

[10~13] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

기업은 주식과 채권 등 증권을 발행함으로써 경영 활동에 필요한 자금을 조달한다. 증권을 발행하는 기업은 증권의 발행 사실과 취득 절차를 안내하는 방식으로, 투자자들이 증권의 취득을 위한 의사 표시인 청약을 하도록 권유한다. 이때 청약을 권유받는 대상이 50인 이상인 경우를 공모, 50인 미만인 경우를 사모라고 한다. 사모는 취득한 증권을 타인에게 되파는 전매가 1년간 제한된다. 다만 청약을 권유받는 대상이 50인 미만이라도 1년 내 증권 전매가 가능하다면 공모로 간주된다.

기업이 증권 거래소에 증권을 거래 물건으로 등록하면 상장 법인이 된다. 상장 법인은 자본시장법에 따라 ‘중요사항’을 시장에 공개할 공시 의무를 지닌다. 중요사항은 합리적인 투자 판단과 상장 법인의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보이다. 상장 법인이 중요사항을 공시하지 않으면 시장 참여자 간의 정보 불균형이 발생하며, 이는 증권 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 떨어뜨리고 시장의 효율성을 저해하게 된다. 공시 의무는 상장 법인이 금융위원회에 공시 자료를 제출함으로써 이행되며, 자료를 제출하지 않거나 자료에 불완전한 정보를 기재한 상장 법인은 제재 대상이 된다.

공시 의무는 발행 시장과 유통 시장에서 발생한다. 발행 시장에서 상장 법인은 증권을 공모할 때마다 증권 신고서를 통해 중요사항을 공개함으로써 공시 의무를 이행한다. 반면 상장 법인이 사모로 증권을 발행한 경우에는 공시 의무가 면제되기 때문에 증권 신고서를 제출하지 않아도 된다. ㉠ 발행 시장에서의 공시에 포함되어야 하는 중요사항에는 공모하는 증권의 수량 및 가격 등의 공모 관련 사항과 상장 법인의 사업 내용 및 대주주에 관한 사항 등의 발행인 관련 사항이 있다. 상장 법인이 제출한 증권 신고서가 금융위원회의 심사를 통과하여 증권이 발행되면, 상장 법인은 청약을 권유하고 투자자는 해당 증권을 청약할 수 있게 된다.

유통 시장은 공모 절차를 거친 증권이 투자자들 간에 거래되는 곳이다. 여기에서는 증권의 매매가 끊임없이 이루어지며 가격 또한 변한다. 따라서 상장 법인은 투자 판단에 필요한 정보를 빠르고 정확하게 제공할 공시 의무를 지닌다. 상장 법인은 발행인 관련 사항 가운데 변동된 사항을 반영하여 기업의 현황을 일정 기간마다 공시하는 ㉡ 정기 공시를 해야 한다. 그리고 투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미치는 경영 정보가 발생하는 경우에는 이를 신속하게 공시하는 ㉢ 수시 공시를 해야 한다. 한편 공시되지 않은 정보를 특정인에게 투자 설명회 등을 통하여 선별적으로 제공하고자 한다면 그 제공에 앞서 동일한 정보를 공시해야 한다. 정보의 비대칭을 방지하기 위한 이러한 공시를 공정 공시라 한다.

자본시장법에서는 공시되지 않은 정보를 거래에 이용하는 것을 규제한다. 대표적인 규제로는 미공개중요정보 이용행위 금지가 있다. 미공개중요정보 이용행위란 중요사항 중 공개되지 않은 것을 특정 증권 등의 매매에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 것을 ㉣ 이른다. 이 규제의 대상은 상장 법인의 임직원 등 내부자와 내부자로부터 직접 정보를 받은 1차 정보수령자이다. 단, 해당 정보를 인식하더라도 그 정보가 거래에 영향을 미치지 않았다면 이는 미공개중요정보 이용행위라 볼 수 없다. 이와는 별개로 1차 정보수령자로부터 정보를 받아 이를 증권 매매에 이용하거나 타인에게 이용하게 했다면 이는 시장질서 교란행위 금지를 위반한 것으로 처벌받게 된다.

10. 밑글의 내용과 일치하지 않는 것은?

- ① 상장 법인이 증권을 발행하면 투자자에게 해당 증권의 청약을 권유할 수 있다.
- ② 유통 시장에서 투자자들에 의해 거래되는 증권은 가격이 변화한다는 특징을 갖는다.
- ③ 공시 제도는 투자자들의 합리적인 투자 판단을 도와 시장의 효율성을 제고할 수 있다.
- ④ 증권 신고서가 금융위원회의 심사를 통과하지 못한 경우 상장 법인은 투자자에게 청약을 권유할 수 없다.
- ⑤ 청약의 권유 대상이 50인 미만이면 1년간 전매가 제한된 증권을 발행하는 경우 상장 법인은 공시 의무를 갖는다.

11. ㉠~㉣에 대한 설명으로 가장 적절한 것은?

- ① ㉠에서는 상장 법인이 추가로 발행해 공모하는 증권에 대해서는 공시 자료를 제출하지 않아도 된다.
- ② ㉡은 특정인에게 정보를 선별적으로 제공한 즉시 그 정보와 동일한 내용을 포함하여 이루어져야 한다.
- ③ ㉢은 주기적으로 이루어지므로 상장 법인이 불완전한 내용을 제출하더라도 제재 대상이 되지 않는다.
- ④ ㉠과 ㉡에서는 모두 상장 법인이 금융위원회에 공시 자료를 제출해야 한다.
- ⑤ ㉠과 ㉢에는 모두 증권의 최초 발행 가격과 수량 정보가 포함되어야 한다.

12. 밑글을 바탕으로 <보기>를 이해한 내용으로 적절하지 않은 것은? [3점]

< 보 기 >

배터리 제조사 갑은 2022년 7월 증권 거래소에 주식을 상장하면서 대표 이사 겸 대주주 A의 지분이 누락된 증권 신고서를 제출하였다. 갑은 2024년 6월, A가 보유 주식 중 일부를 주기적으로 매도한다는 계획을 공시하였다. 이후 A는 계획대로 주식을 매도하고 있다.

같은 해 10월, A와 갑의 임원 B는 갑의 지난 분기 영업 이익이 시장 예상치를 크게 밑돌았다는 사실을 알게 되었으나 갑은 이 사실을 공시하지 않았다. B는 자산 관리자 C에게 이 사실을 전달하였고, C는 갑의 주가가 하락할 것으로 보고 자신의 고객들이 보유하고 있던 갑의 주식을 매도하였다.

- ① 갑이 증권 신고서에 A의 지분을 기재하지 않은 것은 중요사항을 누락한 것이므로 갑은 공시 의무를 위반하였군.
- ② A가 2024년 10월 이후에 주식을 매도하더라도 그 행위가 6월에 공시한 계획대로 행해진 것이라면 A의 주식 매매는 미공개중요정보 이용행위에 해당하지 않겠군.
- ③ 영업 이익이 시장 예상치를 크게 밑돌았음에도 이를 신속하게 공시하지 않았기 때문에 갑은 수시 공시 의무를 위반한 것이겠군.
- ④ B가 C에게 갑에 관한 중요사항을 전달한 것은 공개되지 않은 상장 법인의 정보를 타인에게 이용하게 한 것이므로 B는 미공개중요정보 이용행위 금지를 위반하였군.
- ⑤ C가 B로부터 받은 정보를 활용해 주식을 매도한 것은 1차 정보수령자로부터 받은 정보를 매매에 이용한 것이므로 C는 시장질서 교란행위로 처벌받게 되겠군.

