

신 회사법 시리즈 13

배당규제와 경제원리

김정호, 박양균 지음



목 차

1 서론	5
2 우리나라의 배당 규제와 배당금 지급 현황	6
배당 관련 규제	6
배당금 지급 추이	11
3 배당과 회사 재산의 구성 : 회계학적 이해	13
4 배당제도에 관한 쟁점과 경제 원리	17
배당은 많을수록 좋은가?	17
자본충실의 원칙은 정당한가?	22
배당을 주주총회에서 결정할 것인가?	31
액면 배당과 시가 배당	34
자기 주식에 대해서 배당할 것인가?	35
차등 배당 문제	36
일할배당, 전액배당	38
주식배당	39
5 미국 배당 제도의 최근 동향	42
6 요약 및 결론	45
참고문헌	47

훑어보기

이 논문에서는 우리나라 회사들의 배당에 대한 법적 규제들을 살펴 본 후 회사법 학계에서 논의되어 온 여러 가지의 쟁점들을 경제학적 관점에서 분석해 보았다. 이 논문은 모두 6개의 장으로 구성된다.

제2장에서는 상법 등에 규정되어 있는 배당 관련 규제의 내용들을 개략적으로 살펴보았다. 배당의 종류, 배당가능이익의 범위 및 법정준비금의 역할, 배당금 결정의 절차, 이익배당청구권의 발생 요건, 주주평등권 등이 다루어졌다. 또 1989년부터 2000년까지 우리나라의 상장기업들의 실제 배당금 추이가 어떠한지도 설명했다.

제3장에서는 배당 관련 제도가 회사의 재산 구조에 어떤 영향을 주는 지를 대차대조표를 통해 설명했다. 법정준비금은 배당액을 줄이는 역할을 한다는 것, 주식배당은 배당의 성격이 없다는 것, 또 자사주 매입 및 소각은 배당과 같은 성격을 가진다는 것 등이 설명되었다.

제4장은 배당제도에 관한 여러 가지의 쟁점들을 경제학적 시각에서 분석해 보았다. 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주주이익의 관점에서 최적 배당금은 회사의 사정에 따라 다를 수 있다. 기업의 자금조달에서 주식발행을 통한 유상증자의 중요성이 커지고, 또한 자본시장에서 기업간의 경쟁이 격화되고 있음을 감안했을 때, 회사의 자율적 배당금 결정이 주주의 이익과 일치되는 방향으로 이루어질 가능성은 점점 더 커져가고 있다. 우리나라 기업들이 지나치게 낮은 배당을 하는지에 대한 판단은 좀 더 시간을 두고 내려져야 할 것이다.

둘째, 자본충실의 원칙에 의해 회사의 배당을 규제할 필요가 있는지에 대해 심각한 재고가 필요하다. 자본충실의 원칙을 두는 이유는 채권자의 보호에 있는데, 현실적으로 채권자는 계약으로서 기업의 부도위험으로부터 스스로를 보호할 수 있다. 또 실질적으로도 회사의 자본금 규모나 준비금 규모를 보고 대출을 결정하는 채권자는 찾아보기 힘들다. 자본유지의 원칙이나 법정준비금 제도의 폐지를 신중히 고려할 때이다.

셋째, 배당금에 대한 최종 결정권이 주주총회에 있음으로 인해 회사와 주주 자신에게도 여러 가지의 위험이 발생하고 있다. 또 주식시장의 정보반영 기능도 저해 받고 있다. 배당금의 규모를 어디에서 결정할지를 주주총회의 결정사항으로 해야 한다. 그렇게 되면 주주들은 자신의 이익을 위해서라도 배당금 결정권을 이사회에 위임하게 될

것이다.

넷째, 액면배당이나 주기주식에 대해 배당할 것인가에 대한 논의는 무의미하다. 어떻게 하든 회사의 행동이 달라지지 않는다.

다섯째, 대주주가 소액주주들에게만 배당을 지급하고 자기 스스로는 배당을 포기하거나 저배당에 만족하는 차등배당 관행은 주주평등의 원칙과 모순되지 않는다.

여섯째, 배당금의 차이가 신주발행가격에 반영되는 한 유상신주에 대해 일할배당을 할 것인가 차등배당을 할 것인가에 대한 논쟁은 무의미하다.

마지막으로 주식배당은 배당의 성격을 가지고 있지 않다. 회사의 재산이 외부로 유출되지 않기 때문이다. 다만 자본항목의 구성만을 바꿀 뿐이다. 따라서 주식배당에 대해서 규제할 필요가 없다.

제5장에서는 1970년대 이후 자본충실의 원칙을 포기해 가고 있는 미국 회사법의 배당관련 규정들을 소개했다. 우리나라의 배당 관련 논의에 참고 자료로 사용될 수 있을 것이다.

마지막으로 제6장은 요약 및 결론이다.

I. 서론

배당은 주식회사가 영위하는 활동의 매우 중요한 역할을 차지한다. 주식회사의 주된 활동의 장은 시장이기 때문에 배당 활동도 시장에서의 투자자 만족을 주는 데에 주안점이 두어져야 할 것이다. 법적 제도의 역할이 있다면 회사와 주주, 또는 채권자들 사이의 계약을 통해서, 또는 주식시장 및 채권시장을 통해서 해결되지 못하는 문제를 해결하는 데에 그쳐야 할 것이다. 즉 법은 시장의 역할을 보조하는 데에 그쳐야 한다는 것이다.

불행히도 배당에 관한 우리나라의 현행 법 규정들이 시장의 보조적 역할에 머물고 있는지에 대해서는 의심의 여지가 크다. 경제적 관점에서 보면 배당과 관련된 많은 규정들이 지나친 법의 형식논리에 치우쳐 있음을 느낄 수 있다. 이해당사자간 자율적 협상보다는 법의 강제를 통해서 자율을 제약하고자 하는 조항들이 자주 눈에 띄인다. 채권자들이 채무자와의 계약을 통해서 스스로를 보호할 수 있음에도 불구하고 법은 채권자보호를 이유로 법정준비금의 적립을 강요하고 있다. 또 주식시장의 경영자 규율기능이 점차 강해지고 있음에도 불구하고 법은 이사회를 믿지 못해 배당금 결정 권한을 최종적으로 주주총회에서 승인 받도록 강제하고 있다. 이밖에도 배당에 관한 여러 가지의 규제들이 시장기능이나 경제원리와 마찰을 빚고 있다. 이 논문은 우리나라의 배당 관련 규제들이 경제원리와 부합되는지를 분석하고 그 대안을 찾아내는 데에 목적을 두고 있다.

이 논문은 서론을 포함해서 모두 5개의 장으로 구성된다. 제2장에서 우리나라 배당 관련 규제의 내용과 배당금 지급 추이를 살펴본 후, 제3장에서는 배당 관련 제도가 회사의 재산상태에 어떤 영향을 주는 지에 대해 회계학적 개념을 이용해서 살펴보았다. 이 논문의 중심은 제4장이다. 이 장에서는 배당 제도에 대한 우리나라 법학계에서의 쟁점들을 경제학적 관점에서 분석했다. 배당은 많을수록 좋은가, 자본 충실의 원칙이라는 이름으로 배당가능이익을 규제하는 것은 정당한가, 배당금 결정 권한을 주주총회가 가질 것인가, 액면배당 및 자기주식에 대한 배당, 차등배당, 일할배당 등은 부당한 것인가, 주식배당에 대해 규제할 것인가 등의 쟁점이 다루어졌다. 제5장에서는 미국의 배당제도가 참고자료로 제시되었다. 마지막으로 제6장은 요약 및 결론이다.

II. 우리나라의 배당 규제와 배당금 지급 현황

최소한 원리적으로만 본다면 배당은 회사의 재산을 주주가 개인의 것으로 가져가는 과정을 말한다. 법은 주주에 대한 회사의 배당에 대해 여러 가지 제한을 가하고 있다.

1. 배당 관련 규제

가. 배당의 종류

일반적으로 배당은 이익배당과 주식배당으로 구분된다. 이익배당이란 글자 그대로 회사가 영업활동의 결과 벌어들인 이익을 주주들에게 분배하는 것이다. 일반적으로 현금배당의 형태를 띤다. 현금 이외의 재산으로 배당을 주는 것(재산배당)도 생각해 볼 수 있지만, 현재 우리나라의 상법은 이것을 인정하지 않고 있다.¹⁾ 한편 주식배당이란 회사가 주주들에게 주식을 분배하는 활동이다. 회사의 재산이 주주에게로 유출되는 과정을 배당이라고 본다면 주식배당을 과연 진정한 의미의 배당이라고 볼 수 있는지에 대해서는 의문의 여지가 크다. 종이 값 이외에 주식배당을 통해서 회사 밖으로 유출되는 재산은 없기 때문이다.

새로 사업을 시작한 회사의 경우 예외적으로 일정 요건을 갖추면 이익이 없더라도 배당을 할 수 있도록 허용하고 있는데 이것을 건설이자의 배당이라고 한다.

배당은 배당의 시기에 따라 결산기 배당과 중간배당으로, 배당금의 결정기준에 따라 액면배당과 시가배당으로 각각 나누기도 한다.²⁾

나. 배당총액과 배당가능이익

배당에 관한 가장 기초적인 규정은 상법이다. 상법은 회사의 배당이 소위 배당가능이익이라는 것을 넘지 못하도록 하고 있다. 상법이 규정하고 있는 배당가능이익이란 대차대조표 상의 순재산액³⁾에서 <자본의 액+당해 결산기까지 적립된 법정준비금(이익준비금+자본준비금)의 합계액+당해 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액>을 뺀 금액을 말한다.⁴⁾

1) 장호윤.설원식(2000), p12.

2) 서헌제, 『회사법』, 법문사, 2000

3) 순재산이 아니라 순자산이 정확한 표현이다. 재산이란 대차대조표 상의 용어가 아니다. 박정우(1999), p35.

4) 상법 제462조

현금 배당의 경우 회사는 배당가능이익 중에서 회사 내에 유보할 금액(이를 임의적립금이라 한다)을 제외한 나머지를 주주에게 배당한다. 배당 가능이익 가운데에서 배당 총액의 비율을 어느 정도로 할 것인지에 대한 결정은 주주총회의 재량에 속한다.

한편 주식배당의 경우 배당가능이익이 존재해야 배당이 가능하다는 점에서는 현금배당과 같지만, 당기의 이익에만 한정되지 않고 이월이익잉여금 또는 임의준비금을 포함해서 배당가능이익을 산정할 수 있다는 점에서는 다르다. 단, 임의준비금의 경우 정관 또는 주주총회 결의에 의해 배당가능이익으로 환원하는 절차를 거쳐야 한다. 상법은 주식배당 총액이 이익배당총액의 2분의 1을 초과하지 못하도록 하고 있다.⁵⁾ 그러나, 증권거래법은 상장법인에 대해 주식의 시가가 액면액에 미달하는 경우가 아닌 한 이익배당총액에 상당하는 금액까지 주식배당을 할 수 있도록 하고 있다.⁶⁾ 따라서 비상장기업의 경우 주식배당은 이익배당액의 50%, 그리고 상장법인의 주식배당은 이익배당액의 100%까지 할 수 있는 셈이다.

〈그림 1〉 이익배당의 산출방법



자료: 서헌제(2000), p.600

다. 법정 준비금

위의 규제들에서 드러났듯이, 주식회사의 배당에 대한 규제는 배당가능이익의 산정방식에 의존하며, 그 과정에서 법정준비금이라는 개념이 중심역할을 한다. 따라서 법정준비금이 무엇인지에 대해서 살펴볼 필요가 있다.

준비금(reserve)은 회사가 법률, 정관 또는 총회의 결의로써 재산이 자본액을 초과하는 경우 그 금액 중에서 일정한 금액을 회사 내에 유보해야 하는 금액을 말한다. 즉 이익 중에서 배당하지 않는 금액을 준비금이라고 봐도 큰 무리는 없을 것이다. 즉 어

5) 상법 제462조의 2

6) 증권거래법 제191조 3의 1

떤 명목으로 준비금을 적립하든 간에 그것은 배당을 하지 않은 이익일 뿐이라는 것이다. 그것으로 인해 회사 재산의 규모가 변동하거나 또는 재산의 구성이 달라지는 것은 아니다. 예컨대 준비금을 적립한다는 것은 그 금액을 (은행이나 금고 등에) 현실적으로 적립하는 것이 아니라 대차대조표상의 자본 항목에 기재하는 준비금의 액을 증가시키는 것에 불과하다. 또 준비금을 사용한다는 것도 실질적으로 금전이 지출되는 것이 아니라 대차대조표 상의 준비금 액수를 줄이는 행위에 지나지 않는다. 준비금이 회사의 실질적 행동에 주는 영향은 배당금의 액수에 대해서 뿐이다. 즉 준비금으로 적립해야 하는 액수가 커질수록 배당은 작아질 가능성을 내포하게 된다. 따라서 여러 가지 준비금의 적립의무는 배당액수에 대한 규제와 같은 의미로 해석될 수 있다.

준비금은 적립의 강제성 여부에 따라 법정준비금과 임의준비금으로 구분되는데, 필자들이 이 논문에서 관심을 가지는 것은 법에 의해 적립이 강제되는 법정준비금이다.

이익준비금

법정준비금은 그 재원의 출처에 따라 이익준비금과 자본준비금으로 나뉘어진다. 이익준비금은 매결산기의 이익 및 이에 준하는 재원으로부터 적립되는 준비금이다. 상법은 회사 자본의 2분의 1에 달할 때까지 매결산기의 금전에 의한 이익배당액(현금배당액)의 10분의 1이상의 금액을 이익준비금으로 적립하도록 하고 있다.⁷⁾ 또 상장법인은 자기자본비율이 100분의 30에 달할 때까지 매 사업 년도마다 다음의 금액 이상을 재무구조개선적립금으로 적립하여야 한다.⁸⁾ 다만, 적립하여야 할 금액이 5백만원에 미달하는 경우는 적립할 의무가 면제된다.

1. 유형자산처분이익(특별이익에 한한다)이 유형자산처분손실(특별손실에 한한다)과 해당 법인세(특별부가세 포함) 및 주민세의 합계액을 초과하는 경우에는 그 초과액(당기순이익에 이월결손금을 차감한 금액이 그 초과액에 미달하는 때에는 그 금액)의 100분의 50
2. 당기순이익에 이월결손금을 차감한 금액의 100분의 10. 다만, 직전사업연도 수준의 배당유지가 어려운 경우에는 100분의 5로 할 수 있다.

자본준비금

자본준비금은 자본거래에서 발생하는 잉여금을 재원으로 하여 적립하는 준비금을 말한다. 자본준비금은 영업과 관계없이 발생한 것이라 하여 전액 적립하도록 규정하고

7) 상법 제458조

8) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제56조

있다.⁹⁾ 자본준비금의 발생 원천을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 주식발행에 따른 액면초과액이다. 회사가 주식을 액면가대로 발행할 경우 그 대가로 받은 액면금액은 자본금이 된다. 그러나 시가발행의 경우처럼 액면금액 이상으로 발행할 경우, 그 대가 중 액면금액만큼은 자본금으로, 액면초과액은 자본준비금으로 적립하여야 한다.

둘째, 감자차익이다. 자본감소의 경우 감소된 자본액이 주식의 소각이나 주금의 반환에 필요한 금액을 초과한 경우를 감자차익이라고 한다. 이 감자차익에서 자본결손의 전보에 충당하고 남은 금액이 있을 경우에는 이를 자본준비금으로 적립하여야 한다.

셋째, 합병차익이다. 합병차익은 회사의 합병으로 인하여 생긴 잉여금을 말한다. 합병의 결과 소멸된 회사로부터 승계한 재산의 가액이 그 회사로부터 승계한 채무액, 그 회사의 주주에게 지급한 금액과 합병 후 존속하는 회사의 자본증가액 또는 합병으로 인하여 설립된 회사의 자본액을 초과한 때에는 그 초과금액을 자본준비금으로 적립하여야 한다.

넷째, 분할차익이다. 분할차익은 회사의 분할로 인하여 생긴 잉여금이다. 회사의 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립된 회사에 출자된 재산의 가액이 출자한 회사로부터 승계한 채무액, 출자한 회사의 주주에게 지급한 금액과 설립된 회사의 자본액 또는 존속하는 회사의 자본증가액을 초과한 때에는 그 초과금액을 자본준비금으로 적립하여야 한다.

다섯째, 기타자본잉여금이다. 기타자본잉여금은 자본거래에서 발생한 잉여금으로 성질상 이익잉여금이 아니므로 이를 배당하거나 임의준비금으로 적립하는 것은 부당하다. 따라서 자본잉여금에 관한 포괄적인 규정을 신설하여 법정준비금으로 적립하도록 한 것이다.

