 현저히 저가로 정한 발행가액을 그대로 유지하여도 무방하다고 한다.

반면에 대법원 소수의견은 이사는 위임의 본지에 따른 선관의무상 대량으로 발생한 실권주에 대해서 발행을 중단하고 추후에 그 부분에 관하여 새로이 제3자배정방식에 의한 발행을 모색할 의무가 있다고 할 것이고, 만일 그렇게 하지 아니하고 그 실권주를 제3자에게 배정하여 발행절차를 계속하는 경우에는 그 실권주를 처음부터 제3자배정방식으로 발행한 경우와 마찬가지로 취급하여 발행가액을 시가로 변경할 의무가 있으며, 대량으로 발생한 실권주를 제3자에게 배정하는 것은 비록 그것이 주주배정방식으로 발행한 결과라고 하더라도, 그 실질에 있어 당초부터 제3자배정방식으로 발행하는 것과 다를 바 없고 이를 구별할 이유도 없다는 입장이다(에버랜드 사건 판결이유 4.나.(4)).

소수의견에 찬성한다. 다수의견은 지나치게 형식적인 논리이며 이 사건 전환사채 발행은 전환사채 발행의 형식을 빌려서 제3자배정방식의 신주발행을 한 것이라고 보는 것이 타당하기 때문이다.

(3) 이사는 신주 등의 발행에 있어서 제3자배정 방식을 취하는 경우에는 공정한 가액으로 신주 등의 발행가격을 정할 의무가 있다. 앞서 살펴본 합병 등 반대주식의 주식매수에 있어서 공정한 가액에 대한 논의는 신주 등의 발행에 있어서도 적용될 수 있을 것이다. 다만 신주 등의 공정한 발행가액을 판단함에 있어서는 다음과 같은 고려가

필요하다. 먼저 신주 등을 발행함에 있어서는 그 인수가능성을 고려하지 않을 수 없는 바, 발행가격은 반드시 시가에 상당하여야 하는 것은 아니고 투자자의 수요 등을 감안하여 어느 정도 낮은 가격이라고 하여도 반드시 불공정하다고 볼 수는 없을 것이다. 다만 기존주주의 회사재산에 대한 지분적 이익을 증대하게 침해하여서는 아니되므로 기존주주에게 불이익이 되지 않는 가액이어야 한다. 시가에 미치지 못하더라도 가능한 시가에 근접하는 가액이어야 할 것이다. 이러한 두 가지의 모순을 조화시키는 가액이 바로 신주 등의 발행에 있어서 ‘공정한 발행가액’ 이 된다.

이와 관련하여 에버랜드 판결의 소수의견은 제3자배정방식의 경우에는 신주 등의 발행가격은 시가에 상당하는 것이어야 한다는 취지로 서술하고 있다.<sup>101)</sup> 소수의견에 원칙적으로 찬성한다. 다만 회사의 자금조달 등 신주 등 발행의 목적에 따라서는 구체적인 발행가액이 시가에 미치지 못하더라도 공정한 발행가액으로 인정될 가능성도 있다고 본다.

## V. 맺음말

주식가치평가는 경영진의 경영실적 평가, 주주에 대한 이익배당, M&A거래 등 다양한 분야에서 중요한 역할을 한다. 신주 등의 발행가격을 결정하는 것은 단순히 회사의 자금조달의 측면만이 문제되는 것이 아니라 이사의 주의의무, 기업의 지배구조와도 밀접하게 연결되어 있다. 이처럼 주식가치평가와 공정한 가액의 결정은 사회적, 경제적 측면에서 그 의미가 매우 중요하다.

구체적인 주식가치평가는 해당 기업의 자산가치, 수익가치, 시장가치를 반영하여 결정할 것이다. 어떠한 평가요소를 기준으로 할 것인지, 복합적인 고려가 필요하다면 그 가중치는 어떻게 부여할 것인지는 상황에 따를 것이지만 가능한 시장가치를 존중할 필요가 있다. 우리나라의 판례는 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우와 그렇지 아니한 경우로 나누어서 판단하고 있다. 여기서 객관적인 교환가치가 반영된 정상적인 거래의 실례라 함은 ‘신뢰성 있는 시장가치’ 를 의미한다고 볼 것이다. 상장법인의 경우에는 특별한 사정이 없다면 가능한 거래소 주가를 기준으로 할 것이다.

이사는 주식매수가액의 결정, 신주 등의 발행에 있어서 회사의 수임자로서 공정하게 발행가격을 정할 주의의무를 부담한다. 합병 등 반대주식의 주식매수가액을 산정함에 있어서는 소수주주의 지분적 이익이 침해되지 않도록 해당 주식의 지분적 가치를 고려하여 엄격하게 공정한 가액을 산정하여야 한다. 소수주식의 강제매수가액은 소수주주에게 선택의 기회가 보장되지 아니하는 특수성을 고려할 필요가 있다. 신주 등의 발행가격에 있어서는 회사의 자금조달이 목적인지 지배권 변동이 목적인지가 고려되어야

101) 시가는 시장에서의 통상의 거래가격을 의미하며, 회사주식의 시가를 상정할 수 있다면 신주 등을 시가로 발행하더라도 당연히 인수가능성이 있다고 보아야 한다”(에버랜드 판결문 4.나.(2)참조).

하고, 주주배정 방법과 제3자배정 방법을 취하는 경우에 대해서 이사의 주의의무의 판단기준에 차이를 둘 필요가 있다.

---

「경제규제상 이사책임을 별도로 규정하는  
근거의 검토」

---

사회자 : 정찬형(고려대)

발표자 : 김차동(한양대)

토론자 : 김이수(부산대), 최승재(경북대)



## 경제규제와 이사의 책임

-경제규제에 있어 이사의 책임을 별도로 정하는 근거에 관한 고찰-

김 차 동\*\*

### I. 서론

최근 상법<sup>1)</sup>이 개정되어 상법 제397조의 2(회사의 기회 및 자산의 유용금지), 제398조(이사 등과 회사간의 거래), 제400조(회사에 대한 책임의 감면) 등을 신설하거나 수정하였다. 이들 규정은 이사의 책임에 큰 영향을 미치는 제도로서, 회사에 의한 이사의 감독권을 강화하기도 하고, 약화시키기도 하였다. 본문에서 구체적으로 살펴보는 바와 같이 이사에 대한 별도의 공적 제재를 가하는 제도는 회사에 의한 이사의 내부적 통제가 제 기능을 하지 못한 역사적 경험에 따라 강화된 것이다. 따라서, 금번의 위와 같은 회사법의 개정은 향후 회사에 의한 이사의 내부 규율에 큰 영향을 미쳐 다시금 각종 경제규제 관련법 상의 이사의 별도 제재를 수정하게 하는 큰 원인이 될 가능성이 있다.

