



### 저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



**저작자표시.** 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



**비영리.** 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



**동일조건변경허락.** 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

**저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.**

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2006年度 2月

博士學位論文

株式會社의 資本調達 便宜性  
提高를 위한 方案

- 無額面株式制度의 導入論을 中心으로 -

朝鮮大學校 大學院

法學科

鄭 淳 馨

株式會社의 資本調達 便宜性  
提高를 위한 方案

- 無額面株式制度의 導入論을 中心으로 -

*A study on the Easiness of Capital Supply in Corporation*

- *Introduction of the No-Par Value Shares* -

2006 年 2 月 日

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

鄭 淳 馨

株式會社의 資本調達 便宜性  
提高를 위한 方案

指導教授 金 英 坤

이 論文을 法學博士學位申請論文으로 提出함

2005 年 10 月 日

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

鄭 淳 馨

鄭淳馨의 博士學位論文을 認准함

委員長            大學校      教 授                            印

委 員            大學校      教 授                            印

2005 年 12 月      日

朝鮮大學校 大學院

# *ABSTRACT*

## *A study on the Easiness of Capital Supply in Corporation*

Jung, Soon-Hyoung

Advisor : Prof. Kim, Young- Gon. Ph.D.

Department of Law

Graduate School, Chosun University

Generally, be intoxicated with a format of the stocks which are the ratio unit that a company has regular capital by contributions of employees (a shareholder), and a rank of an employee was subdivided equally, and an employee is the direct company which does not undertake it about company creditors bearing contribution duty with limit to acceptance value of the stocks. Therefore, a company takes a characteristic capital structure way capital does stocks in a unit, and to be composed, and limited liability warnings of a shareholder and a concept element most important of a company become it. That is, be the things that govern success or failure of the company whether you are not whether you can procure smoothly the fund that it continuously takes so that there is punctually a mobility, and is important.

Be can divide in two ways greatly a capital supply way of a company, and issue the only new stock, and to increase equity capital, and be for another to procure stranger capital through issuance of a corporate bond or money borrowing etc. For there to be a problem about the selection that must procure stranger capital whether a company must procure equity capital if which is uniformly better than it more, cannot do it, and be most

appropriate for it according to a situation of a company and circumstances must select a means.

Revised the 1998 commercial law in order did it instead of IMF economy assistance and trouble of the world economy that would change and opacity frost, and to overcome the limit point that a par stock system had. That is, nominal enemy legislation minimizing back face value lowering one week of amount with 100 won in minimum 5000 won was performed, but there is still the side that was hard to keep promptness anger of capital supply as is difficult of capital supply, and exist without face value and relation if face value falls short of current market in case of new equity issue. Therefore, introduction of a new system is serious, and see it if we see it at stream on a laws of an each nation and the dimensions that will be helpful to practical capital supplies and operation of a company.

These papers will analyze foreign legislative case with comparison on reasonable capital supply ways of a company forming sound company financial structure. Therefore, be leaving the object in attempting it in development to be sound of the company which derive a problem on our commercial law, and present introduction theory of a No-par stock formula as an improvement plan about him and alternatives to overcome anger ceiling of a par stock system, and a base of national economy becomes.

Must try to review the following matters in introducing it of the only No-par stock formula system of the new system that the convenience anger can be raised in equity capital supply ways.

First, Be of to permit issuance of a No-par stock formula to all companies, no, what preference applies to a listing/registration company of The Securities and Exchange Law without mountaintop problem of amount of issue will be proper.

The second, a need to prevent from run side by side as there is worry

to let abolish par stock, and you increase disorder if we introduce completely a No-par stock formula about a parallelism problem, and issuing a No-par stock formula and par stock in the same companies is not.

The third, Substantially permit it as a difference is not to rights event way of a quantum, contents of rights, and be proper in the problem that there is of to admit, a No-par stock formula and conversion of par stock.

The fourth, a capital structure problem composing the capital that is the maximum difficult point how occur about, a type of a No-par stock formula, and introduction of a recording formula No-par stock formula and a Stated value No-par stock formula is more appropriate for it than the solution, and see it.

The fifth, must do it so as is based on a principle of capital faithfulness, and to compose capital with the whole of amount of issue like par stock systems in a problem of capital structure as introduce a No-par stock formula, and there is it. Must play it as play an amount of issue part to paid-in capital so that reserves can appropriate it. Too these cases what do so as to deposit it in the articles of incorporation or resolution of the general meeting of shareholders can be taken into consideration than discretion of the board of directors.

Finally, for be defective by introduction of a No-par stock formula system, but the Securities and Exchange Law or care of a re-law relating to securities run side by side, and a supplementation book to have to minimize the risk, specially, must consist by emphasis by an investor or company creditors protection.

# 目 次

## ABSTRACT

제1장 序 論 .....	1
제1절 研究의 目的 .....	1
제2절 研究의 範圍 및 方法 .....	4
제2장 資本調達에 관한 外國의 立法例 .....	6
제1절 英美法系 .....	6
I. 英 國 .....	7
II. 美 國 .....	7
제2절 大陸法系 .....	9
I. 獨 逸 .....	9
1. 獨逸 會社法 및 資本市場 關聯法の 修正 .....	9
2. 最近 會社法の 具體的 改正 內容 .....	11
II. 日 本 .....	15
1. 2001년 개정 이전의 株式制度 및 改正 動向 .....	16
2. 2001년 6월 商法改正 以後 .....	16
제3장 商法上的 資本調達 體系 .....	21
제1절 資本의 概念 .....	21
I. 資本의 意義와 基本原則 .....	21
1. 資本의 意義 .....	21
2. 資本의 基本原則 .....	22

II. 資本에 관한 立法主義 .....	33
1. 授權資本制度 .....	33
2. 總額引受主義 .....	35
제2절 資本調達方法 .....	36
I. 商法上 資本調達の 方法 .....	36
1. 自己資本 .....	36
2. 他人資本 .....	42
II. 資本調達에 있어서의 商法上 制度의 限界 .....	48
1. 額面株式制度의 概念 .....	49
2. 額面株式制度의 長短點 .....	49
3. 額面株式制度의 限界 .....	53
제4장 無額面株式制度의 導入論 .....	56
제1절 無額面株式의 概念 .....	57
I. 無額面株式의 意義 .....	57
II. 無額面株式의 類型 .....	59
1. 不眞正無額面株式·眞正無額面株式 .....	59
2. 比例株式·持分株式 .....	61
III. 無額面株式制度의 長·短點 .....	61
1. 會社와 株主의 立場 .....	62
2. 제3자의 立場 .....	73
제2절 無額面株式制度의 立法例 .....	77
I. 英美法係 .....	77
1. 英 國 .....	77
2. 美 國 .....	79
II. 大陸法係 .....	84
1. 獨 逸 .....	84
2. 日 本 .....	90

제3절 株式의 發行價額과 資本의 構成 .....	93
I. 株式의 發行價額 .....	93
1. 意 義 .....	93
2. 無額面株式의 發行價額의 決定 .....	94
3. 無額面株式의 發行價額에 관한 法律上的 制限 .....	95
4. 無額面株式의 發行價額에 관한 衡平上的 制限 .....	99
5. 無額面株式引受人의 責任 .....	101
II. 資本의 構成 .....	102
1. 資本에 관한 原則과의 關係 .....	103
2. 株式의 發行對價로부터의 資本構成 .....	104
3. 資本과 剩餘金의 처리 .....	107
4. 株式과 資本의 斷絶 .....	109
제4절 無額面株式制度의 導入檢討 .....	110
I. 現行法上 無額面株式制度의 導入可能性 .....	110
1. 資金調達 圓滑化의 도모 .....	110
2. 發行價額의 公正性 擔保 .....	112
3. 資本充實과 資本剩餘金 .....	114
II. 無額面株式制度의 導入時의 檢討事項 .....	115
1. 企業經營의 透明性 確保 .....	116
2. 發行 가능한 株式會社 .....	117
3. 額面株式과의 關係 .....	119
4. 無額面株式과 額面株式의 相互轉換 .....	119
5. 株式의 分割 및 併合 .....	120
6. 發行價額 및 資本의 構成 .....	121
7. 無額面株式의 會計 .....	123
제5장 結論(立法論) .....	124
參攷文獻 .....	127

# 제1장 序 論

## 제1절 研究의 目的

일반적으로 주식회사(Aktiengesellschaft, company limited by shares, corporation)는 사원(주주)의 출자에 의한 일정한 자본을 가지고 사원의 지위가 균등하게 세분화된 비율적 단위인 주식의 형식을 취하며 사원은 그 주식의 인수금액을 한도로 출자의무를 부담할 뿐 회사채권자에 대하여 직접 책임을 지지 않는 회사이다<sup>1)</sup>. 그러므로 주식회사는 자본이 주식을 단위로 하여 구성되는 독특한 자본구성방법을 취하며 자본은 주식, 주주의 유한책임주의와 함께 주식회사의 가장 중요한 개념요소가 된다. 또한 자본주의 경제사회에 있어서 기업은 이윤을 추구하기 위하여 치열한 경쟁을 하게 되고, 이에 따라 기업은 생산성을 제고하기 위해 대규모의 설비투자를 하거나 유능한 종업원을 확보하기 위해 노동조건을 개선하거나 또는 새로운 제품을 개발하기 위해 연구비를 투자하는 등 기업경쟁에서 이기기 위한 부단한 노력을 하게 된다. 이러한 목적을 달성하기 위하여 주식회사에 있어서는 회사설립시에 주금액의 납입을 통하여 집적된 회사재산만으로는 자본의 수요를 충족시킬 수 없게 되므로, 계속 소요되는 자본을 적기에 기동성 있게 원활히 조달할 수 있느냐 없느냐가 그 기업의 성패를 좌우할 만큼 중요한 것이다.

이에 주식회사의 자본조달방법을 크게 두 가지로 나누고 있는데, 하나는 신주를 발행하여 자기자본을 증가시키는 것이고, 또 다른 하나는 사채의 발행이나 금전차입 등을 통하여 타인자본을 조달하는 것이다. 자기자본은 회사의 존속 중에는 반환되지 않고, 회사 자체에 내재되는 재산의 계산상의 총액을 말하는데 비해 타인자본은 변제기가 도래하면 이익발생 여부와 관계없이 회사가 반환해야 할 재산액으로 회사 채권자로부터 받은 상품, 금융신용 모두를 포함한다. 자

1) 최준선, 「회사법」, 삼영사, 2004, 103면; 정동윤, 「상법(상)」, 법문사, 2003, 343면.; 최기원, 「상법학신문(상)」, 박영사, 2000, 573면.

기자본조달의 장점은 주식을 소각(자본감소)하지 않는 한 주금 반환에 대한 부담이 전혀 없고 이익배당도 배당 가능한 이익의 다소를 기준으로 하여 이익이 없거나 오히려 결손이 생긴 때에는 배당을 하지 않아도 되며, 자기자본의 비율이 높을수록 당해 회사는 물론 거래의 상대방도 안정적인 기업거래를 할 수 있다는 점이 있다. 반대로 단점은 이익이 증가하는 배당의 부담이 늘어나고, 또 주식인수자와 인수수량에 따라 회사의 지배구조에 영향을 줄 수 있을 뿐 아니라 현재의 주가나 회사전망에 대한 투자자의 인식에 따라 액면가 이상의 발행이 어려울 수도 있다는 점이다. 반면에 타인자본조달의 장점은 회사의 경영권에 영향을 받지 않고 자본을 조달할 수 있고 일시적인 자본 수요에 대응하기에 적합하며 이익배당에 대한 부담이 없다는 점이다. 그러나 회사의 신용상태가 좋지 않을 때에는 자본 조달이 곤란하고 경우에 따라서는 이자의 부담이 회사의 재정을 압박할 우려가 있으며 지나친 타인자본의 조달은 재무구조를 악화시킨다는 단점이 있다.

회사가 자기자본을 조달해야 하느냐, 타인자본을 조달해야 하느냐의 선택에 대한 문제가 있는데, 일률적으로 어느 쪽이 더 낫다고는 할 수 없으며 회사의 상황과 형편에 따라 가장 적절한 수단을 선택해야 한다. 이러한 다양한 자본조달방법 중 주식회사는 특히 자기자본에 의한 신주발행을 통해 대규모로 자본을 집중하고 있으며 우리나라의 경우 1984년의 상법 개정에서는 자본조달의 편의를 위한 직접·간접의 규정도 채택하기도 하였다.

한편 현행 상법은 “1주의 금액은 100원 이상으로 하여야 한다”(제329조 4항)라고 규정하여 액면주식만을 인정하고 있고 권면액이 기재되어 있지 않는 무액면주식은 인정하지 않고 있다.<sup>2)</sup> 이는 주주간의 평등 내지 공정성의 확보라는 측면, 회사채권자의 신용제공 결정의 요소 및 담보적 기능 등 그 장점들의 효용성이 크기 때문에 액면주식제도를 취하고 있는데, 예를 들어 신주를 발행하여 증자를 하고자할 때도 액면가 이상의 납입이 이루어짐으로서 회사의 자본충실을 도모할 수도 있고 액면미달발행을 금지하는 규정(상법 제330조)을 두어 자

2) 무액면주식제도를 도입하여 우리나라의 주식회사로 하여금 무액면주식을 발행할 수 있게 하려면 특별법을 제정하거나 상법 개정절차를 밟아야 한다.

본충실을 지키고자 하였다. 물론 예외적으로 법원의 인가와 주주총회의 특별결의 등 일정 조건 하에서는 액면미달발행(상법 제417조)을 허용하였다.

그러나 IMF경제지원과 변화해 가는 세계경제의 불황과 불투명성이 증가하고 있으므로써 액면주식제도의 한계점이 드러나기 시작하였고 이를 극복하기 위하여 1998년 상법 개정을 통해 1주 금액을 최저 5000원에서 100원으로 낮추는 등 액면가를 최소화하는 명목적입법도 이루어졌지만, 신주발행 시에 액면가가 시중가를 하회하는 경우에는 액면가와 관계없이 자본조달의 어려움이 존재하기 때문에 자본조달의 신속성을 유지하기 힘든 측면이 여전히 있게 된다. 이에 각국의 입법례에서는 무액면주식제도의 운용과 특히 일본의 경우에는 상법 개정을 통해 무액면주식으로 일원화가 현재 이루어지고 있음에 주목을 하여야 하며 이처럼 현행 상법에서 규정하고 있는 액면주식에 한정되는 자기자본 조달제도로는 발 빠른 경제현상과 그로 인한 기업의 자본조달에 일정의 한계점을 드러내고 있고, 또한 1주 금액이 100원이라는 명목적인 액면가액을 고려해 볼 때 각국의 법제상의 흐름과 기업의 실질적 자본조달 및 운영에 도움이 되고자하는 차원에서 본다면 새로운 제도의 도입이 절실하다고 본다. 우리나라도 이에 대하여 1998년 상법 개정 전에도 이미 새로운 제도의 하나로 인정되는 무액면주식제도의 도입논의가 있었지만 개정 상법에는 무액면주식제도에 관한 그 어떤 규정도 없었고, 단지 1998년 말에 뮤추얼펀드(mutual fund)<sup>3)</sup>를 도입하면서 증권투자회사법 제43조 제2항에서 무액면주식의 발행을 허용하였으며 이러한 무액면주식의 발행은 상법과 증권거래법에도 그 도입의 동기를 부여할 수 있을 것으로 본다.

따라서 본 논문에서는 건전한 기업재무구조를 형성하는 기업의 합리적인 자본조달방법에 관하여 외국 법제와 우리 법제를 비교·검토함으로써 우리 상법상의 문제점을 도출하고 그에 대한 개선방안 즉 액면주식제도의 한계성을 극복하는 대안으로 무액면주식의 도입을 입법론으로 제시함으로써 국민경제의 바탕이 되는 주식회사의 건전한 발전을 도모하는 데에 그 목적을 두고 있다.

3) 뮤추얼펀드(mutual fund)란 다수의 투자자들로부터 자본을 모아 주식 채권 등의 유동자산에 분산투자 하는 제도로서 이는 투자액에 상당하는 만큼의 주식을 주주에게 배정하도록 하는 것으로 투자자들은 증권투자회사에 주주의 자격으로 참가하게 된다.

## 제2절 研究의 範圍 및 方法

회사를 운영함에 있어 자기자본은 재무구조의 안정성과 최소한도의 신용확보를 위하여 필수적이므로 자기자본의 조달이 확실함과 동시에 편의성이 도모되어야 한다. 따라서 본 논문에서는 자기자본조달방법에 있어서 그 편의성이 제고될 수 있는 새로운 제도의 하나인 무액면주식제도의 도입의 이론적 근거를 제시하고 현행 상법하에서의 도입론을 살펴보았다.

본 논문은 총 5개의 장으로 구성하였다.

제1장에서는 연구의 목적과 범위 및 방법에 대하여 기술하였으며,

제2장에서는 자본조달의 편의성이란 문제에 가장 기본적이고 바탕이 되는 외국의 자본조달의 입법례를 중심으로 영미법계와 대륙법계를 비교법적으로 살펴 보았으며 자기자본조달의 방법인 신주발행 즉 주식제도에 대하여 각국의 현행 상법이나 회사법의 규정과 최근 개정 동향을 살펴보고 더불어 각국의 자본조달의 제반 내용을 검토하였다.

제3장에서는 우리나라 상법에서 규정하고 있는 자본조달의 체계를 그 개념과 입법주의, 방법 등을 먼저 언급하였고 이에 따르는 상법에서 인정하고 있는 액면주식제도를 개념 및 장·단점 등을 통하여 현행 우리나라의 자본조달에 있어서의 상법상의 한계 즉 액면주식제도의 한계점을 검토함으로써

제4장에서는 제3장에서 언급한 액면주식제도의 한계를 극복하는 방안으로서 무액면주식제도에 대하여 그 개념 및 유형과 장·단점을 특히 무액면주식을 발행하였을 때의 회사와 주주 및 제3자의 입장에서 검토·대비하여 살펴보았다. 또한 무액면주식제도를 시행하고 있는 주요 국가의 입법례를 비교·검토함으로써 현행 상법하에서 무액면주식제도의 도입에 따르는 주식의 발행가액과 자본구성을 어떻게 할 것인가를 살펴보았고 도입시에 검토하여야 할 문제와 그에 따르는 해결방안을 같이 모색하였다.

그리고 제5장에서는 무액면주식제도의 도입에 따르는 상법상의 입법적 문제를 제시함으로써 결론에 도달하고자 하였다.

연구의 방법으로서 본 논문은 주식회사의 자본조달의 방법의 편의성이라는 논제에 접근하기 위하여 각국의 입법례를 비교, 검토하는 비교법적 방법과 외국의 문헌을 중심으로 국내의 논문과 학술지를 참조하여 연구하는 법해석학적 방법을 택하였다. 또한 자본조달방법의 분류로 자기자본조달방법과 타인자본조달방법 중 편의성 제고를 위한 방안으로 무액면주식제도의 도입을 논하므로 자기자본조달방법의 주식제도를 중점적으로 논하였다.

## 제2장 資本調達에 관한 外國의 立法例

기업, 즉 주식회사에 있어서 가장 중요한 것은 자본조달인데 종래에는 자본조달의 기동성을 중시한 반면에 오늘날에는 자산의 효율적인 운영과 적절한 자산의 구성을 중요시하고 있다. 더 나아가 내용이 서로 다른 종류주식의 주주간의 이해조정 면까지도 요구되고 있는 실정이다. 물론 양자 모두의 조화가 가장 원칙적이고 합리적인 방법이라 생각되지만 확일적으로 주식과 사채라는 이분법으로는 합리적인 자본조달이라는 명제에 부응할 수가 없고, 자본조달의 편의성이라는 측면까지 강조되고 있는 상황에서 최근 외국에서는 자기자본조달의 방법인 주식제도에 관한 법제도 종래보다 많이 유연성있게 변화되어 가고 있는 실정이다. 이런 점을 고려하여 본 장에서는 영국과 미국을 중심으로 하는 영미법계와 독일과 일본을 중심으로 하는 대륙법계에서 논의되고 있는 주식회사의 자본제도를 회사법을 바탕으로 하여 현재 적용되고 있는 법제와 최근 개정의 동향을 비교법적으로 살펴보고 이를 통하여 후술하는 우리 상법에서의 문제점과 개선방안에 대하여 참고하고자 한다.

### 제1절 英美法系

현행상법은 자본조달의 기동성과 탄력성을 도모하기 위하여 영미법상의 수권자본제도를 채택하였다. 그러나 우리 상법은 회사채권자 보호라는 관점에서 자본유지와 충실의 원칙에 바탕을 둔 자본제도를 가지고는 있지만, 특히 미국은 최근에 엄격한 자본제도를 상당히 완화하고 있는 실정으로써 이하에서는 영미법의 회사법상 자본제도 등을 영국과 미국을 중심으로 살펴보기로 한다.

## I. 英 國

영국회사법상 주식회사는 “주식자본(share capital)을 가지고, 그 사원의 책임은 주식 또는 보증에 의하여 제한되며, 기본정관에 주식회사라고 기재되고, 등록 또는 재등록된 회사”를 말한다(CA 제1조 3항). 독일과 비교할 때 가장 중요한 차이점은 수권자본제를 취하고 있으므로 일반적으로 회사의 성립이 용이하고 또한 증자를 통한 회사의 자본조달이 용이하다. 그러나 최저(수권)자본 및 이익의 4분의 1이상이 납입됨을 요하는 제한이 있다(CA 제101조 1항 2항).

회사는 주식을 발행하여 금전 또는 현물(예컨대, 영업양수의 대가 등)로 납입받을 수 있다(CA 제99조). 금전에 의한 납입은 주식의 액면가액 또는 그 이상의 발행가액을 현금으로 납입하는 것인데, 이는 전액납입될 수도 있고 분할납입될 수도 있다. 주식을 할인발행할 수는 없지만 (CA 제100조) 액면가액 이상으로 발행될 수 있는데, 이 경우에 액면초과액은 자본준비금으로 적립되어야 한다.

