

## 손해배상(기)

[서울고등법원 2007. 1. 12. 2005나85834]



### 【전문】

【원고, 피항소인 겸 항소인】 원고 1외 777인(다만,

【피고, 항소인 겸 피항소인】 푸르덴셜투자증권 주식회사외 1 (소송대리인 태평양 담당변호사 곽경직외 8인)

【제1심판결】 서울중앙지방법원 2005. 9. 1. 선고 2004가합13842 판결

【변론종결】2006. 10. 27.

### 【주문】

】

1. 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에게 아래에서 지급을 명하는 돈을 초과하여 지급을 명한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에게,

가. 피고 푸르덴셜투자증권 주식회사는 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '인용금액 3'란 기재의 각 돈 및 이에 대하여 2004. 4. 20.부터 2007. 1. 12.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하고,

나. 피고 삼일회계법인은 피고 푸르덴셜투자증권 주식회사와 각자 위 '인용금액 3'란 기재의 각 돈 중 같은 별지의 '인용금액 4'란 기재의 각 돈 및 이에 대하여 2004. 4. 20.부터 2007. 1. 12.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 원고들의 피고들에 대한 항소 및 피고들의 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 나머지 항소를 모두 기각한다.

3. 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10의 피고들에 대한 항소비용은 위 원고들이 부담하고, 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들과 피고 푸르덴셜투자증권 주식회사 사이에 생긴 소송총비용 중 6/10은 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의, 나머지 4/10은 피고 푸르덴셜투자증권 주식회사의 각 부담으로 하고, 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들과 피고 삼일회계법인 사이에 생긴 소송총비용 중 9/10은 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의, 나머지 1/10은 피고 삼일회계법인의 각 부담으로 한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【청구취지 및 항소취지】 1. 청구취지 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '청구금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 이 사건 소장 부분 송달 다음날부터 다 갚는 날까지 연 20%의 율에 의한 돈을 지급하라.

2. 항소취지 원고 : 제1심 판결 중 아래에서 지급을 명하는 원고들 패소부분을 각 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지2 원고별 청구금액 및 인용금액표의 '항소금액'란 기재 각 돈 및 이에 대하여 2004. 3. 27.부터 2005. 9. 1.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 율에 의한 돈을 지급하라. 피고들 : 제1심 판결 중 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들에 대한 피고들 패소부분을 각 취소하고, 각 그 취소부분에 해당하는 원고 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10을 제외한 나머지 원고들의 청구를 모두 기각한다.

【이유】

## 1. 인정사실

이 법원이 이 부분에서 설시할 이유는 제1심 판결문 제4면 제2행의 '(602번)'을 '(600번)'으로, '(617번)'을 '(615번)'으로, '(694번)'을 '(692번)'으로, 제5행의 '(537번)'을 '(536번)'으로, 제6행의 '(543번)'을 '(542번)'으로 각 정정하고, 제9행의 (1)항을 아래와 같이 변경하는 외에는 제1심 판결 이유의 해당란 기재와 같으므로, 민사소송법 제420조에 의하여 이를 그대로 인용한다.

- (1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정가속화계획이 발표되면서 야기된 금융시장 불안을 해소하기 위하여 투자신탁협회와 한국증권업협회는 1999. 8. 12. 수익증권 환매대책을 발표하였는바, 위 환매대책에 의하면 개인 및 일반법인 고객이 투신(운용)사 공사채형 수익증권, 투신(운용)사 주식형 수익증권에 대하여 환매신청을 하는 경우 대우채권 편입비율만큼은 전액 환매 연기하되 우선적으로 일정금액을 신청기간별로 차등하여 현금지급하고(1999. 11. 10.전에 환매하는 경우에는 평가액의 50%, 1999. 11. 10. 이후 환매하는 경우에는 80%, 2000. 2. 8. 이후 환매하는 경우에는 95%), 2000. 7. 1. 이후 최종정산하며, 우선지급금이 최종정산금액보다 적은 경우 추가지급하되, 최종정산금액보다 많은 경우 초과금은 환수하지 아니하는 것으로 되어 있다.

## 2. 피고 삼일의 손해배상책임 발생 여부에 관한 판단

### 가. 기초사실

#### (1) 피고 삼일의 주식가치평가보고서 작성 경위

- (가) 비상장회사가 주식 공모발행을 하기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서를 제출하여야 하고( 증권거래법 제8조 ), 유가증권발행신고등에관한규정에 따르면 비상장회사가 주식을 직접 공모하는 경우 모집가액 또는 매출가액의 적정성에 관하여 유가증권분석기관의 평가를 받은 후 그 분석내용을 유가증권신고서에 기재하고 그 평가의견서를 유가증권신고서에 첨부하도록 되어 있어, 피고 푸르덴셜은 1999. 10.말경 자신의 외부감사인인 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 구 주주 배정 및 실권주공모에 의한 유상증자와 관련하여 피고 푸르덴셜의 주식가치평가를 의뢰하였고, 이에 피고 삼일은 1999. 10. 30.부터 1999. 11. 12.까지 금융감독위원회의 명령인 유가증권인수업무에관한규정 제 17조 및 유가증권인수업무에관한규정시행세칙 제4조에 따라 유가증권분석을 실시한 후 피고 푸르덴셜에게 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 44,482원, 본질가치(자산가치와 수익가치를 2:3으로 가중평균한 수치)를 7,007원(1주당 액면가액 5,000원, 자본환원율 10.62% 적용)으로 산출한 주식가치평가보고서를 제출하였고, 이에 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 9. 이사회를 개최하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결의하고, 1999. 11. 16. 위 주식가치평가보고서를 첨부하여 "피고 삼일이 평가한 주당 본질가치는 7,007원이나 대우채권으로 인한 손실부담을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재한 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하였다.

- (나) 그 후 금융감독원이 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 자본환원율을 법령(유가증권인수업무에관한규정 시행세칙 제6조 ①항 단서)에 따른 10.62%가 아닌 상장, 등록 및 공모시 일반적으로 적용되는 자본환원율(12%)을 적용하도록 행정지도하여, 피고 삼일은 위 자본환원율(12%)을 적용하여 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 39,364원, 본질가치를 3,937원으로 산출한 주식가치평가보고서를 작성하였으며, 피고 푸

르덴셜은 1999. 11. 26. 금융감독위원회에 위 내용으로 정정된 유가증권신고서를 제출하면서, '공모가액 결정방법'이라는 항목에 "피고 삼일은 주당 본질가치를 3,937원으로 평가하였으나, 동사는 지난 수년 동안 이룩한 투자신탁 업무의 경험을 바탕으로 향후에도 성장성과 수익성이 양호할 것이라는 점을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재하였다.