---

13. ㉔와 문맥상 의미가 가장 가까운 것은?

- ① 올해는 예년에 비해 꽃피는 시기가 이르다.
- ② 친구는 매번 선생님께 나의 잘못을 이른다.
- ③ 평화는 분쟁과 갈등이 없는 상태를 이른다.
- ④ 그가 아이에게 다시는 늦지 말라고 일렀다.
- ⑤ 그가 기자에게 자신이 목격한 것을 일렀다.

[35~39] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

권리와 의무의 주체가 될 수 있는 자격을 권리 능력이라 한다. 사람은 태어나면서 저절로 권리 능력을 갖게 되고 생존하는 내내 보유한다. 그리하여 사람은 재산에 대한 소유권의 주체가 되며, 다른 사람에 대하여 채권을 누리기도 하고 채무를 지기도 한다. 사람들의 결합체인 단체도 일정한 요건을 ㉠ 갖추면 법으로써 부여되는 권리 능력인 법인격을 취득할 수 있다. 단체 중에는 사람들이 일정한 목적을 갖고 결합한 조직체로서 구성원과 구별되어 독자적 실체로서 존재하며, 운영 기구를 두어, 구성원의 가입과 탈퇴에 관계없이 존속하는 단체가 있다. 이를 사단(社團)이라 하며, 사단이 갖춘 이러한 성질을 사단성이라 한다. 사단의 구성원은 사원이라 한다. 사단은 법인(法人)으로登記되어야 법인격이 생기는데, 법인격을 가진 사단을 사단 법인이라 부른다. 반면에 사단성을 갖추고도 법인으로登記하지 않은 사단은 '법인이 아닌 사단'이라 한다. 사람과 법인만이 권리 능력을 가지며, 사람의 권리 능력과 법인격은 엄격히 구별된다. 그리하여 사단 법인이 자기 이름으로 진 빚은 사단이 가진 재산으로 갚아야 하는 것이지 ㉡ 사원 개인에게까지 ㉢ 책임이 미치지 않는다.

회사도 사단의 성격을 갖는 법인이다. 회사의 대표적인 유형이라 할 수 있는 주식회사는 주주들로 구성되어 주주들은 보유한 주식의 비율만큼 회사에 대한 지분을 갖는다. 그런데 2001년에 개정된 상법은 한 사람이 전액을 출자하여 일인 주주로 회사를 설립할 수 있도록 하였다. ㉣ 사단성을 갖추지 못했다고 할 만한 형태의 법인을 인정한 것이다. 또 여러 주주가 있던 회사가 주식의 상속, 매매, 양도 등으로 말미암아 모든 주식이 한 사람의 소유로 되는 경우가 있다. 이런 '일인 주식회사'에서는 일인 주주가 회사의 대표 이사가 되는 사례가 많다. 이처럼 일인 주주가 회사를 대표하는 기관이 되면 경영의 주체가 개인인지 회사인지 모호해진다. 법인인 회사의 운영이 독립된 주체로서의 경영이 아니라 마치 ㉤ 개인 사업자의 영업처럼 보이는 것이다.

구성원인 사람의 인격과 법인으로서의 법인격이 잘 분간되지 않는 듯이 보이는 경우에는 간혹 문제가 일어난다. 상법상 회사는 이사들로 이루어진 이사회만을 업무 집행의 의결 기관으로 둔다. 또한 대표 이사는 이사 중 한 명으로, 이사회에서 선출되는 기관이다. 그리고 이사의 선임과 이사의 보수는 주주 총회에서 결정하도록 되어 있다. 그런데 주주가 한 사람뿐이면 사실상 그의 뜻대로 될 뿐, 이사회나 주주 총회의 기능은 퇴색하기 쉽다. 심한 경우에는 회사에서 발생한 이익이 대표 이사인 주주에게 귀속되고 회사 자체는 ㉥ 허울만 남은 일도 일어난다. 이처럼 회사의 운영이 주주 한 사람의 개인 사업과 다름없이 이루어지고, 회사라는 이름과 형식은 장식에 지나지 않는 경우에는, 회사와 거래 관계에 있는 사람들이 재산상 피해를 입는 문제가 발생하기도 한다. 이때 그 특정한 거래 관계에 관련하여서만 예외적으로 회사의 법인격을 일시적으로 부인하고 회사와 주주를 동일시해야 한다는 ㉦ '법인격 부인론'이 제기된다. 법률은 이에 대하여 명시적으로 규정하고 있지 않지만, 법원은 권리 남용의 조항을 끌어들이어 이를 받아들인다. 회사가

일인 주주에게 완전히 지배되어 회사의 회계, 주주 총회나 이사회 운영이 적법하게 작동하지 못하는데도 회사에만 책임을 묻는 것은 법인 제도가 남용되는 사례라고 보는 것이다.

35. 윗글을 통해 알 수 있는 내용으로 적절하지 않은 것은?

- ① 사단성을 갖춘 단체는 그 단체를 운영하기 위한 기구를 둔다.
- ② 주주가 여러 명인 주식회사의 주주는 사단의 사원에 해당한다.
- ③ 법인격을 얻은 사단은 재산에 대한 소유권의 주체가 될 수 있다.
- ④ 사단 법인의 법인격은 구성원의 가입과 탈퇴에 관계없이 존속한다.
- ⑤ 사람들이 결합한 단체에 권리와 의무를 누릴 수 있는 자격을 주는 제도가 사단이다.

36. 윗글에서 설명한 주식회사에 대한 이해로 가장 적절한 것은?

- ① 대표 이사는 주식회사를 대표하는 기관이다.
- ② 일인 주식회사는 대표 이사가 법인격을 갖는다.
- ③ 주식회사의 이사회에서 이사의 보수를 결정한다.
- ④ 주식회사에서는 주주 총회가 업무 집행의 의결 기관이다.
- ⑤ 여러 주주들이 모여 설립된 주식회사가 일인 주식회사로 바뀔 수 없다.

37. ㉠~㉥의 문맥상 의미에 대한 이해로 적절하지 않은 것은?

- ① ㉠: 법인에 속해 있지만 법인격과는 구별되는 존재
- ② ㉡: 사단이 진 빚을 갚아야 할 의무
- ③ ㉢: 여러 사람이 결합한 조직체로서의 성격
- ④ ㉣: 회사라는 법인격을 가진 독자적인 실체로서 운영되지 않는 경영
- ⑤ ㉤: 회사의 자산이 감소하여 권리 능력을 누릴 수 없게 된 상태

38. ㉦에 관한 설명으로 가장 적절한 것은? [3점]

- ① 회사의 경영이 이사회에 장악되어 있는 경우에만 예외적으로 법인격 부인론을 적용할 수 있다.
- ② 법인격 부인론은 주식회사 제도의 허점을 악용하지 못하도록 법률의 개정을 통해 도입된 제도이다.
- ③ 회사가 채권자에게 손해를 입혔다는 것이 확정되면 법원은 법인격 부인론을 받아들여 그 회사의 법인격을 영구히 박탈한다.
- ④ 법원이 대표 이사 개인의 권리 능력을 부인함으로써 대표 이사가 회사에 대한 책임을 면하지 못하도록 하는 것이 법인격 부인론의 의의이다.
- ⑤ 특정한 거래 관계에 법인격 부인론을 적용하여 회사의 법인격을 부인하려는 목적은 그 거래와 관련하여 회사가 진 책임을 주주에게 부담시키기 위함이다.

