

배당관련 쟁점에 대한 경제학적 분석*

김정호(자유기업원 부원장)

박양균(자유기업원 책임연구원)

【초 록】

회사법 학계에서 논의되어 온 배당관련 쟁점들을 경제학적 관점에서 분석해 보았다. 그 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 최적 배당금의 수준은 회사마다 다를 수 있다. 유상증자의 중요성이 커지고, 자본시장에서 경쟁이 격화되고 있기 때문에 자율적으로 결정되는 배당금 수준이 주주의 이익과 합치될 가능성은 커져가고 있다. 배당률이 지나치게 낮은지는 시간을 두고 판단할 문제다.

둘째, 자본충실의 원칙으로 배당을 규제할 필요가 없다. 이 원칙의 목적은 채권자 보호인데, 채권자는 계약을 통해 스스로를 보호할 수 있다. 또 현실적으로도 대출자가 자본금 규모를 보고 결정을 하지는 않는다. 자본유지의 원칙이나 법정준비금 제도의 폐지를 신중히 고려할 때이다.

셋째, 배당금에 대한 최종 결정권을 주주총회가 행사하도록 강제함에 따라 오히려 회사와 주주가 손해를 볼 수 있다. 주식시장의 정보반영 기능도 떨어진다. 배당 결정권의 소재를 주주총회에서 결정하도록 해야 한다.

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

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 전액배당을 할 것인가에 대한 논쟁은 무의미하다.

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

주제어: 배당 / 신호가설 / 대리인 비용 / 자본충실의 원칙 / 법정자본 / 법정준비금 / 시가배당 / 차등배당 / 일할배당 / 주식배당

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 3, No. 2, 2002

Economic Perspectives on Issues in Corporate Dividend Policy

Kim, Chung-ho / Park, Yang-Kyoon

ABSTRACT

Economic perspectives on some issues regarding corporate dividend policy debated in Korean legal society are presented.

Firstly, optimal level of dividend may differ from firm to firm. Since the issuance of new stock becomes more important as a means of attracting new fund and the competition among firms becomes keener in Korean capital market, the likelihood that the levels of dividends voluntarily made by the Korean corporations are aligned with the interests of the shareholders becomes greater. It is too hastily to assert that Korean corporations pay too small dividends.

Secondly, it is pointless to restrict corporations to pay dividends based on the legal capital doctrine. The primary purpose of the doctrine is to protect the creditors, who are able to protect themselves through appropriate contractual arrangements. Furthermore, there is no evidence that the lenders make their decision based on the size of the legal capital. The legal capital doctrine needs to be abolished from the Korean corporate law.

Thirdly, the legal requirement that the final amount of dividend be made by the general assembly may harm the shareholders contrary to the intention. It may also hamper the information processing capacity of the stock market. The general assembly should be allowed to choose who is the final decision maker on the dividend. Fourthly, it is meaningless to debate whether the publicly disclosed ratio of dividend should be calculated to the par value or to the market value of the stock. The choice does not make any difference in the behavior of corporations paying dividends.

Fifthly, it is not against the principle of equality among shareholders stipulated by the Korean corporate law that the controlling shareholders pay dividends not to themselves but to minority shareholders.

Sixthly, it is pointless to debate whether dividend should be payed on a daily basis or on a yearly basis as long as the resulting difference is reflected in the market value of the stock.

And finally, stock dividend does not share common characteristics of the ordinary cash dividend that the real resource is flowing out of the corporation. It only changes the composition of the written capital. There is no need to restrict the proportion of the stock dividends to the cash dividends.

【차 례】

I. 서 론

II. 배당에 대한 쟁점

1. 저배당 문제
2. 법정자본의 원칙
3. 배당에 대한 결정권 문제
4. 액면배당과 시가배당
5. 자기주식 배당 문제
6. 차등배당 문제
7. 일할배당, 전액배당
8. 주식배당

III. 요약 및 결론

I. 서론

회사는 시장 속에서 활동한다. 설립자금을 조달하는 일, 종업원의 고용, 제품 판매 등 모든 일이 다 시장참여자들과의 상호관계 속에서 이루어진다. 따라서 기업의 활동을 규율하는 법은 시장의 작동방식에 대한 정확한 이해를 바탕으로 제정되어야 한다. 배당에 관한 제도도 마찬가지다. 기업이 배당을 왜 하며, 배당행위에 대해 제한을 가할 경우 배당을 하는 기업과 배당을 받는 투자자들, 또 자본시장 내의 다른 투자자들이 어떤 영향을 받는지를 이해한다면, 배당에 관한 제도를 설계해야 할 것이다.

경제학은 시장의 구조와 움직임에 대한 이해를 주업으로 한다. 그러나 어떤 이유에서인지 배당이라는 중요한 기업행위에 대한 경제학적 논의는 찾아보기 힘들다. 그 대신 우리나라에서 주식회사의 배당제도에 관한 논의는 주로 법학자들에 의해 이루어져 왔다. 그래서인지 배당제도에 관한 논의는 시장에 대한 이해에 기초하기보다는 법학 고유의 형식논리에 치중했다는 느낌이 있다. 자신들이 제안한 제도가 시장참여자들에게 어떤 영향을 주는지에 대한 예측이 전제된다면, 법학적 논의가 보다 현실에 뿌리내리기 쉬울 것이다. 이 논문은 배당제도와 관련하여 우리나라의 법학자들이 관심을 가져왔던 논점들, 그리고 경제학적 사고와 현격한 괴리를 보이는 법학자들의 시각들을 경제학적 관점에서 조명해 보는 데에 목적이 있다.

이 논문은 서론을 포함해서 3개의 절로 구성된다. II.에서는 배당제도에 대한 학계에서의 쟁점들을 경제학적 관점에서 분석했다. 배당은 많을수록 좋은가, 자본충실의 원칙이라는 이름으로 배당가능이익을 규제하는 것은 정당한가, 배당금결정 권한을 주주총회가 가질 것인가, 액면배당 및 자기주식에 대한 배당, 차등배당, 일할배당 등은 부당한 것인가, 주식배당에 대해 규제할 것인가 등의 쟁점이 다루어졌다. III.은 요약 및 결론이다.