(2) 피고 삼일이 작성한 주식가치 평가보고서의 구체적인 내용

(가) 대우채 손실 부분

피고 삼일은 위 평가보고서를 작성하면서, "피고 푸르덴셜은 수익증권 판매를 주 업무로 하는 증권회사로서 회사가 개인 및 일반법인에게 판매한 공사채형 수익증권에 대우그룹발행 무보증채권(이하 '대우채'라 한다)이 포함되어 있습니다.

피고 푸르덴셜은 대우그룹 계열사의 기업개선작업과 관련하여 대우채로부터 발생하는 손실부분 중 일부를 부담하여야 할 것으로 예상됩니다.

그러나 평가일 현재 손실부담액을 추정하기 위한 제반변수의 불확실성이 존재하는바, 피고 푸르덴셜의 본질가치 평가시 대우채 관련 예상손실부담액은 반영하지 아니하였습니다.

"라고 기재하였다.

(나) 피고 푸르덴셜의 제19기, 제20기 경상이익 추정

피고 삼일은 위 주식가치평가를 수행하면서 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 기준이 되는 '향후 2년간의 경상이익'을 추정함에 있어 피고 푸르덴셜의 제19기 반기(1999. 4. 1. ~ 1999. 9. 30.)의 영업실적(3,860억 원의 경상이익 실현)과 평가일인 1999. 11. 12. 당시의 경제환경, 그리고 향후 종합주가지수의 상승 및 금리안정 등 증권회사 등의 긍정적 전망에 따라 피고 푸르덴셜의 제19기(1999. 4. 1. ~ 2000. 3. 31.)에 8,320억 4,100만원, 제20기(2000. 4. 1. ~ 2001. 3. 31.)에 9,625억 1,000만원의 경상이익을 실현할 것으로 각 추정하였다.

(다) 추정 경상이익 중 투자신탁보수 추정

피고 삼일은 2000. 3. 31.과 2001. 3. 31.의 피고 푸르덴셜의 주식형 수익증권의 수탁고를 추정하기 위하여 피고 푸르덴셜과 소외 현대증권이 1999. 3.부터 판매한 바이코리아펀드의 수탁고를 가지고 엑셀의 'FORECAST'함수(과거 추세에 따라 미래예측 값을 구하는 함수)를 이용하여 예외적으로 높은 증가율을 나타낸 1999. 4.의 증가율을 제외하고 1999. 5.부터 1999. 9.까지의 추세를 사용하여 위 각 시점의 수탁고를 추정한 후 이를 피고 푸르덴셜과 현대증권의 수탁고 비율(53.56% : 46.44%)로 배분하여 피고 푸르덴셜의 2000. 3. 31. 수탁고를 11조 2,907억 원, 2001. 3. 31. 수탁고를 20조 6,401억 원으로 추정하고, 주식가치평가조서에 "2000. 3.말 대우사태의 진정으로 인하여 금융시장이 안정되어 가는 점을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 점차 증가할 것으로 예상되며, 구체적인 금액산출은 과거자료를 통한 추세분석에 따라 이루어짐, 2001. 3.말 향후 긍정적인 증가전망 및 회사의 적극적인 영업을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 크게 증가할 것으로 예상되며 구체적인 금액산출은 추세분석에 의함"이라고 기재하였다(갑 5호증의 10쪽).

또한 피고 삼일은 공사채형 신탁의 수탁고에 관하여 1999. 9.말 이후 수탁고가 감소하지 아니하고 2000. 3.까지는 15조 6,444억 원을 유지하다가 2001. 3.말경에는 18조 4,621억 원으로 증가할 것이라고 추정하였으며, 위 각 추정치를 기초로 수탁고 평균잔액을 추정산출하고 이에 보수율을 곱하여 수수료 수익을 제19기에 4,444억 원(주식형 수익증권 2,259억 원 + 공사채형 수익증권 2,185억 원), 제20기에 6,456억 원(주식형 수익증권 4,239억 원 + 공사채형 수익증

권 2,217억 원)으로 각 추정산출하였다.

(라) 추정 경상이익 중 지분법 평가익 부분

피고 푸르덴셜이 지분의 90%를 가진 피투자회사인 소외 푸르덴셜자산운용 주식회사의 경영성과 중 90%에 상당하는 금액을 지분법 평가이익으로 손익계산서에 반영하여야 하는바(기업회계기준 제59조 제3항), 피고 삼일은 푸르덴셜자산운용 주식회사의 주된 수입인 투자신탁보수를 추정하면서(갑 제5호증의 27쪽), 주식형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 11조 166억 원이었는데, 2000. 3.경에는 21조 811억 원, 2001. 3.경에는 38조 5,377억 원이 될 것이고, 공사채형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 16조 6,405억 원이었는데, 2000. 3.경에는 16조 6,405억 원, 2001. 3.경에는 23조 4,621억 원이 될 것이라고 각 추정하여, 투자신탁보수는 1998. 4. ~ 1999. 3.까지 557억 7,400만원이었는데, 1999. 9. ~ 2000. 3.에는 581억 원, 2000. 4. ~ 2001. 3.에는 2,064억 원에 달할 것으로 예측하여 이를 토대로 푸르덴셜자산운용 주식회사의 2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도와 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도의 당기순이익을 추정한 후 동 금액의 90%에 상당하는 금액(2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 423억 원, 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 1,196억 원)을 지분법 평가이익으로 하여 피고 푸르덴셜의 영업외수익으로 반영하였다.

(마) 주당 추정이익 산정의 기초가 된 발행주식수

피고 삼일은 이 사건 주식가치평가 당시 수익가치를 산정하기 위한 주당 추정이익을 산정하면서 발행주식수를 보고서 작성 당시 발행주식 수인 42,035,849주에다가 이 사건 주식평가보고서에 의하여 유상증자로 발행될 것으로 추정된 87,500,000주를 더하여 129,535,849주를 발행주식 수로 하여 주당 추정이익을 4,724원으로 산정한 후 이를 자본환원율 12%로 나누어 수익가치를 39,364원으로 산정하였다(갑 4호증의 6쪽).

【이유】

1. 인정사실

이 법원이 이 부분에서 실시할 이유는 제1심 판결문 제4면 제2행의 '(602번)'을 '(600번)'으로, '(617번)'을 '(615번)'으로, '(694번)'을 '(692번)'으로, 제5행의 '(537번)'을 '(536번)'으로, 제6행의 '(543번)'을 '(542번)'으로 각 정정하고, 제9행의 (1)항을 아래와 같이 변경하는 외에는 제1심 판결 이유의 해당란 기재와 같으므로, 민사소송법 제420조에 의하여 이를 그대로 인용한다.