39. 문맥상 ㉦과 바꿔 쓰기에 가장 적절한 것은?

- ① 겸비(兼備)하면    ② 구비(具備)하면    ③ 대비(對備)하면
- ④ 예비(豫備)하면    ⑤ 정비(整備)하면

## ◆ 19년 3월 고3 22~26번

[22 ~ 26] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

주식회사는 오늘날 회사 기업의 전형이라고 할 수 있다. 이는 주식회사가 다른 유형의 회사보다 뛰어난 자본 조달력을 가지고 있기 때문인데, 주식회사의 자본 조달은 자본금, 주식, 유한책임이라는 주식회사의 본질적 요소와 관련된다.

주식회사의 자본금은 회사 설립의 기초가 되는 것으로, 주식 발행을 통해 조성된다. 현행 상법에서는 주식회사를 설립할 때 최저 자본금에 대한 제한을 두지 않고 있으며, 자본금을 정관\*의 기재사항으로도 규정하지 않고 있다. 대신 수권주식총수를 정관에 기재하게 하여 자본금의 최대한도를 표시하도록 하고 있다. 수권주식총수란 회사가 발행할 주식총수로, 수권주식총수를 통해 자본금의 최대한도인 수권자본금을 알 수 있다. 주식회사를 설립할 때는 수권주식총수 중 일부의 주식만을 발행해도 되는데, 발행하는 주식은 모두 인수되어야 한다. 여기서 주식을 인수한다는 것은 출자자를 누구로 하는지, 그 출자자가 인수하려는 주식이 몇 주인지를 확정하는 것을 말한다. 회사가 발행하는 주식을 출자자가 인수하고 해당 금액을 납입하면, 그 금액의 총합이 바로 주식회사의 자본금이 된다. 회사가 수권주식총수 가운데 아직 발행하지 않은 주식은 추후 이사회의 결의만으로 발행할 수 있는데, 이는 주식회사가 필요에 따라 자본금을 쉽게 조달할 수 있도록 하기 위한 것이다.

주식은 자본금을 구성하는 단위로, 주식회사는 주식 발행을 통해 다수의 사람들로부터 대량의 자금을 끌어모을 수 있다. 주식은 주식시장에서 자유롭게 양도되는데, 1주의 액면주식은 둘 이상으로 나뉘어 타인에게 양도될 수 없다. 주식회사가 액면가액을 표시한 액면주식을 발행할 때, 액면주식은 그 금액이 균일하여야 하며 1주의 금액은 100원 이상이어야 한다. 주식회사가 발행한 액면주식의 총액은 주식회사 설립 시에 출자자가 주식을 인수하여 납입한 금액의 총합과 같다.

주식의 소유자인 주주는 자기가 보유하고 있는 주식 금액의 비율에 따라 이익배당 등의 권리를 가지면서 회사에 대해 유한 책임을 진다. 유한책임이란 주주가 회사에 대하여 주식의 인수가액을 한도로 하는 유한의 출자 의무를 부담하고 회사 채권자에 대해서는 직접적으로 아무런 책임도 부담하지 않는 것을 말한다. 주주의 유한책임은 정관이나 주주총회의 결의로도 가중시킬 수 없다. 이 때문에 주식회사에서는 회사가 현재 보유하고 있는 재산만이 회사 채권자를 위한 유일한 담보가 된다.

주식회사는 자본금, 주식, 유한책임이라는 본질적 요소로 말미암아 자본 조달력을 가지기도 하지만 경제적 폐해를 초래하는 경우도 있다. 자본금이 큰 회사이지만 실제 회사가 보유하고 있는 재산이 터무니없이 적은 경우에 자본금의 크기로는 회사의 신용도를 제대로 파악할 수 없으며, 대주주가 권한을 남용하여 사익을 추구하고도 그로 인한 회사의 손해와 회사의 거래 상대방의 손해에 대해서는 책임을 부담하지 않는 경우가 발생하기도 한다. 또한 파산이나 부도 등 회사의 위기 상황에서 채권자, 근로자, 소비자 등 회사의 이해 관계자들이 피해를 보게 되는 상황이 벌어지기도 한다.

이와 같은 문제를 방지하기 위해 주식회사에 대한 법 규정에서는 자본금에 관한 몇 가지 원칙을 마련하고 있다. ㉠ 자본 유지의 원칙은 자본금이 실제로 회사에 출자되어야 하고, 회사는 자본금에 해당되는 재산을 실질적으로 유지해야 한다는 것으로, 자본 충실의 원칙이라고도 한다. 만일 여러 회사끼리 돌려 가며 출자를 반복하는 상황이 벌어진다면 실제로 출자된 자본금은 늘어나지 않는데 서류상 가공의 자본금만 늘어나 회

사는 부실화되고 외부의 위협에도 취약해진다. ㉡ 자본 불변의 원칙은 자본금을 임의로 변경하지 못하며 자본금의 변경을 위해서는 법적 절차를 ㉢ 거쳐야 한다는 것이다. 우리나라의 법률에서 자본금의 증가는 이사회의 결의만으로 가능하도록 한 반면에 자본금의 감소는 엄격한 법적 절차를 요구하고 있다. 이 밖에도 주식회사에 관한 법률을 법에서 규정된 내용대로만 이행해야 하는 강행법으로 하고, 회사에 관한 중요 사항 및 정관의 변동 사항을 공고하도록 하는 등 주식회사의 폐해를 최소화하기 위한 조치도 시행하고 있다.

\* 정관: 회사를 운영하기 위한 규칙을 마련하여 기록한 문서.

22. 밑글에서 알 수 있는 내용으로 적절하지 않은 것은?

- ① 액면주식 1주는 둘로 나뉘어 타인에게 양도될 수 없다.
- ② 주주는 주식의 인수가액을 한도로 하는 출자 의무를 가진다.
- ③ 주주는 소유한 주식 금액의 비율에 따라 주식회사의 이익을 배당받는다.
- ④ 주식회사는 수권자본금의 한도 내에서 채권자에게 채무 이행을 할 의무가 있다.
- ⑤ 주식회사의 정관에 변동 사항이 생기면 주식회사로 하여금 이를 공고하도록 하고 있다.

23. <보기>는 갑이 주식회사를 설립하기 위해 작성한 정관의 일부이다. 밑글을 바탕으로 <보기>를 이해한 내용으로 적절하지 않은 것은?

< 보 기 >

### 제2장 주식과 주권

제5조 당 회사가 발행할 주식의 총수는 1만 주로 한다.

제6조 당 회사가 발행하는 주식 1주의 금액은 금 5천 원으로 한다.

제7조 당 회사는 설립 시에 5천 주의 주식을 발행하기로 한다.