사실, 회사가 큰 피해를 입히는 사건이 발생하였을 때, 국민들은 회사뿐만 아니라 책임있는 개인의 직접적인 처벌을 요구하는 경우가 비일비재하다. 또 실제로도 그러한 처벌이 빈번하게 이루어진다. 분명히 사회는 종종 회사만을 처벌하는 것으로 충분하지 않다고 믿고 있는 것이다.

회사의 의한 범위반행위에 대한 경제학적 접근법은 우선 회사를 독립한 법인격으로 규정하고, 실질적 불법행위자로 취급하여 그 회사에 대하여 직접적인 제재를 하면 범죄율은 감소한다는 기본적인 분석에 근거한다. 특히, 회사범죄에 대한 경제학적 분석결과<sup>2)</sup>에 의하면 회사가 자신의 범죄에 엄격책임을 부담하고, 또 처벌강도는 그 범죄의 사회적 비용에 적발승수<sup>3)</sup>를 곱한 만큼 처벌하면 효과적으로 억지된다는 것이다. 그런

\*\* 한양대학교 법학전문대학교 교수

1) 2012.4.15. 시행예정이다.

2) 이러한 분석의 논문으로는 대표적으로 Gary Becker, "Make the Punishment Fit the Corporate Crime", Bus. Wk., March 13, 1989, at 22, col. 2; Michael Block, "Optimal Penalties, Criminal Law and the Control of Corporate Behavior", 71 B.U.L.Rev. 395 (1991); Jeffrey Parker, "Criminal Sentencing Policy for Organizations: The Unifying Approach of Optimal Penalties", 26 Am. Crim.L.Rev. 513 (1989). William Landes, "Optimal Sanctions for Antitrust Violations", 50 U.Chi.L.Rev. 652 (1983); John Byam, "Comment: The Economic Inefficiency of Corporate Criminal Liability", 73 J. Crim. L. & Criminology 582 (1982) 등이 있다.

3) 이 논문에서는 적발승수(a multiplier of detention)이란 용어와 적발가능성(a probability of detention)이란 용어를 종종 사용한다. 적발가능성은 행해진 범위반행위를 적발하여 처벌할 확률을 의미하고, 경제학적으로 사회가 부담하는 범집행활동에 대한 지출 및 회사가 부담하는 준법감시활동에 대한 지출의 함수로서의 성격을 띠고 있다고 본다. 적발승수는 적발가능성의 역수로서 배수로 나타난다.

처벌을 받음으로써 회사는 자신의 행위에 따른 사회적 비용을 내부화(internalization) 하도록 강제되는 것이다. 한편, 회사는 이처럼 제재를 받은 후 직접 법위반행위를 한 이사에 대하여 해고, 감봉 등 징계조치를 하거나, 상법 제399조 등의 규정에 의하여 구상권을 행사하는 등 내부적 통제수단을 다 동원할 것이 기대된다. 이처럼 회사의 법위반행위에 대한 회사에 직접 제재하는 것은 회사가 국가보다 더 효과적으로 이사 등을 제재하여 효율적인 억지력을 확보할 수 있을 때 효과적이다. 또한 회사에 대한 제재는 위와 같은 효과이외에도 법집행비용 절감의 효과<sup>4)</sup>가 있는 것으로 알려져 있다. 즉, 국가의 법집행비용의 지출효과보다 회사의 준법감시비용 지출의 효과가 더 효율적인 경우가 있다는 것이다. 만약, 국가가 회사보다 더 효율적으로 이사 등의 법위반행위를 억지할 수 있을 때는 회사 자체의 제재만으로 충분하지 않게 된다. 그러한 경우에는 회사에 법위반행위에 대한 책임을 부담시키고 회사가 이사등의 법위반활동을 감시감독하게 함으로써 법집행의 효율성을 높일 수 있다.

그러나, 회사를 독립적으로 제재하는 것이 가능하고 더 바람직한 상황하에서도 종종 실제적인 행위자인 이사 등을 제재하는 많은 법규정들이 산재해 있다. 특히 경제규제에 관련된 법률등에서는 매우 광범위하게 나타나고 있다. 이사 등은 회사와는 별도의 법인격체로서 자신의 이익을 추구하기 위하여 행동한다는 독립적인 합리적인 효용극대화 추구자(rational self-interested utility maximizer)로 인식되고 있다. 그런 과정에서 회사에 대하여 이익을 주기도 하고, 손실을 입히기도 하는 것이다. 이처럼 회사와 이사 간의 독자적 이해관계로 말미암아 유인구조가 불일치하는 데서 발생하는 각종 문제를 대리인 문제(agency problem)라 하여 그 대리인 비용(agency costs)을 줄이기 위한 많은 노력이 경주되어 왔다. 그중 대리인 비용을 낮추기 위하여 법률과 제도의 정비가 강조되었다. 대리인에 의하여 정보공개를 확대하게 하거나 본인에게 속이고 임무를 해태하는 대리인에 대하여 각종 법적제재조치를 원활하게 할 수 있도록 제도를 설계하는 것이다.<sup>5)</sup> 하지만, 이사에 대한 제재를 확장하는 데는 분명 한계가 있어야 한다. 이사들은 별다른 개인적 이득도 챙기지 못한 채 회사를 위하여 일을 하다가 법위반행위로 판정되어 별도 책임을 부담하게 될 개연성이 존재하게 되는 것이다. 이런 제재의 한계설정은 이사의 책임추궁 못지 않게 사회적 후생의 증진에 큰 도움을 줄 것이다.

따라서, 회사가 독자적으로 책임을 부담하는 상황하에서 이사들이 별도로 책임을 지는 논거를 정확하게 이해하는 것이 필요하다. 이미 똑같은 문제의식 속에서 Steven Shavell과 A. Mitchell Polinsky는 1993년도에 “회사책임이 존재하는 상황하에서 피용자들이 금전적 제재와 징역형의 제재를 받아야만 하는가?” 라는 논문을 발표하면서

4) Jennifer Arlen, "The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability", 23 J. Legal Stud. 833 (1994) p.834

5) Reinier R. Kraakman et al. 「The Anatomy of Corporate Law」 Oxford University Press(2003) pp.21-27

이사책임을 별도로 묻는 것은 이사에게 주의의무를 다할 추가적인 유인을 제공함으로써 사고발생을 줄여 사회적 후생의 증진에 도움이 된다는 취지를 밝힌 바가 있다. 본 논문은 위 두 교수들의 주장을 자세히 소개한 다음(II) 그렇게 함으로써 우리나라 각종 경제규제에 산재해 있는 행위자 별도 처벌에 관한 논거를 음미해 볼 수 있으면서 그 개선방안을 도출해 볼 수 있는 것이다.(III)

## II. 이사<sup>6)</sup>의 별도책임의 근거에 관한 분석

### 1. 서론

위 논점에 관하여 Polinsky와 Shavell은 1993년경 “회사책임이 존재하는데도 피용자는 벌금이나 징역형의 처벌을 받아야만 하는가?” 라는 제목의 논문<sup>7)</sup>을 발표하여 다루었다. 저자들은 그 논문에서 왜 피용자에 공적 제재를 부과하는 것이 이로운가에 관하여 설명하였다.