## II. 美 國

미국의 각 주 회사법은 전통적으로 자본제도를 규정하고 있었으나 현재 자본제도를 폐지한 주가 많고, 자본제도를 유지하고 있는 주의 회사제정법에 있어서는 법정자본(legal capital)이라고 하는 것은 액면주식의 액면총액과 무액면주식 발행의 경우 이사회가 자본으로 계상할 것으로 결정한 액<sup>4)</sup>을 말하는데 현재는 주식을 발행할 때에 그 액면액이 매우 낮은 가액으로 정해져있고 주주는 그 액면액을 대폭 초과한 금액으로 납입하는 저액면주식(low par stock) 또는 무액면주식(no par stock)이 발행되는 것이 일반적이다.

신주발행에 있어서는 수권자본의 범위내에서 이사회가 결정하는데<sup>5)</sup> 무액면주

4) 델라웨어 일반회사법(Delaware General Corporation Law)§154; 뉴욕사업회사법(New York Business Corporation Law)§506.

5) 델라웨어 일반회사법§161; 뉴욕사업회사법 §501(a), 701; 캘리포니아 회사법(California

식의 발행가액은 이사회가 자유롭게 정할 수 있으나 액면주식의 액면미달발행은 금지된다.<sup>6)</sup> 그러나 액면주식의 액면액은 이사회가 자유롭게 정할 수 있고 최저자본금제도는 존재하지 않으며, 더불어 미국의 전통적인 주법에서는 주식발행시의 자본충실과 관련하여 현물출자된 재산이 과대평가된 경우 현실적으로 액면액에 상당하는 것이 납입되지 않았음에도 전액납입된 것으로 하여 발행된 주식을물탄주식(watered stock)이라 하여 규제하고 있는데 관례에 의하면 차액 지급책임으로써 회사채권자는 일정한 요건하에서 물탄주식의 발행을 받은 주주에 대하여 액면액과 실질적인 납입액과의 차액을 회사 또는 회사채권자에게 지급할 것을 청구할 수 있다.<sup>7)</sup> 그러나 현재에는 저액면주식 또는 무액면주식이 일반적으로 물탄주의 문제는 그 중요성을 상실했다고 보며<sup>8)</sup> 캘리포니아 회사법 전과 모범회사법은 액면주식과 법정자본제도를 폐지하였고 이 경우에는 물탄주는 문제되지 않는다.<sup>9)</sup>

이와 같이 미국에서는 오늘날 자본제도는 회사채권자나 투자자보호를 위한 기능을 한다고 보기 어렵게 되어있으며 증권법상의 공시제도나 이사의 충실의무의 강화에 의하여 실현하고 있다.

Corporation Code)§300(a), §400(a).

6) 델라웨어 일반회사법§153(a)(b); 뉴욕사업회사법§504(c)(d).

7) Robert W. Hamilton, The Law of Corporation, 6th Ed., St. Paul : West Publishing Co., 1998, pp.145-146; James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, Corporation, Aspen Law & Business, 1997, pp.490-491.

8) Melvin Aron Eisenberg, Corporations and Other Business Organizations - Cases and Materials, 8th ed. 2000, pp.1283-1284.

9) Model Business Corporation Act Annotated Third Edition, 1993 supplement, vol .1, prentice Hall Law & Business, §6.21, pp.357-360; James D.Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, op. cit., pp.537, 542.

## 제2절 大陸法系

대륙법계의 대표적인 독일은 주식회사관계법의 개정이 매우 잦은 편에 속하여 매우 복잡·난해한 점이 있고, 일본은 2001년, 2002년, 2005년 「회사법제의 현대화」를 위한 상법 개정을 통해 자본제도에 관한 기업의 기동적·탄력적인 재무구조 변경에 대한 비판을 견지하던 것을 세계화에 의한 환경변화에 대응하는 법개정을 이루게 되었다. 아래에서는 자본제도에 관한 독일과 일본의 최근 회사법의 개정 동향과 그 내용에 대하여 살펴보고자 한다.

### I. 獨逸

#### 1. 獨逸 會社法 및 資本市場 關聯法の 修正

독일의 회사법과 자본시장 관련법이 본격적으로 변화하기 시작한 것은 1990년대 중반부터로 여기에는 유럽연합(EU)의 회사법 및 금융시장 통합입법에 의한 국내적 의무의 이행도 포함되지만 세계화의 진행과 그에 의한 기업 환경의 변화가 보다 더 큰 원인이 되었다. 1990년 10월의 통일에 따른 경제의 변화도 영향을 미쳤는데 미국에서 시작된 기업의 인수·합병(M&A) 붐은 독일을 포함한 유럽 시장에도 큰 영향을 미쳤던 바, 이를 통해 영미식의 회사지배구조와 자본시장의 원리가 독일에도 전파 되었고 증권시장의 발달은 영미계 기관투자자들의 독일 기업들에 대한 투자를 증가시켜 그들을 통해 주주이익 중심의 모델이 점진적으로 독일에 유입되기 시작하였다. 이렇게 시장에서의 변화에 의해 독일은 개혁의 필요성을 인식하였고 우선, 1989년, 1994년<sup>10)</sup>, 1997년에 자본시장을 육성하기 위해 1, 2, 3차 자본시장육성법(Finanzmarktförderungsgesetze)이 제정되었으며, 독일에 있어서의 제도 개선은 1998년의 ‘기업영역에서의 통제와 투명

<sup>10)</sup> 제2차 입법조치는 독일 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz)의 제정을 포함한다. 독일의 학계는 증권거래법 제정 다음 해에 이 법의 주석서를 선 보인 바 있다(Heinz-Dieter Assmann & Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar 1995 참조).

성에 관한 법률'(KonTraG: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich)의 제정과 그에 따른 주식법 개정으로 그 절정에 이른 바 있다<sup>11)</sup>.

1994년 법은 연방증권관리위원회(Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel: BAWe)를 출범시켜<sup>12)</sup> 새로 도입된 내부자 거래 규제와<sup>13)</sup> 대량 주식취득에 대한 신고제도 시행 등을 포함한 자본시장에 대한 제반 감독 기능을 수행하도록 하였고<sup>14)</sup>, “기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)”은 1990년대에 독일에서 발생한 몇 건의 대규모 기업 부실과 관련하여 제정된 것으로서 기업경영의 투명성 제고와 감사위원회의 경영감시 기능향상을 그 주요 내용으로 하고 있으며 독일 기업들의 대표적인 경영권 방어장치들 중 하나였던 정관에 의한 의결권 상한 설정을 위법화하는 내용도 담고 있다<sup>15)</sup>. 또한 “기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)”은 은행이 5% 이상의 주식을 보유한 기업의 주주총회에서 위임장에 의한 의결권을 행사하는 것을 금지하고 있으며,

11) 안수현, “최근 독일의 주식법 개정동향”, 「법학」 제38권 2호, 서울대학교, 1997, 154면 참조.

12) 이 기관의 웹 사이트는 <<http://www.bawe.de>> 이며 그에 게재된 연차보고서들은 독일 자본시장의 동향을 잘 파악할 수 있게 해 준다. 이 후 2002년 5월1일부로 연방금융감독청 사이트로 개편되었다.<<http://www.bafin.de>>

13) Ursula C. Pfeil, Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation, 11 American University Journal of International Law and Policy 137, 1996; Daniel James Standen, Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change, 36 Harvard International Law Journal 177, 1995 참조. 독일은 이전에는 법률적인 효력이 없는 내부자거래 금지 모범규준을 보유하고 있었다. Joseph Blum, The Regulation of Insider Trading in Germany: Whos Afraid of Self-Restraint, 7 Northwestern Journal of International Law and Business 507, 1986 참조.

14) 이전에는 독일 9개의 증권거래소가 소재한 각 주 정부가 증권시장을 감독하였고 지금도 연방으로 이관되지 않은 사항에 대해서는 주 정부와 각 증권거래소가 감독권한을 가지고 있으며 이들은 연방증권관리위원회와 긴밀한 협력 관계에 있다.

15) 주요내용은 Ulrich Seibert, Control and Transparency in Business (KonTraG). Corporate Governance Reform in Germany, 1998, <<http://www.bmj.bund.de>>; Peter Hommelhoff & Daniela Mattheus, Corporate Governance nach dem KonTraG, 43 Die Aktiengesellschaft 249, 1998 참조.

회사의 자기주식 취득을 허용하고 스톡옵션제도를 본격적으로 도입하는 등 미국식의 회사법제도를 다수 수용하였다. 이 법은 다각도로 비판되어 온 감사위원회의 기능개선하기 위한 일련의 조치를 포함하고 있으나 감사위원회의 규모 축소는 노동계의 반발로 성사되지 못하였다<sup>16)</sup>

이러한 제반 입법 조치들이 독일 내의 기업을 위하여 만들어지기보다는 독일 기업의 경영과 자본시장의 운영을 국제적인 스탠다드에 접근시키기 위해 이루어진 것이라는 점이며, 입법과정에서의 논의는 그러한 점을 명확하게 보여주고 있다<sup>17)</sup>. 독일의 자본시장 관련 개혁 조치는 최근에도 활발하게 진행되고 있으며 2002년 3월 22일 독일 연방하원은 투자자보호 장치의 개선과 불공정거래에 대한 규제강화 등을 주요 내용으로 하는 제4차 자본시장육성법을 통과시킨바 있고 2002년 5월1일 자로 독일은 은행, 증권, 보험 등 금융의 제반 분야를 통합하는 금융감독시스템을 출범시켰다.

## 2. 最近 會社法의 具體的 改正 內容

1994년 소규모주식회사법(Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts)을 통하여 독일 주식법을 대폭적으로 개정하였는데 이 법의 주요 내용으로는 소규모주식회사(조망할 수 있는 사원의 범위를 갖는 비상장주식회사)에 관한 규정, 1인 설립허용에 대한 규정, 자치정관에 관한 규정, 주주총회의 간명화에 대한 규정을 들 수 있고, 이미 설명된 점을 다시 해명하는 현물설립시 및 현물자본증액시에 감정인의 검토보고서를 상공회의소에 제출하는 등의 낡은 형식들을 배제하는 규정을 도입하였다. 그리고 의결권 없는 우선주주의 특별결의에 대한 문제에 대한 규정, 독일 주식법 제57조에 대한 새로운 제2항을 통해 독일 주식법 제58조 제5항을 수정하는 규정, 독일 주식법 제186조 제3항에 제4문을 추가한 것과 같이 법률을 자본시장 및 그 요청에

<sup>16)</sup> 독일 학자들의 압도적인 다수는 감사위원회에 대한 여러 가지 비판에도 불구하고 2원적 이사회의 유지를 지지하고 있다고 한다.

<sup>17)</sup> Gregory Jackson et al., The Public Interest and the Company in Germany and Britain 32-35(Anglo-German Foundation Report 2000)참조.

상응시켜주는 규정을 1994년 소규모주식법을 통하여 마련하였다.<sup>18)</sup> 1998년 3월 5일에는 ‘기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)’이 의결되었는데<sup>19)</sup> 독일연방법무부의 1996년 11월 26일 제안한 초안<sup>20)</sup>에 기원을 두고 있고 핵심쟁점으로는 감사회(Aufsichtsrat)의 직무의 개량, 투명성의 증가, 주주총회에 의한 통제의 강화를 들 수 있다. 그 밖에도 동법에서는 의결권차별의 제거, 현대적인 자본조달 및 이익배당기구의 허용, 결산검사의 질의 제고, 결산검사인과 감사회의 협력강화, 금융기관의 참가비율에 대한 비판적 심사에 대하여 규정하고 있다.<sup>21)</sup>

‘기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)’은 독일 주식법, 독일 상법전, 공시법, 협동조합법, 유가증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz), 증권거래 소허가령(Börsenzulassungs-Verordnung), 결산검사인령, 비송사건사무법, 자본투자회사법, 유한회사법, 주식법시행법, 상법시행법을 개정하고 있다. 또 “기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)”<sup>22)</sup>에 의하여 독일 주식법이 대폭적으로 개정되었는데, 이때의 개정은 감사회제도와 결산검사제도의 개선, 기업의 투명성제고, 주주총회에 의한 경영통제의 강화, 1주 1의결권원칙의 관철, 자본조달제도의 보완, 금융기관의 영향력제한 등을 주요 내용으로 하고 있다.<sup>23)</sup>

18) 상세는 Lutter, Das neue Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, AG 1994, S.429-447; Blanke, BB 1994, S.1505-1512; Hahn, DB 1994, S.1659-1665; Kindler, NJW 1994, S.3041-3048; Planck, GmbHR 1994, S.501-505; Seibert, Die kleine AG, Köln, 1994; Zöllner, AG 1994, S.336-342 참조.

19) Bundesratsdrucksache 203/98 v. 6.3.1998.

20) 이에 대하여는 ZIP 1996, S.2129ff., S.2193ff. 참조.

21) Bundestagsdrucksache 13/9712, S.1.

22) 상세는 Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz DB 1998, S.177ff.; Forster, Zum Zusammenspiel von Aufsichtsrat und Abschlußprüfer nach dem KonTraG, AG 1999, S.193ff; Froeschle, Glaum, Mandler, Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, DB 1998, S.889ff; Fuesser, Gliessner, Meier, Risikomanagement(KonTraG), DB 1999, S.753ff; Hommelhoff, Mattheus, Corporate Governance nach dem KonTraG, AG 1998, S.249ff; Lingemann, Wasmann, Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht, BB 1998, S.853ff; Seibert, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, AG Sonderheft: Die Aktiensrechtsreform 1997, S.65ff.

즉 독일 주식회사에서 감사회는 이사의 업무집행을 감독하는 감독기관이며, 이사에 대한 선임·해임권을 행사하는 인사기관으로서 일정한 경우 회사를 대표하는 대표기관으로서의 지위를 갖고, 독일의 주식법(AktG) 제107조 제3항 제1문은 감사회의 의사와 결의를 준비하거나 결의의 감독을 하게 할 목적으로 감사회 내에 한 개 또는 수 개의 위원회를 설치·운영할 수 있도록 규정하고 있다. 이는 1998년 기업영역에서의 통제와 투명성에 관한 법률(KonTraG)에 의해 명문화된 것으로, 이미 대기업에서는 실무상 감사회(Bilanzausschuß, Audit Committee)가 설치·운영되는 예가 적지 않았다.<sup>24)</sup>

1998년 3월 25일에는 주식법을 개정하여 그동안은 액면주식만 가능하였으나,<sup>25)</sup> 그 이후에는 무액면주식의 발행도 가능하게 되었다(무액면주식의 허용에 관한 법률: Gesetz über die Zulassung von Stückaktien).<sup>26)</sup> 원래 독일에서도 독일 주식법 제1조 제2항에 의하여 기본자본은 주식으로 세분하여야 하고 주식도 基本資本과 마찬가지로 일정한 금액이어야 한다(독일 주식법 제6조)고 규정하였다. 액면주식의 금액은 최저 1 유로(EURO) 이상이어야 하며(독일 주식법 제8조 제1항, 제2항)주식의 명목가치는 진정한 가치를 나타내지는 못하고<sup>27)</sup> 진정한 가치는 시장가격에 의하여 결정되는 폐단이 발생하게 되었다.

결국 독일에서는 주식의 유러화로 전환을 용이하게 하기 위하여 무액면주식(nennwertlose Aktie)을 “부진정무액면주식(Stückaktie)”의 형태로 도입을 하였고 기본자본의 요건이 유지되었다(독일 주식법 제8조 제3항 참조).<sup>28)</sup>

2001년에는 기명주식법(NaStraG: Gesetz zur Namensaktie und zur

23) 유진희, “한국상법의 미래 - 최근 독일상법(총칙·회사법) 개정을 바라보며 -”, 제1회 한국법학자대회논문집(I), 1998, 889, 900면.

24) 권기범, “독일 및 EU에서의 회사지배구조”, 「비교사법」 제6권 제2호, 1999. 12, 37면.

25) 그 동안 논의는 있었으나 무액면주식을 도입할 경우에는 너무 많은 변화가 초래되기 때문에 액면주식만을 유지하고 있었다(Reinhardt, Schultz, Gesellschaftsrecht, 2.Aufl., Tübingen, 1981, S.186).

26) BGBI 1998 Teil I Nr. 19, S.590ff.

27) Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Heidelberg, 1999, S.156.

28) Kübler, a.a.O., S.156.

Erleichterung der Stimmrechtsausübung)<sup>29)</sup>을 통하여 독일정부는 새로운 매체의 주식시장에 대한 영향 내지 충격 등에 대하여 독일주식법의 영역을 인터넷 시대에 맞게 적응시켰다.<sup>30)</sup>

독일은 증권거래시장 내지 자본시장을 선진화하고 또한 그를 통해 국제투자를 유치하기 위하여 자본시장육성법(Finanzmarktförderungsgesetz)을 1990년부터 4년 주기로 입법하고 있는데 이를 통해 특히 1994년 제2자본시장육성법에 의해 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz)이 탄생되었으며, 증권거래소법이 계속해서 개정되고 있다. 이와 같이 독일의 제2자본시장육성법은 1994. 7. 26. 성립되었는데, 동법의 핵심은 증권거래법<sup>31)</sup>이다. 특히 독일의 내부자거래규율은 바로 이 증권거래법에 의하여 획기적인 변화를 겪게 되었다.<sup>32)</sup> 독일은 증권거래법에서의 핵심이라 할 수 있는 내부자지침(Insiderrichtlinie) 뿐만 아니라 독일이 유보하여 왔던 투명성지침(Transparenzrichtlinie)<sup>33)</sup>마저도 국내법화하였다.

2002년 제4자본시장육성법에서 주로 개선하려는 내용은 주가조작의 문제해결, 주식회사경영진의 주식거래의 공개, 수시공시(Ad-hoc-Publizität)의 강화, 회사관련 중요한 정보조작의 경우에 손해배상청구권을 인정하는 것으로 요약할 수 있다. 이를 위하여 증권거래법과 증권거래소법(Börsengesetz)을 상당부분 손

29) 상세는 Noack, Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG, ZIP 2001, S.57ff; Noack, Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing, DB 2001, S.27ff; Seibert, Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft, ZIP 2001, S.53ff; Preissler, Wahrnehmung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft mit globalen Namensaktien durch in den USA ansässige Aktionäre, WM 2001, S.113ff.

30) 그 밖에 유료화를 독일 주식법에 적용하는 사항과 몇몇의 공시의 간이화조치도 포함되어 있다(Seibert, a.a.O., S.53).

31) BGBI I. S.1749.

32) 이에 대하여는 Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, Diss. Berlin, 1996; Jörg Baetge(Hrsg.), Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, Duesseldorf, 1995; Peltzer, Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, ZIP 1994, S.746 ff.; Manfred Wolf, Zivilrechtlicher Anlegerschutz beim Insiderhandel, in: The international lawyer, Freundesgabe für Wulf H. Döser, Hrsg. v. Friedrich Kübler, Joachim Scherer, Joachim Treeck, Baden-Baden, 1999, S.255ff.

33) 이준섭, 「EU은행·증권법」, 박영사, 1996, 242면.

질하는 개정작업을 하고 있는 것이다.<sup>34)</sup>

최근에는 유럽주식회사법에 대한 명령과 지침이 유럽연합위원회를 통과하였고 유럽연합위원회는 오랜 동안의 논의의 결과로서 2001년 10월 8일 유럽주식회사(societas europaea: SE)법을 통과시킨 것으로서 30년 동안 진행된 유럽주식회사법을 위한 논쟁이 종료되었다.<sup>35)</sup> 명령과 지침은 확정적으로 정하여졌지만 유럽의회의 절차상 배제로 인하여 일응 절차적인 문제점은 남아있다.<sup>36)</sup>

## II. 日 本

일본의 자본제도는 주주 유한책임원칙의 결과 회사채권자를 보호할 필요가 있기 때문에 회사채권자를 보호하고 건전한 기업활동의 기반을 확보하기 위하여는 불가결한 주식회사의 기본제도라고 설명하고 있으나 최근에는 자본제도가 주주유한책임원칙의 보완책으로서의 기능에 대하여 의문을 제시하고 기업의 기동적 탄력적인 재무구조의 변경을 위해서는 이러한 자본제도가 불필요한 제약으로 되는 것은 아닌가라는 비판이 있어 왔다.<sup>37)</sup> 이어 일본에서는 자기주식취득규제를 대폭적으로 완화하여 금고주 보유의 허용, 주식단위의 자유화, 단위주제도의 폐지, 액면주식의 폐지, 법정준비금에 대한 규제완화 등을 내용으로 하는 상법 개정법안이 국회를 통과하여 2001년 6월 29일에 공포되었다. 이하에서는 2001년 개정에 이르기까지의 일본회사법의 주식제도에 관한 동향과 2001년 6월에 공포된 개정 상법의 주요 내용을 살펴보고자 한다.<sup>38)</sup>

<sup>34)</sup> Dreyling, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, Die Bank, 2002, S.16ff.

<sup>35)</sup> Schwarz, Zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, ZIP 2001, S.1847.

<sup>36)</sup> Hirte, The European Company, 한국경영법률학회 2001. 11. 16 발표원고, 1면.

<sup>37)</sup> 森本滋, “わが國會社法の資本制度開違改正の動向”, 「商事法務」, No.1601, 2001. 75, 405면 참조.