- ① 갑이 설립하려는 주식회사의 수권주식총수는 1만 주이며 수권자본금은 5천만 원이다.
- ② 갑이 주식 1주를 발행하는 것으로 정관의 제7조를 수정해도 주식회사의 설립은 가능하다.
- ③ 갑이 정관에 따라 주식회사를 설립하려면 주식 1만 주에 대한 출자자가 확정되어야 한다.
- ④ 갑이 정관에 따라 주식회사를 설립하였다면 이 회사의 주주가 인수하여 납입한 금액의 총합은 2천5백만 원이다.
- ⑤ 갑이 정관에 따라 주식회사를 설립한 이후, 이 회사의 미발행 주식을 발행하기 위해서는 이사회의 결의가 필요하다.

24. 윗글을 바탕으로 <보기>를 이해한 내용으로 적절하지 않은 것은? [3점]

< 보 기 >

A 회사는 설립 시에 액면가액 5천 원의 주식을 1백만 주 발행하였고 홍길동은 이 주식의 80%를 인수하여 납입하였다. 이후 A 회사는 B 회사가 설립 시 발행한 주식 100%를 인수하여 25억 원을 납입하였으며, B 회사는 C 회사가 설립 시 발행한 주식 100%를 인수하여 15억 원을 납입하였다. 이후 C 회사는 A 회사의 주식 10억 원어치를 액면가액으로 사들였다. A, B, C 회사는 회사끼리 돌려 가며 출자를 반복하여 자본금에 관한 원칙을 위배했다.

- ① A 회사가 파산한다면 C 회사의 이해 관계자가 피해를 보게 되는 상황이 벌어질 수 있겠군.
- ② B 회사가 부도가 난다면 A 회사의 자본금이 손실을 입을 수 있겠군.
- ③ A 회사의 주주인 홍길동은 B 회사와 C 회사에 대해서도 영향력을 행사할 수 있겠군.
- ④ C 회사가 설립 시 발행한 주식의 80%를 B 회사가 인수하였더라도 C 회사의 설립 시 자본금은 달라지지 않겠군.
- ⑤ A, B, C 회사에 출자된 실제 자본금은 90억 원으로 서류상으로 드러난 A, B, C 회사의 자본금의 총합과 동일하겠군.

25. ㉠, ㉡을 이해한 내용으로 가장 적절한 것은?

- ① ㉠의 목적은 주주의 권한을 확대하는 데에 있다.
- ② ㉡을 통해 소액을 가지고 주식회사를 설립하는 것을 제한할 수 있다.
- ③ ㉡은 자본금 감소를 엄격하게 하여 채권자를 보호하는 기능이 있다.
- ④ ㉠, ㉡은 모두 채권자가 주식회사의 자금 운용 내역을 알 수 있게 한다.
- ⑤ ㉠, ㉡은 모두 주식회사의 정관 작성에 관한 원칙으로서 개인 간의 자유로운 주식 양도로 인한 폐해를 방지한다.

26. ㉠와 문맥적 의미가 가장 유사한 것은?

- ① 우리는 일본을 거쳐 미국으로 갔다.
- ② 돌맹이가 발길에 자꾸 거쳐 다니기가 불편하다.
- ③ 그는 매일 아침 학교 앞 사거리를 거쳐서 회사로 간다.
- ④ 그 일들은 우리가 합의한 과정을 거쳐서 진행된 것이다.
- ⑤ 가장 어려운 문제를 해결하여 마음에 거칠 것이 없어졌다.

- 출전: 박승룡 저. 《주식회사법》

- 정답: 22.④ 23.③ 24.⑤ 25.③ 26.④

[24~28] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

가격의 변화가 인간의 주관성에 좌우되지 않고 객관적인 근거를 갖는다는 가설이 정통 경제 이론의 핵심이다. 이러한 정통 경제 이론의 입장에서 증권시장을 설명하는 기본 모델은 주가가 기업의 내재적 가치를 반영한다는 가설로부터 출발한다. 기본 모델에서는 기업이 존재하는 동안 이익을 창출할 수 있는 역량, 즉 기업의 내재적 가치를 자본의 가격으로 본다. 기업가는 이 내재적 가치를 보고 투자를 결정한다. 그런데 투자를 통해 거두어들일 수 있는 총 이익, 즉 기본 가치를 측정하는 일은 매우 어렵다. 따라서 이익의 크기를 예측할 때 신뢰할 만한 계산과 정확한 판단이 중요하다.

증권시장은 바로 이 기본 가치에 대한 믿을 만한 예측을 제시할 수 있기 때문에 사회적 유용성을 갖는다. 증권시장은 주가를 통해 경제계에 필요한 정보를 제공하며 자본의 효율적인 배분을 가능하게 한다. 즉, 투자를 유익한 방향으로 유도해 자본이라는 소중한 자원을 낭비하지 않도록 하기 때문에 경제 전체의 효율성까지 높여 준다. 이런 측면에서 볼 때 증권시장은 실물경제의 충실한 반영일 뿐 어떤 자율성도 갖지 않는다.

이러한 기본 모델의 관점은 대단히 논리적이지만 증권시장을 효율적으로 운영하는 방법에 대한 적절한 분석까지 제공하지는 못한다. 실제로 증권시장에서는 주식의 가격과 그 기업의 기본 가치가 현격하게 차이가 나는 '투기적 거품 현상'이 발생하는 것을 볼 수 있는데, 이러한 현상은 기본 모델로는 설명할 수 없다. 실제로 증권시장에 종사하는 관계자들은 기본 모델이 이러한 가격 변화를 설명해 주지 못하기 때문에 무엇보다 증권시장 자체에 관심을 기울이고 증권시장을 절대적인 기준으로 삼는다는 것이다.

여기에서 우리는 자기참조 모델을 생각해 볼 수 있다. 자기참조 모델의 중심 내용은, 사람들이 기업의 미래 가치를 읽을 목적으로 실물 경제보다 증권시장에 주목하며 증권시장의 여론 변화를 예측하는 데 초점을 맞춘다는 것이다. 기본 모델에서 가격은 증권시장 밖의 객관적인 기준, 즉 기본 가치를 근거로 하여 결정되는 반면에 자기참조 모델에서 ㉠가격은 증권시장에 참여한 사람들의 여론에 의해 결정된다. 따라서 투자자들은 증권시장 밖의 객관적인 기준을 분석하기보다는 다른 사람들의 생각을 꿰뚫어 보려고 안간힘을 다할 뿐이다. 기본 가치를 분석했을 때는 주가가 상승할 객관적인 근거가 없어도 투자자들은 증권시장의 여론에 따라 주식을 사는 것이 합리적이라고 생각한다. 이러한 이상한 합리성을 '모방'이라고 한다. 이런 모방 때문에 주가가 변덕스런 등락을 보이게 쉽다.

그런데 하나의 의견이 투자자 전체의 관심을 꾸준히 끌 수 있는 기준적 해석으로 부각되면 이 '모방'도 안정을 유지할 수 있다. 모방을 통해서 합리적이라 인정되는 다수의 비전, 즉 '목제'가 제시되어, 객관적 기준의 결여라는 단점을 극복한다. 따라서 사람들은 목제를 통해 미래를 예측하며, 증권시장은 이러한 목제를 조성하고 유지해 가면서, 단순히 실물 경제를 반영하는 것이 아니라 경제를 자율적으로 평가할 수 있는 힘을 가질 수 있다.