- (1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정가속화계획이 발표되면서 야기된 금융시장 불안을 해소하기 위하여 투자신탁협회와 한국증권업협회는 1999. 8. 12. 수익증권 환매대책을 발표하였는바, 위 환매대책에 의하면 개인 및 일반법인 고객이 투신(운용)사 공사채형 수익증권, 투신(운용)사 주식형 수익증권에 대하여 환매신청을 하는 경우 대우채권 편입비율만큼은 전액 환매 연기하되 우선적으로 일정금액을 신청기간별로 차등하여 현금지급하고(1999. 11. 10.전에 환매하는 경우에는 평가액의 50%, 1999. 11. 10. 이후 환매하는 경우에는 80%, 2000. 2. 8. 이후 환매하는 경우에는 95%), 2000. 7. 1. 이후 최종정산하며, 우선지급금이 최종정산금액보다 적은 경우 추가지급하되, 최종정산금액보다 많은 경우 초과금은 환수하지 아니하는 것으로 되어 있다.

## 2. 피고 삼일의 손해배상책임 발생 여부에 관한 판단

### 가. 기초사실

#### (1) 피고 삼일의 주식가치평가보고서 작성 경위

(가) 비상장회사가 주식 공모발행을 하기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서를 제출하여야 하고( 증권거래법 제8조), 유가증권발행신고등에관한규정에 따르면 비상장회사가 주식을 직접 공모하는 경우 모집가액 또는 매출가액의 적정성에 관하여 유가증권분석기관의 평가를 받은 후 그 분석내용을 유가증권신고서에 기재하고 그 평가의견서를 유가증권신고서에 첨부하도록 되어 있어, 피고 푸르덴셜은 1999. 10.말경 자신의 외부감사인인 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 구 주주 배정 및 실권주공모에 의한 유상증자와 관련하여 피고 푸르덴셜의 주식가치평가를 의뢰하였고, 이에 피고 삼일은 1999. 10. 30.부터 1999. 11. 12.까지 금융감독위원회의 명령인 유가증권인수업무에관한규정 제 17조 및 유가증권인수업무에관한규정시행세칙 제4조에 따라 유가증권분석을 실시한 후 피고 푸르덴셜에게 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 44,482원, 본질가치(자산가치와 수익가치를 2:3으로 가중평균한 수치)를 7,007원(1주당 액면가액 5,000원, 자본환원율 10.62% 적용)으로 산출한 주식가치평가보고서를 제출하였고, 이에 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 9. 이사회를 개최하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결의하고, 1999. 11. 16. 위 주식가치평가보고서를 첨부하여 "피고 삼일이 평가한 주당 본질가치는 7,007원이나 대우채권으로 인한 손실부담을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재한 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하였다.

(나) 그 후 금융감독원이 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 자본환원율을 법령(유가증권인수업무에관한규정 시행세칙 제6조 ①항 단서)에 따른 10.62%가 아닌 상장, 등록 및 공모시 일반적으로 적용되는 자본환원율(12%)을 적용하도록 행정지도하여, 피고 삼일은 위 자본환원율(12%)을 적용하여 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 39,364원, 본질가치를 3,937원으로 산출한 주식가치평가보고서를 작성하였으며, 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 26. 금융감독위원회에 위 내용으로 정정된 유가증권신고서를 제출하면서, '공모가액 결정방법'이라는 항목에 "피고 삼일은 주당 본질가치를 3,937원으로 평가하였으나, 동사는 지난 수년 동안 이러한 투자신탁업무의 경험을 바탕으로 향후에도 성장성과 수익성이 양호할 것이라는 점을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재하였다.

#### (2) 피고 삼일이 작성한 주식가치 평가보고서의 구체적인 내용

##### (가) 대우채 손실 부분

피고 삼일은 위 평가보고서를 작성하면서, "피고 푸르덴셜은 수익증권 판매를 주 업무로 하는 증권회사로서 회사가 개인 및 일반법인에게 판매한 공사채형 수익증권에 대우그룹발행 무보증채권(이하 '대우채'라 한다)이 포함되어 있습니다.

피고 푸르덴셜은 대우그룹 계열사의 기업개선작업과 관련하여 대우채로부터 발생하는 손실부분 중 일부를 부담하여야 할 것으로 예상됩니다.

그러나 평가일 현재 손실부담액을 추정하기 위한 제반변수의 불확실성이 존재하는바, 피고 푸르덴셜의 본질가치 평가시 대우채 관련 예상손실부담액은 반영하지 아니하였습니다.

“라고 기재하였다.

(나) 피고 푸르덴셜의 제19기, 제20기 경상이익 추정

피고 삼일은 위 주식가치평가를 수행하면서 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 기준이 되는 ‘향후 2년간의 경상이익’을 추정함에 있어 피고 푸르덴셜의 제19기 반기(1999. 4. 1. ~ 1999. 9. 30.)의 영업실적(3,860억 원의 경상이익 실현)과 평가일인 1999. 11. 12. 당시의 경제환경, 그리고 향후 종합주가지수의 상승 및 금리안정 등 증권회사 등의 긍정적 전망에 따라 피고 푸르덴셜의 제19기(1999. 4. 1. ~ 2000. 3. 31.)에 8,320억 4,100만원, 제20기(2000. 4. 1. ~ 2001. 3. 31.)에 9,625억 1,000만원의 경상이익을 실현할 것으로 각 추정하였다.

(다) 추정 경상이익 중 투자신탁보수 추정

피고 삼일은 2000. 3. 31.과 2001. 3. 31.의 피고 푸르덴셜의 주식형 수익증권의 수탁고를 추정하기 위하여 피고 푸르덴셜과 소외 현대증권이 1999. 3.부터 판매한 바이코리아펀드의 수탁고를 가지고 엑셀의 ‘FORECAST’함수(과거 추세에 따라 미래예측 값을 구하는 함수)를 이용하여 예외적으로 높은 증가율을 나타낸 1999. 4.의 증가율을 제외하고 1999. 5.부터 1999. 9.까지의 추세를 사용하여 위 각 시점의 수탁고를 추정한 후 이를 피고 푸르덴셜과 현대증권의 수탁고 비율(53.56% : 46.44%)로 배분하여 피고 푸르덴셜의 2000. 3. 31. 수탁고를 11조 2,907억 원, 2001. 3. 31. 수탁고를 20조 6,401억 원으로 추정하고, 주식가치평가조서에 “2000. 3.말 대우사태의 진정으로 인하여 금융시장이 안정되어 가는 점을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 점차 증가할 것으로 예상되며, 구체적인 금액산출은 과거자료를 통한 추세분석에 따라 이루어짐, 2001. 3.말 향후 긍정적인 주가전망 및 회사의 적극적인 영업을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 크게 증가할 것으로 예상되며 구체적인 금액산출은 추세분석에 의함”이라고 기재하였다(갑 5호증의 10쪽).

