[UCI]I804:24011-200000234871

2005年 8月
博士學位論文

自己株式取得에 關한 硏究

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

金 在 斗

自己株式取得에 關한 硏究

A Study on the Reacquisition of Treasury Stocks

2005年　8月　日

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

金　在　斗

自己株式取得에 關한 硏究

指導敎授　梁　東　錫

이 論文을 法學 博士學位 申請 論文으로 提出함

2005年　4月　日

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

金　在　斗

金在斗의 博士學位論文을 認准함

委員長 成均館大學校　名譽敎授　　印

委　員　淸州大學校　　敎　　授　　印

委　員　朝鮮大學校　　敎　　授　　印

委　員　朝鮮大學校　　敎　　授　　印

委　員　朝鮮大學校　　敎　　授　　印

2005年　**8**月　　日

朝鮮大學校　大學院

목 차

ABSTRACT ····· **v**

第1章 序 論 ····· **1**

第1節 問題의 提起 ····· 1

第2節 硏究의 目的 및 方法 ····· 3

1. 硏究의 目的 ····· 3

2. 硏究方法 ····· 3

第2章 現行 商法上 自己株式取得制度 ····· **5**

第1節 自己株式取得의 意義 ····· 5

1. 自己株式의 本質 ····· 7

2. 自己株式取得의 現況 ····· 10

第2節 自己株式取得規制 및 그 例外 ····· 16

1. 自己株式取得規制의 根據 ····· 16

2. 商法上의 例外 ····· 35

3. 特別法上의 例外 ····· 39

4. 解釋上의 例外 ····· 40

第3節 株券上場法人의 自己株式取得 ····· 41

1. 適用對象 ····· 42

2. 取得上限 ····· 43

3. 取得財源 ····· 44

4. 取得節次 ····· 44
5. 取得方法 ····· 45
6. 公示 ····· 47
7. 義務保有期間 ····· 49
8. 少額株主持分과의 關係 ····· 49
9. 規定違反의 效果 ····· 50

第3章 外國의 立法例 ····· 51

第1節 美 國 ····· 51
1. 取得財源 ····· 52
2. 取得節次 및 取得方法 ····· 56
3. 公示規制 ····· 56
4. 取得代金의 分割支給 ····· 56
第2節 英 國 ····· 60
1. 取得要件 ····· 61
2. 取得財源 ····· 64
3. 公示規制 ····· 64
4. 資本償還準備金 ····· 65
5. 賣却株主의 地位 ····· 65
6. 自己株式取得에 대한 金融支援의 規制 ····· 67
第3節 獨 逸 ····· 71
1. 取得要件 ····· 72
2. 取得節次 ····· 74
3. 公示規制 ····· 74
4. 保有規制 ····· 75

5. 自己株式取得에 대한 金融支援 ····· 75
6. 最近의 株式法 改正論議 ····· 76
第4節 프랑스 ····· 77
1. 取得事由 ····· 78
2. 取得規制 ····· 79
3. 公示規制 ····· 80
4. 保有規制 ····· 81
5. 自己株式取得에 대한 金融支援 ····· 81
第5節 日 本 ····· 82
1. 金庫株의 制限 解除 ····· 82
2. 目的規制의 撤廢 ····· 83
3. 保有規制의 廢止 ····· 85
4. 數量規制의 撤廢 ····· 85
5. 財源規制의 維持와 資本準備金의 活用 ····· 86
6. 節次의 規制 ····· 87
7. 保有하는 自己株式의 處分 ····· 88
8. 子會社에 의한 母會社株式의 取得規制와 子會社로부터 自己株式의 取得 ···· 88

第4章 自己株式規制緩和論에 대한 考察 ····· 89

第1節 商法上 例外事由의 擴大 ····· 90
1. 從業員持株制度를 위한 自己株式取得 ····· 90
2. 柱式買受選擇權(stock option)制度를 위한 自己株式取得 ····· 100
第2節 閉鎖會社의 自己株式取得 ····· 106
1. 日本에서의 閉鎖會社의 自己株式取得 ····· 107
2. 美國에서의 閉鎖會社의 自己株式取得 ····· 110

3. 우리나라에서의 閉鎖會社의 自己株式取得 ····· 113
第3節 10% 上限의 適正性 ····· 115
1. 問題의 提起 ····· 115
2. 取得上限 廢址의 必要性 ····· 116
3. 取得上限 廢址에 따른 效果 ····· 117

第5章 結 論 ····· 119

참 고 문 헌 ····· 121

ABSTRACT

A Study on the Reacquisition of Treasury Stocks

By Kim, Jae Du
Advisor : Prof. Yang, Dong Suk, Ph.D.
Department of Law,
Graduate School of Chosun University

The meaning of treasury stocks buys again the stocks which a stockholder to a it floated the company. Stocks are conversion of negotiable securities as property rights and circulate, a company like other property rights so that a company may acquire oneself stocks, although he can think that it can acquire freely and can dispose if it becomes, it escapes to theoretical inconsistency that a company becomes its constituent, and others about capital reduction procedure it comes out and capital is returned the insider of a company can cause serious problems, such as violation of a fear of engaging in a speculative act, and a stockholder equal principle, and unjust corporate rule.

Therefore, the time required in order to set to perform the right of a company the case of a merger and business acquisition and to achieve the purpose, the commercial law only accepts this only within the case of being exceptional, the time required for odd lot processing the time for adding restriction strict with acquisition of treasury stocks, and retirement shares, when an opposite stockholder uses a stock option.

Theoretical inconsistency that a company will become a oneself constituent if

a company comes to acquire oneself stocks, fullness of corporate property, prevention of unjust transactions, and observance of an equality of stock principle, unjust corporate rule prevention, etc. Unlike the commercial law, the commercial law permits acquisition of treasury stocks in principle until now by on the other hand the Securities Exchange Act which have forbidden acquisition of oneself stocks. Restriction is only placed about the acquisition method, a source of revenue, procedure, etc. since the position difference of the commercial law and the Securities Exchange Act applicable to company can bring about the ambiguity which looks for confusion and an expedient, the research for canceling a position difference in this case is required for it

It is a policy for the purpose that management right must be protected by internationalization of capital to escape from securities market dullness prolonged by the strong thing to accept acquisition of oneself stocks extensively by the Securities Exchange Act. such a policy is required also for all their being not only a listed corporation and the association registering method but our companies it is judged that it can contribute also to autonomous Corporate culture.

The revised commercial law of Japan has suggested many things in 2001. Japan also forbids treasury of stock in principle together with the case of our commercial law conventionally. however Japan which accepted this exceptionally only in some cases have continued revision gradually together with the U.S. case, and receive acquisition of treasury stocks through this revision. which gives the impression of having arranged by regulation of the unity minimum. On the basis on the design that revision can abolish the purpose regulation also to held type oneself acquisition of stock by preparing suitable disposal regulation shortly, conversion of the way of thinking deserves evaluating.

Nevertheless, it is thought that it is because the reason the ban on a treasury

stock was lifted the public center of attention even at this grade, and became a point of argument, and the policy referred to as being a measure against a stock price came out to the whole surface.

It is for maintaining a stock price for the treasury stocks which became a department of supply rapidly simply to the inside where the dissolution of mutual possession of stocks advances if it says that it is extensive and what is bought is a measure against a stock price, when very direct, it will not be able to escape blame called stock price operation.

Easing regulation makes responsibility heavy at one side, although it is extending discretion of a manager. If it says that the commercial law eases the restriction to acquisition of treasury stocks and a manager diffuses injustice, a responsible manager will not be able to avoid the responsibility.

Therefore, Article 341 of the commercial law is revised studying the severe responsibility of soundness maintenance of a market, and a manager also by us the commercial laws, and they are 2 of Article 189 of the Securities Exchange Act, and Japan.

Probably, the legislation policy from which a company will acquire treasury stocks freely together with the main point of the revised commercial law in 2001 must be established.

第1章　序 論

第1節　問題의 提起

自己株式取得이란 會社가 주주로부터 자기가 발행한 株式을 양수하는 것이다. 株式은 재산권으로서 有價證券化하여 유통되기 때문에 會社는 다른 재산권처럼 자유롭게 取得·處分할 수 있다고 생각할 수 있으나 會社가 自己株式을 取得하게 되면 會社가 자신의 구성원이 된다는 이론적 모순에 빠지거나 資本減少節次를 거치지 않고 자본이 환급되며, 會社의 내부자가 투기행위를 할 염려, 株主平等原則의 위반, 불공정한 會社支配 등 중대한 문제를 야기할 수 있다. 따라서 商法은 自己株式의 取得에 엄격한 제한을 가하고 있으며 株式을 消却하기 위한 때, 合併·營業讓受의 경우, 會社의 권리를 실행함에 있어서 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때, 단주처리를 위하여 필요한 때, 反對株主가 株式買受請求權을 행사하는 경우 등 예외적인 경우에 한하여 이를 인정하고 있을 뿐이다.

그러나 證券去來法에서는 商法과 달리 1997. 1. 13의 개정에 이르기까지 株券上場法人의 自己株式取得에 대해서 점차 완화된 입장을 취해오고 있으며, 최근에는 '자본시장육성에 관한 법률'이 폐지됨에 따라 從業員持株制度가 證券去來法에 도입되고(증거 §191의 7 참조), 株式매수선택권제도(stock option)가 새로이 도입됨에 따라(동법 §189의 4 참조) 주권상장법인의 自己株式取得문제는 새로운 전기를 맞이하게 되었다. 더욱이 주권상장법인이 우리나라 경제에서 차지하는 엄청난 비중을 감안한다면 商法上의 一般會社의 自己株式取得문제보다도 證券去來法上 株券上場法人의 그것이 현실적으로 더 중요하다고 생각된다. 이에 대하여 경영진이 會社의 자금으로 경영권을 안정시킨다는 비판도 있으나 결국 경영권 안정을 보장하기 위하여 종래의 입장과는 다르게 원칙적으로 인정된 것이다.[1)]

---

1) 양동석, "自己株式取得의 제한에 관한 고찰", 「기업법연구」 제9집(2002.4.30), 393-394면.

최근 소버린 자산운용이 SK(주)는 물론이고 LG(주), LG전자 등에 대한 經營參加意思를 분명히 했다. 또 미국계 자본인 바우포스트는 한국포리올과 현대약품·환인제약·삼일제약 등의 지분을 경영참가 목적으로 보유하고 있다고 밝혔다. 특히 영국계 투자펀드인 헤르메스는 현대산업개발에 대한 보유목적을 기존 단순투자에서 경영참가로 변경했다. 국내 특정기업의 지분률 5% 이상 보유한 株主는 2,800명 가량이고, 그중 외국은 약 240명 수준이며, 외국인 가운데 약 30% 정도인 71명이 經營參加意思를 밝힌 것으로 집계되었다. 經營參加라 함은 임원교체, 투자 및 재무활동에 대한 간섭, 적대적 M&A까지 갈 수 있는 가능성이 있다는 것이다. 따라서 국내 기업은 국내 자본가뿐만 아니라 외국자본에 의하여도 經營權이 위협받고 있는 실정이므로 이를 보호하기 위하여도 自己株式取得에 대한 제한을 완화할 필요성이 제기된다.[2)]

따라서 商法과 證券去來法의 自己株式取得에 관한 입장은 매우 다르게 되어있기 때문에 혼란과 애매함 때문에 또 다른 문제를 야기할 수 있게 되었다. 株式會社의 自己株式取得은 기업에 유용한 면도 있으나 반면에 폐해도 크기 때문에 각국의 입법례나 우리 법제의 내에서도 서로 다른 정함이 있다고 생각된다. 그러므로 법제를 정비하여 보다 발전적인 방향을 모색해야 할 것으로 생각한다.

自己株式取得에 관한 세계 각국의 입법례를 보자면 미국은 종래 自己株式取得禁止의 原則을 엄격히 적용해 왔으나 현재는 우리나라의 경우와는 달리 일반적으로 허용하고 있는 입장이다. 自己株式取得과 株式상환은 取得 또는 상환되는 株式의 주주에게는 利益配當과 같은 결과가 되기 때문에 각 주의 會社法에서는 이러한 경향을 긍정적으로 받아들이고 있는 것이다. 즉, 自己株式取得은 기본정관의 규정과 관계없이 會社의 고유권리로서 성실하게(in good faith) 결정된 것이면 허용되고, 우리나라의 證券去來法上의 取得方法과는 달리 미국에서는 會社가 직접 自己株式을 買受(face-to-face-repurchase) 할 수도 있다. 그리고 自己株式取得을 위한 자금은 會社의 剩餘金이어야 한다. 잉여금의 범위에 대해서는 각 주법이 동일하게 규정하지 않으므로 利益剩餘金뿐만 아니라 資本剩餘金, 減資差益金 등도 이용될 수 있다. 그러나 보통주의 주주에 대하여 利益配當을 할 수 없는 잉여금 예컨대 優先株의 株主에 대한 미지급배당금 등은 自己株式取得에 사용할 수 없다. 그리고 會社가 取得한 株式은 여전히 발행된 株式

2) 김동호, 중앙일보, 2005년 4월 3일자 경제면.

에 포함되고 의결권을 비롯한 주주권이 제한되는 것이 일반적이다.[3]

이에 비하여 독일, 프랑스, 영국 등에서는 현재까지도 自己株式의 取得을 출자의 환급과 동일하게 생각하거나 증권시장질서를 문란하게 하는 것이라고 보아 원칙적으로 금지하고 있다. 일본에서는 종래 유럽국가들처럼 自己株式取得을 금지해 왔으나 최근 미국법의 영향을 받아 自己株式의 取得범위를 상당히 자유롭게 인정하고 있다.[4]

본 연구에서는 商法上 自己株式取得에 관한 엄격한 제한 이유 및 이에 위반한 取得의 효과를 고찰하고 證券去來法上의 제도적 목적달성을 위한 허용원칙 및 그 제한, 自己株式取得의 節次와 그 效果, 그리고 商法에 의하여 예외적으로 自己株式을 取得할 수 있는 경우 및 예외적으로 取得한 自己株式의 법적 지위 등에 관하여 고찰하고자 한다. 또한 일본에서 2001년에 商法을 개정하여 自己株式取得을 원칙적으로 허용한 배경을 고찰하고, 經營權保障 등을 위하여 商法上의 엄격한 제한을 완화할 수 있는지 그 방안을 모색하고자 한다.

第2節 硏究의 範圍 및 方法

위에서 언급한 바와 같이 商法은 會社의 自己株式取得을 엄격히 제한하고 있으나 證券去來法은 상장법인의 自己株式取得에 관하여 점차 완화된 입장을 취하고 있는 실정이다. 그 결과 商法과 證券去來法의 自己株式取得에 관한 입장이 다르기 때문에 혼란과 애매함이 존재하고, 경영권의 안정을 위한 제도적 보완이 필요하여 본 연구에서는 종래 商法의 엄격한 제한을 완화하는 방안을 검토하고자 한다. 즉 商法을 개정하여 일반株式會社도 自己株式을 取得할 수 있는 방안을 강구하고 대신 이 제도가 남용되지 않도록 대책을 제도적으로 마련해 보고자 한다.

이 연구목적을 달성하기 위하여 본 논문은 5장으로 구성하며, 제2장에서는 自己株式取得에 관한 개괄적 검토를 하고 商法에서 自己株式取得을 제한하는 취지 및 내용과 예외적으로

3) Cary & Eiseuberg, Corporations, Unabridged, 7th ed., The Foundation Press, Inc. (New York), 1995, pp.1375-1383.
4) 양동석, 전게논문, 394-395면.

自己株式取得을 허용하는 내용을 검토한다. 그리고 주권상장법인이 自己株式을 取得할 수 있는 조건, 재원, 절차 및 방법을 고찰하고 商法의 제한규정과 차이를 검토한다. 제3장에서는 自己株式取得에 관한 각국의 입법례를 비교검토 한다. 특히 제한적 입장인 영국, 독일, 프랑스의 입법례와 완화적 입장인 미국, 일본 등의 입법례를 비교하고, 우리 商法이 택해야 할 방향을 제시하고자 한다. 그리고 제4장에서는 自己株式取得制限에 관한 완화론을 중점검토하여 商法規定을 개정하는 결론을 도출하고자 한다. 특히 商法上 自己株式取得의 예외사유 확대, 일본·미국 등의 폐쇄會社의 自己株式取得, 우리 證券去來法 등의 自己株式取得에 관한 조건완화 등을 연구한다.

본 연구는 국내외 문헌을 중심으로 수행하며, 商法 및 證券去來法의 내용은 상호비교하여 더 효율적이고 우수한 내용을 도출해 낼 것이다. 그리고 외국의 문헌과 각종 연구는 기존 연구자의 연구결과를 활용하거나 필요한 부분은 번역을 하여 자료를 활용하고자 한다. 이미 국내에서 조사된 자료는 그대로 활용할 것이며, 다만 최근 조사자료가 없는 분야에 대해서는 종래의 자료를 활용하거나 부분적으로 최근의 자료를 재인용하고자 한다.

第2章　現行 商法上의 自己株式取得制度

第1節 自己株式取得의 本質과 現況

自己株式取得(Erwerb eigener Aktien)이라 함은, 會社가 株主로부터 會社의 自己株式을 讓受하는 것을 말한다. 따라서 전형적인 自己株式取得은 自己의 計算과 自己의 名義로 取得하는 것이지만, 自己의 計算으로 他人의 名義로 取得하는 경우와 他人의 計算으로 自己의 名義로 取得하는 경우도 自己株式取得이라고 본다.[5]

前者의 경우, 1984년 개정시 商法에서도 "自己의 計算으로"라는 문구를 삽입하여(第341條) 그 뜻을 명확히 밝히고 있듯이,[6] 會社가 自己의 計算으로 株式을 取得하는 이상 自己의 名義로 取得하는지 他人의 名義로 取得하는지 여부는 묻지 않고 누구의 名義로 取得하든 會社의 計算으로 取得하는 한 經濟的인 實質은 동일한 것이다.[7]

後者의 경우, 委託賣買會社가 買受委託去來의 이행으로 自己株式을 取得하는 경우이다. 즉 信託會社가 委託者로부터 自己株式을 信託받은 경우 自己株式의 取得임에는 분명하지만, 會社

---

5) 대주주나 임원의 자사주 取得과는 명의와 주체가 다르다는 점에서 구별되며, 기업의 투신사 자사주펀드에의 가입과도 법률적으로 주체가 다른 점에서 상이하다. 또한 自己株式 取得은 기업이 자발적으로 取得한다는 점에서 인수 시도자로부터 인수시도를 중단하는 조건으로 自己株式을 매입하는 그린메일(Green Mail or Targeted Repurchases)과도 구별된다.

6) 金東建, "自己株式의 取得禁止" (裁判資料 第37輯 會社法上의 諸問題(上), 法院行政處, 1987), 325면.

7) 그러나 會社가 타인명의로 自己株式을 取得하여 보유하는 경우에 회계장부상으로 대여금 등으로 처리해 두면 그것이 自己株式을 取得한 것인지 판정하는 것이 매우 어렵다. 따라서 일반적으로 제3자 명의에 의한 自己株式取得인지 여부를 판단함에 있어서는, ① 배당금이 會社에 귀속하는지 여부, ② 株式매각대금이 會社에 귀속하는지 여부 등의 두 가지 기준이 이용되고 있다.
물론 自己株式에 대하여는 이익배당청구권이 인정되지 않지만, 自己株式이 제3자 명의로 보유되고 있는 경우에는 그 입증이 현실적으로 어렵고, 이해관계인이 이의를 제기하는 경우가 거의 없기 때문에, 실제로는 대부분 배당이 이루어지고 있다. 즉 명의인은 배당금을 받아 진실한 주주인 會社에게 이전시키는 것이다. 따라서 배당금이 실질적으로 會社에 귀속하는지 여부는 自己株式인지 여부를 판단하는 중요한 단서가 된다. 이와 같이 타인명의로 取得한 自己株式의 주주권행사는 사실상 제한을 받지 않기 때문에, 실제적으로 많이 이루어지고 있다. 鄭泰雨, "自己株式에 관한 硏究" (서울大學校 法學博士學位論文, 1985), 8-9면.

의 資産에 영향을 미치는 것은 아니기 때문에 일반적으로 그 取得이 적법한 것으로 인정되고 있다.

自己株式은 발행이 완료된 株式인 점에서 會社의 發行豫定株式總數 중에서 아직 발행되지 않은 未發行授權株式과는 구별되므로[8] 發行株式數에는 포함된다. 다만 議決權 등의 株主權만이 제한될 따름이다. 이러한 특수성을 고려하여 美國의 경우에는 自己株式이란 "發行되었으나 社外에 있지 않은" 株式이라고 표현하기도 한다.[9] 그러나 金庫株(treasury shares)라는 개념을 포기한 RMBCA를 비롯하여 美國의 몇몇 州[10]에서는 會社가 取得한 自己株式은 별도의 조치가 없이 未發行授權株式이 되며, 특히 예외적으로 定款이 自己株式의 再發行을 禁止하는 경우에는 取得한 株式數만큼 授權株式이 감소하기까지 한다.

그밖에 子會社가 取得한 母會社의 株式,[11] 母子會社가 없는 會社 상호간에 取得한 상대방 會社의 株式도 自己株式과 실질은 동일한 것이며, 과거에는 이를 自己株式取得의 한 유형으로 다루기도 하였으나, 현재는 이에 관하여 商法上 별개의 특별규정이 존재한다(第342條의2, 第369條 第3項). 또한 自己株式을 담보로 取得하는 것도 自己株式取得이지만, 역시 특별규정이 존재한다(第341條의2). 이 논문에서는 논의를 집중하기 위해 自己株式取得이라는 용어는 위에서 설명한 전형적인 自己株式取得에 국한하여서만 사용하기로 한다.

---

8) 鄭泰雨, 전게논문, 5면.

9) 社外에 있지는 않지만 없어지는 것은 아니고, 대신 會社의 金庫에 보관된다고 생각하는 金庫株에 대한 대표적 규정으로는 MBCA 제2조(h) "Treasury shares" …… shall be deemed to be "issued" shares, but not "outstanding" shares.

10) 대표적인 입법으로는 CCC 제510조(a), RMBCA 제6.31조(a) 등을 들 수 있는데, 이러한 입법의 궁극적인 이유는 會社재산의 분배(distribution)에 있어서 잉여금(surplus)의 개념을 버렸기 때문이다.
1. CCC 제510조
(a) When a corporation purchases, redeems, acquires by way of conversion to another class or series, or otherwise acquires its own shares, those shares are restored to the status of authorized but unissued shares, unless the articles prohibit the issuance thereof.
2. RMBCA 제6.31조
(a) A corporation may acquire its own shares and shares so acquired constitute authorized but unissued shares.
(b) If the articles of incorporation prohibit the reissue of aquired shares, the number of authorized shares is reduced by the number of shares acquired, effective upon amendment of the articles of incorporation.

11) In re Buckhead America Corp., 178 B.R. 956 (D. Del. 1994) 판결에서는 자會社가 모會社의 株式을 取得한 것은 自己株式取得이 아니라고 판시하였다.

1. 自己株式의 本質

가. 未發行株式說과 資産說

自己株式의 本質에 대하여 학설은 未發行株式說과 資産說로 兩立되어 있다. 먼저 未發行株式說은 自己株式의 經濟的 實質을 중시하는 見解이다. 이 견해에 따르면 自己株式을 取得하게 되면 그 株式을 消却하여야 한다거나, 또는 消却한 것으로 본다. 會社의 自己株式取得은 본질적으로 特定株主에 대하여 投資金額을 還給하는 행위로 볼 수 있다. 즉, 自己株式取得은 이미 發行된 株式을 다시 未發行株式으로 전환시키는 행위에 불과한 것이므로[12] 經濟的 實質에 있어서는 未發行授權株式과 다를 바가 없으나, 法律上으로는 계속 發行된 상태로 존재하고 있으며 아직 失效節次를 거치지 않았다는 점에서 未發行株式과 구분될 뿐이다. 따라서 自己株式은 會社가 다른 會社의 株式을 보유하고 있는 경우와는 달리 資産으로 볼 수 없다.[13]

현재 企業會計基準 역시 未發行株式說을 따르고 있다. 즉 自己株式은 資本調整項目으로 한다고 규정하여(企業會計基準 第33條 第3號),[14] 自己株式의 取得目的과는 상관없이 未發行株式으로 보아 회계처리하고 있다.

---

12) "Treasury shares differ in kind, not degree, from shares of other corporations which the corporation may own. Shares of other corporations are investment, on the other hand, it is incorrect to argue that treasury shares of a corporation are also an investment. …… Thus, it is not meaningful to treat the acquisition of treasury shares as anything but a disproportionate distribution of corporate assets to the selling shareholders, or better, a disproportionate dividend." Hamilton, Robert W., The Law of Corporations in a Nutshell (3rd ed., West Publishing Co., 1991), at 125.

13)"Since its own shares do not constitute assets when owned by the corporation, the corporation receives no asset in exchange for its expenditures of funds, and stock purchases can be looked at as a waste of corporate assets." Black, Barbara, Corporate Dividends and Stock Repurchases (Clack Boardman Callaghan, 1996), ch. 6, at 4.

14) 1990. 3. 29. 기업회계기준의 개정 전에는 "自己株式은 기타 유동자산에 自己株式의 과목으로 구분하여 표시하고, 그 取得경위 등을 주석으로 기재한다. 다만 株式消却을 전제로 取得한 경우에는 자본에서 차감하는 형식으로 기재한다(제20조)"라고 규정하여 消却의 경우를 제외하고는 自己株式을 會社의 자산으로 보았다. 그러나 1990. 3. 29. 개정으로 "自己株式은 장부가액(取得가액)을 자본에서 차감하는 형식으로 기재하고 그 取得경위, 향후처리계획 등을 주석으로 기재한다"라고 하여, 미발행株式설의 입장을 취하게 되었다. 그 후 1998.12.11. 제33조 3항에서 "會社가 이미 발행한 株式을 주주로부터 取得한 경우 그 取得가액으로 하고, 그 取得경위·향후처리계획 등을 주석으로 기재한다"로 개정한 후, 2003.11.17. 개정된 현행 기업회계기준에도 동일하게 유지되고 있다.

이와는 달리 資産說은, 자산의 정의를 미국의 SFAC No.6을 그대로 도입하여 특정자원이 미래에 순현금유입을 발생시키거나 순현금유출을 방지하여야 한다는 점에 착안하고 있다. 즉, 會社가 미래에 自己株式을 재발행하게 되면 순현금유입이 발생하므로 이를 자산으로 보아야 한다는 것이다.[15] 이러한 資産說을 日本의 會計基準이 따르고 있다.

資産說은 自己株式의 有價證券性을 강조하는 見解로서, 會社는 언제라도 自己株式을 再發行하여 현금화시킬 수 있기 때문에 會社가 自己株式을 보유하는 것은 會社가 다른 會社의 株式을 보유하는 것과 다를 것이 없다고 한다. 즉 資産說은 법률적으로 未發行株式과 發行株式은 구별되어야 한다는 시각에서 아직 資本金이 감소된 것은 아니라는 사실에 주목하고 있다. 또한 資産說은 보다 완화된 형태로서, 會社가 株式을 消却하는 것을 전제로 自己株式을 取得한 경우에는 資本還給의 성격이 강하므로 資産性을 인정하기 곤란하지만, 그 이외에 會社가 有價證券으로 보유하고 있는 自己株式은 資産으로 보아야 한다고 주장하기도 한다.

會社가 自己株式을 取得함에 있어 그 목적이 消却 또는 再發行의 의도와는 상관없이 株主와 債權者 사이 또는 株主 사이의 利害關係에 달라지는 경우는 없다할 것이다. 왜냐하면, 自己株式은 取得目的과는 상관없이 會社가 보유하고 있는 동안에는 종이조각에 불과하며, 會社는 그 종이조각을 받고 株主에게 그 持分을 還給하여 준 것으로 볼 수 있기 때문에 自己株式取得 이후의 사정은 특별한 독립변수가 되지 못한다. 설사 會社가 이후에 自己株式을 再發行한다고 하더라도 이는 經濟的으로 볼 때 新株發行과 전혀 다를 바가 없기 때문에 自己株式을 資産으로 보아야 할 이유는 전혀 없다고 하여야 할 것이다.

그러나 더욱 중요한 문제는 自己株式取得을 規制하는 근본적인 이유 가운데 하나가 株主와 債權者 사이의 利益相衝을 조절하기 위한 것인데, 自己株式의 資産性을 인정하게 되면 自己株式取得을 商法에서 原則的으로 禁止하려는 중요한 根據가 상실된다는 점이다. 이러한 맥락에서 證券去來法上 自己株式의 取得財源을 配當可能利益으로 한정한 것인데, 自己株式을 資産으로 본다면 債權者의 觀點에서는 會社의 財務狀況이 自己株式取得으로 인하여 아무런 변화가 없기 때문에 결국 自己株式取得을 禁止할 이유가 상당부분 없어지는 결과가 된다.

---

15) 자산이란 과거의 거래나 사상의 결과로서 특정의 실체가 소유 또는 통제하고 있는 장래의 경제적 효익(future economic benefit)을 의미한다.

나. 營業損益 二重化의 問題

企業의 營業成果가 악화되면 직접적으로 自己株式의 價値에 영향을 미쳐 企業의 經營成果를 이중으로 악화시킨다거나 또는 반대로 企業의 營業成果가 좋아지는 경우에는 經營成果를 二重으로 개선시킨다는 營業損益의 二重化[16]가 自己株式에 대한 대표적인 편견일 것이다. 이러한 견해는 기본적으로 資産說의 연장선상에서 파악되는 견해로써 自己株式取得을 타會社 株式에 대한 투자와 동일한 관점에서 파악하고 있다.

다. 適法한 自己株式取得과 株主持分

1) 美國의 會計基準

會社가 自己株式을 取得하는 경우, 그만큼을 株主에게 還給한 것으로 보아야 하기 때문에 바로 資本金을 감소시키는 것이 經濟的 實質과 일치한다. 會計學에는 經濟的 實質을 중요시하기 때문에 資本金評價計定法(direct capital reduction method)[17] 에 의한 회계처리가 가능하다. 실제로 APB Opinion. No.6에서도 그러한 방법을 하나의 GAAP로 인정하고 있다.[18] 따라서 만일 自己株式을 額面으로(at par) 取得하게 되면, 利益剩餘金 항목에는 전혀 영향을 주지 않게 되며, 특히 自己株式取得의 財源으로 資本金을 이용하는 경우에는 당연히 資本金評價計定法을 사용하게 된다.[19]

그러나 美國에서 資本金은 유통되든 아니든(whether or not outstanding), 發行된 모든 株式을 포함하는 것으로 규정하고 있기 때문에 自己株式을 법적으로 消却하기 전까지는 資本金을 감소시킬 수 없다는 문제가 있다.[20] 이에 따라 利益剩餘金評價計定法(direct surplus

16) 會社의 자본으로서 自己株式을 보유한 때에는 會社의 내용이 악화되면 동시에 株式의 가치도 이에 응하여 감소되므로, 會社는 이중의 손실을 보게 되어 채권자에게 극히 위험하다. 鄭東潤, 『會社法(第7版)』, (法文社, 2001), 244면; 반대의 견해로서, 만일 會社가 영업이 번창하게 되면 오히려 이중의 이익을 보게 된다는 이유로 위와 같은 설명이 잘못되었다고 하는 견해도 있다. 李文星, "自己株式取得制限制度의 改善方向" (上場協 第33號, 1996), 119면.

17) NYBCL 제151조(a).

18) APB Op. No.6 (1965), 12-13문단.

19) 예를 들어, NYBCL 제513조(b), (c) 등의 경우에는 당연히 자본금에서 바로 自己株式을 차감하게 된다.

20) NYBCL 제515조(c). 자세한 내용은 Fiflis, Ted J., Accounting Issues for Lawyers: Teaching Materials (4th ed., West Publishing Co., 1991), at 415 vid.

reduction method)[21]라고 하는 自己株式을 取得하는 경우 利益剩餘金에 그 효과를 반영하는 처리방법이 개발되었다. 이 방법은 自己株式取得을 위한 財源을 配當可能利益으로 한정할 경우에, 그러한 取得財源의 制限까지를 함께 나타낼 수 있는 방법이라고 하겠다.

그런데 美國에서는 독특하게 剩餘金으로 분류되기는 하지만 株主에게는 配當할 수 없다는 制限剩餘金(restricted surplus)이라는 개념을 만들어내어 自己株式의 회계처리를 하는 경우가 있다.[22] 즉 制限剩餘金法은 自己株式取得에 사용된 利益剩餘金은 이미 사용되었으므로 利益配當이나 또 다른 自己株式取得에 사용할 수 없다는 점을 강조하는 방법이다. 따라서 自己株式取得의 효과를 利益剩餘金에만 반영한다는 점에서 본다면, 利益剩餘金評價計定法과 유사한 처리방법이라고 할 수 있으나, 取得된 株式이 완전히 없어진 것이 아니라 會社가 金庫株의 형태로 보유하고 있다는 점을 나타내고 있다는 점이 利益剩餘金評價計定法과 다르다.

2) 우리나라의 會計基準

우리나라에서의 회계처리는 資本金을 發行株式의 額面總額(商法 第451條)으로 규정하였기 때문에 株式이 消却되지 않은 상태에서 바로 資本金을 감소시킬 수 없으며, 自己株式을 取得하는 경우라도 證券去來法에 따라 配當可能利益으로만 할 수 있는 것이 아니라, 商法에 의하여 取得財源에 制限없이 할 수 있다. 따라서 資本金과 利益剩餘金을 변화시키지 않으면서도 株主持分의 실질적 감소를 표시하여야 한다는 점에서, 미국과는 달리 自己株式을 資本調整項目으로 분류하여 資本의 評價計定으로 하고 있다(資本評價計定法).

2. 自己株式取得의 現況

한국상장會社협의회에서 2002년 12월 결산 上場會社 516개사 중 2001년 9월말 이후부터 2002년 9월말 현재의 기간동안 自己株式을 보유하였거나 보유하고 있는 370개사를 대상[23]으로 自己株式保有金額 및 증감현황을 조사하였다. 그 결과 금년 3/4분기 현재 自己株式을 보유

21) NYBCL 제515조.
22) MBCA 제6조.
23) 결산기 변경 등으로 비교 불가능한 會社 및 공기업 민영화 등 특수한 목적으로 自己株式을 보유하고 있는'KT','담배인삼공사'등 55개사는 제외하였다.

하고 있는 상장會社는 전체 516개사 중 69.6%인 359개사이며 이 중 153개사(29.7%)는 自己株式 保有量이 증가하였고, 66개사(16.6%)는 自己株式 保有量이 감소한 것으로 나타났다.

<표 2-1> 자기주식 보유사 현황

(단위 : 개사, %)

구 분	株式보유사				미보유사			합계
	보유금액 증가	변동 없음	보유금액 감소	소계	전액 處分	미보 유사	소계	
제 조 업	111	89	66	266	15	103	118	384
비제조업	41	30	20	91	5	23	28	119
금 융 업	1	1	-	2	3	8	11	13
전체	153 (29.6)	120 (23.3)	86 (16.7)	359 (69.6)	23 (4.4)	134 (26.0)	157 (30.4)	516 (100.0)

※( )은 구성비임.

상장기업들은 주가안정과 경영권방어 등을 위해 自己株式 保有를 증가시켰다. 즉 전년 9월말 대비 1조 7,389억원(1사당 평균 47억원)으로 22.6% 증가하였는데, 이는 전년 9월말 7조 6,951억원 대비 22.6% 증가한 9조 4,290억원이다. 업종별로는 제조업 및 비제조업 전년 대비 각각 22.8%, 28.5% 증가한 6조 9,666억원, 2조 2,852억원으로 나타난 반면, 금융업은 전년 2,362억원 대비 25.0% 감소한 1,772억원으로 나타났다.

이와 같은 현상은 최근 감독당국에서 기업들의 자발적이고 적극적인 주가관리를 위해 自己株式取得限度 및 方法 등에 대한 규제를 완화함에 따른 것으로 분석된다.

<표 2-2> 자기주식 보유금액 증감 현황

(단위 : 개사, 억원, %)

구 분	2002.9	2001.9	증감액	증감률
제조업 (270개사)	6조 9,666억원 (258)	5조 6,751억원 (210)	1조 2,915억원 (48)	22.8
비제조업 (95개사)	2조 2,852억원 (241)	1조 7,787억원 (187)	5,065억원 (53)	28.5
금융 (5개사)	1,772억원 (354)	2,363억원 (473)	591억원 (118)	25.0
전체 (370개사)	9조 4,290억원 (255)	7조 6,901억원 (208)	1조 7,389억원 (47)	22.6

※ ( )은 1사당 평균 금액임.

取得방법으로는 기업들이 시장에서 직접 取得한 自己株式보유 증가액은 전년 5조 6,154억원 대비 12.7% 증가한 6조 3,305억원임에 비하여, 자사주펀드와 신탁계약에 의한 間接取得을 통한 自己株式 보유증가액은 전년 2조 747억원 대비 49.3% 대폭 증가한 3조 985억원으로 나타나 기업들의 自己株式 取得 경향은 자사주펀드 및 신탁계약을 통한 間接取得의 형태를 많이 선택하고 있는 조사되었다.

<표 2-3>자기주식 취득금액 증감 현황

(단위 : 개사, %)

구분	2002. 9	2001.9	증감액	증감률
직접取得 1사당	6조 3,305억원 (171.1억원)	5조 6,154억원 (151.8억원)	7,151억원 (19.3억원)	12.7
간접取得 1사당	3조 985억원 (83.7억원)	2조 747억원 (56.1억원)	1조 238억원 (27.7억원)	49.3
계 1사당	9조 4,290억원 (254.8억원)	7조 6,901억원 (207.8억원)	1조 7,389억원 (47.0억원)	22.6

* ( )안은 1사당평균치

이하에서는 조사부 경제조사과에서 분석한 주요 업종별 自己株式保有 증감 현황을 살펴보았다.

<표 2-4> 주요 업종별 자기주식보유 증감 현황

(단위 : 개사, 억원)

업 종	會社수	2002.9		2001.9		증감률
			1사당평균		1사당평균	
전자통신장비	30	26,380	879	11,691	390	125.7
기계장비	21	2,083	99	862	41	141.7
비금속광물	11	650	59	378	34	72.0
화학제품	54	5,887	109	5,753	107	2.3
고무제품	17	826	49	747	44	10.5
조립금속	7	102	15	66	9	55.0
봉제의복	9	200	22	166	18	20.6
음식료품	13	766	59	732	56	4.7
사무용기기	6	438	73	535	89	▲18.1
의료정밀	5	1,679	336	1,798	360	▲6.6
가구기타	5	73	15	206	41	▲64.7
섬유제품	12	182	15	388	32	▲53.0
1차금속	22	14,592	663	14,864	676	▲1.8
운송장비	4	4,286	1,071	5,137	1,284	▲16.6
전기기계	13	3,163	243	4,815	370	▲34.3
제 조 업	270	69,666	258	56,751	210	22.8
통신	2	11,929	5,965	7,950	3,975	50.0
도매중개	23	2,344	102	1,979	86	18.4
전문서비스	3	386	129	123	41	215.2
전기가스	8	2,429	304	2,356	295	3.1
어업	3	87	29	63	21	38.8
종합건설	31	2,051	66	2,088	67	▲1.8
비제조업	95	22,852	241	17,787	187	28.2
금 융 업	5	1,772	354	2,363	473	▲77.2
총 합 계	370	94,290	255	76,901	208	22.6

<표 2-5> 자기주식보유 증가 상위 10개사

(단위 : 억원)

순 위	회사명	2002.9	2001.9	증가액
1	삼성전자	24,621	9,622	14,998
2	SK텔레콤	11,929	7,947	3,982
3	두산중공업	1,515	457	1,058
4	에스원	313	5	308
5	SK글로벌	323	31	292
6	제일기획	383	118	265
7	태평양	322	67	255
8	현대시멘트	218	30	189
9	LG상사	281	127	154
10	동국제강	535	390	146

※ 신규보유사, 관리종목 제외

<표 2-6> 자기주식 보유 증가율 상위 10개사

(단위 : 억원, %)

순위	회사명	2002.9	2001.9	증가율
1	동아타이어공업	70.4	0.3	206.1
2	에스원	313.1	5.0	61.9
3	대원전선	25.0	0.4	58.5
4	팬택	37.8	0.8	47.5
5	조광페인트	83.3	5.4	14.5
6	대한전선	7.7	0.6	11.6
7	SK글로벌	323.0	31.3	9.3
8	현대시멘트	218.0	29.5	6.4
9	에넥스	47.5	7.2	5.6
10	삼익LMS	19.4	3.2	5.1

※ 신규보유, 관리종목 제외

<표 2-7> 자기주식보유 감소 상위 10개사

(단위 : 억원)

순위	회사명	2002.9	2001.9	감소액
1	LG산전	2,427	4,094	▲1,666
2	현대중공업	3,766	4,596	▲830
3	INI스틸	1,643	1,991	▲348
4	SK케미칼	47	304	▲258
5	웅진닷컴	7	250	▲243
6	퍼시스	0	181	▲181
7	새한	34	193	▲159
8	신도리코	66	190	▲125
9	현대종합상사	291	410	▲120
10	삼영전자공업	9	121	▲112

※ 전액處分사, 관리종목 제외

<표 2-8> 자기주식보유 감소율 상위 10개사

(단위 : 억원, %)

순위	회사명	2002.9	2001.9	감소율
1	현대모비스	0.01	9.8	▲99.9
2	금강공업	0.1	17.5	▲99.5
3	휴니드테크놀러지스	0.3	17.7	▲98.4
4	신성이엔지	0.7	45.8	▲98.4
5	웅진닷컴	6.7	249.8	▲97.3
6	삼성제약공업	1.5	21.8	▲92.9
7	삼영전자공업	9.1	120.7	▲92.5
8	갑을	1.5	14.9	▲89.9
9	SK케미칼	46.9	304.4	▲84.6
10	삼호	3.4	21.2	-84.1

※ 전액처분사, 관리종목 제외

第2節　自己株式取得規制 및 그 例外

1. 自己株式 取得規制의 根據

會社는 특정한 경우를 제외하고는 자기의 株式을 取得하지 못하는데, 이는 會社가 自己株式을 原始取得 하는 것은 이론적으로 무리가 있고, 또 會社와 株主는 각기 별개의 人格者이어야 할 것인데 會社가 자신의 구성원이 된다는 것도 모순이며, 일반사업상 混同의 法理에도 위배된다. 그러나 이러한 원칙에 따르면 商法이 예외적으로 自己株式의 取得을 인정하는 근거를 설명할 수 없다. 또한 株式은 개성 없는 有價物로서 유통하는 有價證券이므로 會社가 自己株式이라고 하여 承繼取得도 할 수 없다는 것은 이론적 근거가 희박한 것이다.[24] 일본 역시 自己株式 取得規制의 개념적인 근거는 없다는 것이 通說이다.[25]

會社의 自己株式取得은 이와 같은 이론적 근거에서보다는 이를 허용하게 되면 아래와 같은 폐해가 존재하기 때문에 정책적 이유로 이를 금지한다고 한다.[26] 즉 ① 會社의 資産이 감소되므로 債權者의 利益을 害할 뿐만 아니라, 사실상 特定株主에 대한 出資의 還給이 되므로 資本充實 또는 資本維持의 原則에 반한다.[27] ② 理事가 內部者去來(insider trading)나 時勢操縱

---

24) 崔基元, 『新會社法論』, (法文社, 2000), 330-331면.

25) 이론상의 근거를 받아들일 수 없는 이유는 ① 株式이 발행되면 그 후에는 재산권의 객체로서 유가증권화하여 유통되므로 會社가 거래의 객체로 이를 取得하는 것이 불가능한 것은 아니며, ② 영미법상의 능력외이론은 이미 쇠퇴하였고, 會社의 목적에 의한 권리능력의 제한도 극단적인 경우에만 인정되는 것이 타당하며, ③ 증권화된 재산권은 혼동의 법리가 적용되지 않는 것이 오히려 원칙(민법 제509조 제1항, 어음법 제11조 제3항, 수표법 제14조 제3항 참조)이기 때문이라고 한다. 森本滋, "自己株式取得規制の緩和論について" (現代企業と有價證券の法理, 有斐閣, 1994), 5면.

26) 일본의 경우, 自己株式取得을 원칙적으로 금지하는 이유로, ① 자본의 공동화 방지(會社채권자 보호), ② 주주간의 공평의 확보, ③ 불공정한 株式거래의 금지, ④ 會社지배권을 둘러싼 불공정거래의 방지 등 이다. 江頭憲治郎,"自己株式取得規制の緩和問題について"(商事法務 第1302號, 1992), 2-3면 ; 吉戒修一·中西茂, "商法及び有限會社法の一部改正の概要"(ジュリスト 第1052號, 1994), 29면 ; 倉澤康一郎,"公開會社の自己株式取得規制緩和"(ジュリスト 第1029號, 1993), 13면 ; 森本滋, 上揭論文 주 62), 9-10면.

27) 이에 대하여 會社가 配當可能利益을 이익으로 自己株式을 取得한 때에는 資本維持 또는 資本充實의 原則에 반하지 않기 때문에 잉여금에 의한 自己株式取得을 인정하는 입법례도 있다. 뉴욕주사업會社법 제513조(a); 이탈리아민법 제2357조 1항; 영국會社법 제51조(1).

등에 의하여 투기행위를 함으로써 부당한 利益을 얻을 수 있으므로 공정한 株式去來秩序가 파괴된다. 물론 이에 대하여는 주권상장법인의 경우 證券去來法이 개별적인 時勢操縱이나 內部者去來를 금지하는 규정(제188조의 2)을 두고 있으므로 그 폐해가 방지될 수 있다는 비판이 있다. ③ 會社가 自己株式을 取得하는 것은 特定株主만을 우대하는 결과를 초래하므로 株主平等의 原則에 반한다. 이에 대하여는, 有價證券市場에서 時價로 自己株式을 取得하는 경우에는 株主平等의 原則에 위배되지 않는다는 비판이 있다. 이하에서는 위 세 가지 근거를 가지고 自己株式取得에 대한 규제의 타당성에 대하여 살펴본다.

가. 資本充實의 原則

1) 株主와 債權者의 關係

債權者가 固定金額請求權(fixed claim)을 가지는 데 비하여 株主는 殘餘持分請求權(residual claim)만을 가지기 때문에 일반적으로 債權者의 청구는 株主의 청구에 우선한다. 그렇다고 株主는 債權者가 만족할 만큼 모두 상환을 받고 물러 설 때까지 수수방관만하고 있다거나 또는 그래야만 한다는 것을 의미하지는 않는다. 주주가 채권자 보다 먼저 금전적인 만족을 얻는 방법은 단순히 배당뿐만이 아니라, 會社로부터 금원을 낮은 이자율로 차용한다거나, 會社를 물상보증인 또는 보증인으로 하여 제3자에게 금원을 차용하는 것도 넓게 본다면 주주의 투하자본회수라고 할 수 있을 것이다. 株主 역시 債權者와 다름없는 투자자이기에 자신의 투자에 대하여 일정한 수익을 기대한다. 따라서 會社의 부채에 대하여 모든 債權者에게 변제되지 않은 상태에서도 株主는 자신의 투자금액과 그에 따른 수익을 회수하려는 誘因을 충분히 가지게 되는 것이다.[28] 물론 株主의 이러한 誘因은 會社가 계속 결손을 내거나 멀지 않은 장래에 파산이 예측되는 경우 株主와 債權者의 利益相衝關係는 극적으로 나타나지만, 會社가 계속 높은 수익을 올리고 있을 때에는 단적으로 표면화되지 않는다.