여섯째, 재평가적립금이다.¹⁰⁾ 재평가적립금은 화폐가치의 하락에 따르는 자산의 재평가에 의하여 생긴 자본잉여금을 재원으로 하는 법정준비금이다. 이것은 재평가 가액에서 재평가일 1일전에 대차대조표상의 이월결손금을 공제한 잔액을 적립하여야 한다. 재평가적립금은 재평가세의 납입과 자본에 전입하는 이외에는 이를 처분하지 못한다.

법정준비금은 자본의 결손보전에 충당하는 경우와 자본전입하는 이외에는 처분할 수

9) 상법 제459조

10) 자산재평가법 제28조

없다.¹¹⁾ 자본의 결손이란 결산기말의 회사의 순자산액이 자본과 법정준비금에 미달하는 상태를 말한다. 결손의 전보는 우선 이익준비금으로 충당하고 부족한 경우에 한해 자본준비금으로 충당할 수 있다. 이미 앞서 설명한 바 있듯이, 자본준비금의 처분이란 당해 금액을 실제로 지출하는 것이 아니고, 대차대조표상 계정과목간의 이동행위에 불과하다는 점을 기억할 필요가 있다.

라. 배당금 결정의 절차

회사가 현금배당이나 주식배당을 하기 위해서는 주주총회의 보통결의가 있어야 한다. 대표이사는 매결산기에 재무제표를 작성하여 이사회에 승인과 감사의 감사를 받은 후 이를 정기총회에 제출한다. 정기총회에서 재무제표를 승인하면 배당가능이익이 확정되며, 배당의 취지, 배당액, 주식배당의 경우 신주의 종류와 수 그리고 발행조건 등을 정하여야 한다.¹²⁾

배당이 결정되면 회사의 주식배당은 배당락에 따라 기준가격이 변경되지만, 현금배당의 경우 기준가격이 변동되지 않는다. 주식배당의 배당락 기준가격 결정은 보통주의 경우 보통주 배당부 증가에 배당 전 보통주주식 수를 곱한 값을 배당 후 보통주주식 수로 나눈 값으로 결정한다.¹³⁾

이익배당금은 주주총회 결의가 있는 날부터 1개월 이내에 지급하여야 한다.¹⁴⁾ 그러나 주주총회 또는 이사회에서 배당금 지급 시기를 따로 정한 경우에는 그에 의한다.

마. 이익배당청구권

우리나라의 법학문헌들에는 주주의 이익배당청구권이 추상적인 권리라는 말이 나온다. 주주가 회사에게 이익배당을 요구할 권리는 없다는 것이다. 이익배당에 대한 결정이 주주총회의 결정사항으로 되어 있는 한, 주주의 회사에 대한 이익배당청구권이 없는 것은 당연한 귀결일 것이다. 설령 배당을 하지 않았다고 하더라도 그것은 주주 자신들의 집단적 결정의 소산이기 때문이다. 다음의 고등법원 판결(서울고판 1976. 6. 11. 75나 1555)은 이런 원칙을 분명히 밝혀 주고 있다.

“이익배당의 결정은 주주총회의 권한에 전속하기 때문에 주주총회 결의에 의하여 비

11) 상법 제460조 ①, 460조 ②

12) 주식배당의 경우 발행예정주식총수 중에 미발행주식이 있는 범위 내에서만 신주를 발행할 수 있다. 이를 초과하는 때에는 정관의 변경으로 회사의 발행예정주식총수를 증가시켜야 한다.

13) 증권거래소 업무규정 시행 규칙 제 19조 ①의 3

14) 상법 제449조, 464조, 464조의 2

로소 그 내용이 구체적으로 확정되는 것이고 이익배당이 확정되기 전에는 주주의 이익배당청구권은 일종의 기대권을 내용으로 하는 추상적인 권리에 지나지 않는다 할 것이므로 법원이 주주총회에 갈음하여 이사회에서 제출한 이익금 처분안을 수정하여 주주의 구체적 이익배당을 확정 지을 길이 없고 주주가 이익배당에 관한 주주총회의 결의를 강요할 수도 없는 것이므로 결국 원고에게는 확정적인 이익배당청구권이 없고 또 적법한 이익배당에 관한 주주총회의 결의가 없다고 상법상의 채무불이행 또는 불법행위도 될 수 없다.”

주주가 배당을 받을 수 있는 권리를 이익배당청구권이라는 용어로 표현하기보다는 배당수취권 정도의 용어를 사용하는 것이 더 합리적일 듯하다.

이같은 배당 여부 및 금액의 불확실성은 배당을 받을 수 있는 권리의 거래 범위를 상당히 좁혀 놓는다. 예를 들어 배당을 받을 수 있는 권리는 양도의 대상이 될 수도 없고, 또 입질의 대상이 될 수도 없다. 그러나 일단 주주총회에서 일정액을 배당하기로 결의하고 나면 이 권리는 구체적 권리로서 배당금 지급청구권이 발생한다. 결정된 배당금을 지급하라고 이사를 상대로 소송을 제기할 수도 있다. 또 그 권리는 양도나 입질의 대상이 될 수도 있다.

바. 주주평등권

상법은 이익배당이 주주평등의 원칙에 따라야 한다고 규정하고 있다. 여기서 주주평등의 원칙이란 각 주주가 가진 주식 수에 비례해 배당이 지급되어야 함을 뜻한다.¹⁵⁾

그러나 이 원칙이 절대적인 것은 아니어서 우선주 등 여러 종류의 주식의 발행되어 있는 경우 정관 등에 정하는 바에 따라 배당금을 지급할 수 있도록 하고 있다. 또 회사의 지배권을 가진 지배주주가 자신에게는 저율의 배당만을 하고 나머지의 주주들에게 고율의 배당을 할 경우 형식적인 의미에서의 주주평등의 원칙이 깨지는데, 학설이나 판결은 그것이 주주평등의 원칙과 갈등관계가 아니라는 데에 대체로 의견을 같이 하고 있다.

2. 배당금 지급 추이

한국의 주식회사들은 실제로 어떻게 배당하였는가? 증권거래소가 1989년부터 2000년까지 12월 결산 상장법인을 대상으로 조사한 결과를 중심으로 배당현황을 알아보자. 조사대상 중 배당을 실시한 회사는 1999년에 324개 사에서 2000년에는 299개 사로 감소했다. 배당금 지급비율은 1990년에 분석대상회사의 95.7%인 441개사가 배당을

15) 상법 제464조.

지급하여 가장 높은 반면 1997년에 61.6%인 299개사가 실시하여 가장 낮았다. 당기 순이익은 1999년 14조 8,285억원에서 2000년에 13조 877억원으로 감소했다. 반면, 배당금총액은 1999년 2조 8,514억원에서 2000년에 3조 3,586억원으로 증가했다. 당기순이익이 감소했음에도 불구하고 배당성향은 1999년의 19.2%에서 2000년에 25.7%로 증가했다.

〈표 1〉 12월 결산 상장법인 배당현황

(단위: 사, 억원, %)

결산 연도	회사수(유배당사)		당기순이익(A)	배당금총액(B)		배당성향 B/A
		비율			증감율	
1989	442(396)	89.6	24,135	8,585	+36.2	35.6
1990	461(441)	95.7	24,072	9,398	+ 9.5	39.0
1991	465(439)	94.4	26,227	8,619	- 8.3	32.9
1992	458(375)	81.9	24,845	8,774	+ 1.8	35.3
1993	462(375)	81.2	21,942	9,335	+ 6.4	42.5
1994	480(399)	83.1	44,470	11,941	+27.9	26.9
1995	500(404)	80.8	68,162	14,979	+25.4	22.0
1996	528(403)	76.3	24,343	14,840	- 0.9	61.0
1997	485(299)	61.6	-4,859	9,623	-35.2	-
1998	445(286)	64.3	-30,517	15,113	+57.1	-
1999	440(324)	73.6	148,285	28,514	+88.7	19.2
2000	419(299)	71.4	130,877	33,586	+17.8	25.7

주1) 12월 결산 상장법인 중 금융업, 관리종목, 감사의견 걱정이 아닌 회사 등은 제외.

주2) 증권거래소, 『주식』, 2001.5

주식배당제도가 실시된 이후 한국의 주식배당 현황을 살펴보면, 1986년에 2개 사만이 주식배당을 실시했으며, 1990년대 중반까지 꾸준히 증가하여 1994년에 상장회사 수 중 주식배당을 하는 회사의 비율이 18.5%까지 증가했으나, 그 이후 주식배당 회사 수가 감소하여 2000년도 주식배당회사의 비율은 7.7%에 불과하다.

〈표 2〉 주식배당 실시 회사 수 현황

구분	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
회사수	2	6	27	83	99	115	109	108	126	130	113	85	67	77	53
상장사수	336	377	477	616	663	672	654	660	680	705	735	733	682	709	691
비율	0.6	1.6	5.7	13.5	14.9	17.1	16.7	16.4	18.5	18.4	15.4	11.6	9.8	10.9	7.7

자료: 한국상장사협의회, 상장회사 주식배당 실시 현황, 2001. 5

III. 배당과 회사 재산의 구성: 회계학적 이해

배당 관련 제도를 이해하기 위해서는 회계학적 개념들을 이해할 필요가 있다. 아주 간단한 예를 가지고 배당 및 그와 유사한 제도들의 회계학적 의미를 살펴보도록 하자.

갑과 을은 연초에 각각 1억원과 5천만원을 출자하고 친구에게 1억원을 빌려서 주식 회사를 설립했다. 이렇게 마련된 돈으로 1억원 짜리 토지와 건물 및 기계 1억원을 구입했다. 이런 상태에서 이 회사의 대차대조표는 다음과 같이 표시된다.¹⁶⁾

<대차대조표 1>

(단위: 백만원)

고정자산	200	자본금	150
(토지)	(100)	부채	100
(건물 및 기계)	(100)	(차입금)	(100)
현금	50		
	<u>250</u>		<u>250</u>

연말에 결산을 해 보니 현금이 3천만원 있었고, 재고품이 7천만원 남아 있었다. 그동안 차입금이 늘지는 않았음을 감안했을 때, 결과적으로 회사 자산은 연초의 2억 5천만원에서 3억원으로 늘어난 것이고, 이 회사는 5천만원의 이익을 낸 셈이다. 이때 이익은 이익잉여금 5천만원으로 기재되었다. 이런 상태에서 회사의 대차대조표는 아래와 같은 모습을 보일 것이다.

<대차대조표 2>

(단위: 백만원)

현금	30	자본금	150
고정자산	200	이익잉여금	50
(토지)	(100)	부채	100
(건물 및 기계)	(100)		
재고자산(재고품)	70		
	<u>300</u>		<u>300</u>

주주인 갑과 을은 5천만원의 이익 가운데에서 4천만원을 배당하기로 했다. 그런데 여기서 현금 부족이 문제로 등장한다. 비록 이익은 발생했지만, 그것은 주로 재고자산의

16) 대차대조표는 특정 시점의 재무상태를 나타내는 재무제표로서 기업이 소유하고 있는 자산과 부채 및 자본에 관한 정보를 제공한다.

증가로 인한 것이다. 배당을 하려면 현금이 있어야 하는데, 회사 내의 현금은 3천만원에 불과하다. 이같은 예를 택한 것은 이익이 늘 현금의 형태로 존재하는 것이 아님을 보이기 위함이다. 따라서 이들은 2천만원을 추가로 차입해서 배당을 지급하기로 했다.¹⁷⁾ 차입을 하고 난 직후의 대차대조표는 다음과 같다. 즉 부채와 현금이 각각 2천만원씩 증가했다.

<대차대조표 3>

(단위: 백만원)

현금	50	자본금	150
고정자산	200	이익잉여금	50
(토지)	(100)	부채	120
(건물 및 기계)	(100)		
재고자산(재고품)	70		
	<u>320</u>		<u>320</u>

4천만원의 배당을 현금으로 지급하고 나면 대차대조표는 다음과 같이 바뀐다.

<대차대조표 4-1>

(단위: 백만원)

현금	10	자본금	150
고정자산	200	이익잉여금	10
(토지)	(100)	(임의적립금)	6
(건물 및 기계)	(100)	(이익준비금)	4
재고자산(재고품)	70	부채	120
	<u>280</u>		<u>280</u>

위의 대차대조표에 대해서 약간의 추가적 설명이 필요할 것 같다. 차변에서는 현금이 5천만원에서 1천만원으로 줄었다. 배당으로 현금 4천만원이 지출되었기 때문이다. 한편 대변에서의 변화는 약간 복잡하다. 이익잉여금 중 배당하고 남는 부분은 임의적립금이 된다. 원래의 이익잉여금이 5천만원이었으므로 배당 후 남는 임의적립금은 1천만원이 되어야 한다. 그럼에도 불구하고 6백만원만이 남은 것은 이익준비금 항목으로 4백만원이 계상되었기 때문이다. 상법은 현금 배당액의 1/10 이상을 이익준비금으로 적립하도록 강제하고 있다. 따라서 현금 배당 4천만원에 대해 4백만원을 이익준비금으로 적립했기 때문에 임의적립금은 6백만원만이 남게 된다.

위의 대차대조표에서 눈여겨보아야 할 것은 대변의 적립금 항목과 차변의 자산항목간

17) 우리나라의 상장기업들을 대상으로 한 설문조사의 결과, 현금 여력이 없음에도 불구하고 배당을 지급해야 할 때 기업들이 택하고 싶어하는 자금의 원천은 은행차입금, 신주발행, 사채 발행 순으로 드러났다. 원정연·김성민(1999), p146 참조.

의 관계이다. 배당되지 않은 잉여금을 대변에서 어떤 식으로 기재하든 구체적 자산의 형태인 왼쪽의 차변 항목의 구성은 영향을 받지 않는다는 점을 기억할 필요가 있다.

지금까지 설명한 것은 현금배당의 경우였다. 이제 이것이 주식배당과 회계학적으로 어떤 차이를 보이는 지 살펴보는 것도 흥미로운 일이 될 것이다. 대차대조표 3의 상태에서 4천만원을 주식배당한다고 해 보자. 주식배당을 하기 위해서는 신주를 발행해야 하며 따라서 주식배당금액에 해당하는 만큼 회사의 자본금이 증가하여 1억 9천만원이 된다. 자본증가는 이익잉여금으로부터 충당되므로, 이익잉여금 5천만원은 1천만원이 된다.

〈대차대조표 4-2〉

(단위: 백만원)

현금	50	자본금	190
고정자산	200	이익잉여금	10
(토지)	(100)	부채	120
(건물 및 기계)	(100)		
재고자산(재고품)	70		
	<u>320</u>		<u>320</u>

대차대조표 4-2에서 눈여겨보아야 할 것은 차변이다. 현금배당을 했을 때의 대차대조표인 4-1과의 차이는 현금의 보유액이다. 현금배당을 했을 때는 현금보유액이 1천만원이 되지만, 주식배당을 했을 때는 현금 유출이 없으므로 5천만원 그대로 남아 있다. 배당의 본질을 주주에 대한 회사 재산의 분배라고 보았을 때 주식배당을 배당이라고 보기 어려운 것이다.

주식배당을 이익배당으로 보아야 하는가, 아니면 주식분할로 보아야 하는가에 대한 논란이 있어왔다. 방금 전의 논의에서 주식배당이 이익배당과는 본질적으로 다름을 설명했다. 그렇다면 주식배당은 주식분할적인 성격을 가지는가? 주식분할에 있어서도 회사의 재산이 주주에게로 유출되는 효과는 없고 다만 주식의 숫자가 늘 뿐이다. 따라서 액면금액을 얼마로 하든 간에 주가는 같아지며 그렇게 본다면 주식배당과 주식분할은 같은 성격을 가지고 있다. 그러나 회계적으로는 차이가 있다. 앞서 설명했듯이 주식배당을 하면 자본금이 늘지만, 주식분할의 경우는 자본금에 어떤 변동도 가져오지 않는다. 회사 재산의 유출이 없다는 면에서는 두 제도가 같지만, 자본금의 변동이라는 면에서는 차이가 있는 것이다.

주주에 대한 회사 재산의 분배라는 차원에서 본다면 자사주 매입 및 소각이 주식배당보다 오히려 배당의 성격을 더욱 강하게 가지고 있다. 대차대조표 3의 상태에서 회사가 4천만원의 자사주를 매입해서 소각한다고 해 보자. 회사는 자사주 매입을 위해 4

천만원을 지출해야 하기 때문에 현금 보유액은 5천만원에서 1천만원으로 줄어든다. 한편 자사주의 소각은 발행 주식숫자의 감소를 뜻하기 때문에 소각되는 주식의 액면금액 만큼 자본금 규모의 감소를 초래한다.