또한 피고 삼일은 공사채형 신탁의 수탁고에 관하여 1999. 9.말 이후 수탁고가 감소하지 아니하고 2000. 3.까지는 15조 6,444억 원을 유지하다가 2001. 3.말경에는 18조 4,621억 원으로 증가할 것이라고 추정하였으며, 위 각 추정치를 기초로 수탁고 평균잔액을 추정산출하고 이에 보수율을 곱하여 수수료 수익을 제19기에 4,444억 원(주식형 수익증권 2,259억 원 + 공사채형 수익증권 2,185억 원), 제20기에 6,456억 원(주식형 수익증권 4,239억 원 + 공사채형 수익증권 2,217억 원)으로 각 추정산출하였다.

(라) 추정 경상이익 중 지분법 평가익 부분

피고 푸르덴셜이 지분의 90%를 가진 피투자회사인 소외 푸르덴셜자산운용 주식회사의 경영성과 중 90%에 상당하는 금액을 지분법 평가이익으로 손익계산서에 반영하여야 하는바(기업회계기준 제59조 제3항), 피고 삼일은 푸르덴셜자산운용 주식회사의 주된 수입인 투자신탁보수를 추정하면서(갑 제5호증의 27쪽), 주식형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 11조 166억 원이었는데, 2000. 3.경에는 21조 811억 원, 2001. 3.경에는 38조 5,377억 원이 될 것이고, 공사채형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 16조 6,405억 원이었는데, 2000. 3.경에는 16조 6,405억 원, 2001. 3.경에는 23조 4,621억 원이 될 것이라고 각 추정하여, 투자신탁보수는 1998. 4. ~ 1999. 3.까지 557억 7,400만원이었는데, 1999. 9. ~ 2000. 3.에는 581억 원, 2000. 4. ~ 2001. 3.에는 2,064억 원에 달할 것으로 예측하여 이를 토대로 푸르덴셜자산운용 주식회사의 2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도와 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도의 당기순이익을 추정한 후 동 금액의 90%에 상당하는 금액(2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 423억 원, 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 1,196억 원)을 지분법 평가이익으로 하여 피고 푸르덴셜의 영업외수익으로 반영하였다.

(마) 주당 추정이익 산정의 기초가 된 발행주식수

피고 삼일은 이 사건 주식가치평가 당시 수익가치를 산정하기 위한 주당 추정이익을 산정하면서 발행주식수를 보고서 작성 당시 발행주식 수인 42,035,849주에다가 이 사건 주식평가보고서에 의하여 유상증자로 발행될 것으로 추정한 87,500,000주를 더하여 129,535,849주를 발행주식 수로 하여 주당 추정이익을 4,724원으로 산정한 후 이를 자본환원율 12%로 나누어 수익가치를 39,364원으로 산정하였다(갑 4호증의 6쪽).

## 【이유】

### 】1. 인정사실

이 법원이 이 부분에서 설시할 이유는 제1심 판결문 제4면 제2행의 '(602번)'을 '(600번)'으로, '(617번)'을 '(615번)'으로, '(694번)'을 '(692번)'으로, 제5행의 '(537번)'을 '(536번)'으로, 제6행의 '(543번)'을 '(542번)'으로 각 정정하고, 제9행의 (1)항을 아래와 같이 변경하는 외에는 제1심 판결 이유의 해당란 기재와 같으므로, 민사소송법 제420조에 의하여 이를 그대로 인용한다.

(1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정가속화계획이 발표되면서 야기된 금융시장 불안을 해소하기 위하여 투자신탁협회와 한국증권업협회는 1999. 8. 12. 수익증권 환매대책을 발표하였는바, 위 환매대책에 의하면 개인 및 일반법인 고객이 투신(운용)사 공사채형 수익증권, 투신(운용)사 주식형 수익증권에 대하여 환매신청을 하는 경우 대우채권 편입비율만큼은 전액 환매 연기하되 우선적으로 일정금액을 신청기간별로 차등하여 현금지급하고(1999. 11. 10.전에 환매하는 경우에는 평가액의 50%, 1999. 11. 10. 이후 환매하는 경우에는 80%, 2000. 2. 8. 이후 환매하는 경우에는 95%), 2000. 7. 1. 이후 최종정산하며, 우선지급금이 최종정산금액보다 적은 경우 추가지급하되, 최종정산금액보다 많은 경우 초과금은 환수하지 아니하는 것으로 되어 있다.

### 2. 피고 삼일의 손해배상책임 발생 여부에 관한 판단

#### 가. 기초사실

(1) 피고 삼일의 주식가치평가보고서 작성 경위

(가) 비상장회사가 주식 공모발행을 하기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서를 제출하여야 하고( 증권거래법 제8조 ), 유가증권발행신고등에관한규정에 따르면 비상장회사가 주식을 직접 공모하는 경우 모집가액 또는 매출가액의 적정성에 관하여 유가증권분석기관의 평가를 받은 후 그 분석내용을 유가증권신고서에 기재하고 그 평가의견서를 유가증권신고서에 첨부하도록 되어 있어, 피고 푸르덴셜은 1999. 10.말경 자신의 외부감사인인 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 구 주주 배정 및 실권주공모에 의한 유상증자와 관련하여 피고 푸르덴셜의 주식가치평가를 의뢰하였고, 이에 피고 삼일은 1999. 10. 30.부터 1999. 11. 12.까지 금융감독위원회의 명령인 유가증권인수업무에관한규정 제17조 및 유가증권인수업무에관한규정시행세칙 제4조에 따라 유가증권분석을 실시한 후 피고 푸르덴셜에게 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 44,482원, 본질가치(자산가치와 수익가치를 2:3으로 가중평균한 수치)를 7,007원(1주당 액면가액 5,000원, 자본환원율 10.62% 적용)으로 산출한 주식가치평가보고서를 제출하였고, 이에 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 9. 이사회를 개최하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결의하고, 1999. 11. 16. 위 주식가치평가보고서를 첨부하여 "피고 삼일이 평가한 주당 본질가치는 7,007원이나 대우채권으로 인한 손실부



담을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재한 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하였다.

(나) 그 후 금융감독원이 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 자본환원율을 법령(유가증권인수업무에 관한규정 시행세칙 제6조 ①항 단서)에 따른 10.62%가 아닌 상장, 등록 및 공모시 일반적으로 적용되는 자본환원율(12%)을 적용하도록 행정지도하여, 피고 삼일은 위 자본환원율(12%)을 적용하여 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 39,364원, 본질가치를 3,937원으로 산출한 주식가치평가보고서를 작성하였으며, 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 26. 금융감독위원회에 위 내용으로 정정된 유가증권신고서를 제출하면서, '공모가액 결정방법'이라는 항목에 "피고 삼일은 주당 본질가치를 3,937원으로 평가하였으나, 동사는 지난 수년 동안 이룩한 투자신탁업무의 경험을 바탕으로 향후에도 성장성과 수익성이 양호할 것이라는 점을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재하였다.