24. 위 글의 논지 전개상 특징으로 가장 적절한 것은?

- ① 기업과 증권시장의 관계를 분석하고 있다.
- ② 증권시장의 개념을 단계적으로 규명하고 있다.
- ③ 사례 분석을 통해 정통 경제 이론의 한계를 지적하고 있다.
- ④ 주가 변화의 원리를 중심으로 상이한 관점을 대비하고 있다.
- ⑤ 증권시장의 기능을 설명한 후 구체적 사례에 적용하고 있다.

25. 위 글의 내용과 일치하지 않는 것은?

- ① 증권시장은 객관적인 기준이 인간의 주관성보다 합리적임을 입증한다.
- ② 정통 경제 이론에서는 가격의 변화가 객관적인 근거를 갖는다고 본다.
- ③ 기본 모델의 관점은 주가가 자본의 효율적인 배분을 가능하게 한다고 본다.
- ④ 증권시장의 여론을 모방하려는 경향으로 인해 주가가 변덕스런 등락을 보이기도 한다.
- ⑤ 기본 모델은 주가를 예측하기 위해 기업의 내재적 가치에 주목하지만 자기참조 모델은 증권시장의 여론에 주목한다.

26. 위 글을 읽고 <보기>를 해석한 내용으로 적절하지 않은 것은?

< 보 기 >

1999년 말 A라는 건설한 완구 업체의 총 매출은 적자에 허덕이던 B라는 온라인 판매 경쟁 업체의 400배가 넘었지만, 증권시장에서의 자본 평가는 B사의 1/4에 불과했다. 이처럼 기묘한 상황을 설명하기 위해 증권시장은, "앞으로 전자 상거래가 폭발적으로 성장할 것이며, 인터넷 관련 기업이 경쟁에서 승리할 것이라는 가정에 따라 사람들이 주식을 거래했다."라는 분석을 내놓았다.

- ① A가 B보다 기본 가치가 큰 업체라고 볼 수 있다.
- ② 증권시장이 '자율성'을 갖는 것처럼 보이는 예이다.
- ③ '증권시장이 내놓은 분석'은 기본 모델의 입장을 대변하고 있다.
- ④ 증권시장 참여자들은 기본 가치보다는 증권시장의 여론을 따랐을 것이다.
- ⑤ '이처럼 기묘한 상황'은 주가가 기업의 내재적 가치를 충실히 반영하지 못한 것을 보여 준다.

27. ㉠을 <보기>와 같이 표현해 보았다. 빈칸에 들어갈 어휘로 가장 적절한 것은? [1점]

< 보 기 >

가격은 여론의 ( )에 달려 있다.

- ① 반향(反響)      ② 비준(批准)      ③ 상충(相衝)
- ④ 진퇴(進退)      ⑤ 향배(向背)

28. 위 글을 바탕으로 할 때, <보기>의 빈칸에 들어갈 내용으로 가장 적절한 것은?

< 보 기 >

자기참조 모델에 따르면 증권시장은 ( )

- ① 합리성과 효율성이라는 경제의 원리가 구현되는 공간이다.
- ② 기본 가치에 대해 객관적인 평가를 제공하는 금융시장이다.
- ③ 객관적인 미래 예측 정보를 적극적으로 활용하는 금융시장이다.
- ④ 기업의 주가와 기업의 내재적 가치를 일치시켜 나가는 공간이다.
- ⑤ 투자자들이 목제를 통해 자본의 가격을 산출해 내는 제도적 장치이다.

## ◆ 06 MDEET 언어추론 20~22번

[20~22] 다음을 읽고 물음에 답하십시오.

1997년 외환 금융 위기 이후, 자본 시장 개방으로 대규모 외국 자본이 유입되면서 주주의 이익을 극대화하는 경영에 부합하는 가치관과 제도들이 확산되었다. 주주 대표 소송 등 소액 주주의 권한 행사 요건과 절차가 개선되었으며, 사외 이사가 확대되고 사외 이사 중심의 독립적인 감사 위원회가 설치됨으로써 내부 감시 기능도 강화되었다. 소유 구조 및 회계의 투명성도 높아졌다. 이 '주주 가치 경영'은 시장 질서의 확산과 함께 우리나라 기업들의 기업 지배 구조를 개선하고, 기업 경영을 감시하여 기업 가치를 높이는 긍정적인 효과를 낳은 것으로 평가된다.

하지만 우리나라의 경제 시스템을 고려하면 주주 가치 경영의 전반적 확산에 대해 낙관적인 전망만을 가질 수는 없다. 특히 지배 주주인 '총수'가 계열사 간 순환 출자와 복잡한 소유 구조를 통하여 자신의 출자분을 초과하는 과도한 지배력을 행사하면서 경영권을 장악하고 있는 재벌 기업의 경우, 단순히 ㉠ 경영자의 자기 이익 추구 행위를 막는 장치만으로는 일반 주주들의 이익을 보호하기 어렵다. 예를 들면 총수는 자신이 경영권을 지배하고 있는 계열사들 사이의 내부 거래를 통해 자신에게 이익이 되고 일반 주주에게는 손실을 끼치는 행위를 할 수 있는 것이다. 기관 투자자들이 주주로서 경영을 감시할 수 있는 제도적 환경도 정비되지 않았다. 금융 계열사들도 총수의 영향력 아래 있다. 또한 재벌 기업들을 대상으로 한 적대적 인수 합병 시장도 발전하지 못했다. 그러므로 주주 가치 경영은 총수 지배력을 강화하는 결과만을 초래할 우려가 크며, 실제로 일부 재벌 총수들의 소유권과 의결권의 차이는 더욱 확대되고 있다. 게다가 기업 지배 구조 개선에 기여할 것으로 기대되던 외국 자본의 역할도 미미하였다. 기업 경쟁력 강화를 내세운 총수 중심의 경영 전략이 단기 수익을 추구하는 외국 자본의 이해와 일치했기 때문이다.

이런 점에서 주주 가치 경영 자체를 부정적으로 평가하는 비판론자들도 있다. 이들에 따르면, 주주들이 경영자의 이익 추구 행위를 규율하는 것은 원천적으로 불가능하며 재벌 기업의 경우에는 더욱 그러하다. 또한 주주 이익 극대화는 곧 기업 활동에 관련된 주주 이외의 다른 행위자들의 손실로 이어진다. 그 결과 사회·경제적 양극화도 심화될 수 있다고 주장한다. 그러므로 주주뿐만 아니라, 노동자, 채권자, 소비자 등 여러 이해 관계자들의 참여를 통해 기업 경영을 감시하는 것이 바람직하다고 이들은 제안한다. 주식 소유권에 기초한 기업 소유는 다른 재산의 소유와 다르며, 주주뿐만 아니라 기업 특수 투자자의 담당자인 노동자들의 기여도 무시할 수 없다는 것이다. 그러나 이 주장은 자본주의의 근간인 사유 재산권을 침해하는 것이라는 원론적인 반론을 피하기 힘들다. 아울러, 주주 이외의 이해 관계자가 기업 경영에 관해 자신의 권리를 주장할 수 있는 통로와 방법이 없다는 현실적인 한계도 극복하기 어렵다.