〈대차대조표 4-3〉

(단위: 백만원)

현금	10	자본금	110
고정자산	200	이익잉여금	50
(토지)	(100)	부채	120
(건물 및 기계)	(100)		
재고자산(재고품)	70		
	<u>280</u>		<u>280</u>

지금까지의 논의를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 이익이 항상 현금의 형태로 존재하는 것이다. 따라서 이익이 있더라도 배당을 하려면 외부로부터 자금을 조달해야 하는 경우들이 있다. 둘째, 적립금을 어떤 식으로 적립하든 그것은 배당 액수에만 영향을 줄 뿐, 남아 있는 회사재산의 구성에는 어떤 영향도 주지 않는다. 셋째, 주식배당은 이익 배당의 성격이 없다. 이익배당은 회사 재산을 줄이지만, 주식배당은 자본항목의 구성 방식만을 바꿀 뿐이다. 넷째, 주주에 대한 회사재산의 유출이라는 측면에서 보면 주식 소각이나 자사주 취득 같은 활동이 오히려 배당의 성격을 강하게 가지고 있다.

IV. 배당제도에 관한 쟁점과 경제 원리

1. 배당은 많을수록 좋은가?

우리나라의 기업들이 배당을 형식적으로 한다는 데에 대해 비난들이 있어왔다. 국내 기업의 저배당 경향을 좋지 않게 보는 신문 기사 하나를 소개해 보기로 한다.¹⁸⁾

“국내 기업들의 저배당은 외국 기업들과 비교하면 더욱 형편없는 수준이다. 영국 미국 독일 등의 금리수준이 우리의 절반정도에 불과한 점을 감안하면 실제 배당수익률을 더 떨어지는 셈이다.”¹⁹⁾

저배당에 대한 적대적 태도는 과거 우리나라 증권시장의 제도에도 반영되어 있었다. 그러한 예로는 소속부지정제도와 배당과 상장법인 재무관리규정에 의한 규제, 그리고 자본시장육성에 관한 법률에 의한 규제가 있었다. 먼저, 소속부지정제도이다.²⁰⁾ 이 제도는 상장기업의 배당지급 여부에 따라 소속부를 1부, 2부로 구분하였다. 1부 종목 지정요건으로 회사가 최근 3사업연도 중 2사업연도에 이익배당을 실시하였을 것을 규정했다.

둘째, 상장법인 재무관리규정에 의한 규제이다.²¹⁾ 이 규정은 상장법인이 유상증자를 하기 위해서는 최근 3년 간 1주당 평균배당금이 400원 이상이어야 한다고 규정하고

18) 이것 말고도 배당에 대한 여러 가지의 글에서 우리 기업의 배당이 너무 낮다는 불평을 엿볼 수 있다. 그 가운데에서 몇 개를 소개해 보자.

“배당률의 결정을 주주총회의 의사결정으로 규정하고 있음에도 불구하고 실제로는 배당이 최고경영자의 의도에 따라 결정되고 있으며, 소액주주의 영향력이 미약하여 주주총회에서 현금배당율의 결정이 형식적 절차에 불과하기 때문에, 본래의 목적과는 달리 소액주주의 권익보호에 기여하지 못하고 있다.(남명수, “한국기업의 배당정책과 주가와와의 관계”, 인하대 산업경제연구, 1993. 9)

“주주총회 시즌을 앞두고 투자자들 사이에 배당금에 대한 불만이 많다. 액면가를 기준으로 배당하는 방식이 눈속임이란 말까지 나오고 있다. 증권거래소 조사에 따르면 지난해 배당수익률은 평균 2.4%에 불과했다. 이는 1998년의 3.2%에 비해 0.8%포인트 낮아진 것. 당시 액면가 기준으로 한 배당금은 약간 많아졌지만 주가가 더 많이 올라 주주들이 손에 쥐는 몫은 상대적으로 줄어들었다.”(중앙일보 2000. 2. 1)

“SK텔레콤은 주당 504원의 현금배당을 실시했지만 소액주주의 불만을 샀으며 태광 등은 외국계 투자자로부터 낮은 배당을 항의 받기도 했다.”(문화일보 2001. 3. 31)

“대주주들은 회사의 지배라는 특별한 이해관계가 있지만 기타 일반주주들은 투자에 대한 이익배당에 지대한 관심을 갖게 되고 주가도 배당률의 고저에 따라 직접적인 영향을 받게 된다. 그러므로 주주들은 가능한 한 고율의 배당을 기대하게 된다.(최기원(1998), p. 754)

19) 한국경제신문 1996. 1. 30.

20) 증권거래소, 유가증권 상장규정 제 31조의 제3호. 소속부 지정 제도는 2000년에 폐지되었다.

21) 상장법인 재무관리 규정은 2000년 12월에 금융감독원의 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정으로 변경되었다.

있다. 단, 중소기업기본법에서 정하는 중소기업으로서 공정거래법에 의한 계열기업군에 속하지 않은 중소기업은 최근 3년 간 1주당 평균배당금이 300원 이상이어야 한다고 규정했다.²²⁾ 또 2년 간 계속해서 배당이 없는 주식에 대해서는 그 증권과 비업무용 고정자산의 합계가 일정 기준치를 초과하는 경우 그 내용과 처리계획을 증권관리위원회에 보고하도록 하였으며, 그 이후에도 추진상황을 보고하도록 규정했다.²³⁾

마지막으로 자본시장육성에 관한 법률에 의한 규제이다. 1968년에 제정된 이 법률에서는 일반투자자의 상장법인의 주식에 대한 투자를 유인하기 위해 정부 이외의 민간 주주에게 최소한 1년 만기 정기예금의 이율에 해당하는 배당하도록 특별 규정을 도입했다. 정부는 1980년 이전 투자자의 저변확대와 투자자보호를 명목으로 배당정책에 대해 행정지도형식으로 공금리 수준 이상을 배당지급을 권장하였으며, 상장주식에 대한 수요진작과 기업공개를 촉진시키기 위해 고율의 배당을 권장하였다.²⁴⁾

그렇다면 과연 배당은 많을수록 좋은 것인가? 배당(현금배당이라면)이란 회사의 재산이 주주에게로 유출되는 과정을 말한다. 무한책임회사라면 모를까, 주식회사와 같은 유한책임 회사에서 일단 주주의 개인 주머니로 유출된 돈은 회사의 재산이 아니다. 주가가 회사의 기업가치를 반영한다는 사실을 인정한다면, 회사의 재산이 주주에게로 유출되면 그 만큼 회사의 기업가치는 줄어들게 되고, 그만큼 주가도 낮아지게 된다. 아주 단순하게 말한다면 배당이 커지는 만큼 주가는 낮아진다. 따라서 배당이 작다는 사실에 대해서 주주가 불평할 이유는 없다. 그럼에도 불구하고 저배당에 대해 불평을 갖는 것은 아마도 회사 내에 존재하는 재산은 주주의 재산의 것이 아니라는 관념이 깔려 있거나 또는 배당과 주가간의 관계를 잘못 이해한 때문일 가능성이 높다.

기업재무론에서는 오히려 기업이 왜 배당을 하는 지가 한 동안 불가사의로 여겨졌다. 기업이 왜 배당을 하는지에 관한 최초의 본격적 논문은 Miller and Modigliani의 논문²⁵⁾이었다. 그들은 완벽한 시장을 가정한 상태에서 기업이 배당을 하든 안 하든 주주가는 변함이 없음을 증명했다. 배당을 하면 기업은 다시 유상증자를 해야 하고 그렇게 되면 배당을 하지 않는 것과 다른 것이 없어진다는 내용이었다. 결국 이들에게 있어 기업의 배당이란 별다른 의미가 없는 행동인 셈이다.

법인세의 존재를 가정한다면 배당은 더욱 이상한 관행이 되어 버린다. M&M 모형에서는 세금이 없는 상황을 가정했다. 그러나 현실적으로 주식회사는 대개 법인세를 납

22) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정은 유상증자 요건을 삭제했다.

23) 이 제도는 1988년 6월에 폐지되었다.

24) 그러나, 1980년에 들어서면서 저금리, 저물가를 지향하는 정책변화로 인해 배당률이 현저히 낮아지는 현상이 나타났다. 그러한 예로 증권관리위원회 등에서는 결산기에 접어든 상장기업에 대해 정부의 지속적인 금리인하 조치와 물가안정 시책 등에 호응하여 무리한 고율의 배당을 지양할 것을 요청하곤 했다. 이수한(1991), pp.16-17

25) Miller and Modigliani(1961) 참조.

부해야 하며, 이것은 이중과세의 성격을 띠고 있다. 갑과 을 두 사람이 동업을 한다고 해 보자. 이들이 개입사업자로서 동업을 할 경우 이익이 나면 갑과 을은 각자 자신이 분배받은 몫에 대해 개인소득세를 내야 한다. 그런데 이들이 단순한 동업이 아니라 주식회사 형태를 취한다면 얘기가 달라진다. 이 주식회사는 이익에 대해서 법인세를 내야하고 세후 이익을 배당하면 다시 그것에 대해 갑과 을은 개인소득세를 다시 내야 한다. 다시 말해서 주식회사를 만들어 이익을 배당하면 이익에 대해 법인세와 개인소득세라는 이중의 세금을 내야 하는 것이다. 그런데 주식회사와 주주에게는 법인세와 개인소득세의 이중부담을 피해나갈 방법이 주어져 있다. 만약 회사가 배당을 하지 않고 회사 내에 유보할 경우 개인소득세는 내지 않아도 되기 때문이다. 따라서 주주의 이익을 고려한다면 회사는 당연히 배당을 하지 않는 것이 합리적이다. 어차피 회사 재산의 가치가 주가에 반영된다는 사실을 고려해보았을 때, 배당을 하지 않고 회사 내에 적립할 경우 개인소득세만큼 이익이기 때문이다. 주주가 자신의 투자를 현금화할 필요가 있으면 어떻게 하느냐는 반문이 있을 수 있는데, 현금화가 목적이라면 주식시장에서 자신이 원하는 현금액수만큼 매각한다면 배당 없이도 얼마든지 자신의 투자를 현금화하는 것이 가능해진다. 물론 주식매각에 대해서 세금을 부과한다면 여전히 이중과세의 문제가 생기는 것은 사실이지만, 증권거래세가 개인소득세와 배당소득세에 비해서 낮은 수준을 유지하는 한²⁶⁾ 배당을 하지 않는 것이 주주에게 유리한 대안이 된다.

그런데 여기에서 이상한 이율배반이 제기된다. 만약 무배당이 진실로 투자자인 주주들에게 유리한 대안이라면 주식시장에는 배당을 하는 기업은 사라질 것이다. 투자자들은 배당을 하는 기업의 주식은 사지 않으려 할 것이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 대다수의 기업들이 배당을 유지하는 이유는 무엇인가? 이같은 현상을 설명하기 위해 몇 가지의 가설들이 제안되어 있다. 가장 대표적인 것으로는 신호이론(Signalling Hypothesis)²⁷⁾과 대리인 비용(Agency Cost) 절감 가설²⁸⁾이 있다.

신호이론이란 배당을 통해서만 회사에 관한 정보를 제공할 수 있기 때문에 배당에 따른 비용이 있음에도 불구하고 배당 관행이 살아 남게 된다는 주장이다. 이런 유형에 속하는 가장 대표적인 정보는 회사의 수익이 높아질 것이라는 예측이다. 어떤 회사의 경영자가 투자자들에게 자기 회사의 수익 전망이 높아지고 있음을 알리고 싶어한다. 가장 손쉽게 알릴 수 있는 방법으로는 보도자료를 만들어 기자들에게 배포하거나 또는 기자회견을 가지는 것이다. 증권시장에 공시를 할 수도 있을 것이다. 그런데 이

26) 우리나라의 개인소득세 세율은 10%, 20%, 30%, 40%의 4단계 누진세율이다. 배당소득세율은 배당소득이 4천만원 이하의 경우 15%이고 초과하면 종합 합산되어 종합소득세율을 적용 받는다. 증권거래세는 0.5%의 탄력세율이다.

27) 신호이론에 입각하여 분석한 논문으로는 김태혁·신용길(1993), 남수현(1991), 오환종(1989) 등이 있다.

28) Frank Easterbrook(1984), 한국 논문으로는 문으로는 김흥식(1988), 육근효(1989) 등이 있다.

방법에는 한계가 있다. 실제로는 수익전망이 좋지 않은 기업도 전망이 좋아지고 있다고 공시를 할 수 있기 때문이다. 이렇게 된다면 투자자들로서는 누구의 말이 옳은지를 구별할 수 없어진다.²⁹⁾ 따라서 공시나 공표 같은 방법은 미래의 수익전망을 알리는 방법이 되지 못할 수 있다.

이렇게 되는 이유는 알리는 방법에 큰 비용이 들지 않기 때문이다. 따라서 수익전망이 좋지 않은 기업도 실제로 전망이 좋아진 기업을 쉽게 따라할 수 있다. 이런 상황에서 수익전망이 좋은 기업이 택할 수 있는 방법은 전망이 좋지 않은 기업은 따라할 수 없는 정보전달방법을 택하는 것이다. 배당은 그런 정보전달 수단 가운데 하나라는 것이 신호가설의 내용이다. 실제로 수익전망이 좋아지지 않은 회사라면 현재 고율의 배당을 하기는 어렵다. 그렇게 되면 당장 현금 흐름에 문제가 생겨 회사가 재정적 어려움에 처할 것이며, 그것은 경영자들이 원하는 바가 아니다. 반면 전망이 좋아진 회사는 당장 고율의 배당을 하더라도 회사가 재정적 어려움에 처할 이유는 없을 것이다. 고율의 배당은 바로 수익전망이 좋아졌음을 말해주는 것이고, 투자자들도 그런 신호로서 해석하게 될 것이다. 납세에서의 불이익이 있음에도 불구하고 배당 관행이 존속하는 것은 이같은 배당의 신호기능 때문이라는 것이 신호가설의 내용이다.

또 다른 가설은 배당이 대리인 비용을 줄이는 중요한 장치 가운데 하나라는 내용이다. Easterbrook 교수는 기업의 대리인 비용을 줄이는 장치로 배당이 시장에서 선택되어 왔음을 지적하고 있다.³⁰⁾ 기업의 경영자는 게으름과 위험기피적 태도(Risk Aversion)라는 두 가지의 대리인 비용을 발생시키게 된다. 만약 이 기업이 경쟁에서 제외되어 있다면 이같은 대리인 비용은 아주 큰 상태로 남아 있을 것이다. 그러나 이 기업이 자금시장에서 자주 새로운 자금을 조달해야 한다면 얘기는 달라진다. 새로 자금을 제공하는 사람들은 당해 기업의 경영자가 어느 정도의 대리인 비용을 발생시키는지를 평가할 것이고, 대리인 비용이 큰 기업일수록 높은 대가를 요구할 것이다. 경영자의 입장에서 본다면 이것은 자본조달비용이 높아짐을 뜻한다. 따라서 자본조달비용을 낮추기 위해서라도 경영자는 스스로 대리인 비용을 줄이려 한다. 그런데 배당을 많이 하는 기업은 유보가 큰 기업에 비해 자주 자본시장에서 신규자본을 조달해야 하기 때문에 대리인 비용이 작아지게 된다. 또 그런 기업은 자본비용이 낮아지기 때문에 시장점유율도 더 높아지게 된다. 따라서 시장에는 배당관행이 남아 있게 된다는 것이 대리인 비용 가설의 내용이다.

29) 이같은 개념은 게임이론으로부터 유래했다. 현실적으로 나타난 현상으로부터 정보의 내용을 유추할 수 없는 경우를 혼합균형(Pooling Equilibrium)이라 한다. 반면 현실로부터 정보의 내용을 유추할 수 있을 경우 분리균형(Separating Equilibrium)이라 부른다. 균형과 정보의 내용간의 게임이론적 분석에 대해서는 Baird, Gertner and Picker(1994), pp79-156 참조.

30) Frank Easterbrook(1984)

이 두 가지가 현재 학계에서 가장 널리 받아들여지는 가설이기는 하지만,³¹⁾ 분명한 사실은 이들 이론이 아직 가설의 상태를 벗어나지 못했다는 것이다. 다시 말해서 기업들이 왜 배당을 하는 지에 대해 확고부동한 설명은 아직까지 발견하지 못하고 있는 것이다. 더욱이 위의 이론들이 우리나라의 기업들의 배당 관행을 설명할 수 있는가에 대해서는 더욱 의문의 여지가 크다. 우리나라 기업들은 자금조달의 상당히 큰 부분을 차입에 의존해왔다. 주식시장의 중요성은 상대적으로 작았고, 따라서 배당의 중요성도 작을 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 기업들이 배당을 왜 해 왔는지는 여전히 설명을 필요로 하는 부분이다. 또 신호의 방법으로는 배당뿐만이 아니라 자사주 매입이나 주식소각 같은 방법이 있는데³²⁾ 왜 배당이 주로 채택되어 왔는지도 여전히 수수께끼로 남아 있다.