그런데 株主는 위와 같은 誘因뿐만 아니라 권한[29]까지 주어져 있어 會社財産의 分配에 관한 결정권한은 일반적으로 理事會나 株主總會에 부여되어 있다.[30] 理事는 결국 株主總會에서

28) Manning, Bayless and James J. Hanks, Jr., Legal Capital (3rd ed., The Foundation Press, 1990), at 13-15 vid.
29) Id. at 16.

선출되는 것이므로, 결국 株主에게는 언제라도 會社의 財産을 分配받을 수 있는 권한이 부여되어 있는 것이다.[31]

株式의 소유자는 두 가지 지위를 누릴 수 있다.[32] 하나는 配當請求權이나 殘餘財産分配請求權과 같은 권리를 통하여 수익을 얻을 수 있는 지위이며, 다른 하나는 議決權에 의하여 會社를 지배할 수 있는 지위이다. 그러나 自己株式의 경우, 會社는 自己株式의 보유를 통하여 보통의 株主가 누리는 어떠한 지위도 누리지 못하는 것이다. 결국 會社가 보유하고 있는 自己株式은 진정한 의미에서 종이조각(pieces of paper in the hands of the corporation)에 불과하다. 會社가 지급한 것은 資産(現金)이며, 그 대가로 받은 것은 아무런 쓸모도 없는 종이조각이다.[33] 물론 會社가 언제라도 自己株式을 재발행할 수 있다는 점을 감안한다면 이러한 주장에 대하여 의문을 제기할 수도 있다. 그러나 理事會의 결의에 의하여 授權株式의 범위 내에서 자유로이 株式을 발행할 수 있으며, 이러한 新株發行과 自己株式의 재발행은 경제적으로 전혀 차이가 없다. 따라서 自己株式은 會社가 보유하고 있는 동안은 실효절차를 밟지 않았다고 하더라도 전혀 없는 것으로 보는 것이 경제적인 실질을 올바로 파악하는 것이다. 따라서 會社는 株主에게 아무런 대가도 없이 會社의 資産을 지급한 것이기 때문에, 會社가 自己株式을 取得한다는 것은 株主가 債權者에 앞서서 자신의 투자금액을 회수한 것으로 볼 수 있다.

會社의 債權者가 無擔保債權者라면, 이러한 거래가 구체적으로 그 債權者를 해하는지 여부는 會社의 一般財産이 얼마나 충분한가에 달려 있다. 만일 會社가 계속 缺損을 내거나 멀지 않은 장래에 파산이 예측되는 상황이라면, 自己株式取得에 의하여 債權者가 자신의 채권을 모두 변제받지 못할 가능성도 있다. 그러나 會社의 경영성적이 좋아서 一般財産이 충분한 경우라면 債權者가 특별히 손해를 입는 일은 없을 것이기에 自己株式取得으로 인한 會社財産의 流出이 무조건 債權者를 해하는 것은 아니다. 다만 會社의 재무상황이 좋지 않을 경우에는 株主와 債權者의 利益相衝關係가 극적으로 나타나 自己株式取得이 債權者를 害할 가능성이 일반적으로 고조될 수 있다.

---

30) 우리의 경우에는 배당결의가 궁극적으로는 주주총회의 결정사항이고(商法 제449조 제1항, 제447조 제3호, 제462조의2 제1항), 미국의 경우에는 단순히 이사회의 결정사항에 불과하고 그러한 결정에는 경영판단의 원칙이 적용된다 (RMBCA 제6조.40조 참조).

31) 여기서 지배주주와 소수주주의 문제가 발생하지만, 주주 사이의 이익상충에 대하여는 다음 제5장 제1절 제3항에서 다루기로 하고, 일단 여기에서는 주주와 채권자와의 관계에만 주목하기로 한다.

32) RMBCA 제6.01조(b).

33) Manning & Hanks, supra note 65, at 14.

2) 利益相衝에 대한 解決方案

위에서 본 바와 같이 自己株式取得이 상황에 따라서 會社의 債權者를 害할 수도 있음을 살펴보았다. 株主와 債權者의 利益相衝關係가 현실적으로 부각되면 法이 할 수 있는 부분은 規制 또는 방치하는 것이다. 즉 "自生的 秩序"와 "意圖된 法"이다. 法이 개입하지 않더라도 당사자 사이에 이루어질 法律關係와 法이 規制의 명분으로 개입하였을 경우에 형성되는 法律關係가 일치할수록 더욱 효율적인 법규가 된다.[34]

그러면 法이 아무런 개입도 하지 않을 경우, 우선 합리적인 債權者라면 會社의 自己株式取得으로 인하여 자신이 채권을 모두 상환받지 못할 수도 있음을 염두에 둘 것이다. 따라서 債權者로서는 債務不履行危險(default risk)을 고려하여 擔保의 提供을 요구하거나 아니면 시중보다 더 높은 利子率을 요구하며 會社와 거래할 것이다.[35] 이러한 債權者의 행동은 債權者 자신의 監督費用을 株主에게 전가하는 메커니즘으로 볼 수 있다.

債權者로서는 自己株式取得과 같은 資産流出의 위험[36]을 전제로 투자하기 때문에 더 높은 利子率을 요구하고, 이를 會社의 입장에서 보면 부채의 資本費用이 증가하는 것이다. 會社의 經營者로서는 높은 利子率에 의해 발생되는 負債費用의 증가하는 것을 막고자 自己株式取得을 하지 않겠다든가, 債權者의 동의가 있어야 自己株式을 取得하겠다든가, 아니면 自己株式을 取得하면 즉시 債權者에게 통지하고 그 지시에 따르겠다든가 등등의 약정을 할 수 있는 것이다. 이처럼 經營者가 債權者에 대하여 위와 같은 거래로 인하여 債權者를 해하는 일은 없을 것이라는 것을 確證(bonding)하여야만 한다. 물론 이 약정에는 위반시 會社가 期限의 利益을 상실한다는 등의 처벌조항도 당연히 포함될 것이다. 이러한 契約的 接近方法(contractual approach)을 일반적으로 制限特約(restrictive covenant) 또는 財務特約(financial covenant)이라고 하는데, 美國에서 社債權者의 보호방법으로 많이 이용되고 있다.[37]

---

34) 이는 市場失敗가 없다는 것을 전제로 한 것이며, 市場失敗까지 생각한다면 法은 市場失敗를 수정하는 한도에서 개입하는 것이 바람직하다는 결론이 된다. 市場失敗가 없다는 것을 전제로 한 경우, 법은 표준계약(standard contract)으로서 거래비용을 줄이는 역할을 하게 된다. 또한 정보분석의 능력이 없는 무능한 투자자를 보호하는 역할을 하기도 한다.

35) 사실 會社가 충분한 擔保를 제공할 수 있다면 모든 문제는 간단히 해결되겠지만, 현실적으로 그렇지 못하기 때문에 문제가 발생하는 것이고, 株主와 債權者의 利益相衝이라는 맥락에서 본다면 결국 더 높은 利子率의 요구가 궁극적으로 나타나는 결과라고 할 수 있다.

36) 尹榮信, "社債權者 保護에 관한 硏究: 株主와 社債權者의 利益衝突을 中心으로" (서울大學校 法學博士學位論文, 1997), 38-43면 참조.

37) 일반적인 재무특약에는 自己株式取得금지가 포함된다.

현행법은 위와 같은 利益相衝의 상황에서, 商法上 會社의 資本,[38] 資本準備金, 利益準備金 등 일정한 한도금액을 정하고 그 한도금액에 대하여는 株主가 債權者보다 미리 상환 받을 수 없도록 하여 미국처럼 契約的 接近方法보다는 制度的 接近方法(institutional approach)을 취하고 있다. 이러한 制度的 接近方法을 資本充實 또는 資本維持의 原則이라고 한다. 그 결과 自己株式의 取得이 配當可能利益을 財源[39]으로 하는 경우에는 商法上 會社의 資本, 資本準備金, 利益準備金은 그대로 유지되므로 資本充實의 原則에 반하지 않는다고 설명하기도 한다.[40]

그러나 이처럼 債權者保護를 위하여 일정한 금액은 株主에게 유출되지 못하도록 하는 현재의 메카니즘은 다음과 같은 문제가 있다.

IMF 이전의 우리나라 기업은 負債比率이 비정상적으로 높았다. 즉 30대 財閥의 경우만 보더라도 1996년말 기준으로 負債比率이 387%, 자기자본비율은 21%에 달하고 있어[41] 이와 같이 會社의 재무구조가 他人資本 위주로 구성될 경우에는 현행 資本制度는 債權者保護를 위한 緩衝役割(equity cushion)을 거의 하지 못하였다. 그러나 IMF 이후 '빚 공포증'에 걸린 기업들이 그동안 부채를 줄이는 데는 성공했지만, 재무구조가 선진국 수준으로 나아진 지금까지도 현금을 會社 안에 쌓아두고만 있다는 것이다. 2003년 9월 기준으로 증권거래소 상장기업들의 평균 부채비율은 108.3%. 미국 제조업체들의 부채비율(2002년 말 167.3%)보다 훨씬 낮다.[42]

---

38) 기업회계상 자본은 대차대조표상 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금을 모두 포함하는 개념이지만, 會社법에서 말하는 자본은 발행株式의 액면총액(제451조)으로서 대차대조표상의 자본금에 해당한다.

39) 三井鑛山 事件(東京高判 1989.7.3. 金融·商事判例 第826號 3면)과 片倉工業 事件(東京地判 1991.4.18. 判例判時 第1395號 144면 참조.

40) 일본의 경우, 배당가능이익을 재원으로 한다면 채권자의 이익을 해하지 않는다는 견해가 보편화되어 있다. 江頭憲治郎, 前揭論文 주63), 2면 ; 倉澤康一郎, 前揭論文 주63), 14-15면.

41) 證券監督院, 證監院뉴스, 18면. (공정거래위원회 발표에 따른 96년말 기준 30대 기업집단의 재무현황)

42) '한국기업 빚 너무 적어 문제' (중앙일보, 2004.3.10). 기업의 부채는 '달콤한 맛이 나는 독'이었습니다. 적어도 한국경제를 뒤흔들었던 몇해전, IMF 때는 그랬습니다. 그런데, 요즘 경제전문가들 사이에 "한국 기업들이 너무 부채가 적어서 문제다"라는 이야기가 나오고 있습니다. IMF 때의 호된 경험을 떠올리면 '말도 안되는 주장'이라는 생각이 들지만, 논리적으로는 이것도 맞는 말입니다. 무슨 의미일까요? 우선 우리기업들의 부채문제를 한번 살펴보지요. 부채비율이란 쉽게 말해 빚(빌린 돈)을 자기돈(자기자본=주주의 돈)으로 나눈 수치입니다. IMF 직전이었던 96년 말 현재 30대 재벌의 평균 부채비율은 무려 427.7%에 달했습니다. 부채비율이 500%를 넘은 재벌도 진로(3075%), 한라(2065.4%), 뉴코아(1225.6%), 한화(751.4%) 등 10개나 됐지요. 당시 미국 제조업체의 평균 부채비율은 159.7%, 일본은 206.3%, 대만은 85.7%에 불과했던 것을 보면 그 심각성의 정도를 알 수 있습니다. 사실 한 기업의 부채비율이 2000~3000%라는 건 한마디로 말도 안되는 이야기지요. 당시에 이런 일이 가능했던 것은 일부 재벌들에게는 은행 돈이 언제든 꺼내 쓸 수 있는 자신의 '쌈짓돈'이나 다름없었기 때문이었습니다. 한국경제의 '성장 신화' 속에서 "내 돈으로 장사하면 바보"라는 게 상식처럼 통했던 시절이었으니까요. 이런 구조는 한국경제가 계속 성장세를 지속했던 20~30년 동안은 별 문제가 없었습니다. 會社

위와 같이 負債문제가 극복되었지만 歷史的 原價(historical cost),[43] 簿外金融(off-the-balance-sheet financing),[44] 물탄株式(watered stock)[45] 등의 문제로 인하여 그 수치를 신뢰할 수 있는지 여부는 아직도 불확실하다. 물론 資本金은 어차피 發行株式의 額面總額으로 정해져 있으므로 불명확성의 문제는 없다고도 생각할 수 있지만, 會社의 장부상 일정금액의 資本金이 기록되어 있다는 것과 실제로 그 會社에 그만큼의 財産이 있다는 것은 전혀 다른 별개의 문제이다. 즉 債權者의 입장에서 會社의 貸借對照表上의 資本金이 자신의 債權에 대한 一般擔保로 기능한다고 믿더라도 사실상으로는 그만큼의 재산이 없을 수도 있기 때문에 會社의 장부를 믿은 債權者만 손해를 보게 된다. 이와 같이 會社의 資本金의 帳簿價額

가 적자를 기록해도, 이미 거액의 돈을 빌려준 은행의 입장에서는 빚을 회수하기는 커녕 추가대출 요구에 응해 오히려 돈을 더 빌려주는 상황이었습니다. 바로 '대마불사'(大馬不死)라는 말이 이것이었지요. 하지만 '위기'가 닥치자, 상황은 완전히 변했습니다. 과거에 '바보' 취급을 받으며 부채 없는 경영을 해왔던 기업들은, IMF라는 태풍이 왔지만 전혀 흔들림이 없었습니다. 하지만 부채비율이 수백, 수천%에 달했던 기업들은 바로 부도 위기로 내몰렸고, 수많은 기업들이 문을 닫아야 했습니다. 정부도 팔을 걷어붙이고 기업들에게 부채비율을 200% 이하로 줄일 것을 독려했습니다. 기업들도 '살아 남기 위해' 정책의 최우선 목표를 '부채줄이기'로 정했고, 그 결과 우리 기업들의 재무구조는 대폭 개선됐습니다. 지난해 9월 현재 증권거래소 상장기업들의 평균 부채비율이 108.3%이니, 부채비율만 놓고 볼때는 미국 같은 선진국 보다 오히려 건실해졌습니다. 그러자 이번에는 과거와는 완전히 다른 새로운 문제가 발생했습니다. 빚은 줄여서 '안전성'이 높아졌으니 다행이긴 한데, 그 반작용으로 도무지 투자들을 하지 않으니 '성장성'에 빨간불이 켜진 것입니다. 기업들이 금융기관에서 적정 수준의 돈을 빌려서 투자를 하기는 커녕, 자기 돈 마저 투자하지 않고 금고에 쌓아두고 있으니, 미래에는 무얼 멀고 살지 걱정이라는 것이지요. 실제로 메릴린치 증권의 분석결과, 삼성전자의 순부채비율은 −24.9%, 현대차는 −19.7%라고 합니다. 삼성전자는 8조원을, 현대차는 5조원을 현금으로 보유하고 있다고 합니다. 빚이 있기는 커녕 금고에 쌓아둔 현금이 많다는 의미입니다. 그러면 몇몇 우량기업들은 왜 투자를 하지 않고 현금을 쌓아놓고만 있을까요? 만약 그 이유가 한국경제에서는 좋은 수익을 거둘 수 있는 투자 대상을 찾기 힘들어졌기 때문이라거나, 아니면 "기업을 해서 뭐하냐"라는 식의 투자의욕 상실 때문이라면 커다란 문제입니다. 실질 투자가 위축되어 기업의 성장기반이 취약해지면, 몇 년 뒤 국민들을 먹여 살릴 기반이 흔들리게 되기 때문입니다. 결론적으로, "한국 기업들이 너무 부채가 적어서 문제다"라는 이야기의 의미는, 단순히 부채비율이 너무 낮아서 문제라는 게 아니라, 투자를 피하게 되는 경제환경과 심리가 문제라는 의미인 것이지요. 제일 나쁜 선택은 아무런 투자가치도 없는 일을 부채를 동원해 무모하게 벌이는 겁니다. 그 다음으로 나쁜 선택은 반대로 자신의 성장을 위해 꼭 필요한 분야인데도 단순히 빚이 싫다고 꼼짝 안하고 정체해 있는 것입니다. 최선의 선택은 무모한 차입경영이나 흥청망청하는 소비는 절대 생각도 안하되, 미래를 위해 꼭 필요한 분야에 대한 투자에는 적극적으로 나서는 태도입니다. 기업이건 개인이건, 이런 정반합(正反合)의 과정을 거쳐, 가장 적절한 전략을 수립하는 것이 필요한 시점입니다.

43) 역사적 원가주의라 함은 자산을 取得원가로 평가하는 것을 말한다. 그 결과 물가의 상승이 반영되지 않아 실제보다 會社 자산의 규모를 과소평가 또는 과대평가할 수 있다.

44) 부외금융이라 함은 會社가 실질적인 부채를 부담하고 있음에도 불구하고 대차대조표상에는 부채로 기록되지 않는 경우를 말한다.

45) 이른바 물탄株式(watered stock)과 희석화(dilution)의 개념은 서로 구분되어야 한다. 물탄株式이라 함은 1,000원에 매매되는 株式이 실제로는 100원의 가치밖에는 없는 것을 의미하며, 희석화라 함은 1,000원에 매매되던 株式이 이제는 100원에 매매되는 것을 의미한다. 즉 물탄株式은 현물출자와 같이 자산의 평가가 수반되는 경우에 발생하며, 희석화는 신주발행에서 주로 문제가 되는 것이다.

과 實際價値에 괴리 때문에 債權者들은 투자에 있어 會社의 資本金을 거의 고려하지 않는 것이 일반적이다. 이는 資本金이 완충작용을 하기에 적기 때문이기도 하지만, 그 資本金이나마 실제로 會社에 남아있는지 여부도 불확실하기 때문이다.

이상에서 契約的 接近方法과 制度的 接近方法을 살펴본 바와 같이 언제나 制度的 接近方法은 일정한 기준을 필요로 하기 때문에 유연성이 결여되기 쉽다. 制度的 接近方法이 契約的 接近方法의 最小限을 규정한 것이라면 이는 標準契約의 역할을 할 수도 있다. 따라서 무조건 현재의 제도를 배척하고 契約的 接近方法을 취해야 하는 것은 아니다. 즉 制度的 接近方法을 標準契約으로 삼고, 그 이후의 미비점은 契約的 接近方法으로 해결할 수 있는 것이다.[46]

문제는 會社法이 이러한 最小限의 標準契約을 제공하는 것에서 벗어나 적극적으로 債權者를 保護하기 위한 規定을 제공하는 것이 가능한가 또는 바람직한가 하는 점이다. 會社가 自己株式取得을 통하여 株主에게 配當可能利益을 배분하는 경우까지 규제할 필요가 있는가는, 會社법이 극도로 채권자를 보호하여야 한다면 배당가능이익을 가지고서도 自己株式을 取得하지 못하도록 하여야 하며, 會社法이 채권자보호에는 전혀 관여하지 않는다면 배당가능이익을 전부 自己株式取得에 이용할 수 있도록 하여야 한다. 우리나라의 경우에는 배당가능이익으로 自己株式을 取得하는 경우에도 發行株式總數의 10% 이내에서만 가능하도록 되어 있다. 따라서 위와 같은 관점에서 본다면 중도적인 입장을 취하고 있다고 할 수도 있다.[47]

3) 株主의 利益

會社法이 적극적으로 債權者保護를 옹호하는가 아니면 債權者保護는 契約에 의하여 이루어져야 하는가에 따라 自己株式取得規制도 큰 영향을 받는다. 미국의 전통적인 견해는 會社와

---

46) 현재의 資本金制度가 실질적인 기능을 하지 못한다는 주장은 어떻게 보면 資本金制度가 標準契約으로서의 역할에 그치고 있다는 사실을 지적한 것이라고 할 수 있다. 즉 債權者는 資本金制度에 의하여 극히 最小限의 保護만을 얻을 수 있으며, 나아가 더 많은 保護가 필요하다면 會社와 契約을 통하여 획득하여야 한다는 것이다. 會社는 資本金制度의 획일적인 규제에서 벗어나기 위하여 債權者와의 契約을 이용할 수 있다. 결국 資本充實 또는 資本維持의 原則은 會社法이 적극적으로 債權者의 保護를 위하여 채택한 原則이라기 보다는, 會社의 資本調達에 있어 필연적으로 나타나게 되는 最小限의 標準契約을 규정한 것에 불과한 것이다.

47) 만일 會社법이 채권자보호에 관여해서는 안된다는 결론에 이르게 되면 10% 제한규정을 폐지하여야 한다고 말할 수도 있다. 그러나 추가적인 검토 없이 그러한 주장을 하는 것은 성급한 것으로 보인다. 왜냐하면 自己株式取得에 대한 규제는 여러가지 이유가 있고, 위와 같은 수량제한은 채권자보호와는 다른 이유에서 두어진 것일 수도 있기 때문이다. 따라서 본문에서 논의하는 주제를 정확히 표현한다면 "10% 수량규제가 채권자보호라는 개념을 가지고 근거지워질 수 있는가"의 문제라고 할 수 있다.

사채권자 사이에는 대리(agency)관계가 없으며, 다만 개별적인 계약에 의하여 규율될 뿐이기 때문에 會社의 목적은 주주이익의 극대화에 있으므로 美國에서는 종래 債權者保護는 契約에 의하여 이루어져야 한다는 입장이 通說이었다.[48] 그러나 이제는 조금씩 會社法이 積極的으로 債權者保護에 나설 필요가 있다는 입장이 개진되고 있다.[49] 이에 반하여 獨逸의 경우, 종래 債權者의 利益을 강조하는 입장에서 會社는 기본적으로 株主의 利益을 위하여 존재한다는 입장으로 조금씩 선회하고 있는 것으로 보인다. 그러나 어느 견해도 支配的인 地位를 차지하고 있지 못함에 따라 自己株式取得規制와 같은 會社法上의 制度도 명확한 근거를 가지지 못하고 있는 실정이다. 이에 따라 會社法이 債權者의 利益을 적극적으로 고려해서는 안되는 이유로는 다음 몇 가지를 생각해볼 수 있다.

우리나라에 있어서 社債權者는 대부분이 機關投資者이며, 그 비중은 96년말 30.7%에서 98년말 13.6%로 절반 이상으로 점점 감소하고 있다. 또한 외국인은 지분율을 13.0%에서 36.0%로 3배 가까이 늘어났다.[50] 물론 個人이 社債權者인 경우는 거의 생각할 수 없다고 보아도 무방하다. 그뿐만 아니라 會社가 社債發行을 통하지 않고 단순한 消費貸借의 형태로 자금을 조달하는 경우에도 그 債權者는 대부분 金融機關이며, 自然人이 債權者가 되는 경우는 많지 않다.[51] 이렇게 會社債權者의 대부분이 機關投資者라는 사실은 會社의 일방적 행위에 의하여 債權者의 利益이 침해될 가능성을 상당히 줄이게 된다. 왜냐하면 機關投資者는 상당한 交涉力을 가지고 있을 뿐 아니라 자신의 權利가 침해된 경우에도 즉각적인 救濟手段을 동원하는 것이 용이하기 때문이다.[52]

會社가 繼續企業(going concern)으로 존재하는 한 資金調達은 무한히 반복될 것이므로, 會

48) Katz v. Oak Industries Inc., 506 A.2d 873 (Del. Ch. 1986).

49) 계약에 의한 사채권자보호의 불완전성을 지적하면서, 이사의 사채권자에 대한 충실의무의 인정, 계약의 해석원칙의 수정 등 2가지 보완방법에 대한 미국에서의 논의를 정리하고 있다. 尹榮信, 前揭論文 주75), 224-300면 참조.

50) 『주간증권·금융시장 동향』, 2003, 28호.

51) 會社가 자연인으로부터 자금을 차입하는 경우의 대부분은 이른바 私債業者와의 거래이다. 이러한 私債業者가 스스로의 이익을 보호하지 못한다는 것은 상식에 어긋나며, 따라서 법률에서 그러한 私債業者의 보호를 위하여 따로이 규정을 둘 필요는 없을 것이다.

52) 尹榮信, 前揭論文 주75), 229-233면에서는 공모사채의 경우에는 다수의 분산된 사채권자가 계약당사자가 되므로 집단행동의 문제(collective action problem)의 문제가 발생하고, 신탁증서의 협상에 참여하는 인수인, 수탁會社 등도 사채권자의 이익을 충실하게 대변할 유인을 가지지 못한다고 한다. 그 결과 계약의 체결과 감독을 통하여 사채권자의 이익을 보호하는 것에 한계가 있다는 것이다. 물론 그와 같은 지적이 일면 타당하기는 하지만, 會社채권자로서 자연인이 아니라 기관투자가가 등장함으로 인하여 채권자 스스로가 이익을 보호할 가능성이 높아졌다는 것은 부인할 수 없다.

社로서는 이러한 계속적인 반복게임(repeated game)과 같은 자금조달에 있어서 기회주의적 행동을 규제하는 메카니즘으로서 평판(reputation)에 대한 중요성을 충분히 인식하고 있다.[53] 따라서 債權者를 해하는 행동은 결코 할 수가 없다. 왜냐하면 그러한 행위를 한 會社의 경우에는 다음에 자금을 조달하고자 할 때 높은 利子率을 부담하여야 하기 때문에 法律에 특별한 規定을 두지 않더라도 債權者의 利益은 적절한 수준에서 고려될 것이다.

經營者는 하나의 代理人(agent)으로서 둘 이상의 本人(principal)을 섬길 수 없다는 원칙에 따라 株主와 債權者의 이익을 동시에 추구할 수는 없는 것이다. 따라서 經營者로 하여금 株主의 利益을 위하여 봉사하도록 할 수 있고, 債權者의 利益을 위하여 봉사하도록 할 수도 있다. 이렇듯 어떤 구조도 가능하지만 양자의 利益을 위하여 봉사하도록 하는 구조형태는 불가능하며, 설사 가능하다고 하더라도 바람직하지 않다. 특히 株主와 債權者의 이익은 서로 충돌하기 때문에 經營者에게 양자의 利益을 모두 고려하도록 하는 것은 불가능하다. 만일 강제적으로 經營者에게 그러한 의무를 부과한다면, 經營者는 한 집단의 요구에 직면하면 다른 집단의 이익을 핑계로 그 요구를 거절할 수밖에 없으므로 非效率을 가져오게 된다. 그러므로 경영자에게 주주이익의 극대화와 같은 단일의 목표를 제시하는 것이 효율적이다.

현실적으로 經營者는 株主와 債權者의 이익 중에 일반적으로 株主의 이익을 우선시 한다.[54] 첫째, 債權者는 固定請求權者이기 때문에 經營者의 富의 移轉行爲를 금지하는 통제만 하면 자신의 利益을 보호할 수 있으나, 株主는 殘餘利益請求權者이기 때문에 經營者의 최대한의 노력이 전제되어야 자신의 利益이 보호된다는 것이다. 즉 株主에 비하여 債權者는 契約에 의하여 자신의 利益을 보호하는 것이 용이하다. 둘째, 契約에 의하여 會社가 택할 수 있는 행위를 제한함으로써 발생하는 機會費用도 株主에게 더욱 치명적이다. 株主는 殘餘利益請求權者이므로 그 機會費用이 그대로 자신의 손해가 되지만, 債權者의 경우에는 자신의 債權이 확보되는 한 손해는 없기 때문이다. 셋째, 監督의 문제에 있어서도 株主가 훨씬 많은 비용이 든다. 債權者는 會社가 消極的으로 富의 移轉行爲를 하는지만 감독하면 되지만, 株主는 會社가 積極的으로 利益을 極大化시키는지를 감독하여야 하기 때문이다. 이러한 세 가지 이유는 결국 株主와 債權者가 會社에 대하여 가지는 請求權의 차이에서 도출되는 것이며, 이러한 점을 고려하면, 經

53) Baird, Gertner & Picker, supra note 28, at 159-186.

54) Tauke, Dale B., "Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights", 1989 Columbia Business Law Review (1989), at 27-28. (尹榮信, 前揭論文 주75), 253-254면에서 재인용).

營者로 하여금 株主의 利益에 봉사하도록 하는 것이 훨씬 效率的이라고 할 수 있다.

결국 資本充實 또는 資本維持의 原則은 標準契約的인 規制에 불과하여 自己株式取得規制의 根據로 삼기에는 부족하다. 나아가 會社法이 그러한 標準契約的인 規制를 넘어 적극적으로 債權者保護에 나선다는 것은 바람직한 것이라고 볼 수 없다. 이를 自己株式取得과 관련시켜 본다면 取得財源을 配當可能利益으로 제한한 것은 위와 같은 標準契約的인 規制라고도 볼 수 있으므로 그 타당성이 인정되지만, 取得數量을 10%로 제한하는 것은 우선 그러한 방식으로는 근거지워질 수 없다.

나. 內部者去來와 時勢操縱

自己株式取得規制의 중요한 이유로는 일반적으로 內部者去來, 時勢操縱 등의 不公正去來를 들 수가 있다. 이러한 不公正去來는 特定人에게 不當利得을 취하게 함과 동시에 證券市場에 참여하는 不特定多數人에게는 피해를 주고, 그 결과 證券市場에 대한 信賴性을 저하시키는 결과를 초래하기도 한다.

그러나 自己株式取得規制를 하지 않아도 內部者去來나 時勢操縱 그 자체를 규제하면 自己株式取得 자체를 규제한 것과 같은 효과가 있는데, 단지 가능성이 있다는 이유로 不公正去來가 아닌 自己株式取得까지 금지할 필요가 있는 것인가에 대해 自己株式取得規制를 緩和하여야 한다는 입장에서는 自己株式取得을 不公正去來와 분리하여 생각하여야 한다고 주장하였다.[55] 즉 自己株式取得이 不公正去來의 要件을 충족하는 경우 이를 內部者去來나 市勢操縱으로 規制하면 된다는 것이다.

이에 대하여 自己株式取得規制를 옹호하는 입장에서는 不公正去來의 위험이 너무 큰 경우에는 그 行爲類型 자체를 禁止시킬 수 있다고 주장한다. 즉 위와 같은 不公正去來의 規制를 위하여 證券去來法 등 관련법규가 수차에 걸쳐 개정되어 왔지만, 이러한 적극적인 規制에도 불구하고 不公正去來는 근절되지 않고 있다. 이는 비단 우리나라뿐만이 아니라 先進國[56]도 마찬

55) 倉澤康一郎, 前揭論文 주63), 13-14면.

56) 內部者去來禁止原則을 적용한 대표적인 판례는 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849(2d Cir. 1968)(en banc). 이는 수년동안 캐나다 동부지역에서 광물 채굴업을 영위하던 피고가 1963년 11월 초의 굴착공사를 통해 구리, 아연 및 은의 매장가능성이 매우 높다는 사실을 발견하자 즉시 다음 해 2월까지 굴착공사를 중단한 채 위 사실을 비밀로 유지하면서 피고의 이사 등 임원들이 會

가지라는 것이다. 현행 법규가 不公正去來를 효과적으로 規制하지 못하는 상태에서 自己株式取得을 허용하게 되면 이를 이용하여 더 심각한 不公正去來가 이루어질 것이므로, 위와 같은 不公正去來를 사전에 예방한다는 측면에서 自己株式取得을 금지하여야 한다고 한다.[57]

어느 견해가 타당한지는 經驗과 觀察에 의하여 현재의 "自生的 秩序"를 정확히 파악한 후에야 "意圖된 法"의 구조를 정할 수 있는 것이다. 이를 위하여 우선 위와 같은 不公正去來는 어떻게 발생할 수 있는지, 그것을 그 자체로 規制할 수는 없는지 살펴보기로 한다.

1) 不公正去來의 可能性

自己株式取得에 있어 內部者去來나 市勢操縱이 일어날 수 있는 이유는 自己株式取得으로 株價가 上昇하기 때문이다.[58] 이는 우리나라에서 自己株式取得規制의 緩和가 실질적으로는 證市浮揚의 측면에서 이루어졌고,[59] 현재 自己株式을 取得하는 會社의 상당수가 그 목적으로 株價安定을 들고 있는 것만 보아도 쉽게 알 수 있다. 이러한 株價上昇은 이미 1980년대부터 계속된 계량적 연구에 의하여 수차례 확인된 바 있다.[60] 즉 자사주매입의 동기에 관한 학설들 중에서 기업가치신호가설(signaling hypothesis) 또는 저평가가설(undervaluation hypothesis)이 가장 많이 인용되고 있다. 이 가설에 의하면 투자자에 비하여 정보의 우위에 있는 경영자가 현재 주가가 기업의 내재가치에 비하여 상대적으로 저평가되어 있기 때문에 自

社의 株式을 매수하고 株式매입선택권의 부여받는 한편, 시장에 광물의 발견 소문이 떠돌자 소문이 사실과 다르다는 허위의 언론공표(press release)를 하여 궁극적으로는 임원들이 주가상승분의 이익을 取得한 사안이다. 연방2지구 항소법원의 전원합의체 재판부는 주요한 미공개 정보를 보유하는 내부자는 공중에 이를 공개하든지 아니면 株式의 거래에 이를 사용할 수 없으며("disclosure or abstain rule"), 이를 위반한 경우 주요 정보를 이용한 거래에서 取得한 모든 이익(주요 정보가 최종적으로 공개된 다음날의 株式 평균가격과 株式의 取得가격의 차액)과 내부자로부터 얻은 정보로 외부자들(outsiders, 즉 Tippees)이 얻은 이익과 같은 금액의 손해액을 모두 반납해서 내부자거래로 인하여 손해를 입은 외부 투자자들에 대한 배상기금을 설립, 5년간 배상이 이루어지도록 하고 그 잔액이 있을 경우 會社에 귀속시키라고 판결하였다. 이는 주요 미공개 정보를 이용한 내부자거래가 1934년 證券去來法 제10조 b항 및 이에 의거 제정된 Rule 10b-5 위반이라는 사실을 선언한 대표적 판결일 뿐 아니라 SEC가 내부자거래를 통해 얻은 이익을 주주 및 會社에 반환하도록 성공적으로 강제하여 결국 증권거래에 관한 민사적 손해배상소송들이 가능하도록 기여한 최초의 주요 사건으로 커다란 의미를 가진다.

57) 丁南聲,"自己株式取得規制에 관한 硏究,"(證券調査月報 第184號, 1992), 8면.

58) 金建植, 美國證券法 (弘文社, 1996), 198-199면.

59) 이러한 사정은 1994년 일본의 商法개정도 마찬가지이다.

60) 自己株式取得으로 특별히 會社의 실질적인 가치가 증가될 이유가 없음에도 불구하고, 실증연구에 따르면 주가는 상승한다. 이러한 현상을 설명하기 위하여 경영학에서는 이른바 신호효과가설을 제시하고 있다.

己株式을 매입한다고 여겨지므로, 자기주식매입을 공시하는 會社의 주가는 상승한다고 한다.[61] Dann[62] 및 Comment and Jarrell[63]은 自己株式매입 공시에 따른 양(+)의 주가수익률을 보고한다. Bartov[64]는 자기주식매입은 會社의 미래 이익과 위험변화에 대한 정보를 전달한다고 한다. Erik and McConnell[65]은 自己株式을 매입한 후에 會社의 이익이 증가한다고 한다.

최근에 Maxwell and Stephens[66]는 자기주식매입 공시는 株式價格에는 긍정적인 영향을, 채권가격에는 부정적인 영향을 준다고 한다. 그리고 株式과 채권가격의 상관관계는 유의성이 없으나, 주주의 부의 증가가 채권자의 부의 감소보다 크기 때문에 신호가설의 효과가 부의 이전가설의 효과보다 더 강하다고 결론 내린다.

이렇게 自己株式取得으로 인하여 株價가 上昇하기 때문에 다음과 같은 不公正去來가 가능하다. 먼저 전형적인 內部者去來로서, 會社가 自己株式을 取得하기로 결정하고 이를 公示하지 않고 있는 사이에 이러한 情報를 알고 있는 內部者가 그 會社의 株式을 取得하면, 이후 會社의 自己株式取得으로 인하여 株價가 上昇, 內部者가 이익을 볼 수 있다. 다음으로는 時勢操縱의 경우로 會社의 經營者에게는 일반적으로 株價를 높게 유지하고자 하는 유인이 있는데, 自己株式取得을 통하여 株價를 상승시킬 수 있으므로, 특별한 경영상의 이유가 없음에도 불구하고 自己株式을 取得하는 것은 일종의 볼 수 있다.

우리나라나 日本에서는 自己株式取得 자체가 흔하지 않았기 때문에, 그로 인한 不公正去來가 문제된 사례는 전혀 발견할 수 없다.[67] 그러나 美國에서는 일찍부터 自己株式取得이 하나

61) 연도별 自己株式매입 공시 건수

년도	2000	2001	2002	2003	계(비중, %)
직접 매입	7	24	27	29	87(38%)
간접 매입	14	88	20	18	140(62%)
계(비중, %)	21(9%)	112(49%)	47(21%)	47(21%)	227

자료:한국증권거래소와 한국신용평가정보(주)

62) Dann, L., "Common stock repurchases: an analysis of returns to bondholders and stockholders", Journal of Financial Economics 9(1981), pp. 113-138.

63) Comment, R. and G. Jarrell, "The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open market share repurchases", Journal of Finance 46(1991), pp. 1243-1271.

64) Bartov, Eli, "Open-market stock repurchase as signals for earnings and risk changes", Journal of Financial Economics 14(1991), pp. 275-294.

65) Erik, L. and J. McConnell, "Earnings signals in fixed-price and Dutch auction self-tender offers", Journal of Financial Economics 49(1998), pp. 161-186.

66) Maxwell, William and Clifford Stephens, "The wealth effect of repurchases on bondholders", Journal of Finance 58(2003), pp. 895-919.

67) 우리나라에서 내부자거래나 시세조종이 실질적으로 규제되기 시작한 것도 1990년대에 들어와서부터이

의 재무전략으로 인정되어 왔기 때문에, 이에 관한 判例가 상당히 누적되어 있다. 대부분은 市勢操縱(stock manipulation)에 관한 사례인데, 이를 살펴보면 自己株式取得을 이용한 市勢操縱에 대하여 보다 구체적인 이해를 할 수 있을 것이다.

먼저 SEC v. Georgia-Pacific Corp. 사건[68]에서 被告會社는 다수의 會社를 인수하면서 그 대가로 自己株式을 교부하기로 하고, 교부할 株式의 數는 일정시점의 株價에 따라 변동하도록 정하였다. 따라서 株價가 올라가면 인수대가로 교부할 株式의 數는 줄어들게 된다. 결국 會社는 주가를 상승시키기 위하여 從業員持株會의 計算으로 自己株式을 取得하였으며, 이에 SEC는 法院에 금지명령(injunction)을 구하였다. 法院은 인수조건이 확정되기 전까지는, ① 複數의 證券會社를 통하여 주문을 내거나, ② 開場 또는 閉場時에 주문을 내거나, ③ 최후의 매매가나 현재의 매수청약가를 초과하는 가격으로 주문을 내거나, ④ 주간거래량의 10% 또는 일일거래량의 15%를 초과하여 매수하는 등의 방법으로 自己株式을 取得하는 것은 금지된다고 결정하였다. 法院은 이러한 매매방식이 市勢操縱을 목적으로 할 가능성이 높다고 판단한 것이다. 여기서 재미있는 것은 法院이 제시한 4가지 매매방식은 이후 SEC Rule 10b-18의 기본적인 내용과 일치하고 있다는 것이다. Rule 10b-18에서도 市勢操縱의 가능성이 높은 行爲類型으로 위 4가지를 열거하고 있다.

Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co. 사건[69]은 防禦的 自己株式取得 사안으로

다. 그 이전에는 법률도 형식적으로 존재하였을 뿐만 아니라 규제당국의 감독도 거의 이루어지지 않았다. 따라서 실질적으로는 증권시장의 불공정성이 상당히 심했을 것으로 짐작되지만, 법적으로 문제가 된 경우는 거의 없었다. 즉 會社의 내부자에게 자기會社 株式의 매수를 권유하는 경우에 그 매수의 동기가 되는 내부정보를 전혀 알려주지 않았다면 그와 같은 매수권유행위는 이용하게 하는 행위가 되지 않는다. 따라서 정보의 제공을 규제하는 것과 마찬가지로 추천행위를 규제하지 않으면 내부자거래 규제를 회피하기 위한 수단으로 악용될 위험성이 있다. 왜냐하면 추천행위란 내부정보를 언급하거나 제공하지 않고 단순히 특정 會社의 유가증권을 매수 또는 매도하도록 권유하는 것에 그치기 때문이다. 다시 말하면 추천행위는 내부정보의 제공이 없는 것이고, 또한 내부정보를 알려주고 이를 이용하도록 권유하는 것도 아니다. 그러나 추천을 받은 자가 추천의 내용에 따라 유가증권을 거래하는 경우 내부정보의 제공행위, 내부정보를 이용하는 행위와 실질적·결과적으로 동일하기 때문에 이를 규제하지 않으면 안 된다. 이와 같은 추천행위에 대한 규제는 기업설명회 또는 애널리스트에 의한 종목추천이 미공개 중요정보를 기초로 이루어지는 경우를 염두에 둔 것이다. 예를 들면, 會社의 이사 또는 임원이 증권會社 직원을 만나 경영상황에 대해 설명한 결과, 그 직원에 의한 고객의 거래를 촉발시킨 경우, 그러한 행위가 여기에서 말하는 추천행위에 해당될 가능성이 있다. 따라서 증권會社 직원이나 애널리스트 등이 이미 공개된 자료의 분석을 통하여 유가증권의 거래를 추천하는 행위와 내부정보에 기하여 특정 會社의 유가증권의 매매를 추천하는 행위를 구별하여, 후자의 행위는 내부자거래 규제대상으로 포함시켜야 할 것이다.

68) CCH 91, 680 (S.D.N.Y. 1960)

69) 419 F.2d 787 (2d Cir. 1969), cert. denied, 400 U.S. 822 (1970).

서, 매수會社는 Crane, 대상會社는 Air Brake였다. 대상會社는 支配權保護를 위하여 子會社인 Standard를 통한 自己株式取得을 시도하였는데, 구체적으로 Standard는 NYSE에서 대상會社의 株式 170,000주를 주당 49.50달러에 매수함과 동시에, 120,000주를 (市場 밖에서 비밀리에) 주당 44.50달러에 매각하였다. 이로 인하여 대상會社의 주가는 50달러가 되었으며, 이는 매수會社의 公開買受價格보다 높은 것이었다. 당연히 매수會社의 公開買受는 실패로 돌아갔다. 法院은 이 사건에서 Standard의 행위는 市勢操縱으로서, 1934년 證券去來所法 第9條(a)(2), Rule 10b-5에 위반된다고 판시하였다. 그 이유로서, Standard의 행동이 가능한 낮은 가격으로 株式을 매입하려는 일반투자자의 성향과는 반대된다는 점을 들고 있다. 일반투자자는 Standard가 市場 밖에서 株式을 매각한 사실을 알지 못했기 때문에, Standard의 이러한 행동으로 인하여 대상회사가 실제로는 대단히 높은 가치를 가지고 있는 것으로 판단하게 되었고, 그 결과 株式을 매수會社에 매각하지 않았다는 것이다. 이 사례는 自己株式取得이 일반투자자의 정확한 판단을 어떻게 오도할 수 있는지 잘 보여주고 있다고 하겠다.

그밖에도 Davis v. Pennzoil Co. 사건[70]에서는 自己株式取得에 대한 經營諮問은 市勢操縱을 권유한 것으로 볼 수 있다고 판시하고 있으며, Alabama Farm Bureau Mutual Casualty Co. v. American Fidelity Life Insurance Co. 사건[71]에서는 防禦的 自己株式取得의 경우 비록 株價가 상승하더라도 會社가 당연히 市勢操縱의 責任을 지는 것은 아니며, 會社의 責任을 인정하기 위하여는 상대방이 會社의 市勢操縱에 관한 의도를 입증하여야 한다고 판시하고 있다.[72]

2) 不公正去來의 規制

自己株式取得이 이처럼 不公正去來의 가능성을 내포하고 있지만 실제로 內部者去來와 市勢

---

70) 438 Pa. 194, 264 A.2d 597 (1970). 원고 Davis가 Pennzoil에게 시장에서 自己株式을 取得함으로 주가를 상승시킬 수 있다는 내용의 경영자문을 하고 그 대가를 요구한 사건이다.

71) 606 F.2d 602 (5th Cir. 1979), cert. denied, 449 U.S. 820 (1980). 이 사건은 전형적인 방어적 自己株式取得이 문제된 경우이다. 원고會社는 피고會社의 방어적 自己株式取得이 주가를 상승시켜 기업인수에 대항하기 위한 것이라고 주장하였는데, 법원은 우선 위와 같은 自己株式取得은 전형적인 시세조종과는 달리 투자자들로 하여금 會社의 株式을 매입하도록 만들지 않는다는 점을 지적하고 있다. 따라서 피고會社에게 SEC Rule 10b-5에 의한 시세조종의 책임을 지우기 위하여는 원고會社가 피고會社의 시세조종에 대한 의도를 입증하는 것이 중요하다는 것이다. 이 사건에서는 원고會社가 그러한 입증에 성공하였다.

72) 宋沃烈, "自己株式에 관한 硏究", (서울대학교 법학석사학위논문, 1998), 66면에서 재인용.

操縱[73]의 문제는 自己株式取得의 경우에 특별히 문제되는 것은 아니며, 證券市場의 公正性과 관련하여 해결하여야 할 핵심적인 문제라고 할 수 있다. 따라서 各國에서는 이를 적절히 規制하기 위하여 수많은 규정을 두고 있으나, 美國은 이러한 규제가 가장 발달한 국가이다. 1934년 證券去來所法은 第9條(a)(2), 第10條(b)는 市勢操縱을, 第10條(b), 第16條(b), SEC Rule 10b-5는 內部者去來를 규제하는 대표적인 입법이다.[74] 따라서 自己株式取得으로 內部者去來나 市勢操縱이 되면 위와 같은 법률이 적용된다. 그런데 SEC는 自己株式取得이 특히 市勢操縱에 이용되는 경우가 많음을 주목하여, 1982년 Rule 10b-18을 제정하였다.