(2) 피고 삼일이 작성한 주식가치 평가보고서의 구체적인 내용

(가) 대우채 손실 부분

피고 삼일은 위 평가보고서를 작성하면서, "피고 푸르덴셜은 수익증권 판매를 주 업무로 하는 증권회사로서 회사가 개인 및 일반법인에게 판매한 공사채형 수익증권에 대우그룹발행 무보증채권(이하 '대우채'라 한다)이 포함되어 있습니다.

피고 푸르덴셜은 대우그룹 계열사의 기업개선작업과 관련하여 대우채로부터 발생하는 손실부분 중 일부를 부담하여야 할 것으로 예상됩니다.

그러나 평가일 현재 손실부담액을 추정하기 위한 제반변수의 불확실성이 존재하는바, 피고 푸르덴셜의 본질가치 평가시 대우채 관련 예상손실부담액은 반영하지 아니하였습니다.

"라고 기재하였다.

(나) 피고 푸르덴셜의 제19기, 제20기 경상이익 추정

피고 삼일은 위 주식가치평가를 수행하면서 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 기준이 되는 '향후 2년간의 경상이익'을 추정함에 있어 피고 푸르덴셜의 제19기 반기(1999. 4. 1. ~ 1999. 9. 30.)의 영업실적(3,860억 원의 경상이익 실현)과 평가일인 1999. 11. 12. 당시의 경제환경, 그리고 향후 종합주가지수의 상승 및 금리안정 등 증권회사 등의 긍정적 전망에 따라 피고 푸르덴셜의 제19기(1999. 4. 1. ~ 2000. 3. 31.)에 8,320억 4,100만원, 제20기(2000. 4. 1. ~ 2001. 3. 31.)에 9,625억 1,000만원의 경상이익을 실현할 것으로 각 추정하였다.

(다) 추정 경상이익 중 투자신탁보수 추정

피고 삼일은 2000. 3. 31.과 2001. 3. 31.의 피고 푸르덴셜의 주식형 수익증권의 수탁고를 추정하기 위하여 피고 푸르덴셜과 소외 현대증권이 1999. 3.부터 판매한 바이코리아펀드의 수탁고를 가지고 엑셀의 'FORECAST'함수(과거 추세에 따라 미래예측 값을 구하는 함수)를 이용하여 예외적으로 높은 증가율을 나타낸 1999. 4.의 증가율을 제외하고 1999. 5.부터 1999. 9.까지의 추세를 사용하여 위 각 시점의 수탁고를 추정한 후 이를 피고 푸르덴셜과 현대증권의 수탁고 비율(53.56% : 46.44%)로 배분하여 피고 푸르덴셜의 2000. 3. 31. 수탁고를 11조 2,907억 원, 2001. 3. 31. 수탁고를 20조 6,401억 원으로 추정하고, 주식가치평가조서에 "2000. 3.말 대우사태의 진정으로 인하여 금융시장이 안정되어 가는 점을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 점차 증가할 것으로 예상되며, 구체적인 금액산출은

과거자료를 통한 추세분석에 따라 이루어짐, 2001. 3.말 향후 긍정적인 주가전망 및 회사의 적극적인 영업을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 크게 증가할 것으로 예상되며 구체적인 금액산출은 추세분석에 의함"이라고 기재하였다(갑 5호증의 10쪽).

또한 피고 삼일은 공사채형 신탁의 수탁고에 관하여 1999. 9.말 이후 수탁고가 감소하지 아니하고 2000. 3.까지는 15조 6,444억 원을 유지하다가 2001. 3.말경에는 18조 4,621억 원으로 증가할 것이라고 추정하였으며, 위 각 추정치를 기초로 수탁고 평균잔액을 추정산출하고 이에 보수율을 곱하여 수수료 수익을 제19기에 4,444억 원(주식형 수익증권 2,259억 원 + 공사채형 수익증권 2,185억 원), 제20기에 6,456억 원(주식형 수익증권 4,239억 원 + 공사채형 수익증권 2,217억 원)으로 각 추정산출하였다.

#### (라) 추정 경상이익 중 지분법 평가익 부분

피고 푸르덴셜이 지분의 90%를 가진 피투자회사인 소외 푸르덴셜자산운용 주식회사의 경영성과 중 90%에 상당하는 금액을 지분법 평가이익으로 손익계산서에 반영하여야 하는바(기업회계기준 제59조 제3항), 피고 삼일은 푸르덴셜자산운용 주식회사의 주된 수입인 투자신탁보수를 추정하면서(갑 제5호증의 27쪽), 주식형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 11조 166억 원이었는데, 2000. 3.경에는 21조 811억 원, 2001. 3.경에는 38조 5,377억 원이 될 것이고, 공사채형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 16조 6,405억 원이었는데, 2000. 3.경에는 16조 6,405억 원, 2001. 3.경에는 23조 4,621억 원이 될 것이라고 각 추정하여, 투자신탁보수는 1998. 4. ~ 1999. 3.까지 557억 7,400만원이었는데, 1999. 9. ~ 2000. 3.에는 581억 원, 2000. 4. ~ 2001. 3.에는 2,064억 원에 달할 것으로 예측하여 이를 토대로 푸르덴셜자산운용 주식회사의 2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도와 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도의 당기순이익을 추정한 후 동 금액의 90%에 상당하는 금액(2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 423억 원, 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 1,196억 원)을 지분법 평가이익으로 하여 피고 푸르덴셜의 영업외수익으로 반영하였다.

#### (마) 주당 추정이익 산정의 기초가 된 발행주식수

피고 삼일은 이 사건 주식가치평가 당시 수익가치를 산정하기 위한 주당 추정이익을 산정하면서 발행주식수를 보고서 작성 당시 발행주식 수인 42,035,849주에다가 이 사건 주식평가보고서에 의하여 유상증자로 발행될 것으로 추정한 87,500,000주를 더하여 129,535,849주를 발행주식 수로 하여 주당 추정이익을 4,724원으로 산정한 후 이를 자본환원율 12%로 나누어 수익가치를 39,364원으로 산정하였다(갑 4호증의 6쪽).

### 【이유】

#### 】1. 인정사실

이 법원이 이 부분에서 설시할 이유는 제1심 판결문 제4면 제2행의 '(602번)'을 '(600번)'으로, '(617번)'을 '(615번)'으로, '(694번)'을 '(692번)'으로, 제5행의 '(537번)'을 '(536번)'으로, 제6행의 '(543번)'을 '(542번)'으로 각 정정하고, 제9행의 (1)항을 아래와 같이 변경하는 외에는 제1심 판결 이유의 해당란 기재와 같으므로, 민사소송법 제420조에 의하여 이를 그대로 인용한다.