고배당을 유도하거나 또는 의무화하기 위해서는 현재 기업의 배당관행이 어떤 이유로 해서 문제가 되는지를 설명해야 한다. 특히 현재의 관행이 경영자나 지배주주 등 회사 내부인의 이익을 위해 외부 주주의 이익을 침해하는 것임이 밝혀져야 한다. 그러나 위의 가설들로서는 지배주주나 경영자가 외부 주주의 이익을 침해하기 위해 배당을 지나치게 작게 한다는 사실을 증명할 수가 없다.

물론 벵척(Bebchuk), 크락맨(Kraakman), 트라이언티스(Triantis) 3인의 법학자들은 최근 공저한 논문³³⁾을 통해서 순환출자로 얽혀진 그룹 구조의 회사의 지배주주는 자신의 사익 추구를 위해 배당을 지나치게 작게 하려는 가능성을 안고 있음을 보여 주긴 했다. 그러나 그 논문도 결국은 그것이 가능성뿐임을 인정하고 있다. 만약 지배주주의 사익추구를 위한 재배당의 유지가 사실이라면 증권시장에서 주주들의 외면을 받아 결국은 도태의 길을 걷게 될 것이다. 그럼에도 불구하고 미국과 영국을 제외한 나라들의 증권시장에서 순환출자로 얽혀 있는 그룹 구조의 회사들이 지배적인 형태로 자리잡고 있는 것은 지배주주의 사익추구 가능성이 시장 압력에 의해 제어되고 있거나 또는 다각화의 다른 이점들에 의해서 상쇄되기도 남음이 있기 때문이다. 또 그들이 순환출자 구조의 회사들이 그렇지 않은 기업들보다 체계적으로 저배당을 하고 있음을 실증한 것도 아니다.

결론적으로 아직까지 기업들이 왜 배당을 하는지 밝혀져 있지 않다. 하물며, 어느 정도의 배당이 좋은 것인지에 대한 기준은 더 말할 필요도 없다. 이런 상태에서 현재의 배당이 낮다고 비난하는 것도 시기상조라는 생각이 든다. 배당에 대해서 할 일이 있다면 자본시장에서의 경쟁을 더욱 치열하게 만들어서 투자자의 마음에 들지 않는 배당정책을 택하는 회사가 자본시장에서 투자자들로부터 외면을 받도록 하는 일일 것이다.

31) 기업들이 왜 배당을 하는지에 관한 답은 이것 말고도 여러 가지가 있지만 여기서 다 소개할 수는 없다. 상세한 설명에 대해서는 Clark(1986), pp593-602 참조.

32) 이에 대해서는 Bagwell and Shoven(1989) 참조.

33) Bebchuk, Kraakman and Triantis(2000), pp302-305.

2. 자본충실의 원칙은 정당한가?

이미 살펴보았듯이 주주에 대한 이익 배당은 대차대조표 상의 순재산액³⁴⁾에서 <자본의 액+당해 결산기까지 적립된 법정준비금(이익준비금+자본준비금)의 합계액+당해 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액>을 뺀 금액 내에서만 할 수 있다. 이익 배당에 대해 이같은 제한을 두는 이유를 기존의 법학 논문들은 자본충실의 원칙에서 찾고 있다.

우리 상법은 유럽 및 일본의 입법례를 좇아 회사의 자본액에 대한 엄격한 규제주의를 택해 왔다. 우리 상법의 자본에 대한 규제는 최저자본의 원칙, 자본확정의 원칙, 자본유지의 원칙, 자본불감소의 원칙 등에 기초해 있다.

최저자본의 원칙이란 주식회사의 자본금을 일정 액수 이상으로 제한한다. 우리나라 주식회사의 최저자본금은 5천만원이다.³⁵⁾ 유럽의 다른 나라나 일본에는 이같은 제한이 있지만,³⁶⁾ 미국에는 없다.

자본확정의 원칙이란 정관에 의무적으로 기재하게 되어있는 자본금 총액이 회사 설립시 전액 인수가 확정되어야 한다는 것이다. 반대개념은 授權資本제도로써 회사설립시 회사가 발행을 계획하고 있는 주식의 총수를 기재하게 하되, 그 중의 일부만 인수되어도 회사의 설립이 인정된다.³⁷⁾ 나머지는 추후 이사회 결의에 의해 수시로 발행이 가능하다. 우리나라에서는 정관에 기재된 수권자본의 1/4 이상이 인수되면 회사의 설립을 인정하고 있다. 수권자본제도와 자본확정의 원칙을 혼합한 셈이다.

자본유지의 원칙은 회사가 존속 중에 항상 자본액에 상당하는 재산을 현실적으로 보유할 것을 요구한다.³⁸⁾ 이 원칙으로부터 다음과 같은 여러 가지의 규제들이 파생된다.

- 손실을 전보하고 준비금을 공제하기 전의 이익배당금지(462조 제1항)

34) 순재산이 아니라 순자산이 정확한 표현이다. 재산이란 대차대조표 상의 용어가 아니다. 박정우(1999), p35.

35) 상법 제329조 제1항

36) 유럽 각국 주식회사의 최저자본금은 독일의 경우 10만 DM, 프랑스의 경우 공모회사 150만 FF 그리고 기타 주식회사 25만 FF, 스위스 5만 SF, 오스트리아 100만 ös, 덴마크 10만 KR, 스웨덴 5만 KR, 이탈리아 2,000만 LR, 리히텐슈타인의 경우 일반주식회사는 5만 SF 그리고 은행은 200만 SF, 네델란드 3만5천G이다. 일본의 최저자본금은 1천만円이다. 최기원(1998), p107

37) 서헌제(2000), p91.

38) 서헌제(2000), pp91-92.

- 위법 배당금의 반환 청구(제462조 제2항): 위법대당은 배당가능이익이 없거나 있어도 그 액을 초과하여 배당을 한 경우를 말한다. 위법배당을 금지하는 것은 회사 자본의 결손으로 주식회사의 자본충실원칙을 해하여 채권자의 지위를 불안정하게 할 우려³⁹⁾
- 주식의 액면 미달 발행 금지(제330조): 주식을 액면가 미달 발행할 경우 회사의 대외적 신용이 손상되고 신주발행에 의한 자금조달을 곤란⁴⁰⁾
- 주식 인수 가액의 전액 납입(305조): 발기인이 설립시 발행하는 주식총수를 인수하면 지체 없이 납입기일을 정하여 발행가액을 전액 납입해야 함.
- 납입에 대한 상계의 금지(334조):
 - 변태 설립에 대한 엄격한 감독(299조, 310조): 발기인이 받을 특별이익과 이를 받을 자의 성명, 현물출자를 하는 자의 성명과 그 목적인 재산의 종류, 수량, 가격과 이에 대하여 부여할 주식의 종류와 수, 회사성립 후에 양수할 것을 약정한 재산의 종류, 수량, 가격과 그 양도인의 성명, 회사가 부담할 설립비용과 발기인이 받을 보수액 등의 변태설립사항은 정관에 기재함으로써 그 효력이 있다고 규제하고 있다. 이를 방임할 경우 발기인과 제3자의 이익추구로 회사의 재산을 위태롭게 하여 회사와 주주 그리고 채권자의 이익을 해할 수 있음.⁴¹⁾
 - 발기인의 인수(321조) 및 이사의 인수담보 책임(428조 제1항): 납입담보책임은 이미 존재하는 주식인수인이 회사의 성립으로 주주가 되었으나 그 주주가 납입의무를 이행하지 않은 경우에 발기인이 연대하여 납입할 의무를 지는 것이다. 구체적인 주식인수인의 납입의무를 담보하는 것이 아니라 회사의 자본충실을 담보하는 것으로 발기인과 주식인수인의 관계는 不真正連帶債務의 관계임.⁴²⁾
 - 자기 주식의 취득금지(341조): 회사가 주주로부터 자기회사의 주식을 양수하는 것을 원칙적으로 금지한다. 그러나 주식소각, 합병·영업양수, 권리실행, 단주의 처리, 매수청구권행사, 주식매수선택권 부여, 그리고 특별법상의 경우에 예외적으로 자기주식 취득을 인정한다. 회사의 자본으로 자기주식을 유상으로 취득하게 되면 주주에 대한 출자의 환급으로 자본감소절차를 우회한 자본감소가 되어 회사의 자본충실을 해하여 기업의 유지와 회사채권자의 지위가 불안정하게 될 수 있음.⁴³⁾

39) 최기원(1999) pp.760-761

40) 최기원(1999) p.211

41) 최기원(1999) p.144

42) 최기원(1999) p.189

43) 최기원(1999) pp.706-, 서헌제(2000) pp.233-240

- 사후 설립에 관한 요건(375조): 회사가 그 성립 후 2년 내에 성립 전부터 존재하는 재산으로 영업을 위하여 계속하여 사용하여야 할 것을 자본의 100분의 5이상에 해당하는 대가로 취득하는 계약을 말한다. 회사의 설립에 있어 현물출자나 재산인수의 목적인 재산을 과대평가 한다면, 이로 인해 회사의 자본에 상응하는 재산적 기초를 위태롭게 할 수 있기 때문에 자본충실의 원칙을 해할 수 있음.⁴⁴⁾
- 법정준비금제도(459조, 458조): 주주에게 배당하지 아니하고 일정한 목적을 위해 회사 내에 적립하기 때문에 장래의 결손에 대비할 수 있어 자본유지의 원칙에 부합.

자본불감소의 원칙이란 일단 확정된 회사의 자본액은 엄격한 절차에 의하지 않고는 감소시킬 수 없다는 원칙이다. 또 합법적 절차를 거친다고 하더라도 최저자본금인 5천만원 이하로는 줄일 수 없다. 일반적으로 자본 불변의 원칙으로 불리나, 자본 증가에 대해서는 규제가 없기 때문에 자본불감소의 원칙이라고 부르는 것이 더 정확하다.⁴⁵⁾

자본충실 원칙의 대부분은 회사의 재산이 주주들에게 분배되는 것을 제한하는 역할을 한다. 주주가 회사에 출자한 돈은 회사가 해산할 때까지는 영원히 찾아갈 수 없다는 관념에 기초해 있는 것 같다.

자본충실 원칙의 효과는 두 단계로 따져 볼 수 있다. 첫째, 이익만을 배당해야 한다는 것이다. 이것은 회사의 재산 중 자본금을 초과하는 금액만이 배당의 대상이 된다는 생각이다. 둘째는 그 이익만을 배당할 수 있지만, 그 이익도 모두 배당할 수 없다는 것이다. 각종 법정준비금 적립액은 배당할 수 없다든지, 당해 년도 이익배당액의 1/10은 의무적으로 준비금으로 적립해야 한다는 등의 제한은 이런 관념에 기초해 있다. 이제 이들 각각에 대해서 생각해보자.

가. 자본금의 유지

만약 법정준비금제도가 폐지된다면 우리나라의 회사들은 아마도 회사 대차대조표상의 순재산액에서 자본금 총액을 제외한 금액의 범위 내에서만 배당을 할 수 있게 될 것이다. 배당을 통해서 회사의 자본금이 줄어들어서는 안된다는 취지이다. 법정준비금제도가 없는 미국 회사들의 경우 과거 배당에 대해서 이런 제한을 받아왔다. 이 제도를 어떻게 정당화할 수 있을까?

44) 최기원(1999) p.200

45) 최기원(1999) p.111

제일 중요한 이유로 등장하는 것은 채권자의 보호이다. 배당은 주주들에게 주어지는 것이고 그것에 대한 결정도 주주들이 한다. 그런데 회사의 재산에 대해서 청구권을 갖는 것은 주주들만이 아니다. 수많은 채권자들이 회사의 재산에 대해서 청구권을 갖는다. 직접적으로 돈을 빌려준 은행 등의 금융기관이 그렇고 그밖에도 종업원은 이미 발생한 임금에 대해, 원료공급자들은 외상매출 대금에 대해 각각 청구권을 갖는다. 그런데 주주들이 회사의 재산을 현금화해서 모두 자신들에게 배당한다면 채권자들은 부당한 손해를 보게 된다. 따라서 주주가 회사의 재산을 나누어 갖는 일은 억제될 필요가 있으며 그것을 위한 최소한의 보루가 자본금이다. 아마도 이것이 배당을 통한 법정자본의 침식을 막는 이유일 것이다.

그러나 경제학적 관점에서 본다면 이같은 문제 인식에는 동의 못할 측면들이 많다. 첫째는 채권자들이 과연 회사의 자본금을 보고 돈을 빌려주는가의 문제이다. 대부분의 채권자들은 회사와 자발적인 계약에 의해 채권을 제공하며, 이자율이나 채권의 변제 조건에 대해 협상의 자유가 주어져 있다. 채권자들의 관심은 실질적으로 당해 회사가 이자를 제대로 지급하고 원금을 상환할 수 있는 지에 있다. 회사의 채무 변제 능력은 수많은 요인들에 의해서 결정된다. 비록 자본금이 없더라도 앞으로 많은 돈을 벌 것이라는 가능성, 회사 재산을 매각했을 때 받을 수 있는 실질적인 금액, 회계 장부에는 나타나지 않지만 실질적으로 존재하는 가치, 지금까지 쌓여 온 회사의 신용 등 채무 변제의 담보 역할을 할 수 있는 것들은 수도 없이 많다. 자본금은 그런 요인들을 반영하지 못한다. 채권자들에게 자신이 원하지 않는 기업에게는 채권의 제공을 거부할 수 있는 권리가 부여되어 있는 한, 그리고 채권 제공 계약의 내용을 스스로 결정할 수 있는 자유가 주어져 있는 한, 당해 채권채무계약의 조건들은 채무자의 채무 불이행 가능성을 반영하기 마련이다. 채무 변제 능력이나 의사가 없어 보이는 채무자들에게는 높은 이자를 요구할 것이고, 또 담보나 보증도 요구하게 될 것이다. 즉 정부가 채무자로 하여금 자본금의 유지를 통해 채권자를 위한 담보를 확보하도록 의무를 부과하지 않더라도 채권자는 스스로를 보호할 장치를 가지고 있는 것이다.

자본충실의 원칙을 통해서 협상력이 약한 채권자의 지위를 보호할 수 있지 않는가라는 반론도 가능하다. 회사에 외상으로 물품을 공급하는 자를 비롯한 소액채권자들을 주로 염두에 두고 있는 주장이다. 그러나 지불조건이 마음에 들지 않으면 언제든지 거래를 거부할 수 있는 자유가 주어져 있는 상황에서 이들에게 과연 협상력이 없는지는 의문이다.⁴⁶⁾

물론 비자발적 채권자의 경우 문제가 될 여지는 있다. 위에서 설명한 채권자의 위치는 스스로 원해서 당해 기업에 돈을 빌려주는 사람들의 경우였다. 스스로 원했다는 것은 채무불이행에 대한 방책을 스스로 마련했거나 또는 어떤 방법으로든 위험에 대

46) Enrique and Macey(2001), pp.1186-1195

한 대가를 보상받았음을 뜻한다. 그러나 비자발적 채권자의 경우 그렇지 않은 경우가 대부분이다. 가장 대표적인 경우는 회사를 상대로 소송을 해서 승소를 한 사람의 경우이다. 승소자가 받게 될 손해배상액은 분명 회사에 대한 채권이지만, 그것의 조건에 대해 회사와 비자발적 채권자간에 사전에 협상한 바가 없다는 의미에서 비자발적 채권이다. 비자발적 채권의 경우, 회사가 지불불능 상태에 빠질 가능성과 변제 조건간에 연계관계가 성립하지 않는다. 따라서 채권자 보호를 위한 법적 조치의 필요성이 대두된다. 그러나 현실적으로 우리나라에서 비자발적 채권, 즉 손해배상 책임으로 인해 회사가 도산하는 경우는 찾아보기 힘들다. 또 그런 일이 발생한다고 하더라도 법인격부인론⁴⁷⁾을 통해 주주에게 직접 채권을 집행할 수도 있을 것이다. 그런 상황을 위해 입법적 조치를 해서 모든 회사들을 획일적으로 규제하는 것은 불합리하다.