II. 배당에 대한 쟁점

1. 저배당 문제

우리나라의 기업들의 배당이 형식적 수준에 머물러 왔다는 비난이 있어 왔다. 이같은 문제의식은 신문보도¹⁾뿐 아니라 법학문헌²⁾에서도 자주 나타나고 있다. 외환위기 이후 대부분 폐지되기는 했지만, 소속부지정제도, 상장법인채무관리규정, 자본시장육성에관한법률 등에도 저배당에 대한 적대적 태도가 반영되어 있었다.³⁾

그렇다면 과연 배당은 많을수록 좋은가? 배당(현금배당)은 회사의 재산이 주주에게 유출되는 과정이다. 무한책임회사라면 모를까, 주식회사와 같은 유한책임 회사에서 일단 주주의 개인 주머니로 유출된 돈은 회사의 재산이 아니다. 주가는 기업가치를 반영하기 때문에, 배당을 통해 회사의 재산이 주주에게로 유출되면 주가는 낮아진다. 따라서 배당이 작다는 사실에 대해서 주주가 불평할 이유는 없다. 배당이 작으면 그만큼 주가가 높아지기 때문이다.⁴⁾

기업재무론에서는 오히려 기업이 왜 배당을 하는지가 한동안 불가사의로 여겨졌다. 관련된 최초의 본격적 논문은 밀러(Miller)와 모디글리아니(Modigliani)의 논문(M&M 모형)이다.⁵⁾ 시장이 완전하다면 기업이 배당을 하든 안하든 주주가치에는 차이가 없음을 그들은 증명했다. 배당을 하면 기업은 다시 유상증자를 해야 하고 그렇게 되면 배당을 하지 않는 것과 다를 바 없다는 것이다. 결국 이들에게 있어 기업의 배당이란 별다른 의미가 없는 행동인 셈이다.

이 두 사람의 결론은 세금이 없다는 가정하에서 도출되었다. 그런데 법인세의 존재를 가정

할 경우 배당은 더욱 이상한 관행이 되어 버린다. 법인세는 이중과세 성격을 띠고 있다.6) 갑과 을이 동업을 한다고 하자. 이들이 개인사업자로 동업을 할 경우 이익이 나면 갑과 을은 각자 분배받은 몫에 대해 개인소득세를 내야 한다. 그러나 주식회사를 설립해서 사업을 할 경우, 이익에 대해서 법인세를 내야하고, 배당받은 이익에 대해서 각자 개인소득세를 다시 내야 한다. 주식회사 형태를 취할 경우 개인소득세 이외에 법인세를 추가로 부담해야 하는 것이다. 따라서 주주의 이익을 고려한다면 회사는 당연히 배당을 하지 않는 것이 합리적이다. 현금을 필요로 하는 주주라면 주식을 팔면 된다. 주가가 회사의 가치를 반영하는 한, 배당을 받아 개인소득세를 부담하는 것보다, 주식을 그냥 팔아버림으로써 더 큰 금액을 벌 수 있다.

그런데 이러한 논리는 현실과 마찰을 빚는다. 무배당이 주주들에게 유리한 대안이라면 투자자들은 배당하는 기업의 주식을 사지 않을 것이다. 따라서 자본 시장에서 배당을 하는 기업은 사라져 버릴 것이다. 그러나 현실적으로 기업들은 배당을 한다. 이중과세의 부담에도 불구하고 많은 기업들이 배당을 하는 이유는 무엇인가? 여기에 대한 설명으로 신호가설(Signalling Hypothesis)⁷⁾과 대리인 비용(Agency Cost) 절감 이론⁸⁾이 제시되었다.

신호가설은 배당을 통해서만 회사에 관한 정보를 제공할 수 있기 때문에 배당에 따른 비용이 있음에도 불구하고 배당관행이 존재한다는 주장이다. 경영자가 투자자들에게 자기 회사의 수익전망이 높아지고 있음을 알리려 한다고 하자. 가장 쉬운 방법은 보도자료를 만들어 기자들에게 배포하거나 또는 증권시장에 공시하는 것이다. 그런데 이 방법에는 한계가 있다. 실제로 수익전망이 좋지 않은 기업도 그렇게 할 수 있기 때문이다. 이렇게 되면 투자자들은 누구의 말이 옳은지를 구별할 수 없어진다.⁹⁾ 따라서 공시나 공표된 내용을 신뢰하지 않으려고 할 것이다. 이런 상황에서 진실로 수익전망이 좋은 기업이 택할 수 있는 방법은 그렇지 않은 기업이 흉내낼 수 없는 방법을 택하는 것이다. 신호가설은 배당이 그런 정보전달수단 가운데 하나라고 본다. 실제로 수익전망이 좋지 않은 회사가 고율의 배당을 한다면 앞으로의 현금흐름에 문제를 일으켜 재정적 어려움을 유발할 것이다. 반면 전망이 좋은 회사는 당장 고율의 배당을 하더라도 앞으로 재정적 어려움에 처할 가능성이 작다. 따라서 고율의 배당은 앞으로의 수익전망이 좋다는 사실에 대한 믿을 만한 신호역할을 해준다. 납세에서의 불이익이 있음에도 불구하고 배당관행이 존속하는 것은 배당의 신호기능 때문이라는 것이다.

또 다른 이론은 정기적인 배당을 대리인 비용을 줄여주는 장치로 해석한다. 경영자는 게으름과 위험기피적 태도(Risk Aversion)라는 두 가지 대리인 비용을 발생시킬 수 있다. 기업이 경쟁의 압력에 노출된 정도가 작을수록 대리인 비용은 커진다. 배당의 역할은 자본시장에서의 경쟁압력과 관련되어 있다. 어떤 기업이 자금시장에서 자주 새로운 자금을 조달할수록 자본시장에서의 경쟁압력은 높아진다. 새로 자금을 제공하는 사람들은 당해 기업의 경영자가 어느 정도의 대리인 비용을 발생시키는지 평가할 것이고, 대리인 비용이 큰 기업일수록 높은 대가(높은 이자 또는 낮은 주식발행가격)를 요구할 것이다. 경영자의 입장에서 보면 이것은 자본조달비용이 높아짐을 뜻한다. 그것은 경영자 스스로에게도 좋지 않다. 따라서 자신의 이익을 위해서라도 경영자는 스스로 대리인 비용을 줄이려 한다. 그런데 배당을 많이 하는 기업은 내부 유보를 많이 하는 기업에 비해 자주 자본시장에서 신규자본을 조달해야 한다. 때문에 대리인 비용이 작아진다. 또 그런 기업은 자본비용이 낮아지기 때문에 시장점유율도 더 높아지게 된다. 따라서 시장에는 배당관행이 남아 있게 된다는 것이 대리인 비용 절감 가설의 내용이다.