- (1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정가속화계획이 발표되면서 야기된 금융시장 불안을 해소하기 위하여 투자신탁협회와 한국증권업협회는 1999. 8. 12. 수익증권 환매대책을 발표하였는바, 위 환매대책에 의하면 개인 및 일반법인 고객이

투신(운용)사 공사채형 수익증권, 투신(운용)사 주식형 수익증권에 대하여 환매신청을 하는 경우 대우채권 편입비율만큼은 전액 환매 연기하되 우선적으로 일정금액을 신청기간별로 차등하여 현금지급하고(1999. 11. 10.전에 환매하는 경우에는 평가액의 50%, 1999. 11. 10. 이후 환매하는 경우에는 80%, 2000. 2. 8. 이후 환매하는 경우에는 95%), 2000. 7. 1. 이후 최종정산하며, 우선지급금이 최종정산금액보다 적은 경우 추가지급하되, 최종정산금액보다 많은 경우 초과금은 환수하지 아니하는 것으로 되어 있다.

## 2. 피고 삼일의 손해배상책임 발생 여부에 관한 판단

### 가. 기초사실

#### (1) 피고 삼일의 주식가치평가보고서 작성 경위

(가) 비상장회사가 주식 공모발행을 하기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서를 제출하여야 하고( 증권거래법 제8조), 유가증권발행신고등에관한규정에 따르면 비상장회사가 주식을 직접 공모하는 경우 모집가액 또는 매출가액의 적정성에 관하여 유가증권분석기관의 평가를 받은 후 그 분석내용을 유가증권신고서에 기재하고 그 평가의견서를 유가증권신고서에 첨부하도록 되어 있어, 피고 푸르덴셜은 1999. 10.말경 자신의 외부감사인인 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 구 주주 배정 및 실권주공모에 의한 유상증자와 관련하여 피고 푸르덴셜의 주식가치평가를 의뢰하였고, 이에 피고 삼일은 1999. 10. 30.부터 1999. 11. 12.까지 금융감독위원회의 명령인 유가증권인수업무에관한규정 제17조 및 유가증권인수업무에관한규정시행세칙 제4조에 따라 유가증권분석을 실시한 후 피고 푸르덴셜에게 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 44,482원, 본질가치(자산가치와 수익가치를 2:3으로 가중평균한 수치)를 7,007원(1주당 액면가액 5,000원, 자본환원율 10.62% 적용)으로 산출한 주식가치평가보고서를 제출하였고, 이에 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 9. 이사회를 개최하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결의하고, 1999. 11. 16. 위 주식가치평가보고서를 첨부하여 "피고 삼일이 평가한 주당 본질가치는 7,007원이나 대우채권으로 인한 손실부담을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재한 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하였다.

(나) 그 후 금융감독원이 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 자본환원율을 법령(유가증권인수업무에관한규정 시행세칙 제6조 ①항 단서)에 따른 10.62%가 아닌 상장, 등록 및 공모시 일반적으로 적용되는 자본환원율(12%)을 적용하도록 행정지도하여, 피고 삼일은 위 자본환원율(12%)을 적용하여 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 39,364원, 본질가치를 3,937원으로 산출한 주식가치평가보고서를 작성하였으며, 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 26. 금융감독위원회에 위 내용으로 정정된 유가증권신고서를 제출하면서, '공모가액 결정방법'이라는 항목에 "피고 삼일은 주당 본질가치를 3,937원으로 평가하였으나, 동사는 지난 수년 동안 이러한 투자신탁업무의 경험을 바탕으로 향후에도 성장성과 수익성이 양호할 것이라는 점을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재하였다.

#### (2) 피고 삼일이 작성한 주식가치 평가보고서의 구체적인 내용

##### (가) 대우채 손실 부분

피고 삼일은 위 평가보고서를 작성하면서, "피고 푸르덴셜은 수익증권 판매를 주 업무로 하는 증권회사로서 회사가 개인 및 일반법인에게 판매한 공사채형 수익증권에 대우그룹발행 무보증채권(이하 '대우채'라 한다)이 포함되어

있습니다.

피고 푸르덴셜은 대우그룹 계열사의 기업개선작업과 관련하여 대우채로부터 발생하는 손실부분 중 일부를 부담하여야 할 것으로 예상됩니다.

그러나 평가일 현재 손실부담액을 추정하기 위한 제반변수의 불확실성이 존재하는바, 피고 푸르덴셜의 본질가치 평가시 대우채 관련 예상손실부담액은 반영하지 아니하였습니다.

"라고 기재하였다.

#### (나) 피고 푸르덴셜의 제19기, 제20기 경상이익 추정

피고 삼일은 위 주식가치평가를 수행하면서 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 기준이 되는 '향후 2년간의 경상이익'을 추정함에 있어 피고 푸르덴셜의 제19기 반기(1999. 4. 1. ~ 1999. 9. 30.)의 영업실적(3,860억 원의 경상이익 실현)과 평가일인 1999. 11. 12. 당시의 경제환경, 그리고 향후 종합주가지수의 상승 및 금리안정 등 증권회사 등의 긍정적 전망에 따라 피고 푸르덴셜의 제19기(1999. 4. 1. ~ 2000. 3. 31.)에 8,320억 4,100만원, 제20기(2000. 4. 1. ~ 2001. 3. 31.)에 9,625억 1,000만원의 경상이익을 실현할 것으로 각 추정하였다.

#### (다) 추정 경상이익 중 투자신탁보수 추정

피고 삼일은 2000. 3. 31.과 2001. 3. 31.의 피고 푸르덴셜의 주식형 수익증권의 수탁고를 추정하기 위하여 피고 푸르덴셜과 소외 현대증권이 1999. 3.부터 판매한 바이코리아펀드의 수탁고를 가지고 엑셀의 'FORECAST'함수(과거 추세에 따라 미래예측 값을 구하는 함수)를 이용하여 예외적으로 높은 증가율을 나타낸 1999. 4.의 증가율을 제외하고 1999. 5.부터 1999. 9.까지의 추세를 사용하여 위 각 시점의 수탁고를 추정한 후 이를 피고 푸르덴셜과 현대증권의 수탁고 비율(53.56% : 46.44%)로 배분하여 피고 푸르덴셜의 2000. 3. 31. 수탁고를 11조 2,907억 원, 2001. 3. 31. 수탁고를 20조 6,401억 원으로 추정하고, 주식가치평가조서에 "2000. 3.말 대우사태의 진정으로 인하여 금융시장이 안정되어 가는 점을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 점차 증가할 것으로 예상되며, 구체적인 금액산출은 과거자료를 통한 추세분석에 따라 이루어짐, 2001. 3.말 향후 긍정적인 주가전망 및 회사의 적극적인 영업을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 크게 증가할 것으로 예상되며 구체적인 금액산출은 추세분석에 의함"이라고 기재하였다(갑 5호증의 10쪽).