<sup>38)</sup> 일본은 정보통신기술의 발전과 금융·경제의 국제화를 배경으로 국내외적으로 기업간의 경쟁이 격화되고 있는 가운데 최근 들어 기업법제에 있어서도 기업측에 보다 많은 재량과 선택권을 부여하려는 이른바 「기업법제의 유연화경쟁」이 선진 주요국을 중심으로 본격화하고 있다. 이러한 가운데 2001년, 2002년의 상법 대개정에 이어 2005년도에는 「회사법제의 현대화」라는 이름하에 기존의 상법체계의 근간을 완전히 뒤바꾸는

## 1. 2001년 개정 이전의 株式制度 및 改正 動向

일본 상법상의 자본 개념은 우리 상법과 마찬가지로 회사의 설립에서 해산에 이르기까지 회사가 유지해야 할 재산액을 표시하는 계산상의 액수를 말하며 자본액은 원칙적으로 발행주식의 발행가액 총액으로 하고(일상법 제184조의2 제1항), 자본액은 등기사항이고 대차대조표에 기재된다(동법 제188조 제2항 제6호, 계산서류규칙 제34조 제1항). 일본 상법도 우리 상법과 같이 액면미달발행금지, 주금액납입면제 및 상계금지, 완납주의, 납입금보관금융기관 및 납입금보관증명제도, 변태설립사항 조사, 발기인·이사의 자본충실책임 등 자본충실원칙을 구체화하는 규정을 둠으로써 자본액에 상당하는 회사재산을 확보해야한다는 자본충실원칙을 유지하여 왔고 또한 회사재산이 사외에 유출되어 자본액에 미달되는 것을 엄격히 금지하고 회사존속 중 자본액에 상당하는 순재산이 회사에 유보되어 있어야 한다는 자본유지의 원칙이 관철되어 있다. 또한 우리상법과 같이 배당규제, 위법배당 등에 대한 이사의 책임, 주식소각의 제한, 엄격한 자본감소절차, 최저자본금제도를 통해서 자본유지원칙을 실현하여 왔다. 그리고 2001년 6월의 상법 개정 전에는 우리 상법과 같이 자기주식의 취득을 엄격하게 규제해 왔으며, 또 자본제도를 보충하고 확대하기위하여 광의의 자본제도라고 하는 법정준비금제도를 두고 있다. 이 점도 우리 상법과 마찬가지로 법정준비금은 자본준비금과 이익준비금으로 구성된다. 그리고 법정준비금은 2001년 6월의 상법 개정 전까지는 우리 상법과 같이 결손전보와 자본전입의 경우에만 사용하도록 하여왔다.

## 2. 2001년 6월 商法改正 以後

일본의 경우 최근에 2001년 6월, 11월, 12월, 2002년 5월 등 네 번에 걸쳐 회사법의 대폭적인 개정을 단행하였는데 주식제도의 개편에 대한 개정부분이 괄

대개혁을 예정하고 있다. 특히 2001년 개정으로 무액면주식제도와 액면주식제도의 병행발행을 무액면주식제도로 일원화하고 있다.

목상대하다 할 수 있다. 먼저 주식의 본질인 주주권의 다양성을 확보하기 위하여 여러 가지 형태의 주식들을 정관에 규정함으로써 자유로이 활용할 수 있게 하였다. 즉 ① 신설된 특종주식에 관하여 보면, 회사는 다양한 주식(예컨대 차등배당주식, 매수대상주식, 종류투표주식, 거부권부여주식)을 설계해 발행할 수 있으나, 정관으로 각종 주식의 내용과 수를 정하고 ② 종래의 무의결권주식이고 친 의결권제한주식은 모든 사항에 대해서 의결권이 없는 완전무의결권주와 일부사항(예컨대 이익처분안승인의 주주총회결의, 자기주식취득의 주주총회결의)에 한해서만 의결권행사가 제한되는 협의의 의결권제한주식으로 나누었으며 ③ 종래의 전환주식을 전환예약권부주식으로 명칭을 바꾸었다. 동시에 강제전환조항부주식을 새로이 만들었다. 또 주식의 관리에 관련된 제도의 합리화를 도모하기 위하여 단원주제도의 창설, 단주제도의 정리, 소재불명주주의 주식매각제도의 창설, 주식분할·주식병합의 자유화, 주권실효제도의 창설 등 많은 개정을 하였으며, 주식의 유통면에서 자기주식의 취득을 원칙적으로 허용하면서 종래의 관련 규제를 대폭 폐지하였다. 결국 상법상의 별다른 정함이 있는 경우를 제외하고 회사는 정기총회의 결의로써 자기주식을 취득할 수가 있게 되었다. 그리고 자본조달의 편의를 도모하기 위하여 액면주식의 폐지, 신주예약권제도의 창설을 하면서 관련제도를 통합·정리하였다.

이렇듯 많은 혁신적인 개정 중 액면주식의 폐지에 관하여는 후술하는 우리나라의 주식회사의 자본조달의 편의성이라는 측면에서 고려되어야 할 무액면주식의 도입론에 대한 시사점이 된다고 할 수 있다. 대략적 개정 내용을 살펴보면 다음과 같다.

#### (1) 自己株式取得規制의 대폭 緩和

개정 전에는 일본 상법 제210조(주식매수청구에 응하는 경우 등), 제210조의 2(스톡옵션과 관련하여 이사 등에게 부여할 목적으로 취득하는 경우), 제210조의 3(상속주주로부터 취득하는 경우), 제212조의 2(주식소각의 목적)에 해당하는 경우 이외에는 자기주식을 취득할 수 없었다. 개정 후의 제210조는 원칙적으

로 정기주주총회의 결의가 있으면 취득사유에 대한 제한 없이 배당가능이익(정기주주총회에서 처분할 이익은 공제의 범위 내에서 임의로 자기주식을 매수할 수 있도록 하고 있고(동조 제1항, 제3항) 이 결의는 차기 주주총회 종결 시까지 매수할 주식총수, 취득가액 총액 등의 사항에 대하여 하여야 한다(동조 2항). 자기 주식의 매수 수권기간은 1년으로 한정되어 있고 재원과 매수방법이 제한되어 있으나 그 이외의 제한은 없으며 특히 취득사유(자기주식의 매수목적)와 취득수량에 대한 제한이 없다. 매수방법에서 자기주식취득을 일종의 이익처분이라고 생각했기 때문에 정기주주총회의 결의가 필요하도록 하였고 상법 제210조의 개정에 따라서 종전의 제210조의2, 제210조의3이 삭제되었으며 주식소각특별법도 폐지되었다.<sup>39)</sup> 그리고 정기주주총회에서 법정준비금 감소결의 또는 자본감소결의를 한 경우에는 그 감소분을 재원으로 하여 자기주식을 매수할 수 있다(상법 제210조 제4항). 자기주식은 ‘상당한 기간 내’에 처분하도록 강제했던 규정을 폐지하여 회사는 자기주식을 언제까지나 보유할 수 있게 되었다.<sup>40)</sup> 재원규제와 관련하여 배당가능이익의 범위 내에서만 자기주식을 매수할 수 있고 배당가능이익이 없는 경우에는 자기주식을 매수할 수 없다고 하였다<sup>41)</sup>. 이 개정을 일본에서는 금고주의 해금이라고 하는데 금고주라는 말은 미국의 treasury stock을 번역한 말로써 이는 회사에 의한 자기주식 취득을 그 목적, 수량 등에 제한 없이 허용하고 회사는 단기간 내에 취득한 주식을 매각하지 아니하고 계속하여 보유할 수 있는 제도이다.<sup>42)</sup> 이 금고주를 인정하기 위하여 자기주식의 처분에 관한 상법 제211조의 규정이 개정되었다. 종전의 제211조는 적법하게 취득한 자기주식은 주식 소각목적의 경우는 지체 없이 실효절차를 밟아야 하고 그 외의 경우(스톡옵션 내지 종업원지주목적의 자기주식취득의 경우는 특정기간 내에 이사 등에게 양도하지 않은 때)는 상당한 시기에 처분하도록 하고 있다. 그러나 개정 상법 제 211조는 회사가 자기주식을 처분할 때에는 원칙

<sup>39)</sup> 江頭憲治郎, “2001年の日本の會社法改正について”, 한양대학교 법학연구소주최 학술대회 발표논문, 2001년 9월 참조.

<sup>40)</sup> 江頭憲治郎, 전계논문 참조.

<sup>41)</sup> 森本滋, 전계논문, 6면.

<sup>42)</sup> 江頭憲治郎, 전계논문 참조.

적으로 이사회가 처분할 주식의 종류와 수, 처분할 주식의 가액과 납입기일을 결의하고 이 때 신주발행절차에 따르도록 하고 있다(동조 제1항, 제3항). 신주발행조건균등원칙, 신주발행사항의 공시, 신주발행의 유지, 신주의 유지발행 등의 규정이 준용되므로 금고주의 처분은 주식소각후의 신주발행과 기본적으로 다르지 않다. 금고주 처분의 대가는 자본 또는 법정준비금으로 적립할 필요가 없고 납입취급은행의 납입금보관증명제도도 준용되지 않는다.<sup>43)</sup>

그리고 자기주식의 소각은 「자기주식의 처분」과는 별개로서 개정 상법 제212조가 규정하고 있는데 회사는 이사회 결의를 거쳐 자기주식을 소각할 수 있고 이 경우 소각할 주식의 종류와 수를 정해야 하고(동조 1항) 이 이사회 결의가 있는 때에는 지체 없이 그 주식의 실효 절차가 있어야 한다(동조2항). 개정 상법 제213조에서는 개정 전의 상법 제212조에 해당하는 자본감소에 의한 주식소각과 정관규정에 의한 이익소각에 관한 것을 규정하고 있으며<sup>44)</sup> 자기주식의 계산은 계산서류 규칙에서 정해져 있다.

이상과 같이 일본에서는 자기주식 취득이 해금되었으나 회사의 자기주식매수에 대한 재원이 제한되어 있고 자기주식의 자산성을 부정하고 있는 것은 자본유지의 원칙을 배려한 것이라고 한다. 또한 자기주식의 매수방법(주주총회결의)과 자기주식의 처분방법(이사회결의와 신주발행절차에 따르도록 한 것)을 제한한 것은 주주평등원칙과 주식거래의 공정성확보를 통해서 자기주식의 폐해가 적정히 규제될 것으로 본다.

## (2) 額面株式과 株式單位制度의 廢止

개정 상법은 액면주식제도를 폐지하고 모든 주식은 무액면주식으로 통일하였다. 액면주식과 무액면주식, 양자의 발행을 전제로 하는 규정이 삭제되었는데 액면주식과 무액면주식의 구별에 관한 규정도 변경되었다. 또한 액면주식의 신주발행특칙으로서의 포괄증자에 관한 상법 제280조의2 제1항 9호, 제280조의 9

43) 森本滋, 전계논문, 6-7면.

44) 상계논문, 7면.

의 2의 규정도 삭제되었고 회사설립시에 1주당 순자산액 5만엔 기준을 바탕으로 하는 주식단위에 관한 규정이 전면 삭제되었다. 이로써 회사설립시의 주식발행가액에 대한 제약이 없어지게 되었다.<sup>45)</sup>

### (3) 法定準備金制度의 改正

법정준비금제도도 근본적으로 개정되었다. 자본액산정에 관한 규정을 개정하고 이익준비금의 적립한도를 완화했으며 그리고 자본준비금으로 적립되는 대상을 완화하고 법정준비금의 사용범위를 확대하고 있다. 즉, 액면주식과 1주당 순자산액 5만엔 기준의 폐지에 수반하여 개정 상법 284조의 2 제2항은 “주식의 발행가액의 2분의 1을 초과하는 액은 자본으로 할 수 없다”라고 단순화하고 이익준비금의 적립한도도 종래에는 이익준비금으로만 자본금의 4분의 1이 될 때까지 적립하면 되도록 했다(상법 제288조). 그리고 종래 자본준비금으로 적립해야 할 감자차익에 관한 상법 제288조의2 제1항 제4호의 규정이 개정되었다. 이로서 감자차익은 자본준비금으로 적립할 필요가 없게 되었다.

또한 종래 개정 전에는 법정준비금을 상법 제289조 제1항에 의해 「자본결손의 전보」와 「자본전입」에만 사용할 수 있었고 예외적으로 주식소각 특별법에 의해 2002년 3월까지 자본준비금을 주식소각을 위한 재원으로 사용할 수 있도록 한시적으로 허용하고 있었으나 상법 제289조 제2항은 법정준비금 중 자본금의 4분의 1을 넘는 액은 어디에 사용해도 상관없게 하였다. 자기주식을 취득하기 위한 재원으로 이용할 수 있고 이익배당과 같이 주주의 지주수에 비례하여 주주에게 분배할 수도 있다. 즉 자본준비금과 이익준비금의 합계액이 자본의 4분의 1을 넘는 액은 어디에 사용해도 상관없게 하였다. 자기주식을 취득하기 위한 재원으로 이용할 수 있고 이익배당과 같이 주주의 지주수에 비례하여 주주에게 분배할 수도 있다. 즉 자본준비금과 이익준비금의 합계액이 자본의 4분의 1을 초과하는 때에는 주주총회의 결의에 의하여 그 초과액에 대하여 자본준비금 또는 이익준비금을 감소하는 것이 인정된다.

<sup>45)</sup> 상계논문, 7-8면.

## 제3장 商法上的 資本調達 體系

기업활동이 본 궤도에 올라 발전을 거듭하면 할 수록 그 만큼 자본의 수요는 커지고 주식회사 설립시에 주금액의 납입을 통하여 집적된 발행주식총액(상법 제451조)만으로는 그 자본의 수요를 충족시킬 수 없게 된다. 주식회사란 상행위 기타 영리활동을 목적으로 설립된 사단이면서, 독립된 법인격을 가지는 자본을 중심으로 하는 단체이고, 그 자본은 회사에 대하여는 그 성립의 기초가 되며, ‘주주’에 대해서는 출자액 및 책임의 한계를 규정하는 것이 되며 ‘회사의 채권자’에 대해서는 회사의 신용 및 담보의 가치를 가지고 있다.<sup>46)</sup>

주식회사를 구성하는 핵심이라 할 수 있는 자본의 개념에 대한 분명한 이해가 필요하고, 이해의 편의를 위해서는 그 유사 또는 구분되는 개념에 대한 구분이 선행되어야 할 것이다.

### 제1절 資本의 概念

#### I. 資本의 意義와 基本原則

##### 1. 資本의 意義

자본의 의미는 다양하게 쓰이고 있기 때문에 명확히 할 필요가 있다. 예컨대 ① 기업이 영업활동을 하는데 필요한 수단 또는 재화를 뜻하는 자산 또는 자본의 뜻으로 사용되는 경우, ② 기업이 현재 보유하고 있는 순재산액을 나타내는 경우, ③ 기업의 출자자가 그 자격으로서 출자해야 할 기금의 총액 또는 이미 출자한 기금의 총액을 가리키는 경우, 그리고 ④ 기업이 보유해야 할 순재산액의 기준을 의미하는 경우 등을 나타내는데<sup>47)</sup>, 주식회사의 자본이라 하면 통상

<sup>46)</sup> 최준선, 전게서, 104면.

표시자본을 뜻하는 ④의 의미로 사용된다.

자본이란 회사가 '보유하여야 할 순재산액의 기준', 즉 '발행주식의 액면총액'을 말하며(상법 제451조) 5,000만원 이상이어야 한다(상법 제329조 제1항). 그리고 대차대조표상에 '자본금'으로 기재되고 정관에 기재되지 않는, 다만 회사가 발행할 주식의 총수(수권자본금) 및 회사의 설립시에 발행하는 주식의 총수(발행자본금)는 정관의 절대적 기재사항이며(상법 제289조 제3항, 제5항) 자본의 총액은 회사등기부에 등기하여 공시하여야 한다(상법 제317조 제2항 제2호). 이와 같은 자본개념은 회사사업을 수행하기 위하여 주주가 출자·납입하는 기금을 표시하는 불변적인 계산상의 액수로서 추상적·규범적 개념이다. 따라서 이것은 현실적으로 회사가 보유하고 있는 재산의 총체인 가변적·구체적 회사재산과는 구별되며, 납입한 자본은 회사가 발행한 주식의 액면총액을 의미하므로 회사가 발행할 주식의 액면총액(상법 제289조 제1항 제3호)을 의미하는 수권자본과는 구별된다. 또한 상법에서 규정하고 있는 '준비금'(제458조-제461조)과 '사채'(제469조-제516조)는 경제상의 개념에서의 부가자본 및 외래자본에서의 개념을 일부 규정한 것이므로 구별하여야 한다<sup>48)</sup>.

## 2. 資本의 基本原則

주식회사에 있어서 출자자인 주주는 회사채권자에 대하여 직접 아무런 책임을 지지 않고 출자 한도 내에서 유한 책임을 부담할 뿐이기 때문에 회사재산만이 회사채권자를 보호하기 위한 유일한 담보로서의 기능을 하게 된다. 이러한 이유에서 상법은 주식회사가 회사채권자 등 이해관계인을 보호하기 위하여 가급적이면 회사의 자본에 상당하는 재산을 현실적으로 보유하고 있을 것을 요구하며, 또한 회사가 영업활동에 필요한 정도의 충분한 금액을 확보하도록 다음과 같은 자본에 관한 여러 기본원칙을 강조하고 있다.

47) 안동섭, “주식회사의 자본”, 「고시계」, 1985. 9, 100면.

48) 최준선, 전계서, 104-105면; 정동윤, 전계서, 343-344면; 이범찬·최준선, 「상법(상)」 삼영사, 2004, 515-516면.

## (1) 資本確定의 原則

자본확정의 원칙(Prinzip des festen Grundkapitals)은 주식회사를 설립하는 경우에 작성되는 회사의 정관에는 설립되는 회사의 자본의 총액을 기재하여야 하며, 정관에 기재된 자본의 총액에 대하여는 주식의 인수가 확정되어야 한다는 것이다.<sup>49)</sup> 회사설립시 자본확정의 원칙을 고수하는 것은 회사의 설립시점에 회사의 재산적 기초를 튼튼히 하고 자본단체인 주식회사의 건전한 존립과 회사채권자를 보호하기 위한 목적에 의한 것이다. 그러나 영미법에서는 창립주의(Konstruktionsprinzip), 또는 수권자본제(authorized capital system)에 의하여 자본액을 회사의 기본정관에 기재하여야 하지만, 그 전액의 인수는 확정될 필요가 없고 자본액의 일부분 또는 정관에서 정한 최소액에 대한 인수만 확정됨으로써 회사는 성립될 수 있다.

자본확정의 원칙은 독일의 Grundsatz des festen Grundkapitals라는 말을 번역한 것으로, 20세기 초의 일본학자들은 자본확정의 원칙에 해당하는 독일어로서 흔히 Prinzip des festen Grundkapitals라는 표현을 인용하고 있다.<sup>50)</sup> 즉 독일에서는 “자본은 정관에 명확하게 표시되어야 하고, 더욱이 독일연방의 통화로 일정한 숫자에 의한 금액으로 표시되어야 한다”,<sup>51)</sup> 하고 일본 상법에 영향을 받은 우리 상법에서는 주식회사는 자본총액에 대한 주식의 인수가 있는 후에 성립하는 것으로 하여, 이를 자본확정의 원칙이라고 말한다.

자본확정의 원칙은 1930년대에는 회사의 설립시에 관하여만 문제되었고, 자본액이 정관에 확정적으로 명시되어야 하며 확정된 자본액에 해당하는 주식전부에 관하여 주식의 인수가 확정되지 않으면 안된다는 것을 뜻하여 왔다. 그러다가 제2차세계대전 전후에 이르러서는 회사의 설립시뿐 아니라 자본증가(신주발행)의 경우에 관하여도 자본확정의 원칙의 적용여부를 논하게 되었으나, 여전

49) 최기원, “주식회사의 자본에 관한 원칙과 문제점”, 「고시계」, 35권 4호, 1990, 18면; 정동윤, “주식회사의 자본에 관한 원칙재론”, 「현대상사법의 제문제」, 설성 이윤영선생정년기념논문집, 법지사, 372-373면 참조.

50) Julius von Gierke, Handelsrecht und Seiffahrtsrecht, 1958, S.175,

51) 최기원, 전제논문, 17-18면 참조.

히 자본액이 정관에 확정적으로 명시되고, 그 확정된 자본액에 관한 주식의 인수가 확정되어야 한다는 두 가지 요소를 포함하는 점에 있어서는 변화가 없었다.

우리 상법도 수권자본제를 도입하였으나 회사의 설립시에 수권주식 총수의 4분의 1 이상이 반드시 발행되어야 한다(제289조 제2항)는 점과 회사 설립시 발행하는 주식의 총수는 정관의 절대적 기재사항으로 등기사항이라는 점(제289조 제1항 5호) 및 발기설립의 경우의 납입과 현물출자의 이행(제295조)과 주식에 대한 납입(제305조)에서도 주식의 인수가 확정되어야 하는 점 등이 해당된다. 그러나 자본확정의 원칙이 인정되는가에 관하여는 회사의 설립시와 설립 후 증자 시를 구별하여 다음과 같이 견해의 대립이 있다.<sup>52)</sup>

### 1) 全面的 認定說

전면적 인정설은 우리나라의 의용상법과 대륙법에서 볼 수 있는 것으로서 주식회사의 정관에는 자본총액을 기재하여야 하며, 회사의 설립시에는 이 자본액의 전부에 대한 주식의 인수가 확정되어야 한다는 것이다.

우리 상법상 수권자본총액의 범위 내에서는 종래에 인정되던 자본확정의 원칙이 폐기되었다고 할 수 있지만, 회사가 설립시에 발행하는 주식의 총수는 정관의 절대적 기재사항(제289조 제1항 5호)이고 전부 인수되어야 하므로, 이 한도 내에서는 아직도 자본확정의 원칙이 존속한다는 것이다.<sup>53)</sup> 회사설립시에 발행하는 주식은 정관의 절대적 기재사항(상법 제289조 제1항 5호)일 뿐만 아니라 자본의 총액은 설립등기사항(상법 제317조 제2항 2호)으로서 그 액면총액이 회사채권자를 위한 최소한도의 담보액인 자본(Garantiekapital)으로서 대외적으

<sup>52)</sup> 정동윤, 전거서, 346-347면 참조.