SEC Rule 10b-18은 이른바 安全地帶立法(safe harbor rule)의 형태를 띠고 있는데, 다음의 4가지 조건을 모두 만족시키는 自己株式取得은 위 1934년법 第9條(a)(2)와 第10條(b)의 적용을 받는 時勢操縱行爲로 보지 않는다고 규정하고 있다(Rule 10b-18(b)).[75] ① 取得에 이용하는 證券會社(broker or dealer)는 하루 1개 會社를 초과하지 않을 것, ② 市場의 開場去來(opening transaction)나, 閉場前 30분 동안의 거래가 아닐 것, ③ 時價[76]보다 높은 가격으로 取得하지 않을 것, ④ 取得株式數는 이전 4주간 동안의 1일 평균매매량[77]의 25%를 초과하지 않을 것 등이 바로 4가지 조건이다.[78]

이러한 규제는 日本도 마찬가지이다. 時勢操縱에 대하여는 證券去來法에 不公正去來行爲의 禁止(日本證券去來法 第157條), 時勢操縱行爲의 禁止(同法 第159條), 時勢操縱으로 인한 損害

---

73) 신주발행의 시가발행시에는 정책적으로 시세조종이 필요한 경우 안정조작((stabilization, 證券去來法 제105조 제3항, 일본證券去來法 제159조 제3항, SEC Rule 10b-6, -7, -8)을 할 수 있다. 왜냐면, 통상의 경우와는 달리 일시적으로 대량의 株式이 시장에 방출되기 때문에 수급의 불균형이 초래될 가능성이 크다. 그렇게 되면 시가발행을 하였음에도 불구하고 주가가 시가 이하로 폭락할 수도 있으므로, 證券去來法은 공정한 시장질서의 형성을 위하여 적절한 시세조종을 허용하고 있다. 그러나 안정조작의 본질은 어디까지나 시세조종이기 때문에 투자자에게 손해를 끼칠 가능성이 있기 때문에 안정조작시에는 그 조작의 내용을 공개하여야 하며, 그 주체도 인수인으로 한정시킴으로써 발행會社가 나서서 안정조작을 할 수 없도록 되어 있다.

74) 시세조종적 행위가 '사기' (fraud)에 해당되는 경우에는 사기로써 규제하면 되는 것이지, 별도의 법령에 의한 시세조종적 행위 규제가 필요하지 않으며, 통상적으로 시세조종적 행위라는 명목으로 규제되고 있는 행위 중 가장매매와 통정매매는 사기에 해당한다고 보고 있고, 따라서 별도의 규정을 둘 필요없이 사기개념으로 충분히 규율될 수 있다고 한다. Fischel & Ross, "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" 105 Harv. L. Rev. 503(1991).

75) 그러나 이 Rule 10b-18의 요건에 하나라도 위배되는 自己株式取得이 곧바로 시세조종을 위한 것이라는 추정을 받는 것은 아니며, 또한 입증책임이 전환되는 것도 아니다(Rule 10b-18(c)).

76) 다른 매수청약 가운데 가장 높은 가격(the highest current independent bid price)과 다른 매도청약 가운데 가장 높은 가격(the highest current independent sale price) 중에서 보다 높은 것을 의미한다.

77) Rule 10b-18(a)(11)에서 정의하고 있는 trading volume.

78) 宋沃烈, 前揭論文, 68면에서 재인용.

賠償責任(同法 第160條) 등의 규정을 두고 있으며, 日本法院도 최근의 時勢操縱에 관한 사건[79]에서, 설사 다른 목적이 있다고 하더라도 賣買誘因의 목적이 인정된다면 時勢操縱으로 인한 책임을 물음으로써 時勢操縱에 대한 규제를 폭넓게 인정하고 있는데, 時勢操縱行爲의 要件은 미국이나 우리나라와 유사하게 ① 일련의 賣買去來의 存在, ② 去來盛況의 誤認 또는 時勢變動去來의 存在, ③ 誘因目的을 들고 있다. 그런데 여기서 시세조종행위 인정의 결정적 기준을 인위적인 가격변동에서 찾을 것인가 아니면 유인목적, 그 중에서도 특히 투자자를 끌어들이고자 하는 목적에서 찾을 것인가에 관해 기본적인 입장 대립이 있다. 그러나 自己株式取得과 특별히 관련된 규정은 존재하지 않는다. 1994년 商法改正으로 自己株式取得이 상당히 緩和되면서 市勢操縱의 가능성이 높아진 것은 사실이지만, 利益消却을 위한 自己株式取得이 時勢

79) 등전관광사건은 채무를 반환하기 위해서 매집하였던 등전관광株式會社의 株式을 상대거래로서 제3자에게 매도하기로 합의하였는데, 제3자가 시가보다 높은 가격으로 매수하게 되면 세무상 문제가 발생하므로 株式의 시가를 합의된 가격수준까지 올릴 필요가 있었던바, 株式을 매수함으로써 주가가 상승한 사건이다. 동경지방재판소는 모든 매매거래에서 타인을 유인하는 것이 어느 정도 수반되기 때문에 유인이라는 것에 중점을 두어서 위법행위 여부를 판단할 수는 없고 자연적이고 정상적인 수급관계를 어지럽히는 것에서 금지의 근거를 찾아야 된다는 취지를 표명하면서, "證券去來法 제125조 제2항 제1호의 유인목적이란[1] 그 유인이라고 하는 말 자체에 의미가 있는 것은 아니고, 매매거래가 번성하다고 보이게 하거나 유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래가 의도적·목적적으로 행하여졌다는 것을 추상적으로 표현한 것으로서, 인위적으로 매매거래가 번성하다고 보이게 하거나 인위적으로 유가증권의 시세를 조작하려고 하는 목적이라고 말을 바꾸는 것이 가능하다고 해석된다. …그 목적의 존부는 물론 당사자의 진술에 의해 명확하게 될 수 있지만, 그러한 진술이 없어도 거래의 동기, 매매거래의 태양, 매매거래에 부수한 사정으로부터 추측하여 판단하는 것은 충분히 가능하고, 그 경우에는 매매거래의 태양이 경제적 합리성을 가졌는가가 인위적으로 시세를 조작하려는 목적을 규명하는 데 중요한 의미를 가진다" 고 하였다. 다음으로 '변동거래' 에 대해서는 협동사료사건의 제1심이나 최고재판소 판결과 마찬가지로 "유가증권시장에 있어서 당해 유가증권의 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래를 가리킨다고 해석해야 한다" 고 하면서, "그것에 해당하는가는 실제의 시세의 움직임의 상황은 물론, 당해 기간중의 매매거래 전체에서 점하는 당해 매매거래의 비율, 당해 매매거래의 태양 등의 사정을 고려하여 판단하여야 한다" 고 판시하였다. 이 판결에서는 인위적 조작목적이라는 주관적 요소를 협동사료사건의 항소심판결에서는 변동거래의 요건으로 파악함으로써 변동거래를 적법행위와 위법행를 구분하는 기준으로 삼고 있는 데 반하여, 등전관광사건에서는 유인목적의 내용으로 봄으로써 형식적으로는 유인목적을 위법성 판단의 기준으로 삼고 있다는 점에서 차이가 있다. 神崎克郎, 藤田觀光事件の法的檢討 (商事法務 第1332號, 1993), 8면; 협동사료사건에 대해서는 제1심인 동경지방재판소의 판결과 제2심인 동경고등재판소의 판결이 결론적으로 피고의 유죄를 인정하였지만, 유죄 인정의 기준, 즉 적법한 거래와 위법한 시세조종행위를 구분하는 기준을 다른 것에서 구하고 있고, 최고재판소는 "證券去來法 제125조 제2항 제1호(현재 제159조 제2항 제1호에 해당된다) 후단은 시세를 변동시키는 일련의 매매거래 등을 전부 위법한 것으로 하는 것이 아니라, 이 중 매매거래를 유인할 목적, 즉 인위적 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게 그 시세가 자연적인 수요·공급에 의하여 형성된 것으로 오인시켜서 유가증권시장에서의 매매거래에 끌어들일 목적을 가지고 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래 등을 금지하는 것으로 해석된다" 고 함으로써 제1심판결과 마찬가지로 위법성을 판단하는 기준을 유인목적에 두고 있다며 최고재판소는 제1심판결의 이론을 지지하였다.神崎克郎, 協同飼料事件の最高裁決定 (商事法務 第1366號, 1994), 2면.

操縱의 목적으로 이용되는 것을 막기 위하여, 日本 證券取引審議會는 時勢操縱의 우려가 있는 특정행위는 하지 말도록 권유하고 있을 뿐이다.[80]

內部者去來는 證券去來法 第166條, 第167條의 규정에 의하여 규제가 이루어지고 있으며, 개정 전에도 이미 第166條 第2項 第4號의 "당해 上場會社의 운영, 업무, 재산에 관한 중요한 사실로서, 投資者의 投資判斷에 중요한 영향을 미치는 것"에 自己株式取得에 관한 사항이 포함된다고 해석하고 있었다.[81] 1994년 改正 證券去來法에서는 自己株式取得을 內部者去來에 있어서의 重要事實로 명시적으로 포함시켰다(日本證券去來法 第166條 第2項 第1號 ハ).

이처럼 各國에서는 이미 不公正去來에 대한 規制를 확립[82]하고 있으며, 우리나라도 이미 證

---

80) 村松洋平, "自己株式の利益消却の實務(下)" (商事法務 第1401號, 1995), 29면. 일본 證券取引審議會는 1994. 2. 7. 미국의 SEC Rule 10b-18의 영향을 직간접적으로 받은"自己株式取得규제완화에 따른 증권거래제도의 정비방안"이라는 보고서에서, 다음과 같은 행위는 시세조종과 관련된 문제를 발생시킬 것이라고 지적하고 있다. ① 개장 이전에 전일의 종가를 상회하는 수준으로 自己株式의 매입을 위탁하는 행위, ② 폐장 직전 일정한 시간대에 自己株式의 매입을 위탁하는 것, ③ 다수의 증권會社에 동시에 自己株式의 매입을 위탁하는 것, ④ 최근의 약정가격을 초과하는 가격으로 自己株式의 매입을 위탁하는 것, ⑤ 주가가 일정한 가격 이하로 떨어질 때 自己株式의 매입을 위탁하는 것 등이다.

81) 岸田雅雄, "自己株式取得規制緩和と證券取引法·租稅法" (ジュリスト 第1029號, 1993), 28면.

82) EU 증권규제의 「내부자 거래 및 시세조종 규제지침」은 통칭 「시장 불공정행위 규제지침(Market Abuse Directive)」으로 부르는데, 내부자 거래와 시세조종에 관한 역내 통일규제를 정하고 있다. 내부자거래와 관련하여 이미 1989년에 「내부자거래 규제지침」(89/592/ EEC)이 채택되었으나 이번에 업데이트가 이루어졌으며, 이와 함께 시세조종에 관한 규제가 추가되어 단일 지침으로 시행되었다. (2003. 1. 28 최종안 확정). 시세조종에 관해서는 이미 국제적으로는 IOSCO(증권감독자국제기구)가, EU에서는 FESCO(유럽증권감독자포럼)이 각각 2000년 5월과 9월에 지침이 되는 문서를 발간하였는데, 이번 지침은 양 기관의 기본입장을 입법화한 것이라 할 수 있다. 동 지침에 의해 EU 역내 금융시장 간 경쟁시 악영향이 시정되고, 시장의 일체성이 확보될 수 있다. 개정지침에서는 당해규제를 관할하는 당국은 EU 회원국별로 단일기관으로 압축되어 역내 국제간 증권거래가 급증에 따른 국가간 정보의 교환이나 검사를 실시시 효율성 확대가 기대되며, 또한 시장 불공정행위 규제지침은 유럽 단일 사업설명서지침(안)과 함께 Lamfalussy 보고서가 정한 새로운 접근(레벨 2)인 Comitology 절차를 최초로 적용한 예로서 2002년 3월에 CESR(유럽증권감독자위원회)에 기술적 세부사항에 대한 자문을 구했다. "EU 증권규제의 새로운 전개" ,증권경제연구 제38호 (2002. 7); 영국의 경우, 1998년 7월 영국 재무부(HM Treasury)는 1997년부터 준비해 온 통합금융감독법안인 Financial Services and Markets Bill(금융산업 및 금융시장에 관한 법률안, 이하 FSMB)을 의회에 제출했다. 이 FSMB는 여러 차례의 수정을 거친 후 상하양원의 심의를 통과하고 2000년 6월 여왕의 서명을 받음으로써 Financial Services and Markets Act 2000(금융산업 및 금융시장에 관한 법률, 이하 FSMA 2000)로서 탄생되었다. 이로서 영국에서는 은행, 증권, 보험, 자산운용 등 금융산업과 증권시장, 상품시장 등 금융시장을 망라해서 규제하는 FSMA 2000이라는 통합된 단일금융감독법 체제가 형성되었고, 이러한 법체제 하에서 통합감독권한을 갖는 단일감독기구인 Financial Services Authority (이하 FSA)가 정식으로 출범하게 되었다. 따라서 1986년 Big Bang 이후 증권시장의 규제를 담당해 왔던 Financial Services Act 1986, 보험시장의 규제를 담당해 왔던 Insurance Companies Act 1982, 예금시장의 규제를 담당해 왔던 Banking Act 1987 등은 이제 통합금융감독법인 FSMA 2000에 의해 대체되게 되었다. 이러한 금융감독기구 및 금융감독법규의 통합움직임 속에서 시세조종행위 규제체제(Financial Services Act 1986, section 47) 및 내부자거래 규제체제(Criminal Justice Act 1993, Part V)에 대한 재검토가 이루어졌고, 이들 규제체제에 대해서 큰 변화가 발생했다. 그것은 시세조종행위, 내부자

券去來法에서는 內部者去來(第188條의2)와 市勢操縱(第105條)에 관한 規制가 도입[83]되어 있다. 그러나 이러한 제도적 규제보다도 중요한 것은 규제당국의 의지일 것이다. 최근에는 규제당국이 과거의 유명무실한 규제에서 벗어나 실질적인 감시를 하고자 하는 움직임을 나타내고 있어 고무적이라 할 수 있다.[84] 따라서 위와 같은 不公正去來는 證券去來法上의 規制 즉, 公示義務의 賦課와[85] 그에 대한 監督, 나아가 不實公示에 따른 損害賠償責任의 실질적 보장을 통하여 自己株式取得에 따른 不公正去來를 방지할 수 있을 것이다. 결국 不公正去來의 規制라는 것 역시 自己株式取得規制의 根據는 되지 못한다고 할 수 있을 것이다.

거래에 대해 형벌적 규제체계와는 별도로 다른 구성요건을 갖는 독립된 민사적·행정적 규제체제를 확립한 것이다.

83) 1962년 證券去來法 제정시 내부자 거래 금지규정이 없었으나, 1976년 12월 제7차 전면개정시 내부자의 단기매매차익의 반환규정 신설하였다. 1982년 3월 제8차 개정시 상장법인의 주요주주·임원의 소유株式상황·변동보고 의무제 도입 및 공매도 금지조항 추가하였으나, 이러한 규정은 내부자 거래를 직접 규제하는 것이 아니라 내부자 거래의 예방을 위한 규정에 불과한 것으로 일본법을 그대로 계수한 것에 지나지 않았다. 1987년 11월 제9차 개정시 비로소 미공개정보의 이용금지 조항을 도입하였다. 미국의 證券去來法(SEA) 제10조b와 증권관리위원회(SEC)규칙 제10조b-5의 법리를 그대로 도입하여 일반적인 사기금지조항으로 제105조 제4항에 미공개정보 이용행위를 규제할 수 있는 포괄적인 금지조항을 신설. 또한 형사적인 처벌은 물론 민사적 책임의 근거규정으로 제106조를 규정하였다. 그 후 1991년 12월 제10차 개정시 위 제105조 제4항 제3호를 삭제하고, 그 내용을 대폭 손실하여 제188조의 2(내부자거래 금지)와 제188조의3(내부자거래의 배상책임)을 상장법인의 관리에 관한 제9장내의 독립조문으로 신설함. 한편 제188조의 제목을"내부자 거래 제한"에서"내부자의 단기매매차익 반환 등"으로 변경하여, 내부자 거래 규제조항 상호간에 통일적 해석이 가능하게 하였다. 1997년 1월 제13차 개정시 위 제9장내에 제2절 불공정거래행위의 금지 등으로 새로운 절을 신설하고, 제188조의2의'내부자거래 금지'란 타이틀을'미공개 정보 이용행위의 금지'라는 명칭으로 규정하였으며, 제207조의2(벌칙)를 신설하여 내부정보의 이용행위에 대한 형사처벌을 사기죄와 동일하게 10년 이하의 징역으로 상향조정하였다. 한편 2002년 4월 제25차 개정에서는 내부정보이용행위 등에 관한 처벌수위를 한층 강화하여, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음 구분에 따라 가중 처벌하도록 하였다. 즉, 이익 또는 회피 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역 그리고 5억 원 이상 50억원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처하도록 하고(제2항 신설), 제3항을 신설하여 이 경우 10년 이하의 자격정지를 병과 할 수 있도록 하고 있다.

84) 감독당국의 불공정거래 조사인프라 구축, 사전예방활동 강화 등으로 불공정거래 행위는 계속 감소하는 추세이다. 불공정거래 조사대상(건수) : (01) 538 → (02) 400 → (03) 336건으로 감소하고 있다.이는 매매주문단계부터 불공정거래 행위가 근절될 수 있도록 증권會社의 자체 시장감시시스템 확대 유도하고, 시장에 파급효과가 큰 중대사건에 조사역량을 집중하고 허위증자·변칙적인 제3자배정 증자 등 새로운 유형의 불공정거래에 대한 기획조사를 강화하고 있다. 불공정거래 행위의 주된 위반유형이 단순 시세조종에서 미공개 정보를 이용한 내부자거래로 변화됨에 따라 내부자 범위 확대 등 내부자거래에 대한 감시를 강화하며, 불공정거래에 대한 사회적 감시환경을 구축하기 위하여 제보자의 신분상 비밀을 철저히 보호하고 포상금 지급을 확대 공시위반시 부과되는 과징금 산정방식을 합리적으로 개선하는 등 과징금 부과·징수제도의 실효성 제고하였다. "금융감독위원회'04년 업무보고", 금융감독위원회 보도자료, 2004. 4. 21.

85) 江頭憲治郎, 前揭論文 주63), 7면.

다. 株主平等의 原則

自己株式取得을 規制하는 이유 중의 하나는, 그것이 株主平等의 原則에 위배된다는 것이다.[86] 여기서 株主平等에 위배된다는 일반적 의미는 먼저 株主間의 形式的 不平等[87]으로, 投下資本을 회수하려고 하는 株主가 많을 경우 會社가 그 일부 주주로부터만 株式을 선택적으로 매수한다면, 會社에 아직 남아있는 株主의 경우에는 사업의 위험을 계속하여 부담할 것이다. 그러나 株式을 매각하고 빠져나간 株主는 그 위험으로부터 자유롭기 때문에, 이는 株主간에 機會의 不平等이 존재하는 것이다. 다음으로는 株主間의 實質的 不平等으로써 會社가 어떤 가격으로 自己株式을 取得하는가에 따라 株主間에 富의 移轉이 발생한다.[88]

株主平等의 原則(Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre)이란 株主가 株主인 자격에서 會社에 대하여 가지는 법률관계에 있어서 그가 보유하고 있는 株式數에 따라 평등한 취급을 받아야 한다는 것을 말한다.[89] 이는 多數決의 濫用으로부터 少數株主를 보호하기 위한 原則으로서, 獨逸株式法 第53a條는 "株主는 동일한 條件下에서는 平等하게 취급된다"[90]고 하여 株主平等의 原則을 명문으로 인정하고 있다. 그러나 명문의 규정이 없는 日本의 경우, 마찬가지로 會社法의 基本原則으로 이해되고 있다.[91] 우리나라의 경우, 기업이 주주 등 이해관계자로부터 신뢰를 받기 위해서는 투명하고 책임 있는 경영을 실행하기 위하여, 1999년 9월에 모범규준을 발표하였고, 2003년 1월 22일에 개최된 공청회를 통해 각계에서 제시된 의견을 반영하는 과정을 거쳐 성안된 개정안은 2003년 2월 17일의 개선위원회 회의에서 일부 수정되어

---

86) Brudney, Victor, "Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations", 71 California Law Review 1072 (1983), at 1106-1107; Clark, supra note 6, at 627 ; 龍田節, "自己株式の取得と株主の平等" (法學論叢, 第134卷 第5·6號, 1994), 24면.

87) 이러한 분류는 절대적 평등과 상대적 평등(비례적 평등)이라는 분류와는 다른 것이다. 절대적 평등이란 모든 주주에게 그 소유株式수에 상관없이 동등한 권리를 부여하는 것이며, 상대적 평등이란 소유株式수에 비례하여 권리를 부여하는 것이다. 자본단체적 성격이 농후한 株式會社에서는 주주에게 있어 비례적 권리가 보다 본질적인 것이므로 주주평등의 원칙은 주로 상대적 평등을 의미하게 된다. 李泰魯·李哲松, 前揭書 제2장 주8), 282면.

88) Brudney, supra note 110, at 1075 ; 龍田節, 前揭書 주110), 26면에서도 형식적 평등(formally identical treatment), 실질적 평등(substantively equal treatment)이라는 구분이 이루어지고 있으나, 이는 본문에서 사용하는 구분과는 약간 차이가 있다는 점을 주의하여야 한다. 이들이 사용하는 분류는 법철학에서 행하는 분류와 비슷하다. 즉 형식적 평등이란 평등한 취급, 기회의 균등을 의미하며, 실질적 평등이란 이후의 경제적 결과까지 동일하여야 한다는 것이다.

89) 鈴木俊守·竹內昭夫, 會社法 (第三版, 有斐閣, 1994), 106면.

90) Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.

91) 龍田節, 前揭書 주110), 25면 ; 李泰魯·李哲松, 前揭書 제2장 주8), 283면.

최종 확정되었다.[92] 그러나 株主平等의 原則의 중요성을 충분히 감안하면서 그 원칙을 해치지 않고 自己株式을 取得할 수 있는 메카니즘을 적절하게 만들어낼 수 있기 때문에 自己株式取得을 원칙적으로 禁止하는 이유는 되지 못한다.

商法上 自己株式取得은 원칙적으로 禁止하지만, 取得이 불가피한 경우에는 예외적으로 自己株式取得을 인정하고 있다(第341條). 그러나 商法上 인정되는 예외는 대부분 會社가 어쩔 수 없이 自己株式을 取得하는 경우다. 즉 會社가 적극적으로 商法上의 예외규정을 이용하여 어떤 財務的 意思決定을 내린다거나, 반대로 商法上의 예외적인 상황이 발생한 경우에 自己株式을 取得하지 않을 수도 있다거나 하는 것은 아니다. 會社整理法上의 예외규정이라든가 解釋上으로 인정되는 경우도 역시 마찬가지로 당연한 것을 규정한 것에 불과하다고 보아야 하기 때문에 理事가 經營判斷을 내릴 여지가 존재하지 않는다. 다만 證券去來法上의 예외조항은 自己株式의 取得禁止를 획기적으로 緩和한 것으로서, 진정한 의미에서의 예외라고 할 수 있다. 여기서 인정되는 10% 예외는 會社가 財務政策을 펼침에 있어서 대단히 큰 의미를 가진다.

2. 商法上의 例外

가. 株式消却(第341條 第1號)

會社가 株式을 消却하려면 會社가 株主로부터 株券을 교부받아 보관하여야 하므로, 이 기간에는 어쩔 수 없이 會社가 自己株式을 取得한 결과가 된다. 즉 資本減少의 절차를 따르는 경우(第343條 第1項 本文), 株主에게 배당할 利益으로 消却하는 경우(利益消却, 第343條 第1項 但書), 償還株式을 消却하는 경우(第345條 第1項) 등이 있는데, 이러한 株式의 消却은 특별히 예외라고 인정할 것도 없다.

그러나 判例는 株式을 消却하는 절차의 일부로서 取得한 것이 아니라, 장차 株式을 消却할

92) 『기업지배구조 모범규준』 2.1 주주는 1주마다 1의결권을 가지며, 주주의 본질적인 권리는 침해되어서는 안된다. 다만, 특정 주주에 대한 의결권 제한은 법률이 정하는 바에 따라 제한적으로 이루어져야 한다. 2.2 주주는 기업으로부터 필요한 정보를 적시에 충분히 그리고 공평하게 제공받을 수 있어야 하며, 기업은 공시의무가 없는 정보를 공개할 경우에도 모든 주주에게 공평하게 제공하여야 한다. 2.3 주주는 다른 주주의 부당한 내부거래 및 자기거래로부터 보호되어야 한다.

의도로 取得한 경우까지 이 규정을 넓게 해석하여, 商法 第341條 第1號에 해당한다고 판시하고 있다.[93] 그러나 自己株式의 取得을 엄격하게 規制하여야 한다는 입장에서는, 이러한 判例의 태도가 사실상 自己株式取得을 무제한적으로 허용하는 결과가 된다고 비판하기도 한다.[94]

나. 會社合併 또는 營業讓受(第341條 第2號)

吸收合併의 경우, 包括承繼로 인한 불가피하게 自己株式을 取得하는 경우가 있다. 즉 消滅會社의 재산 중에 存續會社의 株式이 포함되어 있거나, 營業讓渡의 경우 讓渡目的인 營業財産 중에 讓受會社의 株式이 포함되어 있으면, 存續會社 또는 讓受會社가 自己株式을 取得하게 된다.[95] 그러나 이와는 반대로 吸收合併의 경우 存續會社가 消滅會社의 株式을 소유하고 있는 경우에 存續會社가 消滅會社의 株主의 자격으로 合併당시 발행되는 存續會社의 新株를 교부받을 수 있는지는 확실하지 않다는 것이다. 이렇게 存續會社가 보유한 消滅會社의 株式을 抱合株式(combined stock)이라고 하는데, 抱合株式에 대하여 新株를 교부할 수 있는가에 대하여는 견해가 나뉜다. 肯定說은 新株를 교부하여도 실질적으로는 存續會社의 재산의 일부인 消滅會社의 株式을 存續會社의 自己株式을 바꾸어 놓은 것에 불과하므로 허용된다고 하며,[96] 否定說은 그렇게 되면 自己株式의 原始取得이 되는 것이므로 허용되지 않는다고 한다.[97]

그러나 이러한 학설대립과는 상관없이, 抱合株式에 대하여 新株를 교부할 수 있음을 전제로 한 규정이 상당히 존재하고 있다. 즉, 현행 合併會計準則 第8條[98]는 抱合株式에 대하여 新株

---

93) 會社의 대표이사와 이사 겸 주주인 갑 사이에 경영권을 둘러싸고 계속되어 온 분쟁을 근원적으로 해결하기 위하여 갑이 그의 株式소유지분에 상응하는 재산을 會社로부터 양수하여 會社와는 별도로 독자적인 영업을 하는 대신 會社는 갑의 株式을 양수하여 감소된 재산에 상응하는 株式을 消却시킴으로써 갑을 제외한 대표이사 등이 會社를 명실상부하게 소유 경영하기 위한 것이라면 會社가 自己株式을 유상으로 取得한다고 하더라도 그것은 株式을 消却하기 위한 때에 해당되어 무효라고 할 수 없다고 한 사례.(대판 1992.4.14. 선고, 90다카22698 판결)

94) 李泰魯·李哲松, 會社法講義 (第五版, 博英社, 1996), 367-368면.

95) 李泰魯·李哲松,上揭書, 368면.

96) 鄭東潤, 會社法 (第四全訂增補版, 法文社, 1997), 234면.

97) 崔基元, 新會社法論 (第七全訂版, 博英社, 1996), 485면.

98) 제8조(상호투자株式의 회계처리) 합병기일 현재 합병會社가 소유하고 있는 피합병會社의 발행株式과 피합병會社가 소유하고 있는 합병會社의 발행株式(이하 "상호투자株式"이라 한다)의 회계처리는 다음 각호와 같다. 1. 합병시 상호투자株式에 대하여 신주를 교부하지 아니하고 消却하는 경우에는 동 상호투자株式의 장부가액(전기에 동 상호투자株式을 종목별로 평가한 경우에는 당해 평가충당금을 차감한 가액)을 합병대가로 본다. 2. 합병시 상호투자株式의 소유로 인하여 自己株式을 取得하게 되는 경우 동 自己株式의 取得원가는 합병당사會社의 장부가액(전기에 동 상호투자株式을 종목별로 평가한 경우에는

를 교부하지 아니하고 消却하는 경우와 그로 인하여 自己株式을 取得하게 되는 경우를 구분하고 있으며, 이는 抱合株式에 대하여 新株를 교부할 수 있음을 전제로 하는 것으로 보인다. 法人稅法 施行令 第117條의2 第1項 但書는 "당해 抱合株式에 대하여 合併法人의 株式을 교부한 때에는 抱合株式 取得價額 중 당해 교부株式가액을 공제한 금액을 合併交付金으로 본다"라고 규정하고 있어 역시 新株를 교부할 수 있음을 전제로 하고 있는 것이다[99]. 判例에 나타난 事案을 보더라도 合併時 抱合株式에 대하여 新株를 발행한 경우가 있다.[100] 그러나 위와 같은 규정이 반드시 新株를 교부하도록 요구하고 있는 것은 아님은 물론이다.

다. 權利實行(第341條 第3號)

會社의 권리를 실행함에 있어 채무자에게 會社의 株式 이외에 다른 재산이 없는 경우에는, 채권의 만족을 얻기 위해서는 競賣節次에서 그 株式을 競落받거나 또는 代物辨濟로 取得할 수 밖에 없다. 이는 채무자에게 會社의 株式 이외에 다른 재산이 있는 경우에는 인정되지 않으며, 이러한 債務者의 無資力要件은 會社가 立證하여야 한다는 것이 判例의 태도이다.[101] 따라서

당해 평가충당금을 차감한 가액)으로 한다. 3. 제2호의 규정에 의한 自己株式의 표시는 기업회계기준 제39조제3호의 규정에 의한다.

99) 법인세법시행령 제117조의2 제1항 소정의 포합株式取得가액은 그 경제적 실질에 있어서는 같은 법 제43조 제3항이 규정하는 피합병법인의 주주가 합병법인으로부터 받은 금전, 즉 합병교부금과 차이가 없으므로 포합株式取得가액을 합병교부금으로 보고 청산소득금액을 계산하도록 정한 위 시행령 제117조의2 제1항의 규정은 같은 법 제44조의 위임에 의하여 같은 법 제43조 3항의 취지에 따라 포합株式이 있는 경우의 청산소득금액 계산방법을 규정한 것에 불과하고 모법의 위임근거도 없이 새로운 과세요건을 정한 것은 아니므로 같은 법 제44조 소정의"청산소득 금액의 계산에 관하여 필요한 사항"의 범위를 넘어서 새로운 법률사항을 규정함으로써 조세법률주의에 위배된 것이라고 할 수 없다.(대법원 1989.9.12. 선고 87누564 판결); 법인세법시행령 제117조의2에서 규정한 합병법인이 합병전에 取得한 포합株式이 있는 경우에 "그 取得으로 인하여 피합병법인의 청산소득이 부당히 감소되는 것으로 인정되는 때"란 반드시 주관적 요소로서 청산소득을 부당히 감소시킬 목적이나 의사가 인정되어야 하는 것은 아니고, 합병법인의 株式取得으로부터 합병에 이르기까지의 일련의 거래과정 등을 종합하여 판단되어질 성질의 것인바, 합병법인이 피합병법인의 주주들로부터 그 소유株式 전부를 매입한 후 새로운 임원을 선출하여 독립된 법인으로 피합병 법인을 운영하다가 합병을 하였다 하여도, 만일 그 株式을 양수할 때에 합병하고 그 대가를 지급하였다면 피합병법인의 청산소득은 합병교부금에 해당하는 株式의 양도가액에서 불입자본금을 공제한 금액이 될 것인데 합병법인이 합병전에 피합병법인의 株式을 取得함으로써 위 株式양도가액이 피합병법인의 청산소득계산에서 제외되게 되었다면 그 청산소득이 부당하게 감소되었다고 볼 수밖에 없다(대법원 1990.7.24. 선고 89누6150 판결).

100)대판 1995. 4. 11. 선고, 94누21583 판결의 사실관계에는"원고가 1985. 8. 31. 소외會社를 흡수합병하면서 보유중이던 피합병會社의 株式 5,924,569주(액면가 1,000원, 다만 그중 851,690주는 무상주)에 대하여도 합병신주 1,184,913주(액면가 5,000원)를 발행하여 1987. 2.부터 같은 해 12.까지 사이에 그 중 1,165,130주를 금 11,565,572,350원에 매각하고"라는 부분이 있다.

自己株式取得이 會社의 권리실행을 위한 최후의 방법이 될 경우에만 인정된다.

라. 端株의 處理(第341條 第4號)

端株(oddlot)란 1株에 미달하는 株式을 말하는데, 株主가 신주인수권을 가지는 경우, 준비금의 자본전입, 株式의 병합 등의 경우의 신주발행 때 舊株 2주에 신주 1주를 배정할 경우 구주 3주에 대해서는 신주 1주가 배정되지만 남는 구주 1주는 단주가 된다. 이 경우에는 이를 환가하여 株主에게 대금으로 지급하기 위하여는 會社가 端株를 取得할 필요가 있다.[102] 그러나 商法상 端株處理(treatment of fraction)가 競賣나 去來所賣却으로 법정된 경우(資本減少는 第443條 第1項, 準備金의 資本轉入은 第461條 第2項, 株式配當은 第462條의2 第3項, 合併은 第530條 第3項)에는 그 방법에 따라야 하므로, 이 第341條 第4號가 적용되는 것은 轉換社債의 轉換 또는 新株引受權附社債의 新株引受權行使 등으로 인한 新株發行과 같이 端株에 대한 처리방법이 법정되지 않은 경우에 한한다. 稅法상 端株處理는 自己株式의 매매익이므로 資本剩餘金으로 처리하며 處分손은 명확한 규정이 없으나 利益剩餘金으로 처리된다.

마. 株式買受請求(第341條 第5號)

株主가 特別決議에 반대하는 株主가 會社에 대하여 株式의 매수를 청구하는 경우(第374條의 2)[103], 제552조의 3, 530조의 7에 의하여 株式매수를 청구한 때, 會社가 株式의 讓渡를 승인하지 아니하여 株主(讓渡人) 또는 讓受人이 會社에 대하여 株式의 買受를 請求한 경우(第335

---

101)商法 제341조 제3호에서 株式會社가 自己株式을 取得하는 경우로서 會社의 권리를 실행함에 있어서 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때라 함은 會社가 그의 권리를 실행하기 위하여 강제집행, 담보권의 실행 등에 당하여 채무자에게 會社의 株式 이외에 재산이 없는 때에 한하여 會社가 自己株式을 경락 또는 대물변제 등으로 取得할 수 있다고 해석되며, 따라서 채무자의 무자력은 會社의 自己株式取得이 허용되기 위한 요건사실로서 自己株式取得을 주장하는 會社에게 그 무자력의 입증책임이 있다 할 것인바, …… 피고會社가 본건 株式을 유효하게 取得하기 위하여는 (채무자에게) 본건 株式 이외에 어떠한 재산도 없는 경우에 최종적으로 동인의 株式을 取得하여야 되는데, 채무자에게 본건 株式 이외에 재산이 없다는 입증이 없다는 (이유로) 피고會社의 본건 自己株式取得이 무효라고 한 판단은 정당한 조치이다(대판 1977.3.8. 선고, 76다1292 판결).

102)李泰魯·李哲松, 前揭書 주8), 369면.

103)반대주주의 株式매수청구권(appraisal remedy)은 종전에 證券去來法 제191조에 의하여 상장법인의 주주에게만 인정되던 것을 1995. 12. 29. 商法 개정으로 商法에 편입시킨 것이다.

條의6, 第335條의7), 등에도 역시 會社는 당연히 自己株式을 取得하게 된다.

3. 特別法上의 例外

가. 證券去來法上의 例外

證券去來法上 會社가 自己株式을 取得할 수 있는 경우는 두 가지가 있다. 우선 1994. 1. 5. 證券去來法의 개정으로 上場法人(1997년 개정에 의하여 株券上場法人)의 경우에는 특별한 목적이 없더라도 發行株式總數의 10%(개정 당시의 證券去來法 施行令에서는 5%) 한도 내에서 自己株式을 取得할 수 있게 되었다(證券去來法 第189條의2).

또한 1997. 1. 13. 證券去來法 개정으로 證券會社는 고객의 위탁을 받은 경우 有價證券市場 또는 協會仲介市場의 매매수량단위 미만의 自己株式을 有價證券市場 또는 協會仲介市場 밖에서 取得할 수 있으며, 이 경우 取得한 自己株式은 取得日로부터 3월(證券去來法 施行令 第35條의12) 내에 處分하여야 한다(證券去來法 第46條의2). 종전에는 證券會社가 證券去來所의 매매수량단위 미만의 自己株式을 取得하는 것은, ① 商法 第341條上의 例外條項에 해당하지 않고, ② 有價證券市場을 통한 매매가 아니므로 證券去來法上의 株券上場法人의 自己株式 取得規定의 적용을 받지 않아, 결국 불가능한 것으로 해석되었다. 따라서 고객이 證券會社의 有償增資 등으로 取得한 매매수량단위 미만의 株式을 매도할 경우에는 다른 證券會社에 별도로 계좌를 개설하여야 했다. 따라서 이러한 불편을 해소하기 위하여 위와 같은 규정을 둔 것이다.

나. 會社整理法上의 例外

會社整理法上 整理計劃의 방법으로 整理債權者, 整理擔保權者 또는 株主에 대하여 新株를 발행하는 경우, 소정기간 내에 이들이 株券의 交付를 청구하지 아니하면 失權하고(會社整理法 第262條 第4項), 이러한 失權株를 會社가 取得할 수 있다(會社整理法 第262條 第5項 前文). 이 경우 會社는 自己株式을 取得한 결과가 되는 것이다. 그러나 取得한 自己株式은 상당한 시

기에 處分하여야 한다(會社整理法 第262條 第5項 後文).

4. 解釋上의 例外

가. 無償取得

無償取得의 경우에는 會社의 자산에 영향이 없으므로 會社는 自己株式을 取得할 수 있다는 것이 일반적인 설명이다. 그러나 이는 현행 商法이 株金全額納入主義를 채택하고 있기 때문에(第295條, 第305條, 第421條) 가능한 것임을 주의하여야 한다. 만일 株金分割納入主義를 채택하였다면, 未納入株式을 無償取得한 경우, 이는 실질적으로 納入義務를 免除하는 결과가 되어 會社의 자산에 영향을 주게 된다.[104] 株金全額納入主義를 채택하고 있는 경우에는, 會社가 贈與·遺贈 등으로 인하여 自己株式을 無償으로 取得하는 경우에도 특별히 會社의 資本的 基礎에 변동이 생기는 것은 아니므로,[105] 특별한 法規定이 없다고 하더라도 解釋上 인정되고 있는 것이다.

나. 他人의 計算에 의한 取得

會社의 資本的 基礎에 영향을 주지 않기 때문에 해석상 인정되는 다른 경우는 他人의 計算으로 自己株式을 取得하는 경우이다. 일반적으로 委託賣買[106]와 信託의 경우가 그 예로 인용되고 있다.

---

104)독일의 경우 株式會社의 설립은 발기설립만이 존재하며, 발기인은 설립시에 발행하는 株式총수를 인수하여야 한다(독일株式법 제2조, 제28조, 제29조). 그러나 발기인이 금전출자를 하는 경우에는 액면가액의 4분의1 이상 및 액면초과발행의 경우 액면초과액만을 납입하면 되기 때문에(독일株式법 제36조 제2항, 제36a조 제1항), 독일에서는 무상取得이더라도 자산에 영향을 주게 된다. 독일株式법이 액면가 또는 액면가 이상의 발행가액이 전액 납입된 경우에는 自己株式을 무상取得할 수 있다고 명문으로 인정하고 있는 것은(독일株式법 제71조 제1항 제4호, 제2항 제3문) 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

105)會社는 …… 自己株式을 取得하지 못하는 것이지만, 會社가 무상으로 自己株式을 取得하는 때와 같이, 會社의 자본적 기초를 위태롭게 하거나 會社 채권자와 주주의 이익을 해한다고 할 수가 없는 경우에는 예외적으로 自己株式의 取得을 허용할 수 있다. (대판 1996.6.25. 선고, 96다12726 판결, 대판 1989.11.28. 선고, 88누9268 판결)

106)독일의 경우에는 명문으로 매수위탁거래의 이행으로서 自己株式을 取得하는 경우를 인정하고 있다(독일株式법 제71조 제1항 제4호).

第3節 株券上場法人의 自己株式取得

1994. 1. 5. 法律 第4701號로 證券去來法이 第11次 改正되면서 上場株式에 대한 大量所有制限規定[107]이 廢止되었다.[108] 물론 그 施行이 1997. 1. 1. 이후로 猶豫되었기는 했지만, 어쨌든 이는 資本市場에서의 본격적인 支配權爭奪을 예고하는 것이었다. 이제는 友好的 企業引受뿐만 아니라 敵對的 企業引受에 의해서도 會社의 支配權이 변경될 수 있게 된 것이다.[109] 이러한 상황에서, 敵對的 企業引受로부터 支配權을 保護하여야 한다는 財界의 主張을 받아들여져 上場法人의 경우 일정한 범위에서 自己株式을 取得할 수 있도록 證券去來法이 改正되었다.[110] 그 결과 株券上場會社의 自己株式取得은 계속하여 증가하고 있는 추세이다.[111]

株券上場法人은 有價證券市場을 통하여 일정범위 내에서 당해 法人의 名義와 計算으로 自己

---

107)개정전 證券去來法 제200조 제1항의 기본내용은 다음과 같다. <공공적 법인 부분은 생략>
제200조 (株式의 대량소유의 제한등) ① 누구든지 상장법인이 발행한 株式은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 다음 각호에 규정하는 기준을 초과하여 소유하지 못한다. 이 경우에 의결권이 없는 株式은 총발행株式에 포함되지 아니하며, 대통령령이 정하는 친족 기타 특수관계인의 명의로 소유하는 때에는 자기의 계산으로 取得한 것으로 본다.
1. 당해 유가증권이 신규로 상장된 당시에 총발행株式의 100분의 10 이상을 소유한 주주는 그 소유비율 <단서생략>
2. 제1호의 규정에 의한 주주 이외의 자는 총발행株式의 100분의 10

108)종전 證券去來法 제200조의 폐지에 따른 영향에 대하여는 宋種俊,"大量株式所有制限 廢止後의 問題點과 改善方案"(上場協 第33號, 1996), 133-150면 참조.

109)證券去來法 제200조가 폐지되기 이전에도 공개매수에 의하여 10% 이상의 株式을 取得하는 것은 허용되었으므로(개정전 證券去來法 제200조 제2항 참조), 공개매수를 통한 적대적 기업인수가 불가능한 것은 아니었다. 즉 얼마든지 공개매수에 의하여 대상會社의 지배권을 획득할 수 있었다. 따라서 마치 제200조의 폐지로 인하여 적대적 기업인수가 가능해진 것처럼 설명하는 것은 오해의 소지가 있다고 하겠다. 왜냐하면 적대적 기업인수의 방법으로 일반적으로 가장 많이 사용되는 것이 공개매수라고 한다면, 우리나라의 경우에도 공개매수를 통한 적대적 기업인수의 가능성에 대하여는 아무것도 변화되지 않았기 때문이다. 따라서 본격적인 M&A 시대가 열렸다는 의미는 심리적인 측면이 더욱 강한 것으로 보아야 한다.

110)일반적으로 제11차 개정 당시 自己株式取得의 허용은 이처럼 대량소유제한규정의 폐지와 관련된 것으로 설명되고 있으나, 과연 정부의 주된 의도가 상장법인의 경영권 보호였는지는 확실하지 않다. 證券去來法 개정에 참여한 全弘烈, 證券去來法解說('94 改訂版, 韓國上場會社協議會, 1994), 286면에서는 단순히 "이상과 같은 주장은 경제사회 여건이 자사주 取得의 현실적 필요성을 인정하는 방향으로 변화해 가고 있는 것을 수용하는 것이며, 이에 따라 각국이 自己株式取得의 부작용의 방지를 제도적으로 강구하면서 自己株式取得을 제한적으로 허용함으로써 自己株式取得의 장점을 활용하는 방향으로 개편되고 있으며, 우리나라도 이러한 맥락에서 제11차 證券去來法 개정으로 自己株式의 取得을 제한적으로 허용하게 된 것이다"라고만 서술하고 있을 뿐이다. 물론 기업의 지배권을 보호할 수 있는 수단을 제고하여야 한다는 논지도 고려되었으나, 이는 여러가지 이유 중의 하나에 불과하였다.

111) 본 논문 주)61 참조.

株式을 取得할 수 있으며, 이 경우 證券管理委員會가 정하는 自己株式 取得關聯事項을 證券管理委員會와 證券去來所에 신고하여야 한다(證券去來法 第189條의2). 이를 분설하면 다음과 같다.

1. 適用對象

自己株式을 取得할 수 있는 주체는 株券上場會社에 한정된다(證券去來法 第189條의2 第1項). 1997. 1. 13. 證券去來法의 개정으로 適用對象이 上場會社에서 株券上場會社로 변경되었으나, 표현상의 차이에 불과하다. 여기서 株券上場會社라 함은 有價證券市場에 上場된 株券을 발행한 會社를 말한다(證券去來法 第3條 第3號). 이는 自己株式取得의 현실적 必要性이 큰 기업에 한하여 우선적으로 허용한다는 취지라고 한다.[112] 그러나 株券上場會社가 株券非上場會社보다 自己株式取得의 현실적 必要性이 크다는 명제는 검증된 것인가? 그렇지 않다고 본다. 株主의 投下資本回收의 관점에서 본다면, 오히려 市場에서 株式을 現金化할 수 없는 株券非上場會社의 경우에 그 必要性이 더 크다고 볼 수도 있다. 또한 支配權保護라는 측면에서 보더라도, 오히려 株券非上場會社의 경우에는 企業買受가 은밀하게 이루어질 가능성이 있으므로[113] 위와 같은 규정이 더욱 필요하다고 볼 수 있다.

그러면 왜 株券上場會社만을 그 대상으로 하게 된 것일까? 그 이유를 정확히 알 수는 없지만, 다음과 같은 세 가지 점이 고려되었던 것이 아닌가 생각된다. ① 우선 商法을 改正한다는 것은 사실상 어렵다는 것이다. 그에 비하여 證券去來法의 改正은 지금까지 상당히 쉽게 이루어져 왔다. 그 결과 현재 우리나라에서 商法과 證券去來法 사이에는 미묘한 관계가 존재한다. 즉 商法에 도입할 必要性이 있는 제도라고 판단되는 경우라고 하더라도, 충분한 논의를 거쳐 商法에 도입하는 것이 아니라, 별다른 논의없이 證券去來法에 우선 도입해 보고, 그 이후에 "실적을 보아" 商法에 편입시키는 것이다. 反對株主의 株式買受請求權(第374條의2)이 그 대표적인 예라고 할 것이다. 이러한 입법태도가 바람직한 것이 아님은 분명하다.[114] ② 自己株式取

112) 全弘烈, 上揭書, 287면.
113) 崔基元, "商法改正案에 대한 問題點의 再考", (霽南姜渭斗博士 華甲紀念 商事法論叢(上), 1996), 21-22면.