또한 피고 삼일은 공사채형 신탁의 수탁고에 관하여 1999. 9.말 이후 수탁고가 감소하지 아니하고 2000. 3.까지는 15조 6,444억 원을 유지하다가 2001. 3.말경에는 18조 4,621억 원으로 증가할 것이라고 추정하였으며, 위 각 추정치를 기초로 수탁고 평균잔액을 추정산출하고 이에 보수율을 곱하여 수수료 수익을 제19기에 4,444억 원(주식형 수익증권 2,259억 원 + 공사채형 수익증권 2,185억 원), 제20기에 6,456억 원(주식형 수익증권 4,239억 원 + 공사채형 수익증권 2,217억 원)으로 각 추정산출하였다.

#### (라) 추정 경상이익 중 지분법 평가익 부분

피고 푸르덴셜이 지분의 90%를 가진 피투자회사인 소외 푸르덴셜자산운용 주식회사의 경영성과 중 90%에 상당하는 금액을 지분법 평가이익으로 손익계산서에 반영하여야 하는바(기업회계기준 제59조 제3항), 피고 삼일은 푸르덴셜자산운용 주식회사의 주된 수입인 투자신탁보수를 추정하면서(갑 제5호증의 27쪽), 주식형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 11조 166억 원이었는데, 2000. 3.경에는 21조 811억 원, 2001. 3.경에는 38조 5,377억 원이 될 것이고, 공사채형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 16조 6,405억 원이었는데, 2000. 3.경에는 16조 6,405억 원, 2001. 3.경에는

23조 4,621억 원이 될 것이라고 각 추정하여, 투자신탁보수는 1998. 4. ~ 1999. 3.까지 557억 7,400만원이었는데, 1999. 9. ~ 2000. 3.에는 581억 원, 2000. 4. ~ 2001. 3.에는 2,064억 원에 달할 것으로 예측하여 이를 토대로 푸르덴셜자산운용 주식회사의 2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도와 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도의 당기순이익을 추정한 후 동 금액의 90%에 상당하는 금액(2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 423억 원, 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 1,196억 원)을 지분법 평가이익으로 하여 피고 푸르덴셜의 영업외수익으로 반영하였다.

(마) 주당 추정이익 산정의 기초가 된 발행주식수

피고 삼일은 이 사건 주식가치평가 당시 수익가치를 산정하기 위한 주당 추정이익을 산정하면서 발행주식수를 보고서 작성 당시 발행주식 수인 42,035,849주에다가 이 사건 주식평가보고서에 의하여 유상증자로 발행될 것으로 추정한 87,500,000주를 더하여 129,535,849주를 발행주식 수로 하여 주당 추정이익을 4,724원으로 산정한 후 이를 자본환원을 12%로 나누어 수익가치를 39,364원으로 산정하였다(갑 4호증의 6쪽).

## 【이유】

### 】1. 인정사실

이 법원이 이 부분에서 설시할 이유는 제1심 판결문 제4면 제2행의 '(602번)'을 '(600번)'으로, '(617번)'을 '(615번)'으로, '(694번)'을 '(692번)'으로, 제5행의 '(537번)'을 '(536번)'으로, 제6행의 '(543번)'을 '(542번)'으로 각 정정하고, 제9행의 (1)항을 아래와 같이 변경하는 외에는 제1심 판결 이유의 해당란 기재와 같으므로, 민사소송법 제420조에 의하여 이를 그대로 인용한다.

(1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정가속화계획이 발표되면서 야기된 금융시장 불안을 해소하기 위하여 투자신탁협회와 한국증권업협회는 1999. 8. 12. 수익증권 환매대책을 발표하였는바, 위 환매대책에 의하면 개인 및 일반법인 고객이 투신(운용)사 공사채형 수익증권, 투신(운용)사 주식형 수익증권에 대하여 환매신청을 하는 경우 대우채권 편입비율만큼은 전액 환매 연기하되 우선적으로 일정금액을 신청기간별로 차등하여 현금지급하고(1999. 11. 10.전에 환매하는 경우에는 평가액의 50%, 1999. 11. 10. 이후 환매하는 경우에는 80%, 2000. 2. 8. 이후 환매하는 경우에는 95%), 2000. 7. 1. 이후 최종정산하며, 우선지급금이 최종정산금액보다 적은 경우 추가지급하되, 최종정산금액보다 많은 경우 초과금은 환수하지 아니하는 것으로 되어 있다.

### 2. 피고 삼일의 손해배상책임 발생 여부에 관한 판단

#### 가. 기초사실

(1) 피고 삼일의 주식가치평가보고서 작성 경위

(가) 비상장회사가 주식 공모발행을 하기 위해서는 증권거래법상 유가증권신고서를 제출하여야 하고( 증권거래법 제8조 ), 유가증권발행신고등에관한규정에 따르면 비상장회사가 주식을 직접 공모하는 경우 모집가액 또는 매출가액의 적정성에 관하여 유가증권분석기관의 평가를 받은 후 그 분석내용을 유가증권신고서에 기재하고 그 평가의견서를 유가증권신고서에 첨부하도록 되어 있어, 피고 푸르덴셜은 1999. 10.말경 자신의 외부감사인인 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 구 주주 배정 및 실권주공모에 의한 유상증자와 관련하여 피고 푸르덴셜의 주식가치평가를 의뢰하였고, 이에 피고 삼일은 1999. 10. 30.부터 1999. 11. 12.까지 금융감독위원회의 명령인 유가증권인수업무에관한규정 제

17조 및 유가증권인수업무에관한규정시행세칙 제4조에 따라 유가증권분석을 실시한 후 피고 푸르덴셜에게 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 44,482원, 본질가치(자산가치와 수익가치를 2:3으로 가중평균한 수치)를 7,007원(1주당 액면가액 5,000원, 자본환원율 10.62% 적용)으로 산출한 주식가치평가보고서를 제출하였고, 이에 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 9. 이사회를 개최하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결의하고, 1999. 11. 16. 위 주식가치평가보고서를 첨부하여 "피고 삼일이 평가한 주당 본질가치는 7,007원이나 대우채권으로 인한 손실부담을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재한 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하였다.

(나) 그 후 금융감독원이 피고 삼일에게 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 자본환원율을 법령(유가증권인수업무에관한규정 시행세칙 제6조 ①항 단서)에 따른 10.62%가 아닌 상장, 등록 및 공모시 일반적으로 적용되는 자본환원율(12%)을 적용하도록 행정지도하여, 피고 삼일은 위 자본환원율(12%)을 적용하여 피고 푸르덴셜의 주당 순자산가치를 -49,204원, 수익가치를 39,364원, 본질가치를 3,937원으로 산출한 주식가치평가보고서를 작성하였으며, 피고 푸르덴셜은 1999. 11. 26. 금융감독위원회에 위 내용으로 정정된 유가증권신고서를 제출하면서, '공모가액 결정방법'이라는 항목에 "피고 삼일은 주당 본질가치를 3,937원으로 평가하였으나, 동사는 지난 수년 동안 이룩한 투자신탁업무의 경험을 바탕으로 향후에도 성장성과 수익성이 양호할 것이라는 점을 감안하여 주당 공모가액을 6,000원으로 결정하였다"고 기재하였다.