<sup>53)</sup> 김용태, 「상법(상)」, 원광대학교출판부, 1984, 274면; 서돈각, 「상법강의(상)」, 법문사, 2004, 280면; 손주찬, 「상법(상)」, 박영사, 2001, 589면; 이병태, 「상법(상)」, 법원사, 2001, 421면; 이태로·이철송, 「회사법강의」, 박영사, 2002, 156-157면; 정무동, 「상법강의(상)」, 박영사, 2000, 325면; 정희철·정찬형, 「상법원론(상)」, 박영사, 2001, 372-373면.

로 공시되고 또한 자본에 관한 원칙을 논할 때에 자본이란 항상 회사가 발행할 주식의 액면총액을 말하는 것이기 때문이다. 이 점이 원칙적으로 기본정관에는 수권자본의 총액만이 기재되는 영미의 수권자본제와 다른 점이라고 할 수 있다.<sup>54)</sup>

그러나 회사의 존속 중의 신주발행의 경우는 자본확정의 원칙이 적용되지 않는다. 왜냐하면 신주발행의 경우는 자본조달의 편의를 위하여 신주발행예정주식의 전부에 대한 인수와 납입이 없더라도 납입과 이행이 있는 범위내에서 신주발행의 효력이 생기기 때문이라고(상법 제423조 제1항) 하였었는데,<sup>55)</sup> 후에 신주발행의 경우에 발행예정신주는 이사회가 정한 순간적인 증자의 목표에 불과하고 설립시의 발행예정주식총수와 달리 정관의 기재사항도 아니고 등기사항도 아니므로 즉 대외적으로 공시되지 않으나, 발행예정신주 중에서 인수나 납입이 있는 부분에 대하여는 변경등기를 하여야 하고 증자된 자본액이 공시된 이후에 인수가 없거나 납입이 취소된 부분에 대하여는 이사가 인수담보책임을 진다(상법 제428조)고 하여 이는 신주발행의 경우는 공시한 범위내에서는 자본확정의 원칙이 존속함을 의미하는 것이라고 하였다.<sup>56)</sup>

이 견해의 가장 큰 난점은 자본확정의 원칙의 개념을 독자적으로 정립하려는 데에 있는데 등기에 의하여 공시된 부분에 대하여는 주식의 인수가 확정되어야 하고, 공시된 후에 인수가 없거나 납입이 취소된 부분에 대하여 이사가 자본충실책임을 지는 것을 가리켜 자본확정의 원칙이라고 부르는 것은 오랜 기간에 걸쳐 확립된 용어의 어의로부터 매우 동떨어진 용어법이라 할 수 있다.<sup>57)</sup>

## 2) 部分的 認定說

부분적 인정설은 현행 상법 하에서 회사설립의 경우에는 자본확정의 원칙이

54) 최기원, 전계논문, 19면.

55) 최기원, 전계서, 973면.

56) 최기원, “상법학의 회고와 전망”, 「고시계」, 1987. 1, 63면.

57) 정동윤, 전계서, 347면.

지배하지만, 일단 회사가 성립된 뒤에 신주발행에 의한 증자의 경우에는 자본확정의 원칙이 폐기되었다고 풀이한다. 이 견해에서는 자본확정의 원칙을 전통적인 의미로 이해하는데 즉 자본확정의 원칙은 첫째로 자본액을 정관에 확정적으로 기재하고, 둘째로 위 자본액전부에 관하여 주식의 인수가 확정되지 않으면 안된다는 것을 뜻한다고 한다.<sup>58)</sup>

현행 상법 하에서는 정관에 자본을 표시하지 아니하고 회사가 발행할 주식의 총수는 기재하여야 하나, 회사의 설립에는 이 주식의 총수가 인수되어야 하는 것은 아니고, 다만 정관에는 회사가 발행할 주식의 총수의 4분의 1 이상인 회사의 설립시에 발행하는 주식의 총수를 기재하여 회사의 성립 시에 전부 인수되어야 하므로(제295조, 제305조) 이 한도에서 자본확정의 원칙이 인정된다.<sup>59)</sup> 그러나 회사설립후의 신주발행에 의한 증자의 경우에 있어서는 발행신주의 전부에 대한 인수와 납입을 요구하지 아니하고, 인수 및 납입이 있었던 한도내에서 신주발행의 효력이 발생하는 것으로 규정하고 있으므로(상법 제416조, 제423조), 이 경우에는 자본확정이 원칙은 폐기되었다고 보아야 한다고 한다.<sup>60)</sup>

이 견해는 자본확정의 원칙이라는 용어의 어의를 바꾸지는 않았지만, 자본확정의 원칙이 함축하고 있는 「확정」이라는 개념에 깊은 의미를 부여하지 않고 있다는 결함이 있다.

### 3) 全面的 否定說

전면적 부정설은 자본확정의 원칙은 현행 상법하에서 더 이상 존재하지 아니하는 것을 보고 있다. 즉 정해진 자본은 채권자측에서 보면 유일한 담보이므로, 이에 상당하는 현실적인 회사재산을 확보하여야 하며, 따라서 자본과 회사재산과의 관련에서 자본납입의 원칙과 자본유지의 원칙(Grundsätze der realen Kapitalaufbringung und der nominellen Kapitalerhaltung)이 필요하다. 하지만

58) 서돈각, 전계서, 280면; 이태로·이철송, 전계서, 156-157면.

59) 서돈각, 전계서 280면.

60) 이태로·이철송, 전계서 157면.

소위 자본확정의 원칙과 자본불변의 원칙은 최소한 5000만원이라는 조건만 성취되면 그 액이 얼마이건 간에 이의 결정은 오직 주주와 사원에 달려 있으므로 자본액이 얼마라야 되는가는 오직 자본에 관한 실질적인 요구에서 논의되어야 할 형식상의 법원칙으로서 거론될 것은 아니라고 본다. 따라서 자본확정의 원칙이나 자본불변의 원칙이나 하는 논의는 더 이상 자본에 관한 형식상의 법원칙으로서 거론될 여지가 없다고 본다.<sup>61)</sup> 자본확정의 원칙이나 자본불변의 원칙은 더 이상 자본에 관한 원칙이 아니며, 이는 오로지 상인이 얼마만한 자기자본을 출자하려는가에 달려있는 문제로서 자본에 관한 실질적 요구와 관련지을 수 있다고 하여<sup>62)</sup>, 종래의 자본확정의 원칙은 자본에 관한 형식적 원칙으로서는 더 이상 거론될 여지가 없고, 실질적 원칙과 관련될 수 있을 뿐이라고 한다. 결국 자본확정의 원칙은 현행상법하의 법원칙은 아니라고 한다.<sup>63)</sup>

## (2) 資本維持의 原則

자본유지의 원칙(Prinzip der Erhaltungdes Grundkapitals)은 주식회사의 자본에 관한 원칙에 관한 가장 기본적인 원칙으로서, 회사의 존속 중에 언제나 기업의 유지와 회사채권자 및 장래의 주주들을 보호하기 위하여 회사의 자본액에 상당하는 재산을 현실적으로 보유하고 있어야 한다는 것이다. 이를 자본충실의 원칙 또는 자본구속의 원칙(Prinzip der Bindung des Grundkapitals)이라고도 한다. 회사의 재산이 경제적 조건의 불리한 변동이나 자연적인 사고에 의하여 자본에 미달되는 것은 어떠한 입법조치로도 막을 수 없는 것이지만, 상법은 주주와 이사의 고의 또는 과실로 인하여 회사재산이 부실화되는 것을 방지하기 위하여 다음과 같은 규정을 두고 있다.

자본금에 대한 출자가 확실히 이행되어야 한다는 측면에서 상법은 여러 곳에

61) 이기수, “자본회사에서의 자본”, 「고시연구」, 1986. 6, 66면.

62) 이기수, “자본회사에서의 자본조달”, 「월간고시」, 1987. 9, 152면.

63) 정동윤, “이른바 자본의 삼원칙에 대한 반성”, 「법학의 현대적 과제」, 단야 서정갑 박사 회회기념논문집(상), 1986, 149면 이하.

서 제한규정을 두고 있다. ① 주식의 액면미달 발행에 대한 엄격한 제한(제330조), ② 현물출자 및 기타 변태설립사항에 대한 엄격한 제한(제290조, 제299조, 제310조, 제313조, 제422조), ③ 납입기일에 있어서 주식발행가액 전액납입 및 현물출자 의무의 전부이행 요구(제295조, 제305조, 제421조, 제425조), ④ 받기인과 이사의 자본충실의무(제321조, 제428조), ⑤ 타인명의 및 가설명의에 의한 인수인의 주금납입책임(제332조), ⑥ 주금납입과 관련한 주주의 회사에 대한 채권과 주식인수대금과의 상계금지(제334조) 등이 있다. 또한 이미 출자가 이루어진 주식회사의 자본에 해당하는 재산이 항상 유지되어야 한다는 측면에서 상법은 ① 자기주식취득의 제한(제341조), ② 이익배당의 제한(제462조 1항), ③ 법정준비금제도(제458조, 제459조, 제460조) 등이 있다.

우리 상법상으로 주식회사의 자본에 관한 원칙으로서 자본충실 및 유지의 원칙이 인정되고 있고, 또 이것이 자본에 관한 형식적 원칙 중에서 가장 중요한 원칙이라고 하는 점에 관하여는 대체로 의견이 일치되고 있으나 이 원칙을 표현하는 용어에 있어서는 통일되어 있지 않다. 그리하여 우리나라의 대부분의 학자는 이를 단순히 자본유지의 원칙이라고 표현하고 있고, 자본충실의 원칙 또는 자본구속의 원칙도 이와 같은 의미를 가지는 것으로 설명하고 있다.<sup>64)</sup>

이는 자본충실의 원칙과 자본유지의 원칙은 다 같이 회사의 재산을 회사의 자본과 일치시켜 회사채권자를 보호하려고 하는 원칙이라는 점에서 공통되지만, 자본충실의 원칙(Grundsatz der Aufbringung des Grundkapitals)은 회사의 설립 또는 신주발행에 즈음하여 출자자에 의하여 인수된 주식의 주금액이 실제로 출자되어야 한다는 원칙으로서, 출자의 확실한 이행을 요구하는 원칙이며, 이에 반하여 자본유지의 원칙(Grundsatz der Erhaltung des Grundkapitals)은 사원에 의한 출자의 이행으로서 일단 회사에 들어온 재산을 사원에게 환급하지 못하게 하고 회사내에 보유하도록 하는 원칙으로서 양자는 개념적으로 구별하여 이해하여야 할 것이다.

이러한 의미의 자본충실의 원칙과 자본유지의 원칙은 모든 나라의 주식회사

64) 서돈각, 전게서 281면; 손주찬, 전게서 385면; 이태로·이철송, 전게서, 156-157면; 최기원, 전게서, 575면; 정무동, 전게서, 325면; 김용태, 전게서, 275면 등.

법에서 인정되고 있으며, 우리 상법하에서도 위 원칙은 엄격히 지켜지고 있다. 그 이유는 이들 원칙이 사원의 유한책임을 인정하는 물적 회사에서는 회사채권자를 위하여 가장 중요한 원칙이기 때문이다.<sup>65)</sup>

일부 학자는 Grundsatz der Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals를 「자본충실 및 유지의 원칙」으로 이해하는 것을 비판하고, 그것은 「자본확보 및 유지의 원칙」으로 옮겨야 하며, 그 뜻도 위에 설명한 바와 달리 종래의 자본의 삼원칙이 모두 포함된 것으로 이해하여야 한다고 주장한다.<sup>66)</sup>

### (3) 資本不變의 原則

자본불변의 원칙(Grundsatz des Beständigkeit des Grundkapitals)은 일단 확정된 주식회사의 자본액은 상법이 정하는 바에 따라 변경할 수 있다는 원칙을 말한다. 그러나 우리 상법의 입장은 상법이 정하는 바에 따라 주주총회의 특별결의와 채권자보호에 관한 절차 등의 엄격한 절차에 따라야만 그 자본감소가 가능하고(제438조, 제439조), 이러한 절차에 따라 자본을 감소한다 하더라도 상법상의 최소자본금인 5,000만원 이하로는 감소시키지 못한다(제329조 제1항 참조)는 원칙을 정하고 있기 때문에 이를 자본감소제한의 원칙이라고도 한다.<sup>67)</sup> 즉, 우리 상법이 수권자본주의를 채택하여 수권자본의 범위 내에서는 이사회의 결의로 간단히 자본을 증가할 수 있도록 하고 있는 반면, 자본의 감소절차에 대하여는 ① 주주총회의 특별결의(제438조), ② 채권자보호 등을 위한 엄중한 법정절차 등을 요구하고 있다.

자본은 회사에 유보된 최소한도의 담보액이기 때문에 자본의 감소는 회사채권자를 위한 담보액이 감소하는 결과를 초래하여 회사채권자의 지위를 불안하게 할 뿐만 아니라 자본충실의 원칙도 무의미하게 될 염려가 있으므로 자본불

65) 北澤正啓, “額面株式・無額面株式の轉換と株式の交換”, JURIST 「商法の争点 I」, 有斐閣, 1993, 44면.

66) 최기원, 전계논문, 62-63면.

67) 손주찬, 전계서, 590면; 이범찬·최준선, 전계서, 520면.

변의 원칙이 강조되는 것이다. 결국 자본유지의 원칙은 실질적으로 회사는 자본에 상당하는 재산을 유지토록 하는 데 목적이 있고, 자본불변의 원칙은 형식적인 자본액의 감소를 방지하기 위한 것이라고 할 수 있다.<sup>68)</sup>

결국 자본액은 일정부동하며 이를 임의로 변경하지 못하다고 하는 원칙을 가리킨다.<sup>69)</sup> 현행 상법하에서 자본불변의 원칙을 인정할 것인가에 관하여 학설은 다음과 같이 대립되고 있다.

### 1) 資本減少禁止 原則說

우리 상법은 수권자본주의를 채택하여 자본의 증가는 이사회 결의만에 의하여 수권자본의 범위내에서 임의로 행할 수 있고, 다만 자본의 감소는 회사의 담보의 기준을 저하시키는 것으로서 회사채권자의 이익을 해하므로 자본의 감소는 주주총회의 특별결의를 요하고 또 채권자의 보호를 위한 일정한 절차를 거치도록 요구하고 있다(제438조, 제439조). 그러므로 현행 상법 하에서는 자본증가의 경우에는 자본불변의 원칙이 적용되지 않고, 자본감소의 경우에만 자본불변의 원칙이 적용되므로, 이를 자본감소제한의 원칙이라고 하는 것이 정확하다고 하는 견해이다. 이 견해가 우리나라의 통설적인 견해이다.<sup>70)</sup>

### 2) 資本維持原則說

이 견해에 의하면, 자본불변의 원칙은 자본유지의 기준이 되는 자본의 금액

68) 최기원, 전계논문, 23면.

69) 독일의 Grundsatz der (nominellen) Kapitalerhaltung을 「공칭자본 유지의 원칙」이라 번역하고 이것이 자본불변의 원칙과 같은 것이라고 설명하는 견해(최기원, 전계서, 575-576면)가 있으나, 「뷔이데만」 교수는 실제로 출자가 행하여져야 하는 「실질적 자본충실의 원칙」 「Grundsatz der (realen) Kapitalaufbringung」에 대응시키기 위하여, 형식상 명목상 회사에 남아있으면 된다는 의미로 「명목적인 자본유지의 원칙」이라고 설명하고 있음을 주의하여야 한다. 이것은 자본유지의 원칙이고, 자본불변의 원칙과 다르다.

70) 서돈각, 전계서, 281면; 손주찬, 전계서, 386면; 최기원, 전계서, 576면.

을 법정의 절차를 밟지 않고서는 감소시키지 못하는 것으로 이해하여, 이를 자본감소제한의 원칙으로 보면서도 이것을 하나의 독립된 자본의 원칙으로 인정하기를 거부하고, 이 원칙도 결국은 회사보유재산의 유지에 그 뜻이 있는 것이므로 자본유지의 원칙에 포함시켜 이해할 수 있을 것이라고 한다.<sup>71)</sup> 또 자본불변의 원칙을 자본감소제한의 원칙 또는 자본불감소의 원칙이라고 하여 자본유지의 원칙의 전제가 되는 원칙이므로 별도의 원칙으로서 다룰 것이 아니라고 하는 견해도 있다.<sup>72)</sup>

### 3) 資本에 관한 原則이 아니라는 說

자본불변의 원칙은 자본액은 일정불변하며, 이것을 변경하기 위하여는 엄중한 법적절차를 밟아야 한다는 원칙인데, 상법상 자본증가는 이사회 결의에 의한 신주발행이라는 형식으로 손쉽게 하게 되었으므로, 자본증가의 경우를 제외하고 자본감소에 대해서만 이 원칙이 인정되기 때문에 이것을 자본에 관한 원칙이라고 보기 어렵다고 하는 견해이다. 그러나 이 견해는 실질적으로 자본감소제한원칙설과 다름이 없다. 또 자본불변의 원칙은 자본에 관한 실질적인 요구에서 논의되어야 하기 때문에, 더 이상 자본에 관한 형식상의 법원칙으로서 거론될 것이 아니라는 견해도 이 범주에 속한다.<sup>73)</sup>

이렇게 본다면 자본불변의 원칙에 관한 우리나라의 학설은 이를 자본감소의 경우에만 타당한 것으로 풀이하는 데에는 의견이 일치하지만 이것을 독립한 원칙으로 인정할 것이냐, 아니면 자본유지의 원칙에 포함되는 것으로 이해할 것이냐에 관하여만 의견이 갈라짐을 알 수 있다.

생각건대 다음에 설정하는 자본유지의 원칙은 자본감소제한의 원칙과 합하여야만 완전한 구실을 할 수 있다. 왜냐하면 전자는 자본을 기준으로 하여 그에 상당한 회사재산의 보유를 피하는 것이므로, 자본 자체를 마음대로 감소할 수

71) 이태로·이철송, 전계서, 157면.

72) 최기원, 전계서, 576면.

73) 이기수, “자본회사에서의 자본조달”, 152면.

있도록 하면 전자의 원칙은 무의미하여지기 때문이다. 이처럼 자본유지의 원칙과 자본불변의 원칙은 다같이 회사채권자를 보호하는 기능을 가지고 있다. 그러나 전자는 주주에 의하여 출자된 자산이 회사내에 보유되도록 꾀하는 것이고, 후자는 자본을 함부로 줄이지 못하도록 하는 것으로서, 양자는 그 기능하는 면이 전혀 다르므로, 자본감소제한의 원칙을 독립된 원칙으로 내세우는 것은 아직도 의미가 있다고 하여야 할 것이다.

#### (4) 資本充分의 原則

주식회사는 그것이 영위하려는 사업의 규모·종류·성질 등에 비추어 객관적으로 충분하다고 인정될 만큼의 자본을 가지지 않으면 안되고, 이러한 자본을 가지지 못할 때에는 사원의 유한책임이 부정되어, 회사의 채무에 대하여 사원이 개인적으로 책임을 져야 한다고 한다. 이 견해는 물적 회사에 대하여 적극적으로 일정한 규모의 자본을 갖출 것을 요구하고 있는 것이 특징이다.<sup>74)</sup> 자본에 관한 실질적 원칙으로서 자본부적정금지의 원칙 또는 자본불상당금지의 원칙을 인정하는 견해에 의하면 주식회사의 자본에 관한 실질적 원칙으로서 적극적으로 일정한 규모의 자본을 요구할 것이 아니라, 소극적으로 절대적으로 부적정한 책임자본의 납입을 금지하면 충분하다고 한다. 이에 절대적으로 부족한 책임자본의 금지를 어길 때, 즉 책임자본이 절대적으로 부족한 때에는 주주나 사원에게 인적 책임을 지우는 것만으로는 부족하고, 자본이 절대적으로 부족한 자본회사는 더 이상 경제활동을 하지 못하도록 규제하여야 할 것이라고 한다. 자본충분의 원칙과 자본부적정금지의 원칙은 주식회사의 자본이 실질적으로 일정한 금액에 이르러야 한다는 것을 인정하는 점에서 기본적으로는 유사한 견해이나, 다만 이를 관찰하는 면이 다르다. 즉 자본충분의 원칙은 주식회사의 자본이 일정한 수준에 이르러야 한다고 봄에 반하여, 자본부적정금지의 원칙은 주식회사의 자본이 일정한 수준 이하로 내려가서는 아니 된다고 설명한다. 그리하여 물적 회사에 대하여 요구되는 자본액의 수준 그 자체는 두 견해 사이에 차이가

<sup>74)</sup> 정동윤, 전게서, 347면.

없는 것으로 여겨진다. 또 자본부적정금지에 위반하는 경우, 즉 자본이 위 수준 이하여서 절대적으로 부족하다고 인정되는 물적 회사에 대하여는 더 이상 경제 활동을 하지 못하도록 규제하여야 한다고 하는 주장은 입법론으로서는 가능하지만, 현행 상법의 해석론으로서는 불가능하므로, 이를 자본충분의 원칙과의 차이로 볼 것도 아니다. 왜냐하면 자본의 불충분은 최저자본금에 미달한 경우를 제외하고는 회사설립무효나 해산사유로 규정되어 있지 않기 때문이다.

우리나라에는 아직 자본충분의 원칙을 정하는 성문법도 없고 또 판례법의 발전도 없다. 그러나 앞에서 설명한 물적 회사제도의 일반적인 법원리로부터 자본충분의 원칙을 이끌어낼 수 있으며, 또한 상법에서도 자본충분의 원칙은 회사채권자를 보호하기 위한 것이므로 이와 같은 취지를 가진 자본충실 및 유지의 원칙에 관한 여러 규정을 수용할 수 있을 것이다.<sup>75)</sup>

## II. 資本에 관한 立法主義

주식회사를 설립하는 경우 설립 당시에 그 회사의 자본 총액에 해당하는 주식을 전부 인수하여야 하는가와 관련하여 두 가지 입법적 태도가 있는데, 회사의 설립시에 자본총액에 해당하는 주식의 인수를 요구하는 총액인수제도(확정자본제도)와 주식회사가 발행할 수 있는 주식 중 일정부분만을 설립시에 발행하고 잔여부분의 신주인수권을 이사회에 위임하는 제도인 수권자본주의(창립주의)로 나누어지는데 우리나라는 상법 제정 당시부터 수권자본제도를 도입하였고 다음과 같다.