得을 商法上 원칙적으로 禁止하면서, 다시 동일한 法에서 일정 부분 허용한다는 것이, 물론 불가능하지는 않다고 하더라도 어색할 수 있다. ③ 自己株式取得을 허용한 배경에 비추어 생각해 보면, 허용의 필요성이 있었던 것은 株券上場會社에 국한된다고 볼 수 있다. 즉 당시 自己株式取得을 허용한 실질적인 이유가 증시부양에 있었다고 본다면 市場이 형성되어 있지 않은 株式에 대하여는 自己株式取得을 인정할 필요성이 없었던 것이다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 1994년 당시 自己株式取得 規制緩和의 주된 논거가 敵對的 企業引受에 대한 防禦手段의 제공이었다는 점에서 본다면, 이러한 논의는 쉽게 납득되지 않을 수 있다. 어쨌든 이렇게 세가지 이유를 생각해 볼 수 있지만, 어디까지나 추측에 불과하다는 한계가 있다. 株券非上場法人에 대하여도 自己株式取得을 인정할 것인지의 여부에 대하여는 第7章 第2節에서 다시 살펴보기로 한다.

2. 取得上限

發行株式總數의 10% 이내에서 大統領令이 정하는 비율을 한도로 하여 取得이 가능하다(證券去來法 第189條의2 第1項 第1號). 초기에는 發行株式總數의 5%를 한도로 하였으나, 1996. 2. 12. 證券去來法 施行令을 개정하여 10%로 그 한도를 증액하였다(證券去來法 施行令 第84條의2 第1項). 證券去來法에 의한 自己株式取得은 去來所市場을 통한 自己株式取得만을 말하는 것이므로, 商法에 따라 예외적으로 自己株式을 取得한 경우에는 위 10% 한도에 포함되지 않는다. (商法上의 自己株式取得은 例外事由만 있으면 되고, 取得上限의 제한은 없다) 또한 自社株펀드 역시 自己株式 取得限度와는 아무런 관계가 없으므로 自社株펀드 가입분도 위 한도에 산입되지 않는다.[115]

---

114)상게논문 22면에서도 이를 다음과 같이 표현하고 있다. "사실은 自己株式取得을 허용하는 내용은 證券去來法에서 규정할 성질의 것이 아니다. 만약에 필요하다면 商法에서 정하여야 되는 것이 아닌가? 자기 자식을 남에게 뺏기고 어떻게 자라는지를 보고 난 뒤에 어떠한 조치를 취하겠다고 하는 것은 문제가 있다고 본다. 이는 상장株式會社에게는 기업매수의 방어수단을 인정해 주고, 비상장會社는 그러한 기업매수의 위험에 방치하는 것이 되어 불균형이 아닐 수 없으며, 많은 비상장會社가 기업매수에 의하여 경영권을 박탈당한 다음에야 개정을 고려한다면 소잃고 외양간 고치는 것이 될 것이다."

115)林在淵, "上場法人의 自己株式取得制度" (人權과 正義 第225號, 1995), 63면.

3. 取得財源

商法 第462條 第1項의 利益配當限度[116] 이내에서 大統領令이 정한 금액을 財源으로 하여야 한다(證券去來法 第189條의2 第1項 第2號). 大統領令에서는 利益配當限度에서 ① 당해 사업연도의 利益配當額(利益配當額이 결정되지 아니한 경우에는 委員會가 정하는 바에 따라 산출한 利益配當豫定額)과 ② 證券管理委員會가 정하는 準備金을 차감한 금액을 取得財源으로 하고 있다(證券去來法 施行令 第84條의2 第2項). 현재 證券管理委員會가 정하는 準備金은 資産再評價法 第28條의 규정에 의한 再評價積立金, 租稅減免規制法 第123條의 규정에 의한 企業合理化積立金, 上場法人 財務管理規程에 의한 財務構造改善積立金 등 세 가지만이 규정되어 있다(上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第8條 第1項 第1號 내지 第3號). 同規程에서는 第5項에서 轉換權對價 및 新株引受權對價도 공제하는 것으로 되어 있으나, 이러한 자본조정항목은 어차피 순재산을 구하면서 자동적으로 공제되는 효과가 발생하므로, 특별히 고려할 필요는 없는 것으로 보인다. 따라서 取得財源을 간단히 요약한다면 (配當可能利益 － 利益配當額 또는 그 豫定額 － 再評價積立金 － 企業合理化積立金 － 財務構造改善積立金)으로 나타낼 수 있다.

결국 株券上場會社의 自己株式 소유한도는 發行株式總數의 10% 이내와 위 取得財源 한도액 중 적은 금액 이내로 되며, 일단 自己株式을 取得한 후 資本金 또는 利益配當限度 등이 감소하게 되면 取得限度를 초과하여 보유하는 결과가 되는데, 그러한 경우에는 그 날로부터 3년 이내에 處分하여야 한다(證券去來法 施行令 第84條의4).[117]

4. 取得節次

---

116)순재산액 － (자본금 + 자본준비금 + 이익준비금 + 당해년도에 적립하여야 할 이익준비금).
李泰魯·李哲松, 前揭書 주8), 834면에서는 명문에는 규정이 없으나 법인세액을 공제하여야 한다고 하지만, 이는 잘못된 설명이라고 하겠다. 왜냐하면 會社가 납부하여야 할 법인세는 미지급법인세라는 계정으로 이미 부채로 계상되어 있기 때문이다(기업회계기준 제26조 참조). 따라서 법인세액은 순재산액을 구할 때 이미 고려가 되는 것이다. 여기서 미지급법인세는 당해년도에 납부하여야 할 (과거의) 법인세액이 아니라, 당해년도의 소득에 대하여 법인세법의 세무조정을 거쳐 확정될 금액, 즉 다음연도에 납부하여야 할 법인세액을 의미한다.

117)1997. 3. 22. 시행령의 개정에 따라 그 기간이 종전의 1년에서 3년으로 늘어났다.

證券去來法上 自己株式을 取得함에 있어서는 理事會의 결의를 거쳐야 한다(證券去來法 施行令 第84條의3, 上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第1條의2). 다만 특별한 留保條項이 없음에도 불구하고 定款으로 이를 株主總會의 決議事項으로 정할 수 있는가의 문제가 있으나, 이는 通說에 따라 충분히 가능한 것으로 해석하면 될 것이다.

그런데, 自己株式取得은 기본적으로 會社의 여유자금을 株主에게 환급하는 것으로서, 富의 移轉이라는 측면에서 본다면 資本減少(利益消却)나 配當과 經濟的으로 동일한 效果를 가질 수 있다. 그렇다면 資本減少(第438條), 配當(第449條 第1項), 株式配當(第462條의2 第1項)의 경우에 株主總會의 決議를 요구하는 것과 마찬가지로, 自己株式取得의 경우에도 동일하게 株主總會의 決議에 의하여야 하는 것이 아닌가 하는 의문이 있다.[118] 물론 立法例를 살펴보면 이를 株主總會의 권한으로 하는 경우도 있고, 理事會의 권한으로 하는 경우도 있으며, 양자가 공존하는 경우도 있어서 명확한 것은 아니다.[119] 그러나 경제적 효과가 동일한 만큼 최소한 利益配當에 대한 決定權限과 균형을 유지하는 것이 옳다고 본다.[120]

또한 自己株式取得은 會社財産의 유출을 의미하므로 債權者保護節次를 취하여야 하는가의 문제가 있다. 현행법상으로는 아무런 規定도 없으며, 自己株式取得이 配當可能利益을 財源으로 하여 이루어지는 이상 현행법의 입장에서 본다면 당장 責任財産이 감소되는 것은 아니므로 債權者保護節次(第439條 第2項, 第232條)를 거칠 필요는 없다고 본다. 이는 利益配當의 경우와 동일한 논리로 생각하면 된다.

5. 取得方法

株券上場法人은 去來所市場을 통하여서만 自己株式을 取得할 수 있다(證券去來法 第189條의

118)自己株式取得이 자본감소의 한 절차로 이루어지는 경우(제341조 제1호)에는 당연히 자본감소의 특별결의가 필요하지만, 그 이외의 경우에는 주주총회의 결의가 필요하지 않다.

119)미국을 제외하면 대부분의 국가에서 주주총회의 결의를 요구하고 있으며, 미국의 경우에는 배당에 대한 결정권한도 이사회에 있다는 사실을 주의하여야 한다. 결국 입법례에 의하면 주주총회의 결의를 요구하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

120)神田秀樹, "自己株式取得と企業金融(下)" (商事法務 第1292號, 1992), 10면 ; 岩原紳作, "自己株式取得規制の見直し(下)" (商事法務 第1335號, 1993), 16-17면.

2 第1項). 따라서 自己公開買受나 株主와의 直接交涉(그린메일 포함)을 통하여 自己株式을 取得하는 것은 허용되지 않는다.[121] 왜냐하면 自己株式取得은 商法에 의하여 원칙적으로 금지되는 것이며, 다만 특별한 규정이 있는 경우에 한하여 제한적으로 인정되는 것이기 때문이다. 따라서 證券去來法이 특별히 取得方法을 특정하고 있는 이상, 그 밖의 방법에 의한 自己株式取得은 인정되지 않는다고 해석하는 것이 타당하다.[122] 다만 현실적으로 일부주주가 支配權을 取得할 것처럼 위협하여 支配株主에게 프레미엄을 받고 株式을 다시 양도하는 경우에는 그린메일과 비슷하게 보일 수도 있으나, 이러한 거래를 自己株式取得에 포함시켜 함께 논할 수는 없을 것이다. 1994년 證券去來法 改正 당시의 논의를 보면, 위와 같이 自己株式取得의 方法을 제한한 것은 아직 公開買受의 경험이 부족하고, 場外去來나 直接去來까지 허용하면 그린메일 등의 부작용이 발생할 우려가 있기 때문이라고 한다.[123]

그런데 公開買受와 관련하여, 1997년 개정된 證券去來法은 公開買受期間中에는 대상會社가 防禦手段을 사용하는 것을 원칙적으로 금지하였으므로(證券去來法 第23條 第4項), 그 금지되는 행위에 自己株式取得이 포함되는지 여부가 문제된다. 여기에서 금지되는 행위는 議決權있는 株式數에 변동을 초래하는 행위이므로, 自己株式取得이나 再發行도 이에 당연히 포함된다고 해석하는 견해도 있으나,[124] 施行令에서 自己株式取得 또는 再發行을 포함시키지 않고 있는 이상(證券去來法 施行令 第12條의5 참조) 이를 해석에 의하여 포함시키는 것은 무리가 있다.[125] 따라서 市場에서의 防禦的 自己株式取得은 현행법상 금지되지 않고 있다고 본다.

위와 같은 自己株式取得은 會社의 名義와 計算으로 이루어져야 한다. 여기서 특히 주목하여야 하는 것은 "會社의 名義"라는 부분이다. 앞서 지적한 바와 같이, 일반적으로 第3者의 名義로 取得하는 경우에도 그 經濟的 效果는 동일하기 때문에 自己株式取得으로 보아 규율하고 있

121)1997년 證券去來法 개정으로, 시장에서 取得한 株式이라고 하더라도 5% 또는 25%를 초과하는 경우에는 의무적으로 공개매수를 하여야 하지만, 證券去來法은 제189조의2에 의한 自己株式取得의 경우 의무공개매수의 적용대상에서 제외한다고 하여(證券去來法 제21조 제2항 단서, 시행령 제11조의3 제1호, 제4호), 自己株式의 보유비율이 증가하는 경우 의무적으로 자기공개매수를 할 필요는 없음을 명시적으로 규정하고 있다. 즉 의무공개매수와 관련하여서도 자기공개매수는 인정되지 않는 것이다.

122)반드시 자기공개매수에 관한 규정이 있어야 자기공개매수가 가능한 것은 아니다. 왜냐하면 株式양도가 정관에 의하여 제한되지 않는 한, 어떠한 방법으로 어떠한 가격에 양도하든 그것은 개인의 자유이기 때문이다. 따라서 자기공개매수가 불가능한 것은 자기공개매수에 관한 규정이 없기 때문이 아니라, 自己株式取得이 원칙적으로 금지되고 있기 때문이라는 점을 주의하여야 한다.

123)全弘烈, 前揭書 주30), 288면.

124)宋種俊,"改正 公開買受制度의 內容과 爭點", (度岩金敎昌辯護士 華甲紀念論文集, 1997), 427면.

125)金建植,"改正證券去來法의 公開買受制度" (人權과 正義 제248호, 1997), 45-46면.

으며, 실제로도 이러한 형태의 取得이 상당부분을 차지하고 있다. 證券去來法에서 이러한 第3者 名義의 取得方式을 명시적으로 배제하고 있으므로, 會社가 第3者 名義로 自己株式을 取得한 경우에는 商法의 規定으로 다시 돌아간다고 볼 것이다. 따라서 第3者 名義로 自己株式을 取得한 경우, 商法상의 예외조항에 해당하지 않는다면 이는 商法上의 違法한 自己株式取得이 된다.

會社가 去來所市場에서 自己株式을 取得하는 경우 일반적으로 證券會社를 통하게 된다. 證券會社를 통하여 매수주문을 할 경우에는 ① 同時呼價에 의하여 매수주문을 하되 그 가격은 前日의 終價로 하여야 하고,[126] ② 1일 매수주문량은 取得申告한 株式수의 3%(그 3%가 5,000주에 미달될 경우에는 5,000주) 이내로 하여야 하며, ③ 證券會社는 1일 1개로 하여야 하고, 全取得期間을 합하여 5개를 초과할 수 없다(上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第6條).

6. 公示

自己株式의 取得 또는 處分에 관한 사항은 隨時公示事項이다. 현재 自己株式과 관련하여서는 自己株式取得을 결의한 때 지체없이 取得申告書를 제출하여야 하고(證券去來法 第189條의2 第2項, 上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第2條), 取得한 날로부터 5일 이내에 取得結果報告書를 제출하여야 하며(上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第4條 第1項), 處分을 결의한 때 지체없이 處分申告書를 제출하여야 한다(證券去來法 第189條의2 第2項, 上場法人의 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第11條).[127] 取得·處分申告書는

126)1994. 4. 30. 처음 自己株式取得이 허용되었을 때에는 自己株式 매수주문에 의한 주가에의 영향을 줄이고 시세조종을 방지하기 위하여 "당일 종가에 의한 시간외매매" 방식을 택하였다. 이는 상장법인이 증권會社에 매수위탁을 할 때, 매수위탁일의 오전시장 종료전까지, 매수위탁일의 오후시장의 종가에 의한 시간외매매 방법으로 처리하도록 매수위탁을 하는 방식을 말한다. 그러나 이러한 방식이 투자자들에게 익숙하지 않은 데다가, 사실상 거래소에 전산주문이 되지 않는 별도의 시장을 만드는 것도 무리라는 지적이 있자, 1994. 11. 22. 규정을 개정하여 전일종가를 기준으로 하여 다음날 동시호가에 참여하는 방식으로 변경되었다. 林在淵, 前揭論文 주34), 63면.

127)"상장법인의 自己株式取得 및 處分신고에 관한 규정" 중에서 관련된 부분은 다음과 같다.
제2조 (自己株式의 取得신고서 제출) 상장법인이 유가증권시장을 통하여 自己株式을 取得할 것을 이사회에서 결의하거나 그 取得에 관하여 사실상 권한이 있는 대표이사 또는 임원 등이 결정한 때에는 지

證券管理委員會와 證券去來所에 제출하여야 하고, 取得結果報告書는 證券監督院에 제출하여야 한다.

종전에도 위 세가지 신고는 "上場法人의 自己株式取得申告 등에 관한 規程"에 포함되어 시행되고 있었다. 그러나 證券去來法上 明示的인 規定이 존재한 것은 取得申告書뿐이었다. 즉 종전 證券去來法 第189條의2 第2項은 "第1項의 規定에 의하여 上場法人이 自己株式을 取得하는 경우에는 委員會가 정하는 바에 따라 自己株式의 取得關聯事項은 委員會와 證券去來所에 申告하여야 한다"라고 규정하고 있었으므로, 나머지 두가지의 신고는 母法에 근거가 없는 채로, 다만 證券管理委員會의 "規程"에 의하여 사실상 강제되고 있었을 뿐이었다.[128] 그러나 1997년 證券去來法 개정으로 第189條의2 第2項이 "取得 또는 處分"의 경우에 모두 申告하도록 규정하여 處分申告書의 문제는 해결되었다. 그러나 取得結果報告書의 문제는 아직 해결되지 않았다.[129] 따라서 이러한 申告義務에 위반하면 2년 이하의 징역 또는 1천만원 이하의 벌금에 처하게 되어 있는데(證券去來法 第209條 第9號), 取得結果報告書를 제출하지 않아도 그러한지는 불명확하다. 물론 현재의 관행은 規程에 따른 申告가 이루어지고 있으므로, 사실상 문제가 될 가능성은 희박하다.

自己株式 取得申告書를 제출한 법인은 제출일로부터 3일이 경과한 날로부터 3월 이내에 自己株式을 取得하여야 하며(證券去來法 施行令 第84條의3 第3項), 이 기간 내에 取得을 완료하지 못하여 다시 自己株式을 取得하려고 하는 경우에는 그 기간 만료 후 3월이 경과되어야 自

체없이 自己株式의 取得에 관련되는 사항을 기재한 서면(取得신고서)을 위원회와 거래소에 제출하여야 한다. 제4조 (自己株式의 取得 결과의 보고) 取得신고서를 제출한 상장법인이 自己株式의 取得을 완료하거나, 이를 取得하고자 하는 기간이 만료된 때에는, 그 날로부터 5일 이내에 自己株式의 取得에 관한 결과보고서(取得결과보고서)를 증권감독원에 제출하여야 한다. 제11조 (自己株式의 處分신고서 제출) 상장법인이 이 규정에 따라 取得한 自己株式을 處分할 것을 이사회에서 결의하거나 그 處分에 관하여 사실상 권한이 있는 대표이사 또는 임원 등이 결정한 때에는 지체없이 自己株式의 處分에 관련되는 사항을 기재한 서면(處分신고서)을 위원회와 거래소에 제출하여야 한다.

128)取得 또는 處分신고서와 관련하여, 종전 證券去來法상에는 조문상 충돌이 일어나고 있었다. 즉 證券去來法 제186조 제1항 제12호, 시행령 제83조 제2항에 따르면, 自己株式의 "取得 또는 處分"에 관한 이사회 결의 또는 대표이사 기타 사실상 권한이 있는 임원·주요주주의 결정이 있을 때에는 지체없이 증권관리위원회와 증권거래소에 신고하여야 하는데, 證券去來法 제189조의2 제2항에 의하면, 본문에서 설명한 바와 같이 상장법인이 自己株式을 "取得"하는 경우에만 신고하면 되는 것처럼 되어 있었던 것이다. 물론 증권관리위원회가 정한 규정에 따라 아무런 문제도 없이 지나왔지만, 법치주의라는 관점에서 본다면 이러한 "규정에 의한 규율"은 큰 문제가 아닌가 하는 생각이 든다. 1997년 證券去來法 개정으로 제189조의2 제2항이 "取得 또는 處分"의 경우에 모두 신고하도록 규정하여 위와 같은 조문충돌의 문제는 해결되었다.

129)取得결과보고서는 보고일 뿐이지 법에서 규정하고 있는 신고는 아니라고 하는 주장도 생각해 볼 수 있으나, 표제가 다르다고 하여 그 실질이 달라지는 것은 아니므로 받아들일 수 없다고 하겠다.

己株式 取得申告書를 제출할 수 있다(上場法人의 自己株式取得 및 處分申告 등에 관한 規程 第5條 第2項).

7. 義務保有期間

證券去來法에 의한 自己株式取得은 商法의 경우와는 달리 그 자체가 繼續保有를 전제로 한 것이므로, 6개월 이내의 處分은 원칙적으로 禁止된다. 이 경우 6개월의 기산점은 自己株式의 最終取得日이 된다(上場法人 自己株式取得 및 處分申告 등에 관한 規程 第10條).

8. 少額株主持分과의 關係

自己株式 取得으로 인하여 少額株主[130]의 總所有株式數가 流動株式數[131]의 40% 이상에서 40% 미만으로 떨어지거나, 당해법인을 포함하여 所有株式의 總數가 가장 많은 株主 1인의 總所有株式數가 의결권없는 株式을 제외한 發行株式總數의 51% 이하에서 51%를 초과할 수 있다. 이는 自己株式의 取得으로 인하여 株式의 분산상황에 변화가 생기기 때문이다. 이렇게 되면 市場 第1部 種目에서 第2部 種目으로 지정이 변경된다(有價證券 上場規程 第31條 第1號, 第32條 第1項 第1號). 또한 최근 2사업년도 말 현재 계속하여 少額株主의 지분비율이 流動株式數의 10%에 미달하면 上場廢止要件에 해당하게 된다(有價證券 上場規程 第37條 第2號 라目). 따라서 自己株式의 取得으로 인하여 市場에서 소속부가 변경되거나 상장이 폐지될 우려가 있다. 이러한 점을 해소하기 위하여 證券去來所는 株券上場法人이 取得한 自己株式은 少額株主持分으로 분류하여 自己株式取得으로 인하여 소속부 변경이나 상장폐지가 초래되지 않도록

130)소액주주라 함은 발행株式총수의 100분의 1에 미달하는 株式을 소유한 주주를 말하며, 다만 최대주주 1인 및 그와 특수관계가 있는 자는 제외한다(유가증권 상장규정 제2조 제6항).

131)발행株式총수에서 정부 소유株式수와 외자도입법의 규정에 의한 외국인 투자기업으로서 내국인 투자株式이 100분의 51 이상인 경우의 외국인 소유株式수를 제외한 株式수를 말한다(유가증권 상장규정 제2조 제7항).

하고 있다(有價證券 上場規程 細則 第9條 第3號).[132]

9. 規定違反의 效果

이상의 규정에 따라 株券上場法人의 自己株式取得이 허용되고 있으나, 會社가 이를 위반하여 自己株式을 取得한 경우 그 효과는 어떻게 되는가? 이에 대하여 특별한 논의는 아직 찾아볼 수 없으나, 이는 實體的 規定의 違反과 節次的 規定의 違反, 두 가지 경우로 나누어 생각하여야 한다고 본다. ① 우선 實體的 規定을 위반한 경우에는 그와 같은 自己株式取得을 證券去來法上의 取得으로 볼 수 없으므로, 당연히 商法의 일반규정으로 돌아가게 된다. 따라서 商法上의 例外規定에 포함되지 않는다면, 이는 商法上 違法하게 取得한 自己株式에 관한 이론에 의하여 처리하면 된다. 예를 들어, 株券上場法人이 아닌 會社가 自己株式을 取得한 경우, 10% 上限을 초과하거나, 取得財源을 초과하여 自己株式을 取得한 경우,[133] 公開市場에서 取得하지 않고 개인적인 교섭이나 또는 公開買受를 통하여 取得한 경우 등이 實體的 規定을 위반한 경우라고 할 수 있다. ② 다음으로 節次的 規定을 위반한 경우에는 이를 證券去來法上의 取得으로 보지 않는 견해도 있을 수 있으나, 이를 일률적으로 그렇게 판단하는 것은 무리한 해석이라고 생각된다. 따라서 이와 같은 경우에는 이를 證券去來法上의 取得으로 보되, 다만 節次規定違反에 대한 一般原則에 의거하여 처리하는 것이 옳을 것이다. 예를 들어, 理事會의 決議를 거치지 않은 경우, 필요한 公示를 하지 않은 경우, 義務保有期間을 채우지 못하고 處分한 경우 등이 節次的 規定을 위반한 경우라고 할 수 있다. 이러한 경우에는 이를 일률적으로 違法한 自己株式取得으로 보지 않고, 具體的·個別的으로 그 瑕疵의 輕重 및 去來相對方의 惡意·過失 여부 등을 따져서 처리하여야 할 것이다.

---

132)林在淵, 前揭論文 주34), 63면.
133)이 경우에는 그 초과부분에 한하여 위법한 自己株式取得이라고 보아야 할 것이다.

第3章 外國의 立法例

미국은 물론 유럽 각국은 自己株式의 取得에 대해 매우 유연한 태도를 보이고 있고 일본도 2001년 6월 22일, 소위 金庫株(Treasury Stock)의 解禁을 규정하는「商法 등의 일부를 개정하는 등의 법률」로 인하여 그 규제를 대폭 완화하는 등 自己株式取得에 관한 논의의 초점은 사회경제여건의 변화에 따라 自己株式取得규제의 완화에 맞추어져 있다. 이렇듯 自己株式의 取得규제를 완화한다고 할 때에 미국식으로 폭넓은 자유를 허용할 것인가 아니면 유럽식으로 自己株式取得을 원칙적으로 금지하고 다만 현행법보다 좀 더 폭넓은 예외를 허용할 것인가가 문제이다. 이에 따라 각국의 自己株式取得에 관련한 입법례[134]를 살펴보고자 한다.

第1節 美 國

美國에서는 1930년대까지 英國의 보통법상의 自己株式 取得禁止의 원칙이 적용되어 왔으나 오늘날 會社가 株主에게 이익을 분배하기 위한 목적으로 自己株式을 取得하는 것은 許容하고 있다. 각주 會社법에서는 自己株式取得을 利益配當과 마찬가지로 會社財務管理上의 이유로 규율하는 경향을 보이고 있다. 현재는 自己株式取得이 ① 이로 인해 會社가 債務超過 상태가 되지 않고(剩餘金만으로 自己株式取得), ② 성실히 이루어지고, ③ 다른 株主와 債權者의 이익을 害하지 않는다는 여건이 지켜지는 한 허용되고 있으며 다만 自己株式의 議決權만이 제한되고 있다. 1984년 개정 모범사업會社법에서는 ①의 요건규정을 폐지함으로써 自己株式 取得의 가능범위를 크게 넓혀 美國에서는 원칙적으로 自己株式取得이 허용된다. 따라서 會社는 配當可能利益의 範圍 내에서 그 目的에 관계없이 自己株式을 자유롭게 取得할 수 있다. 取得할 수 있는 自己株式의 上限은 없으며, 대부분은 즉시 消却하여야 한다는 등의 制限도 없다. 이렇게 自己株式取得을 원칙적으로 허용하는 근본적인 이유는

134) 宋沃烈, 前揭論文, 222-250면에서 인용.

自己株式取得을 會社財産의 分配(distribution)라는 관점에서 보기 때문이다.[135] 따라서 美國의 自己株式取得에 대한 規制는 실질적으로 利益配當에 대한 規制와 거의 동일하여, 取得財源에 대한 規制만이 존재할 뿐이다.

1. 取得財源

自己株式取得을 利益配當과 동일한 관점에서 規制한다면,[136] 取得財源은 당연히 會社의 配

113)그러한 규율이 명시적으로 이루어지는 것은 아니다. 잉여금의 개념을 버리고 distribution의 개념에 의존하여 재산유출에 대한 규제를 하고 있는 입법으로는 RMBCA 제1.40조, CCC 제166조가 있지만, 다수의 주에서는 아직도 전통적인 분류에 의존하고 있다. 그러나 distribution의 개념을 명시적으로 채택하지 않는 주라고 하더라도 이익배당과 거의 동일한 규제가 이루어지고 있음은 부인할 수 없다.
1. RMBCA 제1.40조(6)
"Distribution" means a direct or indirect transfer of money or other property (except its own shares) or incurrence of indebtedness by a corporation to or for the benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be in the form of a declaration or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise.
2. CCC 제166조
Distribution to its shareholders" means the transfer of cash or property by a corporation to its shareholders without consideration, whether by way of dividend or otherwise, except a dividend in shares of the corporation, or the purchase or redemption of its share for cash or property, including the transfer, purchase, or redemption by a subsidiary of the corporation.

136) 自己株式取得에 대한 규제를 이해하기 위하여는 이익배당에 대한 규제의 이해가 선행되어야 하지만, 이익배당에 대한 규제 자체가 워낙 복잡하기 때문에, 이 글의 목적상 개략적인 내용만 살펴보기로 한다. 다음은 Black, Barbara, Corporate Dividends and Stock Repurchases (Clack Boardman Callaghan, 1996), ch. 1, at 10-12 내용을 요약한 것이다.
이악배당의 적법성을 판단하는 요소는 會社의 현금흐름, 수익, 순자산의 세가지이다. ① 지급불능기준(insolvency test)은 현금흐름을 가지고 판단한다. 이 기준에 의하면 會社는 이익배당에 의하여 지급불능이 되지 않는 한, 즉 채무의 이행기에 변제가 불가능하게 되지 않는 한, 주주에게 이익배당을 할 수 있다. ② 이익잉여금(또는 유보이익)기준(retained earnings test)은 수익에 초점을 맞춘다. 會社가 주주들에게 지급할 수 있는 금액은 會社가 영업활동에 의하여 벌어들인 이익잉여금(또는 유보이익)에 한정된다. ③ 대차대조표기준(balance sheet test)은 부채에서 자산을 공제한 순자산이 일정한 금액(equity cushion) 이상인 경우에만 이익배당이 허용된다. 전통적으로 그 기준이 되는 금액은 공칭자본(stated capital)이었다. 따라서 이 기준에 의하면 이익잉여금뿐만이 아니라 자본잉여금까지도 이익배당에 이용할 수 있다.
물론 이러한 순수한 형태를 규정하고 있는 입법례는 없으며, 대부분 두가지 또는 세가지 기준을 복합적으로 사용하여 이익배당을 규제하고 있다. 그리고 설사 같은 기준을 택하고 있더라도 구체적인 부분에 있어서는 차이가 있는 것이 보통이다.

當可能利益에 한정될 것이다. 물론 이러한 입법방식은 전통적인 債權者保護의 관점을 반영한 것이라고 할 수 있다. 美國에서 利益配當 또는 自己株式取得에 대한 規制는 剩餘金의 개념을 이용하는 전통적인 방법과 剩餘金의 개념을 버리고 독립적으로 규제하는 새로운 방법으로 나눌 수 있다.

가. 剩餘金에 의한 規制

美國에서는 剩餘金(surplus)의 範圍 내에서는 自己株式을 아무런 제한없이 取得할 수 있는 州가 많다. 대표적으로 New York 州와 Delaware 州가 그러하며, MBCA 역시 그러한 방식을 취하고 있다.

① New York 州의 경우에는 利益剩餘金이든 資本剩餘金이든 상관없이 剩餘金[137]의 한도 내에서 自己株式을 取得할 수 있다(NYBCL 第513條).[138] 그리고 이렇게 取得한 自己株式은 消却하거나 金庫株로 보유할 수 있다(NYBCL 第515條). 나아가 端株의 처리를 위한 경우, 債權推尋이나 株主와의 和解를 위한 경우, 株主의 株式買受請求에 의한 경우(이상 3가지는 NYBCL 第513條(b)), 償還株式의 償還을 위한 경우(NYBCL 第513條(c)) 등 4가지 경우에는 資本金(stated capital)을 取得財源으로 하는 것도 허용된다. 그러나 이 경우에는 株式을 消却하여야 한다(NYBCL 第515條(a)). 어느 경우에도 會社가 이미 支給不能이거나 自己株式取得으로 인하여 支給不能이 되는 경우에는 自己株式을 取得할 수 없다(NYBCL 第513條).[139]

② MBCA에서는 制限되지 않은(unrestricted) 利益剩餘金만을 取得財源으로 하고 있으나, 定款에 規定이 있거나 發行株式總數의 과반수가 찬성하는 경우에는 資本剩餘金을 가지고도 自

---

137)NYBCL 제102조(a)(13) "Surplus" means the excess of net assets over stated capital. 따라서 여기서의 잉여금은 제102조(a)(2)의 자본잉여금(capital surplus)과 제102조(a)(6)의 이익잉여금(earned surplus)을 모두 포함하는 개념이 된다.

138)NYBCL 제513조(a) A corporation …… may purchase its own shares …… out of surplus except when currently the corporation is insolvent or would thereby be made insolvency. 따라서 잉여금기준과 함께 지급불능기준도 적용하고 있음을 알 수 있다. 여기서 지급불능의 개념은 현금흐름과 관련된 것임을 주의하여야 한다.

139)여기서 지급불능에 대한 입증책임은 會社에 있다. 따라서 會社가 自己株式取得의 효력을 부인하기 위하여 지급불능이라는 사실을 입증하여야 하는 것이다. Vowteras v. Argo Compressor Serv. Corp., 83 A.D.2d. 834 (2d Dept. 1981).

己株式을 取得할 수 있다(MBCA 第6條). 따라서 定款에의 規定을 전제로 한다면 New York 州의 경우와 전혀 다를 바가 없다. 나아가 New York 州와 마찬가지로 資本金을 取得財源으로 하여 自己株式을 取得할 수 있는 경우가 있으며, 그 4가지 사유도 위와 동일하다(MBCA 第6條).

③ Delaware 州에서 取得財源은 단순히 剩餘金으로만 규정되어 있다(DGCL 第160條). 물론 法文으로만 본다면 資本寢食(capital impairment)이 없는 한 資本金으로도 自己株式을 取得할 수 있는 것처럼 보이지만,[140] 判例는 여기서 資本寢食의 의미를 資本減少(reduction)라고 파악하여[141] 資本金으로는 自己株式을 取得할 수 없다고 한다. 이러한 判例의 태도는 현재까지도 유지되고 있다.[142] Delaware 州의 立法例에 있어서 한가지 주의하여야 할 점은 支給不能基準에 의한 規制가 존재하지 않는다는 것이다. 따라서 取得財源에 대한 規制로서는 상당히 완화된 형태의 立法例라고 할 수 있다.

위에서 살펴본 것과 같이 剩餘金을 가지고 取得財源을 規制하는 경우, 그 기준을 위반하였는지 여부를 판단하는 문제가 사실상 핵심적이라고 할 수 있다. 이 문제에 대하여 法院은 公正한 市場價値(fair market value, FMV)를 중시하는 경향이 있다. "帳簿價額보다는 實際價値(actual value, rather than book value)"라는 것은 특히 自己株式取得이 取得財源의 範圍 내에서 이루어졌는지를 판단함에 있어서 判例의 확고한 입장으로 보인다.[143]

나. 剩餘金 이외의 方法에 의한 規制

California 州는 1976년 資本金과 剩餘金의 개념구분을 폐기하였고, RMBCA도 그러한 입장을 채택하였다. 그 결과 金庫株의 개념이 존재하지 않게 되며, 取得한 自己株式은 未發行授

140)DGCL 제160조(a) Every Corporation may purchase …… its own shares; provided, however, that no corporation shall (1) Purchase …… its own shares of capital stock for cash or other property when the capital of the corporation is impaired or when such purchase …… would cause any impairment of the capital of the corporation,(이하 생략)

141)In re International Radiatior Co., 92 A.2d 255 (Del. Ch. 1914).

142)자본침식에 대한 판례는 Welch, Edward P. and Andrew J. Turezyn, Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals (Little, Brown and Company, 1993), at 312-314 vid.

143)대표적인 판례로는 Bishop v. Prosser-Grandview Broadcasters, Inc., 472 P.2d 560 (Wash. App. Ct. 1970) ; In Hansen v. Singmaster Ins. Agency, Inc. 722 P.2d 1254 (Ore. App. Ct. 1986).

權株式(authorized but unissued shares)으로 전환된다. 만일 定款이 自己株式의 再發行을 금지하고 있는 경우에는 授權株式이 그만큼 감소한다.[144] 이렇게 剩餘金의 개념을 폐기하고 나면 어떠한 방법으로 取得財源에 대한 規制를 할 것인가? 資本金과 剩餘金의 개념구분이 존재하지 않기 때문에 會社財産分配의 적법성을 판단함에 있어 利益剩餘金基準 또는 貸借對照表基準은 사용할 수 없고, 오직 支給不能基準만을 사용할 수 있을 것이라고 우선 짐작할 수 있다.

① RMBCA는 支給不能基準을 사용하면서, 또한 自己株式取得 이후의 資産總額이 負債와 優先株持分을 합한 금액 이상일 것을 요구하고 있다(RMBCA 第6.40條 (c)).[145] 優先株를 고려하지 않을 때, 自己株式取得 이후에 負債總額이 資産總額을 초과할 수 없다는 것은, 剩餘金의 개념을 가지고 생각한다면 資本金을 가지고서도 自己株式을 取得할 수 있다는 의미가 된다. 즉 取得한 自己株式은 資産으로 보지 않으므로 自己株式取得은 資産減少의 효과를 가져오는데, 資産이 계속 減少하여 負債와 같아진다는 것은 결국 資本金도 모두 사용하였다는 의미가 되는 것이다. 그러나 어디까지나 支給不能基準은 만족시켜야 한다는 점을 항상 염두에 두어야 한다.

② California 州의 경우 마찬가지로 支給不能基準을 사용하면서(CCC 第501條),[146] 그밖에 두가지 요건 중 선택적으로 한가지를 만족할 것을 요구하고 있다. 하나는 自己株式取得價額이 留保利益(retained earning)을 초과하여서는 안된다는 것이며, 다른 하나는 自己株式取得 이후 總資産이 總負債의 1.25배, 流動資産이 流動負債의 1.25배 이상이 되어야 한다는 것이다(CCC 第500條). 이를 역시 剩餘金 개념을 가지고서 생각해 보면, 剩餘金이 없더라도 會社는 自己株式을 取得할 수 있으므로, 결국 資本金을 가지고서도 自己株式을 取得할 수 있으나, 위 RMBCA와 같이 資本金 전부를 가지고 自己株式을 取得할 수는 없다는 의미가 된다. 따라

144)이러한 접근은 California 주에서 최초로 이루어진 것인데, 그 해설로는 Ackerman, T. C. and J. K. Sterret, "California's New Approach to Dividends and Reacquisitions of Shares", 23 UCLA Law Review 1052 (1976) vid.

145)No distribution may be made if …… (1) the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business, (2) the corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities plus …… the amount that would be needed to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution.

146)Neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution …… if the corporation or the subsidiary making the distribution is …… likely to be unable to meet its liabilities …… as they mature.

서 RMBCA보다는 좀더 엄격한 立法例라고 하겠다.

2. 取得節次 및 取得方法

利益配當이 理事會의 決議만으로 족한 것과 마찬가지로 自己株式取得 역시 理事會의 決議만으로 충분하다. 그 결과 自己株式取得의 결정에 대하여 經營判斷의 原則이 적용된다.

會社가 自己株式을 取得하는 방법에는 市場에서의 取得(open market repurchase), 自己公開買受(self-tender offer), 直接交涉에 의한 取得(face-to-face repurchase)의 3가지 방법이 있는데, 美國의 경우에는 모든 방법이 허용된다.[147] 물론 閉鎖會社의 경우에는 有價證券市場에서의 取得은 이용할 수 없다.

3. 公示規制

自己株式取得에 대한 公示는 일반적으로 聯邦證券法에 의하여 이루어진다. 美國의 聯邦證券法은 일반적으로 直接規制보다는 公示義務의 賦課를 통한 間接規制를 선호하는 것으로 알려져 있으며, 自己株式取得의 경우에도 예외는 아니다. 美國 證券法上 自己株式取得에 대한 規制는 대부분 公示에 관한 規制로 이루어져 있으며, 그 구조도 대단히 복잡하다. 특히 美國에서는 M&A가 활발하고, 自己公開買受나 그린메일의 경우에는 防禦手段으로서 많이 이용되고 있기 때문에, 그 公正性 확보의 차원에서도 과중한 公示義務가 부과되고 있다.

4. 取得代金의 分割支給(installment purchases)

美國의 경우에는 自己株式取得이 대단히 자유롭기 때문에 그 대금의 지불방법도 다양하게

147)Klein, William A. and John C. Coffee, Jr., Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles (5th ed, The Foundation Press, 1993), at 380-381.

정할 수 있다. 이는 다른 국가에서는 찾아볼 수 없는 특성으로서, 美國이 얼마나 自己株式取得에 대하여 관대한가를 느끼게 해 준다. 즉 會社는 현금이 부족하더라도 自己株式取得契約(repurchase agreement)을 통하여 미래에 대금을 지급하기로 하고 自己株式을 取得할 수 있다. 會社가 自己株式을 取得하면서 어음을 발행하는 경우도 이에 속한다고 할 수 있다. 이러한 경우 다음과 같은 세가지의 문제가 발생한다. ① 그 契約을 强制할 수 있는가? 그 契約이 强制되기 위하여는 會社가 위에서 설명한 取得財源에 대한 規制를 만족시켜야 하기 때문에, 이는 결국 어느 시기에 會社가 위 取得財源에 관한 要件을 충족하고 있어야 하는가의 문제가 된다. ② 會社가 取得代金으로 어음을 발행한 경우에도 마찬가지의 문제가 발생한다. ③ 會社가 支給不能이 된 경우 株式을 매각한 株主는 一般債權者와 비교하여 그 順位가 어떻게 되는가의 문제가 있다. 이하에서 세 가지 문제에 대하여 앞서 설명한 방식에 따라 살펴보기로 한다.[148]

가. 剩餘金에 의하여 取得財源을 規制하는 경우

① 契約이 强制되기 위하여는 어느 시기에 取得財源에 관한 要件을 충족하여야 하는가? 일반적으로 支給不能基準과 剩餘金基準에 대하여 서로 다른 수준을 요구하고 있다. 우선 支給不能基準에 대하여 보자. 일반적인 判例는 會社債權者의 보호를 위하여 契約締結時, 즉 自己株式取得時에 전체 取得代金에 대하여 支給不能基準을 만족시켜야 함과 동시에, 각 대금의 分割支給時에도 그 지급되는 금액 각각에 대하여 支給不能基準이 충족되어야 한다는 입장을 취하고 있다.[149] 그러나 New York 州 會社法과 MBCA는 각 代金의 分割支給時에 그 지급되는 금액에 대하여 支給不能基準이 충족되어야 한다고 규정하고 있다(NYBCL 第513條(a), 第514條(a), MBCA 第6條). 이에 따르면 최초의 계약시에는 基準에서 벗어나더라도 무방한 것이다. 이는 단순히 契約만 체결하고 실제로 財産이 流出되지 않은 상태라면 會社債權者를 해하는 것이 아니라는 시각을 반영하는 것으로 보인다. (Delaware 주는 앞서 설명한 바와 같이 支給不

148)이하의 내용은 Black, supra note 3, ch. 6, at 21-28에 설명된 내용에 기초한 것이다. 국내문헌으로는 林在淵, 證券規制法: 美國 證券規制制度 硏究 및 韓國 證券去來法 比較解說 (博英社, 1995), 232-235면에 이 주제에 대한 간단한 설명이 있다.

149)Neimark v. Mel Kramer Sales, Inc., 306 N.W.2d 278 (Wis. Ct. App. 1981) ; In re Salem Tool Co., 83 B.R. 52 (Bankr. S.D. Ohio 1988).

能基準에 의한 규제가 존재하지 않기 때문에, 이 문제에 대한 규정도 없음을 주의하여야 한다)

그러나 剩餘金基準의 충족 여부에 대하여는 보다 완화된 입장을 취하고 있다. 일반적인 判例는 契約締結時, 즉 自己株式取得時에 전체 取得代金에 대하여 剩餘金基準을 만족시키면 된다고 하고 있다.[150] 따라서 실제로 代金을 지급하는 때에 剩餘金基準을 만족시키지 못하더라도 그 契約을 强制할 수 있다는 것이다. 이는 債權者保護를 위한 規制의 핵심은 支給不能基準에 있기 때문이라고 이해된다. Delaware 州 會社法과 MBCA가 이와 같은 규정을 가지고 있지만(DGCL 第160條(a), MBCA 第6條),[151] 반대로 New York 州의 경우에는 (支給不能基準에서와 마찬가지로) 오히려 代金을 실제로 지급하는 때에만 각각의 금액에 대하여 剩餘金基準을 만족시킬 것을 요구하고 있다(NYBCL 第513條(a), 第514條(a)).

② 會社가 取得代金으로 어음을 발행한 경우에는 立法例가 제각각이다. New York 州의 경우에는 어음의 교부는 取得代金의 지급으로 보지 않는다. 따라서 중요한 것은 실제로 어음금을 지급하는 때이며, 이 때에 위 ②에서 설명한 支給不能基準과 剩餘金基準이 충족되지 않으면 어음금을 지급할 필요가 없다(NYBCL 第513條(a), 第514條(a)). 반대로 Delaware 州의 경우에는 어음발행 이후의 會社財務狀況의 변동은 會社의 어음금 지급의무에 아무런 영향을 끼치지 않는다(DGCL 第160條(a)). 즉 어음의 교부시에 剩餘金基準을 만족시켜야 하며, 그 이후에는 剩餘金基準에 위배되더라도 어음금을 지급하여야 한다는 것이다. MBCA는 이에 대하여 아무런 규정을 두지 않고 있다.

③ 會社가 支給不能이 된 경우 株式을 매각한 株主의 地位에 대하여는 명문의 규정이 없고, 몇몇 判例만 존재할 뿐이다. 일반적으로 判例는 會社의 自己株式取得 이후 그 取得事實을 알았거나 또는 적절한 通知를 받고 債權者가 된 者에 대하여는 株主가 우선한다는 입장을 취하고 있다.[152] 즉 株主가 그러한 債權者에 우선하여 賣却代金을 청구할 수 있다는 것이다. 또한 株主가 擔保權을 가지고 있는 경우에는 그 擔保權의 실행도 인정된다.[153]

---

150)Neimark v. Mel Kramer Sales, Inc., supra note 16 ; Davis v. Brydges, 333 N.W.2d 127 (Mich. App. 1983) ; In re Stern-Slegman-Prins Co., 86 B.R. 994 (Bnakr. W.D. Mo. 1988). 그러나 그 이전에는 각 분할대금의 지급시에 그 금액 각각에 대하여 잉여금기준을 만족시켜야 한다는 것이 주된 판례였다. Mountain State Steel Foundries, Inc. v. Commissioner, 284 F.2d 737 (4th Cir. 1960).

151)DGCL 제160조(a)에 대하여 In re Reliable Mfg. Co., 703 F.2d 996 (7th Cir. 1983) 사건에서 그와 같은 내용으로 해석하였다.

152)In re Flying Mailmen Serv., Inc., 539 F.2d 866 (2d Cir. 1976).

153)Tracy v. Perkins-Tracy Printing Co., 153 N.W.2d 241 (Minn. 1967) ; Williams v. Nevelow,

나. 剩餘金 이외의 방법으로 取得財源을 規制하는 경우

① RMBCA에서는 自己株式取得으로 인하여 資産이 流出되는 시기를 i) 會社가 現金, 資産을 讓渡하거나 債務를 부담한 시기와, ii) 株主가 株主의 地位를 종료한 시기(自己株式을 取得한 시기) 중에서 빠른 시기로 정한다(RMBCA 第6.40條(e)). 따라서 取得代金의 분할지급시 會社의 資産이 流出된 시기는 債務를 부담한 때(occurrence of the indebtedness)가 된다. 會社가 取得代金을 이후에 지불하기로 하는 것은, 會社가 賣却株主로부터 取得代金을 차용하여 그 대금을 지불하고 自己株式을 取得한 것과 마찬가지라는 것이다. 이렇게 생각하면, 賣却株主에게 지고 있는 負債는 다른 債權者에게 지고 있는 負債와 성격이 동일하다.[154] 따라서 그 이후에 실제로 代金을 지급하는 것은 會社의 資産을 株主에게 配分하는 것이 아니라 단순한 債務辨濟에 불과하므로, 支給不能基準을 충족시킬 필요가 없다는 것이다. 어음을 교부한 경우나, 會社가 支給不能이 된 경우[155]에도 동일한 原則에 의하여 처리한다.