거듭 강조하지만, 법정 자본 유지를 의무화하는 것은 결국 배당을 규제한다는 말이 된다. 가장 이상적인 배당 정책은 높은 수익률을 유지할 수 있는 쪽에 자금이 가도록 하는 것이다. 만약 회사가 자금을 운영하는 것이 더 높은 수익을 거둘 수 있다면 자금을 회사가 운영하고 회사에서 돈을 인출해서 주주가 직접 운영하는 것이 더 높은 수익을 가져다준다면 배당을 해서 주주가 직접 운영하게 하는 것이 주주에게 이로울 뿐 아니라, 사회 전체적으로도 효율적이다.⁴⁸⁾ 이런 사정은 자본금을 잠식할 정도로 배당이 된다고 하더라도 변하지 않는다. 법정자본의 채권자 보호 기능을 인정하기 어렵다는 점을 고려한다면, 자본금이라고 해서 배당의 대상이 되지 말아야 할 이유가 없다.

게다가 자본금은 채권자 보호의 적절한 수단이 될 수 없다. 자본금을 통해서 채권자 보호가 제대로 이루어지려면 각각의 기업이 보유하는 채무불이행 위험과 자본금의 규모가 비례해야 할 것이다. 그러나 법정 자본의 규모는 개별 기업이 보유하는 위험과는 무관하게 규제되고 있다고 보아야 한다. 수권자본금의 규모는 회사의 임의로 설정되는 것이며, 의무가 있다면 5천만원이라는 최저자본금과 수권자본의 1/4을 납입해야 한다는 것이다.⁴⁹⁾ 법정자본의 유지는 채권자 보호의 적절한 보호수단이 될 수 없다.

법정자본금 유지의 의무가 채권자 보호의 적절한 수단이 될 수 없는 또 한가지의 이유는 주주에게 자본감소라는 수단이 주어져 있기 때문이다. 우리 법 중 회사가 스스로 자본을 감소할 수 있도록 규정하고 있는 것은 상법과 금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 금융개선법)이다.⁵⁰⁾ 상법 제 438조는 주주가 주주총회의 결의를 통해 회사

47) 법인격부인론에 대해서는 서울고판 1975. 5. 8, 87다카 1671, 대판 1988. 11. 22, 87다카1671 참조.

48) Klein and Coffee, Jr(1996), p.368

49) 지금은 법정준비금이 없는 상황을 가정하고있음에 유의하라. 그러나 준비금을 고려하더라도 배당에서 제외되는 금액과 기업이 보유하는 위험과는 체계적 상관관계를 가지지는 않는다.

50) 자본감소(減資)는 자율적 減資와 강제적 減資로 나누어질 수 있다. 상법에 의해서는 자율

의 자본금을 줄일 수 있도록 허용하고 있다. 주주들이 자본금 자체를 줄여 벌인다면 배당을 통해 자본금을 잠식할 수 없다는 규제는 무의미하다. 물론 자본금의 감소를 위해서는 회사의 일반적 결의⁵¹⁾와는 달리 특별결의⁵²⁾를 필요로 하며(상법 제438조 제1항), 또 채권자로부터도 일종의 동의를 받아야 한다.⁵³⁾ 채권자들에게 자본감소 결의 사실을 최고하여야 하고(상법 232조 제1항), 이의가 있는 채권자에 대해서 변제 또는 상당한 담보를 제공하거나 이를 목적으로 하여 상당한 재산을 신탁회사에 신탁해야 한다는 내용이다(상법 제232조 제3항). 그러나 과연 이런 방법들을 통해 채권자의 이해와 충돌하는 회사의 자본감소 조치가 막아질 지에 대해서는 의문의 여지가 있다. 특별결의의 의무화는 채권자 보호를 위한 조치가 아니다. 자본감소가 문제가 되는 것은 주주와 채권자의 이익이 충돌할 경우이며 이런 상황에서는 주주는 모두 한편이 될 것이며 주주 중에 채권자가 있지 않는 한 모든 주주는 채권자의 이익을 자신의 것으로 이전시키기 위한 자본감소에 찬성할 것이다. 따라서 특별결의 요건은 채권자 보호의 조치가 될 수 없다. 채권자에게 최고 한다든가 반대 채권자를 위한 담보 제공 등의 조치는 의미가 있기는 하나 얼마나 실효성이 있을지는 의문이다. 특히 별도의 집회를 통해서 이의 결의를 해야 하는 사채권자들의 경우(상법 제439조 제3항) 누가 나서서 그 일을 할지 의문이다. 주주들에 의한 자발적 자본 감소 조치가 허용되는 한 자본충실의 원칙은 큰 의미를 가지지 못한다고 볼 수 있다.

지금까지는 자본충실의 원칙이 채권자 보호의 기능을 제대로 할 수 없음에 대해서 알아 보았다. 그러나 단순히 불필요한 것만 아니라 사회적 비용을 발생시킨다는 데에 더 큰 문제가 있다.⁵⁴⁾ 가장 중요한 사회적 비용은 배당의 신호기능을 제약한다는 것이다. 현대의 기업에 있어 아이디어나 지식의 가치가 중요함에 대해서는 긴 논의가 필요 없을 것이다. 문제는 이런 가치들의 대부분이 대차대조표에 기재되지 않는다는 사실이다. 따라서 실질적으로 회사의 재산이 늘었거나 또는 늘 전망이 확실함에도 불구하고 장부상으로는 재산이 늘지 않음으로 인해 배당이 불가능해지는 일이 생길 수

적 減資만이 가능하고, ‘금융산업의 구조개선에 관한 법률’에 의해서는 자율적 減資와 강제적 減資가 모두 가능하다. 회사정리법은 강제적 減資 규정만을 가지고 있다. 자본감소의 종류와 요건들에 대한 상세한 논의는 권재열(2001)을 참조할 것.

- 51) 일반결의의 요건은 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식 총수의 1/4 이상이다(상법 제368조 제1항).
- 52) 출석한 주주의 의결권의 3분의 2이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1이상의 찬성. 상법 제 434조.
- 53) 상법 제232조 (채권자의 이의)
 - ① 회사는 합병의 결의가 있는 날부터 2주 내에 회사채권자에 대하여 합병에 이의가 있으면 일정한 기간 내에 이를 제출할 것을 공고하고 알고 있는 채권자에 대하여 따로 따로 이를 최고하여야 한다. 이 경우 그 기간은 1월 이상이어야 한다.
 - ② 채권자가 제1항의 기간 내에 이의를 제출하지 아니한 때에는 합병을 승인한 것으로 본다.
 - ③ 이의를 제출한 채권자가 있는 때에는 회사는 그 채권자에 대하여 변제 또는 상당한 담보를 제공하거나 이를 목적으로 하여 상당한 재산을 신탁회사에 신탁하여야 한다.

54) Enrique and Macey(2001), pp.1195-1201 참조

있다. 이 원칙은 채권자들에게도 비용을 안길 수 있다. 채권자 중에는 저위험-저이자를 선호하는 채권자도 있을 것이고 고위험-고수익을 선호하는 채권자도 있을 것이다. 자본충실의 원칙은 전자의 채권자들에게만 유리한 제도이다. 자본충실의 원칙은 고위험-고수익 채권자에게 투자의 기회를 줄이는 역할을 한다. 그 결과 사회전체의 투자수익률도 낮아지는 결과가 초래된다.⁵⁵⁾

법정자본유지의 원칙에 대한 미국 회사법계의 최근 동향은 우리에게 시사하는 바가 크다. 1970년대 이전까지 미국의 회사법도 배당을 통해 자본을 잠식하지 못하도록 하는 원칙을 고수해 오고 있었다. 그러나 1970년대 이후 캘리포니아 회사법과 개정모범 회사법(RMBCA: Revised Model Business Corporation Act)을 필두로 법으로 배당가능이익의 크기를 규제하는 법정자본의 원칙(Legal Capital Doctrine)을 포기해가고 있다. 이같은 현상이 가능했던 것은 법정자본원칙이 채권자 보호에 별로 도움이 되지 못하면서 불필요하게 회사 주주들의 이익을 침해한다는 매닝(Manning) 교수의 비판⁵⁶⁾을 미국 법조인들이 받아들였기 때문이다.⁵⁷⁾

나. 법정준비금 제도

자본유지의 원칙은 이익이 난 것에 대해서만 배당을 허용하는 제도이다. 그러나 비록 이익이 난다고 하더라도 이익 전액이 배당의 대상이 되는 것이 아니라 자본준비금, 이익준비금 등 법정준비금을 제외한 금액만이 배당가능이익이 된다. 법정준비금 제도는 자본금 유지의 원칙에 부가해서 회사의 주주에 대한 배당을 규제하는 것이다. 법정준비금 제도를 통해서 회사의 배당을 규제하는 것이 과연 타당한 것일까?

법정준비금은 자본계정에 속하는 항목이다. 즉 자본의 결손이 생겼을 때 그것을 완충하는 정도의 역할을 하는 것이 준비금인 것이다. 준비금의 이같은 성격을 이익준비금을 가지고 좀더 자세히 따져 보자.

우리 상법은 「자본의 1/2에 달할 때까지 금전에 의한 이익배당액의 1/10 이상」을 이익준비금으로 적립하도록 규정하고 있다. 회사로 하여금 대차대조표 상의 자본금 이외에 1/2을 더 적립하도록 요구하고 있는 것이다. 따라서 단순히 보면 우리 상법은 회사로 하여금 최소한 자본금의 1.5배를 유지하도록 하는 셈이다.

우리 상법이 이 조항을 가지게 된 것은 1984년 개정시 일본의 상법의 관련 규정을

55) Enrique and Macey(2001)는 이 밖에도 현물출자에 대한 규제, 자사주 취득에 대한 규제 등도 자본충실의 원칙에서 파생되어 나온 것으로 보고 이것의 사회적 비용을 논하고 있다. pp1196-1197.

56) Kummert(1984), p187에서 재인용. 원 출처는 B. Manning의 A Concise Textbook on Legal Capital(1977)

57) Kummert(1984), p187 및 Clark(1986), p612 참조.

계수하면서부터이다. 그리고 일본은 프랑스 회사법의 유사 규정을 받아들였다고 한다. 따라서 우리나라 이익준비금 규정의 의미를 이해하려면 이 나라들이 왜 이런 조항을 가지게 되었는지를 살펴보는 것이 도움이 될 것이다.

준비금 제도는 1867년 프랑스법에서 그 기원을 찾아 볼 수 있다.⁵⁸⁾ 이것을 다른 나라도 모방하게 되었는데, 우리나라는 일본 상법의 준비금 제도를 모방했다.⁵⁹⁾

최초 제정 당시 일본 상법의 준비금 관련 규정을 보면 다음과 같다.⁶⁰⁾

첫째, 회사가 성립되기 위해서는 자본의 1/4에 해당하는 주금의 납입이 있어야 하며 어떠한 경우라도 해산 전에는 그 환급을 청구할 수 없다.

둘째, 이익배당은 손실에 의해서 감액된 자본을 전보하고 또한 자본의 1/4에 이르기 까지 준비금으로서의 이익을 공제한 후에 실시한다.

셋째, 법정절차에 따라 자본감소를 하는 경우에도 자본의 1/4 미만으로 하는 것은 허용되지 않는다.

넷째, 재산목록 및 대차대조표를 작성 공고해야 할 의무를 정하고 재산평가는 원칙적으로 시가를 따른다.

다섯째, 회사 재산이 자본의 1/4 이하로 감소된 경우 해산의 사유가 된다.

결국 이익준비금의 의무적립은 지나친 배당이나 자본감소로 인해 회사가 해산되는 사태를 막기 위함이었다. 그러던 것이 우리나라에 와서는 1/4이 1/2로 바뀌어 버렸다. 이같은 변화를 어떤 식으로 이해할 수 있을지 의문이다.

게다가 재평가적립금 같은 경우 왜 배당의 대상에서 제외되어야 하는지 이유가 분명치 않다.⁶¹⁾ 예를 들어 어느 회사가 연초에 타 회사의 주식 1만주를 주당 1만원에 샀다고 해 보자. 그런데 연말에 다시 평가해보니 이 주식은 주당 3만원이 되었다. 주당 2만원씩 총 2억원의 이익을 본 것이다. 그런데 주식을 다시 팔기 전까지 이 주가 상승분을 반영하려면 재평가를 해야 하고 그 이익 2억원은 재평가 적립금이 되어 배당

58) 조진원(1982), p224.

59) 왕순모(1995).

60) 왕순모(1995), p115.

61) 예를 들어 다음과 같은 주장이다. “자본준비금은 영업과 관계없이 발생한 것으로 원래 주주에게 배당하여야 할 것은 아니므로, 그 적립한도와 적립률에 제한 없이 모두 적립하여야 한다.” 서헌제(2000), p.591

에서 제외되어 버린다. 하지만 주가 상승분은 이 회사의 영업활동의 결과에 따른 이익임이 분명하며 배당에서 예외일 필요가 없다. 혹자들은 주가는 늘 변하기 때문에 언제 다시 떨어질지 모른다는 이유로 배당에서 제외하는 현재의 관행을 정당화한다.⁶²⁾ 그러나 언제 그 가치가 어떻게 될지 모른다는 점에서는 주식이든 재고자산이든 어떤 것이든 마찬가지이다. 이번 해에 이익이 났다가도 다음 해에는 엄청난 손실을 볼 수 있는 것이 기업활동의 본질이다. 값이 어떻게 될지 몰라 배당을 못한다는 논리가 정당하다면 다음 해에 손해를 볼지 모르기 때문에 올해 이익이 났더라도 배당을 해서는 안된다는 논리 역시 정당할 것이다.

이미 앞에서 채권자가 계약을 통해 스스로의 이익을 지킬 수 있는 수단을 갖고 있는 상황에서, 또 비자발적 채권자의 경우 회사의 부도시 법인격 부인이라는 수단을 갖고 있는 상황에서 자본금 유지의 원칙을 통해 회사의 배당을 규제해야 할 타당한 이유가 없음을 살펴보았다. 법정준비금제도는 자본금 유지의 원칙을 보완하는 역할을 한다. 자본금 유지의 의무 자체에 의문이 제기되는 마당에 그것의 보완적 역할에 불과한 법정 준비금 제도를 강요할 이유는 더욱 희박해 보인다.

주주 자신의 보호를 법정 준비금 제도의 또 다른 이유로 드는 학자들도 있다. 이같은 설명은 1884년(명치 17년) 마련된 日本商法草案 제270조의 法定準備金 제도에 대한 독일학자 Roesler 의 입법이유 설명에 잘 나타나 있다.⁶³⁾ 그는 법정준비금제도의 일반적 목적에 대하여 다음과 같이 설명하고 있다.

“1867년의 프랑스 상법에서도 이익준비금의 적립은 주식회사의 의무로 되어 있다. 원래 예비자본은 장래 손실이 발생할 경우 그것을 보충하는 데에 효용이 있는 것이므로, 회사재산의 존속을 영원불변히 유지하게 하고 나아가서 주주가 순이익의 분배를 받는 데에 異同이 없도록 보호하는 데에 그 목적이 있다.”⁶⁴⁾

이런 취지를 조진원은 좀더 구체적으로 표현하고 있다.

“회사가 자본을 초과하여 갖고 있는 경우에 그 모두를 이익으로서 배당을 하게 되면 잉여의 자산이 없게 되므로 재계불황 또는 영업부진의 경우에 이익배당을 할 수 없게 되어 주주는 오랫동안 무배당의 상태에 놓여 있게 되고, 따라서 주식가격은 저락하여 주주에게 현저하게 불리할 뿐 아니라 이는 나아가서 회사 재산의 감소를 초래하게 된다.”⁶⁵⁾

62) 미실현 평가이익이 배당의 대상이 되어서는 안된다는 논리에 대해서는 황인태(2000), pp42-56 참조.

63) 왕순모(1995), p8.

64) Roesler, 商法草案(上卷), 司法省, 440項을 왕순모(1995), p114, 각주 9에서 재인용.

65) 조진원(1982), p222.

이같은 주장은 인간의 합리성을 부인하고 있는 셈이다. 시장경제원리의 기본적 전제는 자신에게 좋은 일은 당사자가 가장 잘 알고 있다는 것이다. 물론 자기가 필요로 하는 모든 것에 대해 완벽한 지식을 가지고 있는 것은 아니지만, 그래도 다른 누구보다도 자신이 제일 잘 알 수 있다는 것이다. 물론 타인이 더 많은 정보를 가지고 있는 경우 공시의무나 사기 금지 같은 방식으로 문제를 보완할 수 있다. 그러나 그런 규제가 정당화되려면 정보의 전달체계에 치명적 결함이 있음이 증명되어야 한다.

그런데 위의 주장들이 염두에 두고 있는 상황, 즉 지금 다 배당해 버리고 나면 나중에 배당 받을게 없다거나 또는 주가가 낮아진다는 사실은 배당 결정의 주체인 주주 스스로가 이미 잘 알고 있다. 즉 정보의 비대칭성이라는 현상이 존재하지 않는다. 따라서 주주 스스로의 이익을 위해 배당을 규제해야 한다는 주장은 타당성을 인정하기 힘들다.