### 1. 授權資本制度

#### (1) 意 義

영미법계의 국가가 채택하고 있는 수권자본제도는 창립주의라고도 하며 정관

<sup>75)</sup> 이에 관한 상세는 정동윤, “주식회사의 자본에 관한 원칙재론”, 384-387면 참조.

에 자본을 기재하지 아니하고 회사가 발행할 주식의 총수만을 기재하고 그 일부의 주식의 인수가 있어도 회사가 성립하는 제도로서 회사 성립 후 이사회가 나머지 범위 내에서 수시로 신주를 발행할 수도 있는 제도이다. 우리나라 주식회사의 자본은 주식으로 나누이고(상법 제329조), 회사설립시의 정관에는 회사가 발행할 주식의 총수, 1주의 금액 및 회사의 설립시에 발행하는 주식의 총수(상법 제289조 1항 3~5호)를 기재하도록 하고 있다.

수권자본은 미국모범회사법상의 authorized capital을 번역한 것이고, 「수권주식」(authorized shares)은 회사가 발행할 권한이 있는 모든 종류의 주식을 의미한다.<sup>76)</sup> 미국모범회사법에서는 기본정관에 회사가 발행할 수권주식총수(The number of shares authorized to be issued)를 기재하여야 하고,<sup>77)</sup> 영업개시 전에 일정한 최저자본액이 출자될 것을 요구하고 있다. 그것은 수권자본의 일정비율을 요구하기도 하나, 최저자본은 채권자의 보호에 뜻을 두고 있는 것은 아니다.<sup>78)</sup>

## (2) 商法上 授權資本制度의 內容

상법상 수권자본제도의 내용을 살펴보면 다음과 같다. ① 정관에 회사가 발행한 주식의 총수, 즉 수권자본과 회사가 설립시 발행할 주식의 총수를 기재해야 하며, 설립시 발행주식의 총수는 발행예정주식 총수의 1/4 이상이어야 한다(제289조). 따라서 회사는 발행예정주식 총수의 범위 내에서 정관을 변경하지 않고 자본을 증가시킬 수 있지만 신주발행은 물론, 주식배당과 흡수·합병 등으로 인한 발행주식 증가의 경우에도 발행예정주식 총수의 범위를 초과할 수는 없다. ② 인수납입된 주식에 해당하는 자본액은 등기에 의해 공시되지만, 정관에는 표시하지 않는다(제289조, 제317조 2항 2호). 정관에 자본이 표시된다면,

<sup>76)</sup> Model Bus. Corp. Act. Section 2. (g) “Authorized Shares” means the shares of all classes which the corporation is authorized to issue.

<sup>77)</sup> Robert W. Hamilton, op. cit., p.30.

<sup>78)</sup> Ibid., pp.34-35.

자본이 증가 할 때마다 주주총회의 특별결의에 의한 정관변경절차를 밟은 후 신주발행을 해야 하므로 수권자본제도의 취지가 상실되기 때문이다. ③ 이사회는 발행예정주식 총수의 범위 내에서 필요에 따라 조건과 내용을 결정해 주식을 발행할 수 있다. 단 정관으로 주주총회에서 신주발행에 관한 사항을 결정하도록 한 경우에는 주주총회에서 결정한다(제416조). 그러나 신주발행의 권한을 주주총회에 부여한다는 것은 수권자본제도를 도입한 취지에 반하므로 회피해야 할 것이다. ④ 회사가 발행예정주식 총수의 범위 내에서 이사회에 결정에 의한 신주를 발행하는데 이사회가 발행하려고 한 주식의 전부가 인수되지 않은 경우에도 인수된 부분만으로 신주발행의 효력이 발생한다. ⑤ 수권자본제도의 효율적인 운영을 위해 예외적인 규정을 두고 있다. 우선 기존 주주의 이익보호와 신주발행에 의한 자기자본조달의 기동성 있는 효과를 위해 정관에 주주의 신주인수권을 배제할 수 있도록 하고 있다(제344조 3항). 그리고 주식가격이 액면 이하로 떨어진 경우에도 회사성립일로부터 2년이 경과한 후에 주주총회의 특별결의를 거쳐 법원의 인가를 얻은 경우에는 주식의 액면가 이하로 주식을 발행할 수 있는(제417조) 소위 액면미달발행제도를 인정하고 있다. 회사 설립자체는 용이하고 자본조달이 편리하나 자본의 기초가 확고하지 못한 점 즉, 회사의 재산적 기초가 부실해지고 이로 인한 회사 채권자의 보호도 소홀이 된다는 단점이 있다.

이러한 점에서 현행 상법은 순수한 영미법상의 수권자본제도라고는 할 수 없으며, 아래에서 언급할 대륙법계의 총액인수주의와 절충한 것이라고 할 수 있다.

## 2. 總額引受主義

대륙법계의 국가에서 채택하고 있는 제도로 확정자본주의라고도 하며 수권자본제도와 달리 설립하고자 하는 주식회사의 정관에 자본을 기재하고, 회사 설립당시에 정관에 기재된 자본의 총액에 해당하는 주식 모두에 대하여 인수가 확정되어야 한다는 제도이다.

이는 회사 설립시 자본적 기초를 튼튼히 한다는 장점은 있으나, 설립 이후에 회사의 자본을 증가하기 위해서는 주주총회의 특별결의를 통하여 먼저 정관변경을 하여야 하므로 절차적인 측면에서 수권자본제도와 같이 자본조달에서 탄력성이나 수시 조달이 어렵다는 단점이 있다.

## 제2절 資本調達方法

### I. 商法上 資本調達の 方法

우리 상법상 자본조달의 방법은 크게 자기자본과 타인자본이지만, 그 구별에 관하여서는 여러 가지 이론이 발전되어 있다. 즉 회계주체를 누구로 볼 것인가 즉 자본주로 볼 것인가 기업자체로 볼 것인가에 따라 자기·타인의 구별이 반드시 일의적이라고만은 할 수 없을 것이다.<sup>79)</sup> 기업주체적인 사고에 의하면 자본을 내부자본과 외부자본으로 분류하여 이익의 사내유보와 감가상각비로 구성되는 자체금융(Selbstfinanzierung)을 내부자본이라 하고, 금전납입과 출자금융을 외부자금조달로 분류하는 것이다.

#### 1. 自己資本

자기자본이라 함은 회사가 주식을 발행하고 그 대금으로 납입받은 금액(자본금) 및 법정 준비금 등과 같이 회사가 존속하고 있는 한 반환할 의무가 없는

<sup>79)</sup> 회계주체에 관한 이론에서는 자본주이론, 실체이론, 잔여지분이론, 회사제도로서의 기업이론 등이 있으나 종래의 구분은 대략 자본주이론에 따른 것이다. 기업을 출자자의 소유로 보고 따라서 그 소유자가 출자한 자본은 자기자본이고 그 이외의 제3자가 출자한 것은 타인자본이 된다. 이와 같은 자본주이론은 오늘날에도 적용되는 일이 많으나 대규모의 법인기업에서의 주식이 광범위하게 분산되어 있고 또 자본주 이외에도 광범위한 계층의 이해관계집단이 존재하고 있는 현실에서 기업을 자본주의 소유물로 볼 수는 없고 이런 이유로 실체이론이 등장하였다. 실체이론(entity theory)은 기업을 주주나 채권자와는 별개의 실체로 보는 것으로 민법학상의 법인실재설의 영향을 많이 받았다.

기업 자체에 귀속하는 재산적 가치를 가리킨다. 자기자본은 기본자본과 부가자본으로 나뉘는데, 기본자본은 법정의 자본으로서 주식의 발행을 기초로 하여 형성되는 것이고, 부가자본은 사내유보로서, 준비금이 그 중심을 이룬다. 즉 법적 관점에서 자기자본이란 다음과 같은 특징으로서 설명될 수 있다. 자기자본은 사원에 의하여 조성되며, 구속된 자본이고 따라서 마음대로 환급될 수 없으며, 또한 자기자본은 책임자본이고 따라서 파산시에 그 환급을 청구할 수 없다.

### (1) 最低資本制의 導入

상법상 회사라 함은 상행위 기타 영리를 목적으로 설립된 사단법인(제169조, 제171조 1항)이나, 주식회사는 물적 회사로서 이른바 1인회사(제517조 1호 참조)가 인정되고, 사단적인 요소보다도 재단적인 요소가 강한 자본단체성을 띠고 있다. 이에 따라 주식회사는 기본자본(Grundkapital)을 가져야 한다. 상법 제329조 1항은 「주식회사의 자본은 5,000만원 이상이어야 한다」라고 규정하여 주식회사의 남설의 폐단을 막고 건전한 회사기업풍토를 유도하도록 하고 있다. 회사설립시에 발행하는 주식의 총수는 정관의 절대적 기재사항이므로(상법 제289조 1항 5호) 주식회사의 기본자본은 최저 5,000만원 이상 정관에서 확정된 자본액으로서 적어도 회사재산과 일치될 것이 요구되는 것이다.<sup>80)</sup>

### (2) 授權株式의 範圍擴大

주식회사의 자본은 주식으로 나뉘고(상법 제329조), 회사설립시의 정관에는 회사가 발행할 주식의 총수, 1주의 금액 및 회사의 설립시에 발행하는 주식의 총수(제289조 제1항 3~5호)를 기재하도록 하고 있다.

수권자본은 미국회사법상의 authorized capital에서 나온 말이고, 「수권주식」(authorized shares)은 회사가 발행할 권한이 있는 모든 종류의 주식을 의미한

<sup>80)</sup> Hans Wurdinger, Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen, 4 Aufl., 1981, S.31.

다.<sup>81)</sup> 미국회사법에서는 기본정관에 회사가 발행할 수권주식총수(The number of shares authorized to be issued)를 기재하여야 한다.

그러나 우리 상법은 이른바 자본조달의 기동성을 살리기 위하여 미국법상의 수권자본제도를 받아들이면서 확정자본제도와 절충하여 그 수권주식의 폭을 좁혀 회사가 발행할 주식의 총수의 4분의 1이상으로 회사설립시에 발행하도록 하고 있다(제289조 제2항).

### (3) 新株發行과 新株引受權

상법 제416조 이하에서 규정한 신주발행은 「회사가 발행할 주식의 총수」에서 「회사가 이미 발행한 주식의 총수」를 공제한 나머지 부분에서 자본증가를 위한 신주발행을 말하고, 이것을 좁은 의미의 신주발행, 즉 통상의 신주발행이라 한다. 상법은 자기자본의 조달방법으로서의 신주발행에 있어서는 신주인수권의 양도를 명문화하고, 불공정한 가격으로 주식을 인수한 자의 책임에 관한 규정을 두고 있을 뿐이다.

#### 1) 株主의 新株引受權과 그 讓渡

주주는 주식의 소유자로서 주식회사의 사원의 지위에 있는 자이다. 따라서 그는 회사의 수익(earnings), 순자산(net assets) 및 지배(ccntrol)의 세 가지 측면에서 이해관계를 가지고 있는데, 이것은 회사가 발행한 주식에 대하여 그가 소유한 주식의 수에 비례하는 것이다.<sup>82)</sup> 그러므로 회사가 신주를 발행하여 자본을 증가할 때에 그 주식을 주주 이외의 제3자에게 배정하게 되면 주주의 재산적 이익뿐 아니라 의결권을 통한 회사기업의 지배관계에도 중대한 영향을 미치게 되므로 어느 정도 주주에게 신주인수권을 부여하여 발행주식에 대한 비율

<sup>81)</sup> Model Bus. Corp. Act. Section 2(g). "Authorized Shares" means the shares at all classes which the corporation is authorized to issue.

<sup>82)</sup> Harry G. Henn & John R. Alexander, law of Corporations, 3rd ed., West Publishing Co., 1983. p.396, 435.

적 지위를 유지하도록 할 필요가 있다. 그러나 수권자본제도를 채택하고 있는 입장에서는 주주의 신주인수권을 지나치게 강조하면 자본조달의 기동성에 지장을 줄 우려가 있다.<sup>83)</sup>

신주인수권(preemptive right, Bezugsrecht)이라 함은 회사의 성립 후 발행되는 신주에 대하여 우선적으로 인수할 수 있는 권리를 말하며, 이것에는 주주의 신주인수권과 제3자의 신주인수권으로 나뉜다.

주주는 정관에 다른 정함이 없으면 그가 가진 주식의 수에 따라 신주의 배정을 받을 권리가 있다(상법 제418조). 이것이 주주의 신주인수권이며, 이 권리는 주주권의 일부가 되고 있다.<sup>84)</sup> 이러한 주주의 신주인수권은 정관에 다른 정함이 없는 한 주주의 동의 없이는 이를 변경할 수 없는 것이고, 이러한 엄격한 신주인수권은 주주에게 신주에 대한 그의 비율부분을 청약할 수 있는 권리를 주어<sup>85)</sup> 주주로 하여금 지금까지의 자본참가에 비례하여 자본증가에 참여할 수 있게 함으로써 현재의 비율적 참여관계를 유지할 수 있도록 하는 데 이바지하는 것이다.<sup>86)</sup>

이러한 주주의 신주인수권은 앞으로 회사가 발행할 신주에 대하여 배정을 받을 권리를 의미하는 추상적 신주인수권과 이사회가 신주발행을 결정함으로써 주주가 취득하는 권리인 구체적 신주인수권으로 나눌 수 있다. 그리고 주주가 신주인수권에 기하여 주식을 인수하는 경우에도 이사회가 신주발행의 결정에 의하여 당연히 신주가 배정되는 것이 아니고, 주주의 청약에 의하여 이루어지는 것(상법 제419조 참조)이므로 신주인수권은 형성권적권리가 아니고, 일종의 채권적 권리에 속한다.

주주가 신주인수권을 가지는 경우에는 주주는 그 권리를 행사하여 주식의 청약을 할 수 있으나, 납입자본이 없을 때에는 차입 또는 구주의 일부를 팔아서 이를 조달하지 않는 한 권리를 포기하여 그 청약을 단념할 수 밖에 없다. 여기

<sup>83)</sup> 서돈각, 전제서, 394면.

<sup>84)</sup> Würdinger, a.a.O., S.179.

<sup>85)</sup> William L. Cary, Corporations, Cases and Materials, 4th ed., 1969, p.1143.

<sup>86)</sup> Walther Kastner, Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts, 2.Aufl, 1976, S.196.

에서 주주는 주식의 시가와 발행가액과의 차액이 있을 때에 그 프리미엄을 잃게 되므로 주주를 위하여 신주인수권을 환가할 수 있는 길을 열어 놓을 필요가 있다. 상법은 제416조에 제5호와 제6호에서 「5. 주주가 가지는 신주인수권을 양도할 수 있는 것에 관한 사항, 6. 주주의 청구가 있는 때에만 신주인수권증서를 발행한다는 것과 그 청구기간」을 신주발행시의 결정사항에 포함시키고 있다. 그러나 신주인수권의 양도를 인정할 때에는 회사의 사무처리 상의 부담이 늘게 되는 점을 고려하여 법률상 당연히 그 양도를 인정할 것이 아니고, 정관 또는 신주발행사항을 결정하는 이사회에서 정하도록 하고 있다.

신주인수권의 양도가 인정되는 경우에는 회사는 그 뜻을 배정일의 2주간 전에 공고하여야 하고(상법 제418조 제2항), 또 신주인수권자에게 통지하여야 한다(상법 제419조 후단). 그리고 신주인수권의 양도는 신주인수권증서의 교부에 의해서만 이를 행하도록 하고 있으므로(상법 제420조의3) 회사는 일정한 기간 안에 신주인수권증서를 발행하여야 한다(상법 제420조의2). 신주인수권증서는 일정한 사항을 기재하고 대표이사가 기명날인하여야 하고(상법 제420조의2 제2항) 그 증서는 신주인수권을 나타내고 있는 유가증권이라 할 것이다(증권거래법 제2조 6호).

신주인수권의 양도는 신주인수권증서의 교부에 의해서만 할 수 있다(상법 제420조의3 제1항). 따라서 신주인수권증서의 양도에 따르는 거래의 안전을 보호하기 위하여 그 증서의 점유자는 적법한 소지인으로 추정되고, 선의취득을 인정하고 있다(상법 제420조의3 제2항).

신주인수의 청약은 주식청약서에 의하여 하게 되는데(상법 제425조, 제302조 1항), 신주인수권증서를 발행한 경우에는 신주인수권증서에 의하도록 하고 있다(상법 제420조의4 제1항). 이 경우에 신주인수권증서를 상실한 자는 주식청약서에 의하여 주식청약을 할 수 있으나, 그 청약은 신주인수권증서에 의한 청약이 있는 때에는 그 효력을 잃는다(상법 제420조의3 제2항).

## 2) 不公正한 價額으로 株式을 引受한 者의 責任

신주발행에 있어서 이사회는 신주의 발행가액을 결정하게 된다(상법 제416조 2호). 신주의 발행가액은 정관에 기재된 일주의 금액 이상으로 정해진 발행예정가액으로서 신주인수인의 인수가액이나 주식의 배정가액과는 구별된다. 이러한 신주의 발행가액은 그 발행 당시의 시가에 따라 공정하게 이루어져야 하고, 이사는 부당·불공정한 가액에 의하여 신주를 발행함으로써 이미 발행된 주식의 값을 해치지 않게 할 수탁의무(fiduciary duty)를 지고 있다고 할 수 있다.<sup>87)</sup> 따라서 이사가 그 임무를 게을리하여 불공정한 가액으로 신주를 발행한 때에는 이사는 회사에 대하여 손해배상책임을 지게 되나(상법 제399조), 그 가액에 따라 주식을 인수한 자는 그 인수가액 이상으로 납입할 책임을 지는 것은 아니다(상법제331조 참조). 왜냐하면 주식인수인은 회사에서 결정한 가액에 의하여 그 주식을 인수한 것이기 때문이다.

상법은 불법·불공정한 신주발행에 대한 구체책으로서의 주주의 유지청구권(상법 제424조)과 신주발행무효의 소(상법 제429조)를 인정하고 있을 뿐 주식인수인의 책임에 대하여는 아무런 규정이 없다. 주식인수인이 이사와 통모하여 현저하게 불공정한 가액으로 주식을 인수하는 것은 회사와 다른 주주에게 손해를 끼치는 것이므로 그 주식인수인에게도 불법행위책임을 물을 수 있다고 할 것이다(상법 제424조의2 제1항 참조)

## (4) 株式配當과 新株發行

상법 제462조의2 제1항은 회사는 주주총회의 결의에 의하여 이익배당총액의 2분의 1 이내에서 새로이 발행하는 주식으로 배당할 수 있도록 하고 있다. 이것이 이른바 주식배당이다. 주식배당의 주된 목적은 이익(profits)을 기업에 유보하고 주주에게 그에 대한 어떤 유형의 증거(tangible evidence)를 제공하고자 하는 데 있고,<sup>88)</sup> 이것은 이익배당의 형식으로 하는 것이므로 자본조달을 위한

<sup>87)</sup> Henn & Alexander, op. cit., p.396; Cary, op. cit., p.1129, 1169.

신주발행과는 구별되는 것이다. 그러나 주식배당은 배당가능이익을 주주에게 배당하여 사외로 흘러나가는 자분을 기업자본으로 돌려 쓸 수 있도록 하는 점에서는 자본조달을 위한 한 형태로 파악할 수도 있다.

주식배당을 위하여는 새로운 주식을 발행하게 되므로 정관상 발행예정주식의 총수 가운데 미발행주식이 남아 있어야 하고, 이것이 없으면 정관을 변경하여 그 수를 증가시켜야 한다(상법 제437조). 주식배당은 배당가능이익의 2분의 1 이내에서 주식의 권면액으로 하고, 주식으로 배당할 이익금액 중 주식의 권면액에 미달하는 단수, 이른바 단주가 있는 때에는 그 부분은 돈으로 배당하도록 함으로써 주주의 이익보호를 꾀하고 있다. 그리고 주식배당을 받은 주주는 그 배당결의가 있는 주주총회가 종결한 때로부터 신주의 주주가 된다(상법 제462조의2 제1~4항).

## 2. 他人資本

### (1) 會社債의 概念

타인자본이라 함은 기업외부의 채권자로부터 받은 일체의 상품신용 및 금융신용으로서 변제기가 도래하면 반환할 의무가 있는 것을 가리킨다. 예컨대 납품업자로부터 받은 상품, 은행으로부터의 차입금, 기업어음(C.P.)에 의한 차입금, 사채의 발행에 의하여 조달한 금액 등이 이에 속한다. 경제적으로 볼 때 회사채를 통한 자본조달방법은 일반공중인 투자자로부터 거액의 자분을 비교적 장기간 안정적으로 조달할 수 있는 방법으로 자기자본보다 위험부담이 적다.<sup>89)</sup>

현행상법의 사채관련규정은 통칙, 사채권자집회, 전환사채, 신주인수권정부사채 4관으로 이루어져 있다. 그러나 최근 IMF 외환위기 이후 보증기관에 대한 신뢰가 급격히 상실되고, 주가의 하락으로 자기자본의 조달이 어려워짐에 따라

<sup>88)</sup> Henn & Alexander, Ibid, p.919.

<sup>89)</sup> 양동석, “회사채의 발행제도”, 「법학논총」 제6집, 조선대학교, 2000, 79면; 정동윤, 전게서, 540-541면.