### 2. 사례의 설정과 대리인게임이론의 적용

#### 2.1 사례의 설정

다음과 같은 사례가 있다고 가정하자. 회사는 피해자에게 최근 500,000불 상당의 피해를 입히는 사고를 발생시켰다. 사후에 평가를 해 보니 이사가 주의를 기울였다면 0.01의 발생확률이었고, 이사가 주의를 기울이지 않았다면 사고발생확률이 0.04으로 높아지는 것으로 평가되었다. 그리고 이사가 주의를 기울이는 비용은 2,000불정도였다고 평가되었다. 위 회사의 생산요소는 그 이사의 노동뿐이고 그 이사의 노동의 비효율은 30,000불 값어치이며, 이 이사는 1년에 1단위의 생산품만을 생산<sup>8)</sup>하고 있었다.

이때 이사가 주의를 기울이면 예상피해(expected harm)는 5,000불(500,000불 X 0.01)이 되고, 주의를 기울이지 않을 경우 예상피해는 20,000불(500,000불 X 0.04)이 된다. 주의를 기울이는 데 드는 비용은 2,000불이기 때문에 주의를 기울이는 것이 예상피해를 15,000불(20,000불-5,000불)까지 줄여 준다. 때문에 주의를 기울이는 것이 사회적 후생(social welfare)을 증가시키기 때문에 사회적으로 바람직하다.

한편, 생산품의 단위당 가격으로 평가해 보아도 주의를 기울이는 것이 사회적으로 바람직하다는 것을 잘 알 수 있다. 즉, 위 회사는 생산품 1단위를 생산하는 직접적인 비

6) 경제규제에 관한 많은 법률등에서 대체로 행위자인 피용자 일반을 제재하는 규정을 두고 있고, 아래에서 인용하는 많은 논문들이 피용자 또는 대리인(agency) 일반을 그 검토대상으로 삼고 있다. 이사는 피용자 또는 대리인의 가장 대표적이고 고위직에 위치한 사람으로서 그 문제점이 가장 극명하게 나타나는 대상이라고 할 것이다. 본 논문에서는 특별한 사정이 없는 한 피용자 또는 대리인이란 용어 대신에 이사란 용어를 사용하겠으나, 대부분의 경우 이사란 개념에는 다른 피용자나 대리인의 경우도 포함되어 있는 것으로 보아야 한다.

7) Mitchell A. Polinsky & Steven Shavell, “Should Employees Be Subject to Fines and Imprisonment Given the Existence of Corporate Liability?” *Int. Rev. Law Econ.*, 13 pp. 239-57

8) 이사가 생산한다는 것은 매우 이례적이나, 분석의 편의상 그 회사에는 오직 1인만 근무하고 있다는 것을 가정하기 위해서 위와 같은 이례적인 상황을 가정한 것이다.

용은 이사에 대하여 지급할 최소한의 급여수준인 30,000불이다. 그 생산비용에 더하여, 이사가 주의를 기울이면 2,000불의 주의비용과 5,000불의 예상피해가 발생하게 된다. 그래서 그 상품의 단위당 직접, 간접비용의 합계는 37,000불(30,000불 + 주의비용 2,000불 + 예상피해 5,000불)이 된다. 그런데 이사가 주의를 기울이지 않는다면, 예상피해는 20,000불이 되어 상품의 총 사회적 비용은 50,000불(30,000불 + 20,000불)이 된다.

문제는 어떤 상황하에서 이사가 주의를 기울이게 할 수 있는가에 있다.

## 2.2 대리인게임(agency game)<sup>9)</sup>이론의 적용

### 2.2.1 국가에 의한 이사에 대한 별도제재 제도가 없는 상황하에서의 이사의 최선의 선택(a best move to a director)

이제 그 회사는 피용자의 행위에 대하여 회사가 엄격 사용자 책임(strict vicarious liability)<sup>10)</sup>을 부담하나 국가는 별도로 사용자에게 제재를 하지 않는 법제도를 가진 국가에 위치해 있다고 가정하자. 따라서, 회사는 엄격 사용자책임의 부담으로 말미암아 사고로 인한 피해액인 500,000불 전부를 지급할 책임을 부담하게 되고 회사는 책임이 있는 이사에 위 금원의 구상을 시도하였으나 그 이사의 자력부족 또는 정보부재 등으로 지급하기로 한 임금지급을 거절하는 수밖에 없게 되었으나, 국가는 제도미비로 피용자에게 금전적 제재 등 일체의 제재를 부과하지 못하게 되었다. 물론 회사는 이사의 해고 등 징계권이 있으나, 이 또한 해고 당한 후 다른 곳에 취직할 기회가 봉쇄되어 있지 않으므로 그다지 큰 비용이 되지 않는다.

이런 상황하에서는 회사는 이사가 주의를 기울일 것이라고 예측하여 이사에 급여를 책정하는 경우에는 이사에 주의를 기울이지 않을 경우의 예상보수가 30,000불이 되도록 보장해 주어야 이사는 그 회사에 근무를 하게 될 것이다. 구체적으로는 이 때의 실지급임금(w)수준은 다음과 같은 식을 거쳐 이를 풀이하면 32,323불이 될 것이다.

$$0.99w - \$2,000 = \$30,000 \quad (1)$$

한편, 이사가 위 32,323불의 임금을 받는 상황하에서 주의를 기울일 것인지(이를 cooperation 전략이라고 함) 아니면 주의를 기울이지 않을 것(이를 appropriation 전략이라고 함)을 선택할 수 있다. 주의를 기울일 때는 위 32,323불에서 주의비용 2,000불을 공제하고 실지급임금은 30,323불(32,323불 - 주의비용 2,000불)이 될 것이지만, 주의를 기울이지 않았을 때는 아래 (2)와 같은 식을 거쳐 그 실지급임금이 31,130