요약해 보건대, 기업에게 자본충실의 의무를 지우는 것은 채권자의 보호라는 본래의 의도를 달성하는 데에 그리 효과적인 수단이 아니다. 반면 회사의 주주들에게는 상당한 비용을 초래하는 제도이다. 그렇다면 자본충실의 원칙을 통해 회사의 배당의 자유를 규제해야 할 이유가 없다.

3. 배당을 주주총회에서 결정할 것인가?

우리나라의 회사들에 있어 배당에 대한 최종결정권은 주주총회에 주어지고 있다. 만약 지배주주가 지나치게 작은 배당을 주려는 인센티브를 가지고 있다면, 배당결정권을 주주총회의 권한으로 함으로서 그런 성향을 제어할 수 있을 것이다. 따라서 다른 부작용이 없다면 이사회가 아니라 주주총회에서의 배당결정은 주주의 이익에 부합된다고 할 수 있다. 문제는 세상에 공짜는 없다는 것이다. 주총에 의한 배당결정시 발생하는 가장 중요한 비용은 상당 기간 동안 배당액이 불확실한 상태로 남아 있게 된다는 것이다. 이사회에서 배당액을 결의한 후 주주총회 기간까지 상당 기간이 공백으로 남는다는 것이다.

여기서 配當落 제도가 중요한 요소로 떠오른다. 배당금은 회사의 결산기말 현재 주식을 소유하고 있는 주주에게 지급되도록 규제되므로, 그 날이 지나서 주식을 취득한 자는 당해 결산기의 배당금을 받을 권리가 없어진다. 배당락이란 이처럼 배당기준일이 지나 주식을 취득한 주주에게 배당금을 받을 권리가 없어지는 상태를 말한다.⁶⁶⁾

66) 증권거래소 웹사이트(www.kse.or.kr)의 용어설명 페이지에서 인용.
http://www.kse.or.kr/kor/home/voca/term_search2.jsp

〈표 3〉 한국 기업의 배당 절차(12월 결산 법인의 예)

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

자료: 장호윤.설원식(2000), p16.

배당락으로 인해 결산일 다음 날부터 주가는 전일보다 이사회에서 결의된 당해 사업년도 주식배당분만큼 낮아지는 것이 보통이다. 그런데 이 액수는 주주총회의 결의를 거쳐야하기 때문에 확정된 액수가 아니다. 문제는 배당액이 확정되지 않는 상태에서 주가가 변한다는 사실이다. 이것으로부터 세 가지의 사회적 비용이 발생한다.

첫째의 비용은 배당금의 액수에 대한 정보가 불확실해지고, 그로 인해 주주들을 비롯한 투자자들이 위험을 부담하게 된다는 것이다. 배당락이 이루어지는 시기는 사업년도 종료 전날(예를 들어 12월 30일)인 반면, 실제의 배당 결정은 다음 해 3월 정기주주총회에서 이루어진다. 따라서 배당락이 이루어지는 시점에서는 주주들이 배당금 액수를 알 수 없는 상황이다. 물론 결산 전에 이사회에서 배당액에 대한 결의가 이루어질 것임은 분명할 것이기 때문에, 이사회에서 결의된 내용을 공시하게 하면 되는 것이 아닌가라는 반문이 있을 수 있다. 그러나 주주총회의 결의를 거치기 전까지 그것은 잠정적인 금액에 불과할 뿐이다. 잠정적인 금액을 공시하도록 요구하게 한다면 불성실공시의 시비에 휘말릴 가능성 또한 배제할 수 없다.

둘째는 이익 인식 시점부터 실제 배당일까지의 기간이 길어짐으로 인해 발생하는 위험이다. 회사가 연말에 결산을 위한 이사회에서 배당금의 규모를 결정할 때에는 당시까지 발생한 이익을 기준으로 할 것이다. 그런데 실제로 배당금이 지급되기 위해서는 3월의 주주총회를 거쳐야 하고 또 그로부터 1개월 내에 배당금이 지급된다. 문제는 이 기간 동안 회사의 자금사정이 악화될 수 있다는 것이다. 또 주주의 입장에서도 정확히 알 수는 없지만 막연하게나마 배당에 대한 기대를 가지고 있었을 텐데, 그 기간 동안 회사 사정의 변화로 인해 배당금을 못 받게 될 위험을 부담하게 된다. 배당에 대한 결정권을 이사회에 부여한다면 이런 위험은 배제할 수 있다.

배당 결정을 주주총회의 권한으로 의무화함에 따른 세 번째의 비용은 주식시장의 정보전달 기능을 떨어뜨린다는 것이다. 이런 효과가 발생하는 것은 증권시장의 가격제한폭 제도를 통해서이다. 우리나라의 증권거래소에서 각 주식 가격이 일별로 상승할 수 있는 최고가격(상한가)은 기준가격에 가격제한폭을 더한 가격으로 결정된다. 하한가는 기준가격에서 가격제한폭을 뺀 가격이다. 가격제한폭은 기준가격 상하 각 15%로 결정되어 있다.⁶⁷⁾ 우리나라의 배당제도는 이 기준가격에 영향을 줌으로서 결과적으로 상하한가의 책정에 영향을 주게 된다.

만약 배당락일 이전에 개최되는 이사회에서 배당금에 대한 최종결정이 내려진다면 당연히 그 금액에 해당하는 만큼 배당락 다음 날의 기준주가는 낮아질 것이고, 그것에 기초해서 상하한가도 결정될 것이다. 이미 설명했듯이 우리나라에서는 배당락일이 되어도 배당금의 크기를 알 수 없게 되어있다. 이런 상황에서 상하한가 산정의 기초가 되는 기준가격을 어떻게 산정 할 것인가? 1998년 7월 이전 우리나라의 증권거래소는 전년도의 배당액수를 기준으로 해서 배당락 다음 날의 기준주가를 산정해 왔었다. 문제는 회사가 매년 같은 액수의 배당을 하는 것이 아니라는 사실이다. 그러다 보니 배당락이 있음에도 불구하고 주가가 실제의 주당배당금 만큼 하락하지 않는 문제들이 발생해 왔었다.⁶⁸⁾ 이런 문제를 해결하기 위해 1997년 8월 <배당락 기준 가격 산정제도 개선안>이라는 것을 통해 현금 배당의 경우 전년도 배당액에 근거하여 배당락 기준가격을 책정하는 방식을 폐지했다.⁶⁹⁾ 따라서 배당락이 있음에도 불구하고 배당락

67) 정확히 15%는 아니다. 구체적 계산 방식은 3차례에 걸친 계산으로 이루어지는데, 1차 계산에서 기준가격에 0.15를 곱한 후, 2차 계산에서 기준가격의 호가 가격 단위에 해당하는 가격 미만을 절사하고, 3차 계산에서 기준가격에 2차 계산에 의한 수치를 가감하되, 당해 가격의 호가가격 단위 미만을 절사한다. 아래는 기준가격이 9,980원인 경우의 상하한가 계산레이다. 증권거래소 웹사이트에서 인용 (http://www.kse.or.kr/kor/trad/trad_stock_a_1.htm#09).

- 1차계산 : 9,980원×0.15 = 1,497원
- 2차계산 : 1,490원 (9,980원의 호가가격단위인 10원 미만 절사 : 1차절사)
- 3차계산
 - 상한가 : 11,450원 .합산가격 : 9,980원+1,490원=11,470원 .호가가격단위 적용 : 11,470원의 호가가격단위인 50원 미만 절사(2차절사)
 - 하한가 : 8,490원 (9,980원-1,490원)

68) 잘못된 하한가의 책정으로 인해 현금배당에 따른 이론배당락이 주가에 완전히 반영되지 못하는 사례는 시장에서 찾아볼 수 있다. 예를 들어 신흥증권의 경우 1999사업년도에 대해 주당 2,500원의 현금배당을 했지만, 배당락이 발생한 3월 30일의 주가는 하한가까지 떨어졌으나 1,300원만 하락하였다. 비록 현금배당금액은 배당락 이후에 결정되었지만, 만약 배당락 이전에 이같은 현금배당금액이 공시되었다 할지라도 현행 제도하에서는 하한가가 존재하기 때문에 당일에는 현금배당분만큼의 배당락이 이루어지지 못한다. 1999사업년도의 경우 8개 증권사에서 이같은 현상이 나타나고 있다. 장호윤, 설원식(2000), p18의 각주5에서 인용. 물론 이것은 배당금이 결정되고 난 후 사후적으로 평가한 결과이다.

69) 장호윤, 설원식(2000), p17. 그러나 주식배당에 대해서는 <기준가격 = (배당부종가×배당전주식수)/배당후주식수> 의 산식을 통해 여전히 배당락으로 인한 주가의 이론적 하락분을 기준가격에 반영하고 있다.

다음날의 기준가격은 일반 주식의 경우와 마찬가지로 그 전날 종가를 기준으로 하게 되었다. 이렇게 했음에도 불구하고 여전히 문제는 없어지지 않고 있다. 그 전날의 종가란 배당락이 이루어진 상태에서 형성되어 있다. 따라서 만약 전날 종가의 15% 이상의 배당이 있는 주식이라면 배당락 다음날 하한가에 걸려서 더 이상 주가가 내려갈 수 없게 되어 있는 것이다. 이로 인해 주식시장의 정보반영기능이 떨어질 것임에 대해 긴 설명이 필요 없을 것이다.

이같은 문제는 배당에 대한 결정권한을 주주총회에서 이사회로 넘기면 해결될 수 있다. 물론 앞서 설명했듯이 배당금의 규모를 둘러싸고 지배주주의 지배를 받는 이사회와 주주 전체의 의사간에 갈등이 있을 수 있다. 그러나 현실적으로 이사회 결정이 주주총회에서 뒤집히는 경우가 거의 없는 것이 업계의 현실이다. 대규모 상장 기업의 경우 많은 수를 사외이사로 채우게 되어 있다는 사실도 고려의 대상이 되어야 한다. 게다가 자본시장의 속성 또한 과거와는 많이 달라지고 있다. 과거 우리나라의 대기업들은 자금조달을 차입에 주로 의존해 왔었다. 그러나 1997년 말 외환위기 이후 부채비율이 낮아졌고, 또 계열기업간 상호지급보증이 금지됨에 따라 차입에 의한 자금조달의 중요성은 줄어들고, 상대적으로 주식 발행의 중요성이 부각되고 있다. 따라서 투자자들의 취향에 맞지 않는 정책을 택하는 회사는 주식발행가격이 낮아질 수밖에 없기 때문에 높은 자본비용을 지불해야만 한다. 따라서 회사의 경영자들이 주식투자자들에게 불리한 정책을 택하려는 인센티브는 줄어들 수밖에 없다. 그만큼 이사회에 의한 배당금 결정이 주주의 진정한 의사와 충돌할 가능성도 줄고 있는 것이다.

이런 관점에서 보았을 때, 배당금 결정권의 소재를 상법이 아니라 주주총회의 결정에 맡기는 방안을 심각하게 고려할 필요가 있다. 주주가 원한다면 이사회에서 결정하도록 하는 것이다. 이렇게 된다면 굳이 배당락일에 대해서도 법으로 규정할 필요가 없다. 이사회에서 결정하는 배당락일을 증권거래소가 받아들이면 될 것이다.

4. 액면 배당과 시가 배당

우리나라의 회사법 학계에서는 액면배당이 좋은가 또는 시가배당이 좋은가에 대한 논의가 있어왔다. 현실적으로는 액면배당이 이루어지고 있지만 시가배당으로 가는 것이 좋다는 것에 대부분의 논문들이 합의를 보고 있다. 예를 들자면 다음과 논리이다.

“가령 어떤 회사 주식의 액면가가 5000원, 시가가 50,000이고 10%의 이익 배당을 할 경우에 액면가를 기준으로 하는 것과 시가를 기준으로 하는 것은 배당금에서 10배의 차이가 난다. 상법에는 배당기준에 대하여는 아무런 규정을 두고 있지 않기 때문에 종래 우리나라 회사들은 예외 없이 액면배당을 하였다. 그러나 경영실적이 좋은 회사일수록 우량주로서 액면가와 시가의 차이가 현저한데, 명목적인 가액에 지나지 않는 액면가를 기준으로 이익배당을 하는 것은 주주의 이익배당청구권을 지나치게 제

한하는 것이 아닌가 하는 의문이 있다. 그리하여 이익배당에 대한 주주들의 불만이 커지자 근래에 와서는 시가배당을 하는 회사들이 증가하고 있다. 차제에 이를 회사의 임의에 맡겨둘 것이 아니라 입법적인 대책을 마련하는 것이 필요하다고 본다.”⁷⁰⁾

위의 논의를 뜯어보면 기업의 배당률이 일정할 것이라는 가정이 깔려 있음을 알 수 있다. 만약 그 가정이 옳다면 배당금 결정의 기준이 액면에서 시가로 바뀐에 따라 배당금액도 액면에 대한 시가의 비율만큼 증가하는 것이 사실이다. 그러나 기업이 궁극적으로 결정하는 것은 배당금액이지 배당률이 아니다. 배당률이란 사후적으로 계산되는 수치일 뿐이다. 위의 경우에 있어 만약 액면가 5천원을 기준으로 10%의 배당을 한 기업이라면, 시가 5만원을 기준으로 배당을 하라고 한다면 1%의 배당을 하게 될 것이다.

물론 배당에 대해 정부가 관여하던 과거에는 배당성향을 어떤 가격을 기준으로 계산할 것인지가 어느 정도의 의미를 가질 수 있었다. 예를 들어 1996년 12월 개정되었던 “상장회사 유상증자에 대한 기준”은 유상증자 요건으로 제조업 22%, 비제조업 24%, 금융보험업 31%의 배당을 요구했다.⁷¹⁾ 그리고 이때의 배당성향은 액면가를 기준으로 한 것이었다. 따라서 같은 비율 하에서라면 어떤 가격을 기준으로 할 것인지에 따라 기업의 실제 배당이 달라질 수도 있었다. 그러나 이제 이런 식의 규제는 모두 폐지되었다. 따라서 액면배당을 할 것인가, 아니면 시가배당을 할 것인가는 무의미한 논쟁이라고 볼 수 있다. 만약 배당에 관한 공시의 필요성 때문에 이 숫자가 필요하다면 비율보다는 배당금 그 자체를 밝히도록 하는 것이 합리적이다. 그것이 차지하는 비율을 액면가를 기준으로 할 것인지, 아니면 시가로 할 것인지는 투자자 스스로 판단하면 될 것이다.

5. 자기주식에 대해서 배당할 것인가

회사가 소유한 자기주식에 대해서도 배당을 인정할 것인가에 대한 논쟁이다. 서정갑 등⁷²⁾은 자기 주식에 대해서도 이익 배당이 가능하다고 하고 최기원은 이익배당을 인정해서는 안된다고 주장한다. 그러나 시가배당 논쟁과 마찬가지로 이것도 의미 없는 논쟁이다.

회사가 자기 주식에 대해서 배당을 할 경우 그 배당액은 회사 내부에 남게 되고, 결국 배당금 총액을 줄이는 것과 같은 효과를 갖게 된다. 이제 법이 자기주식에 대해서도 배당을 해야 한다는 원칙을 세웠다고 해 보자. 이런 제도 하에서 어떤 회사가

70) 서헌제(2000), pp599-600.

71) 원정연, 김성민(1999), p152 참조.

72) 최기원 p.756 각주에서 재인용. 원 출처는 서정갑, 「주석실무개정상법총람」, 1984

주주들에게 일정금액을 배당하겠다고 마음먹게 되면, 자기 주식에 배당을 안하는 제도 하에서의 배당액보다 자기주식에 대한 배당액만큼을 더 배당하려고 할 것이다. 다시 말해서 배당액의 결정권이 회사에 주어져 있는 한 자기주식에 배당을 하든 안 하든 회사는 자기 주식 이외의 주식을 가진 외부주주들에게 원하는 만큼의 액수를 배당하게 될 것이다.

6. 차등 배당 문제

우리나라의 상법은 배당이 주주평등의 원칙 하에 이루어져야 한다고 규정하고 있다. 즉 이익배당은 지분율에 비례해서 이루어져야 한다는 것이다. 그런데 우리나라에서는 대주주들의 호의로 소액주주에 대한 배당률을 상대적으로 높이거나 또는 대주주에게는 무배당을 결의하는 경우가 많다.⁷³⁾ 이 같은 관행이 주주평등주의의 원칙을 침해하는가에 대한 논란이 있어 왔다.