사채발행에 의한 타인자본의 조달이 요구되고 있고, 사채발행제한의 완화를 요구하고 있는 것이 실정이다. 이에 따라 개정 상법은 사채발행의 제한을 완화하고 신주인수권부사채를 새로이 추가하여 사채발행에 의한 자본조달의 편의를 제공하도록 하고 있다.

상법 제470조에 제1항에 의하면 사채의 총액은 최종 대차대조표에 의하여 회사에 현존하는 순자산액의 4배를 초과하지 못한다. 제한의 기준을 순자산액으로 하고 있으며, 이의 4배까지로 사채발행을 확대하고 있다.<sup>90)</sup> 사채총액을 제한하는 것은 회사의 순자산에 비하여 과도한 채무부담을 함으로써 기존 사채권자의 이익이 침해되는 것을 방지하자는 것이다. 그러나 사채발행이후 개별적인 차입에 의하여 다액의 채무부담을 하는 것이 금지되어 있지 않고, 사채발행 후에 회사의 순자산액이 감소하지 않는다는 보장도 없으므로, 사채발행한도를 제한함으로써 사채권자보호의 효과를 거둘 수 있는 것인지 의문이 있다.<sup>91)</sup>

회사가 몇 차례로 나누어 사채를 발행하는 경우에는 그 사채발행의 한도도 그 전체의 합계액에 미치는 것은 물론이다. 다만 회사가 구사채를 상환하기 위하여 사채를 모집하는 경우에는 구사채의 액은 사채의 총액에 산입하지 아니한다. 이 경우에는 신사채의 납입기일, 수회에 분납하는 때에는 제1회의 납입기일로부터 6월 내에 구사채를 상환하여야 한다(제470조 1항). 그러나 이와 같은 사채발행의 한도에 대한 법의 규정에 위반하여 사채를 발행한 경우에도 그 사채발행의 효력에 영향을 미치는 것은 아니고, 다만 이사의 책임(제399조, 제401조)의 문제가 생기고, 또한 과태료의 제재가 따른다(제635조 1항 23호). 그리고 회사는 사채발행과는 관계없이 개별적인 차입금에 의한 자본조달을 할 수 있으므로 사채발행한도의 제한이 큰 실효를 거둘 수 없다는 이유로 그 한도의 제한을 철폐하여야 한다는 주장이 강력하게 일고 있다.<sup>92)</sup>

90) 폐지된 자본시장육성에 관한 법률 제11조의8에서는 공개법인 또는 상장법인은 대통령령이 정하는 기관이 원리금의 지급을 보증하는 사채에 한하여 그 제한이 완화되고 있으나, 이 경우에도 사채의 총액은 자본 및 준비금의 총액의 2배와 최종의 대차대조표에 의하여 회사에 현존하는 순자산액 중 적은 액을 초과할 수 없도록 하였다.

91) 외국의 경우에 사채발행의 한도를 제한하고 있지 않다(윤영신, “상법상 사채관련규정의 개정방향”, 『법학연구』 제13권 제1호, 충남대학교, 2002. 12, 195면; 양동석, 전계논문, 95면).

사채를 발행할 수 있는 한계가 무엇인가. 상법상 규정되어 있는 종류의 증권만을 발행할 수 있는 것인가 아니면 상법과 증권거래법의 규정을 예시규정으로 보아 다른 종류의 사채도 발행할 수 있는 것인지가 실무에서는 많이 문제되고 있다. 그러나 감독당국의 입장은 규정이 있는 것만을 발행할 수 있다는 한정적 입장을 취하고 있는 것으로 보이는데, 이러한 제한적 태도는 재무의 혁신(financial innovation)을 저해하여 회사의 자본조달에 장애가 되고 있다.<sup>93)</sup> 각 사채의 금액은 1만원 이상으로 하여야 하며, 동일 종류의 사채에서는 각 사채의 금액은 균일하거나 최저액으로 정제할 수 있는 것이어야 한다(제472조).

## (2) 會社債 種類와 發行

### 1) 轉換社債

전환사채는 사채권자의 일방적 청구로 주식으로 전환할 수 있는 권리가 인정되는 사채이다. 즉 전환사채는 주식으로서 전환권이 인정된 특수한 사채로서 미국법상의 제도에서 온 것이다. 전환사채는 주주배정·모집·제3자 배정 등의 방법에 의하여 발행할 수 있다. 어느 방법에 의하여 전환사채를 발행하더라도 전환사채의 발행과 발행사항은 정관에 다른 규정이 없으면 이사회가 결정하고, 이를 정관의 규정으로 주주총회에서 결정하도록 정한 경우에는 주주총회에서 결정한다(상법 제513조 제2항). 다만 전환사채의 발행에 있어서 주주의 권리보호를 위하여 주주에게 전환사채인수권을 인정하는 길을 열어 놓고 있다(제513조 제2항 5호, 제513조의 2, 제513조의 3). 그리고 주주 이외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에는 그 발행할 수 있는 전환사채의 액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 그 청구기간에 관하여 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로써 정하도록 하고 있다(제513조 제3항). 이것은 전환

<sup>92)</sup> 이범찬, 「증권관계법의 개정방향」, 정희철선생화갑기념상법논집, 343면; 양동석, 상개논문, 95면.

<sup>93)</sup> 윤영신, 전개논문, 195면.

사채의 발행에 있어서는 타인자본조달의 편의와 주주의 이익보호를 조화시키려는 데에서 나온 것이라 할 수 있다.

사채권자는 일정한 이자를 받으면서 주식가액이 전환가액을 초과하여 높아지는 경우에 투기적 이득(speculative gain)을 얻을 수 있는 기회를 엿보아<sup>94)</sup> 주식으로 전환하여 주주로서 이익배당을 받을 수 있는 것으로 잠재적 주식이라 할 수 있다.<sup>95)</sup> 따라서 전환사채는 회사의 상황과 관련하여 사채권자가 확정이자를 받으면서 주식으로 전환하여 주주로서의 지위를 차지할 수 있는 기회를 부여하는 점에서 사채모집을 용이하게 하는 것이나, 사채권자가 그 사채를 주식으로 전환하여 주주로 되는 경우에는 주식의 수가 그만큼 증가하여 주주의 이해관계에도 영향을 미치게 된다.

전환사채는 일반사채와는 달리 주식으로의 전환권이 주어지고 있다는 점에서 그것을 발행한 때에는 등기에 의하여 공시하도록 하고 있다(제514조의 2).

## 2) 新株引受權附社債

신주인수권부사채(obligation a warrant, books with stock purchase warrants)는 사채발행시에 사채발행의 조건으로 사채권자에게 신주인수권이 부여된 사채이다. 신주인수권부사채권자는 보통사채의 경우와 마찬가지로 일정한 이자를 받으면서 만기에 사채금액을 상환받을 수 있으므로 투자의 안전성이 있고, 사채권자 자신에게 부여된 신주인수권을 가지고 주가가 상승한 경우에는 신주의 발행을 청구할 수 있으므로 투기성을 아울러 가지고 있는 제도이다.<sup>96)</sup>

회사는 정관에 다른 규정이 없으면 이사회결의에 의하여 신주인수권부사채를 발행할 수 있다(상법 제516조의2 제2항). 신주인수권부사채권자는 사채권자의 지위를 가지고 또 그 신주인수권을 행사하여 주주로 될 수 있으므로, 신주

<sup>94)</sup> Henn & Alexander, op. cit., p.394.

<sup>95)</sup> 손주찬, 전게서, 700면.

<sup>96)</sup> 박상조, “신주인수권부사채에 관한 소고 -주주보호를 중심으로-”, 「법학논집」 제13집, 청주대학교, 1998, 281면; 정동윤, “특수한 사채의 종류와 특색”, 「고시연구」, 1988. 2, 15면.

인수권부사채는 사채의 안전성과 주식의 투기성을 겸유하는 양자의 중간적 형태이다. 따라서 신주인수권증서, 신주인수권의 양도에 관한 것을 제외하고는 거의 전환사채에 관한 규정과 거의 내용이지만, 전환사채권자의 전환권의 행사, 신주인수권부사채권자의 그 권리의 행사가 주주로 된다는 점에서 같은 성질을 지니고 있기 때문이다.<sup>97)</sup> 이러한 신주인수권부사채는 미국의 주식매수권부사채나 독일의 주식인수권부사채에서 비롯된 것이다.<sup>98)</sup>

신주인수권부사채권자가 신주인수권을 행사할 수 있는 기간 안에 신주인수권을 행사하여 주주가 될 수 있는 것은 전환사채권자가 전환권의 행사로 주주가 되는 것과 같다. 다만 전환사채의 경우에는 전환권의 행사로 사채는 없어지고 주식으로 바뀌는 데 대하여 신주인수권부사채의 경우에는 그 사채의 상황이 있기까지는 사채권자로서의 지위와 주주로서의 지위를 같이 누리게 되는 점에서 양자의 차이가 있다. 즉 신주인수권부사채의 경우에는 그 신주인수권을 행사하려면 청구서 2통을 회사에게 제출하고 신주발행가액의 전액을 납입하도록 되어 있으나(제516조의 8 제1항), 신주인수권을 행사하려는 자의 청구가 있는 때에는 신주인수권부사채의 상황에 갈음하여 그 발행가액으로 신주의 발행가액의 납입이 되는 것으로 보아(제516조의2 제2항 5호) 사채의 상황과 신주인수가 같이 이루어질 수 있도록 하고 있는 점에서 당연히 사채가 주식으로 전환되는 전환사채와는 다르다. 그리고 전환사채의 경우 전환으로 인하여 발행하는 신주의 발행가액은 사채의 발행가액으로 하도록 하고 있으나(제516조, 제348조) 신주인수권부사채의 경우에는 신주인수권의 행사로 인하여 발행할 주식의 발행가액의 합계액은 그 신주인수권부사채의 금액을 초과할 수 없도록 하고 있다(제516조의2 제3항). 이 점에서 회사는 신주인수권부사채의 경우에는 신주인수권의 행사로 인한 신주발행의 범위를 그 사채총액의 한도 안에서 조정할 수 있기 때문에 회사로서는 전환사채제도보다 유리하게 이용할 수 있을 것이다.

97) 이 때문에 독일주식법 제221조는 전환사채와 신주인수권부사채를 함께 규정하고 있다.  
즉 §221 (1) Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern ein Umtauschund Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt(Wandelschuldverschreibung), und...

98) 박길준, “주식회사의 자본조달에 관한 개정의견, 「상법 개정의 논점」, 1981, 105면; 박상조, 284면 참조.

그러나 이 제도는 사채권자가 신주인수권의 행사로 주주가 되므로 그 사채의 발행은 주주의 회사에 대한 비례적 지위에 영향을 미치게 되는 것이다. 그리하여 개정 상법은 전환사채와 같이 주주에게 그 사채의 인수권을 부여하고(제516조의 2 제2항 8호) 주주 이외의 자에게 신주인수권부사채를 인수시킬 때에는 주주총회의 특별결의를 거치는 등 엄격한 절차를 밟도록 하여(제516조 제4항) 주주의 이익보호를 꾀하고 있다.

신주인수권부사채는 사채와 신주인수권을 분리하여 양도할 수 있는 분리형과 사채와 신주인수권의 양자를 결합해서만 양도할 수 있는, 즉 분리할 수 없는 비분리형으로 구분할 수 있다. 분리형은 신주인수권부사채의 발행결의시 신주인수권만을 양도할 수 있도록 정한 것이고(제516조의2 제2항 제4호), 비분리형은 하나의 유가증권인 채권에 사채권과 신주인수권을 함께 표창하는 것이어서 양자를 일체로 하여서만 양도할 수 있고 그 행사도 채권을 제시하는 것만으로 족한 것을 말하며, 이를 결합형이라고도 한다.<sup>99)</sup>

신주인수권부사채를 발행한 때에는 전환사채의 경우와 마찬가지로 일정한 사항을 등기에 의하여 공시하도록 하고 있다(제516조의 7).

### 3) 無保證社債

최근 IMF 외환위기 이후 보증기관에 대한 신뢰가 급격히 상실됨에 따라 사채발행의 양상은 무보증사채가 대중을 이루게 되었다. 무보증사채는 기업에게는 자본조달을 쉽게 하고, 투자자에게는 수익을 극대화시키고 다양한 욕구를 충족시킬 수 있는 대표적인 사채라 할 수 있다. 그러나 무보증사채의 경우에는 지급불능위험성이 현실적인 문제로 등장하게 되므로, 사채권자의 이익을 보호하기 위하여 발행회사가 지급불능위험을 증가시키는 행위를 하는 것을 제한하는 계약을 체결하는 것이 보통이다.

우리 나라의 사채는 기관투자자의 보유가 대부분이어서 사채시장을 주도하고

<sup>99)</sup> 이정환, “신주인수권부사채에 관한 연구”, 「법률연구」 제4집, 연세대학교, 삼영사, 1986, 177면; 정찬형, “신주인수권부사채”, 「고시연구」, 1989. 8, 96-97면; 박상조, 전개논문, 283면 참조.

있다. 따라서 무보증사채의 활성화를 위해서는 기관투자가들로 하여금 보증사채에 대한 투자를 자제시키고 무보증사채에 대한 투자를 제고시킬 수 있는 유인책을 강구하고, 기관투자들의 내부적 경영관행도 개선되어야 할 필요가 있다.<sup>100)</sup>

## II. 資本調達에 있어서의 商法上 制度의 限界

주식회사에 있어서 주식이라는 개념은 물적 요소인 자본과 인적 요소인 사원(주주)의 두 개의 구성요소를 결부시켜 파악한다. 즉 회사의 자본(legal capital, stated capital)이 전면에 나타나고 일정한 금액으로 표시되는 자본을 의미하기도 하며, 또한 주식회사의 사원인 주주가 출자자로서 회사에 대하여 갖는 지분을 말한다.

주식은 여러 형태로 분류할 수 있지만, 본 논문과 관련한 액면주식과 무액면주식으로의 분류는 1주의 금액을 결정하고 주권에 기재하느냐의 여부에 따른 것으로 권면액의 유무에 의한 구분일 뿐이고, 그 표창하는 주주권의 내용에 있어서는 동일하므로, 양자는 별개의 주식의 종류로서는 취급되지 아니한다.<sup>101)</sup>

우리 상법은 제329조 제4항에서 액면주식에 대해서만 인정할 뿐 무액면주식의 발행은 인정하고 있지 않다. 즉 ‘1주의 금액은 100원이상으로 하여야 한다’라고 하여 명목적금액인 100원이라는 최저 수준의 금액을 뒀으므로 무액면주식제를 인정하고 있지 않다. 이는 결국 1주의 100원이라는 금액은 주식회사의 자본조달의 기능적 측면에서 그 한계점을 가지고 있다고 할 수 있다.

따라서 본 항에서는 먼저 액면주식에 관한 일반적인 내용과 그 한계에 대해서 살펴보고, 장을 달리하여 무액면주식제도의 도입과 그 타당성에 대해서 살펴보기로 한다.

100) 양동석, 전제논문, 97면.

101) 田中誠二·吉永榮助·山村忠平, 「コンメンタル 會社法」, 勁草書房, 1984, 407면; 장지석, “무액면주식제도에 관한 법적 고찰”, 연세대학교 박사학위논문, 1990, 5면.

## 1. 額面株式制度의 概念

액면주식(par stock, par value stock)이란 액면이 있는 주식을 말하며, 주권에 1주의 일정한 금액(액면가)을 기재하는 것을 법정 기재사항이고(제356조 4호), 또한 정관에 절대적 기재사항으로 그 금액이 기재되어 있는 주식을 말한다(제289조, 제1항 4호). 우리나라의 주식제도하에서 주식은 모두 액면주식이고, 무액면주식제도는 인정되지 아니한다.<sup>102)</sup> 현행 상법은 “1주의 금액은 100원 이상으로 하여야 한다”(제329조 4항)라고 하고 있다.

신주발행시 기업자본조달의 편의를 돕기 위한 입법조치이지만 현재의 물가수준을 고려하면 ‘명목적인 액면가액(nominal par value)’이라는 비판을 받고 무액면주식제도로 가기 위한 과도기적 조치라고 보기도 한다.<sup>103)</sup>

주식의 발행가액은 자본충실의 원칙상 그 가액이 액면가와 동일하거나 또는 그 이상이어야 한다. 통상 주식의 발행가액은 액면가액 이상으로 발행하며(액면초과발행, 프리미엄부발행), 발행주식 액면총액은 자본을 구성하게 되며(제451조), 그 액면초과금액은 자본준비금으로 적립되어야 한다(제459조 제1항 1호). 그러나 엄격한 제한 하에 액면에 미달하는 주식의 발행을 인정하고 있다(할인발행). 예컨대 회사 성립 후 2년이 지난 경우 주주총회의 특별결의와 법원의 인가를 얻은 경우에 허용되는 것이다(제330조 단서, 제417조). 다만 이 경우에는 액면미달금액을 대차대조표 자산의 부에 계상하여 주식발행 후 3년 내의 매결산기에 균등액 이상을 상각하여야 한다(제455조).

## 2. 額面株式制度의 長短點

### (1) 額面株式制度의 長點

102) 무액면주식제도를 도입하여 우리나라의 주식회사로 하여금 무액면주식을 발행할 수 있게 하려면 특별법을 제정하거나 상법 개정절차를 밟아야 한다.

103) 이대회, “개정 상법하에서의 주식발행제도에 관한 고찰”, 「상장협」 제38호, 1998. 10, 81면.

## 1) 株主間の 公正性 確保

액면(par)이라는 개념은 중세시대에까지 거슬러 올라가지만, 미국의 회사법상으로는 급속히 사라져 가고 있는 특성이다.<sup>104)</sup> 액면은 주주가 유한책임을 지면서 이익배당을 받을 수 있는 특권의 기초가 되는 것으로서 회사설립시 주주가 출연하기로 되어 있는 액수이다. 액면가액제도를 채택하는 주된 원칙은 주식의 발행가액이 액면가액과 동일하거나 그 이상이어야 한다는 것이고, 액면가는 주식을 발행하는데 있어서 그 하한선을 의미하게 된다. 이러한 원칙을 유지시키는 액면가액(par value)이라는 개념이 초기에 가지고 있었던 주된 기능은 새로 설립되려는 회사에 있어서 주주간의 평등과 공정을 보장하려는 것이었다.<sup>105)</sup> 예컨대 새로 설립되려는 회사의 주식을 인수하고자 하는 투자자는 다른 투자자가 자신이 출연하고자 하는 액수보다 더 적은 액수로 주식을 인수함으로써 회사에 대한 자신의 권리가 희석되는 것을 두려워 할 것이다. 이 경우 다른 투자자들도 주식의 액면가 또는 그 이상을 출연할 것이 확실하다고 한다면, 위의 투자자는 안심하고 출연할 것이다.

## 2) 債權者の 信用提供 決定의 要素

액면가액에 대하여 주주가 출연하여야 한다는 것은 회사자산에 대하여 채권자가 가지는 이해관계를 보장해주는 역할을 하는 것으로 발전하였다.<sup>106)</sup> 즉 회사에 신용을 제공하려는 채권자가 회사에 신용을 제공할 것인가와 신용을 제공한다면 어떠한 조건으로 제공할 것인가를 결정하는데 있어서 주주들이 출연한 자본의 액수는 적절한 고려요소가 된다. 예컨대 회사의 자본액수가 적어서 신용을 제공하는데 수반되는 위험이 크다고 생각하는 채권자는 더 높은 이율의 이자를 요구할 것이다.

<sup>104)</sup> James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, op. cit., p.463.

<sup>105)</sup> Robert C. Clark, CORPORATE LAW 707 (1986).

<sup>106)</sup> Bayless Manning & James J. Hanks, Jr., LEGAL CAPITAL 24-25 (1990).

### 3) 債權者를 위한 擔保機能

주주들이 출연한 자본금은 채권자를 보호하기 위한 최소한의 담보가 된다. 즉 배당을 하는데 있어서 배당후의 회사재산이 보통 자본과 부채의 액수를 합친 것보다 많은 경우에만 주주에게 배당할 수 있다.<sup>107)</sup> 그러므로 자본은 회사의 재산이 주주들에게 부당하게 흘러나가는 것을 엄격히 통제함으로써 채권자를 보호하는 최소한의 담보가 된다.<sup>108)</sup>

#### (2) 額面株式制度의 短點

액면가액제도는 원래 의도하였던 위의 기능, 즉 주주간의 공정성을 확보하고 채권자가 위험을 평가하도록 하는 기능을 오늘날 잘 수행하고 있는가에 대하여 재검토 해 볼 필요가 있다.

주주들의 투자에 대한 기준으로서의 액면가는 회사가 초기 설립단계를 벗어나게 되면 채권자가 기대했던 것과는 달라질 수 있다. 즉 설립후 일정한 경우에는 회사가 거의 모든 자산을 잃어버리게 되는 경우와 같이 회사가 보유하고 있는 자산이 주주들이 회사설립시에 출자했던 자산이라고 하는 가정은 더 이상 정확하지 않게 될 수 있다. 또한 주식의 가치는 계속해서 변동하기 때문에 액면가는 주식의 진정한 가치를 반영하는 것이 아니다.

액면가액에 의하여 발행가액을 정하는 경우, 특히 액면가액이 고액일 경우 자본조달의 융통성에 문제점이 발생할 수 있다. 이미 발행된 주식이 주식시장에서 거래되고 있다면 신주를 발행하고자 하는 회사는 그 주식시장과 경쟁을 하여야 할 것이다. 주식의 시장가격이 액면가를 상회하고 있다면 액면주식제도하에서도 회사가 액면가 이상 시장가격 이하로 주식을 발행하는데 아무런 문제가

107) 이익배당을 하려면 이익배당에 사용할 수 있는 재원, 즉 배당가능이익이 있어야 하는데, 이러한 배당가능이익은 대차대조표상의 순재산액으로부터 자본의 액, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액을 공제한 금액이다(상법 제462조 제1항).

108) James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, op. cit., p.463.