한편 기업들에 대해 과도하게 높은 배당을 요구하고 경영권을 위협하여 막대한 시세 차익을 챙기는 투기적 외국 자본의 행동 때문에, ㉡ 외국 자본의 지분 소유를 제한하여 국내 기업의 경영권을 보호하고 국부(國富) 유출을 막자는 주장도 제기되었다. 이 주장에 따르면, 주주 가치 경영 확산과 함께, 외국 자본의 투자 비중이 높은 기업들이 경영권을 방어하기 위해 현금 보유를 늘리고, 자사주를 매입하는 등 설비 투자를 기피함으로써 기업 경쟁력과 성장 잠재력이 약화되었다고 한다. 게다가 계열사 간 출자 총액 제한이나 금융 계열사의 의결권 제한으로 국내 기업이 적대적 인수·합병의 위협에 노출되었다고 한다.

그러나 계열사 간 출자는 일반 주주의 의결권을 간접화하여 총

수의 지배력 행사를 쉽게 하는方便이었을 뿐 아니라 지배 주주의 경영권 승계 수단으로 이용되어 왔다. 또 소속 계열사에 대한 금융 계열사의 의결권 행사도 '남의 돈'으로 총수의 경영권을 방어하는 수단으로 활용될 수 있다. 외국인 투자자의 과도한 배당 요구, 경영권 방어를 위한 기업의 자사주 매입 때문에 투자를 할 수 없다는 주장도 설득력이 없다. 재무 구조가 개선되어 신규 자금 조달이 가능해져서 기업들은 마음만 먹으면 언제든지 투자할 수 있기 때문이다. 지배 대주주의 경영권을 보호하기 위한 차등 의결권도 '1주1표주의'의 근대법적 소유권 제도에 배치될 뿐만 아니라 일반 주주의 재산권을 침해할 가능성이 높다. 또 주주들의 권리를 제한하는 우선주나 이사 시차 임기제 같은 경영권 보호 장치도 이미 시행되고 있다. 그러므로 현재의 경제 시스템에서 경영권 방어는 핵심적인 문제라고 할 수 없다.

20. 주주 가치 경영에 관해 우리나라 현실을 낙관적으로 보지 않는 이유 중, 글쓴이가 가장 중시하고 있는 것은?

- ① 소유와 경영의 분리를 특징으로 하는 주식회사 제도 안에서 주주 가치 경영은 한계를 가질 수밖에 없기 때문이다.
- ② 자본 시장이 개방되고 외국 자본이 대규모로 유입되었음에도 불구하고 경영권 이전이 활발하게 일어나지 못하고 있기 때문이다.
- ③ 경영 감시 제도를 도입해도 지배 주주가 기업의 경영권을 실질적으로 장악하고 있는 견고한 지배 구조를 변화시킬 수 없기 때문이다.
- ④ 외국 자본의 경영권 위협에 대하여 국내 기관 투자자들을 잠재적 우호 세력으로 활용할 수 있는 제도적 환경이 잘 정비되지 않았기 때문이다.
- ⑤ 주주 가치 경영은 기업으로 하여금 단기 수익만을 추구하게 만들 뿐 아니라 설비 투자를 감소시키고, 기업 경쟁력을 약화시켜 경기 침체를 유발할 수 있기 때문이다.

21. <보기>에서 ㉠에 해당하는 것은?

<보 기>

- ㄱ. 차등 의결권 제도의 도입
- ㄴ. 계열 기업 간 내부 거래의 공시
- ㄷ. 주주 대표 소송 제도 요건 완화
- ㄹ. 기관 투자자의 의결권 행사 규제

- ① ㄱ, ㄴ    ② ㄱ, ㄹ    ③ ㄴ, ㄷ    ④ ㄴ, ㄹ    ⑤ ㄷ, ㄹ

22. ㉡의 근거 가운데 글쓴이가 동의할 수 있는 것은?

- ① 주주 이익만을 중시하는 제도는 기업의 단기 수익 추구 전략을 수반한다.
- ② 과도한 배당 요구로 인해 기업들의 신규 투자 능력이 소진되고 있다.
- ③ 기존 경영권 보호 장치는 대기업의 경영권 방어에 효과적이지 않다.
- ④ 출자 총액 제한 제도로 인하여 국내 기업의 경쟁력이 약화되고 있다.
- ⑤ 금융 계열사의 의결권 제한 정책 때문에 경영권이 위협받고 있다.

## ◆ 22 LEET 언어이해 19~21번

[19~21] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

오늘날 교과서적 견해에서 ‘소유와 지배의 분리’라는 개념은 전문 경영인 체제의 확립을 가리키지만 그로 인한 주주와 경영자 사이의 이해 상충을 내포한다. 다시 말해 주식 소유의 분산으로 인해 창업자 가족이나 대주주의 영향력이 약해져 경영자들이 회사 이익에 대한 유일한 청구권자인 주주의 이익보다 자신들의 이익을 앞세우는 문제의 심각성을 강조하는 개념이다. 그러나 ㉠ 별리가 이 개념을 처음 만들었을 때 그 의미는 달랐다. 그는 ‘회사체제’라는 현대 사회의 재산권적 특징을 포착하고자 이 개념을 고안했다. 그에게 있어서 ‘소유’, ‘지배’, ‘경영’은 각각 (1) 사업체에 대한 이익을 갖는 기능, (2) 사업체에 대한 권력을 갖는 기능, (3) 사업체에 대한 행위를 하는 기능을 지칭하는 개념이지 각 기능의 담당 주체를 지칭하는 것이 아니다.

별리에 따르면 산업혁명 이전에는 이 세 기능이 통합된 경우가 일반적이었는데 19세기에 많은 사업체들에서 소유자가 (1)과 (2)를 수행하고 고용된 경영자들이 (3)을 수행하는 방식으로 분리가 일어났다. 20세기 회사체제에서는 많은 사업체들에서 (2)가 (1)에서 분리되었다. 이제 (1)은 사업체의 소유권을 나타내는 증표인 주식을 소유하는 것, 즉 비활동적 재산의 점유가 되었고, (2)는 물적 자산과 사람들로 조직된 살아 움직이는 사업체를 어떻게 사용할 지를 결정하는 것, 즉 활동적 재산의 점유가 되었다. 주식 소유가 다수에게 분산된 회사에서 (2)는 창업자나 그 후손, 대주주, 경영자, 혹은 모회사나 지주회사의 지배자 등 이사를 선출할 힘을 가진 다양한 주체에 의해 수행될 수 있다. 사기업에서는 통합되어 있던 위험 부담 기능과 회사 지배 기능이 분리되어 주주와 지배자에게 각각 배치됨으로써 회사라는 생산 도구는 전통적인 사유재산으로서의 의미를 잃게 되었다. 이런 의미에서 별리는 소유와 지배가 분리된 현대 회사를 준공공회사라고 불렀다.

소유와 지배가 분리된 회사는 누구를 위해 운영되어야 하는가? 별리는 이 질문에 대해 가능한 세 가지 답을 검토한다. 첫째, 재산권을 불가침의 권리로 간주하는 전통적인 법학의 논리에 입각한다면 회사가 오로지 주주의 이익을 위해서만 운영되어야 한다는 견해가 도출될 수밖에 없다. 그러나 자신의 재산에 대한 지배를 수행하는 소유자가 그 재산으로부터 나오는 이익을 전적으로 수취하는 것이 보호되어야 한다고 해서, 자신의 재산에 대한 지배를 포기한 소유자도 마찬가지로 이익의 유일한 청구권자가 되어야 한다는 결론을 도출하는 것은 잘못이다.