② California 州의 경우에는 이와 반대로 自己株式取得의 유효성을 결정하는 시기는 會社가 실제로 現金이나 資産을 이전하는 때라고 규정한다(CCC 第166條). 즉 支給不能基準은 실제 代金支給時를 기준으로 하여 판단한다. 그러나 會社가 Cal. Comm. Code 第8102條에 규정된 負債證券을 발행한 경우에는 반대로 自己株式取得時를 기준으로 하여 판단한다.[156]

---

513 S.W.2d 535 (Tex. 1974) ; In re Nat'l Tile & Terrazzo Co., 537 F.2d 329 (9th Cir. 1976). 그러나 합의가 위법한 것이라면 그에 따른 담보권도 무효가 된다. Fisk v. Newsum, 513 P.2d 1035 (Wash. Ct. App. 1973) ; Jarroll Coal Co. v. Lewis, 210 F.2d 578 (4th Cir. 1954).

154) RMBCA 제6.40조(f) A Corporation's indebtedness to a shareholder incurred by reason of a distribution …… is at parity with the corporation's indebtedness to its general, unsecured creditors except to the extent subordinated by agreement.

155) Raddatz v. Gustafson Financial Group Ltd. of St. Paul, No. C5-93-1127 (Minn. Ct. App. Dec. 14, 1993) 사건은 조금 특이하다. 이 사건에서 지배주주는 만일 會社가 自己株式을 取得하지 못하는 경우에는 자신이 取得하겠다는 — 자신의 지분으로 삼겠다는 의미 — 내용의 계약을 하였다. 그런데 會社는 自己株式을 取得하면서 어음을 발행하고, 이후 지급불능이 되었다. 지배주주는 매각주주의 지위가 무담보채권자의 지위에 불과하다는 항변을 하였으나, 법원은 이를 배척하고 계약에 의한 지배주주의 책임을 인정하였다.

156) California 주의 경우에는 어음과 부채증권을 구별하고 있다. 그 결과 會社가 지급불능이 된 경우에, 어음 소지자는 일반채권자에 비하여 우선권을 가지지 못하지만, 부채증권 소지자는 우선권을 가진다. In re Nat'l Tile & Terrazzo Co., 537 F.2d 329 (9th Cir. 1976).

第2節 英 國

英國의 경우 1980년에 와서야 會社法에서 최초로 自己株式取得禁止를 명문으로 규정하기에 이르렀으며, 그 이전에는 단순히 判例法에 의하여 규율되고 있었다.[157] 1980년 會社法의 위 禁止規定은 1985년 會社法 第143條 第1項으로 이어져 현재까지도 유효하다. 이후 1981년 會社法에서는 두가지 특징적인 改正이 이루어졌는데, 그중 하나는 自己株式取得과 株式償還(redemption)을 동일한 조문으로 규정하였다는 것이다. 이는 1985년 會社法 第159條 내지 第181條에 그대로 계승되었으며, 현재까지도 그대로 유효하다. 이렇게 英國에서는 株式償還과 自己株式取得을 동일하게 취급하고 있는 결과,[158] 美國과는 달리 會社가 取得한 自己株式은 당연히 消却되며(第162條 第2項, 第160條 第4項, 第5項, 이하 인용되는 條文은 특별한 언급이 없는 한 1985년 會社法이다), 따라서 金庫株로 보관되지도 못하고, 다시 再發行되지도 못한다.[159] 1981년 會社法의 특징적 입법 중 다른 하나는 EC 會社法 第2指針의 내용을 받아들여, 取得目的에 제한이 없는, 株主總會의 承認決議에 의한 自己株式取得을 인정한 것이다. 그 결과 英國의 自己株式取得規制는 상당히 완화된 것으로 평가된다.

英國의 경우에 證券市場의 規制는 대부분 自律規制에 위임되어 있기 때문에, 上場會社의 自己株式取得規制에 관하여는 1985년 會社法 이외에 런던證券去來所 및 英國保險會社協會(Association of British Insurers, ABI) 등에 의한 自律規制도 매우 중요한 역할을 담당하고 있다.

---

157)Trevor v. Whitworth, [1887] 12 A.C. 409. 이 판결에서 법원은, 會社의 自己株式取得은 정관에 규정이 있다고 하더라도 會社의 능력외(ultra vires)이기 때문에 불가능하다고 판시하였다. 그밖에도 ① 會社가 自己株式을 取得하는 것은 株式의 실권절차의 회피이며, ② 自己株式取得은 자본의 감소를 가져오는데, 감자절차에 의하지 않으므로 위법하고, ③ 會社법은 묵시적으로 사원에 대한 출자의 환급을 금지하고 있는데, 自己株式取得은 주주에 대한 출자의 환급을 의미한다는 등의 이유를 들고 있다.

158)영국에서 自己株式取得과 株式상환의 유일한 차이는, 自己株式取得은 取得조건이 取得 당시에(at the time of purchase) 결정되지만, 株式상환은 상환조건이 株式발행 당시에(at the time the shares were issued) 결정된다는 것이다. 그밖의 점에 있어서는 동일한 것으로 취급된다. Gower, L. C. B., Principles of Modern Company Law (5th ed., Sweet & Maxwell, 1992), at 217 ; Wainman, David, Company Structures (Sweet & Maxwell, 1995), at 396.

159)Gower, supra note 25, at 218.

1. 取得要件

1980년 會社法에서는 ① 法院의 결정에 의한 資本減少의 경우, ② 株主가 株式을 포기하는 경우, ③ 未納入株式을 沒收하는 경우,[160] ④ 償還株式(償還優先株)의 償還 등을 自己株式取得禁止의 例外事由로 하고 있었으며, 현재도 마찬가지이다(第143條 第3項). 會社는 取得한 自己株式을 消却하는 것이 原則이지만, 위 ②, ③의 경우에는 3년동안 保有할 수 있으며, 再發行도 가능하다(第146條 第2項, 第3項). 이와 같은 사유가 있는 경우에는 株主總會의 決議도 필요없고, 取得方法에도 제한이 없으며, 取得財源에도 역시 제한이 없다. 그러나 이러한 사유는 우리나라의 商法規定과 마찬가지로, 會社가 필연적으로 自己株式을 取得하게 되는 경우를 규정한 것에 불과하므로, 특별히 例外로 생각할 실익이 없다.

英國에서 실질적으로 自己株式取得禁止의 例外라고 할 수 있는 것은, 1981년 會社法에서 EC 會社法 第2指針의 내용을 받아들여, 取得目的에 제한이 없이 自己株式을 取得할 수 있도록 한 규정이다. 심지어는 會社의 資本金을 財源으로 하는 경우까지도 인정하고 있다.

取得目的에 제한이 없는 自己株式取得의 경우, 英國의 會社法은 自己株式을 市場에서 取得하는지(market purchase), 아니면 市場 밖에서 取得하는지(off-market purchase)에 따라 달리 규율하고 있다.[161] 市場에서 自己株式을 取得하는 경우에는 證券去來所規則이 적용되고 時價에 따라 거래가 이루어지기 때문에, 사실상 商法에 의한 規制의 必要性이 감소한다. 따라서 市場에서의 取得은 市場 밖에서의 取得에 비하여 規制가 느슨하다는 특징이 있다.[162]

가. 市場에서의 取得(market purchase)

定款에 規定이 있는 경우(第166條 第1項)에는 市場에서의 自己株式取得이 가능하다. 그 요건으로서는, ① 株主總會의 普通決議(ordinary resolution, 出席한 議決權의 과반수)에 의한 承認을 얻어야 한다(第166條 第1項).[163] 株主總會에서는 매입할 수 있는 株式數, 取得價格의

160)영국은 주금전액납입주의를 택하고 있지 않기 때문에 주금을 분할납입하는 것이 가능하고, 만일 주주가 분할납입조차 해태하는 경우에는 會社가 이를 몰수할 수 있다.

161)"시장에서" 또는 "시장 밖에서"의 용어에 대하여는 제163조에서 구체적으로 정의하고 있다. 그러나 일반적인 의미로 이해하더라도 법률을 개관함에는 충분할 것이다.

162)Gower, supra note 25, at 218.

上限과 下限, 18개월[164] 이내에서 承認決議의 有效期間[165]을 정하여야 한다(第166條 第3項, 第4項). ② 取得財源은 配當可能利益 또는 自己株式을 取得할 목적으로 발행된 新株의 발행대금에 한정된다(第162條 第2項, 第160條 第1項). ③ 적립금을 財源으로 하여 自己株式을 取得하는 경우에는 株式額面總額을 資本償還準備金으로 적립하여야 한다. ④ 會社가 특히 市場에서 發行株式總數의 15% 이상의 自己株式을 取得하는 경우에는 公開買受에 의하여야 한다. ⑤ 15일 이내에 議決事項을 登記所(Registrar)에 통보하여야 한다(第166條 第7項).

나. 市場 밖에서의 取得(off-market purchase)

위 ①, ②, ③, ⑤의 요건 이외에 추가되거나 수정된 요건은 다음과 같다. ① 적어도 株主總會 15일 전부터 賣買契約書를 本店에 비치하여 열람하도록 하여야 하며(第164條 第6項), ② 株主總會의 特別決議(special resolution, 出席한 議決權의 75%)[166]에 의하여 개별계약에 대한 承認을 얻어야 하며(第164條 第1項, 第2項), 18개월 이내에서 承認決議의 有效期間을 정하여야 한다(第164條 第4項). 이 경우 賣却豫定株主는 議決權을 갖지 않는다(第164條 第5項).[167]

다. 私會社(private company)에 대한 特則

---

163)그러나 會社법상의 규정에도 불구하고 영국보험협회(Association of British Insurers), 연금협회(National Association of Pension Funds)의 투자위원회는 75%의 특별결의를 요구하는데, 실무상으로는 이에 따르는 會社가 많다. 吉戒修一·杉江潤·竹內昭彦, "自己株式取得規制に關する歐洲調査團の調査結果の概要" (商事法務 第1334號, 1993), 61-62면.

164)영국보험협회, 연금협회의 투자위원회는 12개월을 요구하고 있다. Id. 61면.

165)그러나 유효기간 이후에도 다음의 두가지 조건이 충족되면 自己株式을 取得할 수 있다. ① 自己株式取得계약이 유효기간 이내에 이루어져야 한다. ② 유효기간 이후에 집행될 계약을 체결할 수 있는 권한이 주주총회에 의하여 승인되어야 한다. Gower, supra note 25, at 220 note 54.

166)영국에서 보통결의와 특별결의의 기준이 되는 것은 출석한 주주가 가지고 있는 의결권의 수이다. 즉 정족수의 개념은 존재하지 않는 것이다. 정관에서 특별히 정족수를 정하지 않은 경우에는 주주가 단 2명이 출석하더라도 주주총회는 성립한다. Id. at 517-518.

167)시장에서의 取得의 경우 매각예정주주가 의결권을 가지는 이유는 그 특정이 곤란하기 때문이다. 그러나 시장밖에서의 取得의 경우에는 매각예정주주가 특정되기 때문에 그 의결권을 배제한다. 보다 정확히 표현한다면 매각예정주주가 매각할 株式의 의결권을 행사한 것이 결의의 성립에 필수불가결한 것이었다면 — 의결권이 배제되었더라면 결의가 성립되지 않았을 것이라는 사정이 인정된다면 — 그 승인결의는 무효가 된다. 즉 한계적인 상황에서 의결권이 배제된 것과 같은 효과를 발생하도록 하는 것이다. 이렇게 의결권을 배제하는 것이 주주의 실질적 평등을 확보함에 있어 중요하다는 논의가 있다.

私會社는 定款에 규정이 있으면(第171條 第1項) 會社의 資本金을 財源으로 自己株式을 取得할 수 있다(payment out of capital, 第171條). 英國의 私會社는 閉鎖會社 또는 株券非上場會社와 유사한 개념인데, 일반적인 立法例에서 公開會社에 비하여 自己株式取得을 허용함에 있어서 신중을 기하고 있는 것과는 달리, 英國의 경우에는 오히려 公開會社보다 폭넓은 自己株式取得을 인정하고 있다. 그 이유는 ① 私會社는 公開會社에 비하여 資本維持의 原則이 중요시되지 않으며,[168] ② 私會社의 경우에는 人的 結合의 요소가 강하기 때문에, 自己株式取得을 용이하게 함으로써 人的 結合의 유지에 도움을 주기 위해서라고 한다.[169]

그러나 資本金을 財源으로 하는 만큼 그 요건은 일반적인 경우보다 강화되어 있다. ① 理事는 사용할 수 있는 資本金이 얼마나 되는지 확정하고, 會社의 전망에 대하여 모든 조사를 실시한 후에, 資本金을 사용하지 않으면 自己株式取得代金을 지불할 수 없다는 점과 資本金을 사용하더라도 會社는 繼續企業으로 존속할 수 있으며 會社의 債權者에 대하여도 支給不能이 되지 않을 것이라는 점에 대하여 선언하여야 한다(statutory declaration, 第173條 第3項, 第4項). 이 선언은 Form No. 173에 의하여 書面으로 이루어진다. ② 監事는 理事의 선언이 合理的이라는 사실을 증명하는 報告書를 제출하여야 한다(第173條 第5項).[170] ③ 株主總會의 特別決議에 의한 承認이 있어야 한다(第173條 第2項). 이러한 株主總會의 承認은 理事의 선언이 있은 후로부터 1주일 이내에 이루어져 한다(第174條 第1項). ④ 自己株式取得은 株主總會의 승인이 있은 날로부터 5주 이전에 이루어져서는 안되며, 또한 7주 이후에 이루어져서도 안된다(第174條 第1項). 즉 株主總會의 決議日로부터 5주 내지 7주 사이에 이루어져야 한다는 것이다. 그 이유는 다음의 요건 때문이다. ⑤ 株主總會 決議 이후 1주 이내에 일간신문 등에 그 決議內容과 異議가 있는 債權者는 決議日로부터 5주 이내에 法院에 그 禁止를 청구할 수 있다는 사실을 공고하여야 한다(第175條 第1項, 第2項). 즉 債權者에게 이의할 수 있는 기간을 주기 위하여 自己株式取得을 늦추는 것이다. ⑥ 登記所에도 理事의 선언서와 監事의 報告書를 보내어 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 한다(第175條 第4項 내지 第6項).

168)영국의 경우 사會社에 대하여는 최저자본금제도가 없다는 것도 중요한 특징이다.
169)吉戒修一·杉江潤·竹內昭彦, 前揭論文 주30), 61면.
170)조문의 내용상, 감사는 적극적으로 합리적이라는 사실을 증명할 필요는 없으며, 소극적으로 비합리적(unreasonable)이라는 증거가 없음을 지적하는 것만으로 충분하다(제173조 제5항 참조).

2. 取得財源

美國의 경우와 마찬가지로, 유럽의 일반적인 立法例도 債權者保護를 위하여 取得財源을 規制하고 있다. 英國의 경우에도 自己株式取得을 위하여는 원칙적으로 配當可能利益(distributable profits)이 필요하다(第162條 第2項, 第160條 第1項).[171] 특히 第168條는 會社가 변형된 방법으로 自己株式을 取得하는 경우, 예를 들어 ① 不確定 自己株式取得契約(contingent purchase contract)[172]에 있어서 옵션(option) 등의 권리를 부여하는 경우, ② 市場 밖에서의 取得에 있어서 변형된 방법으로 대가를 지급하는 경우, ③ 自己株式取得의 대가로 會社가 債務를 免除하는 경우 등에 있어서도 이를 모두 取得價額으로 보아 配當可能利益의 한도 이내일 것을 요구하고 있다. 이에 위반하는 경우에는, ①, ②의 경우에는 自己株式取得이 違法(unlawful)이 되며, ③의 경우에는 債務免除가 無效(void)가 된다. 또한 自己株式取得代金은 現金으로 완불되어야 한다(第162條 第2項, 第159條 第3項). 美國과 같은 分割支給은 인정되지 않는다.

私會社가 資本金을 財源으로 하여 自己株式을 取得하는 경우(第171條), 우선 利用可能利益(available profit)[173]부터 사용하여야 한다. 그리고 利用可能利益과 自己株式取得金額의 차이, 즉 自己株式取得에 사용된 資本金은 資本償還準備金(capital redemption reserve)으로 적립하여야 한다(第171條 第4項, 第6項).

3. 公示規制

自己株式取得에 대하여 엄격한 公示義務를 부과하고 있는 것은 英國도 마찬가지이다. 특히

171) Wainman, supra note 25, at 400.

172) 自己株式取得에 대한 권리의무가 미래의 불확실한 사건에 의하여 확정되는 계약을 말한다(제165조 제1항). 이러한 불확정 自己株式取得계약은 특히 이사나 사용인이 퇴사할 경우에 그 소유株式을 會社가 取得하는 경우에 많이 이용된다. Gower, supra note 25, at 219.

173) 이는 배당가능이익과는 약간 다른 개념이며, 그 구체적인 산정방법에 대하여는 제172조에 상세하게 규정되어 있다. 그러나 제도의 전체적인 모습을 파악하기 위해서라면 이를 배당가능이익과 동일한 것으로 보아도 무방하다.

上場會社의 경우에는 證券去來所規則에 의하여 公示가 規制되고 있다.

앞서 取得要件에서 살펴본 바와 같이, 自己株式을 取得하기 이전에 株主總會決議事項에 대하여 公示義務가 부과된다. 나아가 自己株式을 取得한 이후에도 계속적인 公示義務가 부과된다. 즉 株式이 會社에 인도된 날로부터 28일 이내에 登記所에 買入數量, 인도된 일시, 取得價額의 총액 등을 기재한 보고서를 등기를 위하여 제출하여야 하며(第169條 第1項 내지 第3項), 自己株式取得 契約書 또는 그 寫本을 등기된 사무소에 비치하여 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 한다(第169條 第4項 내지 第9項).

4. 資本償還準備金(capital redemption reserve)

英國에서는 自己株式을 取得하면서 資本償還準備金을 적립하도록 하고 있다. 그 이유는 會社法上의 資本을 보전하기 위해서이다(maintaining capital). 앞서 언급한 바와 같이 會社가 取得한 自己株式은 消却된다(第162條 第2項, 第160條 第4項, 第5項). 株式이 消却되므로 그 액면만큼 資本金이 줄고, 그만큼이 資本償還準備金으로 적립된다. 즉 自己株式의 取得價額이 아니라 그 額面金額만큼이 적립되는 것이다. 그러나 資本金(share capital)이 준다고 하여 資本(capital)까지 줄지는 않는다. 왜냐하면 資本償還準備金을 資本으로 보기 때문이다.[174]

따라서 配當可能利益으로만 自己株式을 取得하는 경우에는 資本이 보전되기 때문에 債權者에게 미치는 영향은 없다(leave the creditors with the same cover).[175]

5. 賣却株主의 地位

만일 會社가 自己株式取得契約을 이행하지 않는 경우에 株主는 어떠한 구제를 받을 수 있는

174)영국에서 會社법상 자본(capital)은 자본금(issued share capital), 株式발행초과금(share premium account), 자본상환준비금(capital redemption reserve)으로 구성된다. Gower, supra note 25, at 227.

175)Wainman, supra note 25, at 398-399.

가? 이러한 현상이 일어나는 이유는 會社가 自己株式을 取得하기 위하여 필요한 配當可能利益이 부족하면 적법하게 自己株式을 取得할 수 없기 때문이다. 이는 마치 違法한 自己株式取得의 경우에 去來相對方인 賣却株主를 어떻게 보호할 것인가의 문제와 유사하다.

우선 配當可能利益이 부족하므로 株式의 실제적 取得은 불가능할 것이다. 따라서 會社가 문제된 自己株式取得이 配當可能利益으로는 불가능하다는 점을 입증한다면 法院은 契約의 特定履行(specific performance)을 명할 수 없다(第178條 第3項). 그렇다면 株主는 어떠한 權利를 가지는가? 이 경우 英國에서는 株主에 대한 會社의 責任을 인정하지 않고 있다. 즉 會社는 自己株式取得契約의 不履行으로 인한 어떠한 損害에 대하여도 責任이 없다(第178條 第2項). 왜냐하면 그러한 損害에 대하여 會社가 금전적인 損害賠償을 한다는 것은 去來相對方인 株主가 계속 會社의 株主로 남아있는 이상, 결국 자신의 財産으로 자신에게 損害를 賠償하는 결과를 가져오기 때문이다. 다만 株主는 會社에 대하여 상당한 기타의 권리(any other right to sue the company)를 행사할 수 있을 뿐인데, 여기서 株主가 행사할 수 있는 권리가 무엇인지에 관하여 명시적인 규정이 없기 때문에 그에 관하여는 해석에 맡겨져 있다. 해석상으로는 會社의 (넓은 의미에서의) 利益配當을 禁止시키는 假處分 등이 가능할 것으로 이해되고 있다.[176]

만일 會社가 自己株式取得契約을 맺은 후 이행하지 않은 상태에서 淸算에 들어간 경우, 賣却株主는 어떠한 지위를 가지는가? 일반적으로는 自己株式取得契約을 강제하는 것이 가능하며, 그 결과 會社는 自己株式을 取得하여 消却하게 된다(第178條 第4項). 그러나 그 契約 자체가 淸算開始日 이후에 체결된 것이라든가, 會社가 配當可能利益이 없을 경우에는 自己株式取得이 강제되지 않는다(第178條 第5項). 그러나 설사 第178條 第4項에 의하여 株主가 契約을 强制할 수 있다고 하더라도, 株主가 그러한 契約强制로 인하여 얻는 이익은 거의 없다. 왜냐하면 株主가 會社에 대하여 가지는 賣却代金債權은 債權者 및 優先株主보다 後順位가 되기 때문이다(第178條 第6項). 賣却株主는 債權者 및 優先株主에게 財産을 분배하고 난 이후, 그 남은 財産에 대하여 — 아직 株主의 지위를 보유하고 있으므로 — 殘餘財産分配請求權의 행사와 自己株式取得契約의 履行請求權의 행사 중 자신에게 유리한 한가지를 선택할 수 있는 것이다.[177] 결국 自己株式去來에서 賣却株主의 지위는 거의 보호되지 않음을 알 수 있다.

176)Gower, supra note 25, at 225-226.
177)Id. at 226.

6. 自己株式取得에 대한 金融支援의 規制

會社가 第3者에게 自己株式을 取得하도록 金融支援을 하는 경우가 있다. 예를 들어, 會社의 代表理事가 會社로부터 금원을 차용하여 會社의 株式을 매입한 경우를 생각해 보자. 會社의 代表理事가 단순히 名義를 빌려주었을 따름이라면 이는 第3者 名義에 의한 自己株式取得으로서 商法의 規制를 받는 自己株式取得이 된다. 그러나 實質的인 經濟的 效果까지 代表理事 개인에게 귀속되는 경우도 있을 수 있다. 利益配當이 代表理事에게 된다든가, 또는 이후 會社의 가치가 상승하여 代表理事가 이를 매각한 경우 그 讓渡差益도 代表理事에게 실질적으로 귀속될 수 있는 것이다. 이 경우에는 會社의 計算으로 取得한 것이 아니므로 商法上의 自己株式取得은 아니다. 장부상으로 보더라도 현금의 감소는 대여금 등의 다른 자산항목의 증가와 상쇄되어, 會社의 純資産도 전혀 감소하지 않는다. 따라서 이러한 法律關係는 代表理事가 投資의 목적으로 株式을 매입하는데, "우연히도" 그 자금을 당해 會社에서 차용한 것으로 볼 수도 있다. 즉 형식적인 法律效果와 실질적인 經濟的 效果가 모두 代表理事에게 귀속된다면, 代表理事가 그 財源을 은행에서 차입한 경우와 아무런 차이가 없다는 것이다.

그러나 이러한 거래가 여기에서 그치지 않고, 會社의 순자산을 실질적으로 감소시키는 金融支援의 성격을 띤다면 自己株式取得의 맥락에서 規制가 이루어져야 한다는 見解가 많다. 실질적으로 본다면 自己株式取得과 동일한 결과를 가져온다는 것이 주된 근거이다.[178] 그리고 이러한 金融支援까지 엄격하게 規制하는 立法例도 많다. 대표적으로 英國을 들 수 있는데, 獨逸이나 프랑스가 단순히 金融支援을 금지하는 조문만을 두고 있음에 비하여(獨逸株式法 第71a條第1項, 프랑스會社法 第217-9條), 英國은 매우 자세한 규정을 가지고 있다.

英國은 會社의 金融支援에 대하여 1985년 會社法 第5部 第6章(第151條 내지 第158條)에서 명시적으로 이를 금지하고 있다. 이러한 規制는 이미 1948년 會社法 第54條에서부터 나타나기 시작했지만, 1980년에 있었던 두 사건[179]의 영향으로 1981년 會社法에서는 이를 강하게 규제

178)Id. at 226-227.

179)Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture Ltd. (No. 2) [1980] 1 All E.R. 393 ; Armour Hicks Northern Ltd. v. Whitehouse [1980] 3 All E.R. 833. 첫번째 사건에서는 會社가 甲으로부터 상품을 구매하는 등의 상거래를 하고 甲은 그 대금을 가지고 會社의 株式을 매입하였는데, 여기서 법원은 會社의 진정한 목적이 무엇인지가 중요하다고 판시하고 있다. 즉 會社가 진정으로 그 상품이 필요해서 구입한 것이면 1948년 會社법 제54조의 위반이 되지 않지만, 만일 自己株式取得에 대한 자금을 지원하기 위한 것이었다면 비록 공정한 가격을 지불하였더라도 제54조 위반이 된다는 것이

하는 입장을 채택하였고, 이후 1985년 會社法에서는 이를 좀더 보완하여 현재에 이르고 있다. 私會社에 있어서는 그 規制가 다소 완화되어 있으며(第155條 내지 第158條), 여기에서는 公開會社에 대한 規制를 중심으로 하여 살펴보기로 한다.

가. 金融支援의 意義

第151條는 自己株式取得 이전의 金融支援과 그 이후의 金融支援을 구별하고 있지만, 특별한 차이는 없는 것으로 보인다. 즉 會社의 株式을 取得하려고 하는 者에 대하여, 會社 또는 그의 子會社가, 直接 또는 間接으로, 事前에 또는 取得과 동시에 金融支援을 하는 것은 금지되며(事前的 金融支援, 第151條 第1項), 이미 會社의 株式을 取得하여 그로 인한 負債를 지고 있는 者에 대하여, 會社 또는 그의 子會社가, 直接 또는 間接으로, 그 減少 또는 免除를 목적으로 金融支援을 하는 것도 금지된다(事後的 金融支援, 第151條 第2項).

金融支援(financial assistance)이란, 贈與(gifts), 貸與(loans), 保證(guarantees), 讓渡(releases), 抛棄(waivers), 免責(indemnities) 뿐만 아니라, 會社가 契約相對方보다 先履行을 하여야 하는 모든 契約,[180] 이러한 契約으로의 更改(novation), 그에 따른 權利의 讓渡(assignment), 기타 會社의 純資産을 실질적으로 감소시키는 결과를 초래하는 모든 형태의 契約을 포함한다(第152條 第1項(a)). 어느 경우에든 會計的으로 會社의 純資産이 감소되었는지 여부는 중요하지 않다. 왜냐하면 대부분의 金融支援의 경우 會計的으로는 會社의 純資産에 영향이 없기 때문이다. 支援은 형태는 金融의 형태를 갖추어야 하므로, 예를 들어 金融情報를 제공하는 것만으로는 金融支援이 되지 않는다.

또한 第151條 第2項의 負債를 진다는 개념은 특정한 契約에 의하여 자신의 財務的 狀況(financial position)을 변경시킨다는 의미이다(第152條 第3項). 따라서 그에 대한 金融支援이라는 것도 取得者에게 自己株式取得 이전의 財務的 狀況으로 돌아가게끔 하는 모든 수단을 포함한다고 규정하고 있다(第152條 第3項).

다. 두 번째 사건은 특이하게 會社가 株式의 양수인이 아닌 양도인에게 일정한 대가를 지급하면서 양수인에게 株式을 매도하도록 한 경우인데, 법원은 여기서 비록 양수인이 株式의 공정가치를 지불하였다고 하더라도 이는 1948년 會社법 제54조 위반이 된다고 판시하였다.

180)매매계약의 경우라 하더라도 할부매매가 되면 이처럼 선이행관계로 본다. Gower, supra note 25, at 228 note 16.

이처럼 英國에서 金融支援으로 보는 것은 그 범위가 매우 넓어서 쉽게 확정지을 수 없다. 金融支援의 형태를 열거한 것도 例示的인 列擧에 불과하고, 포괄적인 의미를 가진 표현으로 규율하고 있으므로, 判決에서는 항상 그 實質的인 效果를 따져보아야만 한다.

나. 金融支援禁止의 例外

規制의 예외로서 ① 金融支援이 (a) 自己株式取得(事前的 金融支援) 또는 自己株式取得으로 인한 負債의 減少·免除(事後的 金融支援)를 목적으로 한 것이 아니거나 그러한 목적이 있었더라도 단지 부수적인 경우, (b) 會社의 利益을 위하여 善意로(in good faith in the interests of the company) 이루어진 경우(第153條 第1項, 第2項),[181] ② 법률의 규정에 의한 거래의 경우(第153條 第3項),[182] ③ 자금대여가 일상적인 업무로 볼 수 있는 경우(第153條 第4項(a)), ④ 從業員持株會에 기부한 경우(employee share schemes, 第153條 第4項(b)) 또는 從業員에게 직접 株式取得을 위하여 貸與(loans)한 경우(第153條 第4項(c))[183] 등이 규정되어 있다. 金融支援으로 인하여 純資産이 감소되어서는 안되며, 만일 金融支援이 配當可能利益으로 이루어졌다고 하더라도 그 金融支援의 명목상 금액 이상으로 純資産이 감소되어서는 안된다(第154條 第1項).

第153條의 해석과 관련하여 가장 유명한 판결은 Brady v. Brady 사건[184]이다. 우선 사실관계를 살펴보자. Jack Brady와 Bob Brady는 형제로서 T. Brady & Co. Ltd. 지분을 똑같이 나누어 가지고 있었다. 그런데 그들 사이가 벌어져 會社는 교착상태(deadlock)에 이르게 되었다. 그들 사이에 특별한 합의가 이루어지지 않으면 會社는 청산절차로 들어가야 하는 상황에서, 그들은 사업을 분리하여 견인사업은 Jack이, 음료수사업은 Bob이 소유하는 것으로 합의하였다. 그러나 두 사업의 가치가 아직 확정되지 않은 상태에서, (Bob의 음료수사업 부분

181)제153조 제1항은 제151조 제1항에, 제153조 제2항은 제151조 제2항에 대응하는 것으로서 본질적으로는 동일한 규정이다.

182)제153조 제3항에 정해진 사유는, 적법한 이익배당, 청산절차에서의 잔여재산분배, 무상주(bonus share)의 지급, 제425조에 의한 법원의 결정이 있는 경우, 제137조에 의한 자본감소, 제159조에 의한 株式상환, 제162조 내지 제178조에 의한 自己株式取得, 1986년 파산법 제1조 또는 제110조에 의한 절차의 진행 등이다.

183)제153조 제4항(b)의 경우에는 會社의 이익을 위하여 성실하게, (c)의 경우에는 성실하게 이루어질 것이 추가적으로 요구된다.

184)[1989] A.C. 755, H.C.

이 더욱 컸던 것으로 보인다) Jack은 다음과 같은 분할방법을 제시하였다. 즉 견인사업을 하는 會社를 만들어 그 會社가 T. Brady & Co. Ltd.의 Jack 지분을 모두 매입한 후, 그 會社가 T. Brady & Co. Ltd.에 대하여 부담하는 대금채무를 면제시킨다는 것이다. Bob은 정확한 가치평가를 하기 전에는 그러한 식의 분리를 허용할 수 없다고 하면서, 위와 같은 방법은 第151條 소정의 違法한 金融支援이라고 주장하였다.

위 사안에서는 第153條 第2項의 例外事由에 대한 해석이 문제가 되었다. 즉 (a) 自己株式取得의 목적과 (b) 會社의 利益을 위하여 善意라는 개념을 어떻게 이해할 것인가 하는 점이다. 원심(Court of Appeal)에서는 위 사안이 自己株式取得의 목적이 없을 것(또는 부수적일 것)이라는 조건은 충족하지만, 會社의 利益을 위하여 善意일 것이라는 요건은 충족하지 않는다고 하여, 결국 金融支援의 例外條項에 해당하지 않는다고 하였다.[185] 그러나 大法院(House of Lords)은 이와 정반대의 見解를 취하였다. 大法院은 우선 위 사안은 교착상태를 막기 위한 自己株式取得이므로 會社의 利益을 위하여 善意라는 점이 인정된다고 판시하였다. 그렇다면 위와 같은 金融支援은 適法하게 되는 것인가? 大法院은 이에 대하여 金融支援의 動機(motive)와 目的(purpose)은 구분되어야 한다는 점을 강조하였다. 이 사건에서 金融支援의 動機는 물론 사업의 분리이다. 그러나 그 目的은 전적으로 自己株式取得에 있었고 이를 부수적인 것으로는 볼 수 없다. 따라서 위와 같은 資産의 移轉은 違法한 金融支援이 된다는 것이다.

이처럼 이 판결에서 自己株式取得에 대한 金融支援의 動機와 目的을 구분한 결과, 결국 대부분의 金融支援은 위 예외조항에 해당되지 않게 되었다. 그리고 이는 金融支援에 대한 規制擴大라는 결과를 가져왔다.

다. 規制違反의 效果

1985년 會社法에는 刑事的인 處罰만이 규정되어 있으나(第151條 第3項, 第156條 第7項), 보다 중요한 것은 위와 같은 거래에 대한 民事的인 效力의 문제라고 할 것이다. 이에 관한 명문의 규정은 없으나, 判例는 다음과 같이 판시하고 있다.[186] ① 違法한 金融支援契約은 어느 계약당사자에 의하여도 강제될 수 없다. ② 그러나 金融支援契約의 違法性으로 인하여 그와

185)[1988] BCLC 20, C.A.
186)Gower, supra note 25, at 237-241.

관련된 다른 거래까지 違法하게 되는 것은 아니다. 이는 金融支援의 違法性으로 인하여 株式取得契約 자체가 無效가 된다는 것은 아니라는 의미이다. 甲이 A 會社의 금융지원을 받아 乙이 소유한 A 會社 株式을 매입한 경우 甲과 乙 사이의 株式去來는 여전히 유효하다는 것이다. ③ 그러나 第3者의 株式取得이 하나의 계약에 의하여 金融支援에 따른 義務事項이라면, 金融支援의 違法性은 第3者의 株式取得도 마찬가지로 違法하게 만든다. 예를 들어, 甲이 A 會社로부터 金融支援을 받았기 때문에 그 의무이행으로서 A 會社로부터 株式을 매입하는 경우 — 하나의 계약에서 A 會社가 金融支援을 할 義務와 그 대가로 甲이 株式을 매입할 義務가 규정된 경우 — 에는 甲의 株式取得까지 위법하게 되는 것이다.[187] ④ 만일 會社가 金融支援契約을 이미 이행했더라도, 違法한 金融契約인 이상 그 契約은 無效이다. 따라서 保證이나 免責 등의 경우에는 第3者가 會社에 대하여 그에 따른 청구를 하는 것이 불가능하며, 贈與나 貸與 등의 경우에는 會社는 第3者에 대하여 그 返還을 청구할 수 있다.[188] ⑤ 만일 會社의 金融支援이 第3者의 재산에 대한 抵當附 또는 負擔附 貸與(loan secured by a mortgage or charge on the borrower's property)라면, 會社는 ④에 의하여 그 返還을 청구할 수 있으므로, 그의 擔保權을 실행할 수도 있다. 이는 곧 貸與金返還의 履行期가 도래하기 전이라 하더라도, 期限의 利益이 상실되어 바로 擔保權을 실행할 수 있다는 것이다.

第3節 獨 逸

獨逸에서 自己株式에 대한 規制는 이미 1870년의 商法改正에서부터 나타난다. 그러나 "株式會社는 自己株式을 取得할 수 없다(Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien nicht erwerben, 第215條 第3項)"라고 하는 絶對的 禁止의 原則만이 선언되었을 뿐 특별한 例外規定은 존재하지 않았다. 이후 몇 차례의 개정을 겪다가[189] 1937년 株式法으로 독립되면서, 그

187)Carney v. Herbert [1985] A.C. 301, P.C.

188)Belmont Finance Corpn. v. Williams Furniture Ltd. (No.2) [1980] 1 All E.R. 393 ; Smith v. Croft (No. 2) [1988] Ch. 144 ; Agip (Africa) Ltd. v. Jackson [1991] Ch. 547, C.A.

189)朴晋泰, "自己株式에 관한 比較法的 硏究" (釜山大學校 法學博士學位論文, 1986), 52-54면 ; Lutter,

이전의 商法 第226條를 대부분 승계하여 第65條를 두게 되었다. 특히 第65條는 그 이전의 商法 第226條에서 더 나아가, ① 違法한 自己株式取得에 대하여 物權行爲에는 영향이 없고, 債權行爲만을 無效라고 규정하고(第3項), ② 第3者 名義에 의한 自己株式取得도 명시적으로 規制對象에 포함시켰으며(第6項), ③ 自己株式에 기하여는 어떠한 權利도 발생할 수 없다는 점을 명시하였다(第7項).

이후 自己株式取得에 관한 규정은 1965년, 1978년, 1994년, 이렇게 3회의 개정을 거치면서 현재의 모습을 갖추었으며, 최근에는 EC 會社法 第2指針을 더욱 수용하여 取得目的에 의한 제한이 없는 自己株式取得을 인정하는 방향으로 株式法의 개정이 논의되고 있다. 이하에서는 1994년 개정된 株式法을 중심으로 하여[190] 規制內容을 살펴보기로 한다.

1. 取得要件

獨逸은 1870년부터 自己株式取得을 원칙적으로 금지하고 있었다. 이후 조금씩 예외사유가 추가되기는 하였지만, 아직 原則的 禁止는 유지되고 있으며, 지극히 제한적인 경우에 한하여 예외적으로 自己株式取得을 인정하고 있다. 물론 이러한 금지는 株式會社가 자신의 社員이 될 수 없기 때문이 아니라, 債權者의 보호를 위하여 資本을 維持(Kapitalerhaltung)하여야 하기 때문이다.[191] 현재의 例外事由는 다음과 같다(獨逸株式法 第71條 第1項, 이하 인용되는 條文은 특별한 언급이 없는 한 1994년 개정된 獨逸株式法이다).[192]

Marcus, in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band I (Heymanns, 1985), §71 Anm.2.

190)1994년에는 2번의 개정이 있었는데, 한번은 資本市場育成法(Finanzmarktförderungsgesetz)에 의하여 금융기관에 대한 특례를 규정한 것이었고, 다른 한번은 組織變更法(Umwandlungsgesetzes)의 제정에 따른 법조문의 정비였다. 따라서 1994년 개정법의 기본적인 골격은 1978년 개정법과 동일하다고 보면 된다.

191)Hueck, Götz, Gesellschaftsrecht: Ein Studienbuch (19. Aufl., Beck, 1991), S.256 ; Lutter, supra note 57, §71 Anm.3.

192)이하의 규정은 이미 발행된 株式을 取得하는 경우에만 적용된다. 株式의 원시取得, 즉 발행株式의 인수(Übernahme)는 株式법 제56조에 의하여 규율된다. Lutter, supra note 57, §71 Anm.8 ; Wiesner, Georg, in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4 Aktien Gesellschaft (Beck, 1988), §15 Anm.1-8.

가. 取得上限이 없는 경우

① 會社가 無上으로(unentgeltlich) 取得하거나 또는 金融機關이 委託買入의 실행으로서 取得한 경우(第4號), ② 包括承繼(Gesamtrechtsnachfolge)의 경우(第5號), ③ 資本減少의 규정에 따라 株式消却(Einziehung)을 목적으로 한 株主總會의 決議에 의한 경우(第6號)에는 取得上限이 존재하지 않는다. 다만 自己株式의 評價額에 상당하는 금액을 自己株式準備金으로 적립하여야 한다(獨逸商法 第272條 第4項, 종래 이와 같은 내용을 규정하던 株式法 第150a條는 삭제되었다).

나. 取得上限이 있는 경우

① 會社의 重大하고 急迫한 損害를 피하기 위하여 필요한 경우(第1號),[193] ② 當該會社 또는 그 結合會社의 從業員에게 제공하기 위한 경우(第2號),[194] ③ 第305條 第2項, 第320b條에 따라 또는 組織變更法 第29條 第1項, 第207條 第1項 第1文의 경우 동법 第29條 第11項, 第125條 第1文에 따라 株主에게 報償하기 위한 경우(第3號), ④ 金融機關이 有價證券去來의 目的으로 株主總會의 決議가 있는 경우(第7號)[195] 등에는, 이미 會社가 보유하고 있는 自己株式을 포함하여 基本資本(Grundkapital)의 10% 범위 내에서만 自己株式取得이 가능하다(第71條 第2項 第1文). 여기서 ①의 요건과 관련하여, 自己株式取得은 株主가 아닌 會社의 損害를 피하기 위하여 이루어져야 하며, 단순히 적절한 정도로는 부족하고 반드시 필요하여야 한다는

193)이 요건에 관한 판례는 아직 없다. 학설상으로는 그러한 예로써, ① 상장株式의 급격한 가격하락을 막기 위한 取得, ② 외국자본 또는 국내경쟁기업에 의한 기업인수에 대항하기 위한 取得, ③ 주주총회결의취소의 소를 제기하면 會社가 특별히 중요한 사업에서 중대한 손해를 입을 경우에 당해주주로부터 그 소유株式을 매입하기 위한 取得 등을 들고 있다고 한다. 吉戒修一, "自己株式取得及び保有規制に關する問題點について(上)" (商事法務 第1316號, 1993), 4-5면. 그러나 외국자본 또는 국내경쟁기업에 의한 기업인수에 대항하기 위한 自己株式取得은 위 요건에 포함되지 않는다고 하는 학설도 있다. Lutter, supra note 57, §71 Anm.13-19.

194)독일에서 自己株式取得이 가장 많이 이루어지는 경우는 종업원지주회에 제공하기 위한 自己株式取得이다. 특히 독일은행의 경우에는 그 정도가 가장 심하다. 1992년말 은행의 주주는 모두 약 306,000명 정도였는데, 그 중에서 종업원주주는 약 52,000명이었고, 발행株式의 약 2.6%를 보유하고 있었다. 吉戒修一·杉江潤·竹內昭彦, 前揭論文 주30), 54면.

195)주주총회의 결의에서는 自己株式의 거래량이 매일 종료시의 기본자본의 5%를 초과하여서는 안된다는 점을 정하여야 하고, 대가의 상·하한을 정하여야 한다(제71조 제1항 제7호).

점을 주의하여야 한다. 따라서 營業損失을 보충하기 위한 自己株式取得은 허용되지 아니한다.[196]

또한 이와 같이 取得上限이 존재하는 경우에는 取得財源도 제한된다. 즉 資本 및 株主에게 지급될 수 없는 法定準備金을 감소시키지 않으면서 商法 第272條 第4項에 규정된 自己株式準備金(Rücklage für eigene Aktien)을 적립할 수 있는 경우에만 自己株式取得이 허용된다(第71條 第2項 第2文). 이는 自己株式取得은 會社의 純資産에서 資本과 일정한 法定準備金을 공제하고 나머지가 있는 경우에만 가능하며, 이는 取得財源이 配當可能利益에 한정된다는 것을 의미한다. 위에서 取得上限이 존재하지 않는 경우에는 이와 같은 規制가 존재하지 않음을 주목하자.

2. 取得節次

株式消却을 목적으로 한 株主總會의 決議에 의한 경우(第71條 第1項 第6號)에는 株主總會의 特別決議와 債權者保護節次가 필요하다(第237條 第2項). 다만 대차대조표상의 利益이나 株式消却에 이용할 수 있는 任意準備金으로 消却하는 경우에는 株主總會의 普通決議로 족하며, 債權者保護節次는 필요하지 않다(第237條 第3項, 第4項). 이는 資本減少에 따른 一般原則이므로 특별한 규정은 아니다. 또한 金融機關이나 財政機關이 自己株式을 取得하는 경우(第71條 第1項 第7號)에도 株主總會의 普通決議가 필요하다. 그 이외의 경우에는 특별한 규정이 없으므로 理事會의 결의만으로도 自己株式取得이 가능하다고 할 것이다.

3. 公示規制

自己株式의 회계처리에 관하여는, 1965년 株式法에서는 自己株式의 資産性을 인정하여 대차

196)Wiesner, supra note 60, §15 Anm.11. 그 대표적인 예로는 채무자로부터 自己株式取得을 통하여만 채권의 만족을 얻을 수 있는 경우를 들 수 있다. Hueck, supra note 59, S.257.

대조표의 流動資産 항목으로 기재하도록 하였으며(1965년 株式法 第151條 第1項), 1978년 會社法에서는 나아가 負債 項目에 自己株式準備金을 적립하도록 요구하고 있으며, 현재도 마찬가지이다(第71條 第2項, 獨逸商法 第272條 第4項). 여기서 적립하여야 할 금액은 自己株式의 額面金額(Nennbetrag)이 아니라 評價額에 상당하는 금액임에 주의하여야 한다.[197]

또한 營業報告書에는 ① 현재 보유하고 있는 自己株式의 取得價額, 株式數, 額面總額, 資本에 대한 比率, 取得時期, 取得理由, ② 당해사업연도중 取得·再發行한 自己株式數, 額面總額, 資本에 대한 比率, 取得·再發行價額, 再發行으로 수취한 금원의 사용처 등을 公示하여야 한다(第160條 第1項 第2號). 會社의 重大하고 急迫한 損害를 피하기 위하여 自己株式을 取得한 경우(第71條 第1項 第1號), 理事는 取得後 최초로 개최되는 株主總會에서, 取得事由, 取得한 自己株式數, 額面金額, 資本에 대한 比率, 取得價額 등을 보고하여야 한다(第71條 第3項).

4. 保有規制

從業員에게 제공하기 위하여(第71條 第1項 第2號) 取得한 自己株式은 取得後 1년 이내에 從業員에게 제공하여야 한다(第71條 第3項). 그밖의 경우에는 保有規制가 존재하지 않는다.

取得財源이나 取得上限에 대한 規制를 위반하거나 取得事由가 법정된 것이 아닌 경우, 즉 違法한 自己株式取得의 경우에도 그 物權行爲는 有效하므로(第71條 第4項) 일정기간 보유가 허용된다. 즉 取得上限 10%를 초과하여 取得한 경우, 그 초과분은 取得後 3년 이내에 處分하여야 하며(第71c條 第2項), 違法하게 取得한 自己株式의 경우에는 取得後 1년 이내에 處分하여야 한다(第71c條 第1項). 이 기간 중에 讓渡하지 않은 自己株式은 消却하여야 한다(第71c條 第3項).

5. 自己株式取得에 대한 金融支援

第3者의 名義에 의한 自己株式取得은 명문으로 금지되고 있다(第71d條). 나아가 英國과 마

197)Wiesner, supra note 60, §15 Anm.15.