이 두 학설은 학계에서 널리 받아들여지고 있다.10) 그러나 이 이론들이 우리나라의 기업들의 배당관행을 설명할 수 있는가에 대해서는 의문의 여지가 크다. 우리나라 기업들은 자금 조달의 상당 부분을 차입에 의존해 왔다. 우리나라 상장기업의 부채비율이 높았다는 공지의 사실은 그것을 말해준다. 주식시장의 중요성은 상대적으로 작았고, 따라서 배당의 중요성도 작을 수밖에 없었다. 그럼에도 불구하고 기업들이 배당을 왜 해왔는지는 여전히 설명을 필요로 하는 부분이다.

고배당을 유도하거나 의무화하기 위해서는 기업의 배당관행이 어떤 이유로 문제가 되는지를 설명해야 한다. 특히 현재의 관행이 경영자나 지배주주 등 회사 내부인의 이익을 위해 외부주주의 이익을 침해하는 것임이 밝혀져야 한다. 그런데 위 가설들은 세법상의 불이익이 있음에도 불구하고 기업이 현실적으로 배당을 하는 이유가 무엇인지를 설명하는 것이지 기존의 배당수준이 높은지 낮은지를 평가하기 위한 기준을 제공해 주지는 못한다.

이와 관련하여 뱁척(Bebchuk), 크락맨(Kraakman), 트라이언티스(Triantis) 3인의 법학자들은 공저논문11)을 통해서 순환출자로 얽혀진 그룹구조 회사의 지배주주는 자신의 사익추구를 위해 배당을 지나치게 작게 하려는 가능성을 안고 있음을 보여주긴 했다. 그러나 그 논문도 결국 그것이 가능성만을 인정하고 있다. 만약 저배당이 지배주주들의 사익추구를 위한 것이었다면, 그런 기업들은 주식시장에서 주주들의 외면을 받아 결국 도태의 길을 걷게 될 것이다. 그럼에도 불구하고 미국과 영국을 제외한 나라들의 주식시장에서 순환출자로 얽혀 있는 그룹구조의 회사들이 지배적인 형태로 자리잡고 있는 것은 지배주주의 사익추구 가능성이 시장압력에 의해 제어되고 있거나 다각화의 다른 이점들12)에 의해 상쇄되고도 남음이 있기 때문이다. 또 순환출자구조의 회사들이 그렇지 않은 기업들보다 체계적으로 저배당을 하고 있음을 뱁척 등이 실증한 것도 아니다.

결론적으로 아직까지 기업들이 왜 배당을 하는지 밝혀져 있지 않다. 하물며, 어느 정도의 배당이 좋은 것인지에 대한 기준은 더 말할 필요도 없다. 배당에 대해서 할 일이 있다면 자본시장에서의 경쟁을 더욱 치열하게 만들어서 투자자의 마음에 들지 않는 배당정책을 택하는 회사가 자본시장에서 투자자들로부터 외면을 받아 도태되도록 하는 일일 것이다.

2. 법정자본의 원칙

주주에 대한 이익배당은 대차대조표상의 순재산액에서 「자본의 액+당해 결산기까지 적립된 법정준비금(이익준비금+자본준비금)의 합계액+당해 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액」을 뺀 금액 내에서만 할 수 있도록 규제되고 있다.

우리 법학자들은 이런 규제를 최저자본의 원칙, 자본확정의 원칙, 자본충실(유지)의 원칙, 자본불감소의 원칙 등에 기초해 있다.

최저자본의 원칙이란 주식회사의 자본금을 일정액수 이상으로 제한하겠다는 원칙이다. 우리나라 주식회사의 최저자본금은 5천만원으로 되어 있다(상법 제329조 제1항).

자본확정의 원칙은 정관의 의무기재사항인 자본금 총액에 대해 회사설립시 전액 인수가 확정되어야 한다는 것이다. 반대개념은 授權資本제도로써 회사설립시 발행을 계획하고 있는 주식의 총수를 기재하게 하되, 그 중의 일부만 인수되어도 회사의 설립을 인정한다.13) 나머지는 추후 이사회 결의에 의해 수시로 발행이 가능하다. 우리 상법은 정관에 기재된 수권자본의 1/4 이상이 인수되면 회사의 설립을 인정하고 있다. 수권자본제도와 자본확정의 원칙을 혼합한 셈이다.

자본충실(유지)의 원칙은 회사로 하여금 항상 자본액에 상당하는 재산을 보유할 것을 요구한다.14) 이 원칙으로부터 손실을 전보하고 준비금을 공제하기 전의 이익배당금지(제462조

제1항), 주식의 액면미달발행금지(제330조), 법정준비금제도(제459조, 제458조) 등의 여러 가지 규제들이 과생된다.15)

자본불감소의 원칙은 일단 확정된 회사의 자본액은 엄격한 절차에 의하지 않고는 감소시킬 수 없다는 것이다. 합법적 절차를 거친다고 하더라도 최저자본금인 5천만원 이하로는 줄일 수 없다.

이 원칙들 중에서 배당과 직접적인 관련이 있고 필자들이 관심을 가지는 것은 자본충실의 원칙이다. 이 원칙의 주된 역할은 회사 재산이 주주들에게 분배되는 것을 제한하는 것이다. 주주가 회사에 출자한 돈은 회사가 해산할 때까지는 영원히 찾아갈 수 없다는 관념에 기초해 있는 것 같다.