대부분의 학자들이 대주주가 스스로 받지 않겠다고 결의하는 한 주주평등주의를 침해하지 않는다는 의견이다. 필자들도 그들의 견해에 동조한다. 경제학적 관점에서 보았을 때, 주주평등주의가 필요한 것은 회사의 재산이 일부 주주의 이익을 위해서 사용되는 것을 막기 위함이다. 이것은 직관적 정의의 관념에 어긋나기도 하지만 자원의 효율적 이용이라는 기준에서도 문제가 된다. 모든 주주가 지분율에 비례해서 이익배당을 받을 경우 회사의 재산은 가장 생산성이 높은 용도로 사용될 수 있다. 그러나 회사 내부의 의사결정권자가 특정한 사람에게 지분율을 초과해서 더 높은 이윤분배를 할 수 있게 된다면 회사의 의사결정은 당해 사람에게만 유리하게 왜곡될 수 있다.

예를 들어 어떤 회사 내에 1억원의 자금이 있다고 해 보자. 이 회사의 지배주주인 갑은 20%의 주식을 소유하고 있으며 배당을 받아 자신이 직접 투자하면 50%의 수익을 올릴 수 있다. 반면 회사는 이 1억원을 투자해서 연간 100%의 수익을 올릴 수 있다고 해 보자. 주주평등의 원칙이 지켜질 경우 갑이 올해 배당을 받아서 내년에 가질 수 있는 돈은 2천만원(올해 배당액) \times 1.5 = 3천만원이다. 한편 올해 배당을 받지 않고 회사로 하여금 투자를 하게 하면 내년 회사의 자금은 2억원이 될 것이고 자신이 배당 받을 수 있는 돈은 4천만원이다. 따라서 지배주주인 갑은 올해 배당을 받기보다는 회사로 하여금 투자를 하도록 하는 결정을 내리게 될 것이다. 이제 주주평등의 원칙이 지켜지지 않고 당시의 상황에 따라 적당히 자신이 원하는 대로 배당을 할 수 있다고 해 보자. 그리고 오래 1억원 중에서 5천만원을 배당 받을 수 있으며 내년에는 지분율에 따라 4천만원만 받을 수 있다고 해 보자. 그러면 갑이 올해 벌 수 있는 돈은 5천만원이고 내년에 벌 수 있는 돈은 4천만원이다. 따라서 자금의 용처에 대한 결정권을 가진 갑은 회사로 하여금 투자를 하게 하기보다는 배당을 받아 스스로 투자하는 쪽

73) 서헌제(2000), p.602.

을 택하게 될 것이다. 문제는 그 과정에서 다른 주주들이 손해를 보는 것뿐 아니라 100%의 수익을 거둘 수 있는 사업기회가 사장되어 버린다는 것이다. 모든 회사들이 이런 식으로 행동한다면 경제 전체의 투자수익률은 낮아지고, 사회는 빈곤의 나락으로 빠져들 것이다. 그것이 바로 주주평등의 원칙이 지켜지지 않음에 따른 사회적 비용이다.

그러나 결정권을 가진 대주주가 자발적으로 스스로 자신의 몫을 포기하는 한, 이런 부정적 결과를 염려할 필요가 없다. 이것은 마치 배당을 받아서 그것을 스스로 회사에 기부하는 행위나 다름없기 때문이다. 그런 행위를 통해서 더 좋은 투자기회가 사장되는 문제도 생겨나지 않는다.

그러면 우리나라의 대주주들이 왜 이런 행위를 하는가에 대해서 의문이 생긴다.⁷⁴⁾ 많은 사람들이 이것을 대주주들의 절세 전략으로 설명하고 있다. 즉 1% 이상 대주주의 경우 배당소득에 대한 과세율이 높기 때문에 배당을 받으려는 인센티브가 그만큼 약하다는 것이다.⁷⁵⁾ 그러나 이것은 설명력이 약하다. 비록 세율이 높기는 하나 세금으로 100%를 빼앗기지 않는 한 지배주주에게는 여전히 배당을 받을 이유가 있다. 총 주식 수가 100만 주인 회사가 있다고 하자. 대주주 A는 그 회사의 주식을 10% 소유하고 있다. 이 회사가 주당 1,000원씩 배당을 하려 한다. 대주주가 받을 수 있는 배당금은 10억원이다. 이때 A는 4,000만원 이하에 대해 15%, 4,000초과분부터 8,000이하에 대해 30%, 8,000만원 초과분에 대해 40%의 세율을 적용 받는다.⁷⁶⁾ 대주주 A가 부담해야 하는 세금은 3억 8,600만원이며, 세금을 공제한 실제 수령액은 6억 1,400만원이다. 따라서 대주주는 종합과세를 적용 받더라도 배당을 받는 것이 이익이다.

그럼에도 불구하고 스스로 배당을 받지 않는 이유는 무엇일까? 한가지 추측해 본다면 회사 정보의 불투명성에 대한 대가일 가능성이 있다. 우리나라의 회사들의 결정은 외부에 알려지지 않는 경우가 많았다. 외부의 주식투자자들은 그런 기업의 가치를 낮게 평가하려 할 것이다. 그것은 자본조달 비용이 높아짐을 뜻한다. 투명함을 전략으로 택할 경우 여러 가지의 불이익을 감수해야만 했을 것이다. 이런 상황에서 대주주가 스스로 배당을 포기하는 것은 자신이 주주들의 이익을 해치고 있지 않음을 보이기 위한 하나의 신호 수단 아니었을까? 그러나 이것은 하나의 가설에 불과할 뿐 정교한 실증

74) 이에 대한 연구 결과에 대해서는 김성민·정진호(1997), 원정연·김성민(1999), 김성민(2000), 정균화(1997) 등을 참조.

75) 서헌제(2000), p.602. 이밖에도 김성민·정진호(1997)는 국내 과세제도는 소액주주는 배당소득에 따른 분리과세를 적용 받는 반면, 대주주들은 종합과세율을 적용 받는다. 따라서 대주주의 지분율이 증가함에 따라 차등배당을 지급할 가능성이 높다고 주장한다.

76) 우리나라의 소득세는 체차누진구조를 가지고 있기 때문에 실제의 세율은 이보다 낮다. 그럼에도 불구하고 형식적 명목세율을 사용한 것은 설명을 쉽게 하기 위해서였다. 실제의 세율을 적용하더라도 결론이 달라지지는 않는다.

분석 등을 거쳐서 확인될 필요가 있다.

어떤 이유로 해서 차등배당을 하던 간에 의사결정자인 지배주주가 스스로 배당을 포기하는 것은 주주평등의 원칙과 갈등을 빚지 않는다는 것은 분명하다.

7. 일할배당, 전액배당

일할배당은 영업년도 중간에 신주를 발행한 경우에 당해 영업년도에 대한 이익배당시 신주에 대해 신주발행일로부터 영업년도 말일까지의 일수에 의해 배당을 하는 것을 말한다. 업계의 관행은 상장법인의 경우 무상신주에 대해서는 전액배당을 하되, 유상신주에 대해서는 일할배당을 하는 것이다. 회사법 학계에서는 이 일할배당이 위법인가에 대한 논쟁이 있어 왔다.

1995년 상법 개정시 우리나라의 상법은 전환주식의 전환으로 인하여 발행되는 신주에 대한 이익배당에 대하여 “정관이 정하는 바에 따라 그 청구를 한 때가 속하는 영업년도의 직전 영업년도 말에 전환된 것으로 할 수 있다”라고 규정하고 있다. 따라서 회사의 선택에 따라 일할배당하든 전액배당을 하든 선택할 수 있다. 결국 이같은 조항이 타당한 것인가에 대한 논쟁인 셈이다.

예를 들어보자. 주주 갑은 액면가가 1,000원이고 총 주식수가 10,000주인 B회사의 주식을 유상신주로 1,000주 교부받았으며, 이 회사의 배당가능이익이 1억원이라고 하자. 갑이 신주발행일로부터 영업년도 말일까지 주식을 보유한 일 수가 100일 이라고 하자. 그리고 이 회사의 주당 배당금은 365원이라고 하자. 일할배당을 하게 되면 갑은 $100/365 \times 365(\text{배당금}) \times 1,000$ 을 지급 받게 된다. 결국 갑이 배당 받을 수 있는 금액은 총 100,000원인 셈이다. 그러나, 전액 배당을 받게 될 경우 갑은 365,000원을 배당 받게 된다. 따라서 B 회사는 일할배당을 할 경우 100,000원을 외부로 유출하고 265,000원은 사내에 유보할 수 있게 된다.

논쟁의 요체는 주주평등의 원칙이다.⁷⁷⁾ 일할배당이 적법하다고 주장하는 학자들은 갑은 신주를 배정 받기 전까지 회사에 기여한 바가 없으며, 주주로서 부담해야 하는 위험을 부담한 바 없기 때문에 갑에게는 회사에 기여한 기간에 비례하여 차액배당을 하는 것이 바람직하다는 것이다.⁷⁸⁾

위법설을 주장하는 학자들은 영업년도의 이익손실과 주주의 출자간에는 대가관계가

77) 서헌제(2000), pp603-604에서 재인용

78) 일할배당을 인정하는 학자들은 손주찬, 정찬형 등이 있다. 또 법무부는 1974년에 일할배당을 하는 것이 적법하다는 유권해석을 내렸다(송자(1990), p.22에서 재인용).

없을 뿐만 아니라 회사 청산시 잔여재산의 분배에 있어서도 신·구주의 구별을 하지 않고 있음을 지적한다. 그러므로 이익배당에서도 구별하지 않는 것이 타당하다고 그들은 주장한다.⁷⁹⁾

임의설을 주장하는 학자들은 투하자본의 운용기간에 비례하여 일할배당하는 것이 실질적 평등에 부합하지만, 회사가 균등배당을 하더라도 형식적 평등을 실현하는 것이므로 주주평등의 원칙을 위반하는 것은 아니라고 주장한다.⁸⁰⁾

어느 쪽의 견해가 옳은가를 살피기 위해서는 무상신주와 유상신주를 나누어 생각해 볼 필요가 있다. 준비금의 자본전입, 재평가적립금의 자본전입, 주식배당 같이 무상신주가 주주에게 분배되는 과정에서는 여러 가지의 수단이 있지만 중요한 것은 한 가지 분명한 사실은 어떤 방법을 택하든 기존의 모든 주주들에게 지분율에 비례해서 분배된다는 것이다. 무상신주의 발행으로 인해 주주들의 기존 지분율 분포도 변하지 않는다. 따라서 배당금 총액이 정해져 있는 한 일할배당을 하든 전액배당을 하든 주주의 배당금에는 변화가 없다.

유상신주의 배당으로 인한 주가의 변동을 고려하지 않는다면 일할배당을 하는 것이 더 타당하다. 가장 효율적인 생산물 분배방식은 각 생산요소에 대해 성과에 기여한 만큼(경제학적 용어로는 한계생산성 만큼)을 분배하는 것이다. 자금별 수익률이 일정하다고 할 때, 그 기여는 자금이 사용된 기간에 비례할 것이기 때문에 그 기간에 비례해서 배당을 하는 것이 합리적이다. 그러나 어떤 식으로 배당금을 지급하는가가 발행되는 신주의 가격에 반영된다면 일할배당이 위법한 것인지를 따지는 것은 무의미하다. 예를 들어 6월말에 발행되는 신주의 소지자에 대해 전액배당을 하기로 회사가 결정했다고 해보자. 그리고 일할배당시의 배당금과 1주당 300원이 더 많다고 해보자. 그러면 이 주식의 인수가격에는 내년 4월에 받게 될 그 차액 300원의 현재가치가 반영될 것이다. 즉 전액배당을 통해 더 받게 될 배당금의 현재가치만큼을 회사에 납입해야 비로소 신주를 취득할 수 있게 된다는 것이다. 이런 상황에서는 일할배당 또는 전액 배당 중 어느 것이 옳은 것인지를 따져야 할 이유가 없다.

8. 주식배당

가. 주식배당의 본질에 대한 논쟁

주식배당을 이익배당으로 볼 것인가, 주식분할로 볼 것인가에 대한 논쟁이 있다. 이익배당설은 주식배당을 이익배당으로 보는 견해이다.⁸¹⁾ 주식배당은 현금배당과 같이

79) 이철송, 이태로

80) 서돈각, 서정갑

배당가능이익의 존재를 전제로 그 이익을 처분하여 주주에게 귀속시키는 것이다. 따라서 현금배당과 비교해 볼 때 배당목적물에서 차이가 있을 뿐, 그 근본목적은 배당할 이익을 사내에 유보하기 위한 것이며 그 수단으로 자본전입이 이루어지므로 이익배당으로 보아야 한다는 것이다. 배당절차에 있어서도 배당가능이익의 존재를 전제로 그 이익의 배당을 현금에 갈음하여 주식으로 하는 것이며, 배당 받은 각 주주는 종래보다 배당으로 수령한 주식 수만큼 그 지위가 증대되는 것이므로 이익배당의 일종이라는 것이다.

주식분할설은 주식배당은 투자자의 배당수익이 아니며, 단순히 주식 수만을 증가시키는 주식분할과 같다는 것이다.⁸²⁾ 회사가 주식배당을 하더라도 실질적으로 기업의 순자산은 변하지 않으며, 단순히 임의준비금계정에서 자본계정으로 이전한 것으로 재분배에 불과하며, 주식 수만을 증가시키는 것으로 무상증자와 같다는 것이다.

우리나라의 법학자들은 그 본질을 어떤 것으로 보느냐에 따라 자기주식에 대한 배당, 일할배당, 중간배당, 단주처리, 과세 등에 대한 처리가 달라진다는 것이다.⁸³⁾ 먼저 자기주식에 대한 배당의 경우 이익배당설을 취하면 회사의 자기주식에 대해서도 주식배당이 가능하지만, 이를 부인 할 경우 자기주식에 대해 주식배당을 할 수 없게된다. 둘째, 일할배당의 경우 이익배당설을 인정하면 신주와 구주는 차등을 두어 신주에 대해 당연히 일할배당을 할 수 있지만, 주식분할설은 신주와 구주간에 차등을 둘 수 없다는 이유로 일할배당을 부정한다. 셋째, 보통주에 대해 우선주로 주식배당을 할 수 있는가이다. 이익배당설을 이를 인정하지만 주식분할설은 보통주에는 보통주로 우선주에는 우선주로 발행하여야 한다. 넷째, 배당권자에게 배당된 주식을 약식지권자에게 교부할 수 있는가이다. 이익배당설의 경우 이를 부인하지만 주식분할설은 신주에 대해 물상대위권의 효력을 인정한다. 다섯째, 이익분할설은 현금배당과 더불어 주식배당도 당연히 과세의 대상이 된다고 보지만 주식분할설은 주식배당은 주주에게 기존의 비례적 지위를 세분함에 지나지 않을 뿐 자산상 소득이 생기지 않으므로 과세를 할 수 없다고 본다.

이미 제III장에서 대차대조표를 통해 설명했듯이 주식배당은 이익배당과 다르다. 이익배당은 본질은 회사의 재산을 회사 밖으로 유출하는 것이다. 반면, 주식배당은 회사의 주식 수가 증가할 뿐 회사로부터 현금이 빠져나가지 않는다. 회사의 이익잉여금이나 자본잉여금이 법정자본금으로 전입되어 자본계정상 변동이 발생할 뿐이다. 따라서 주식배당은 이익배당과 본질적으로 다르다. 이익배당과 유사한 제도가 있다면 오히려 자사주 취득이다. 자사주 취득 역시 현금이 유출되는 제도이기 때문이다.

81) 손주찬, 이태로, 이철송, 최기원, 정찬형, 강위두

82) 정동윤, 김용태, 정무동, 박길준

83) 서헌제(2000), pp.610-611

주식배당은 이익배당보다는 오히려 주식분할과 유사하다. 회사의 재산이 외부로 유출되지 않으면서 주식의 숫자만 늘어나기 때문이다. 하지만 양자가 정확히 같은 것도 아니다. 예를 들어 보자. 보통주 법정자본금이 20억원이고 잉여금이 30억원이며, 액면가격이 5,000원이며 시장가격이 주당 100,00원에 거래되는 두 회사가 있다고 하자. A회사는 5억원 상당의 주식배당을 하고 B회사는 5000원에서 2500원으로 주식분할을 한다고 하자. 두 회사의 자기자본 합계는 50억원이지만, 이론상 기업의 가치는 70억원으로 평가되고 있다. A회사는 주식배당으로 인해 이 기업의 법정자본금은 20억원에서 25억원으로 증가한 반면, 잉여금은 30억원에서 25억원으로 감소했을 뿐 자기자본은 50억원으로 변함이 없다. B회사는 주식 숫자가 200만 주에서 400만 주로 2배 증가했지만 법정자본금과 잉여금에는 전혀 변화가 없다. 양자는 자기자본은 50억원으로 같지만 회계장부상 자본금과 잉여금의 차이만 존재할 뿐이다. 이처럼 굳이 따지자면 주식배당은 주식분할과 유사하다.