찬가지로 自己株式取得에 대한 金融支援도 금지된다. 즉 會社가 第3者에게 自己株式取得을 의뢰하고, 그에게 假支給, 貸付, 保證 등의 방법을 통하여 經濟的 원조를 하는 것은 脫法行爲(Umgehungsgeschäfte)로서 금지되며(第71a條 第1項), 이러한 原則을 관철하여, 會社가 第3者에게 自己株式을 取得할 수 있게 하는 授權行爲나 委託行爲를 하는 것도 會社에 의한 自己株式取得이 금지되는 범위에서는 역시 無效이다(第71a條 第2項).다만 금융기관이 일상적인 업무의 범위에서 하는 경우, 종업원으로 하여금 會社의 株式을 取得하도록 하기 위하여 假支給, 貸付, 保證 등의 방법을 취하는 경우 등은 예외적으로 금지되지 아니한다(第71a條 第1項). 그러나 이렇게 허용되는 경우라고 하더라도 基本資本 및 株主에게 지급될 수 없는 法定準備金을 감소시키지 않으면서 商法 第272條 第4項에 규정된 自己株式準備金을 적립할 수 있어야만 한다. 이러한 요건을 충족하지 못하는 경우 그 행위는 無效가 된다(第71a條 第1項).

6. 最近의 株式法 改正論議

獨逸에서는 최근 株式法 전반에 걸쳐 개정논의가 한창인데, 이는 급속히 변화하는 경제환경에 대응하기 위한 것이다. 自己株式取得과 관련하여서는 특히 다음의 두가지의 개정이 이루어질 것으로 보인다.[198] ① 基本資本의 10%까지의 (取得目的에 制限이 없는) 自己株式取得, ② 機關構成員에게 제공하기 위한 自己株式取得이 바로 그것이다. 이하에서 분설한다.

가. 基本資本의 10%까지의 自己株式取得

獨逸의 1978년 改正法은 EC 會社法 第2指針을 국내입법화한 것이기는 하지만, 규제의 기본적인 골격은 이전과 비교하여 크게 바뀐 것이 없었다. 특히 EC 會社法 第2指針 第19條 第1項의 取得目的에 制限이 없는 自己株式取得은 인정되지 않았다. 그러나 최근에는 이를 받아들여 국내입법화하는 방향으로 株式法의 개정이 논의되고 있다. 구체적으로는 株式法 第71條 第

198)이하 설명하는 개정논의는 安修賢, "最近 獨逸의 株式法 改正動向" (法學 第38卷 第2號, 서울大學校, 1997), 179-181면 ; 李基秀, "獨逸株式法改正을 위한政府草案" (度岩金敎昌辯護士 華甲紀念論文集, 1997), 327-328면을 참조.

1項 第8號로서 基本資本의 10%까지 自己株式을 取得할 수 있도록, 株主總會에서 경영진에게 18개월동안 포괄적인 위임을 하는 방식으로 입법될 것으로 보인다.

株主總會決議에서는 自己株式取得의 對價의 上·下限 및 取得目的을 정하여야 하며, 경영진은 그 取得과 再發行에 있어서 株主平等의 原則(第53a條)에 따라 엄정중립을 지켜야 한다. 여기서 18개월의 기간은 取得의 경우에만 적용되고, 保有에 대하여는 적용되지 않는다.

나. 機關構成員에게 제공하기 위한 自己株式取得

현재의 株式法에서도 第71條 第1項 第2號에서 "從業員에게 제공하기 위한 경우"를 하나의 예외사유로 하고 있다. 그러나 株式法改正案 第192條 第2項 第3號에서 機關構成員에게 株式買受選擇權(stock option)을 인정함에 따라 自己株式을 직접 機關構成員에게 제공할 수 있도록 第71條 第1項 第2號가 개정될 것으로 보인다.

그러나 이 경우에는 取得節次와 관련하여 문제점이 지적되고 있다. 즉 株式法改正案 第192條 第2項 第3號에서는 株式買受選擇權을 부여하는 경우 株主總會의 決議를 거치도록 되어 있는데, 만일 현재와 같이 第71條 第1項 第2號의 경우 理事會의 決議만으로 충분하다고 해석한다면 위 규정을 회피할 수 있다는 것이다. 따라서 機關構成員에게 제공하기 위하여 自己株式을 取得하는 경우에는 株主總會의 決議를 요하도록 개정할 필요성이 있다고 한다.

第4節 프랑스

프랑스의 경우 1867년 (商法의 일부인) 會社法에는 自己株式取得禁止에 관한 규정이 없었다. 따라서 會社는 아무런 제한없이 自己株式을 取得할 수 있었는데, 이를 실무에서는 株式의 換買(rachat des actions)라고 불렀다.[199] 그러나 判例는 이 경우에도 그 財源이 資本金 또

199)그러나 이 용어는 自己株式取得을 株式의 매매거래로 파악하고 있다는 점에서 부적절한 면이 있다. Ripert, Georges, René Roblot, et Michel Germain, Traité de Droit Commercial, Tome I,

는 處分不可能한 準備金(réserves indisponibles)이거나, 또는 株主平等의 原則(principe d'égalité entre les actionnaires)에 위배되는 경우에는 그 取得의 效力을 否認하였다.[200] 그러다가 1966년 會社法에 와서야 自己株式取得을 원칙적으로 금지하는 규정을 두게 되었다(第217條).[201] 다만 會社가 필연적으로 自己株式을 取得할 수밖에 없는 경우는 그 예외로 하였다.[202] 이러한 예외규정은 1981. 12. 30. 會社法의 一部改正[203]으로 더욱 늘어났는데,[204] 이는 EC 會社法 第2指針의 내용을 일부 수용한 것이다. 그 결과 프랑스의 立法例는 기본적으로 獨逸과 거의 유사한 모습을 보인다.

1. 取得事由

가. 取得上限이 없는 경우

① 缺損에 의하지 않은 資本減少(reduction du capital)를 위한 경우(第217條 第2項), ② 包括承繼(transmission de patrimoine à titre universel)의 경우(第217-6條 第1項), ③ 法院의 決定에 의한 경우(第217-6條 第1項), ④ 株式의 讓渡에 있어 株主의 承認이 필요한 會社에 있어서 그 承認이 거절된 경우(第276條 第2項), ⑤ 會社의 設立등 無效의 訴를 저지하기 위한 경우(第365條 第2項)[205] 등에는 取得上限 없이 自己株式을 取得할 수 있다.

(15e éd., L.G.D.J., 1993), n. 1154.

200)Cass. civ. 15 mars 1927.

201)제217조 제1항 원문은 다음과 같다. Sont interdits la souscription et l'achat par la société de ses propres actions, soit directement, soit par une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société. (會社가 自己株式을 직접적으로 또는 제3자의 명의와 會社의 계산으로 인수하거나 取得하는 것은 금지된다).

202)1966년 會社법에서 예외규정으로 인정된 것은 다음과 같다. ① 자본감소를 위한 경우(제217조 제2항), ② 양도가 제한된 상장株式의 경우(제276조 제2항), ③ 종업원에게 제공하기 위한 경우(제217-1조), ④ 시세조정을 위하여 주주총회의 승인을 얻은 경우(제217-2조 제1항).

203)L. no 81-1162 du 30 déc. 1981.

204)1981년 會社법에서 추가된 예외규정은 다음과 같다. ① 포괄승계에 의한 경우(제217-6조 제1항), ② 법원의 결정에 의한 경우(제217-6조 제1항). 여기서 EC 會社법 제2지침 제19조 제2항의 "會社의 중대하고 급박한 손해를 회피하기 위한 경우"를 예외규정을 두지 않은 이유는, 프랑스의 경우 당초부터 주가조정을 위한 自己株式取得이 인정되고 있었기 때문이라고 한다. 吉戒修一·杉江潤·竹內昭彦, 前揭論文 주30), 56면.

205)프랑스의 경우 會社의 설립 등에 무효사유가 있으나 그 하자가 치유가능한 경우, 이해관계가 있는 자는 무효를 치유할 수 있는 자에게 무효를 치유하든지 6개월 이내에 무효의 소를 제기하라고 최고할 수

나. 取得上限이 있는 경우

① 會社參與者에게 自己株式을 제공하기 위한 경우(第217-1條), ② 證券去來所에(à la cote officielle d'une bourse des valeurs) 上場되어 있거나 또는 第2部市場(à la cote du second marché)에 登錄되어 있는 會社는 市勢調整(régulariser leur marché)을 목적으로 하여 株主總會의 承認을 얻은 경우(第217-2條 第1項), 自己株式을 取得할 수 있다. 여기서 "會社參與者에게 제공하는 경우"라는 의미는 스톡옵션(option d'achat d'actions)의 행사에 의한 경우와 從業員持株制度에 의한 경우를 모두 포함한다.[206] 그리고 會社가 市勢調整을 위하여 自己株式을 取得하는 것은 不公正去來(市勢操縱)의 위험성이 크기 때문에 證券去來委員會(commission des opérations de bourse, COB)의 직접적인 감독하에서만 가능하다.

위와 같은 경우에는 自己株式을 取得하더라도 會社가 현재 보유하고 있는 당해종류의 自己株式總數와 합하여 당해종류 發行株式總數의 10%를 초과할 수 없으며, 동시에 그 종류를 묻지 않고 會社가 현재 보유하고 있는 自己株式總數와 합하여 發行株式總數의 10%를 초과할 수 없다(第217-3條 第1項)는 取得上限이 존재한다.

2. 取得規制

가. 取得財源

위에서 取得上限이 있는 경우에는, 自己株式取得으로 인하여 純資産(自己資本, capitaux propres)이 資本金과 處分不可能한 準備金(réserves non distributables)을 합한 금액 미만이 되어서는 안된다(第217-3條 第2項).[207] 그 의미는 自己株式의 取得財源으로 資本金과 處分

있다. 만일 이 기간내에 소를 제기하지 않게 되면 그 자는 소권을 상실하게 된다. 그런데 제365조 제2항에 의하면, 이 기간 내에 그 자가 무효의 소를 제기한 경우, 會社 또는 사원은 원고의 소의 이익을 소멸시킬 수 있는 조치, 특히 지분의 매수를 법원에 대하여 청구할 수 있다.

206)프랑스는 1970년 법률 제70-1322호로 株式매입선택권제도를 도입하였고, 1973년 법률 제73-1196호로 從業員持株制度를 도입하였다. 자세한 것은 Cozian, Maurice et Alain Viandier, Droit des Sociétés, (5e éd., Litec, 1992), n. 924-929 ; Ripert, Roblot, et Germain, supra note 67, n. 1156.

不可能한 準備金은 이용될 수 없다는 것이며, 결국 取得財源을 配當可能利益에 한정하는 효과를 가져온다. 取得上限이 존재하는 경우에만 取得財源에 대하여 규제하는 방식은 獨逸과 비슷하다.[208]

會社가 自己株式을 보유하게 되면 自己株式의 額面總額과 동등한 금액을 積立金으로 적립하여야 한다(第217-3條 第3項). 여기서 적립하여야 하는 금액의 기준은 自己株式의 評價額이 아니라 額面金額임에 주의하여야 한다.

나. 取得節次

缺損에 의하지 않은 資本減少를 실행하기 위하여(第217條 第2項) 自己株式을 取得하려면 株主總會의 特別決議와 債權者保護節次가 필요하다(第215條, 第216條). 이는 물론 自己株式을 取得하기 때문이 아니라 資本을 減少시키기 때문이며, 지극히 당연한 규정에 불과하다. 또한 市勢調整을 위하여 株主總會의 承認을 얻은 경우(第217-2條 第1項)에는, 그 株主總會의 承認決議에서 買入價格, 賣却價格의 最低額, 取得株式의 限度, 承認決議의 有效期間(18개월을 한도로 한다) 등을 정하여야 한다(第217-2條 第2項). 이처럼 株主總會의 決議를 요하는 두가지 경우를 제외하고는 일반적으로 理事會의 決議만으로 自己株式을 取得할 수 있다.

3. 公示規制

取得上限이 있는 경우에는 營業報告書에, ① 당해년도에 取得·再發行한 自己株式數, 取得·再發行한 平均價額, 거래에 소요된 비용, ② 당해년도말 會社名義로 보유하고 있는 自己株式數, 그 株式의 評價額·額面總額·資本에 대한 比率·取得理由 등을 공시하여야 한다(第217-4

207)이 규정은 1983년 법률 제83-353호에 의하여 삽입되었다.

208)프랑스의 自己株式取得규제는 取得사유를 제외하면, 전체적으로 독일의 경우와 매우 비슷하다. 이는 독일과 프랑스가 모두 EC 會社법 제2지침을 상당부분 수용하여 입법화하였기 때문으로 보인다. 따라서 EC 會社법 제2지침의 自己株式取得규제를 살펴보는 것은 매우 유익하지만, 이 글에서는 생략하였다. 왜냐하면 EC 會社법 제2지침은 각국의 입법에 반영되기 전에는 그 자체로 규범력을 가지지 못하며, 또한 각국의 입법에 반영된 부분을 다시 설명하는 것은 불필요한 중복이 될 수 있기 때문이다.

條 第2項). 또한 自己株式의 取得·再發行에 있어 그 사유에 따라 각각 장부를 작성하여야 한다(第217-4條 第1項).

4. 保有規制

會社參與者에게 提供하기 위하여 自己株式을 取得한 경우에는 1년 이내에 이를 提供하여야 한다(第217-1條). 나아가 取得上限이 존재하는 경우 10%의 上限을 초과하여 自己株式을 보유하는 경우에는, 그 초과분을 2년 이내에 處分하여야 한다(第217-6條 第2項). 違法한 自己株式取得의 경우에는 1년 이내에 處分하여야 하며(第217-7條), 이 기간이 종료하면 株式을 消却하여야 한다(第217-6條 第2項, 第217-7條). 이에 위반하는 경우에는 刑罰의 制裁가 있다(第454-1條). 역시 獨逸의 경우와 거의 유사하다.

5. 自己株式取得에 대한 金融支援

1981년 會社法改正을 통하여 會社가 第3者에게 自己株式을 取得하도록 金融支援을 하는 것도 명시적으로 금지되었다. 會社는 第3者로 하여금 自己株式을 引受 또는 買入하도록 하기 위하여 자금을 지급하거나(avancer des fonds), 자금을 대여하거나(accorder des prêts), 담보를 제공할(consentir une sûreté) 수 없다(第219-9條 第1項). 다만 이는 金融機關의 경우 또는 會社參與者에게 제공하기 위한 경우에는 적용되지 않는다(同條 第2項). 그러나 이러한 규정이 英國과 같이 크게 활용되고 있는 것으로 보이지는 않는다.

第5節 日 本[209]

1. 金庫株의 制限 解除

1899년(明治 32년) 제정된 日本商法은 1938년(昭和 13년) 개정 이전까지는 第151條 第1項에 의하여 自己株式取得을 절대적으로 금지하였다가,[210] 1938년 商法改正으로 예외적으로 自己株式取得을 허용하는 규정을 두게 되었다.[211] 이에 따라 日本商法 第210條는 自己株式의 取得을 원칙적으로 금지하면서, 예외적으로만 自己株式取得을 인정하는 입법형태를 가지게 되었다. 1994년(平成 6년) 이전까지 예외적으로 自己株式取得이 인정되는 경우는 다음과 같았다. ① 株式消却을 위한 경우(日本商法 第210條 第1號, 이하 인용된 條文은 특별한 언급이 없는 한 1994년 개정된 현행 日本商法이다), ② 合併 또는 營業全部의 讓受에 의한 경우(第210條 第2號), ③ 會社의 權利實行을 위한 경우(第210條 第3號, 이상이 1938년의 개정으로 인정된 예외적 取得事由이다), ④ 株主의 株式買受請求의 경우(第210條 第4號).[212] 또한 1981년(昭和 56년)의 商法改訂으로 發行株式總數의 20분의 1의 범위에서의 自己株式의 質取도 인정되었다(第210條). 이러한 規制는 기본적으로는 우리나라 商法의 입장과 동일한 것이었으며, 그 規制根據로 설명되는 것도 사실상 동일하였다. 심지어 위 ①의 경우에는 지체없이 株式失效의 절차를 밟아야 하며, ②, ③, ④의 경우에는 상당한 시기에 그 株式을 處分하여야 한다(第211條). 그러나 1994년 商法改正에서 自己株式取得規制의 緩和가 있었지만 그 곳에서는 일정한 목적에 한하여 규제를 완화함에 지나지 않고 또한 取得한 自己株式의 장기보유도 인정되지 않

209) 양동석, 전게논문, 418-425면.

210)당시 일본商法 제151조 제1항은 "會社는 자기의 株式을 取得하거나 또는 질권의 목적으로 이를 取得할 수 없다"고 규정하고 있었다. 법인인 株式會社가 자신의 구성원으로 되는 것은 불가능하다는 것이 그 주된 이유였다고 한다. 龍田節, "違法な自己株式取得の效果" (法學論叢, 第136卷 第4·5·6號, 1994), 1-2면.

211)吉戒修一, 前揭論文 주61), 2면.

212)일본 商法상 주주가 株式매수청구를 할 수 있는 경우는 다음과 같이 계속적으로 확대되어 왔는데, 이 경우에 모두 會社의 自己株式取得이 인정된다. ① 합병 또는 영업양도에 반대하는 주주의 株式매수청구(일본商法 제245조의2, 제408조의3, 1950년 개정에 의하여), ② 株式양도제한에 반대하는 주주의 株式매수청구(일본商法 제349조 제1항, 1966년 개정에 의하여), ③ 거래단위 미만의 株式의 매수청구(소화 56년 개정商法 부칙 제19조 제1항, 제6항, 1981년의 개정에 의하여), ④ 단주매수청구(일본商法 제230조의8의2 제2항), ⑤ 株式會社가 유한會社로 조직을 변경할 경우 반대주주의 株式매수청구(일본유한會社법 제64조의2 제1항, 이상은 1988년의 개정에 의하여). Id. 3면.

았다. 다만, 이 개정에서 신설된 정기총회의 결의에 의한 利益消却을 위하여 하는 自己株式의 取得은, 「무엇을 위하여 消却하는가」라고 하는 궁극적인 목적에 대해서는 문제 삼지 않고 取得하는 自己株式의 수량에 대해서도 규제를 두지 않았기 때문에 유연한 운영이 기대되었다.

그 후에는 주가가 일시 상승을 계속한 것도 있고, 規制緩和를 구하는 목소리도 그다지 크지 않았다. 그러한 가운데, 경제계의 관심은 미국경제를 이끄는 기폭제로서 우리의 주목을 집중시킨 업적연동형 인센티브 보수에 향해지고, 특히 스톡옵션에의 관심이 높아졌다. 그리고 1997년에는 사용인에게 양도하기 위한 自己株式取得에 따라 스톡옵션의 행사기간(최장 10년간)은 장기적으로 自己株式을 보유하는 것이 허용되었다. 또한 1997년에 제정된 소위 消却特例法에서는 大會社에서 利益消却이 理事會의 決意만으로 가능하게 되었으나, 그 이용목적은 「경제정세, 당해會社의 업무 또는 재산상황 기타의 사정을 감안하여 특히 필요하다고 인정되는 때」에로 한정되었다.

이러한 상황 가운데, 금번에 재차 금고주의 해금이 각광을 받는 배경에는, 역시 수년간의 주가저락이 있다. 1998년 10월 거품붕괴 후의 최하치를 갱신한 후, 일단 상승으로 전환하였으나, 다시 주가는 급락하였다. 은행을 선두로 하는 금융기관의 연이은 파탄과 금융상품회계의 변경에 의한 시가회계의 도입은 주은행을 중심으로 하는 株式의 상호보유관계의 해소를 강요하였다. 이에 따라 대량으로 시장에 나돌아 다닌 株式은, 매수자를 찾지 못한 채, 주가의 하락요인이 되었다. 이러한 현상을 거쳐 2000년 12월 25일 경단련이 금고주의 해금을 향한 商法개정을 요망한 것이 금번 개정과 연결되었다. 일본에서는 지난 2001년 6월 22일, 소위 金庫株(Treasury Stock)의 解禁을 규정하는 「상법 등의 일부를 개정하는 등의 법률」(相澤의원 외 6명이 제안하는 의원입법)이 참의원본회의에서 가결·성립하였다.

2. 目的規制의 撤廢

지금까지 일본 商法에서는, 우리 商法과 유사하게 自己株式의 取得이 원칙적으로 금지된 위에 몇 몇의 「목적」에 한정하여 그것을 예외적으로 허용하는 형태를 취해 왔다. 즉 ① 株式의 有償消却, ② 영업 전부를 승계하는 吸收分割이나 吸收合併을 행한 때에 있을 경우, 또는

영업전부를 양수할 때에 양도인이 양수인의 株式을 보유하고 있는 경우, ③ 會社가 갖는 채권에 대하여, 그 채무자가 당해會社의 株式으로써 代物辨濟를 하겠다는 신청이 있는 경우에, 會社自身의 권리를 실현하기 위하여 自己株式의 取得이 필요할 경우도 있다. 기타 ④ 주식매수청구권이 행사된 경우 ⑤ 양도제한 會社에서 株式讓渡의 承認을 구한 경우에 회사자신을 선매권자로 할 때에도 自己株式의 取得이 필요하게 된다. 이들 가운데 ①~④는 1994년 전부터 존재하던 규정임에 대하여 ⑤는 동년 개정에 의하여 부가되었다.

1994년 개정에서는 ⑥의 「정당한 이유」에 의하여 사용인에게 양도한 경우[213] ⑦ 상속에는 양도제한 절차가 미치지 않기 때문에 반드시 바람직하지 않은 상속인이 주주가 되는 경우에, 그 관계를 해소하고자 하는 會社측과 상속세 등과의 관계에서 相續한 株式을 환금하려고 생각하고 있는 상속인과의 사이에서, 상속한 株式의 양도를 약속할 경우에도 自己株式의 取得이 허용된다. 또한 목적이라는 관점에서는 ①에 포함되지만, ⑧ 株式의 利益消却節次를 대폭 완화하기 위하여 정지주주총회결의에 의하여 利益消却을 위한 自己株式의 取得이 인정되었다. 그리고 1997년 개정에서는 ⑨ 이사들에게 스톡옵션을 부여한 위에 옵션행사에 대비하여 自己株式을 取得하고 그것을 보유하는 것이 허용되었으며, 동년에는 ⑩ ①의 적용사례를 확충할 기능을 수행하는 것으로서 消却特例法이 제정되었다.

금회의 개정에서는 이를 ①부터 ⑩의 목적에 한하지 않고 일정한 절차를 밟을 경우에는, 그 목적을 불문하고 自己株式 取得이 가능하게 되었다.

원래 목적규제는 自己株式의 取得에 따르는 폐해 가운데, 이사에 의한 불공정한 지배를 방지하려는 취지에서 나왔다고 이해할 수 있다. 위의 10종의 사례 가운데, 소위 消却型(① 및 그 연장선상에 있는 ⑧,⑩)의 경우에는 예컨대, 적대적 기업매수의 타게트가 된 會社의 이사가 會社의 자금으로 부동주(浮動株)를 구입하여 보신을 도모할 경우와 같이, 그 取得의 국면을 문제로 함에 대하여, 보유형(②,③,④,⑤,⑥,⑦,⑨)의 경우에는 그에 더하여 보유한 自己株式을 處分할 때에, 특정 제3자에게만 양도하는 등, 지배비율의 의도적인 변동이 획책될 위험성이 있다. 이 후자의 국면은 확실히 신주발행에 유사한 이해상황을 가짐에도 불구하고 지금까지 충분한 규제를 두지 않았다.

---

213) 종업원 지주회가 내부자 거래를 회피하기 위하여 예정된 일정한 날에 자사주를 구입하고 있는 경우, 그것이 주가의 변동에 큰 영향을 미치는 것이므로, 그것을 막기 위하여 會社가 조금씩 自己株式을 매집하과, 그것을 지주회에 양도하는 경우.

이것은 消却형의 경우에는 이미 목적규제가 완화되고 있던 것을 의미하고 있다. 그것에 대하여, 보유형의 경우에는 目的規制에 의하여 自己株式의 보유상태를 극히 예외적인 경우에 한정함과 동시에 (②,③,④,⑤,⑦), 이러한 目的規制에 의하여, 보유한 自己株式의 용도를 한정하는 정책(⑥,⑨)이 취해져 왔다고 볼 수 있다.[214]

이번의 개정은, 신주발행규제에 준한 自己株式의 處分規制를 둠으로써, 보유형의 경우에도 목적규제를 철폐할 수 있게 하는 점이 의의를 갖게 된다. 그리고 이것은 종래의 消却型 規制로부터 보유금지규제(지체없이 消却해야 할 義務規制)를 폐지할 수 있게 하고, 나아가서 통합적인 자기주식취득규정의 창설을 향하게 한 것이다.

3. 保有規制의 廢止

보유형이라고 하더라도 종래는 보유기간에 일정한 한도가 있었다. 즉 ②,③,④,⑤,⑦에 대해서는 상당한 시기에, ⑥에 대해서는 매수시 부터 6월 이내에, ⑨에 대해서는 옵션의 행사기간내(최장 10년)에 處分할 것이 요구되었다. 이번 개정에서는 이러한 제한은 모두 폐지되었다. 이것은 금고주이기 때문이지만 自己株式의 보유를 인정하는 것과 그 기간을 무제한으로 하는 것은 본래 구별하여야 한다. 왜냐하면 장기적으로 自己株式의 보유를 인정하면 만약 會社의 업적이 악화된 경우, 그에 연동하여 自己株式株價도 하락하기 때문에 손실이 증폭되고 도산을 초래하기 쉽다는 위험성이 따르기 때문이다. 이점에 관하여, 이번의 개정은 무제한 보유를 허용하여, 이사의 재량에 맡기는 정책을 취하였다. 따라서 이사에게는 보유할 自己株式의 관리에 관하여 세심한 주의를 하는 것이 지금까지 보다 더 중요성을 증가시켰다고 할 수 있다.

4. 數量規制의 撤廢

이번의 개정에서, 지금까지 取得할 수 있었던 自己株式의 數量에 가한 제한(⑥,⑨의 경우에

214) 아마도 이것이 일본에서 自己株式의 取得제도로부터 목적규제를 완전히 불식할 수 없었던 원인이었을 것이다.

는 합계하여 發行株式總數의 10분의 1, ⑤,⑦의 경우에는 합계하여 發行株式 총수의 5분의 1)도 폐지되었다. 원래 수량제한이 있게 된 취지는 ① 대량의 自己株式取得을 인정하면 기존주주의 지배비율이나 議決權의 비율에 중대한 영향을 미치고, 지배의 불공정을 초래하기 쉬운 점, ② 會社의 업적이 약화된 경우에는 그에 연동하여 自己株式株價도 하락하므로, 會社가 自己株式取得에 대하여 수량규제를 하지 않는 이상, 보유형에 대해서만 수량규제를 유지해도 실효성이 없고 또한 ②에 대해서는, 반대로 업적향상이 재산기초의 강화에 연결될 가능성을 가지고 있는 이상, 다른 자산에 대한 투자와 같이 經營者의 책임하에 판단되면 충분하다고 생각된다. 또한 후술하는 바와 같이 재원에 대한 규제에서 보면, 저절로 取得수에는 한계가 발생하므로, 수량규제를 폐지해도 폐해가 적을 것으로 생각된다.

5. 財源規制의 維持와 資本準備金의 活用

自己株式의 取得을 무조건 인정하면, 경우에 따라 출자가 반환되고 資本의 空洞化를 초래한다. 그래서 종래부터 그 取得財源에 대해서는 엄격한 규제가 있었다. 즉 ⑥,⑧,⑨에 대해서는 배당가능이익의 범위 내에서, 그리고 기말에 자본결손이 생길 염려가 있는 경우에는 自己株式을 取得할 수 없다는 제약을 과하고, 그에 위반한 이사에게는 損害賠償責任을 지우는 規制가 있었다. 한편 ⑤,⑦,⑩의 경우에는 중간배당의 한도에서 이미 중간 배당된 액을 공제한 액(⑤,⑦) 또는 그이 2분의 1(⑩)을 한도로 하고, 기말에 자본결손이 발생할 염려가 생긴 경우에는 自己株式을 取得할 수 없다는 제약을 과하며, 그에 위반한 이사에게는 損害賠償責任을 지우는 規制가 되어왔다.[215]

이번 개정에서는, 自己株式의 取得財源에 대해서는, 모두 配當可能利益으로 통일되었다.(일상 §210 ③). 따라서 ⑤,⑦의 경우에도 기중에 거래하는 것은 불가능하게 되지만, 과연 그렇게 해석해도 되는지 의문이 남는다.

이번 개정에서는 자본액의 4분의 1에 상당하는 금액을 남기는 조건으로, 法定準備金을 資

215) 이와 같이, 한도가 되는 재원의 계산방법에 차이가 있었던 것은, 전사(⑥,⑧,⑨)와 같이 정기총회에서 이익處分 형태를 취하는 것이 가능한 형태와 후자(⑤,⑦,⑩)와 같이 기중에 取得한 판단을 하여야 하는 경우와의 차이에서 나온다.

本減少에 준한 방법으로 감소하는 것이 인정되었다(일상 §289). 그렇기 때문에 自己株式의 取得을 결의할 定期總會에서 資本準備金의 減少決意를 동시에 행한 경우에는 그만큼 증가하는 것이 허용되었다(일상 §210 ④). 또한 정기총회에서 자본 감소의 절차를 함께 행한 경우에도 적합하다(일상 §210 ④). 또한 정기총회에서 자본 감소의 절차를 함께 행한 경우에도 적합하다(일상 §210 ④). 법정의 적립요건을 충족시켜 온 이 문제는 이미 1998년의 消却특례법의 개정에 의하여 도입되어 있는 것이다.

6. 節次의 規制

가. 株主總會 決意

일본의 개정商法 제210조 제1항에 의하면, 會社가 自己株式을 取得하기 위해서는 定期總會의 결의가 필요하다. 정기총회의 결의가 요구되고 있는 뜻은, 일반적으로 배당가능이익을 재원으로 하여 自己株式을 取得하는 것이 利益處分으로서의 성질을 갖기 때문이라고 설명되지만, 보다 자세히 검토하면 주주평등의 원칙과의 관계가 돋보이게 된다.

株主平等의 原則은 불이익을 입을 주주들(경우에 따라서는 종류 주주들)의 양해를 얻음으로써, 예외적인 취급이 허용되는 것이 일반적이므로, 그 점에서 정기총회의 승인을 요구하는 것이라고 해석할 수 있다.

나. 自己株式의 取得方法

지금까지 自己株式의 取得方法에 대해서는 上場會社, 登錄法人의 경우에는 證券去來所에서 거래 또는 점두거래의 방법에 의하던가, 그렇지 않으면 공개매수의 방법에 의해야 하며 그외의 會社의 경우에는 상거래에 의할 수밖에 없었다. 이번 개정에서는 시장에서 株式이 유통되고 있는 경우에도 총회의 승인을 얻으면 직접 거래에 의하는 것도 가능하게 되었다(일상 §210 ⑧).[216]

7. 保有하는 自己株式의 處分

보유형 自己株式의 取得의 경우에는, 보유하는 自己株式의 處分에 관하여 新株發行에 준하는 규제가 필요하게 된다. 이번의 개정에서는 이사회 결의에 의하여 시장에 방출하는 절차가 신설되고, 新株發行에 관한 규정이 대폭 준용되었다(일상 §211 ③).

8. 子會社에 의한 母會社株式의 取得規制와 子會社로부터 自己株式의 取得

전체적으로 보면 自己株式의 取得規制는 대폭 완화되었지만, 子會社가 母會社의 株式을 取得하는 것은 종래와 같이 금지되고 있다(일상 §211의 ②). 이것은 몇몇 규제가 완화되었지만, 자會社를 이용한 탈법의 여지는 남아있기 때문이다. 다만 이번의 개정에서는 子會社가 적법하게 取得한 母會社의 株式에 대해서는 모會社의 이사회 결의에 의하여 비교적 간이하게 이것을 取得할 수 있는 것으로 하는 점에 주의해야 한다(일상 §211의 ③)

216) 이 경우에는 시장가격보다 높게 取得할 위험성이 높으며, 특정 주주에게만 양도기회를 제공할지도 모르지만, 전자에 대해서는 총회결의를 통하여 또한 후자에 대해서는 다른 주주에게도 매도인이 될 기회를 보장하여(동조 ⑦), 대처할 수 있다.

第4章 自己株式規制緩和論에 대한 考察

經濟界에서는 資金調達, 株價安定, 支配權保護 등을 그 근거로 自己株式取得規制의 緩和[217]를 계속적으로 주장해 왔었다.[218] 일반적으로 自己株式取得을 規制하는 것은 그로 인하여 발생할 수 있는 일정한 弊害를 사전에 예방하기 위한 것이기 때문에, 弊害防止를 위한 다른 수단이 정비된다면 自己株式取得에 대한 規制를 緩和하여도 무방하다고 생각할 수 있다.[219] 1994년부터 株券上場法人의 自己株式取得이 인정되고, 1996년에는 그 비율이 發行株式總數의 10%로 증가한 것도 이러한 經濟界의 요청이 받아들여진 결과라고 하겠다.

현재 이와 같은 우리의 법규정은 規制緩和의 측면에서 볼 때 상당히 진보적인 것이라고 평가된다. 이처럼 商法上의 엄격한 규제가 證券去來法에 의하여 완화되었기 때문에, 商法上의 原則的 禁止를 전제로 한 종전의 緩和論은 사실상 큰 의미가 없어졌다고 본다.[220]

---

217)1994년 證券去來法 개정 이전의 완화론의 주장은 다음의 4가지로 요약할 수 있다. ① 自己株式取得이 허용되면 會社가 소유하는 부분만큼 시장에서 유통되는 株式이 감소하기 때문에 주가가 상승하고 주당순이익이 상승한다. ② 현재 잉여자금을 가지고 있으나 유리한 투자대상을 찾을 수 없는 경우 自己株式取得에 의하여 사외株式수를 줄이고 이후의 배당부담을 경감시키는 것이 효과적인 재무전략이 된다. ③ 기업의 지배권을 보호하는 수단으로 自己株式取得이 인정되어야 한다. ④ 從業員持株制度의 원활한 운영을 위하여 自己株式取得을 허용하여야 한다. 金元基, 前揭論文 주2), 185-189면.

218)金興洙, "自己株式取得規制에 관한 小論" (企業環境의 變化와 商事法, 椿江孫珠璨敎授 古稀記念論文集, 三省出版社, 1993), 121면 이하 ; 周永樂, "主要先進國의 自己株式取得規制" (商事法의 基本問題, 海巖李範燦敎授 回甲紀念論文集, 三英社, 1993), 588면 이하를 참조. 朴晋泰, "自己株式取得禁止의 緩和" (霽南姜渭斗博士 華甲紀念 商事法論叢(上), 螢雪出版社, 1996), 291면 이하에서는 會社의 중대 또는 급박한 손해를 피하기 위한 自己株式取得이라는 독일법상의 제도를 도입할 것을 주장하면서, 역시 규제완화에 찬성하고 있다. 이에 대하여 金元基, "自己株式取得規制의 緩和論에 대한 一考察" (商事法學 創刊號, 商事法硏究會, 1994), 178면 이하에서는 완화의 필요성은 거의 없으며, 설사 완화된다고 하더라도 그 폐해의 규제에 신중을 기하여야 한다고 주장하고 있다.

219)吉原和志, 前揭論文 제3장 주6), 326-327면.

220) 아직까지 의미를 가질 수 있는 것은, ① 商法上의 例外規定으로서 특별히 추가할 사항은 없는가, (이는 取得財源과 數量制限에 관한 規制를 받지 않는다는 점에서 의미가 있다) ② 取得目的에 制限이 없는 自己株式取得을 商法上의 制度로 전환시킬 수는 없는가, 즉 株券非上場法人에게까지 自己株式取得을 인정할 수는 없는가, ③ 궁극적으로 取得數量에 대한 제한을 없애고 取得財源만을 規制함으로써 美國·英國과 같은 방식으로 나아갈 수 없는가 등의 문제라고 할 수 있다.

第1節 商法上 例外事由의 擴大

1. 從業員持株制度를 위한 自己株式取得

從業員持株制度(Employee Stock Ownership Plan, ESOP)는 從業員에게 자기 會社의 株式을 取得, 保有하게 함으로써 從業員의 福利厚生의 증진과 경영 참가의식의 향상을 도모하기 위해 만들어진 제도이다.[221] 따라서 會社는 종업원의 원활한 自社株式 取得을 돕기 위해서 會社 방침을 통하여 각종 편의를 제공하게 되는데, 이러한 편의에는 "給與 등에서의 積立金 控除", "株式의 共同 買入", "株券의 管理", "奬勵金의 支給" 등이 있다. 따라서 從業員持株制度라고 하기 위해서는 우선 이 제도가 會社의 경영방침으로 連續的이고 長期的으로 추진되어야 하고, 會社가 자금을 보조해 주는 수단으로서 奬勵金을 교부해 주거나 株式거래에 수반하는 매매수수료의 부담, 그리고 無利子, 低利融資, 分割償還, 借入保證, 利子負擔 등의 株式구입자금과 관련하여 기업과 노동자에 대한 정부의 지원 및 노동자를 위한 기업의 지원책이 마련되어야 하고, 또 新株引受權의 賦與나 低價讓渡, 功勞株 贈與 등의 특별한 편의를 제공해야 하며, 무엇보다도 自社株의 取得 및 長期保有를 목적으로 하고 이러한 자사주의 取得 및 보유가 제도화되어 있어야 한다. 이에 따라 會社의 편의제공과 株式의 長期的 保有라는 점에서 다음과 같은 효과를 기대할 수 있다. 즉 會社側에서 본다면 ① 長期的인 安定株主를 확보할 수 있으며, ② 從業員이 會社의 株主로서 경영과 이익배분에 참여하게 되므로, 從業員의 共同體意識을 고양을 통하여 근로의욕 증진과 생산성 향상에 기여하고, ③ 流動株의 감소로 株價安定化에 기여하며, ④ 從業員의 이동을 감소시키는 효과가 있다. 또한 從業員側에서 본다면 ① 少額資金에 의한 投資가 가능하고, ② 會社로부터 경제적인 지원을 받을 수 있으며, ③ 장기간의 계속적인 투자로 인하여 投資危險을 감소시킬 수 있으며, ④ 그 결과 從業員의 財産形成에 도움이 된다. 물론 다른 제도와 마찬가지로 어느 정도의 부작용은 존재하지만, 일반적으로 위와 같은 효과로 인하여 從業員持株制度는 사회적으로 바람직한 제도[222]로 이해되고 있으며, 각국

221) 安昞龍, "韓國 從業員持株制의 目的과 效果", (慶北大學校 博士學位論文, 1996), 8면.

222) ESOP에서 신탁의 주인은 종업원이지만 실제로 종업원들이 내는 돈은 없다. 會社나 대주주가 금전적 대가없이 주는(출연) 株式이나 현금, 會社의 지급보증으로 금융기관에서 빌리는 돈으로 신탁의 재산이 쌓인다. 기업들이 차입형 ESOP를 도입하면 재무구조가 획기적으로 개선된다. 종업원의 자사주 투자를 위해서 자금을 빌리는 채무자는 ESOP 신탁, 株式의 소유권은 종업원, 또 상환은 會社가 책임진다. 會社는 일시에 株式발행을 통한 자본현금이 들어오고 차입금 상환기간은 보통 7년 이상으로 장기화돼 있

에서도 적극적으로 장려하고 있는 실정이다.[223]

우리나라에서는 1958년 10월 柳韓洋行에서 종업원의 복지향상과 노사협조를 목적으로 會社 간부들에게 공로주를 준 것을 계기로 하여 1960년대 들어 삼양사, 해운공사(대한상선 전신), 해동화재, 남한제지 등에서 단편적으로 실시된 적이 있다. 그러나 이 시기에 우리나라 기업들은 家族主義的이며 閉鎖的이며 企業公開가 잘 되지 않고 從業員持株制度에 대한 방침 및 규칙이 허술하여 조직적·연속적으로 실시될 수 없는 상황에 있었기 때문에 功勞株를 주거나 新株發行時 引受權을 부여하여 自社株를 取得케 하는 정도에 머물렀다.

그 후 몇 단계에 걸친 입법적 뒷받침이 있었지만[224] 크게 확산되지 못했고, 본격적으로 從業員持株制度가 도입되기 시작한 것은 1974년 5월 29일 "企業의 公開와 건전한 企業風土 造成을 위한 大統領 特別指示"에 따른 資本市場 受容態勢의 補完策으로 1974년 7월 13일 "從業員持株制度 擴大實施方案"이 발표되면서 부터 이다. 從業員持株制의 추진방향과 이에 대한 지원책 등이 구체화됨에 따라 일신산업(주)과 중앙투자금융(주)이 처음으로 우리사주조합을 결성

어 현금흐름이 좋아지는 게 당연하다. 어떻게 보면, ESOP를 매개로 숫자놀음으로만 재무구조를 개선하는 것 같지만 이런 식으로 기업들이 조달한 자금이 엄청나다. 워싱턴 소재 ESOP협의회의 통계에 따르면 미국 전체 ESOP 시행기업의 약 75%(8300여개)가 차입형을 채택하고 있고, 이들 기업이 종업원들에게 배정한 株式가치의 99년 말 현재 평가액이 무려 4천억달러에 육박한다고 한다. 우리 돈으로 무려 500조원에 이른다. 국내 상장·등록기업들이 株式발행을 통해 지금까지 조달한 자금을 다 합쳐봐야 미국 기업들이 차입형 ESOP를 통해 조달한 자본금의 절반 수준에 머무는 셈이다. 신기한 것은 이렇게 빚을 내 종업원지주제를 운용하는데도 금융이 가능하다는 것이다. 어떻게 차입형 ESOP 시행기업에 대출해준 돈이 이렇게 많을 수 있을까? 미국에는 ESOP 관련 금융서비스를 전담하는 금융會社들이 즐비하다. 대규모 대출금이 필요한 기업에는 여러 투자기관의 컨소시엄이 구성되기도 한다. 그것도 아주 장기저리로 대출해준다. 뉴욕 맨해튼에서 활동하고 있는 ESOP 전문금융會社인 KPS펀드의 컨설턴트인 조시 울프-파워스는 차입형 ESOP기업에 대한 금융이 이렇게 원활한 배경을 아주 간단하게 "돈이 되기 때문"이라고 말했다. "94년까지는 ESOP대출에 대해서는 미 연방세법에 따라 이자수익의 절반만큼 세금감면 혜택을 줘 금융자본을 유인했다. 그러나 이 세제혜택이 없어진 다음부터는 순수하게 ESOP 자체의 이점 때문에 돈이 몰리는 것이다. 우리는 기업가치의 핵심은 인적자산이라고 생각하고 있고, 이런 핵심자산의 자발적인 생산성 향상 동기를 부여하는 제도를 채택하는 기업은 미래가 밝다고 본다." 예를 들어, SAIC는 종업원 보유지분의 환금성이 보장될 수 있도록 1975년에 '불'(Bull)이라는 株式중개會社를 만들어 종업원들끼리 株式을 사고팔 수 있는 내부시장을 열었다. 株式가격은 會社의 재무상황, 미래수익가치, 뉴욕증시에 상장된 동종업종주가와 상대비교 등 몇 가지 기준을 가지고 외부전문기관의 평가를 얻어 이사회에서 분기별로 결정한다. 이에 따라 종업원들이 株式을 사고 팔되, 만약 매도물량이 매수신청물량을 웃돌 경우에는 會社가 나서서 환매한다. 이렇게 거래되는 주가추이를 보면 SAIC가 웬만한 외부충격에는 끄떡도 하지 않을 會社임을 쉽게 알 수 있다. 지난해 나스닥지수가 반토막 나는 동안 SAIC 株式은 오히려 18.9% 올랐고, 올 들어서도 나스닥지수는 단 3개월 만에 29%나 떨어진 반면 SAIC는 2% 하락에 그쳤다. 소폭이나마 주가하락에 대해서도 株式프로그램 담당 카렌 가슨 이사는 "오해하지 말라"고 주문했다. "우리 會社의 재무건전성이나 수익성은 완만한 상승세를 유지했지만 株式평가시 나스닥의 동종업종 주가변동을 반영하기 때문에 어쩔 수 없었다." "신경제 붕괴로 새롭게 주목받는 미국 종업원지주제 기업의 어제와 오늘", [한겨레21 특집] 제373호.2000.

223) 各國의 從業員 資本參與 現況

하는 등, 본격적으로 제도가 확산되어 1974년에 6.3%였던 우리사주조합 결성율이 이듬해인 1975년에는 총 189개 기업중 159개 기업이 우리사주조합을 결성해 84.1%로 높은 증가율을 보였고 이후 지금까지 꾸준히 99%이상을 유지하고 있다.[225] 政府의 企業公開政策을 비롯한

국가	이윤분배	종업원참여	노사관계배경
오스트레일리아	정부에 의해 장려됨 : 장기적 인센티브와 연계된 경우 특히 제도에 진전을 보이고 있음	정부와 노동조합에 의해서 모두 장려됨 : 광범위한 발전 있음	1985년 Hancock보고서는 현존 조정 및 중재를 지지했음
홍콩	利潤分配制가 보편적이 아님.	노동조합이 실질적으로 제한된. 그러나 노동자 참여는 장려됨.	협조적인 노사관계
일본	종업원이 株式을 구입하도록 會社에서의 강조 증대.	경영활동의 모든 면에서 당연한 것으로 여김.	기업수준의 노동조합.
싱가포르	보편적이 아님.	정부의 조화적 노사관계 장려 : 노조는 會社에서 활력적기를 바라고 있음.	
말레이지아	〃	노동조합에 의해서 장려되나 정부는 그렇지 않음.	노사관계에서 안정과 협조가 강조됨.
네덜란드	〃	정부와 노조에서 적극 장려, 선출된 노동위원회.	상당한 노조-고용자 협조.
아일랜드	利潤分配制가 소수기업에 존재. 그러나 상여금제가 더 보편적임.	노동자 참여가 정부 및 노조에 의해 적극적으로 장려됨. 대부분의 국영기업의 이사회에 노조대표를 갖고 있음.	직업보장에 중점을 둠 : 노동법정제도.
이탈리아	제도가 보편적이 아님. 최근 경영자 株式 선택제도가 최근에 확대.	노동조합에 의해서 장려됨.	정당과 연계된 노동연맹 존재함.
뉴질랜드	보편적이 아니나 증대되고 있음	최근 산업민주주의에 대한 관심이 증대되고 있음.	중·대 기업에서 노동조합 대표성이 현재 강제적임.
노르웨이	이윤분배가 점차 보편적이 되고 있음.	정부 및 노동조합에 의해 적극 장려됨.	50인 이상 기업에서 이사회에의 노조 대표성이 강제적임.
스페인	보편적이며 정부에 의해서 장려됨.	정부 및 노조에 의해서 노동자 참여가 장려됨.	노조가 정당과 연계되어 있음.
벨지움	제도가 아직 보편화되지 않았음	정부에 의해서 적극적으로 장려되지 않음 : 노동조합은 사회복지문제에 관여	종업원 50인 이상 기업에 노동조합 대표성이 법에 의해서 요구됨
스웨덴	이윤분배 및 株式소유제에 관심이 적극적이고 증대되고 있음.	노동자참여에 대한 여러 법령이 있음 : 50인 이상 기업에서 이사회에서 노조 대표성을 갖도록 요구됨.	중앙집권적인 노사관계 : 집단노동기금제로 갈등을 겪고 있음.