9) 위 논문에서는 구체적으로 언급하지는 아니하였지만, 위 사례의 예는 일종의 대리인게임(agency game)의 이론이 적용되는 것이다. 통상 게임이론에서는 게임참가자(players), 전략(strategy), 성과(payoffs)를 찾아내어 각 전략에 따른 성과를 비교함으로써 게임참가자들의 최선의 선택이 무엇인지를 예측할 수 있다. 대리인게임의 자세한 내용은 Robert Cooter & Thomas Ulen, 「Law & Economics(5th ed.)」 Pearson Education, Inc. 2008 pp.203-207 참조

10) strict liability는 통상 엄격책임으로 번역하고, vicarious liability는 통상 사용자책임으로 번역하는 것이 보편적이다. 田中英夫, 「英美法辭典」東京大學敎出版會 참조. 그러나 대한민국에서는 이 두가지 용어를 결합하여 엄격사용자책임으로 사용하는 경우란 드물다. 그래서 약간의 이해가 필요하다.

불<sup>11)</sup>이 된다. 결국 이사는 주의를 기울이지 않은 경우 그 차액이 707불(31,130불 - 30,323불)상당의 이득을 볼 수 있게 되어 이러한 이득이 존재하는 한 이사는 위 32,323불의 임금을 수령한 후에도 회사의 기대를 배반하여 주의를 기울이지 않음으로써 더 많은 수입을 얻는 유인이 존재하게 된다. 이러한 유인의 존재가 이사를 협력적 해법인 주의를 기울이지 못하게 막는 결과를 초래할 것이다.

$$0.96(\$32,323) = \$31,030 \quad (2)$$

위와 같은 707불의 차액이 존재하는 이유는 이사가 주의를 기울이는 태도에서 주의를 기울이지 않는 태도로 전환할 때 주의비용의 절감이라는 한계편익이 회사의 내부적 제재의 불완전으로 말미암아 내부제재의 증가가 미미하기 때문에 초래되는 한계비용의 미미한 증가를 훨씬 초과하기 때문에 발생하는 것이다. 이 사례에서는 주의비용의 절감은 주의비용 2,000원에서 태도를 바꿈으로서 발생하는 지급실임금의 감소분 {32,323원 X 0.04}을 공제한 금액이 되는 것이다. 이러한 함의는 정책적으로 매우 중요하다.

그래서 회사는 동원가능한 대규모의 회사내부적인 제재를 다 사용하고도 이사를 주의를 기울이게 하는 것이 불가능해 진다. 회사는 이런 상황을 의식하기 때문에 이사가 주의를 기울이지 않을 것으로 예상하여 실지급임금을 책정할 것이다. 이때의 임금(w)은 아래 수식 (3)과 같아져 이를 풀이하면 31,250불이 된다.

$$0.96w = \$30,000 \quad (3)$$

한편, 회사는 이사가 주의를 기울이지 않을 것이라고 예상한 상황하에서는 30,000불의 예상임금에다가 예상책임비용인 20,000불의 합계인 50,000불로 그 생산품의 가격을 책정할 것이다.

### 2.2.2 국가의 이사에 대한 별도의 제재제도를 도입한 상황하에서의 이사의 최선의 선택

다음으로 전제를 달리하여 위 회사는 사고가 발생한다면 회사가 피용자에게 부과하는 제재(구상권의 행사 등)이외에도 국가가 피용자에게 금전적 제재 등을 부과한다는 것을 전제하자. 위 사안에서 이사는 금전적 제재를 지급할 수 있는 100,000불의 자산을 보유하고 있다<sup>12)</sup>고 가정하자.

회사가 이사가 주의를 기울일 것을 전제로 실지급임금(w)은 산정하면 아래와 같다.

$$0.99w + 0.01(-\$100,000) - \$2,000 = \$30,000 \quad (4)$$

이를 풀이하면 w의 값은 \$33,333이 된다. 이사가 위 임금을 받아놓고도 주의를 기울이지 않는다면 그 실지급임금은 다음과 같이 된다.

11) 위 (2)의 수식에 의한 예상임금의 개념에는 임금 32,323불을 지급받은 상태에서 주의를 기울이지 않는다면 임금을 지급받지 못한다는 위험이 반영되어 있는 개념이다. 즉 위 수식 (2)를 다음과 같이 수정할 수도 있다.  
이사의 이익 = 32,323불 - 32,323불(100% - 4%) = 707불

12) 회사가 구상할 수 있는 자산의 크기와 국가가 제재할 수 있는 자산의 크기가 다른 이유는 회사는 정보의 제약, 이사와의 관계 등을 고려하여 그 구상권의 행사를 적극적으로 못하는 반면 국가는 공무원의 집행활동을 통하여 다양한 정보를 바탕으로 적극적으로 집행할 수 있기 때문이다.

$$0.96(\$33,333) + 0.04(-\$100,000) = \$28,000 \quad (5)$$

수식 (3)보다 수식 (5)와 같이 급격하게 지급 실임금이 떨어지는 이유는 국가에 의한 이사의 별도 책임을 묻는 제도는 회사의 내부책임 추궁의 제도보다 확실하고 실질적으로 잘 집행이 되기 때문이다.

위와 같이 회사에 의한 임금의 상실뿐만 아니라 국가에 의한 추가적인 금전적 제재가 예상되는 상황하에서는 이사는 주의를 기울여야 이익이 된다는 사실을 알게 되고 실제로도 충분한 주의를 기울이게 될 것이다. 따라서 회사는 이사가 주의를 기울이는 선택을 하게 될 것이라고 확신하고 이사에게 예상임금을 지급할 것이다. 회사와 이사가 이렇게 협력해(cooperative solution)을 선택하는 주요이유는 국가가 별도로 이사에 대한 책임을 설정함으로써 회사가 이사의 협력을 예상하여 지급 실임금을 지급하는 신뢰를 배신하여 비협력후 차액부분을 착복할 수 있는 기회적 행동을 차단할 수 있는 유인을 구축하였기 때문이다.

이때 회사가 지급해야 하는 예상임금지급수준은  $0.99(\$33,333) = \$33,000$ 이 되고, 그 임금은 세가지 부분으로 구성되어 있다. \$30,000는 근무에 따른 비효율을 보상하는 부분이고, \$2,000은 주의비용에 대한 보상이고, \$1,000은 금전적 제재를 받게 되는데 대한 보상부분이다.