자본충실원칙의 효과는 두 단계로 따져볼 수 있다. 첫째, 이익만을 배당해야 한다는 것이다. 이는 회사의 재산 중 자본금을 초과하는 금액만이 배당의 대상이 된다는 생각이다. 둘째는 그 이익을 모두 배당할 수 없다는 것이다. 각종 법정준비금 적립액은 배당할 수 없다든지, 당해연도 이익배당액의 1/10은 의무적으로 준비금으로 적립해야 한다는 등의 제한은 이런 관념에 기초해 있다.

(1) 자본금의 유지

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 미국에서도 과거에는 배당에 대해서 이런 제한을 받아왔다. 이 제도를 어떻게 정당화할 수 있을까?

가장 빈번히 제기되는 근거는 채권자 보호이다. 배당금의 수령자는 주주들이고, 그것에 대한 결정권도 궁극적으로는 주주들에게 주어져 있다. 그런데 회사의 재산에 대해 청구권을 갖는 것은 주주들만이 아니다. 수많은 채권자들이 회사의 재산에 대해서 청구권을 갖는다. 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 가장 중요한 이유일 것이다.

경제학적 관점에서 본다면 이같은 문제인식에는 동의 못할 측면들이 많다. 첫째, 채권자들이 과연 회사의 자본금을 보고 돈을 빌려주는가의 문제이다. 대부분의 채권자들은 회사와 자발적인 계약에 의해 자금을 제공하며, 이자율이나 채무의 변제조건에 대해 협상의 자유가 주어져 있다. 채권자들의 관심은 실질적으로 당해 회사가 이자와 원금을 상환할 수 있는지에 있다.

회사의 채무변제능력은 수많은 요인들에 의해서 결정된다. 비록 자본금이 없더라도 앞으로 많은 돈을 벌 것이라는 가능성, 회사 재산을 매각했을 때 받을 수 있는 실질적인 금액, 회계장부에는 나타나지 않지만 실질적으로 존재하는 무형의 가치, 지금까지 쌓여 온 회사의 신용 등 채무변제의 담보역할을 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 채권계약의 내용을 스스로 결정할 수 있는 자유가 주어져 있는 한, 당해 채권채무계약의 조건들은 채무자의 채무불이행 가능성을 반영하기 마련이다. 채무변제능력이나 의사가 없어 보이는 채무자들에게는 높은 이자를 요구할 것이고, 또 담보나 보증도 요구하게 될 것이다. 즉 법이 채무자로 하여금 자본금의 유지를 통해 채권자를 위한 담보를 확보하도록 의무를 부과하지 않더라도 채권자는 스스로를 보호할 장

치를 가지고 있는 것이다.

자본충실의 원칙을 통해서 협상력이 약한 채권자의 지위를 보호할 수 있지 않느냐는 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 한 이들에게 협상력이 없다고 보기 어렵다.16)

물론 비자발적 채권자의 경우는 문제가 될 수 있다. 불법행위 판결로 인해 손해배상채권을 가지게 되는 경우가 비자발적 채권의 대표적 사례이다. 비자발적 채권자는 채무자와 사전에 협상한 바가 없기 때문에 회사의 변제불능확률과 변제조건간에 연계관계가 성립하지 않는다. 따라서 비자발적 채권자 보호를 위한 법적 조치의 필요성이 인정된다. 그러나 현실적으로 우리나라에서 비자발적 채권, 즉 손해배상책임으로 인해 회사가 도산하는 경우는 찾아보기 힘들다. 또 그런 일이 발생한다고 하더라도 법인격부인론17)을 통해 주주에게 직접 채권을 집행할 수도 있을 것이다. 그런 상황을 위해 입법적 조치를 해서 모든 회사들을 획일적으로 규제하는 것은 불합리하다.

결국, 법정자본 유지를 의무화하는 것은 배당을 규제한다는 말이 된다. 이상적인 배당정책은 높은 수익률을 유지할 수 있는 쪽으로 자금이 흘러가도록 하는 것이다. 만약 회사가 직접 자금을 운영하는 것이 더 높은 수익을 가져다 줄 수 있다면 이익을 유보하고, 회사에서 돈을 인출해서 주주가 직접 운영하는 것이 더 높은 수익을 가져다준다면 배당하는 것이 주주에게 이로운 뿐 아니라, 사회 전체적으로도 효율적이다.18) 이런 사정은 자본금을 잠식할 정도로 배당이 된다고 하더라도 달라지지 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 내포하는 채무불이행 위험과 자본금의 규모가 비례한다. 그러나 법정자본의 규모는 개별 기업이 보유하는 위험과는 무관하게 규제되고 있다. 수권자본금의 규모는 회사 임의로 설정되는 것이며, 의무가 있다면 5천만원이라는 최저자본금과 수권자본의 1/4을 납입해야 한다는 것이다.19)

법정자본금 유지의무가 채권자 보호의 적절한 수단이 될 수 없는 또 한 가지의 이유는 주주에게 자본감소라는 수단이 주어져 있기 때문이다. 상법 제438조는 주주가 주주총회의 결의를 통해 회사 자본금을 줄일 수 있도록 허용하고 있다. 주주들이 자본금 자체를 줄인다면 배당을 통해 자본금을 잠식할 수 없도록 한 규제는 무의미하다. 물론 자본금을 줄이려면 특별결의를 거쳐야 하며(상법 제438조 제1항), 또 채권자로부터도 일종의 동의를 받아야 한다. 채권자들에게 자본감소 결의 사실을 최고하여야 하고(상법 제232조 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 자본감소가 예방될 수 있는지는 의문이다. 특별결의의 의무화는 채권자 보호를 위한 조치가 아니다. 자본감소가 문제되는 것은 주주와 채권자의 이익이 충돌할 경우인데, 이런 상황에서 주주는 모두 한편이 될 것이며 주주 중에 채권자가 있지 않는 한 모든 주주는 채권자의 재산을 자신의 것으로 이전시키기 위한 자본감소에 찬성할 것이다. 따라서 특별결의 요건은 채권자 보호조치가 될 수 없다. 채권자에게 최고한다든가 반대 채권자를 위한 담보제공 등의 조치는 의미가 있기는 하나 얼마나 실효성이 있을지는 의문이다. 특히 별도의 집회를 통해서 결의를 해야 하는 사채권자들의 경우(상법 제439조 제3항) 누가 나서서 그 일을 할지 의문이다. 주주들에 의한 자발적 자본감소조

치가 허용되는 한 자본충실의 원칙은 큰 의미를 가지지 못한다.