그러나 주식배당은 주식배당 그 자체이지 다른 제도와 동일시해야 할 이유가 없다. 기존 제도의 어느 하나와 동일시해서 나머지의 규제나 절차를 자동적으로 따라가게 할 이유가 없다. 물론 그렇게 하면 편리할 수 있을 것이다. 그러나 추론상의 편리함을 기준으로 제도를 설계할 수는 없다. 주식배당에 대해서는 거기에만 적용되는 절차와 규제를 도입하면 될 것이다.

나. 주식배당에 대한 규제가 필요한가?

배당을 규제하는 것은 기본적으로 채권자의 보호를 목적으로 하는 것이다. 현금배당은 외부로 현금이 유출되지만, 주식배당은 현금이 외부로 유출되는 것이 아니며, 주식의 수가 증가한다. 따라서 주식 배당을 하더라도 채권자의 이익이 줄어들지 않는다. 오히려 주식 수가 증가함에 따라 회사가 보유해야 하는 법정자본금이 늘기 때문에 채권자의 이익이 증가하는 측면이 있다.

배당가능이익 전부를 주식으로 배당한다면 주가가 액면 이하로 하락한 경우에 주가하락을 부채질하여 주주의 이익을 침해할 우려가 있으며 주주의 현금배당청구권을 침해하기 때문이다⁸⁴⁾는 식의 이유로 배당규제를 정당화하기도 한다. 하지만 이미 법정자본금에 대한 논의에서 설명했듯이 주주에게 무엇이 이익일지는 주주 스스로 가장 잘 판단할 수 있다. 주주의 이익을 위해 주식배당을 규제하려면 주식배당에 대한 주주총회의 결정이 주주 자신에게 좋은 것보다 지나치게 많이 이루어지고 있음이 증명되어야 할 것이다.

84) 최기원(1999)

V. 미국 배당 제도의 최근 동향

미국도 법정자본이론에 기초해 있었다. 그러나 Manning의 비판에 힘입어 법정자본이론을 포기하고 있다. 예를 들어 California는 1970년대 초 법정자본이론을 포기하고 재무비율(financial ratio)에 따라 배당을 할 수 있도록 하고 있다. 개정모범회사법(Revised Model Business Corporate Act: RMBCA)도 법정자본이론을 폐기하고 지급불능(insolvency)의 개념에 따라 배당을 할 수 있도록 하고 있다.

한국의 배당은 주주총회 전속적인 결의사항인데 비해 미국 회사법에서 배당은 이사회 재량에 의해 결정된다.⁸⁵⁾ 배당의 결정 및 규모에 관한 이사회 결정은 경영판단의 원칙에 의해서 보호받는다. 그러므로 이사회 결정이 잘못된 결정이었다고 판단될 지라도 법원은 이사회 결정에 반대하거나 이사들에게 책임을 묻지 아니한다. 그러나, 여기에는 두 가지 예외 조항이 있다. 각 주 회사법에서 정하는 법적 한계를 무시한 채 이사회가 배당을 결정했을 때, 배당정책에 대한 결정이 회사의 이익을 위한 것이 아니라 나쁜 의도(bad faith)나 이사들 자신의 사익을 위한 결정이었을 때 법원은 이에 대해 책임을 묻는다.

각 주는 기업배당에 관해 재무적인 한계(financial limit)를 규정해 왔다. 그 이유는 채무변제에 충분한 자금을 회사에 유보하여 채권자를 보호하겠다는 것이다. 즉, 법정자본이론에 의해 채권자를 보호하겠다는 것이다. 그러나, 이러한 규제는 채권자를 보호한다는 본래의 목적을 달성할 수 없다. 똑똑한 이사회라면 얼마든지 채권자들의 이익을 침해할 수 있는 방법을 찾을 것이기 때문이다.

미국의 배당 기준은 각 주마다 서로 다르다. 그 제한 기준은 다음과 같이 여섯 가지로 구분할 수 있다.⁸⁶⁾ 첫째, 법정자본이론에 근거한 모범회사법(Model Business Corporation Act:MBCA) 방식으로 이중 지급불능제한 방식(Dual Insolvency Approach)이라고도 한다. 이 방식은 배당결정시 두 가지 법적 규제를 한다. 하나는 회사가 채무변제일 도래시에 채무를 상환하지 못할 경우 배당을 하지 못한다는 것이다. 다른 하나는 회사가 법정자본금(stated capital)이 결손 되지 않아야 한다는 것이다.

85) Steven L. Emanuel, Corporation, Emanuel Publishing Corp. 3rd Edition, 1997

86) 1997년에 Akron Law Review에 게재된 Craig A. Peterson and Norman W. Hawker의 "Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions"과 Steven L. Emanuel의 Corporation을 참고하여 정리하였다.

〈표 4〉 각 주의 배당제도

방 식	州
MBCA	Alabama, Connecticut, Idaho, Nebraska, South Dakota, Texas, Utah, West Virginia
Balance Sheet Surplus	Colorado, District of Columbia, Missouri, New York, Ohio, Puerto Rico
Nimble Dividends	Arizona, Delaware, Kansas, Louisiana, Maine, Nevada, New Hampshire, Oklahoma, Rhode Island, Vermont
RMBCA	Arkansas, Florida, Georgia, Hawaii, Illinois, Indiana, Kentucky, Maryland, Michigan, Mississippi, Montana, New Jersey, New Mexico, North Carolina, Oregon, Pennsylvania, South Carolina, Tennessee, Virginia, Washington, Wisconsin, Wyoming
Equitable Insolvency	Massachusetts, Minnesota, North Dakota
Financial Ratio	Alaska, California

둘째, 대차대조표상 잉여방식(Balance Sheet Surplus Method) 방식이다. 회사가 축적한 이익에서만 배당 할 수 있다는 것이다. 이 방식은 이익잉여금 뿐만 아니라 자본잉여금(earned surplus)에 의해서도 배당을 할 수 있다. 자본잉여금 방식은 주주가 주식을 인수하여 납입한 금액과 표시자본금의 차액인 납입잉여금(paid-in surplus)과 회사가 자산을 재평가한 결과 발생한 재평가잉여금(reevaluation surplus), 그리고 회사의 법정자본금(stated capital)을 줄임으로써 발생하는 감자잉여금(reduction surplus) 등이 있다. 따라서 MBCA 방식보다 더 많은 배당을 할 수 있다.

셋째, RMBCA 방식이다. RMBCA는 법정자본금, 액면가 등을 폐지했으며, 모든 형태의 배당, 자사주 매입 등 이와 유사한 조치까지 주주에 대한 분배의 개념을 확대했다. 이 방식은 회사가 채무변제 만기 도래시 채무를 변제할 수 없다면 배당을 할 수 없다고 규정하고 있다. 따라서 RMBCA 방식을 채택한 회사는 대차대조표상 법정자본금이 폐지되었기 때문에 순 자산이 존재할 때에는 언제나 배당을 할 수 있다.

넷째, 당기이익에 의한 배당(Nimble dividends)이다. 이 방식은 잉여금이 없는 경우에도 이사회가 이익잉여금이나 혹은 전년도나 당기 회계년도의 이익에서 배당을 허용하는 방식을 말한다.⁸⁷⁾ 즉 일년 혹은 몇 년간 손실이 발생했음에도 불구하고, 이사들이 앞으로 회사의 상황이 계속해서 좋아지고 개선될 것으로 판단하고 주주들에게 배당을 하는 것이다.

다섯째, 형평법상 지급불능(Equitable Insolvency tests) 방식이다. 이 방식은 회사의

87) 처음으로 이러한 방식을 규정한 주는 Delaware 주이다.

총 부채가 총자산을 초과한다할지라도 배당을 결정한 후 채무를 변제할 수 있다면 회사는 배당을 할 수 있다. 배당의 적법성을 결정할 때, 납입잉여금(Paid-in Capital and/or earnings)이 아닌 유보이윤 총액을 근거로 판단한다. 따라서 이 방식을 채택한 회사의 채권자들은 다른 방식에 비해 법적 보호를 적게 받는다.

여섯째, 재무비율 방식(financial ratio tests)이다. 이 방식은 회사의 현재 재무상태(current financial condition)를 기준으로 배당을 제한한다. California 주는 1979년에 법정자본이론을 폐기하고 재무비율(financial ratio)에 따라 배당정책을 제한하고 있다. 당기순손실이 발생했다 할지라도 유보이윤에서 배당을 하거나, 배당 후 회사의 자산이 부채의 125% 이상이고 적어도 유동자산이 유동부채보다 같거나 클 경우에 배당을 할 수 있도록 하고 있다.

이상에서 살펴보았듯이 미국의 배당에 관한 제도는 다양하다. 최근 동향은 법정자본이론을 포기하고 있으며, 대신 대차대조표상 지급불능기준이나 채권자들이 수공할 수 있는 정교한 조치들에 초점을 맞춰지고 있음을 알 수 있다.

VI. 요약 및 결론

지금까지 우리나라 회사들의 배당에 대한 법적 규제들의 내용과 회사법 학계에서 논의되어 온 배당 관련 여러 가지의 쟁점들을 경제학적 관점에서 분석해 보았다. 분석의 결과들을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주주이익의 관점에서 최적 배당금은 회사의 사정에 따라 다를 수 있다. 기업의 자금조달에서 주식발행을 통한 유상증자의 중요성이 커지고, 또한 자본시장에서 기업간의 경쟁이 격화되고 있음을 감안했을 때, 회사의 자율적 배당금 결정이 주주의 이익과 일치되는 방향으로 이루어질 가능성은 점점 더 커져가고 있다. 우리나라 기업들이 지나치게 낮은 배당을 하는지에 대한 판단은 좀 더 시간을 두고 내려져야 할 것이다.

둘째, 자본충실의 원칙에 의해 회사의 배당을 규제할 필요가 있는지에 대해 심각한 재고가 필요하다. 자본충실의 원칙을 두는 이유는 채권자의 보호에 있는데, 현실적으로 채권자는 계약으로서 기업의 부도위험으로부터 스스로를 보호할 수 있다. 또 실질적으로도 회사의 자본금 규모나 준비금 규모를 보고 대출을 결정하는 채권자는 찾아보기 힘들다. 자본유지의 원칙이나 법정준비금 제도의 폐지를 신중히 고려할 때이다.

셋째, 상법에서는 배당금에 대한 최종 결정권을 주주총회에서 하도록 강제하고 있음으로 인해 회사와 주주 자신에게도 여러 가지의 위험이 발생하고 있다. 또 주식시장의 정보반영 기능도 저해 받고 있다. 배당금의 규모를 어디에서 결정할지를 상법상 상행규정이 아닌 주주총회의 결정사항으로 해야 한다. 그렇게 되면 주주들은 자신의 이익을 위해서라도 배당금 결정권을 이사회에 위임하게 될 것이다.

넷째, 액면배당이나 자기주식에 대해 배당할 것인가에 대한 논의는 무의미하다. 어떻게 하든 회사의 행동이 달라지지 않는다.

다섯째, 대주주가 소액주주들에게만 배당을 지급하고 자기 스스로는 배당을 포기하거나 저배당에 만족하는 차등배당 관행은 주주평등의 원칙과 모순되지 않는다.

여섯째, 배당금의 차이가 신주발행가격에 반영되는 한 유상신주에 대해 일할배당을 할 것인가 차등배당을 할 것인가에 대한 논쟁은 무의미하다.

마지막으로 주식배당은 배당의 성격을 가지고 있지 않다. 회사의 재산이 외부로 유출되지 않기 때문이다. 다만 자본항목의 구성만을 바꿀 뿐이다. 따라서 주식배당에 대해

서 규제할 필요가 없다.

이렇게 본다면 지금까지 회사법 학계에서의 배당에 대한 논의는 다분히 형식논리에 기초해 있었음을 알 수 있다. 배당 규칙의 변화에 따라 투자자들과 회사의 경영진의 행동이 어떤 영향을 받는지를 좀 더 정확히 알 수 있다는 배당 관련법에 대한 논의도 좀더 현실성을 더할 수 있을 것이다. 이 분야에 관해 더 많은 이론적 실증적 연구들이 나오길 기대해 본다.

참고문헌

- 권재열, 주식회사에서의 자본감소의 목적과 양태에 관한 소고-기업구조조정에 관련된 법률을 중심으로, 상사법연구 제19권 제3호, 2001, pp283-311.
- 금융감독위원회, 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정
- 김성민, “우리나라 상장기업의 차등배당에 관한 경영자 인식”, 재무연구 제13권 제1호, 2000. 5
- 김성민.정진호, "대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구", 재무관리연구 제14권 제3호, 1997
- 김정자, “우리나라에서 주식배당을 하는 기업의 특성에 관한 연구”, 상경연구 제13집, 1998. 2
- 김태혁.신용길, “주식배당의 공시효과와 정보전달효과에 관한 연구”, 증권학회지 제15집, 1993
- 김흥식, “대리이론, 경영자의 행위가설 및 기업의 자본구조와 배당정책”, 재무관리연구 제5권 제1호, 1988
- 남명수, “한국기업의 배당정책과 주가와와의 관계”, 인하대 산업경제연구, 1993. 9
- 남수현, “배당의 신호전달효과에 관한 실증 연구”, 재무관리연구 제8권 제1호, 1991. 8
- 박정우, “상법상의 기업회계제도에 관한 연구”, 상사법연구 제17권 제3호(통권22호), 1999
- 서헌제, 『회사법』, 법문사, 2000
- 송자, “우선배당, 차등배당, 일할배당 등의 합리적 개선방안”, 경영과 세무 27, 1990. 11
- 오환중, “배당정책의 규범적 모형에 관한 연구”, 재무관리연구 제6권 제2호, 1989. 12
- 왕순모, “법정준비금의 과도적립현상을 시정하기 위한 입법론적 고찰-일본의 연구성과를 토대로 하여”, 상사법연구 제14권 제1호, 1995
- 왕순모, “기업회계법상 이익배당규제의 문제점과 개선방향”, 경성법학 제 8호 , 1999. 10
- 육근효, “주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증분석 - 배당정책을 중심으로 ”, 증권학회지 제11집, 1989
- 원정연.김성민, “기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구”, 증권.금융연구 제5권 1호, 1999. 7.
- 이수한, “우리나라 배당제도에 관한 고찰”, 증권조사월보, 1991. 8
- 장호윤.설원식, "선공시 배당제도 도입에 관한 연구", 상장협 제42호, 2000.9, pp11-24.
- 정균화, “우리나라 상장기업의 차등배당에 대한 이해”, 재무관리연구 제14권 제3호, 1997. 12
- 정동윤, “주식배당제도의 문제점 및 그 개선방안”, 경영과 세무 27, 1990. 11

조진원, “주식회사의 준비금제도”, 청주대법학논고 제14권, 1982. 5., pp221-236.
 증권거래소, “12월 결산 상장법인의 2000년도 배당현황 분석“, 주식, 2001. 5
 증권거래소, “1998년 12월 결산 상장법인의 배당현황 분석“, 주식, 1999. 5
 증권거래소, 업무규정 시행 규칙
 최기원, 『회사법』, 박영사, 1998
 한국상장사협의회, “상장회사 주식배당 실시 현황“, 2001. 5
 황인태, “배당가능이익의 개선방안-미실현이익제거를 중심으로“, 상장협 제42호,
 2000. 9

- L. Bagwell and J. Shoven, "Cash Distribution to Shareholders," Journal of Economic Perspectives, vol. 3, no. 3. Summer 1989
 D. Baird, R. Gertner and R. Picker, Game Theory and the Law, Harvard University Press, 1994.
 L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in Concentrated Corporate Ownership, (R. Morck, ed.), NBER, 2000
 R. Clark, Corporate Law, Little Brown and Company, 1986.
 F. Easterbrook, "Agency-cost explanations of dividends", American Economic Review, September 1984, vol. 74, No.4
 S. L. Emanuel, Corporations, Emanuel Publishing Corp, 1997
 L. Enriques and J. R. Macey, "Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules", Cornell L. Rev., September 2001.
 W. A. Klein and John C. Coffee, Jr., Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles, 6ed. Foundation Press, 1996
 R. O. Kummert, "State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to Shareholders"m Wash. L. Rev., April 1984.
 M. H. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", Journal of Business vol.34, 1961
 C. A. Peterson and N. W. Hawker, "Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions, Akron Law Review, 1997

배당 규제와 경제원리

2001년 11월 27일 1판 1쇄 발행

2020년 2월 6일 1판 2쇄 발행

저자_김정호, 박양균

발행자_최승노

발행처_자유기업원

주소_서울특별시 영등포구 국회대로62길 9

전화_02-3774-5000

팩스_0502-797-5058

비매품