그래서 회사는 이러한 예상임금(33,000불)과 책임비용(주의상황하에서는 5,000불)을 회수하기 위하여 그 생산품에 대하여 \$38,000(33,000불 + 5,000불)의 가격을 설정할 것이다. 이 금액은 이사가 주의를 기울일 때 총 사회적 생산비용, \$37,000보다 1,000불이 더 많은 금액이다. 이는 그 회사가 \$500,000이란 피해전액에 대하여 엄격 책임을 부담하였기 때문에 그 예상책임비용이 5,000원으로 계산할 수밖에 없기 때문이다. 이 부분만큼 중복 제재가 일어나는 것이고, 사회적으로 최적인 제재보다 더 큰 제재를 할 때는 그만큼 자원의 비효율적 배분<sup>13)</sup>이 일어나는 문제점이 있다. 이 문제는 이사에 대해 부과될 금전적 제재의 크기만큼 회사에 대한 책임을 줄여줌으로서 해결할 수 있다. 위 사례에서 이사가 \$100,000이란 금전적 제재를 받기 때문에 그 회사는 \$500,000대신에 \$400,000에 대하여 책임을 부담하여야 한다. 그러면 그 회사의 예상 책임비용은 \$5,000대신에 \$4,000이 되고 그 회사의 총비용은 \$38,000대신에 \$37,000이 된다.

또, 회사는 이사가 금전적 제재에 처해질 위험을 부담하는 데 대하여 임금책정시 이사들에게 보상함에도 불구하고, 회사는 이사들이 국가에 의한 금전적 제재에 노출되는

13) Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 J. Pol. Econ. 169 (1968); 위 논문에서 Becker는 범집행비용이 존재하는 상황하에서는 범위반행위를 0수준까지 내리는 것은 사회적으로 최적이지 않다. 심지어는 범집행비용이 0인 상황에서조차도 완전히 범위반행위를 제거하는 것은 사회적으로 바람직한 것이 아니다. 왜냐하면 어떤 범위반행위는 위반자의 이득이 피해자의 손실보다 클 경우에는 효율적이기 때문이다. 따라서, 위 경우에는 회사와 이사에 대한 그 제재의 합계를 피해수준이상으로 하게 되면, 효율적인 범위반행위가 억지되는 효과가 있어 과다범집행의 오류가 발생하게 된다. 그러므로, 통상 효율적인 범집행은 피해액에 적발승수를 합산한 금액을 한도로 하여야 한다는 것이 일반적인 주장이다. 같은 취지 Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & Econ. 1 (1960).

데 큰 이익을 가진다. 만약 이사가 금전적 제재에 노출되어 있지 않으면, 앞서 본 바와 같이 그들은 주의를 기울이지 않을 것이고, 회사의 예상임금과 예상책임의 합계가 \$50,000이 된다. 만약 이사가 금전적 제재에 노출된 경우에는 회사의 예상임금과 예상 책임비용의 합계는 \$38,000원(회사가 500,000불 전체에 대하여 엄격책임을 부담하였을 때, 만약 책임이 최적의 수준으로 낮추어져 400,000불의 제재만 받게 되었을 때는 \$37,000불)이었다. 이사로 하여금 주의를 기울이도록 유인함으로써 그 금전적 제재는 회사의 증가된 임금비용보다 회사의 예상책임비용을 더 크게 낮추는 효과가 있다. 회사의 이런 비용부담은 가격설정을 통하여 사회에 그대로 전가될 것이기 때문에 국가의 위와 같은 이사에 대한 별도 책임추궁의 제도를 도입하는 것은 사회적 총후생을 증진시키는 데 큰 효과가 있다.

### 2.3 최적의 주의수준<sup>14)</sup>

이사의 최적의 주의수준( $x^*$ )은 이사에 대해 효율적 임금(efficiency wages)을 지급하였을 때 달성되는 것으로 파악된다. 회사는 이사를 고용계약으로 이끌기 위하여 필요한 수준보다 더 높은 수준의 임금을 지불하고자 한다는 것이다. 높은 수준의 임금으로서 이사는 그가 사고를 일으키면 더 많은 것을 잃게 되고, 그래서 더 많은 주의를 기울이게 될 것이다. 특히, 이사에 대하여 주의를 높이도록 유인을 증진시킴에 의하여 배상책임에 있어 절약정도가 추가적인 임금지급이 더 작을 때 회사는 비정상적인 임금을 지급하고자 한다. 이런 보상은 노동경제학에서는 효율적인 임금이라고 알려져 있다. 그

14) 위 논문에서는

$k$  = 기간당 노무로 인하여 발생한 비효용;  $k > 0$

$x$  = 기간당 피용자의 주의수준

$p(x)$  = 기간당 사고의 가능성;  $p'(x) < 0, p''(x) > 0$

$h$  = 사고가 발생하였을 때 피해액

$q$  = 피용자당 산출량 수준

$u(q)$  =  $q$ 산출량 수준에서 소비자의 효용;  $u'(q) > 0, u''(q) < 0$

$d$  = 사고가 발생하였을 때 회사가 지급하는 손해배상금

$w_a$  = 사고가 발생하였을 때 임금수준;

$w_n$  = 사고가 발생하지 않았을 때 임금수준

라고 값으로 놓았을 때 최적의 주의수준은 다음과 같은 식을 만족시키는 수준에서 결정된다고 한다.

$w_a$ 와  $w_n$ 의 차액이  $h$ 인 상황에서 지불가능성이 있는 임금 수준  $w_a$ 와  $w_n$ 가 있다고 전제할 때 즉  $w_n - w_a = h$  (14) 이 된다.

그런데, 그 회사는 수식 (14)를 만족시키는 임금수준을 선택할 것이고 그 성과는 사회적으로 최적인  $x = x^*$ 와  $q = q^*$ 가 될 것이다.

(b) 이와는 달리 수식 (14)를 만족시키는 지불가능한 임금수준  $w_a$ 와  $w_n$ 은 존재하지 않는다고 전제할 때 피용자의 총 부는 사고가 발생할 시 감축될 것이다. 즉  $w_a = -y$  (15)가 된다.

또, 그 성과는 사회적으로 최적이지 못하다. 특히 주의수준은 매우 낮은 수준이 될 것이다. 즉  $x < x^*$  (16) 이 된다.

노동경제학에서는 그런 임금은 이사의 책임회피라는 문제적 상황에서 연구되고 있다.