둘째, 전통적인 경제학의 논리에 입각하면 회사는 지배자를 위해 운영되어야 한다는 견해가 도출될 수밖에 없다. 왜냐하면 경제학은 전통적인 법학과 달리 재산권의 보호 자체를 목적으로 보는 것이 아니라 재산권의 보호를 사회적으로 바람직한 목적을 위한 수단으로 보기 때문이다. 재산권을 보호하는 이유가 재산의 보장 자체가 아니라 부를 얻으려는 노력을 유발하는 사회적 기능 때문이라면, 회사가 유용하게 사용되도록 하기 위해서는 회사를 어떻게 사용할지를 결정하는 지배자의 이익을 위해 회사가 운영되어야 한다. 그러나 위험을 부담하지 않는 지배자를 위해 회사가 운영되는 것은 최악의 결과를 낳는다.

셋째, 이처럼 법학과 경제학의 전통적인 논리를 소유와 지배가 분리된 회사체제에 그대로 적용했을 때 서로 다른 그릇된 결론들이 도출된다는 것은 두 학문의 전통적인 논리들이 전제하고 있는

19세기의 자유방임 질서가 회사체제에 더 이상 타당하지 않음을 보여준다. 자유방임 질서가 기초하고 있던 사회가 회사체제 사회로 변화된 상황에서는, 회사가 ‘지배자를 위해 운영되어야 한다’는 견해는 최악의 대안이고 ‘주주를 위해 운영되어야 한다’는 견해는 차악의 현실적인 대안일 뿐이다. 결국 회사체제에서 회사는 공동체의 이익을 위해 운영되어야 한다는 것이 별리의 결론이다.

하지만 이를 뒷받침할 법적 근거가 마련되지 않거나, 이를 실현할 합리적인 계획들을 공동체가 받아들일 준비가 안 된 상황에서는, 회사법 영역에서 경영자의 신인의무의 대상, 즉 회사를 자신에게 믿고 맡긴 사람의 이익을 자신의 이익보다 우선해야 하는 의무의 대상을 주주가 아닌 다른 이해 관계자들로 확장해서는 안 된다고 별리는 주장했다. 이 때문에 그는 회사가 주주를 위해 운영되어야 한다는 견해를 지지했던 것으로 흔히 오해된다. 그러나 회사법에서 주주 이외에 주인을 인정하지 않아야 한다고 그가 주장한 이유는 주인이 여럿이면 경영자들이 누구도 섬기지 않게 되고 회사가 경제적 내전에 빠지게 될 것이며 경제력이 집중된 회사 지배자들의 사회적 권력을 키워주는 결과를 낳을 것이라고 보았기 때문이다. 그는 회사법 영역에서 주주에 대한 신인의무를 경영자뿐 아니라 지배자에게도 부과하여 지배에 의한 회사의 약탈로부터 비활동적 재산권을 보호하는 것이 회사가 공동체의 이익을 위해 운영되도록 하기 위한 출발점이라고 보았다. 그리고 소득세법이나 노동법, 소비자보호법, 환경법 등과 같은 회사법 바깥의 영역에서 공동체에 대한 회사의 의무를 이행하도록 하는 현실적인 시스템을 마련하고 정착시킴으로써 사회의 이익에 비활동적 재산권이 자리를 양보하도록 만들 수 있다고 보았다.

19. 윗글의 내용에 비추어 볼 때 적절하지 않은 것은?

- ① 소유와 지배의 분리에 대한 오늘날 교과서적 견해는 전통적인 법학 논리에 입각한 견해를 받아들이고 있다.
- ② 별리는 회사법에서 회사의 사회적 책임을 강조할 경우 회사 지배자들의 권력을 키워 주는 결과를 낳는다고 보았다.
- ③ 전통적인 경제학의 논리에 따르면 사회적으로 가장 좋은 결과를 낳을 수 있도록 재산권이 인정되는 것이 바람직하다.
- ④ 별리에 따르면 주주가 회사 이익에 대한 유일한 청구권자가 아니기 때문에 경영자의 신인의무 대상을 주주로 한정해서는 안 된다.
- ⑤ 별리와 달리 오늘날 교과서적 견해에 따르면 대주주의 영향력이 강해지는 것이 소유와 지배의 분리에 따른 문제를 해결하는 데 도움이 될 수 있다.

20. [지배]에 대한 ㉠의 생각으로 적절하지 않은 것은?

- ① 준공공회사에서는 공동체의 이익을 위해 수행되는 기능이다.
- ② 전통적인 의미의 사유재산에서는 소유자가 수행하는 기능이다.
- ③ 회사체제의 회사에서 이 기능의 담당자는 위험을 부담하지 않는다.
- ④ 회사체제의 회사에서는 활동적 재산을 점유한 자가 수행하는 기능이다.
- ⑤ '경영'의 담당자에 의해 수행될 수도 있다고 인정하지만 '경영'과 동일시하지 않는다.

21. <보기>의 '뉴딜'에 대해 ㉠이 보일 반응으로 적절하지 않은 것은?

<보 기>

금융개혁에 초점을 맞춘 1차 뉴딜은 경영자들과 지배자들에게 주주에 대한 신인의무를 부과함으로써 주주의 재산권을 엄격하게 보호하는 원칙을 확립했다. 노사관계와 사회보장 등의 분야로 개혁을 확장했던 2차 뉴딜은 노동조합을 통한 노동자들의 제반 권리를 합법화했고 실업수당의 보장 수준과 기간을 강화했으며 사회보장제도를 확립했다. 이러한 1차 뉴딜과 2차 뉴딜의 차이점 때문에 뉴딜은 흔히 체계적인 청사진 없이 임기응변식으로 마련된 일관성 없는 정책들의 연속이었다고 평가받는다.

- ① 1차 뉴딜은 지배에 의해 회사가 약탈되는 것을 막기 위한 회사법 영역의 개혁이라고 볼 수 있다.
- ② 1차 뉴딜은 주주의 이익을 위해 회사가 운영되도록 하는 원칙을 확립한 개혁이라고 볼 수 있다.
- ③ 2차 뉴딜은 주주의 재산권이 사회의 이익에 자리를 양보하도록 만드는 개혁이라고 볼 수 있다.
- ④ 2차 뉴딜은 회사가 공동체의 이익을 위해 운영되도록 하기 위한 회사법 바깥 영역의 개혁이라고 볼 수 있다.
- ⑤ 1차 뉴딜과 2차 뉴딜은 준공공회사로의 변화를 추구한다는 점에서 일관성이 있다고 볼 수 있다.

◆ 10 LEET 언어이해 4~6번

[4~6] 다음 글을 읽고 물음에 답하시오.

오늘날 경제학은 법적 판단을 내리는 데에도 적극 활용되고 있다. 그 한 사례가 주주들의 집단소송에서 경제 이론을 주요한 근거로 하여 판결이 내려졌던 ‘베이식 사 대(對) 레빈슨’ 사건이다. 베이식 사는 컴버스천 사와의 인수합병을 진행하는 과정에서 이를 공개적으로 부인하다가 결국 컴버스천 사에 합병이 되었다. 그 후, 합병 발표 이전에 주식을 처분했던 일부 주주들은 베이식 사의 부인으로 인해 재산상의 큰 손실을 입었다며 집단소송을 제기했다. 원고 측과 피고 측 사이에 뜨거운 논쟁이 오간 끝에 1988년 미국 연방 대법원은 ① 원고 측의 손을 들어 주는 판결을 하였다.