자본충실원칙은 단순히 불필요할 뿐만 아니라, 오히려 사회적 비용을 발생시킨다.²⁰⁾ 가장 중요한 사회적 비용은 배당의 신호기능을 제약한다는 것이다. 현대의 기업에 있어 아이디어나 지식의 가치는 새삼 강조할 필요가 없다. 문제는 이런 가치들의 대부분이 대차대조표에 기재되지 않는다는 사실이다. 따라서 실질적으로 회사의 재산이 늘었거나 전망이 확실함에도 불구하고 장부상으로는 재산이 늘지 않음으로 인해 배당이 불가능해지는 일이 생길 수 있다. 또 자본충실의 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 사회 전체의 투자수익률이 낮아지는 결과가 초래될 수 있다.

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 개정모범회사법(RMBCA: Revised Model Business Corporation Act)을 필두로 법으로 배당가능이익의 크기를 규제하는 법정자본의 원칙(Legal Capital Doctrine)을 포기해가고 있다. 이런 일이 가능했던 것은 법정자본원칙이 채권자 보호에 별로 도움이 되지도 못하면서 불필요하게 회사 주주들의 이익을 침해한다는 매닝(Manning)의 비판²¹⁾을 미국 법조인들이 받아들였기 때문이다.²²⁾

(2) 법정준비금제도

비록 회사가 이익을 냈다고 하더라도 이익 전액이 배당의 대상이 되는 것은 아니다. 자본준비금, 이익준비금 등 법정준비금을 제외한 금액만이 배당가능이익이 된다. 법정준비금제도는 자본금 유지의 원칙에 부가해서 회사의 주주에 대한 배당을 규제하는 것이다. 이런 제한이 타당한 것일까?

법정준비금은 자본계정에 속한다. 즉 자본의 결손이 생겼을 때 그것을 완충하는 정도의 역할을 하는 것이 준비금이다. 상법은 “자본의 1/2에 달할 때까지 금전에 의한 이익배당액의 1/10 이상”을 이익준비금으로 적립하도록 규정하고 있다. 회사로 하여금 대차대조표상의 자본금 이외에 1/2을 더 적립하도록 요구하고 있는 것이다. 따라서 단순히 보면 우리 상법은 회사로 하여금 최소한 자본금의 1.5배를 유지하는 셈이다. 상법이 이 조항을 가지게 된 것은 1984년 개정시 일본의 상법의 관련 규정을 계수하면서부터이다. 따라서 우리나라 이익준비금 규정의 의미를 이해하려면 일본의 준비금 관련 규정을 살펴볼 필요가 있다. 그 규정들은 다음과 같다.²³⁾

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 이르기까지 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 일본 상법이 이익준비금의 의무적립을 규정한 것은 지나친 배당이나 자본감소로 인해 회사가 해산되는 사태를 막기 위함이었다. 그러던 것이 우리나라에 와서는 왜 그래야 하는지 뚜렷한 이유도 없이 1/4이 1/2로 바뀌어 버렸다. 게다가 재평가적립금 같은 경우 왜 배

당의 대상에서 제외되어야 하는지 이유가 분명치 않다. 예를 들어 어느 회사가 연초에 타 회사 주식 1만주를 주당 1만원에 샀다고 해 보자. 연말에 다시 평가해보니 이 주식은 주당 3만원이 되었다. 주당 2만원씩 총 2억원의 이익을 본 것이다. 주식을 다시 팔기 전까지 주가 상승분을 이익에 반영하려면 재평가를 해야 한다. 그런데 그 이익 2억원은 재평가적립금이 되어 배당에서 제외되어 버린다. 주가 상승분은 이 회사의 영업활동의 결과에 따른 이익임이 분명하며 배당에서 제외될 이유가 없다. 혹자들은 주가가 언제 다시 떨어질지 모른다는 이유로 재평가이익제외제도를 정당화한다.²⁴⁾ 그러나 가치가 어떻게 될지 모른다는 점에서는 주식이든 채고자산이든 경상이익이든 다를 바가 없다. 금년에 이익이 났다가도 다음 해에는 엄청난 손실을 볼 수 있는 것이 기업활동의 본질이다. 값이 어떻게 될지 몰라 배당을 규제해야 한다는 논리가 정당하다면 내년에 손해가 날지 모르니 금년 이익에 대한 배당을 규제해야 한다는 논리 역시 정당할 것이다.

이미 앞에서 자본금 유지의 원칙에 타당한 이유가 없음을 살펴보았다. 법정준비금제도는 자본금 유지의 원칙을 보완하는 역할을 한다. 자본금 유지의 의무 자체에 의문이 제기되는 마당에 그것의 보완적 역할에 불과한 법정준비금제도를 강요할 이유는 더욱 없어 보인다.

한편 주주 자신의 보호를 법정준비금제도의 또 다른 이유로 드는 학자들도 있다. 조진원은 다음과 같이 쓰고 있다.²⁵⁾

“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.”

이같은 주장은 인간이 합리적이지 않다는 가정에 기초해 있다. 시장경제원리의 기본적 전제는 자신에게 좋은 일은 당사자가 가장 잘 알고 있다는 것이다. 완벽한 지식을 가졌다는 것이 아니라 다른 누구에 비하더라도 가장 덜 불완전한 지식을 가졌다는 것이다. 물론 타인이 더 많은 정보를 가지고 있을 수 있지만 공시의무나 사기금지 같은 방식으로 문제를 보완할 수 있다. 그러나 그런 규제가 정당화되려면 정보의 전달체계에 치명적 결함이 있음이 증명되어야 한다.

기업의 배당금이 얼마인지는 공지의 사실이다. 따라서 올해 다 배당해 버리고 나면 나중에 배당받을 게 없다거나 또는 주가가 낮아질 수 있다는 사실은 배당 결정의 주체인 주주 스스로가 이미 잘 알고 있다. 즉 배당과 미래주가의 관계에 대해서는 정보의 비대칭성이 존재하지 않는다. 주주 스스로의 이익을 위해 배당을 규제해야 한다는 주장은 타당성을 인정하기 힘들다.