국가	이윤분배	종업원참여	노사관계배경
스위스	보편적이 아님.	노조는 노동자 참여를 장려하나 정부는 그렇지 않음.	노조-경영관계에서 협조를 강조.
타일랜드	利潤分配制가 보편적이 아니나 고위 경영층에는 존재함.	노조가 적극적으로 장려되지 않음.	실업이 노동조합을 약화시키고 있음 : 국영기업에서만 노조가 강력함.
덴마크	정부에 의해서 적극지원받음, 약간의 會社에서 자체적으로 시작	정부 및 노동조합에 의해 적극 장려됨. 50인 이상의 기업에서 종업원은 2명의 이사회 임원을 뽑을 수 있는 법적 권한을 가짐.	급료인상의 최고한도를 규제하려는 정부 시도에 따라 단체협약 움직임 있음.
핀란드	제도는 보편적이 아니나 진전되고 있음.	정부 및 노동조합에 의해 적극 장려됨. 會社의사결정의 중요 부분에 노조와의 협의가 법에 규정됨	협의가 전통적으로 아주 중앙집권화되었음
룩셈부르크	보편적이지 못함	정부 및 노동조합에서 적극 장려. 150인 이상의 기업에서 법에 의해 노동자위원회 요구됨.	15인 이상 기업에서 법에 의해 노동조합 대표성이 요구됨.
포르투갈	보편적이 아니나 점차 관심이 증대됨.	참가수준을 규제하는 법이 아직 시행됨.	기업에서 노동조합 대표성 수준을 공식 관리함.
프랑스	제도가 보편적이며 정부에 의해서 장려됨	정부 및 노동조합에 의해 노동자참여가 장려되며 입법화되었음.	會社규모에 따라서 노조는 이사회에 그들 자신의 후보를 천거할 수 있는 법적 권한을 가짐.
영국	1980년대에 이윤분배 및 종업원株式소유제가 크게 확대됨.	직무관련 참여제도 증대. 그러나 1970년대에 비해서 이사회 수준 참여는 덜 강조됨.	전반적으로 분쟁이 강조되고 있음. 그러나 1980년대에 대규모 파업 발생. 노조조직률 감소함.
독일	利潤分配制가 아직 보편적이 아니나 진전되고 있음.	소기업을 제외하고는 노동자 참여(노동위원회 및 공동결정)가 입법화되었으며 강제적임.	500인 이상 기업은 노동조합위원회를 반드시 두어야 함.
미국	이윤분배 및 株式소유제가 매우 보편적임.	1970년대 및 1980년대에 종업원 참여 아주 급속히 확장되었음.	쟁의 수는 적으나 발생하면 장기화됨. 지역단위조합이 국가연방노조보다 더 중요함.

자료:Michael Poole, "The Origins of Economic Democracy-Profit-Sharing and Employee-Shareholding Schemes", pp. 17-8.

224) 1968년 11월 22일 "資本市場育成에 關한 法律"이 제정되어 동법률에 상장법인의 종업원에 대한 신주우선배정에 대한 조항이 설치됨에 따라 처음으로 법률상 근거를 마련하였다. 이 법은 1972년 12월 개정되어 구법에서는 신규발행株式의 10%로 되어 있던 것이 기발행株式과 신규 발행株式 총수의

從業員持株制에 대한 지원책 및 행정지도 등에 힘입어 상장기업을 중심으로 이 제도를 채택하는 기업수가 급속도로 증가하였다. 또 1987년에는 政治, 經濟, 社會的 與件의 變化와 함께 근로자의 요구조건도 질적으로 변하고 다양화됨에 따라 종업원의 주인의식 고취, 기업이익에 대한 종업원의 참여, 그리고 종업원의 재산형성 촉진 등을 위해 從業員의 自社株 所有를 확대하고자 같은 해 9월 15일 從業員持株制度의 擴充方案이 마련되었다. 이에 따라 1988년 1월1일에 개정 시행된 '資本市場育成에 관한 法律'에서 우리사주조합의 정의와 요건, 조합원의 자격, 조합원에 대한 우선 배정 등 법적 요건에 관하여 규정하였고, 우리사주조합원에 대한 세제, 금융상의 지원이 보다 확대되었다.[226]

그러나 從業員 保有株式의 海外 流出 등 從業員持株制度가 당초 의도했던 목적을 벗어나자 1988년 6월 22일 株式의 장기보유 유도와 우리사주조합의 건전한 운영 등을 내용으로 하는 '從業員持株制度의 改善方案'이 마련되었고, 같은 해 7월 23일 '資本市場育成에 관한 法律'의 改正과 '우리사주조합운영기준'이 제정 시행되면서 비로소 우리사주조합의 운영방침이 구체화되기에 이르렀다.[227] 이러한 政府의 支援策과 관련하여 비교해 볼 때, 확실히 우리나라의 전면적인 종업원지주제 확산과정에는 정부의 역할이 매우 컸다고 볼 수 있고, 이는 미국의 발달과정과 매우 유사하다. 이처럼 실제로 우리사주조합을 설립한 기업수는 절대적으로 증가했지만 이 제도에 대한 종업원의 가입률은 1987년부터 시작된 경기호황에 따라 주가가 계속 상승하던 시점에 급격히 늘어났다.

또한 우리사주조합에 대한 종업원의 가입률도 꾸준히 늘어나 1979년에 383個 業體의 390,857명 중에서 185,859명이 가입해 47.6%의 가입률을 보였다. 그러나 1987년 정부의 종업원지주제에 대한 부양책이 발표되고 證市의 活況에 힘입어 1987년에는 60.8%로 증가하였고, 1988년에는 72.0%로 꾸준히 증가하는 추세를 보인다. 이러한 증가추세는 1990년대 들어 好況이 끝나면서 안정적인 모습을 보였다.

10%로 종업원에 대한 우선 배정의 범위가 확대되었고, 또 함께 제정된 "企業公開促進法"에서도 기업이 공개할 株式의 10%까지를 종업원에게 우선 배정하도록 규정하였다. 그러나 이러한 법률적 규정 외에는 구체적 시행방법 등이 제시하지 않았기 때문에 제도의 보급이 여전히 부진할 수밖에 없었다.

225) 이 수치는 전국상장법인수에서 우리사주조합을 결성한 상장법인의 비율로 계산한 것임.

226) 그 중 핵심적인 내용을 보면 다음과 같다. ① 우리사주조합에 대한 株式의 우선배정비율을 기업공개시 공모액의 15%, 유상증자시 증자액의 20%를 우선 배정한다. ② 종업원지주제 실시기업이 유상증자할 경우, 증자액 중 종업원배정분이 20%이상이면 증자액의 18~20%를 3년간 법인세에서 공제해 준다. ③ 우리사주조합원의 株式구입자금과 가계대출지원을 확대하고 증권금융의 대출기간을 株式구입자금은 5년, 가계대출자금은 3년으로 연장하여 종업원의 부담을 덜어준다. ④ 종업원이 자사주를 取得할 경우, 15%세액공제혜택을 받을 수 있는 수혜자 폭을 월급여 60만원이하인 자로 조정하고, 기업에 대해서는 종업원에게 株式取得자금을 무이자로 대여하는 경우, 인정이자 범위를 取得자금의 100%전액으로 확대하였다.

227) 『從業員持株制度－실무안내－』, 한국증권금융株式會社, pp.17－19.

從業員持株制度를 위한 自己株式取得은 獨逸[228]과 프랑스[229]에서는 오래전부터 이를 명문으로 규정하고 있으며(獨逸株式法 第71條 第1項 第2號, 프랑스會社法 第217-1條),[230] 日本의 경우, 從業員持株制度는 1918년 兼松株式會社에 의해 최초로 시도되었으며, 이후 몇몇 會社에서 시행되었으나 대부분 2차대전 종료와 함께 중단되었고, 지금의 從業員持株制는 1960년대 후반 月積立式投資方法[231]이 고안되면서부터 본격화되어,[232] 1994년 商法改正으로 명문으로 인정되었다(日本商法 第210條의2).[233] 美國이나 英國의 경우에는 取得目的이 제한되지 않는

228) 독일에서는 1880년초 경영정책의 한 방편으로 단순한 이익참여제도의 실시에서 출발하여, 1921년 非公開 家族會社 集團이 增資를 할 때 종업원에게 團體所有形式으로 優先株를 발행한 것이 최초의 先例로 인정되고 있다. 이어 1922년 Friedrich Group은 수차에 걸쳐 종업원에게 株式을 발행, 교부한 적이 있었다. 독일은 社會化 計劃의 일환으로 1918년 經營協議會法(Betriebsr tegesetz)制定과 함께 少額株式을 종업원에게 배정하여 대기업의 자본에 종업원을 참여시킴으로서 종업원의 경영참가를 공식적으로 지원한 경험이 있으며 제2차 세계대전 이후 기업이 직면한 外資壓迫과 資本調達要請 增加에 따라 지멘스(Siemens)社와 바이엘(Beyer)社 등에서 이 제도를 도입하기에 이르렀다. 특히 지멘스(Siemens)社는 정기적으로 종업원에게 株式을 보유하도록 계몽시켜 1980년대에는 전 종업원의 50%가 會社資本의 9.5%에 이르는 지분을 보유하게 되었다. 1980년대말 독일은 全體 上場企業 634個社 중 21.3%인 135개사가 이 제도에 참여하고 있는 것으로 나타났다.

229) 프랑스의 從業員持株制度는 1842년 徒弟使인 레그레르(La Maison Leclaire)가 그의 미술관 종업원들을 위하여 利益分配制度의 일환으로 실시하였으며, 그 후에도 사회주의 사상의 영향을 받아 勤勞株制度[1]가 도입되어 10여개 會社에서 실시된 적이 있으며, 1917년에는 '勞動者參與 株式會社에 관한 法律'로 반영되기에 이르렀다. 이 법률의 특징은 勞動株와 資本株라는 전혀 별개의 株式을 發行하는 會社로, 노동주는 株式會社에 근무하는 만21세 이상의 종업원중 1년 이상된 자에게 경영참가와 이익참여의 권리를 부여해 주기 위해 노동조합에 배정되는 株式을 말한다. 이 제도를 도입한 會社는 1924년 약 10여개 있었으나 1930년경에는 사라졌다. 從業員의 經營參加를 위해서는 1936년 從業員代表制度(dèlèguès du personnel)가 시행되었고 1945년에는 企業委員會制度(commitès d'entreprises)가 시행되었으나 효과를 보지 못하였고 1946년에는 헌법전문에 의거해서 기업경영에 대한 근로자 참여의 제창과 함께 從業員持株制度와 관련한 입법활동이 나타나기 시작했다. 1959년 1월 드골 내각 하에서 大統領令으로 "企業에 대한 從業員의 協力 또는 利益參加에 관한 令"이 공포되어 결실을 보았으나 任意制度에 불과하였고, 또 免稅要件이 복잡하여 그 시행은 지지부진 상태를 면하지 못하였다. 1967년 8월 대통령령인 "從業員의 企業利潤參加制度"가 실시되어 상근 100명 이상의 종업원을 고용하고 있는 기업은 從業員利益參加를 强制的으로 導入하도록 하여 본격적으로 제도를 도입하게 되었다. 그러나 이 제도에 대한 종업원들의 반응은 매우 소극적이었는데, 그 이유는 종업원의 자사주보유가 노동조합을 약화시킬지 모른다는 否定的인 認識이 잠재적으로 작용했기 때문인 것으로 보고 있다. 1980년 11월에는 종업원에게 會社자본의 3%에 해당하는 株式을 무상으로 교부하는 것을 허용하는 "從業員에 대한 株式의 無償分配에 관한 法"을 제정하였다.

230) 특히 독일에서는 1959년 增資稅制措置法(Kapital Erhöhungsgesetz)에 의하여, 會社가 시장에서 自己株式을 取得하여 종업원에게 양도하는 경우, 세법상 종업원이 시가보다 낮은 가격으로 株式을 양수한 경우에는 그 차액이 연 500마르크에 이를 때까지는 비과세되고 있다. 吉戒修一·杉江潤·竹內昭彦, "自己株式取得規制に關する歐洲調査團の調査結果の槪要" (商事法務 第1334號, 1993), 54면.

231) 月積立式投資方式이란 종업원이 자금을 적립하여 자사주를 매월 계속적으로 구입하는 것으로 상장會社에서는 持株會가 自社株式을 일괄매입, 적립하고 있는 방법으로 Monthly Investment Plan(MIP)이라고도 하며 미국에서 Merrill Lynch社가 처음 실시하였고, 일본에서는 野村證券이 1965년에 도입하였다.

232) 新谷勝, 從業員持株制度(東京:中央經濟社, 1990), 2-4면.

233) 이 규정에 의한 구체적인 自己株式取得의 사례에 대하여는 山崎龍治, "從業員持株會への讓渡を目的と

自己株式取得이 넓게 인정되고 있으므로 특별히 이를 명시할 실익은 적지만, 실제적으로는 從業員持株制度를 위하여 自己株式取得이 활발하게 이루어지고 있다고 한다.[234][235] 이처럼 대부분의 국가에서는 從業員持株制度의 활성화를 위하여 自己株式取得을 적극적으로 활용하고 있다. 그리고 이러한 맥락에서 우리나라에서도 自己株式取得規制의 緩和가 논의되고 있는 것이다.

가. 現行法上 從業員持株制度

우리나라의 從業員持株制度는 우리社株組合에 의하여 이루어지고 있다. 우리社株組合이란 주권상장법인, 코스닥상장법인 또는 주권을 신규로 상장하고자 하는 法人의 從業員이 당해 法人의 株式을 取得·管理하기 위하여 大統領令이 정하는 요건을 갖추어 조직한 團體를 말하며(證券去來法 第2條 第18項),[236] 從業員의 自律的·自主的 團體이다. 따라서 取得·管理의 法的 主體는 從業員이 아니라 우리社株組合이며, 從業員은 단순한 組合員에 불과하다.[237]

우리社株組合이 會社의 株式을 取得하기 위한 방법으로는 몇 가지를 생각해 볼 수 있다. ① 株券上場法人 또는 株式을 신규로 上場하고자 하는 法人이 株式을 募集 또는 賣出하는 경우에 당해 法人의 우리社株組合員은 募集 또는 賣出하는 株式總數의 20% 범위 안에서 우선적으로 株式을 배정받을 권리가 있다(證券去來法 第191條의7 第1項). 우선배정이 강제되지 않는 株券

した自己株式取得: 大和證券の事例について”(商事法務 第1397號, 1995), 35-42면 참조. 위 논문은 1995. 6. 29. 大和證券에서 종업원지주회에 양도하기 위하여 自己株式을 取得하기로 결정하면서 겪었던 여러가지 법률상의 문제점을 실무의 입장에서 서술하고 있다. 특히 주주총회의 결의가 있기 전 단순히 이사회의 결의만 있더라도, 그 결정은 내부자거래에 있어서 중요한 사실에 해당한다는 점을 주의하여야 한다고 강조하고 있다. (그러나 이사회의 결의에 대하여 會社가 적극적으로 신고할 의무는 없다)

234) Hamilton, *supra* ch. 4 note 1, at 407.

235) 영국의 경우에는 會社의 自己株式取得을 통하여 이 문제를 다루기도 하지만, 會社의 금융지원의 문제로 다루기도 한다. 즉 會社가 금융지원을 할 수 있는 경우로서, 從業員持株制度에 대한 지원의 경우(employee share schemes, 1985년 會社법 제153조 제4항(b)), 종업원에 대한 株式매입자금의 대여(loan to employees to purchase shares, 동법 제153조 제4항(c)) 등이 명문으로 규정되어 있다.

236) 1997년 證券去來法의 개정으로 인하여 종전의 자본시장육성에 관한 법률은 폐지되고, 그 내용 중 일부가 證券去來法으로 흡수되었다.

237) 이와 관련하여 우리사주조합의 법적 성격이 문제되는 바, 일반적으로는 민법상의 조합이라고 이해한다. 安文宅, 前揭書 주4), 190면. 그러나 우리사주조합에는 조합원총회, 이사회, 조합장, 감사 등의 기관이 있고, 단체의 행동이 기관을 통하여 이루어지며, 그 법률적 효과가 단체에 귀속된다는 점에서 민법상의 법인격없는 사단으로 이해하는 견해도 있다. 朴榮吉, “從業員持株制度의 商法上의 諸問題”(經濟法·商事法論集, 椿江孫珠璨教授 停年記念論文集, 博英社, 1989), 530면.

非上場法人의 경우에는 定款으로 株主의 新株引受權을 제한하여 우리社株組合員에게 할 수 있을 것이다. 이러한 방법은 우리社株組合이 株式을 取得하는 가장 일반적인 방법이다. ② 會社가 賞與金이나 退職金의 전부 또는 일부를 會社의 株式으로 지급하는 경우가 있다.[238] ③ 우리社株組合이 직접 證券市場에서 株式을 매입할 수도 있고, 韓國證券金融株式會社가 대행하여 證券市場에서 株式을 매입할 수도 있다. 이 외에도 탈퇴하는 組合員의 株式을 讓受하는 방법과 會社가 自己株式을 取得하여 從業員에게 讓渡하는 방법이 있을 수 있다.

나. 自己株式取得에 의한 從業員持株制度의 活性化

從業員持株制度의 活性化를 위하여 自己株式取得規制의 緩和가 타당성 있는 주장이 되려면,[239] 우선 會社의 自己株式取得이 從業員持株制度의 活性化에 긍정적인 영향을 주는가에 대해 먼저 살펴보아야 할 것이다.

① 현재 우리社株組合이 株式을 取得하는 방법은 앞에서 본 바와 같이 會社의 有償增資 또는 公開時에 20%의 優先配定을 받는 것이 대부분이다. 그러나 會社의 有償增資는 자주 일어나는 일이 아니기 때문에 이러한 유형으로 株式의 取得을 제한한다면 우리社株組合의 株式取得에 상당한 제약이 된다. 따라서 이러한 제도가 活性化되기 위하여는 우리社株組合이 원하면 언제든지 會社의 株式을 取得할 수 있어야 한다. 또한 株式이 거래되는 市場이 존재하지 않는 閉鎖會社의 경우에 會社가 미리 自己株式을 取得하여 保有하고 있다가 우리社株組合의 요구에 따라 언제라도 이를 공급할 수 있게 되면 從業員持株制度의 活性化에 도움이 될 것이다.

② 우리社株組合이 설령 株式市場에서 株式을 매입할 수 있다고 하더라도 매입시기가 분산되지 않아 한번에 대량으로 株式을 구입하게 되므로 株價上乘과 支拂代金 增加, 그리고 詐欺

238) 종전 자본시장육성에 관한 법률 제18조, 동시행령 제19조에 의하면, 상장법인이 商法 제341조 제2호 내지 제4호가 정한 바에 따라 取得한 自己株式을 우리사주조합원에게 상여금·퇴직금·공로상금·장려금 등으로 지급하는 경우에는 — 일반적인 경우의 處分의무에도 불구하고 — 이사회의 결의에 의하여 1년 동안 自己株式을 보유할 수 있었다. 그러나 자본시장육성에 관한 법률이 폐지되면서 이 규정까지 함께 폐지되었다. 따라서 商法에 의하여 取得한 株式에 대하여는 商法에 따른 處分의무가 생긴다. 이러한 입법은 우리사주조합원에게 지급할 株式은 10% 예외에 의하여 충분히 조달할 수 있다는 것을 염두에 둔 것으로 생각되지만, 證券去來法에 의하여 取得한 自己株式은 6개월동안 의무적으로 보유하여야 한다는 점을 간과한 것으로 보인다.

239) 이러한 논의를 위하여는 우선 從業員持株制度 자체에 대한 타당성 분석이 따라야 하지만, 이 글의 목적상 從業員持株制度의 경제적 효과에 대하여는 따로이 살펴보지 않는다. 따라서 從業員持株制度가 활성화되어야 한다는 주장을 당연한 것으로 받아들이기로 한다.

的 去來가 발생할 위험을 감수해야 한다는 문제점이 있다. 이 경우 會社가 自己株式을 取得하여 우리社株組合에 讓渡하게 되면 매입시기와 매입수량을 분산시키는 효과가 있기 때문에 위와 같은 주가변동의 염려는 없다.[240]

③ 나아가 會社가 보유하는 自己株式을 無償으로 우리社株組合에 讓渡한다면 從業員持株制度의 活性化에 더욱 큰 도움이 될 수 있다. 이와 같이 自己株式取得에 대하여는 긍정적인 방향으로 見解가 일치되어 있는 것으로 보인다.[241] 현재 우리나라의 경우 우리社株組合의 株式取得은 거의 전적으로 有償으로 이루어져 從業員에게 株式의 長期保有를 요구할 수 있는 명분이 없다는 점을 감안하면, 會社가 株式의 장기보유를 위해서는 無償으로 讓渡할 必要性이 있을 것이다.

다. 規制緩和의 必要性에 대한 檢討

從業員持株制度는 바람직한 제도이며 自己株式取得이 從業員持株制度의 活性化에 도움이 된다는 점을 모두 인정한다고 하더라도, 그것이 바로 商法上 自己株式取得을 원칙적으로 금지하는 따로 從業員持株制度를 위한 自己株式取得을 규정하여야 한다는 정당성을 가지는 것은 아니다. 것도 나름대로의 이유가 있기 때문이다. 規制緩和에 반대하는 견해의 논거는 다음과 같다.

① 從業員持株制度는 有償增資 또는 公開時 20%까지 優先配定받을 수 있으므로, 이를 그대로 유지하는 한 다시 會社가 自己株式을 取得할 수 있도록 완화시킬 필요는 없다는 見解가 있다.[242] 그러나 앞서 지적한 바와 같이 현재의 그와 같은 株式取得方法은 우리社株組合이 株式을 取得할 수 있는 기회를 상당히 제한하고 있는 것이 사실이다. 현재의 優先配定 이외에 다른 取得方法을 찾아볼 필요가 있다.

② 從業員持株制度를 위하여 自己株式取得規制를 緩和하는 것은 단순히 規制緩和에 그치는 것이 아니라 會社法의 基本構造를 변화시키는 것이므로 신중하게 생각하여야 한다는 見解도

240) 吉原和志, 前揭論文 제3장 주43), 345면.
241) 黃善雄, "現行 從業員持株制度의 問題點 및 活性化方案", 「上場協」 第30號.주5), 81-82면 ; 崔埈璿, "從業員持株制度의 活性化方案 : 自己株式 活用方案을 중심으로", 「上場協」 第31號, 1995. 주5), 138-139면.
242) 李泰魯·李哲松, 前揭書 제2장 주8), 377면.

있다. 즉 위와 같은 결정은 從業員持株制度를 商法上의 制度로 인정하는 것으로서, 종래 私法上 단순히 雇傭契約을 체결한 자에 불과한 從業員을 會社關係에 있어서 독립적인 利害關係를 가지는 자로서 인정하는 것을 의미한다. 따라서 先進國의 立法例를 아무런 검토없이 받아들이는 것은 자칫 法體系의 혼란을 가져올 수 있다는 것이다.[243]

③ 우리社株組合이 市場에서 株式을 직접 取得하는 경우 발생하는 株價上昇의 문제는 일정시기에 대량으로 株式을 매입하는 운영방식을 바꾸어 수회에 걸쳐 소량으로 株式을 매입하게 되면 충분히 해결할 수 있다. 이 경우 組合員으로부터 일시에 걷은 자금을 우리社株組合이 운영하여야 한다는 문제가 있으나, 그것이 불가능한 것은 아니라고 본다.[244]

우리나라는 이미 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 인정하고 있다. 따라서 會社가 우리社株組合에 讓渡하고자 하는 경우, 自己株式取得이 불가능한 것은 아니다. 여기서 한걸음 더 나아가 日本, 獨逸, 프랑스와 같이 商法上 "從業員에게 讓渡하기 위하여"라는 取得目的을 추가적으로 인정할 실익이 있는가에 대하여, 證券去來法上의 取得財源이나 取得方法에 대한 規制를 받지 않는다는 利點이 있다. 그러나 일반적으로 從業員에게 讓渡하기 위한 경우에는 從業員의 복지를 위하여 時價 또는 그 이하로 양도가격을 결정하기 마련이다. 이러한 경우 株主의 富가 從業員에게 이전될 수 있다는 株主間 不平等去來의 문제를 야기하게 된다. 從業員으로 하여금 會社의 株式을 보유하게끔 한다는 것과 다른 株主의 富를 從業員에게 移轉시키는 것은 전혀 성격이 다른 문제이다. 비록 從業員持株制 자체가 바람직하다고 전제하더라도 그것이 다른 株主의 희생을 수반하는 경우에는 다른 정당화근거가 필요하다. 그러나 從業員에게 적극적으로 그와 같은 地位를 인정할 근거가 있는지는 의문이다. 그러한 상황에서 取得財源이나 取得方法에 대한 규제를 폐지한다는 것은 株主利益의 侵害라는 문제를 야기할 수 있다. 따라서 取得財源에 대한 規制를 緩和하여야 한다는 것에는 찬성할 수 없다. ② 그 실익으로 생각해 볼 수 있는 다른 하나는 取得數量의 制限이 없다는 점이다. 그러나 會社가 取得上限보다 많은 株式을 從業員에게 양도하고자 한다면 自己株式取得 및 그 讓渡를 수회에 나누어 반복하면 된다. 그리고 사실상 현재의 株式保有比率로 보아도 會社가 發行株式總數의 10% 이상 自己株式을 取得할 필요성은 전혀 없다고 보아도 무방하다.

결국 從業員持株制度를 위한 自己株式取得은 證券去來法상의 10% 규정에 의하여 해결하면

243)宮島司,"自己株式取得規制緩和論と會社法" (法律時報 第65卷 第7號, 1993), 73면.
244)吉原和志, 前揭論文 제3장 주43), 345면.

충분하다고 본다.[245] 문제는 從業員持株制度를 活性化하고자 하는 會社의 意志이다. 그러한 의지가 없는 상태에서는 아무리 商法이 自己株式取得을 허용하더라도 그 제도를 이용하지 않으면 그만인 것이다.

다만 이 경우 取得한 自己株式을 원칙적으로 6개월 이상 保有하여야 하므로 從業員에 대한 신속한 양도가 불가능하다는 문제가 있으나, 從業員에게 讓渡하기 위한 경우에는 이러한 制限이 적용되지 않는다고 해석할 수 있으므로 큰 문제는 아니다. 즉 上場法人 自己株式取得 및 處分申告에 관한 規程 第10條 第2號에서는 임원 또는 직원에게 상여금, 퇴직금, 공로금 또는 장려금 등으로 自己株式을 지급하는 경우에는 義務保有期間의 제한을 받지 않는다고 규정하고 있는데, 이를 유추적용하여 우리社株組合에 讓渡하기 위한 경우에도 義務保有期間의 적용은 없는 것으로 해석하여야 할 것이다.

2. 株式買受選擇權(stock option)制度를 위한 自己株式取得

가. 株式買受選擇權의 意義

국내의 기업들의 스톡옵션제도 초기에는 우수한 기술력을 바탕으로 한 벤처기업들이 이 제도를 도입하였으나, 본격적으로 이 제도를 도입하기 시작한 것은 1997년 외환위기 이후이다. 이 시기에 소수의 상장사들이 經營權 防禦와 任職員의 動機誘發을 위해 이 제도를 도입하기

245)이에 대하여 崔埈璿, 前揭論文 주5), 144-155면에서는 현행법의 미비점으로 다음과 같은 점들을 지적하고 있다. (證券去來法의 개정으로 해소된 것은 언급하지 않는다) ① 주권비상장會社의 경우에도 필요성이 인정되므로 商法에 규정하는 것이 옳다. ② "종업원에게 유·무상으로 양도하기 위하여"라는 목적을 명시하여야 한다. ③ 自己株式取得에 주주총회의 결의를 요구하여야 한다. (그 결의방법에 있어서는 보통결의면 충분하다) ④ 의무보유기간을 적용하지 않는 것에 그치지 않고, 반드시 6개월 이내에 종업원에게 양도하도록 규정하여야 한다. 여기서 ①, ③은 비단 종업원에게 양도하기 위한 自己株式取得의 경우에만 문제되는 것이 아니라, 證券去來法상의 自己株式取得 전반에 관한 문제이고, ④는 "종업원에게 양도하기 위하여"라는 목적을 명시한 경우를 전제로 하는 것이므로, 결국 ②만이 미비점으로 남게 된다. 그러나 목적을 명시하는 것과 명시하지 않는 것이 무슨 차이가 있는가? 목적을 명시한다고 하여 會社가 반드시 그와 같은 목적으로 自己株式을 取得하여야 하는 것은 아니다. 自己株式을 取得할 것인지 여부는 전적으로 會社의 경영판단에 달린 것이다. 예를 들어, 會社가 종업원에게 일정수량의 株式을 양도하기로 결정하였다고 하자. 현행법상 문제될 것이 무엇인가? 전혀 없다. 會社는 株式시장에서 自己株式을 매입하여 종업원에게 양도하면 되는 것이다. 따라서 우리사주조합에 양도할 필요가 있어서 自己株式을 取得하려는 會社에게는, 현행법상 이미 自己株式取得을 이용할 수 있도록 되어 있으므로, 그 목적의 명시는 전시적인 효과 이외에는 아무런 차이를 가져오지 않는 것이다.

시작하였는데 1999년 7월 현재 상장법인 730개사 중 30명 이상의 임직원에게 스톡옵션을 지급한 會社는 11개사(12건)이며 30명 미만 소수의 임직원에게 옵션을 지급한 사례는 27(29건)개사에 불과했다.[246] 그 후 1997년 證券去來法 改正으로 우리나라에서도 이제 株式買受選擇權을 報酬로 지급할 수 있게 되었다(證券去來法 第189條의4). 株式買受選擇權(stock option)이란 일정수의 株式을 일정한 가격에 會社로부터 買入할 수 있는 권리를 말하는데, 그 行使期間을 정하여 報酬의 일부로서 임원이나 간부사원에게 지급하여 근로의욕을 고취시키려는 취지를 가진 제도이다.[247] 第3者에대하여 株式買受選擇權을 부여하는 것이 株主의 新株引受權을 완전히 배제한다고는 볼 수 없지만, 株主의 利益에 중대한 영향을 미치는 것은 분명하기 때문에 定款에 그에 관한 規定을 두도록 하였다(證券去來法 第189條의4 第2項).[248]

株式買受選擇權을 부여하는 방법에는 ① 株式買受選擇權을 행사하면 會社가 新株를 발행하여 교부하는 新株發行交付方法, ② 會社가 自己株式을 取得하여 保有하고 있다가 교부하는 自己株式交付方法, ③ 株式買受選擇權의 行使價格과 時價와의 차액을 現金 또는 自己株式으로 교부하는 株價差益收益權方法(stock appreciation rights) 등 세가지가 있다. 일반적으로 新株를 이용하는 것은 株式의 稀釋化(dilution)를 가져오지만, 自己株式을 이용하게 되면 그러한 효과를 방지할 수 있기 때문에, ②, ③의 방법이 바람직한 것으로 이해되고 있지만, 반드시 그렇다고만 볼 수는 없다. 이후 좀더 자세하게 살펴보기로 한다.

나. 株式買受選擇權에 대한 批判

株式買受選擇權이 제도적으로 바람직한 것인지, 우리나라의 제도와 조화될 수 있는 것인지에 대하여는 비판적인 견해도 많다. 株式買受選擇權은 株主의 利益과 經營者의 利益이 일치하지 않는 株式會社의 支配構造의 문제에 대하여, 양자를 상당부분 일치시키기 위하여 도입된

246) 국내 최초로 스톡옵션을 도입한 기업은 웹인터내셔널이지만, 이는 소규모 비상장會社이다.

247)역시 株式매입선택권 전반에 대한 설명은 생략한다. 株式매입선택권은 1997년 證券去來法 개정시에 채택된 제도이기 때문에, 자세한 사항은 개정법에 관한 해설을 참조하면 된다. 孫晟, "證券去來法上 STOCK-OPTION 制度의 導入과 法制的 檢討" (法曹 第46卷 第1號, 1997), 155면 이하에서는 株式매입선택권을 商法의 입장에서 검토하고 있으며, 玉武錫, "株式買受選擇權 課稅制度" (租稅法硏究 第3卷, 1997), 7면 이하에서는 세법의 입장에서 그 문제점을 지적하고 있다.

248)정관에 규정이 있을 것 이외에 證券去來法이 정하고 있는 요건을 열거하면 다음과 같다. ① 특정인에게 株式매입선택권을 부여하기 위한 주주총회의 특별결의가 있어야 하고(제189조의4 제1항), ② 株式매입선택권은 주주총회결의일로부터 3년이 경과하여야 행사할 수 있으며(제189조의4 제4항), ③ 株式매입선택권을 부여할 수 있는 한도는 주권상장법인·등록법인의 경우에는 발행株式총수의 15%, 벤처기업의 경우에는 발행株式총수의 50%이다(동법 시행령 제84조의6 제5항).

제도라고 할 수 있다. 즉 自己資本의 代理費用을 감소시키기 위한 장치인 것이다. 그러나 株式買受選擇權을 인정하는 것이 바람직한지 여부는 다음과 같은 이유에서 그렇게 확실한 것이 아니다.[249] ① 株價와 經營者의 노력 또는 공헌은 서로 비례하지 않는다. 株價는 다양한 요인에 의하여 결정되므로, 經營者의 노력 또는 공헌과 상관이 없는 우연한 요인에 의하여 株價가 상승하더라도 經營者는 이익을 얻을 수 있다.[250] ② 經營者에게 會社의 株價를 조작할 誘因을 부여한다. 특히 自己株式取得은 株價의 상승을 가져오기 때문에 經營者는 自己株式取得을 통하여 經營者의 생산성 향상과는 상관없는 株價의 상승을 가져와 이익을 얻을 수 있다. ③ 株式買受選擇權의 行使期間은 그다지 길지 않은 것이 일반적이기 때문에, 기업경영이 短期的인 목표만을 지향하게 될 위험이 있다.

실제로 美國에서 株式買受選擇權이 經營者에 대한 報酬로서 널리 이용되고 있는 것은, 실질적으로 인센티브로서의 역할이 인정되어서라기 보다는 稅法上의 優待 때문이라고 한다.[251]

우리나라의 경우에는, ① 社外理事制度가 활성화되어 있지 않아 中立性을 확보함에 어려움이 있고, ② 證券去來法 第189條의4 하나의 조문만으로는 적절한 規制가 불가능하며, ③ 결정적으로 우리나라의 현실은 理事(director)는 있지만 任員(officer)은 없는 구조이고, 그나마도 所有와 經營이 분리되지 않은 상태에서 支配株主가 모든 권한을 보유하고 있으므로, 이러한 상황에서 株式買受選擇權의 도입은 支配株主의 재산축적을 위한 또다른 수단을 제공한 것에 불과하다는 등의 이유를 들어, 제도의 도입에 좀더 신중했어야 한다는 見解도 있다.[252]

다. 自己株式取得의 效果

---

249)株式매입선택권에 대한 이하 3가지의 비판은 吉原和志, 前揭論文 제3장 주43), 348면을 참조.

250)그러나 이에 대하여는 고정급여를 기본으로 하는 급여제도에 있어서도 역시 경영자의 노력과 지급되는 보수 사이에는 합리적인 비례관계가 존재하지 않는다는 비판이 있다. Clark, supra ch. 3 note 6, at 218.

251)Clark, supra ch. 3 note 6, at 200-208 ; 園田成晃, "美國の長期インセンテイブ報酬制度(上)" (商事法務 第1385號, 1995), 16-20면. 株式매입선택권의 수취자에 대하여는 여러가지 과세방식을 생각해 볼 수 있다. 그 시점에 있어서는 株式매입선택권을 수취한 때, 株式매입선택권을 행사한 때, 株式매입선택권의 행사로 取得한 株式을 매각한 때 등 여러가지로 선택할 수 있으며, 과세종목 역시 종합소득세를 부과할 수도 있고, 양도소득세를 부과할 수도 있다. 미국에서는 株式매입선택권의 행사로 取得한 株式을 매각한 때에 그 매매차익 전액을 통상의 소득으로 보아 과세하고 있다(IRC 제422조(a)). 즉 과세이연과 낮은 세율의 적용이라는 세법상의 우대가 이루어지고 있다.

252)孫晟, 前揭論文 주20), 180-183면.

株式買受選擇權을 부여함에 있어 自己株式을 이용하면 株主持分의 稀釋化(dilution)가 방지되는가? 이 문제는 우리나라의 경우 원칙적으로 株主에게 新株引受權을 인정하는 것과 관련이 있다. 株主에게 新株引受權을 인정하는 이유가 第3者에 대한 新株發行으로 인하여 株主持分이 稀釋化되는 것을 방지하기 위한 것이기 때문이다.[253] 新株를 발행하는 경우에는 새로운 株式이 市場에 투입되는 것이기 때문에 당연히 株主持分이 稀釋化되지만, 自己株式을 이용하는 경우에는 기존의 발행된 株式을 이용하는 것이기 때문에 株主持分의 稀釋化가 일어나지 않을 것처럼 생각될 수 있다. 그러나 실제로 자세히 따져보면 그 반대의 결과가 초래됨을 알 수 있다. 新株發行이나 自己株式再發行 모두 株主持分의 稀釋化를 가져오며, 그 정도는 오히려 自己株式再發行의 경우가 더욱 심한 것이다. 이처럼 두 경우 모두 株主持分의 稀釋化가 발생하는 이유는 궁극적으로 時價보다 낮은 가격으로 거래가 이루어질 수밖에 없기 때문이다.

라. 自己株式取得規制緩和의 必要性에 대한 批判

그렇다면 결국 株式買受選擇權制度의 活性化를 위하여 自己株式取得規制를 緩和하여야 한다는 것은 잘못된 見解라고 할 수 있다. 新株發行의 경우에는 定款에 어느 정도 구체적인 規定을 두어야 한다는 점이 문제이겠으나, 그와 같은 規定을 두어야 하는 이유, 즉 株主持分의 稀釋化로 인한 旣存株主의 利益의 侵害라는 측면에서 본다면 오히려 自己株式再發行이 훨씬 부작용이 심하다. 따라서 설사 自己株式再發行을 이용하더라도 定款에 그와 같은 規定을 두어야 한다.[254] 그렇다면 굳이 自己株式再發行을 이용할 필요성은 없는 것이다. (定款에 規定을 두어 自己株式再發行을 이용하더라도 현행 10% 범위 내에서 이용하면 되는 것이지, 法이 이를 적극적으로 장려할 필요는 없다)

다만 ①의 경우에는 發行株式總數가 증가하지만, ②, ③의 경우에는 發行株式總數가 변화하

253)商法상 논의되는 주주지분의 희석화는 일반적으로 지배력의 희석화와 株式가치의 희석화와 지배력의 희석화 두가지로 나누어 생각해 볼 수 있다. 지배력의 희석화는 제3자에게 株式이 귀속되는 경우에는 언제라고 발생하는 현상이며 株式발행가격과는 아무런 상관이 없다. 반면 株式가치의 희석화는 시가보다 낮은 가격으로 株式을 발행하는 경우 기존주주의 부가 새로운 주주에게 이전되는 현상을 말하며, 따라서 시가발행을 하게 되면 株式가치의 희석화는 발생하지 않는다. 우리나라에서 제3자 신주배정의 경우 정관의 규정을 요구하는 것은 株式발행가격에 따라 달라지지 않으므로, 그러한 요구는 지배력의 희석화 방지에 우선적인 목적이 있다고 하겠다.

254)개정 證券去來法에서 정관의 규정을 요건으로 정한 것은 이러한 측면에서도 이해할 수 있다.

지 않는다는 점이 차이가 있다. 이는 新株發行의 경우에는 自己株式再發行의 경우보다 장래의 配當負擔이 증가하고 株當純利益이 낮아진다는 것을 의미한다.[255] 따라서 會社로서는 自己株式再發行을 선호할 誘因이 어느 정도 존재한다고도 볼 수 있다. 그러나 株主持分의 稀釋化의 문제와 비교하여 볼 때 이러한 차이가 결정적인 것인지는 의문이다.

마. 株式買受選擇權制度가 自己株式取得에 미치는 영향

이상에서 살펴본 내용은 自己株式取得制度가 株式買受選擇權制度에 대하여 미치는 영향이라고 할 수 있다. 그렇다면 그 반대, 즉 株式買受選擇權制度가 自己株式取得制度에 미치는 영향은 없는가? 이에 대하여 美國에서는 현재와 같이 自己株式取得이 활성화된 가장 중요한 요인이 바로 株式買受選擇權制度라고 하는 주장이 논의되고 있다.[256]

우선 美國에서 自己株式取得制度는 지난 20년동안 거의 변하지 않았음에도 불구하고 公開會社의 自己株式取得은 엄청나게 증가하였다는 사실을 주목할 필요가 있다.[257] 바꾸어 말하면 會社의 利益을 株主에게 반환함에 있어 配當보다는 自己株式取得이 稅法上으로 훨씬 이익임에

255)吉原和志, 前揭論文 제3장 주43), 351면.

256)이러한 주장은 Harvard Law School의 Christine M. Jolls 교수가 Law and Economics Seminar에서 발표한 글에 제시되고 있다. Jolls, Christine M., "Unraveling the Repurchase Puzzle: The Role of Incentive Compensation in Stock Buyback Decisions", Harvard Law School, Law and Economics Seminar, February 6, 1995. (unpublished) 본 논문이 이후 출판되었는지 여부는 확인하지 못하였다. 이하의 내용은 이 논문에서 실증분석을 제외한 부분을 간단히 요약한 것이다.

257)Id. at Table 1a, 1b에서 인용하고 있는 바에 따르면, 공개會社의 自己株式取得과 배당은 다음과 같다고 한다.(단위: 억달러)

연도	당해년도 화폐가치기준		1987년도 화폐가치기준	
	自己株式取得	배당	自己株式取得	배당
1975	1.575	38.414	3.201	78.077
1976	2.669	45.303	5.103	86.621
1977	4.857	53.865	8.689	96.360
1978	5.664	59.996	9.393	99.496
1979	6.797	69.135	10.377	105.550
1980	8.315	76.129	11.597	106.177
1981	8.278	88.965	10.492	112.757
1982	12.873	97.098	15.362	115.869
1983	12.984	106.023	14.890	121.586

도 불구하고 과거에는 自己株式取得이 거의 이용되지 않았으며,[258] 自己株式取得이 광범위하게 이루어진 것은 비교적 최근인 1980년대 들어서였다는 것이다. 물론 그 상당부분은 1980년대라고 하는 M&A 시대의 防禦的 自己株式取得으로 설명될 수 있겠지만, 그것으로 전부를 설명하기에는 부족하다. Jolls 교수의 주장에 따르면, 自己株式取得이 활발해진 배경에는 公開會社의 經營陣의 報酬體系의 변화, 즉 株式買受選擇權制度의 擴大라는 중요한 요인이 있다고 한다.

앞서 살펴본 바와 같이 株式買受選擇權은 經營陣에게 인센티브를 제공함으로써 代理費用을 줄이고자 고안된 제도이다. 그러나 부수적인 효과로서, 이러한 株式買受選擇權으로 인하여 經營陣은 會社利益의 반환방법으로서 점차 自己株式取得을 선호하게 되었는데, 왜냐하면 自己株式取得의 경우에는 會社利益을 반환하더라도 주가하락이 일어나지 않기 때문이다. 예를 들어, 10주로 이루어진 會社가 있다고 하자. 株價가 10원이라면 會社의 價値는 100원이다. 會社가 10원의 利益을 株主에게 반환함에 있어, 配當의 형식을 취한다면 주가는 配當落으로 인하여 9원이 될 것이다. 그 반면 自己株式取得이라는 형식을 취한다면 주가는 10원으로 변하지 않는 대신, 社外株式이 9주로 될 것이다. 어느 경우에나 會社의 가치는 90원이지만, 株價는 서로 다르다. 만일 經營者가 會社의 株式 1주를 보유하고 있다면 물론 위 두가지 방법에 따른 富의 차이는 존재하지 않는다. 配當의 경우 經營者가 주가하락으로 입은 손실은 배당금을 수령함으로써 정확히 상쇄되기 때문이다. 그러나 經營者가 株式買受選擇權만을 가지고 있다면, 배당금

1984	35.346	111.983	38.842	123.058
1985	53.885	113.331	57.082	120.054
1986	55.567	127.018	57.345	131.082
1987	69.463	141.254	69.463	141.254
1988	63.720	153.843	61.328	148.068
1989	69.255	161.081	63.829	141.791
1990	53.105	170.006	46.871	150.102
1991	34.385	167.650	29.214	142.438
1992	42.817	172.043	35.357	142.071
1993	46.561	171.024	37.489	137.700

258) 그 이유에 대하여 생각해 보면, 역시 제3장 제1절에서 살펴본 바와 같은 유인의 부족이라는 점에 귀착됨을 알 수 있다. 즉 自己株式取得으로 세법상 이익을 보는 주체는 주주이고, 自己株式取得의 의사결정을 하는 주체는 경영진이므로, 경영진에게 특별한 유인이 없는 한, 경영진이 주주의 이익을 위하여 굳이 自己株式取得을 결정할 이유가 없는 것이다. 이하 설명에서는 바로 이와 같은 유인의 문제가 株式매입선택권제도에 의하여 해결될 수 있다는 점을 유추할 수 있다.

은 經營者에게 귀속되는 것이 아니므로 經營者는 주가하락으로 인한 손실을 보상받을 방법이 없다. 그 결과 經營者는 自己株式取得을 선호하게 된다는 것이다. Jolls 교수는 最高經營者가 株式買受選擇權을 보다 많이 보유하고 있을수록 自己株式取得이 보다 활발하게 일어난다는 가설을 분석한 결과 통계적으로 유의하다고 결론지음으로써,[259] 이상의 이론을 실증적으로 뒷받침하고 있다.

이렇게 株式買受選擇權制度로 인하여 自己株式取得이 활성화된다고 하는 경우 발생하는 문제점은, 會社의 自己株式取得이 效率的인 수준을 넘어 과도하게 -- 非效率的으로 -- 발생할 수 있다는 것이다. 이는 결국 經營陣이 인센티브 보수체계의 본래 의도와는 상관없이 자신의 이익만을 추구하는 경우라고 할 수 있는데, 아직 확실한 해결방법이 제시되지는 않은 것으로 보인다.

第2節 閉鎖會社의 自己株式取得

閉鎖會社(또는 株券非上場會社)는 일반적으로 株式讓渡가 制限되어 있고, 그렇지 않더라도 市場이 협소하기 때문에 株主가 株式을 매각할 수 있는 대상은 會社뿐인 경우가 대부분이다.[260] 일반적으로 各國의 상황을 보면, 극소수의 기업을 제외하고는 대부분 小規模 閉鎖會社의 형태를 띠고 있지만, 會社法의 대부분의 규정은 사실상 大規模 公開會社를 염두에 두고 만들어진 것이기 때문에 法과 現實 사이의 괴리가 상당히 큰 상태이다. 이러한 이유로 최근에는 이러한 小規模 閉鎖會社에 적용되는 法規定만을 따로이 정비하려는 움직임도 활발하다.[261]

---

259)株式매입선택권제도의 확대라는 요인이 1980년대 이후의 自己株式取得 증가요인의 약 50%를 설명할 수 있다고 한다.