없다. 그러나 주식의 시장가격이 액면가액 이하에서 형성되어 있는 경우에도 설립시와 같이 주식의 발행가액이 액면가에 미달하여도 액면가 이상으로 발행하여야 한다는 원칙이 지켜져야 한다면 액면가 이하의 기사에 의하여 회사로부터 신주를 인수하는 주주는 그 차액에 대하여 책임을 져야 할 것이다. 또한 투자자들은 액면가대로 주식을 발행하는 회사로부터 주식을 구입하기 보다는 액면가 이하로 시장가격이 하락한 주식시장에서 구입하려고 할 것이기 때문이다. 따라서 회사에 의한 신주발행이 불가능해 질 것이다. 그러므로 액면가를 주식의 발행가액의 기준으로 하게 된다면 주식의 발행가액을 책정하는데 있어서의 융통성, 곧 자본조달의 융통성을 잃어버리게 되고, 따라서 경제적인 현실을 고려하는 조치가 필요하게 된다. 자본조달의 융통성을 부여해주는 제도로서 액면미달 발행을 허용하거나 무액면주식제도를 채택하고 있다. 현행 상법은 전자의 방법을 채택하는 것이다. 현행 상법은 전자의 방법을 채택함으로써 액면주식제도를 채택하면서 액면주식제도를 유지하는 원칙에 대한 예외를 규정하고 있다.

액면제도하에서 액면가액을 높게 정한 경우의 최대의 장점은 투자자나 채권자가 높은 액면가액으로 주식을 발행하는 회사에 대하여 심리적으로 안전하다고 느끼게 됨으로써 발생하는 회사의 간접적인 이익이라고 할 수 있다. 그러나 투자자와 채권자가 액면에 주의를 기울일 만한 근거가 없으며, 투자자나 채권자가 액면가액을 고려한다는 것은 더 이상 사실이 아니라는 것이다. 액면주식제도하에서 가장 흔히 발생하는 문제는 물탄주식(watered shares)의 문제인데, 이것은 가치가 불확정한 현물출자가 이루어지고 출자된 현물의 가치가 주식의 액면에 미치지 못하는 경우에 발생하는 것이다. 물탄주식은 법이 요구하는 것만큼의 출연, 즉 액면가액만큼의 출연을 하지 않고서 주식을 인수하는 것을 나타내는 미국의 판례법상의 용어이다. 미국의 판례법은 세 가지 종류의 물탄주식을 정의하고 있는데, 주주가 어느 종류의 주식을 완전히 인수하였을 때 액면가액이 있는 다른 종류의 주식을 무상으로 배정받았을 때의 보너스 주식(bonus shares), 금전으로 출연하였으나 액면이하로 출연한 것에 대하여 주식을 발행한 경우인 할인주식(discount shares), 주식의 액면가액보다 가치가 적은 현물출자에 대하여 주식이 발행된 협의의 의미의 물탄주식이 그것이다. 주식인수인은 주식에 대

한 인수가액의 전액을 납입할 의무가 있으며(상법 제305조), 현물출자의 경우에는 그 목적인 재산을 완전히 인도하고 이에 관한 서류를 교부하여야 한다(상법 제295조 제2항). 따라서 물탄주식의 인수인은 출연한 재산의 실제가치와 액면가와의 차액을 전보할 책임이 있다고 할 수 있다.

이상에서와 논의한 바와 같은 여러 요소에 의하여 액면가액, 특히 고액의 액면가액을 이용하는 것이 미국에서는 점점 포기되기에 이르렀으며, 명목적 액면주식이 광범위하게 이용되었다.

### 3. 額面株式制度의 限界

#### (1) 額面價의 短點<sup>109)</sup>

주식의 액면가가 그 주식의 실질적 가치를 제대로 표시하지 못하는 결과 문제가 발생할 수 있는데 첫째, 주식의 실질가치는 액면가와 관계가 없음에도 불구하고 주권의 표면에 일정한 금전적 수치가 기재됨으로서 그 금액이 주식과 관련이 있는 듯한 착각을 유발하게 되고 이를 말미암아 투자자들이 판단을 그르치게 할 수 있는 주식의 실질가치에 대한 오해가 있을 수 있다. 둘째, 주식모집에 관한 기만행위로 신주발행을 통하여 자본을 조달하고자 하는 회사경영진들이 주식 투자자들의 위와 같은 착오를 고의적으로 이용하여 부적정한 가액으로 주식을 인수시키거나 허구적으로 발행하는 경우에는 선의의 투자자들에게 막대한 손해를 끼칠 염려가 있다. 셋째, 액면가는 주식을 발행하는 경우 그 발행가액의 최저한으로 작용하기 때문에 신주발행으로 자본을 조달하려는 회사의 구주의 시장가액이 액면가를 밑도는 때에는 신주발행이 어렵게 되는데 즉 자본조달에 불편이 있을 수 있다. 따라서 이러한 경우에 사채가 아닌 주식으로 자본조달을 하려면 할인발행제도가 인정된 법제에서는 그 요건에 따라 액면가 이하의 금액으로 발행하는 수밖에 없다. 넷째, 주식의 액면가가 시장가치보다 큰 경우에는 자본이 기업의 실질적 규모보다 과대하게 책정되어지는데, 수익이 발생

<sup>109)</sup> 이대희, 전계논문, 83-85면 참조; 장지석, 전계 학위논문, 12-14면 참조.

하여도 주주에게 적절히 배분할 수 없는 등 여러 가지 회사 재무관리상의 불편을 야기 시키게 된다. 다섯째, 현물 또는 노무출자시 그 현물 또는 노무로써 회사에 유입되는 재산상의 실질가치보다 이에 대한 대가로써 자본으로 유입되는 금액 즉, 자본증가액이 과대하게 평가되는 경우에 결국 물탄주식(watered stock)이 발생하는 문제가 일어날 수 있다.

## (2) 名目的 額面株式制度의 問題點

현행 상법은 1주의 최저액면가를 5,000원에서 100원으로 인하시킨 것은 신주 발행시에 기업이 자본을 조달함에 있어 편의를 돕기 위한 것으로 주식의 시장가격이 기존 최저액면가인 5,000원에도 미치지 못하는 주식이 속출하는 것을 인정하는 것이다. 그런데 이와 같이 액면가를 현재의 물가수준과 비교하여 형식적인 가액으로 하는 경우 그 가액의 공정성에 대한 근본적인 문제점과 주식의 할인발행의 가능성이 여전히 남아 있다는 문제점 및 탄력적인 자본구성으로 인하여 회사채권자 보호에 있어서의 미흡하게 된다.

### 1) 發行價額의 問題

명목적 액면주식제도하에서 발생할 수 있는 것으로 가장 중요한 문제는 발행가액의 결정에 관한 것이라고 할 수 있다. 실제의 발행가액은 고액인 반면 액면가를 형식적인 저액으로 한다는 그 자체가 문제인데 이것은 액면주식제도에서 발행가액의 기준이 되는 액면가가 명목적 액면주식에서는 더 이상 그러한 기준이 될 수 없을 뿐만 아니라 액면가를 사실상 폐지하는 의미를 가진다. 따라서 명목적 액면주식은 액면가가 본래 자본유지원칙의 기초를 이루고 채권자를 위한 담보 등의 기능을 담당하였던 고유의 장점을 희석시킨다. 명목적 액면주식제도하에서는 발행가액을 공정하게 결정하는 것이 현물출자보다 더 중요하다고 할 수 있다.

## 2) 現物出資 評價의 適正性 問題

액면가를 100원대의 단위로 정하여 주식을 발행하면 주주가 액면가 이하의 가치를 납입하는 것은 매우 드물 것이고, 따라서 할인발행 문제는 더 이상 발생하지 않을 것이다. 그러나 현물출자의 경우 발기인이나 이사회가 정한 가치보다 미달되는 액수를 납입할 경우가 발생할 수 있다. 액면주식제도하에서 현물출자의 가치평가는 액면이라는 일정한 기준이 주어지는 반면, 명목적 액면주식제도하에서는 액면가가 사실상 아무런 역할을 하지 못하므로 현물출자의 대상인 재산을 적정하게 평가하는 것이 고액의 액면주식제도에서보다 더 중요하게 된다. 현물출자의 대상이 되는 재산이 과대평가된 경우에는 주식을 사실상 할인발행하는 결과가 되며, 그 발행된 주식은 그 실제 가치보다 액면가가 높게 되어 물탄주식이 된다.

따라서 명목적 액면주식제도하에서도 주식의 할인발행과 동일한 결과를 야기하는 발행이 이루어질 수 있다.

## 3) 債權者保護의 問題點

명목적 액면주식을 발행한 회사의 자본구성은 탄력성이 크다는 것을 앞에서 보았는데, 회사의 관점에서 이러한 탄력성은 재무관리에 있어서 보다 많은 재량을 가질 수 있어 명목적 액면주식을 사용하는 이유가 된다. 그러나 회사 자본은 채권자를 위한 담보를 형성하고, 회사는 채무가 만기가 되었을 때 이를 변제할 재산을 보유하여야 하는데, 명목적 액면주식을 발행한 회사의 자본은 형식적으로만 유지되고, 잉여금 부분을 확대하여 이것을 주주들에게 분배할 가능성이 있다면 회사채권자 보호에 있어서 미흡하게 된다.

## 제4장 無額面株式制度의 導入論

무액면주식은 액면가의 기재가 없는 주식으로서 주식의 액면가액과 진실가치와의 괴리에 착안하여 주식의 진실가치에 접근하기 위한 수단으로서 미국에서 처음 입법화된 이후, 일본·캐나다·벨기에·독일 등 세계 각국이 도입하여 시행하고 있다. 우리 상법에 있어서도 그 도입여부에 관하여 상법 제정 당시와 상법 개정이 이루어진 1984년, 1998년에 논의가 활발히 이루어졌지만 도입에는 실패하여 무액면주식은 인정하고 있지 않다. 최근에 법무부에서 회사의 금융편의를 위하여 특정 주식에 2개 이상의 의결권을 인정하는 복수의결권 주식과 액면가의 기재가 없는 무액면주식의 도입을 시사하면서 다시 활기를 띠고 있다.<sup>110)</sup>

우리나라는 OECD의 회원국으로서 자본의 완전개방과 기업의 국제화라는 시대적 요청을 추진해야 할 입장에 있으며, 1997년 IMF 등 국제기구의 요구에 의해 우리 기업들은 구조조정은 논외로 하더라도 기업자본의 조달에 있어 그 무엇보다도 절박한 필요성을 체험하였다. 이러한 점을 감안하면 무액면주식제도는 그 단점보다 장점이 사뭇 크다 할 수 있다. 예컨대 자본조달과 주식분할을 쉽게 할 수 있고, 주식분할을 통하여 회사간의 M&A를 활성화할 수 있으며, 유통주식의 수량을 증대하여 주식의 시장성을 제고할 수 있다는 장점이 더욱 돋보인다.<sup>111)</sup>

본 장에서는 먼저 무액면주식의 의의와 종류 및 무액면주식의 장단점을 정리하고 도입시 가장 중요한 논점인 무액면주식제도에서의 주식의 발행가액과 자본구성을 검토한 후, 현행법 체계하에서 도입시 상법의 상당부분을 개정 내지 신설하는 부담은 있지만, 기업의 현안문제와 활성화 방안을 위해 무액면주식제도의 도입을 긍정하는 입장에서 이론을 전개하고자 한다.

<sup>110)</sup> <http://blog.naver.com/skroh21/60015954406>(2005. 10. 2 검색).

<sup>111)</sup> 양동석·이영주, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 「기업법연구」 제15집, 2003, 197면.

## 제1절 無額面株式의 概念

### I. 無額面株式의 意義

주식이란 주식회사의 사원인 주주가 출자자로서 회사에 대하여 갖는 지분이며, 1주의 금액이 법정되고 주권에 기재되는가의 여부에 따라 액면주식과 무액면주식으로 나누어진다. 즉 주식의 단위를 액면주식은 일정한 금액을 가지고 표시하고, 무액면주식은 개수를 가지고 표시하는 것이다.<sup>112)</sup>

무액면주식(no-par stock, non par value stock, Nennwertlose Aktien)이란 액면주식의 발행가에 해당하는 1주의 액면가가 표시되지 않고, 주권에는 그 표창하는 주식의 수만이 기재되는 주식을 말하며, 회사의 총자본에 대한 비율적 지위를 표시하기 때문에 이를 부분주(Partienaktie) 또는 비례주(Quotenaktie)라고도 한다. 이러한 무액면주식을 교부받은 주주는 전체 발행주식에 있어서 자신의 주식소유수만을 인식할 수 있을 뿐이다.

무액면주식의 경우 회사는 주식을 발행할 때마다 발행가를 정하여 자본에 계입하는 것이 원칙이지만, 발행가 중의 일부만을 자본에 전입할 수도 있다.<sup>113)</sup> 반면 액면주식은 발행한 주식의 액면총액이 자본금에 전입되며, 액면을 초과하여 발행하였을 때의 초과액은 자본준비금으로 적립하여야 한다(상법 제451조·제459조 1호). 액면주식과 무액면주식은 액면가의 유무에 의한 차이를 제외하고는 그 법률상의 취급에 차이가 없고, 또한 주주권의 내용에 있어서도 동일하므로 주주의 회사에 대한 권리에는 아무런 차이가 없다.<sup>114)</sup> 따라서 양자는 별개의 주식의 종류로서는 취급되지 아니한다.

무액면주식제도는 수권자본제도 등과 함께 미국회사법상 특색의 하나로서 주식회사의 자본구성에 변혁을 가져오게 하였고, 회사채권자보호를 위한 이른바

112) 大隅健一郎, “額面株式と無額面株式”, 「民商法雜誌」 85卷 3號, 有斐閣, 1981, 373면.

113) 이태로·이철송, 전계서, 221면; 최기원, 전계서, 652면.

114) 近藤光男, 「最新會社法」, 中央經濟社, 2001, 59면; 田中誠二·吉永榮助·山村忠平, 전계서, 407면; 上柳克郎, 「新版註釋會社法」, 有斐閣, 1986, 25면 참조.

자본의 확정·충실·불변의 3원칙에 커다란 위협을 가한 것이다. 그러나 이 제도는 액면주식이 갖는 가격의 이중성으로 초래되는 폐해, 회사자본조달의 곤란, 나아가서는 회사에 대한 주주들의 이해 등에 관한 고려와 반성에서 나온 것이다.<sup>115)</sup>

주식의 가치는 상장주식의 경우 일반적으로 주식의 시장가격에 의하여 결정된다고 할 수 있다. 물론 시장가격은 주식의 장부가액이 기준이 될 것이며, 회사의 수익력과 일반적 신용, 증권시장의 상황 등에 의해서 형성될 것이다. 따라서 주식의 액면가는 주식을 발행할 당시의 발행가액의 최저한을 설정할 뿐이며, 그 액면가를 기초로 자본이 확정되고 그 자본에 상응하는 회사재산을 보유하여야 한다는 의미에서 회사재산과 관련이 있으나 주식의 가치와 액면가는 서로 관련이 없다. 즉 주식은 증권시장에서 거래됨에 따라 배당액이나 일반금리수준 및 수요관계 등을 기초로 한 시장가격에 의해 새로운 가치가 부여되므로, 액면가는 결코 주식의 현실적 가치를 표시하지 못한다는 점에 이론적 근거를 두고 무액면주식이 발생하게 된 것이다. 이렇게 액면가는 주식의 가치와 관련이 없는 명목가격(nominal value)에 지나지 않으며, 주식은 현실가치가 기준이 되기 때문에 액면가는 사실상 무의미한 것이다.<sup>116)</sup>

회사의 사정이 어려워 주식의 시장가격이 액면가를 하회하고 있는 경우, 자본유지의 원칙이나 액면가의 유지의 이유 때문에 액면미달발행(issue of shares at a discount)이 원칙적으로는 금지되어 있기 때문에(상법 제330조, 제417조, 증거법 제191조의15)<sup>117)</sup> 액면주식의 발행은 현실적으로 어렵게 되어 증자가 어렵게 된다. 따라서 무액면주식은 회사에 대한 주주의 지분을 정확히 표현하고, 증자를 쉽게 할 수 있는 도구가 될 수 있다. 예컨대 미국의 경우에 현실적으로 증자가 어렵게 되자 받기인에 의하여 행하여진 현물출자를 과대평가하고 그 주식을 받기인에게 교부한 후 다시 회사에 증여한 주식을 재판매하는 식의 우회 수단으로 자본을 조달하는 증여주(donated stock)와 같은 폐해를 방지하기 위해

115) 김표진, “무액면주식제도1”, 「법제월보」 2권 11호, 법제처, 1959. 11, 12면.

116) 장경천, 「증권투자의 이해」, 삼영사, 2000, 224면.

117) 이기수·최병규, 「증권거래법」, 세창출판사, 2000, 322면.

서도 무액면주식의 필요성이 요구되었던 것이다.<sup>118)</sup>

## II. 無額面株式의 類型

무액면주식제도는 액면주식의 액면가에서 나타나는 의제적 금전가치표시를 하지 않는다는 근본적인 목표가 있지만, 그 의미에 있어서는 큰 문제가 없을 것이다. 다만 무액면주식의 발행에 대하여도 액면주식에 있어서와 마찬가지로 이에 대한 대가가 요청되고 있다는 점과 무액면주식에 대한 주주의 출자의무의 한도를 어떻게 정하는 가라는 점에서 무액면주식을 발행하는 경우 자본구성과 관련한 문제가 발생한다.<sup>119)</sup> 이러한 문제를 검토하기 위해서는 무액면주식의 종류를 살펴보아야 한다.

### 1. 不眞正無額面株式 · 眞正無額面株式

부진정액면주식과 진정액면주식으로의 분류는 주식에 종래의 기본자본이 화체되어 있느냐 또는 기본자본과는 전혀 관계없이 회사의 총재산에 대한 지분을 나타내고 있느냐에 따른 것이다.<sup>120)</sup>

#### (1) 不眞正無額面株式

부진정무액면주식(stated value no par stock)은 주권에 액면가의 기재가 없지만 정관에는 이에 상당하는 금액을 정하고 그 금액미만의 가액으로는 발행하

118) 양동석, 이영주, 전계논문, 199-200면; 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 「상사법연구」 제20권 제1호, 2001, 170-171면.

119) 옥무석, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 「법학논집」 제4권 제4호, 이화여자대학교, 2000, 65-66면; 松岡熊三郎, “額面株式と無額面株式”, 「株式會社法講座」 第2卷, 有斐閣, 1971, 527면.

120) 이기수, “유럽연합화폐통합에 따른 부진정무액면주식제도의 도입”, 「경영법률」, 한국경영법률학회, 1999, 159면; 나승성, “무액면주식제도 도입방안의 법적 검토”, 「안암법학」 제14호, 2002. 4, 264면.

지 못한다. 즉 최저의 발행가액이 정관에 기재되어 있는 주식으로서(표시가액이 정관에만 기재되어 있을 뿐 주권면에는 그 가액이 기재되어 있지 않다) 표시된 금액이하로 발행가액을 정할 수 없다. 또 발행가액 중 일부의 금액이 자본으로 전입하여야 한다.<sup>121)</sup> 이 주식은 독일<sup>122)</sup>과 구 일본상법<sup>123)</sup>에서 도입하여 실시하였다. 부진정무액면주식을 기제식 액면주식 또는 준무액면주식이라고도 한다.

이 주식이 액면주식과 다른 점은 주권에 액면가의 기재가 없다는 것뿐이고, 실질적으로는 액면주식과 다를 것이 없는 주식이다. 그 이유는 정관에 표시된 금액이 액면가와 동일한 기능을 하기 때문이다.<sup>124)</sup> 또한 이 주식은 그 표시가액의 총액으로 회사의 총자본(표시자본, stated capital)을 구성하고, 발행가액이 액면가액을 초과하는 경우 그 초과액은 자본준비금으로 인정하므로 액면주식의 초과액과 동일하게 취급되는 점 등이 유사하다.

## (2) 眞正無額面株式

진정무액면주식(true no par stock)은 주권면 뿐만 아니라 정관에도 액면가 또는 이와 동일한 작용을 가지는 금액의 기재가 없는 주식이다.<sup>125)</sup> 즉 이 주식은 액면가만이 아니라 이에 유사한 가액 또는 기타 어떤 배당률이라도 기재하지 않는 주식을 말한다. 이 주식은 미국에서 다수의 州가 인정하고 있고 또한 실제로 행해지고 있다. 무액면주식의 본질에서 보면 진정무액면주식이 주식의 가치를 그 때마다 공정한 시장가격에 일치시킬 수 있다는 점에서 이론에 적합하다.<sup>126)</sup> 다만 진정무액면주식은 자본구성, 즉 자본과 자본준비금을 어떻게 분

121) 加美和照, 「新訂 會社法」, 勁草書房, 1997, 99면.

122) 독일 부진정무액면주식법(Das Gesetz über die Zulassung von Sütckaktien: Gesetz vom 25. März 1998, BGBl I, S.590; 이하 'Sütckaktiengesetz'라고 한다)참조. 이 법은 1998년 4월 1일부터 시행하고 있다.

123) 구일본 상법 제168조의3은 “회사의 설립시에 발행하는 무액면주식의 발행가액은 5만 엔 이하로 할 수 없다”고 규정하였었다.

124) 松岡熊三郎, 전계논문, 528면.

125) 장지석, 전계학위논문, 15-16면.

리하는가의 문제를 안고 있다.