3. 배당에 대한 결정권 문제

현행 상법은 배당에 대한 결정권을 주주총회에 주고 있다. 만약 지배주주가 지나치게 작은 배당을 주려는 인센티브를 가지고 있다면, 배당결정권을 주주총회의 권한으로 함으로써 그런 성향을 제어할 수 있을 것이다. 따라서 다른 부작용이 없다면 배당결정권을 이사회가 아니라 주주총회에 주는 것이 주주의 이익에 더 도움이 될 수 있다. 문제는 세상에 공짜는 없다는 것이다. 현 제도의 가장 큰 비용은 상당 기간 동안 배당액이 불확실한 상태로 남아 있게 된다는 것이다. 이사회에서 배당액을 결의한 후 주주총회 기간까지 상당 기간이 공백으로 남기 때문이다.

여기서 配当落제도가 중요한 요소로 떠오른다. 배당금은 회사의 결산기말 현재 주식을 소유하고 있는 주주에게 지급되므로, 그 다음날부터 주식을 취득한 자는 당해 결산기의 배당금

을 받을 권리가 없어지는데 그것을 배당락이라 한다. 때문에 결산일 다음날부터 주가는 전일보다 이사회에서 결의된 주식배당분만큼 낮아지는 것이 보통이다. 그런데 이 액수는 주주총회의 결의를 거쳐야 하기 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 사업연도 종료 전날(예를 들어 12월 30일)인 반면, 실제의 배당액은 다음 해 3월 정기주주총회에서 결정된다. 정확한 배당액수를 모르는 상황에서 배당락이 이루어지고, 주가도 그런 불확실한 정보를 기초로 해서 형성된다. 다른 모든 상황이 같다면 불확실성은 작을수록 좋다. 불확실성은 투자자에게도 기업에게도 낭비를 초래한다.

둘째는 이익인식시점부터 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 있었을텐데, 그 기간 동안 회사 사정의 변화로 인해 배당금을 못받게 될 위험을 부담하게 된다. 배당에 대한 결정권을 이사회에 부여한다면 이런 위험은 배제할 수 있다.

세 번째의 비용은 주식시장의 정보전달기능이 떨어진다는 것이다. 이런 효과가 발생하는 것은 증권시장의 가격제한폭제도를 통해서이다. 우리나라의 증권거래소에서 각 주식가격이 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.²⁶⁾ 우리나라의 배당제도는 이 기준가격에 영향을 줌으로써 결과적으로 상하한가의 책정에 영향을 주게 된다.

만약 배당락일 이전에 개최되는 이사회에서 배당금에 대한 최종결정이 내려진다면 배당락 다음날의 기준주가는 당연히 그 금액만큼 낮아질 것이고, 그것에 기초해서 상하한가도 결정될 것이다. 불행히도 우리나라에서는 배당락일이 되어도 배당금의 크기가 확정되지 않는다. 이 문제에 대해 증권거래소는 일종의 편법으로 대처해 왔다. 1998년 7월 이전까지는 전년도의 배당액수를 기준으로 해서 배당락 다음날의 기준주가를 산정했다. 그런데 금년의 배당이 작년과 같으리라는 보장이 없다. 그러다 보니 배당락이 있음에도 불구하고 주가가 실제의 주당배당금만큼 하락하지 않는 문제가 초래되었다.²⁷⁾ 이에 대한 대책으로 1997년 8월 「배당락 기준가격 산정제도 개선안」을 통해 현금배당의 경우 전년도 배당액에 근거하여 배당락 기준가격을 책정하는 방식을 폐지하는 대신²⁸⁾ 배당락 다음날의 기준가격을 일반주식과 마찬가지로 그 전날 종가를 기준으로 하게 되었다. 그러나 여전히 문제는 남아 있다. 그 전날의 종가는 배당락이 이루어진 상태에서 형성되어 있다. 따라서 만약 전날 종가의 15% 이상의 배당이 있는 주식이라면 배당락 다음날 하한가에 걸려서 더 이상 주가가 내려갈 수 없게 된 것이다. 이로 인해 주식시장의 정보반영기능이 떨어질 것임에 대해 긴 설명이 필요 없을 것이다.

배당금 결정권한을 주주총회에서 이사회로 넘기면 이 문제는 간단히 해결될 수 있다. 물론 앞서 설명했듯이 배당금의 규모를 둘러싸고 지배주주의 지배를 받는 이사회와 주주 전체의 의사간에 갈등이 있을 수 있다. 그러나 현실적으로 이사회는 주주총회에서 뒤집히는

경우가 거의 없는 것이 업계의 현실이다. 대규모 상장기업의 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 왔다. 그러나 1997년 말 외환위기 이후 부채비용이 낮아졌고, 또 계열기업간 상호지급보증이 금지됨에 따라 차입에 의한 자금조달의 중요성은 줄어들고, 상대적으로 주식발행의 중요성이 커지고 있다. 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.

배당금 결정권의 소재를 상법이 아니라 주주총회의 결정에 맡기는 방안을 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. 액면배당과 시가배당

우리나라의 학계에서는 배당률을 공시할 때 주당 배당액을 액면가로 나눈 비율(액면배당)을 쓰는 것이 좋은지, 아니면 시가로 나눈 비율(시가배당)을 쓰는 것이 좋은지에 대한 논의가 있어 왔다. 현실적으로 앞의 숫자가 쓰이고 있지만, 뒤의 숫자를 쓰는 것이 좋다는 것에 대부분의 논문들이 합의를 보고 있다.²⁹⁾