260)주권비상장會社와 폐쇄會社의 개념은 차이가 있지만 이 글에서는 엄격히 구분하지 않고, 取得목적에 제한이 없는 自己株式取得이 인정되지 않는 모든 會社를 의미하는 것으로 한다. 따라서 등록會社도 포함된다. 이러한 개념은 미국법상의 closely held corporation, 영국법상의 private company 등을 참조한 이론적인 것이다. 참고로 DGCL 제342조(a)의 개념규정에 의하면, 폐쇄會社는 ① 주주의 수가 30인 이하이며, ② 株式의 양도가 제한되고, ③ 株式을 공모하지 않을 것이라는 요건을 만족하여야 한다.

이러한 閉鎖會社에 대하여 配當可能利益에 의한 自己株式取得을 허용할 것인가? 日本의 경우에는 1994년 商法改正에서 閉鎖會社에 대한 自己株式取得의 특례규정을 두면서, 주로 必要性의 측면에서 이에 관한 논의가 활발하게 진행되었다. 그러나 반대로 美國의 경우에는 閉鎖會社의 支配株主가 自己株式取得을 이용하여 支配權을 濫用하는 경우가 많아 이를 規制하는 방향으로 제도의 중점이 옮겨지고 있다. 이하에서는 日本과 美國의 경우를 살펴보고, 우리나라의 경우 自己株式取得을 閉鎖會社에까지 확대할 — 이는 결국 自己株式取得을 證券去來法에 규정할 것인지 아니면 商法에 규정할 것인지에 관한 논의가 된다 — 必要性이 있는지에 대하여 생각해 보기로 하자.

1. 日本에서의 閉鎖會社의 自己株式取得

가. 自己株式取得의 必要性

公開會社의 경우에는 保有株式의 매각을 통하여 投下資本을 회수하고 會社關係로부터 벗어날 수 있으나, 閉鎖會社의 경우에는 일반적으로 그렇지 못하다. 이는 株式을 讓受하고자 하는 者를 쉽게 찾을 수 없기 때문이다.[262] 閉鎖會社에 있어서 株主가 會社關係로부터 이탈하고자 하는 동기는 여러가지가 있을 수 있다. 內部的인 不和에 의한 것일 수도 있고, 資金融通의 必要性때문일 수도 있다. 물론 이 경우 이탈하고자 하는 株主의 保有株式을 다른 株主들이 협의하여 取得하면 문제는 없겠으나, 실제로 다른 株主에게 그와 같은 取得資金이 있을지는 확실하게 보장할 수 없다. 현재의 금융관행을 보면 個人에게 그 정도의 자금을 대여할 용의가 있는 금융기관은 거의 없다고 보아도 무방하다. 따라서 株主가 직접 株式을 取得하는 것은 힘들다고 할 것이고, 결국 이러한 문제를 해결하기 위하여 會社에 의한 自己株式取得이 필요하게 되는 것이다.[263]

---

261)독일에서는 1994년에 "Das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts"라는 이름으로 특별법이 통과되었고, 마찬가지로 프랑스에서도 1994년에 간이株式會社(Société par actions simplifiée)라는 새로운 會社형태를 會社법에 도입하였다. 일본은 특별법을 제정한 것은 아니지만, 1990년 商法 및 유한會社법을 개정하면서 이러한 요구를 수용하였다.

262)青竹正一, "閉鎖會社の自己株式取得" (ジュリスト 第1052號, 1994), 16면.

또한 설사 株式을 讓受하려는 者가 나타난다고 하더라도 閉鎖會社의 경우에는 그 讓渡가 가능할 것인지 여부를 다시 따져보아야 한다. 閉鎖會社는 그 人的 結合性으로 인하여 株主 사이에 信賴關係가 유지될 필요가 있기 때문이다. 閉鎖會社의 상당수가 株式讓渡를 定款으로 制限하고 있는 것도 그와 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 그러나 이와 같이 株式讓渡가 제한되는 경우에도 相續이나 合併 등의 경우에는 株主의 지위가 다른 株主들의 의사와는 상관없이 이전될 수 있다. 따라서 相續이나 合併등으로 인하여 株主 상호간의 信賴關係가 깨지지 않기 위하여는 그 株式을 다른 株主들이 우선하여 取得할 수 있도록 하여야 한다. 이 경우에도 역시 위와 같은 문제로 인하여 自己株式取得이 필요하게 된다.[264]

나. 會社의 賣渡請求에 의한 自己株式取得

日本商法에 의하면 閉鎖會社의 株式을 讓渡하기 위하여는 일반적으로, ① 株主의 讓渡承認 또는 買受人指定의 請求(日本商法 第204條의2 第1項, 이하 인용되는 조문은 특별한 언급이 없는 한 日本商法이다), ② 그 請求로부터 2주일 이내에 會社의 承認·不承認 또는 買受人指定의 通知(第204條의2 第3項), ③ 買受人指定 通知日로부터 10일 이내에 買受人의 賣渡請求(第204條의3 第1項), ④ 賣買價格이 합의되지 않을 경우 위 賣渡請求日로부터 20일 이내에 法院에 賣買價格의 決定請求(第204條의4 第1項), ⑤ 法院의 價格決定(第204條의4 第2項) ⑥ 賣買代金의 支給(第204條의4 第3項) 등의 절차를 거치게 된다. 여기서 문제는 ②의 과정에 있다. 사실상 2주일이라는 단기간 이내에 會社가 적당한 買受人을 찾기란 어려운 일이기 때문에 會社가 보기에 株主로서 적절하지 않은 자가 買受人이 될 가능성도 있는 것이다. 그렇다고 2주일이라는 기간을 무한정 연장시킬 수도 없다. 왜냐하면 賣却株主의 지위가 불안정해지기 때문이다.[265] 이러한 문제를 해결하기 위하여 會社가 일단 賣却株主로부터 自己株式을 取得할 수 있도록 한 것이다. 즉 閉鎖會社에 있어서 株式의 讓渡承認 또는 買受人指定의 請求가 있는 경우, 會社는 賣渡請求를 하여 自己株式을 取得할 수 있다(第204條의3의2 내지 第204條의5, 第

263)浜田道代, 前揭論文 제3장 주41), 19면.

264)1994년 日本의 商法改正에서는 위와 같은 必要性을 인정하여, 閉鎖會社에 대하여 自己株式을 取得할 수 있도록 會社의 賣渡請求에 의한 自己株式取得과 株主의 相續에 의한 自己株式取得이라는 두 가지 사유를 더 추가적으로 인정하였다.

265)吉戒修一, "平成六年商法改正法の解說(5)" (商事法務 第1365號, 1994), 12면.

210條 第5號). 물론 取得財源은 配當可能利益에 한정된다.

會社가 自己株式을 取得하기 위하여는 會社가 위 ②에서 자신을 買受人으로 指定·通知하고, 위 ③의 賣却株主에 대한 賣渡請求를 하면 된다. 그 이후의 절차는 위에서 설명한 바와 대부분 동일하다. 여기서 재미있는 것은 會社가 자신을 買受人으로 指定하는 것은 理事會의 決議만으로 충분하지만, 賣渡請求를 하는 것은 株主總會의 特別決議가 필요하다는 점이다(第204條의3의2 第1項, 第204條의5 後段). 이는 買受人指定만으로는 특별한 法律效果가 생기지 않지만, 賣渡請求를 하게 되면 그것으로 賣買가 成立되므로, 會社의 法律關係를 확정짓기 전에 株主의 同意를 確認할 필요가 있기 때문인 것으로 이해되고 있다.[266] 이러한 株主總會의 決議에 있어서는 賣却株主의 議決權은 排除되며, 出席한 株主의 議決權의 數에도 산입되지 않는다(第204條의3의2 第3項, 第4項, 第204條의5 後段). 그 이유는 第4章 第2節에서 이미 살펴본 바와 같이 株主平等의 실질적인 확보를 위한 것이다.[267] 여기서 株主總會의 特別決議는 賣却株主에게 指定通知를 한 날로부터 30일 이내에 이루어져야 한다(第204條의3의2 第2項, 第204條의5 後段).

이렇게 取得한 自己株式은 상당한 시기에 處分하여야 한다(第211條). 제도의 취지로 보아, 이는 會社가 적절한 買受人을 찾기까지의 일시적인 保有만을 허락한 것으로 이해된다. 따라서 "지체없이" 處分할 필요는 없다. 그러나 어쨌든 일시적으로라도 保有할 수 있기 때문에, 保有로 인한 弊害를 줄이기 위하여, 會社가 取得할 수 있는 自己株式은 株主의 相續의 경우 取得한 自己株式과 합하여 發行株式總數의 20%를 초과할 수 없도록 하였다(第204條의3의2 第7項).

다. 株主의 相續의 경우 自己株式取得

株式의 讓渡가 制限된 閉鎖會社의 경우, 會社는 株主의 相續人으로부터 相續開始日로부터 1년 이내에 그 自己株式을 取得할 수 있다(第210條의3 第1項). 이는 물론 閉鎖會社의 閉鎖性을 유지하기 위한 규정이다. 당초 試案에서는 相續人의 同意가 없더라도 株主總會의 決意에 의하여 지정하는 者에게 株式을 賣渡할 것을 請求할 수 있도록 — 會社가 取得하는 것도 가능하다

266)吉戒修一,上揭論文, 13면.
267)吉戒修一,上揭論文.13면 ; 靑竹正一, 前揭論文 주38), 17면.

— 하고 있었다. 그러나 이러한 규정은 채택되지 않았다. 따라서 會社의 自己株式取得은 相續人과의 合意에 의하여 取得하는 경우만이 인정되고, 會社가 相續人에게 강제로 賣渡請求를 하는 것은 허용되지 않는다. 閉鎖會社의 閉鎖性의 유지 못지 않게, 相續人의 財産權保護 역시 중요하기 때문이다.[268]

會社가 自己株式을 取得함에 있어서는, ① 株式의 讓渡에 있어서 理事會의 承認을 요하는 定款의 規定이 존재하여야 한다. 이러한 規定이 없다면 株式의 讓渡는 자유롭게 이루어질 수 있기 때문에, 비록 相續人과의 合意가 있더라도 相續人으로부터 自己株式을 取得할 수 없다. ② 株主의 相續이 발생하여야 한다. ③ 相續人이 相續에 의하여 取得한 株式에 대하여 會社가 相續開始日로부터 1년 이내에 取得하여야 한다. 相續開始後 相續財産의 분할이 이루어지지 않으면, 共同相續人 전원을 상대로 하여 협의를 진행하여야 하며, 그 결과 會社가 지불한 대금도 共同相續人 사이에 共有的으로 귀속된다. ④ 取得할 수 있는 株式數는 會社가 賣渡請求를 하여 取得한 株式과 합하여 發行株式總數의 20%를 초과하지 못한다(第210條의3 第1項 但書).

위와 같은 의사결정은 株主總會의 決議에 의하여야 하며, 賣却株主인 相續人의 議決權排除에 관한 규정 및 그 취지는 앞에서 설명한 바와 동일하므로(第210條의3 第3項) 반복하지 않는다. 取得財源을 配當可能利益으로 한정하고, 상당한 시기에 處分하여야 할 의무를 부과하고 있는 점도 역시 동일하다.

2. 美國에서의 閉鎖會社의 自己株式取得

閉鎖會社는 經營者가 곧 支配株主인 경우가 대부분이다. 그 결과 앞서 계속적으로 논의된 支配株主와 少數株主의 利益相衝의 문제가 극명하게 드러나게 되는데, 이는 ① 支配株主나 支配株主에게 우호적인 자에게만 會社가 높은 가격으로 株式을 매입하고, 다른 少數株主에게는 그 기회를 부여하지 않거나 아니면 보다 낮은 가격으로 株式을 매입하는 경우, ② 少數株主逐出(freeze-out)[269]을 위하여 少數株主로부터 株式을 取得하는 경우 등의 형태로 나타난다.[270]

---

268)吉戒修一, "平成六年商法改正法の解說(6)" (商事法務 第1366號, 1994), 14-15면.

269)엄격히 말하여, 미국법상 squeeze-out과 freeze-out은 구별되어야 한다. freeze-out은 합병 등의 절차에서 볼 수 있는 법적 수단에 의한 강제축출이며, squeeze-out은 지배주주가 소수주주에게 사실상

이러한 경우 支配株主는 少數株主에 대하여 忠實義務를 지게 되므로, 그에 따른 損害賠償義務가 발생할 수 있다.

가. 差別的 自己株式取得에 있어 支配株主의 忠實義務

위 ①의 문제와 같이, 會社의 經營者인 支配株主가 少數株主에게는 株式을 매각할, 즉 投下資本을 회수할 기회를 주지 않은 경우에, 少數株主는 會社에 대하여 자신의 株式을 取得할 것을 청구할 수 있는가? 이에 대하여 閉鎖會社 支配株主의 忠實義務에 관한 가장 유명한 판결인 Donahue v. Rodd Electrotype Co. of New Enland, Inc. 사건[271]에서 法院은 少數株主에게 그러한 請求權을 인정하고 있다. 즉 會社는 支配株主나 支配株主에게 우호적인 자에게 지불한 가격으로, 동일한 조건에서 少數株主의 株式을 매입하여야 한다는 것이다.[272] 그 이유는 支配株主가 忠實義務를 다했다고 인정되기 위하여는 支配株主가 少數株主에 대하여 동일한 기회를 부여하여야 하기 때문이다. 이러한 原則은 그후 閉鎖會社의 法律關係를 해결함에 있어서 계속적으로 적용되어 왔다.[273]

그러나 1980년대 중반 이후 이러한 同等機會의 原則(per se equal opportunity rule)에 반대하는 判例가 등장하기 시작하였다. 예를 들어, Toner v. Baltimore Envelope Co. 사건[274]에서는 會社가 支配株主의 無議決權 株式을 取得하자, 少數株主가 동일한 가격으로 자신의 無議決權 株式도 取得할 것을 會社에 대하여 청구하였다. 少數株主가 그 근거로 삼은 것은 물론 위에서 살펴본 Donahue 原則이었다. 그러나 法院은 이를 기각하였는데, 會社의 自己株式取得이 자동적으로 그와 같은 의무를 발생시키지는 않는다는 것이 그 이유였다. 支配株主가 忠實義務를 위반하였는지 여부는 — 다른 株主에게 동일한 기회를 부여하였는지 여부에 의해

의 불이익을 강요함에 따른 사실상의 축출을 말한다. 林在淵, 美國會社法 (博英社, 1995), 497면 주73). 그러나 대부분의 미국문헌에서도 위 두 용어를 사실상 엄격히 구분하지 않고 혼용하고 있다. 이 글에서도 특별히 양자를 구별하지 않고 단순히 소수주주축출이라고만 표현하기로 한다.

270)Black, supra ch. 4 note 2, ch. 6, at 118-119.

271)328 N.E.2d 505 (Mass. 1975).

272)공개會社의 경우에는 이러한 의무가 인정되지 않는다. 특히 그린메일과 관련하여 지배주주에게 이러한 의무를 인정하고자 하는 시도가 있었으나, 법원은 이를 명백히 거부하였다.

273)Donahue 판결 이후 1980년대 중반까지 그 입장에 동조하는 판결이 여러 주에서 나타났는데, 다음과 같다. Comolli v. Comolli, 246 S.E.2d 278 (1978) ; Tillis v. United Parts, Inc., 395 So.2d 618 (Fla. App. 1981) ; Estate of Schroer v. Stamco Supply, Inc., 482 N.E.2d 975 (1984).

274)304 Md. 256, 498 A.2d 642 (1985).

서가 아니라 — 自己株式取得이 결정될 당시 取得目的 등을 고려하여 個別的, 具體的으로 결정하여야 한다는 것이다. 法院은 이 사건에서 自己株式取得이 會社의 교착상태(deadlock)를 피하기 위한 목적이었다는 점을 고려하여 청구를 기각하였는데, 중요한 것은 다른 株主에게 매각할 기회를 부여하지 않았다고 하여 반드시 忠實義務違反이 되는 것은 아니라는 점이다.

그 이후에도 이와 같은 경향의 判例가 조금씩 보인다.[275] 그 결과 현재에는 Donahue 原則이 모든 경우에 적용되는 것은 아닌 것으로 보인다. 어느 경우에 어떤 原則이 적용되는지 그 구체적인 기준에 대하여는 아직 확실히 정립되지 않고 있다.

나. 少數株主逐出에 있어서 支配株主의 忠實義務

위 ②의 경우와 같이 少數株主를 축출하는 경우 判例는 組合의 경우와 마찬가지로 支配株主의 忠實義務를 인정하는 것이 일반적이다.[276] 또한 많은 制定法에서 이러한 少數株主에 대한 구제방법을 규정하고 있다. 이러한 制定法에 의하여 少數株主는 최소한 公正한 價格에 逐出당할 수는 있게 되었다.

그러나 少數株主의 逐出이 바로 支配株主의 忠實義務違反으로 결론지어지는 것은 아니다. 왜냐하면 급박한 경영상의 필요에 의하여 少數株主의 逐出이 이루어질 수도 있기 때문이다. 이러한 법리가 설시된 判例로 Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc. 사건[277]을 들 수 있다. 이 사건에서는 少數株主에게 급여의 지급정지, 이사직에서의 해임 등의 불이익이 가해졌다. 물론 이는 전형적인 少數株主 逐出임에는 틀림없다. 그러나 法院은 이를 가지고 바로 支配株主의 忠實義務違反으로 나아가는 것을 거부하였다. 法院의 판단에 따르면, 少數株主가 위와 같은 사실을 입증하면 支配株主가 忠實義務를 위반했다는 一應의 推定(prima facie case)이 성립할 뿐이라는 것이다. 支配株主가 적법한 사업목적이 있었다는 점을 立證하면 이러한 推定을 깨뜨릴 수 있다. 만일 支配株主가 그러한 立證에 성공한다면, 少數株主는 그러한

275)Delahoussaye v. Newhard, 785 S.W.2d 609 (Mo. App. 1990) ; Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366 (Del. 1993) (이 사건에서는 종업원인 주주와 종업원이 아닌 주주간의 차별이 정당화되었다) ; Smith v. Leonard, 876 S.W.2d 266 (Ark. 1994).

276)Donahue v. Rodd Electrotype Co. of New Enland, Inc., 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975) ; Fulton v. Callahan, 621 So.2d 1235 (Ala. 1993) ; Gigax v. Repka, 615 N.E.2d 644 (Ohio Ct. App. 1992) ; Sims v. Exeter Architectural Products, Inc., 868 F.Supp. 677 (M.D.Pa. 1994).

277)370 Mass. 842, 353 N.E.2d 657 (1976).

사업목적을 달성하는 데 있어 少數株主에게 덜 피해가 가는 다른 수단이 있었다는 점을 입증하여야 한다.[278] 이 사건에서는 少數株主가 이와 같은 마지막 立證을 하는 데 실패하여 결국 敗訴하였다.

다. 少數株主의 忠實義務

위와 같이 自己株式取得과 관련하여 문제되는 것은 주로 支配株主의 忠實義務이기는 하지만, 때로는 少數株主가 忠實義務를 지기도 한다. 예를 들어, 家族企業에서의 지분이전에 대한 제한을 다룬 A. W. Chesterton Co. v. Chesterton 사건[279]을 보자. 이 사건에서 少數株主는 자신의 지분을 자기소유의 法人에 매각하겠다고 하면서, 會社에 대하여 優先買受請求(first-refusal)를 하였다. 여기서 會社의 지분을 만일 法人이 소유하게 되면 稅法上의 S-Corporation 규정이 적용되지 않기 때문에, 會社로서는 少數株主의 自己株式買受請求에 응할 수밖에 없었다. 이러한 사안에 대하여, 法院은 위와 같은 少數株主의 행동은 株主의 會社에 대한 忠實義務(fiduciary duty to the corporation)에 위배되는 것이라고 판단하였다. 이렇게 法院은 閉鎖會社의 경우에 보다 강한 忠實義務를 부여하고 있으며, 심지어는 이미 축출당한 少數株主에 대하여 忠實義務를 인정한 사례도 있다.[280]

3. 우리나라에서의 閉鎖會社의 自己株式取得

물론 우리나라에 있어서도 閉鎖會社의 自己株式取得의 필요성은 日本과 마찬가지일 것이다. 그러나 아직 閉鎖會社가 自己株式을 적극적으로 取得할 수 있을 정도로 規制가 緩和되지는 않았다. 여기에서는 閉鎖會社의 여러 특성들을 현행 제도가 적절하게 반영하고 있는지를 살펴보기로 한다.

---

278)이러한 입증책임의 분배에 따른 판결로는 Leader v. Hycor, Inc., 395 Mass. 215, 479 N.E.2d 173 (1985) ; Daniels v. Thomas, Dean & Hoskins, Inc., 804 P.2d 359 (Mont. 1990).
279)907 F. Supp. 19 (D. Mass. 1995).
280)Rexford Rand Corp. v. Ancel, 58 F. 3d 1215 (7th Cir. 1995).

① 우선 閉鎖會社의 株主는 앞서 지적한 바와 같이 投下資本의 回收에 문제가 있다. 이를 해결하기 위하여 閉鎖會社의 경우에도 商法上 株主의 株式買受請求에 의한 自己株式取得이 인정되고 있으나(第341條 第5號), 이 제도는 株主의 投下資本回收의 요구를 충족시키기에는 미흡하다고 할 것이다. 왜냐하면 株主가 會社에 株式買受請求를 하기 위하여는 일단 자신이 讓受人을 찾은 후, 會社에 대하여 讓渡의 承認을 청구하여야 하기 때문이다. 따라서 讓受人이 나타나지 않는 경우에는 投下資本을 回收할 방법이 없다. 이러한 점을 고려하면, 특별히 讓受人이 나타나지 않는 경우에는 바로 會社에 대하여 株式買受請求를 할 수 있도록 규정할 필요가 있다. 이는 株式買受請求制度의 改正을 통하여도 가능하지만, 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 閉鎖會社에 인정함으로써 동일한 효과를 얻을 수 있다.

② 閉鎖性의 유지의 문제는 日本의 경우와 같이 주로 相續의 경우에 나타나는데, 우리나라는 閉鎖會社의 상당수가 家族企業으로서, 설사 相續이 이루어지더라도 閉鎖性의 유지에는 별다른 문제가 발생하지 않을 것으로 생각된다. 따라서 적극적으로 自己株式取得을 인정하더라도 실제로 활용되는 경우는 많지 않을 것이다. 그러나 경우에 따라서는 相續에 의하여 閉鎖性에 중대한 문제를 야기시키는 경우도 있을 수 있으므로, 이러한 경우를 위하여 自己株式取得規定을 두는 것은 바람직하다고 본다.

③ 閉鎖會社에 대하여도 支配權保護의 적절한 수단을 제공하여야 한다는 관점에서 본다면, 自己株式取得規制를 완화할 필요가 있다. 특히 閉鎖會社의 경우에는 株式市場이 존재하지 않기 때문에, 企業買受가 不公正하게 이루어지는 것을 事前에 規制할 방법이 없다. 따라서 閉鎖會社의 경우에는 그 防禦手段을 인정할 필요성이 더욱 큰 것이다.

이처럼 현행 제도로는 閉鎖會社의 여러 요구를 충족시키기에는 부족하다. 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 인정하게 되면, 위와 같은 요구의 상당부분을 흡수할 수 있다. 그럼에도 불구하고 아직 閉鎖會社에 대하여 그러한 제도가 인정되지 않고 있는 이유는 무엇인가? 그것은 株式市場이 존재하지 않아 自己株式取得의 弊害를 감시·규제할 수 없기 때문이다. 株券上場會社의 경우에도 그러한 弊害를 염려하여, 10%로 取得上限을 두고, 取得方法도 市場에서의 取得만을 인정하고 있는 것이다. 특히 美國의 경우와 같이 自己株式取得이 支配株主의 利益을 위하여 일방적으로 이용될 가능성이 항상 존재한다.

그러나 株式去來의 不公正性[281]이나 株主간의 不平等去來 등이 발생할 위험은 取得方法이나

取得節次의 정비를 통하여 달성할 문제이지, 自己株式取得 자체를 禁止함으로써 달성할 문제는 아니다. 制度의 정비에 대하여는 위에서 살펴본 日本이나 美國의 立法例가 좋은 참고가 될 수 있다. 賣却株主의 議決權을 排除한다든가, 理事 또는 支配株主의 責任을 적극적으로 인정함으로써 自己株式取得의 弊害는 충분히 방지될 수 있는 것이다. 또한 우리나라에서는 支配株主의 忠實義務가 인정되지 않기는 하지만, 第4章 第2節에서 보는 바와 같이 少數株主의 保護는 理事의 責任이라는 형태로 어느 정도 규제될 수 있다. 따라서 원칙적으로 閉鎖會社에 대하여도 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 인정하여야 한다고 본다.

第3節 10% 上限의 適正性

1. 問題의 提起

獨逸, 프랑스는 取得上限을 두는 경우 일반적으로 10%를 上限으로 하고 있으며, EC 會社法 第2指針에서도 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得은 發行株式總數의 10% 이내에서만 인정되고 있어 10% 上限規定이 자연스럽게 생각될 수도 있다. 그러나 이러한 美國, 英國, 日本과 같이 配當可能利益으로 取得財源을 제한하여 自己株式取得을 인정하고 있는 경우에는 다시 取得上限을 두고 있지 않고 있는데, 이는 配當可能利益은 株主에게 귀속되는 것이므로 그것이 전부 유출되더라도 債權者의 이익을 해하는 것은 아니기 때문이다. 따라서 10% 上限은 立法例에 의하여 정당화되지 않는다면, 自己株式取得으로 인한 弊害를 우려해서 10% 上限을 설정한 것이라고 할 수 있다. 그러나 自己株式去來를 반복하면 10% 上限을 벗어나지 않고서도 충분히 심각한 영향을 끼칠 수 있다는 점을 상기하면, 株式去來의 公正性이나 株主平等의 原則을 달성하기 위해서는 取得節次나 方法의 정비가 取得上限을 설정하는 것보다 훨씬 효율적으로 해결할 수 있을 것이다. 取得節次나 方法이 정비되지 않는 한, 10%만 하더라도 엄청난

281)폐쇄會社의 경우에는 특히 株式시장이 존재하지 않기 때문에 株式거래의 불공정성의 문제는 결국 주주평등의 원칙위반의 문제로 전환된다. 따라서 주주에 대한 매각기회의 균등(형식적 평등), 自己株式取得가격의 적정성(실질적 평등)이 핵심적인 문제가 된다.

해악을 끼칠 수 있기 때문에 10% 上限은 理論的으로도 정당화되지 않는다.[282] 그러나 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 인정한 것만으로도 상당한 변화라고 할 수 있는데, 나아가 그 取得上限을 문제삼는다는 것은 너무 급진적이라고 생각할 수 있기 때문인 것으로 추측된다. 取得上限이 5%에서 10%로 높아진 것이 겨우 1996년 초임을 생각한다면 더더욱 그럴 수 있다. 그러나 그러한 規制가 어떤 合理的인 根據가 아니라, 다만 대폭적인 規制緩和에 대한 心理的인 거부감에서 기인한 것이라면, 이를 계속 존치시킬 필요는 없을 것이다.

2. 取得上限 廢止의 必要性

물론 위와 같은 주장은 평균값에 의존한 것이므로 실제로는 發行株式總數의 50% 이상까지 取得하는 경우를 排除할 수 없다는 비판이 있을 수 있다. 즉 일부 會社는 取得上限을 廢止하면 상당한 自己株式을 取得할 가능성이 있다는 것이다. 그러나 그것이 왜 금지되어야 하는가? 그렇게 많이 自己株式을 取得할 수 있다는 것은 여유자금이 그만큼 많다는 의미이므로, 이를 株主에게 返還한다고 하여 문제될 것이 전혀 없다. 왜 여유자금 전부를 配當하는 것은 허용되고 이를 전부 自己株式의 형태로 保有하는 것은 허용되어서는 안된다는 것인가? 오히려 會社가 대량으로 自己株式을 取得·保有하고 있는 경우에는 그에 대한 監視·規制가 더욱 용이해질 수도 있다.

결국 지금까지 우리나라의 規制方式은 手段이 적절하게 정비되지 않았다는 이유로 目的 자체를 禁止하는 방식이었다. 물론 그 폐해가 크고 그것을 실제로 막을 방법이 없다면 아무리 좋은 제도라도 도입할 수 없을 것이다. 그러나 自己株式取得의 弊害는 이제 충분히 방지될 수 있다. 證券去來法에서 取得目的에 제한이 없는 自己株式取得을 인정한 것도 그러한 판단에 따른 것이다. 그렇다면 굳이 取得上限을 둘 필요는 없다. 取得上限을 廢止하더라도 현재와 별로 달라질 것은 없으며, 설사 대량의 自己株式을 取得하는 會社가 나타난다고 하더라도 이는 위에서 설명한 이유로 바람직한 것으로도 볼 수 있기 때문이다. 결국 10% 上限이라는 것은 제

282) 10% 상한을 會社지배의 문제와 관련시킬 수 있을까? 自己株式取得규제의 근거의 하나로 會社지배의 문제에 대하여는 제3장 주64) 참조. 그러나 證券去來法상으로 제3자 명의의 取得이 허용되지 않기 때문에 출자없는 會社지배의 문제는 발생하지 않는다.

도의 도입에 따른 충격을 줄이기 위한 經過規定에 불과하며, 이제 그 역할을 다한 이상 폐지되어 마땅하다.

3. 取得上限 廢止에 따른 效果

우리 經濟界에서도 取得上限을 폐지하여야 한다는 주장에 대해 아주 소극적이라는 점에 주목할 필요가 있다. 經濟界로서는 10% 上限을 폐지하게 되면 더 많은 自己株式을 取得할 수 있어 支配權保護에 유리할 것이지만, 일반적으로 10% 上限은 支配權保護를 위하여 충분한 수준으로 인정되고 있으므로[283] 取得上限이 없어진다고 하여 특별히 유리해질 것은 없다. 오히려 그에 따른 資金負擔이 상당하기 때문에, 10% 上限이 없어진다고 하여 즉시 自己株式取得數量이 증가하는 일은 없을 것이다. 이는 현재 會社의 自己株式取得狀況을 살펴보아도 쉽게 알 수 있다. 즉 현재도 會社들은 取得上限에 훨씬 못미치는 自己株式만을 보유하고 있을 뿐인 것이다.[284]

會社의 입장에서는 이처럼 支配權保護의 문제가 중요하지만, 株主의 입장에서는 여유자금의 반환문제가 더욱 중요하다. 그러나 여유자금 반환의 측면에서 보더라도 10%는 충분한 수준이라고 볼 수 있다. 日本에서 조사된 것이기는 하지만, 1995년 3월말을 기준으로 하여 上場會社가 配當可能利益을 모두 自己株式取得에 사용한다면 얼마나 取得할 수 있을 것인지에 관한 연구가 있다.[285] 이 연구에서는 貸借對照表와 利益剩餘金處分計算書, 그리고 3월말 현재의 上場會社의 株式時價總額을 이용하여 配當可能利益 전부를 가지고 自己株式을 取得하면 얼마나 取得할 수 있을지를 계산한 결과, 평균적으로 發行株式總數의 27.8%를 取得할 수 있다고 한다.

---

283) 李文星, 前揭論文 제4장 주12), 124면-125면. 우리나라의 적대적 기업인수의 현실은 대부분의 경우 발행株式총수의 50% 이하의 株式을 取得하고 있으며, 또한 自己株式을 이용하는 것은 기존의 지배주주이기 때문에 10% 정도의 추가적인 지배권만으로도 충분히 영향력을 행사할 수 있다고 한다.

284)상장會社협의회의 1997. 8. 22. 발표에 따르면, 1997. 6월말 현재 自己株式을 보유하고 있는 상장사는 210개사이며 이들이 보유한 自己株式은 모두 72,871,075주로 自己株式을 取得한 상장사의 自己株式지분비율은 평균 2.9%에 불과하다고 한다. 물론 전체 발행株式에 대한 自己株式비율이 10%가 되는 경우도 있으며(고려제강), 그밖에 세방기업(9.99%), 신흥(9.74%), 만도기계(9.70%), 내쇼날푸라스틱(9.65%), 동서증권(9.39%), 한올제약(9.15%) 등이 높은 自己株式비율을 보이고 있으나, 이는 부분적인 현상으로 볼 수 있다. 중앙일보 1997. 8. 22. 3면.

285) 川北英隆·田宮俊治, "自己株式取得とその效果" (商事法務 第1399號, 1995), 8-10면.

여유자금의 반환은 配當을 통하여 이루어질 수도 있으므로, 만일 會社의 配當性向을 50%로만 잡더라도 取得할 수 있는 自己株式比率은 13.9%에 불과한 것이다.

나아가 이러한 법률상의 제한이 아니라 실제적인 제한까지를 고려한다면,[286] ① 會社가 현재 가지고 있는 현금·예금을 가지고 自己株式을 取得하는 경우 이 比率은 15.1%로 감소하고,[287] ② 會社가 외부로부터 자금을 조달하여 自己株式을 取得하는 경우에는[288] 다시 3.2%로 감소하게 된다. 즉 사실상 會社가 發行株式總數의 10%까지 自己株式을 取得하기란 상당히 어렵다는 것이다. 결국 이러한 논의에 의하면, 取得上限을 10%로 유지하는 것과 이를 廢止하는 것 사이에는 支配權保護의 측면뿐만 아니라 여유자금의 返還의 측면에서도 그다지 큰 차이가 없으며, 取得上限을 廢止하더라도 그 이상 自己株式을 取得하는 경우는 거의 없을 것이기 때문이다.

286) 川北英隆·田宮俊治,上揭論文, 10-11면. 이러한 현실적인 제약은, 自己株式을 取得하기 위하여는 장부상 숫자로만 존재하는 배당가능이익이 아니라 실제로 取得대금으로 지불할 수 있는 현금이 필요하다는 인식으로부터 도출된다. 현금의 유출은 會社로서는 유동성의 감소라는 심각한 결과를 가져오므로 일반적으로 會社내부의 자금으로 自己株式을 取得하는 것은 주저하기 마련이다. 그 결과 ① 그러한 현금을 어떻게 조달할 것이며, ② 그 조달에 필요한 이자율은 얼마나 될 것인가의 문제가 발생한다.

287) 이는 會社가 보유하고 있는 현금·예금이 배당가능이익보다 일반적으로 작기 때문이다. 물론 會社가 보유하고 있는 현금·예금을 전부 지출하여 自己株式을 取得한다는 것도 사실은 거의 생각할 수 없다.

288) 川北英隆·田宮俊治, 前揭論文 주61)의 연구는 세가지를 전제하고 있다. ① 會社는 자금을 외부로부터 무제한적으로 조달할 수 있으며, ② 그에 대하여 이자를 지급하여야 하고, (그 이자율은 3월말 당시 장기이자율로 가정되었다) ③ 會社는 주주에게 10%의 배당을 하고자 한다는 것이다. 법인세율은 50%로 가정되었다.

第5章 結 論

會社가 自己株式을 取得하게 되면 會社가 자기구성원이 된다는 이론적 모순이나 會社재산의 충실, 불공정거래의 예방, 주주평등의 원칙의 준수, 불공정한 會社지배 방지 등의 이유로 인하여 지금까지 商法은 自己株式의 取得을 금지하고 있다. 이에 대하여 證券去來法에서는 商法과는 달리 自己株式의 取得을 원칙적으로 허용하고, 取得方法이나 재원, 절차 등에 관하여 제한을 두고 있을 뿐이다. 會社에 적용될 수 있는 商法과 證券去來法의 입장차이는 혼란과 편법을 찾는 애매함을 초래할 수 있으므로 차제에 입장 차이를 해소하기 위한 연구가 필요하다.

證券去來法에서 自己株式의 取得을 광범위하게 인정하는 것은 자본의 국제화에 따라 經營權을 保護해야 한다는 목적이 강한 것이고 장기간의 증권시장침체를 벗어나기 위한 정책일 것이다. 이러한 정책은 상장법인이나 협회등록법인 뿐만 아니라 우리의 모든 會社에게도 필요할 것이며, 자율적인 기업풍토조성에도 기여할 수 있을 것으로 판단된다. 다만 우리나라의 주권상장법인은 自己株式에 관하여 ①그 取得 事由에 대해서 아무런 제한을 두고 있지 않으며, ②그 取得에 있어 株主總會決意 등의 통제절차를 밟을 필요가 없기 때문에 우리법은 미국을 제외한 대부분의 국가보다 주권상장법인의 自己株式取得을 자유롭게 허용하고 있는 편이라고 할 수 있다. 종래 自己株式取得을 禁止하였던 이유, 특히 不公正去來의 모습이 나타난다면 理事에게 책임을 강하게 추궁하는 방법에 의하더라도 지금까지 自己株式取得禁止의 原則과 같은 효과를 거둘 수 있으므로, 商法에서도 제341조의 규정을 證券去來法에서와 같이 自己株式取得을 허용하는 내용으로 개정하여야 할 것이다.

2001년 일본의 개정상법은 많은 것을 시사하고 있다. 일본도 종래는 우리 商法의 경우와 같이 원칙적으로 自己株式取得을 금지하고 예외적으로 몇몇 경우에만 이를 인정하고 있었다. 그러나 일본은 미국의 경우와 같이 점진적으로 개정을 계속하여 왔고, 이번의 개정을 통해 自己株式의 取得에 대하여 통일성 있는 최소한의 규제로 정리하였다는 인상을 준다. 이번 개정은 적절한 處分規制를 마련함으로써 보유형의 自己株式取得에 대하여도 목적규제를 폐지하는 것이 가능하다는 구상을 기초로 한 것으로, 그 발상의 전환은 평가할만한 것이다.

그럼에도 불구하고 金庫株 解禁이 이 정도로까지 세간의 화제가 되고 논점이 된 까닭은, 주

가대책이라고 하는 정책이 전면에 나왔기 때문이라고 생각된다. 株式의 상호소유의 해소가 진행되는 가운데, 급격히 공급과다가 된 自己株式을 단순히 주가를 유지하기 위해서만 대량으로 사들이는 것이 주가 대책이라고 한다면, 극단적인 경우 그것은 주가조종이라는 비난을 면치 못할 것이다. 오히려 自己株式의 取得은 이러한 즉효성이 있는 행위가 아니라 시장에 대한 경영자의 생각을 전달하는 효과를 발휘하는 수단으로서 이해되어져야 할 것이다.

규제를 완화하는 것은 經營者의 재량을 넓히는 것이지만 반면에 책임을 무겁게 하는 것이다. 自己株式의 取得에 대한 제한을 商法이 완화한다고 하여 경영자가 불공정을 만연시킨다면 책임있는 경영자는 그 책임을 면하지 못할 것이다. 따라서 우리 商法에서도 시장의 健全性 維持와 經營者의 엄중한 책임을 연구하면서, 상법 제341조를 개정하여 證券去來法 제189조의 2 및 일본의 2001년 개정상법의 취지와 같이 會社가 自己株式을 자유롭게 取得할 수 있도록 하는 立法政策을 수립해야 할 것이다.

參 考 文 獻

<國內文獻>

金建植. 「美國證券法」. 弘文社, 1996.

金星基. 「現代中級會計」. 茶山出版社, 1997.

金英晴. 「中級會計」. 博英社, 1995.

朴吉俊. "自己株式에 관한 小考". 崇田大學校論文集 第4輯, 1973.

李泰魯·李哲松. 「會社法講義」. 博英社, 1996.

林在淵. 「美國會社法」. 博英社, 1995.

鄭東潤. 「會社法」. 法文社, 1997.

崔基元. 「新會社法論」. 博英社, 2000.

金建植. "改正證券去來法의 公開買受制度." 「人權과 正義」 제248호, 1997.

金東建. "自己株式의 取得禁止." 「裁判資料 第37輯 會社法上의 諸問題(上)」, 法院行政處, 1987.

金興洙. "自己株式取得規制에 관한 小論." 「企業環境의 變化와 商事法, 椿江孫珠瑩敎授 古稀記念論文集」, 三省出版社, 1993.

朴榮吉. "從業員持株制度의 商法上의 諸問題." 「經濟法·商事法論集, 椿江孫珠瑩敎授 停年記念論文集」, 博英社, 1989.

朴晋泰. "自己株式에 관한 比較法的 硏究." 釜山大學校 法學博士學位論文, 1986.

_____. "自己株式取得禁止의 緩和." 「霽南姜渭斗博士 華甲紀念 商事法論叢(上)」, 螢雪出版社, 1996.

孫 晟. "證券去來法上 STOCK-OPTION 制度의 導入과 法制的 檢討." 「法曹」第46卷

第1號, 1997.

宋沃烈. "自己株式에 관한 硏究." 서울대학교 법학석사학위논문, 1998.

宋種俊. "改正 公開買受制度의 內容과 爭點." 「度岩金敎昌辯護士 華甲紀念論文集」, 1997.

安修賢. "最近 獨逸의 株式法 改正動向." 「法學」第38卷 第2號, 서울大學校, 1997.

梁東錫. "自己株式取得의 制限에 관한 考察."「企業法硏究」第9輯, 2002.

玉武錫. "株式買受選擇權 課稅制度."「租稅法硏究」 第3卷, 1997.

兪相玉. "우리社株組合 活性化를 위한 改善方案." 「上場協」第20號, 1989.

尹榮信. "社債權者 保護에 관한 硏究: 株主와 社債權者의 利益衝突을 中心으로." 서울大學校 法學博士學位論文, 1997.

李基秀. "獨逸株式法改正을 위한政府草案." 「度岩金敎昌辯護士 華甲紀念論文集」, 1997.

李文星. "自己株式取得制限制度의 改善方向." 「上場協」 第33號, 1996.

林在淵. "上場法人의 自己株式取得制度." 「人權과 正義」 第225號, 1995.

丁南聲. "自己株式取得規制에 관한 硏究." 「證券調査月報」 第184號, 1992.

鄭泰雨. "自己株式에 관한 硏究." 서울대학교 法學博士學位論文, 1985.

鄭熙喆. "自己株式取得의 問題點." 「法曹」 第25卷 第12號, 1976.

周永樂. "主要先進國의 自己株式取得規制." 「商事法의 基本問題, 海巖李範燦敎授 回甲紀念論文集」, 三英社, 1993.

崔基元. "商法改正案에 대한 問題點의 再考." 「霽南姜渭斗博士 華甲紀念 商事法論叢(上)」, 1996.

崔相哲. "從業員持株制度의 活性化를 위한 改善方案." 「上場協」第20號, 1989.

崔埈璿. "從業員持株制度의 活性化方案 : 自己株式 活用方案을 중심으로." 「上場協」第31號, 1995.

黃善雄. "現行 從業員持株制度의 問題點 및 活性化方案." 「上場協」第30號.

<國外文獻>

鈴木俊守・竹内昭夫. 「會社法」. 有斐閣, 1994.

江頭憲治郎. “自己株式取得規制の緩和問題について.” 「商事法務」 第1302號, 1992.

宮 島 司. “自己株式取得規制緩和論と會社法.” 「法律時報」 第65卷 第7號, 1993.

吉戒修一. “自己株式取得及び保有規制に關する問題點について(上).” 「商事法務」第1316號, 1993.

_____. “平成六年商法改正法の解說(2).” 「商事法務」 第1362號, 1994.

_____. “平成六年商法改正法の解說(3).” 「商事法務」 第1363號, 1994.

_____. “平成六年商法改正法の解說(5).” 「商事法務」第1365號, 1994.

_____. “平成六年商法改正法の解說(6).” 「商事法務」第1366號, 1994.

吉戒修一・杉江潤・竹内昭彦. “自己株式取得規制に關する歐洲調査團の調査結果の概要.” 「商事法務」第1334號, 1993.

吉戒修一・中西茂. “商法及び有限會社法の一部改正の概要.” 「ジュリスト」 第1052號, 1994.

吉原和志. “自己株式取得規制の緩和に關する論点(一).” 「民商法雜誌」 第107卷 第3號.

大森通伸. “自己株式取得の規制緩和に伴う證券取引法の改正の概要.” 「商事法務」 第1361號, 1994.

森 本 滋. “自己株式取得規制の緩和論について.” 「現代企業と有價證券の法理」, 有斐閣, 1994.

石 黑 徹. “自己株式取得と證券取引法: インサイダー取引・上場操縱の關係を中心として.” 「商事法務」 第1442號, 1996.

神崎克郎. “自己株式取得規制の緩和と商法・證取法.” 「商事法務」 第1349號, 1994.

神田秀樹. “自己株式取得と企業金融(下).” 「商事法務」 第1292號, 1992.

山崎龍治. “從業員持株會への讓渡を目的とした自己株式取得: 大和證券の事例について.” 「商事法務」第1397號, 1995.

神崎克郎. “藤田觀光事件の法的檢討.” 「商事法務」 第1332號, 1993.

神崎克郎. “協同飼料事件の最高裁決定.” 「商事法務」 第1366號, 1994.

神田秀樹. “自己株式取得と企業金融(下).” 「商事法務」 第1292號, 1992.

岸田雅雄. “自己株式取得規制緩和と證券取引法・租稅法.” 「ジュリスト」 第1029號, 1993.

龍 田 節. “自己株式の取得と株主の平等.” 「法學論叢」 第134卷 第5・6號, 1994.

岩原紳作. “自己株式取得規制の見直し(上).” 「商事法務」 第1334號, 1993.
岩原紳作. “自己株式取得規制の見直し(下).” 「商事法務」 第1335號, 1993.
龍 田 節. “違法な自己株式取得の效果.” 「法學論叢」 第136卷 第4·5·6號, 1994.
園田成晃. “美國の長期インセンテイブ報酬制度(上).” 「商事法務」第1385號, 1995.
前 田 庸. “商法および有限會社法の一部を改正する法律案要綱(下).” 「商事法務」 第1347號, 1994.
前田雅弘. “自己株式取得と取締役の責任.” 「ジュリスト」 第1052號, 1994년.
川北英隆·田宮俊治, “自己株式取得とその效果.” 「商事法務」第1399號, 1995.
青竹正一. “閉鎖會社の自己株式取得.” 「ジュリスト」第1052號, 1994.
青木重仁. “自己株式取得規制の緩和に伴う證券取引法關係政省令の改正等の概要.” 「商事法務」 第1369號, 1994.
倉澤康一郎. “公開會社の自己株式取得規制緩和.” 「ジュリスト」 第1029號, 1993.
村松洋平. “自己株式の利益消却の實務(下).” 「商事法務」 第1401號, 1995.

Cozian, Maurice et Alain Viandier, 「Droit des Sociétés」, Litec, 1992.
Gower, L. C. B., 「Principles of Modern Company Law」, Sweet & Maxwell, 1992.
Hamilton, Robert W., 「The Law of Corporations in a Nutshell」, West Publishing Co., 1991.
Klein, William A. and John C. Coffee, Jr., 「Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles」, The Foundation Press, 1993.
Wainman, David, 「Company Structures」, Sweet & Maxwell, 1995.

Brudney, Victor, “Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations”, 71 California Law Review 1072, 1983.