#### 2.4 회사 및 이사에 대한 최적의 책임원리: 회사의 배상책임은 엄격책임으로, 이사에 대한 제재는 과실주의원칙으로

회사는 엄격책임원칙으로 배상책임을 지우고, 이사는 과실주의원칙으로 제재를 하는 것이 사회적으로 바람직한 이유를 설명하고자 한다. 사고발생시 이사에 대한 금전적 제재가 이사가 과실이 있을 때만 부과된다면 이사는 그때 주의기준에 따른 수준의 주의만 기울이면 금전적 제재 전부를 피할 수 있기 때문에 이사들은 그 과실기준을 충족시킬 아주 강력한 유인을 갖게 된다. 즉, 과실주의에 관한 종래의 분석<sup>15)</sup>에 의하면 과실책임의 채택으로 인한 주의수준의 단절(discontinuity)이 과실기준이 충족되기만 하면 책임을 완전히 배제하는 효과를 가져다 주기 때문에 엄격책임하에서 형성되는 주의수준보다 더 높은 수준에서 주의기준이 설정되어 지게 한다는 점<sup>16)</sup>은 널리 알려진 사실이다.

다음으로, 이사는 과실주의에 기초하여 제재된다면 회사에 대하여는 엄격책임이 과실주의에 비하여 더 선호된다. 회사의 상품의 가격은 예상사고비용을 반영하여 책정되어 져야만 한다. 그 결과 소비자는 회사의 생산품의 적정한 수량을 구입하여 소비하여 사회의 배분적 효율성이 달성되게 된다. 회사책임이 과실주의에 근거하여 회사가 이사가 필요한 주의기준을 만족시켜 그 책임을 부담하지 않게 된다면, 예상사고비용은 무시된다. 그러나 회사가 엄격책임을 지게 된다면, 회사는 가격을 책정할 때 사고비용을 산입하게 된다.

이때 회사의 책임수준은 이사가 금전적 제재금을 납부한 경우 그 금액을 차감하여 회사가 배상책임을 져야 한다.

#### 2.5 이사는 일정한 조건하에서는 징역형으로 처벌되어야 한다.

징역형이란 제재는 사회적으로 비용이 많이 드는 수단이다. 사회는 교도소의 설치 및 운영에 관한 비용을 부담하고, 이사의 노동이란 편익도 잃어버리게 된다. 과실주의하에서는 징역형의 위협은 이사로 하여금 어떤 사람도 실제로 징역형을 살림이 없이도 더 많은 주의를 기울이도록 유인하기 위하여 사용될 수 있다. 징역형이 과실주의에 근거한다면, 잠재적 사회적 비용에 상관없이 위협효과 때문에 효율적으로 사용된다.

### 3. 회사와 이사의 위험에 대한 태도의 차이점과 적용 법원칙

#### 3.1 회사와 이사의 위험에 대한 태도의 차이점

15) SHAVELL, S. (1987). Economic analysis of accident law. Cambridge: Harvard University Press.

16) Cooter&Ulen, 전제서 336면이하 참조

일반적으로 회사는 위험중립적, 개인은 위험 회피적이라고 본다. 그러나, 대규모 기업집단의 이사와 같이 승진으로 인하여 미래의 보상이 큰 상황하에서는 개인이라도 법위반행위를 하여 처벌되는 위험을 무릎쓰고라도 승진이나 미래의 높은 사회적 명성, 보수수령 등을 기대하면서 위험선호적이 될 수 있다.

### 3.2 적용법원칙

회사와 이사 사이에 사고로 인한 제재를 나누어 부담시키는 제도는 회사와 이사 전체가 부담할 제재의 총합을 감소시킬 수 있을 때 그러한 법원칙의 선택이 사회적 후생의 증진에 도움이 된다. 만약, 금전적 제재가 이사에게만 부과되고 충분한 자력이 없어 그 금전적 제재를 납입하지 못하게 될 때가 있다. 그러면, 회사와 이사는 제재의 일부를 회피할 수 있게 된다. 이러한 현상은 억지력을 무력화할 수 있다. 그래서, 금전적 제재의 대부분은 이사보다는 회사에게 부과되어야 한다. 적어도 이사가 부담하기 어려운 정도의 금전적 제재는 회사가 부담하여야 한다.

한편, 이사의 자력이 금전적 제재를 지급하기 부족<sup>17)</sup>할 때는 비록 회사가 그 금전적 제재를 부담할 충분한 자력이 있다고 하더라도 이사에게 징역형의 부과하여야 한다. 그런 상황에서는 개인적인 형사제재로 위험하는 것이 이사의 비행을 바로잡는데 사회적으로 유용한 수단이 된다.<sup>18)</sup>

### 3.3 공적 법집행의 필요성

국가에 의하여 이사를 별도로 제재하는 제도를 설명하기 위해서는 공적 법집행(public enforcement)을 위한 근거를 언급할 필요가 있다. 그 근거 중 가장 중요한 요소는 법위반자의 인적정보에 관한 것이다. 피해자가 자연스럽게 가해자의 인적사항을 알 수 있을 때 피해에 대한 사적구제를 허용하는 것이 피해자로 하여금 법적 조치를 시작하는 유인을 제공하게 하고, 그런 식으로 하여 법집행 목적으로 위하여 그들이 가진 정보를 공개하게 하는 방식이 된다. 예를 들면, 계약법이나 불법행위법의 집행은 본질적으로 사적인 형태를 띠는 이유는 피해자들이 가해자의 인적정보를 매우 쉽게 그리고 잘 확보할 수 있기 때문이다. 피해자가 가해자의 인적사항을 잘 모를 때 가해자를 확인하고 검거하는 것이 어려울 때 공적집행방법이 가장 바람직하다. 이런 상황하에서 공적 법집행이 더 선호되기 위해서는 왜 사회가 개인에게 정보를 제공하고, 그렇지 않으면 위반자를 발견하도록 유인책에 의존할 수 없는 이유에 관한 설명이 필요하다. 사적 집행에 의존하는데 발생하는 어려움은 만약 모든 사람에게 그 대가지불이 유용하게 된다면 법위반자를 발견하는데 쓰여지는 노력 중 낭비적인 부분이 생긴다는 것이다.(공

17) 이사의 자력이 불충분하다는 의미는 회사가 고용계약등을 통하여 금전적 제재를 하는 것도 불충분하다는 의미를 포함한다. 예를 들면, 회사는 비록 감봉이나 심지어는 해고의 위협이 가능하여도 이사들이 입찰담합 못하게 할 수 없다는 것을 의미한다.