(2) 피고 삼일이 작성한 주식가치 평가보고서의 구체적인 내용

(가) 대우채 손실 부분

피고 삼일은 위 평가보고서를 작성하면서, "피고 푸르덴셜은 수익증권 판매를 주 업무로 하는 증권회사로서 회사가 개인 및 일반법인에게 판매한 공사채형 수익증권에 대우그룹발행 무보증채권(이하 '대우채'라 한다)이 포함되어 있습니다.

피고 푸르덴셜은 대우그룹 계열사의 기업개선작업과 관련하여 대우채로부터 발생하는 손실부분 중 일부를 부담하여야 할 것으로 예상됩니다.

그러나 평가일 현재 손실부담액을 추정하기 위한 제반변수의 불확실성이 존재하는바, 피고 푸르덴셜의 본질가치 평가시 대우채 관련 예상손실부담액은 반영하지 아니하였습니다.

"라고 기재하였다.

(나) 피고 푸르덴셜의 제19기, 제20기 경상이익 추정

피고 삼일은 위 주식가치평가를 수행하면서 피고 푸르덴셜의 수익가치 산정을 위한 기준이 되는 '향후 2년간의 경상이익'을 추정함에 있어 피고 푸르덴셜의 제19기 반기(1999. 4. 1. ~ 1999. 9. 30.)의 영업실적(3,860억 원의 경상이익 실현)과 평가일인 1999. 11. 12. 당시의 경제환경, 그리고 향후 종합주가지수의 상승 및 금리안정 등 증권회사 등의 긍정적 전망에 따라 피고 푸르덴셜의 제19기(1999. 4. 1. ~ 2000. 3. 31.)에 8,320억 4,100만원, 제20기(2000. 4. 1. ~ 2001. 3. 31.)에 9,625억 1,000만원의 경상이익을 실현할 것으로 각 추정하였다.

(다) 추정 경상이익 중 투자신탁보수 추정

피고 삼일은 2000. 3. 31.과 2001. 3. 31.의 피고 푸르덴셜의 주식형 수익증권의 수탁고를 추정하기 위하여 피고 푸르덴셜과 소외 현대증권이 1999. 3.부터 판매한 바이코리아펀드의 수탁고를 가지고 엑셀의 'FORECAST'함수(과거 추세

에 따라 미래예측 값을 구하는 함수)를 이용하여 예외적으로 높은 증가율을 나타낸 1999. 4.의 증가율을 제외하고 1999. 5.부터 1999. 9.까지의 추세를 사용하여 위 각 시점의 수탁고를 추정한 후 이를 피고 푸르덴셜과 현대증권의 수탁고 비율(53.56% : 46.44%)로 배분하여 피고 푸르덴셜의 2000. 3. 31. 수탁고를 11조 2,907억 원, 2001. 3. 31. 수탁고를 20조 6,401억 원으로 추정하고, 주식가치평가조서에 "2000. 3.말 대우사태의 진정으로 인하여 금융시장이 안정되어 가는 점을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 점차 증가할 것으로 예상되며, 구체적인 금액산출은 과거자료를 통한 추세분석에 따라 이루어짐, 2001. 3.말 향후 긍정적인 주가전망 및 회사의 적극적인 영업을 감안할 때 주식형 수익증권의 판매잔고가 크게 증가할 것으로 예상되며 구체적인 금액산출은 추세분석에 의함"이라고 기재하였다(갑 5호증의 10쪽).

또한 피고 삼일은 공사채형 신탁의 수탁고에 관하여 1999. 9.말 이후 수탁고가 감소하지 아니하고 2000. 3.까지는 15조 6,444억 원을 유지하다가 2001. 3.말경에는 18조 4,621억 원으로 증가할 것이라고 추정하였으며, 위 각 추정치를 기초로 수탁고 평균잔액을 추정산출하고 이에 보수율을 곱하여 수수료 수익을 제19기에 4,444억 원(주식형 수익증권 2,259억 원 + 공사채형 수익증권 2,185억 원), 제20기에 6,456억 원(주식형 수익증권 4,239억 원 + 공사채형 수익증권 2,217억 원)으로 각 추정산출하였다.

#### (라) 추정 경상이익 중 지분법 평가익 부분

피고 푸르덴셜이 지분의 90%를 가진 피투자회사인 소외 푸르덴셜자산운용 주식회사의 경영성과 중 90%에 상당하는 금액을 지분법 평가이익으로 손익계산서에 반영하여야 하는바(기업회계기준 제59조 제3항), 피고 삼일은 푸르덴셜자산운용 주식회사의 주된 수입인 투자신탁보수를 추정하면서(갑 제5호증의 27쪽), 주식형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 11조 166억 원이었는데, 2000. 3.경에는 21조 811억 원, 2001. 3.경에는 38조 5,377억 원이 될 것이고, 공사채형 수익증권 수탁고는 1999. 9.경 16조 6,405억 원이었는데, 2000. 3.경에는 16조 6,405억 원, 2001. 3.경에는 23조 4,621억 원이 될 것이라고 각 추정하여, 투자신탁보수는 1998. 4. ~ 1999. 3.까지 557억 7,400만원이었는데, 1999. 9. ~ 2000. 3.에는 581억 원, 2000. 4. ~ 2001. 3.에는 2,064억 원에 달할 것으로 예측하여 이를 토대로 푸르덴셜자산운용 주식회사의 2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도와 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도의 당기순이익을 추정한 후 동 금액의 90%에 상당하는 금액(2000. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 423억 원, 2001. 3. 31.로 종료하는 사업연도에 1,196억 원)을 지분법 평가이익으로 하여 피고 푸르덴셜의 영업외수익으로 반영하였다.

#### (마) 주당 추정이익 산정의 기초가 된 발행주식수

피고 삼일은 이 사건 주식가치평가 당시 수익가치를 산정하기 위한 주당 추정이익을 산정하면서 발행주식수를 보고서 작성 당시 발행주식 수인 42,035,849주에다가 이 사건 주식평가보고서에 의하여 유상증자로 발행될 것으로 추정한 87,500,000주를 더하여 129,535,849주를 발행주식 수로 하여 주당 추정이익을 4,724원으로 산정한 후 이를 자본환원율 12%로 나누어 수익가치를 39,364원으로 산정하였다(갑 4호증의 6쪽).