이 주장의 궁극적 귀결점은 시가배당이 높은 배당으로 이어질 것이라는 예측이다. 그러나 이것은 배당의 기초금액을 무엇으로 하든 배당률이 일정할 것이라는 비현실적 가정에 기초해 있다. 만약 그 가정이 옳다면 배당금 결정의 기준이 액면에서 시가로 바뀔 때 따라 배당금액도 액면에 대한 시가의 비율만큼 커질 것이다. 하지만 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 것인가 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.³⁰⁾ 그리고 이때의 배당성향은 액면가를 기준으로 한 것이었다. 따라서 같은 비율하에서라면 어떤 가격을 기준으로 할 것인지에 따라 기업의 실제 배당액이 달라질 수도 있었다. 그러나 이제 이런 식의 규제는 모두 폐지되었다. 따라서 액면배당을 할 것인가, 아니면 시가배당을 할 것인가는 무의미한 논쟁이라고 볼 수 있다.³¹⁾ 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. 자기주식 배당 문제

회사가 소유한 자기주식에 대해 배당을 인정할 것인가에 대한 논쟁이다. 서정갑 등³²⁾은 자기주식에 대해서도 이익배당이 가능하다고 하고 최기원은 이익배당을 인정해서는 안된다고 주장한다. 그러나 시가배당 논쟁과 마찬가지로 이것도 의미 없는 논쟁이다.

회사가 자기주식에 대해서 배당을 할 경우 그 배당액은 회사 내부에 남게 되고, 결국 배당금 총액을 줄이는 것과 같은 효과를 갖게 된다. 이제 법이 자기주식에 대해서도 배당을 해

야 한다는 원칙을 세웠다고 해 보자. 이런 제도하에서 어떤 회사가 주주들에게 일정금액을 배당하겠다고 결정하게 되면, 자기주식에 배당을 안하는 제도하에서의 배당액보다 자기주식에 대한 배당액만큼을 더 배당하려고 할 것이다. 다시 말해서 배당액의 결정권이 회사에 주어져 있는 한 자기주식에 배당을 하든 안하든 회사는 자기주식 이외의 주식을 가진 외부주주들에게 원하는 만큼의 액수를 배당하게 될 것이다. 자기주식에 대한 배당여부에 대한 논쟁은 형식논리일 뿐 실질적인 내용을 가지고 있는 것 같지 않다.

6. 차등배당 문제

상법은 배당이 주주평등의 원칙하에 이루어져야 한다고 규정하고 있다. 즉 이익배당은 지분율에 비례해서 이루어져야 한다는 것이다. 그런데 우리나라 기업 중에는 소액주주에 대한 배당률을 상대적으로 높이거나 또는 대주주에게는 무배당을 결의하는 경우가 많다.³³⁾ 이같은 관행이 주주평등의 원칙을 침해하는가에 대한 논란이 있어 왔다.

대부분의 학자들은 대주주가 스스로 받지 않겠다고 결의하는 한 주주평등주의를 침해하지 않는다는 의견이고 필자들도 동의한다. 주주평등의 원칙은 직관적 정의의 관념에 부합되기도 하지만, 자원의 효율적 이용이라는 경제학적 기준에도 부합한다.

어떤 회사에 1억원이 있다고 해 보자. 지배주주인 갑은 20%의 주식을 소유하고 있으며 배당을 받아 자신이 직접 투자하면 50%의 수익을 올릴 수 있지만 회사가 투자하면 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. 그러나 이익을 유보해서 회사로 하여금 투자를 하게 하면 내년 회사의 자금은 2억원이 될 것이고 자신이 배당받을 수 있는 돈은 4천만원이다. 따라서 지배주주인 갑은 올해 배당을 받기보다는 회사로 하여금 투자를 하게 할 것이다. 이제 주주평등의 원칙이 지켜지지 않고 당시의 상황에 따라 적당히 자신이 원하는 대로 배당을 할 수 있다고 해 보자. 그리고 올해 1억원 중에서 5천만원을 배당받을 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 쪽을 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. 주주평등의 원칙은 이런 사태를 막아준다.

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

그러면 우리나라의 대주주들이 왜 이런 행위를 하는가에 대해서 의문이 생긴다.³⁴⁾ 많은 사람들이 이것을 대주주들의 절세전략으로 설명하고 있다. 즉 1% 이상 대주주의 경우 배당소득에 대한 과세율이 높기 때문에 배당을 받으려는 인센티브가 그만큼 약하다는 것이다 그러나 이것은 설명력이 약하다. 비록 세율이 높기는 하나 세금으로 100%를 빼앗기지 않는 한 지배주주에게는 여전히 배당을 받을 이유가 있다. 총 주식수가 100만주인 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%, 4,000만원 초과분부터 8,000만원 이하에 대해 30%, 8,000만원 초과분에 대해 40%의 세율을 적용받는다.³⁵⁾ 대주주 A가 부담해야 하는 세금은 3억 8,600만원이며, 세금

을 공제한 실제 수령액은 6억 1,400만원이다. 따라서 대주주는 종합과세를 적용받더라도 배당을 받는 것이 이익이다. 절세는 차등배당에 대한 이유가 되지 못한다.

그럼에도 불구하고 스스로 배당을 받지 않는 이유는 무엇일까? 한 가지 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 자본조달비용이 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 신호수단이 아니었을까? 그러나 이것은 하나의 가설에 불과할 뿐 정교한 실증분석 등을 거쳐서 확인할 필요가 있다. 어떤 이유로 해서 차등배당을 하든간에 의사결정자인 지배주주가 스스로 배당을 포기하는 것은 주주평등의 원칙과 갈등을 빚지 않는다는 것은 분명하다.