18) Mitchell A. Polinsky & Steven Shavell, "Should Employees Be Subject to Fines and Imprisonment Given the Existence of Corporate Liability?" *Int. Rev. Law Econ.*, 13 pp. 239-57

유지의 비극과 같은 효과가 있다.) 다른 문제들은 개인들은 비용이 많이 들지만 사회적으로 유용한 정보체계를 구축하는 이득을 충분히 누릴 수 없는 문제가 있다.(예를 들면 지문데이터베이스를 구축하는 일) 그런 법집행의 기술들은 자연독점적 성격이 있다. 사적 집행의 또다른 장애요인은 물리적 강제력이 필요하다는 사실이다. 정보를 모으고, 법인을 검거하고, 그리고 보복을 방지하기 위하여. 그러나 국가는 종종 개인으로 하여금 그런 물리적으로 사용하는 것을 허용하지 않는다. 이러한 이유로 공적 법집행은 종종 법위반자의 인적사항을 확인하는 것이 필요하고, 검거하는 것이 필요할 때 더 선호되고 있다.<sup>19)</sup>

#### 4. 소결론

이사의 주의비용의 크기가 사고의 예상피해의 감소분 보다 큰 경우가 대부분이다. 이러한 경우 이사로 하여금 주의비용을 지급해서라도 주의를 기울이게 만드는 것이 사회적 후생을 크기를 증진하는 유력한 방법이 된다. 그럼에도 불구하고 회사에 의한 이사의 내부규제의 불완전성으로 말미암아 외부(주로 국가)에 의하여 이사에 대해 별도의 책임을 추궁하는 강력한 제도가 없는 한 이사는 주의를 기울이지 않음으로써 도리어 이득을 보게 된다. 국가에 의한 이사의 별도 책임을 추궁하는 제도의 도입은 이러한 대리인 게임에서의 유인구조의 모순을 시정하여 이사로 하여금 협력적 해법에 동참하게 하는 효과가 있다. 그렇게 함으로써 예상사고확률을 낮추어 예상사고비용을 줄임으로써 사회적 후생을 극대화 할 수 있으며, 결과적으로 소비자들은 가격의 인하의 효과라는 이익에 동참하게 되는 것이다. 이때, 최적의 책임원칙은 회사는 엄격책임으로, 이사는 과실책임으로 제재하되 금전적 제재는 물론 징역형의 위협까지 하는 것이 최적의 주의 수준까지 이사의 주의수준을 끌어올리는데 큰 힘이 된다. 특히 국가에 의한 이사에 대한 금전적 제재가 가능하다고 하더라도 이사의 자력의 부족 등으로 말미암아 금전적 제재의 실효성이 부족한 상황하에서는 징역형의 제재의 위협이 가장 확실하고도 유력한 수단이 된다.

그러므로, 이사가 과실로 법위반행위를 한 경우에는 회사로 하여금 피해금액에 적발 승수를 곱한 금액에서 이사가 부담하는 금전적 제재(또는 징역형의 금전적 평가액)를 공제한 금액으로 엄격책임을 지우게 하고, 이사에게는 이와 별도로 적정한 금전적 제재 등을 부과하여야 할 것이다. 물론 이때 이사의 자력의 부족 등으로 유인의 불충한 제공의 우려가 큰 경우 등에는 징역형으로 이를 대체하여야 함은 물론이다.

### Ⅲ. 경제규제 및 이사의 책임

19) A. Mitchell Polinsky and Steven Shavell, "The Economic Theory of Public enforcement of Law" Journal of Economic Literature 38 (2000) pp. 45-76

## 1. 경제규제

헌법학자들이 경제규제의 정의에 관하여 논의를 주도하고 있다. 헌법학계에서는 경제적 자유의 규제에 관한 법개념은 논의의 대상에 따라서 실질설, 형식설, 기능성으로 요약되며, 국민경제에 직접 영향을 미치는 모든 법규범 총체(실질설적 입장)이라는 견해와 경제규제의 주요 대상으로서 기업인, 경제단체나 시장경제 및 공동경제에 특유한 법규범인 ‘조직법’ (형식설적 입장)이라는 견해와 경제규제의 법적 대상이 일정하지 않아서, 법규범의 기능을 중시하여 경제규제에서 발생하는 법규범(기능설적 입장)이라는 견해가 주장되고 있다.<sup>20)</sup> 규제란 자연인이나 법인의 재량적 행위에 제재의 위협수단을 사용하여 부과한 제한으로 정의할 수 있고, 경제주체의 결정을 제한하기 위한 목적으로 사용되는 힘의 사용이라고 할 수 있다. 경제주체의 선택을 제한하지 않는다는 점에서 소득세부과처분과는 다르고, 최저임금제는 규제라고 할 수 있다.<sup>21)</sup> 우리나라에서는 대표적인 경제규제기관으로서 공정거래위원회, 금융위원회, 방송통신위원회 등이 있다고 할 수 있겠다.

## 2. 우리나라 경제규제상 이사의 책임에 관한 별도 규제

### 2.1. 사례

#### 2.1.1 피용인의 과실에 의한 범위반행위

과거 발생한 각종 대형사고의 예를 들어 볼 수 있다. 삼풍백화점 붕괴사고나 성수대교의 붕괴사고 기타 대형사고들이 발생한 적이 있었다.

#### 2.1.2 피용인의 이익창출형 고의에 의한 범위반행위

교복지 3개사 담합사건이나, 수지지구 아파트 분양가 담합사건 등이 그 예가 될 수 있다.

#### 2.1.3 피용인의 손해발생형 고의에 의한 범위반행위

근로현장에서의 성희롱 행위 등이 그 예가 될 수 있다.

### 2.2. 각 사례에 대한 제기될 수 있는 이사들에 대한 별도의 법률적 책임

#### 2.2.1 삼풍백화점 붕괴사고

##### 2.2.1.1 회사에 대한 책임

이사는 상법 제399조 등에 의하여 회사가 입은 손해를 배상할 책임이 있다.<sup>22)</sup> 상법 제399조의 책임은 회사가 그 책임이 있는 이사에게 각종 피해를 구상하는

20) 정영화, “경제규제의 헌법원리 및 이론연구”, 「미국법연구」 Vol. 17 No. 1(미국법연구학회, 2006) 3면이하 참조

21) W. Kip Viscusi, Joseph E. Harrington, Jr., John M. Vernon, 「Economics of Regulation and Antitrust」(4th ed.) The MIT Press, 2005, p.357

내부통제적 형태의 책임이 된다. 임무해태를 요구하는 점에서 과실책임의 형식을 취하고 있고, 민사상 책임이라고 할 것이다.

### 2.2.1.2 피해자에 대한 책임

이사는 그 외에도 상법 제401조에 의하여 피해자에 대하여 손해를 배상할 책임이 있다. 이사 등이 법위반행위를 함으로써 직접적으로 피해자에게 손해를 입힌 경우에는 민법 제750조의 적용을 받을 것이나 임무해태를 통한 간접적인 손해일 경우에는 상법 제401조만의 적용을 받게 된다. 상법 제401조는 상법 제399조는 “임무해태”를 그 요건으로 하나, 그 수행하는 목적이 서로 다르고, 규범도입의 역사<sup>23)</sup>도 달라 매우 다른 제도라고 할 것이다.