당시 경제학에서는 “사람들은 기업의 진정한 가치를 염두에 두

고 주식 투자를 하며, 해당 기업의 진정한 가치에 관한 모든 정보는 주가에 반영되므로, 기업의 진정한 가치와 주가는 일치한다.”라는 전통적 이론이 힘을 발휘하고 있었다. 이 이론이 현실에서 항상 성립하는지 아니면 오랜 기간에 걸쳐 근사적으로만 성립하는지에 대해서는 논란이 있었지만 기본 취지는 많은 학자들의 동의를 얻었다. 연방 대법원은 주식시장이 모든 이에게 열려 있다면 이 이론을 법적 판단에 적용할 수 있다고 보았다. 이러한 상황에서는 사람들이 주가만 가지고도 투자 결정을 내린다고 볼 수 있으므로, 베이스 사가 합병 과정을 공개하지 않음으로써 투자자들로 하여금 잘못된 결정을 하게 하여 재산상의 손실을 입게 했다고 추정할 만한 충분한 합리적 근거가 있다는 것이 연방 대법원의 판단이었다. 이 판결은 이후 부정 공시 관련 집단소송의 판단 기준으로 자리 잡게 되었다. 이는 결국 기업의 진정한 가치에 관한 중요한 정보의 공시와 관련된 분쟁에서 부정 공시로 인한 피해 여부를 어떻게 입증할 것인가 하는 어려운 문제를 해결할 확실한 논리를 경제학이 제공했다는 것을 의미한다.

하지만 ㉠ 전통적 이론의 정당성을 약화시킬 논의들도 적지 않다. 우선, “주식 투자자들의 진정한 관심은 기업의 가치에 있는 것이 아니라 주식을 얼마에 팔아넘길 수 있는가에 있다.”라는 케인스의 주장은 전통적 이론의 근본 전제를 뒤흔드는 비판으로 해석될 수 있다. 그리고 1980년대 초부터는 전통적 이론에 대해 더욱 직접적으로 문제가 제기되었다. 주가가 진정한 가치를 반영한다는 전통적 이론이 성립하려면 진정한 가치에 관심을 기울이는 사람과 그렇지 않은 사람 사이에 끊임없는 매수와 매도의 상호작용이 있어야만 한다. 그리고 이것이 가능하려면 진정한 가치에 관심을 갖는 전문적인 주식 투자자들이 정보가 부족한 투자자들을 상대로 미래 주가의 향방에 대한 상반되는 예상 위에서 매매 차익을 얻을 여지가 있어야만 한다. 그런데 매매 차익을 얻을 기회란 주가와 진정한 가치가, 적어도 단기적으로는, 일치하지 않을 때에만 발생한다는 점에서, 이는 전통적 이론의 또 다른 약점으로 해석될 수 있다.

최근 들어 경제학계에서 새롭게 주목받고 있는 행동경제학은 주식시장의 정보 전달 메커니즘에 관한 전통적 이론의 문제점을 보다 통렬하게 비판하고 있다. 이들은 심리학의 연구 성과를 적극적으로 받아들여 전통적인 견해와는 다른 방식으로 행동하는 인간의 모습을 제시한다. 이들에 따르면, 인간은 자신의 미래를 통제할 수 있다고 과신하는 반면, 남들이 성공할 때 자신만 뒤처지는 것을 지나치게 두려워하는 존재이다. 이러한 비합리적 특성이 주식시장에서 발현되면 심지어 전문적인 투자자들까지도 주가와 진정한 가치의 괴리를 키우는 역설적인 행동을 하게 된다. 이들은 주가가 진정한 가치와 괴리되어 있다고 확신하더라도, 주가가 어느 시점에서 진정한 가치와 일치할지를 정확하게 알 수 없으므로, 현재의 추세가 반전되기 직전에 빠져나갈 수 있다고 자신하며, 다수에 맞서는 대신 대세에 편승하는 선택을 할 것이기 때문이다.

법적 문제의 해결 과정에서 경제학의 다양한 영역 중 그동안 상대적으로 주목을 받지 못했던 연구 성과들을 적극적으로 수용한다면, 연방 대법원의 판결은 이론적 근거도 취약할 뿐더러 기업의 진정한 가치에 관심을 갖는 투자자들을 보호한다는 본래의 취지 또한 제대로 반영하지 못한다는 비판에 직면할 가능성이 높다.

#### 4. ㉠에 담긴 판단 내용으로 보기 어려운 것은?

- ① 인수합병을 부인한 공시로 인해 주가가 기업의 진정한 가치를 반영하지 못했다.
- ② 인수합병을 부인한 공시로 인해 주식 투자자들에게 재산상의 손실이 발생했다.
- ③ 인수합병이 진행 중이라는 정보가 주식시장에 유포되었다면 주가가 상승했을 것이다.
- ④ 인수합병 진행이 공시되었다면 주식 투자자들은 이것이 반영된 주가를 근거로 투자 결정을 했을 것이다.
- ⑤ 인수합병을 부인한 공시를 보았던 주식 투자자들이 그동안 공시 자료를 근거로 주식 투자를 해 왔다는 사실이 입증되어야 한다.

#### 5. 위 글의 맥락에서 볼 때, ㉠에 포함되는 것으로 보기 어려운 것은?

- ① 주식 투자자들은 기업에 대한 정보의 진위 여부를 판단하기 쉽지 않다.
- ② 주가가 기업의 진정한 가치에 대한 정보를 신속하게 반영하지 못하고 있다.
- ③ 주식 투자자들은 기업의 진정한 가치보다는 타인의 선택에 더 큰 영향을 받는다.
- ④ 주식 투자자들은 대부분 미래의 주가 등락 추세에 대해 같은 방향으로 예상한다.
- ⑤ 전문적인 주식 투자자는 그렇지 않은 주식 투자자에 비해 기업의 진정한 가치에 대한 더 많은 정보를 가지고 시장에 참여한다.

#### 6. 주식시장의 정보 전달 메커니즘과 관련한 다음의 진술 중 위 글의 ‘행동경제학’이 동의하지 않을 것은?

- ① 주식 투자자들은 남들이 돈을 벌 때 자신만 돈을 벌지 못하는 상황을 두려워하여 주식 매매에서 다수의 편에 선다.
- ② 주식 투자자들은 스스로의 능력을 과신하므로 기업의 진정한 가치에 관한 어떠한 정보에도 관심을 기울이지 않는다.
- ③ 주식 투자자들은 비합리적인 특성을 띠기 때문에, 주식시장에 더 많은 정보가 제공되더라도 주가가 이를 반영하기는 쉽지 않다.
- ④ 전문적인 주식 투자자는 주식시장의 정보 전달 메커니즘 내에서 주요한 행위자로 참여한다.
- ⑤ 미래 주가의 불확실성으로 인해 전문적인 주식 투자자도 기업의 진정한 가치에 근거한 주식 매매를 하기 어렵다.