7. 일할배당, 전액배당

일할배당은 영업연도 중간에 신주를 발행한 경우에 당해 영업연도에 대한 이익배당시 신주에 대해 신주발행일로부터 영업연도 말일까지의 일수에 의해 배당을 하는 것을 말한다. 업계의 관행은 상장법인의 경우 무상신주에 대해서는 전액배당을 하되, 유상신주에 대해서는 일할배당을 하는 것이다. 학계에서는 이 일할배당이 위법인가에 대한 논쟁이 있어 왔다.³⁶⁾ 1995년 상법 개정시 상법은 전환주식의 전환으로 인하여 발행되는 신주에 대한 이익배당에 대하여 “정관이 정하는 바에 따라 그 청구를 한 때가 속하는 영업연도의 직전 영업연도 말에 전환된 것으로 할 수 있다”라고 규정하고 있다. 따라서 회사의 선택에 따라 일할배당을 하든 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 영업연도 말일까지 주식을 보유한 일수가 100일이라고 하자. 그리고 이 회사의 주당 배당금은 365원이라고 하자. 일할배당을 하게 되면 갑은 $100/365 \times 365$ (배당금) $\times 1,000$ 을 지급받게 된다. 결국 갑이 배당받을 수 있는 금액은 총 100,000원인 셈이다. 그러나 전액배당을 받게 될 경우 갑은 365,000원을 배당받게 된다. 따라서 B 회사는 일할배당을 할 경우 100,000원을 외부로 유출하고 265,000원은 사내에 유보할 수 있게 된다. 논쟁의 요체는 주주평등의 원칙이다. 일할배당이 적법하다고 주장하는 학자들³⁷⁾은 갑은 신주를 배정받기 전까지 회사에 기여한 바가 없으며, 주주로서 부담해야 하는 위험을 부담한 바 없기 때문에 갑에게는 회사에 기여한 기간에 비례하여 차액배당을 하는 것이 바람직하다는 것이다.

위법설을 주장하는 학자들³⁸⁾은 영업연도의 이익손실과 주주의 출자간에는 대가관계가 없을 뿐만 아니라 회사청산시 잔여재산의 분배에 있어서도 신·구주의 구별을 하지 않고 있음을 지적한다. 그러므로 이익배당에서도 구별하지 않는 것이 타당하다고 그들은 주장한다.

임의설을 주장하는 학자들³⁹⁾은 투자자본의 운용기간에 비례하여 일할배당하는 것이 실질적 평등에 부합하지만, 회사가 균등배당을 하더라도 형식적 평등을 실현하는 것이므로 주주평등의 원칙을 위반하는 것은 아니라고 주장한다.

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 한 가지 분명한 사실은 어떤 방법을 택하

든 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 각각의 주주들이 수령하는 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 한계생산성만큼)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 해 보자. 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 전액배당 중 어느 것이 옳은 것인지를 따져야 할 이유가 없다.

8. 주식배당

(1) 주식배당의 본질에 대한 논쟁

주식배당을 이익배당으로 볼 것인가, 주식분할로 볼 것인가에 대한 논쟁이 있다.⁴⁰⁾ 이익배당설은 주식배당을 이익배당으로 보는 견해이다. 주식배당은 현금배당과 같이 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, 배당받은 각 주주는 종래보다 배당으로 수령한 주식수만큼 그 지위가 증대되는 것이므로 이익배당의 일종이라는 것이다.

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

법학자들이 이 문제를 따지는 것은 어떤 관점을 택하는가에 따라 자기주식에 대한 배당, 일할배당, 중간배당, 단주처리, 과세 등에 대한 처리가 달라진다고 생각하기 때문이다.⁴¹⁾ 먼저 자기주식에 대한 배당의 경우 이익배당설을 취하면 회사의 자기주식에 대해서도 주식배당이 가능하지만, 이를 부인할 경우 자기주식에 대해 주식배당을 할 수 없게 된다. 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. 이익배당설에서는 이를 인정하지만 주식분할설에서는 보통주에는 보통주로 우선주에는 우선주로 발행하여야 한다. 넷째, 배당권자에게 배당된 주식을 약식질권자(略式質權者)에게 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.

주식배당은 이익배당과 다르다. 이익배당의 본질은 회사의 재산을 회사 밖으로 유출하는 것이다. 반면, 주식배당은 회사의 주식수가 증가할 뿐 회사로부터 현금이 빠져나가지 않는다. 회사의 이익잉여금이나 자본잉여금이 법정자본금으로 전입되어 자본계정상 변동이 발생할 뿐이다. 이익배당과 유사한 제도가 있다면 오히려 자사주 취득이다. 자사주 취득 역시 현금이 유출되는 제도이기 때문이다.

주식배당은 이익배당보다는 오히려 주식분할과 유사하다. 회사의 재산이 외부로 유출되지 않으면서 주식의 숫자만 늘어나기 때문이다. 하지만 양자가 정확히 같은 것도 아니다. 보통 주 법정자본금이 20억원, 잉여금이 30억원, 주당 액면가격이 5,000원, 주당 시장가격이 100,000원인 동일한 두 회사가 있다고 하자. A회사는 5억원 상당의 주식배당을 하고 B회사는 5,000원에서 2,500원으로 주식분할을 했다. 두 회사의 자기자본 합계는 50억원이지만, 이론상 기업의 가치는 70억원으로 평가되고 있다. 주식배당을 한 A회사의 법정자본금은 20억원에서 25억원으로 증가하고 잉여금은 30억원에서 25억원으로 감소한다. 양자의 합계인 자기자본은 여전히 50억원이다. B회사의 경우 주식 숫자가 200만주에서 400만주로 2배 증가하지만 법정자본금과 잉여금에는 전혀 변화가 없다. 회계장부상 자본금과 잉여금의 구성이 달라지기는 하지만, 자기자본액수에는 변화가 없는 것이다. 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.

(2) 주식배당 규제의 무용성⁴²⁾

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

배당가능이익 전부를 주식으로 배당한다면 주가가 떨어져 주주의 이익을 침해할 우려가 있으며 주주의 현금배당청구권을 침해할 수 있다는 것⁴³⁾이 규제론의 근거이다. 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.

III. 요약 및 결론

지금까지 배당제도와 관련된 몇 가지의 쟁점들을 경제학적 관점에서 조명해 보았다. 그 결과들을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주주이익의 관점에서 최적 배당금은 회사의 사정에 따라 다를 수 있다. 기업의 자금 조달에서 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 좀더 시간을 두고 내려져야 할 것이다.

둘째, 자본충실의 원칙으로 배당을 규제할 필요가 있는지에 대해 심각한 재고가 필요하다. 자본충실의 원칙을 두는 이유는 채권자의 보호에 있는데, 현실적으로 채권자는 계약을 통해 채무자의 부도위험으로부터 스스로를 보호할 수 있다. 또 실질적으로도 회사의 자본금 규모나 준비금 규모를 보고 대출을 결정하는 채권자는 찾아보기 힘들다. 자본유지의 원칙이나 법정준비금제도의 폐지를 신중히 고