### 2.2.1.3 행정상 또는 형사상 책임

이사는 위와 같은 책임과는 별도로 각종 안전관리법상의 형사상, 행정상 책임을 부담하게 되며, 형법상의 업무상 과실치사상죄의 적용도 받게 될 것이다. 이러한 형사상, 행정상의 책임은 앞서 검토한 바와 같이 이사의 주의의무에 대한 유인을 제공하는 방식으로 작용하여 사회적으로 바람직한 책임추궁이 된다고 할 것이다.

## 2.2.2 수지 아파트 분양담합사건

### 2.2.2.1 회사에 대한 책임

분양담합으로 인하여 일반적으로 회사는 이익을 입었다고 할 것이므로, 법위반행위가 있었음에도 불구하고 손해가 없는 것으로 되어 그 책임을 부담하지 않게 될 것이다. 그러나 회사에 대한 이득제공이나 손실부담여부는 매우 유동적이어서 최초에는 이득이 되었으나 결국에는 손실로 귀결되는 경우가 있다.<sup>24)</sup> 그러한 경우에는 상법 제399조 등의 적용도 고려될 수 있다.

### 2.2.2.2 피해자에 대한 책임

22) 정찬형, 「商法講義(上)」(제12판)(2009), 888면이하 참조

23) 代表編集 上柳克郎 외 2인, 「新版注釋會社法(6)」 301면 이하 참조, 동 주석서에서는 우리나라 상법 제410조에 상응하는 일본 구회사법 266조의 3에 해당하는 조문은 원래 명치 23년 상법(189조)에서는 회사의 채무에 대하여 이사는 대외적으로 특별한 책임을 부담하지 않는다는 취지의 규정이 있었으나, 명치 32년에 동규정이 삭제되고, 대신에 범령정관위반행위에 기한 제3자책임을 정한 규정(명치 32년 상법 제177조)이 새로 신설되었다. 이어 명치 44년에 구회사법 제266조의 3과 같은 조문으로 개정되었다는 것이다. 이에 반하여 우리나라 상법 제399조에 해당하는 일본 구 회사법 제266조는 상법제정시부터 존재하였다는 것이다.

24) John Karpoff & John Lott, Jr. "The Reputation Penalties Firms Bear from Committing Criminal Fraud," 36 J. Law&Econ. 757(1993) 이러한 예로서 삼성그룹의 지배권승계를 위하여 각종 법위반행위를 통하여 이재용 등에게 지배지분을 편법으로 승계한 사안에서 대리인인 임직원 등이 본인인 이재용등에게 처음에는 각종 상속증여세 등의 큰 부담을 줄일 수 있었으나 나중에 각종 형사, 민사, 행정 사건화됨으로서 수많은 비용을 발생시키고, 신용실추의 피해까지 더해져 결국 그 이득이 손해를 꼭 초과하였다고 할 수 없게 되었다고 할 수 있다.

피해자에 대하여 경우에 따라서는 민법 제750조, 또는 상법 제401조의 적용을 받아 피해를 배상해 줄 수 있다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제56조내지 제57조의 특칙이 있으나 이는 민법 제750조를 기반으로 하여 보충하는 규정에 불과하다.

#### 2.2.2.3 행정상 제재

금융위원회의 경우에는 이사들에 대한 취업제한과 같은 자격제한적 행정규제 (incapacitation)가 행해지고 있다.

#### 2.2.2.4 형사상 제재

공정거래법 제66조 이하에서 각종 형벌규정을 규정하고 있고, 제70조 양벌규정과 함께 회사는 물론 이사 개인에 대한 형사상 처벌이 가능하게 되어 있다. 같은 법 제71조의 전속고발 규정의 제한이 있다.

### 2.2.3 성희롱 사건

#### 2.2.3.1 회사에 대한 책임

회사가 성희롱 사건의 피해자에게 배상하거나 기타 행정상, 형사상 제재를 받은 경우에는 상법 제399조에 의하여 그 가해자인 행위자에게 손해배상을 청구할 수 있다. 상법 제399조의 경우 법령위반의 경우 임무해태로 인정하고 있다.

#### 2.2.3.2 피해자에 대한 책임

가해자는 민법 제750조 등에 의하여 피해자에게 배상책임을 부담하게 된다.

#### 2.2.3.3 행정상, 형사상 책임

가해자는 당연히 각종 행정상, 형사상의 책임에 노출되어 있다.

## VI. 결론

이상과 같이 각종 경제규제에서 이익의 귀속주체인 회사를 처벌하는 이외에도 행위자인 이사를 별도로 처벌하는 근거를 살펴보았다.

## 참고문헌

### <국내문헌>

정영화, “경제규제의 헌법원리 및 이론연구”, 「미국법연구」 Vol. 17 No. 1, 미국법 연구학회, 2006.

정찬형, 「商法講義(上)(제12판)」, 박영사, 2009.

### <동양문헌>

上柳克郎 外 2人, 「新版注釋會社法(6)」, 有斐閣, 1987.

### <외국문헌>

Arlen, Jennifer, “The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability”, 23 J. Legal Stud, 833.

Cohen, Mark, “Corporate Crime and Punishment: An Update on Sentencing Practice in the Federal Courts”, 1988-1990, 71 B.U.L.Rev. 247, 1991.

Karpoff, John & John Lott, Jr. “The Reputation Penalties Firms Bear from Committing Criminal Fraud”, 36 J. Law&Econ. 757, 1993.

Kraakman, Reinier R. et al., 「The Anatomy of Corporate Law」 Oxford University Press, 2003.

Polinsky, Mitchell A. & Steven Shavell, “Should Employees Be Subject to Fines and Imprisonment Given the Existence of Corporate Liability?” *Int. Rev. Law Econ.*, 13.

Polinsky, Mitchell A. & Steven Shavell, “The Economic Theory of Public enforcement of Law”, *Journal of Economic Literature* 38, 2000.

W. Kip Viscusi, Joseph E. Harrington, Jr., John M. Vernon, 「Economics of Regulation and Antitrust」, 4th ed., The MIT Press, 2005.

## 학술대회 만찬장소 안내

장소 : 세미(世味) 한정식

시간 : 2011년 4월 29일 (금) 18:00 ~ 20:00

위치 : 서울 관악구 봉천4동 865-2 세종빌딩 1층(02-871-1009)