## 2. 比例株式・持分株式

주식에 회사의 기본자본에 대한 일정비율을 기재하였느냐 또는 주식에 명목가액 및 비율을 하나도 기재하지 않고 회사에 대한 지분만을 기재하고 있느냐에 따라 분류할 수 있으며, 전자가 비례주식(Quotenaktie)이며, 후자가 지분주식(Stückaktie)이다.<sup>127)</sup> 비례주식은 주권에 비율이 인쇄되어 있는 주식으로 자본의 변동이나 주식분할로 전체주식수의 변경이 있을 때마다 모든 주권의 기재가 사실과 달라지게 된다. 1997년에 독일에 도입된 지분주식은 정관은 물론 주권에도 1주의 주식의 기본자본에 대한 비율을 명시하고 있지 않으므로 지분변동으로 인한 주식의 처분을 요하지 않는다.<sup>128)</sup>

### Ⅲ. 無額面株式制度의 長・短點

무액면주식과 액면주식은 주식의 귀속자로서의 주주의 회사에 대한 비율적 지위에서는 동일하나,<sup>129)</sup> 액면가의 유무에 관한 차이로 액면가가 종래 담당하던 주식의 발행대가의 최소한으로서의 제한과 자본구성에서의 제한에서 자유롭게 된다는 점이 양주식제도의 근본적 차이라고 할 수 있다.<sup>130)</sup> 회사에 대하여 이익

<sup>126)</sup> 松岡熊三郎, 전계논문, 528면.

<sup>127)</sup> 진정무액면주식과 부진정무액면주식은 기본자본과 어떠한 관계인가에 의한 구별이며, 비례주식과 지분주식은 회사와의 관계가 기본자본에 대한 비율이냐 아니면 숫자상으로 몇 개의 지분을 갖고 있느냐에 의한 구별이므로, 진정무액면주식을 지분주식과 동일시하고, 부진정무액면주식을 비례주식과 동일시할 수 없다는 견해도 있다(이기수, “유럽연합화폐통합에 따른 부진정무액면주식제도의 도입”, 159면 참조).

<sup>128)</sup> 나승성, 전계논문, 264면.

<sup>129)</sup> 上柳克郎, 전계서, 25면 참조.

<sup>130)</sup> 무액면주식의 장단점에 관해서는 장지석, “무액면주식의 장점과 단점”, 「사회과학연구」 제1호, 1992. 7, 169-187면; 증권감독원, “무액면주식발행제도에 관한 고찰”, 「증권조사월보」 제59호, 1981. 3, 6-8면; 강희갑, “무액면주식제도의 도입에 관한 고찰”, 「상장협」 제37호, 1998. 5, 152-155면; 양동석·이영주, 전계논문, 200-201면 등 참조.

이 된다면 어느 정도 그리고 어느 의미에 있어서는 주주나 회사채권자의 이익으로 평가하는 순환논리에 빠져서는 안된다. 결국 제도의 장단점을 개괄적으로 평가함에 있어서 긍정적 요소와 부정적 요소로 평가할 수 있지만, 구체적으로 그 긍정적 요소나 부정적 요소가 어느 입장에 작용하느냐 하는 문제는 상대적인 문제이며 논자의 주관에 따라 달라질 수 있다는 점이다.

본 논문에서는 무액면주식제도와 주식회사와의 관련에 있어서 이를 회사의 입장(주로 회사경영의 측면에서 본 입장), 주주의 입장, 회사채권자의 입장, 일반공중의 입장(주식회사와 직접적인 관련을 가지지 않는 사회구성원으로서의 입장)으로 나누어 살펴보기로 한다.

## 1. 會社와 株主의 立場

발행회사의 입장에서는 자본조달이 용이하고 주식분할·병합시 주식발행비용이 절감될 뿐만 아니라 잉여금 활용이 쉽다. 또한 주주의 입장에서도 회사경영에 대한 관심을 유도할 수 있으며, 이익배당율에서도 착오를 배제할 수 있다.

### (1) 會社의 立場

#### 1) 長 點

##### (가) 資金調達의 便宜

회사가 자본을 필요로 하는 경우 그 자본조달의 방법으로는 금전차입의 방법, 사채의 모집 그리고 신주의 발행에 의한 자본조달의 방법 등의 3가지 방법이 있다고 할 수 있다. 어느 경우나 회사의 판단에 따라 그 방법을 선택할 수 있으나, 회사의 입장에서는 신주발행에 의한 자본조달의 방법이 가장 유리하다고 할 수 있다. 그러나 그 회사주식의 시장가액이 액면가를 하회하는 경우에는 신주발행에 의해 자본조달 뿐만 아니라 그 외의 방법 또한 더욱 어렵게 한다.

할인발행제도가 인정된 법제에서는 엄격한 요건과 절차를 밟아서 액면가이하의 금액으로 발행할 수 있지만 신속한 대응에 미흡하다.<sup>131)</sup> 또한 액면가를 대폭 낮추더라도 액면가가 존재하는 한 액면미달발행이라는 문제는 근본적으로 피할 수 없게 된다.<sup>132)</sup>

그러나 무액면주식제도를 채택하게 되면 발행금액의 탄력성에 의해 이사회 결의만으로 주식을 발행할 수 있으므로 번거로운 절차와 요건의 완화로 경영상황 내지 경제여건을 참작하여 시가에 따라 자본조달을 용이하게 할 수 있다. 액면가가 없어 시가를 반영한 적정금액으로 신주발행이 가능하기 때문이다.<sup>133)</sup> 이와 같은 자본조달의 다양성, 신속성, 확실성을 확보해주는 수단으로서 회사가 무액면주식제도에서 누릴 수 있는 최대의 장점이다.<sup>134)</sup>

(나) 會社整理와 合併의 便宜

회사정리(reorganization)<sup>135)</sup> 또는 합병(consolidation)의 경우에는 자본의 감

131) 회사가 신주발행의 경우에 할인발행을 하기 위해서는 ① 회사가 성립한 후 2년을 경과하였어야 하고(상법 제417조 제1항), ② 할인발행의 여부와 최저발행금액의 결정은 이사회 결의가 아니라 주주총회의 특별결의에 의하여야 하고(동법 제 417조 제1항), ③ 법원의 인가를 얻어야 하며(동법 제417조 제1항, 비송 제86조), ④ 회사는 법원의 인가를 얻은 날로부터 1월내에 신주발행을 하여야 하는 (동법 제417조 제4항) 등의 절차를 밟아야 한다. 다만 상장·등록기업은 법원의 인가없이 주주총회의 결의만으로는 발행 가능하다(증권거래법 제191조15).

132) 주식의 액면미달발행은 상장법인에 대하여 증권거래법상 특례를 두어 법원의 인가를 생략하는 등 완화하고 있으나 회사의 신용과 이미지에 악영향을 미치게 되므로 지역주민 또는 종업원 등 연고자의 애향심이나 애사심에 호소하거나, 계열사 또는 거래업체에 일정 부분을 인수토록 함으로써 액면가발행을 강행하고 있다. 예컨대 우대금리를 결부시킨 액면증자(한국경제, 1998. 4. 23)나 신주인수권부사채(BW)배정 액면증자(조선일보, 1998. 11.25)등이 있다.

133) 액면주식의 경우 자본충실의 원칙상 액면가 이하의 금액으로 주식을 발행하는 것을 원칙적으로 금지되나, 1998년 개정 상법에서 주식의 최저액면가를 종래 5,000원에서 100으로 대폭 하향하여 조정하고 있는데(제329조 4항), 이는 사실상 무액면주식을 도입한 것과 같은 효과를 추구한 것이라 할 수 있다(양동석·이영주, 전제논문, 200면).

134) 永井和之, 「會社法」, 有斐閣, 2001, 275면, 282면.

135) 미국에서 회사정리(reorganization of corporation)라 함은 넓은 의미로 흡수합병(merger), 신설합병(consolidation), 전부 또는 실질적으로 전체재산의 양도(sale of all

소를 수반하는 것이 대부분이다. 왜냐하면 표시자본을 감소시킴으로써 이익배당으로서의 지출과 세금기타의 비용, 그리고 대차대조표상의 재무상태를 건실하게 하기 위해서이다. 자본의 감소를 하는 경우에 주주로서는 자기가 가지는 주식의 액면총액이 감소하게 됨에 따라 회사의 자본감소에 반대하기 쉬운데 사실은 자본이 감소하더라도 주주의 비율적 이익은 변동이 없고 따라서 그 반대하는 이유는 액면가의 존재로 인한 단순한 환상에 지나지 않음을 알 수 있다. 이러한 경우에 무액면주식이라면 그러한 환상을 깨고 냉정하게 감자의 이해관계를 고찰하여 정당한 감자안의 실행을 할 수 있게 된다.

(다) 優先株・無償株 發行의 便宜

회사에 따라 경영권을 유지하고 확보하기 위하여 이미 발행된 소수의 보통주에만 의결권을 부여하고, 자본조달을 하는 경우에도 사채 또는 의결권이 없는 우선주식의 발행을 이용하는 경향이 있다. 그리하여 법제에 따라서는 발행가능한 우선주식의 수를 보통주식을 기준으로 그 비율을 제한하는 경우가 생긴다. 이러한 경우에 액면주식제도에서는 일정수의 우선주식을 발행하기 위하여는 그 비율에 해당하는 액면주식을 발행하여 그 액면가이상의 가액으로 주식을 인수시켜야 하지만 무액면주식제도에서는 아주 낮은 가액의 무액면주식을 발행함으로써 바라는 목적을 달성할 수 있게 된다.<sup>136)</sup>

우선주를 공모하거나 사채를 모집하는 경우에는 투자욕을 고취시키기 위하여 무상주(bonus stock)를 유도수단으로 활용하는 수가 있다. 이러한 경우에 과거에는 회사가 가지는 자기주식으로 교부하였으나 무액면주식을 발행함으로써 액면가의 제한으로부터 벗어나 자유로운 금융의 편의를 도모할 수 있게 된다.<sup>137)</sup>

or substantially all assets), 자본의 증가 또는 감소하는 자본조정(recapitalization), 채무변제의 연장, 이자의 변경 또는 포기 등도 포함하는 의미로 사용한다. 반면 좁은 의미로는 연방의 개정파산법(Bankruptcy Reform Act, 1978) 제11장에 따라 경제적으로 파탄된 회사를 청산함이 없이 종전과 동일성을 유지하면서 재건하는 것(회사갱생)을 의미한다(장지석, “무액면주식에 관한 법적 고찰”, 63면 참조).

<sup>136)</sup> Carl B. Robbins, 「No-Par Stock」, The Ronald Press Co., 1992, p.38.

(라) 剩餘金 活用에서의 便宜

무액면주식제도하에서는 발행대가를 회계적으로 처리하는 데에 있어서 그 조 절권한이 이사회에 있기 때문에 정당하게 그 권한을 행사하는 한, 표시자본의 크기를 결정하게 되면 그 나머지 부분으로서 많은 범위의 납입잉여금을 계상할 수 있고, 액면주식보다 표시자본 이외의 자본으로 손실이나 자본결손을 쉽게 전 보할 수 있게 된다. 또한 납입잉여금을 주주에의 이익배당으로 활용할 수도 있 다. 그러나 이러한 권한을 이사회가 남용하는 경우에는 회사·주주 기타 회사채 권자에게 큰 피해를 줄 위험성도 있다.<sup>138)</sup>

(마) 株式分割·併合時の 便利

액면주식은 액면가를 하회하는 가액으로 주식을 발행할 수 없기 때문에 주식을 분할하고자 할 때에는 통상 액면가를 변경하여야 하는데, 이는 정관의 절대 적 기재사항이므로 주주총회의 특별결의를 거쳐야 하는 등의 절차상의 번거로 움이 있다. 뿐만 아니라 액면가의 변동으로 인한 주식소각 및 주식의 재발행 등 으로 발행회사의 재정적 부담을 안게 된다. 반면에 무액면주식의 경우에는 통상 이사회에 의결만으로도 주식의 분할이 가능한 것이므로 절차가 간단하고, 주가의 신장에 따른 계속 분할이 용이하다.<sup>139)</sup> 또한 지분주식제도를 채택하게 되면 주 권에 비율을 기재하지 않으므로 주권재발행을 인한 비용이 필요하지 않다는 장 점이 있다. 다만 비례주식 등의 경우에는 회사의 자본조치 및 신주인수권 또는 주식전환권의 행사시에는 그 비율이 변하게 되므로 그에 따라 무액면주식은 그 변경된 비율을 더 이상 정확히 나타내지 못하게 되어 모든 무액면주권의 내용 이 틀리게 된다. 이러한 문제는 무액면주권에 기본자본에 대한 비율대신에 이미 발행된 전체 주식의 수를 기재한다 하더라도 마찬가지이므로, 주권을 발행하지 않고 정관에 그 비율을 나타내면 해결될 수 있을 것이다.<sup>140)</sup>

<sup>137)</sup> Ibid., p.40.

<sup>138)</sup> 장지석, “무액면주식에 관한 법적 고찰”, 66면; 나승성, 전제논문, 268면.

<sup>139)</sup> 최운렬, “상장법인의 주식분할 자유화 방안”, 「경영논총」, 서강대학교, 1996. 12, 493면.

## 2) 短 點

### (가) 株式市場에서의 障礙

액면주식은 그 액면가가 심리적 효과로 작용하여 주식인수인을 모집하는데 도움을 받지만 무액면주식의 경우에는 단순히 액면가를 보고 투자하는 투자자들에게는 확신할 수 없는 요인이 되는데 일정한 금전적 수치가 없는 경우에는 있는 때에 비해 판매전략상 불리한 조건이 될 수도 있을 것이다. 또한 주식의 실질적 가치를 파악하고자하나 그 정확성에 회의를 품는 주주들로서는 액면가 이상의 가액이 지급되었음을 확인할 수 있는 액면주식제도를 더 신뢰하려고 할 것인데 무액면주식제도에서 회사의 재량에 따라 표시자본과 준비금의 비율을 조절할 수 있고 상대적으로 회사의 자본이 액면주식에서보다 축소될 수 있으므로 적은 자본에 따른 회사신용의 축소와 함께 주식시장에서 불리한 면으로 작용할 수도 있다. 결국 무액면주식을 발행하는 경우 어느 범위 내에서 주식시장에서의 장애요인으로 될 가능성이 있다.

### (나) 會社信用을 해칠 罣려

무액면주식을 발행하는 경우 회사의 신용을 해칠 罣려가 있는데<sup>141)</sup> ① 액면주식의 경우 이익배당을 함으로써 회사의 순자산이 발행주식의 액면총액이하로 내릴 수 없다는 법률적 보장이 있는데 비하여 무액면주식은 그렇지 못하다는 점, ② 주식인수인의 책임에 있어서도 무액면주식의 경우에 회사자산의 확보라는 면에서 액면주식보다 못하다는 점, ③ 현물출자의 경우에서 액면주식에 비해 무액면주를 발행하는 때에 그 평가와 관련하여 회사자산의 확보가 미흡한 경우가 생길 수 있다는 점이다.

140) 나승성, 전계논문, 267면.

141) 최병규, 전계논문, 183면.

(다) 會計處理上의 不利益

무액면주식제도를 채택함으로써 잉여금을 활용할 수 있는 기회가 증대할 수 있으나 원칙적으로 주식의 발행대가 전부로 자본구성을 하는 경우에 주어진 재량에 따라 잉여금으로 계상하지 아니 하였거나 할 수 없었을 때에는 오히려 잉여금 활용의 기회가 없어질 수도 있고, 회사의 정리 또는 합병의 경우에 특약이 없는 한 구회사의 자본과 준비금이 모두 새로 성립 또는 잔존하는 회사의 자본으로 전입되어 잉여금의 활용이 불가능하게 될 수도 있다. 그러므로 무액면주식을 발행하는 경우에 고의적으로 자본과 준비금의 구분을 불명확하게 함으로써 주주·회사채권자는 물론이고 회사의 재정에 어려움을 야기시킬 수 있음은 분명할 것이다<sup>142)</sup>.

(라) 株式配當時 心理的 效果의 減少와 稅制上의 不利益

주식배당(stock dividend)은 회사가 자기회사의 주식으로 별도의 대가를 받지 않고 주주에게 배당하는 것으로써 배당되는 주식은 자기주식(treasury stock)일 수도 있고,<sup>143)</sup> 미발행주식(unsubscribed stock authorized)인 경우도 있다. 전자의 경우에는 잉여금은 감소하지만 표시자본에는 영향이 없다. 그러나 후자의 경우에는 회사의 표시자본이 증가하고 같은 액수로 잉여금이 감소한다. 다시말해 양자의 경우 모두 회사의 순자산에는 변동이 없고,<sup>144)</sup> 따라서 주식의 형평적 이익은 그가 주식배당을 받기 전과 마찬가지로 된다.

주식배당제도가 가지는 효과로서 ① 이익잉여금을 자본에 전입함으로써 이익

142) 두 가지 방법이 있을 수 있는데 첫째는 자본과 준비금을 구분하여 기입하되 명목적 가액(nominal amount)으로 기입하는 경우이고, 둘째는 구분을 하지 않고 일개의 항목(capital stock no par value)으로 기입하는 경우이다.

143) 엄격한 의미에서 자기주식으로서의 배당은 주식배당이라고 할 수 없다. 주에 따라서는 (New York주와 같이) 주식배당을 자기주식의 배당, 주식분할과 구별하고 있다. 원칙적으로 주식배당을 하려면, 배당이 가능한 법적기금(funds)이 마련되어야 하며 최소한으로서 충분한 준비금이 존재하여야 한다(Henn & Alexander, op. cit., p.921).

144) 자기주식은 정확히 분석하면 자산이라고 할 수 없다(Robbins, op.cit., p.62).

을 감출 수 있고, ② 회사가 주주에게 이익을 배당하면서도 그 자본을 사내에 유보시킬 수 있다는 점이다. 양자의 효용은 주식의 액면·무액면에 관계없이 그리고 단순히 이사회 결의에 의해 잉여금을 자본에 전입함으로써<sup>145)</sup> 그 효과를 누릴 수 있고 ③ 주식배당의 성질을 이해하지 못하는 주주들에게 있어서 주식배당이 그들의 형평적 이익에는 아무런 변화가 없음에도 부구하고 어떠한 가치있는 것을 받는다는 만족감을 줄수 있는 점이다. 또 무액면주식발행을 탈세의 목적으로 이용하는 경우가 있었기 때문에 과거에 미국의 대다수의 주에 있어서 무액면주식에 대하여 그 발행가액에 관계없이 \$100의 액면주식과 동일한 세액을 부과할 수 있는 법규를 제정하고 있었고, 우리나라 법제에서는 주식에 관하여 그 실제 소득액이 과세표준이 되고 있으므로(소득세법 제4조, 제5조 참조) 세제상의 특별한 이유가 없는 한, 무액면주식제도의 도입에 따라 세제의 개혁이 필요한 것은 아니라고 하겠다.

## (2) 株主의 입장

### 1) 長 點

#### (가) 會社債權者에 대한 株式引受人의 責任이 引受契約으로 限定

무액면주식의 인수인은 회사채권자에 대하여 주식인수계약에 규정된 채무 이상으로 책임을 지지 않는다.<sup>146)</sup> 그러나 이에 대한 예외로서, 불진정무액면주식의 경우에는 기재액까지 책임을 지며 미국에서 캘리포니아주, 캔자스주, 미네소타주 등 주에 따라서 이중책임규정을 두고 있는 경우에는 그 규정에 의한 책임을 지는 수가 있다.

<sup>145)</sup> 잉여금의 자본전입은 회사재량에 맡겨 있으나 그 역의 경우로서 자본의 잉여금 전입은 그러하지 아니하다.

<sup>146)</sup> The great beauty of no-par stocks is that the holder of the shares is not liable to creditors beyond the price fixed by the corporation.(H.W. Ballantine, "Non-Par Stock-Its Use and Abuse," 57 American Law Review 233).

(나) 既存株主에 대한 株式引受人의 責任이 引受價額으로 限定

무액면주식의 인수인은 기존주주에 대하여도 주식인수계약에 표시된 채무이상으로 책임을 지지 아니하는데 2가지 예외가 있다. 첫째 부진정무액면주식의 인수인은 주식의 인수시 알았거나 알 수 있었던 기재액 (stated value of no-par shares)에 이르는 금액을 지급하여야 하며, 둘째로 인수가액이 형평적 최소한의 발행가액에 이르지 못 할 경우에 그 가액까지 인수계약에서 정한 가액을 초과하여 책임을 진다.

(다) 現物·勞務出資時 株式引受人의 免責

미국에서 액면주식을 발행한 경우에 그 출자한 현물이나 용역에 대하여 실제의 가치를 과대하게 평가한 때에는 그 주식인수인은 회사채권자와 주주에 대하여 실제의 부족액추가출자의 책임을 진다. 회사에 대하여는 인수계약에서 합의된 내용의 대가를 지급한 것이므로 책임을 지지 않는다. 이와 같은 이론은 개인법으로서의 계약법이론이 단체법으로서의 회사법이론에 의해 수정된 결과이다. 이와같은 현물·용역에 대한 과대평가로 인한 주식인수인의 책임은 이른바 불확정적 책임(contingent liability)으로서 회사채권자·주주 또는 파산채권자의 주장에 의하여 법원의 판결로 확정되는 책임이다.<sup>147)</sup>

무액면주식의 경우에는 주식인수인(신주발행의 효력발생후에는 주주)의 현물·용역에 대한 과대평가로 인한 불확정적 책임이 면제된다고 한다. 그 이유는 첫째 무액면주식의 경우에는 주식이나 재산 또는 용역에 다같이 평가할 금액이 존재하지 않기 때문이고, 둘째 이사회가 현물·용역출자에 대한 무액면주식수를 결정하는 권한을 가지고 있기 때문에 사기의 경우가 아닌 한 그 결정은 적법하기 때문이다.<sup>148)</sup> 무액면주식인수인의 불확정적 책임의 면제에 대한 예외로서 2가지 경우가 있다. 첫째 부진정무액면주식의 경우로서 기재액이 액면가와 같은 기능을 하기 때문이고, 둘째로 진정무액면주식의 경우에도 그 출자하는 현물 또

<sup>147)</sup> Carl B. Robbins, op. cit., p.79.

<sup>148)</sup> Ibid. p.79.

는 용역에 대하여 일정한 금전적 수치로 확정된 평가를 한 경우이다.<sup>149)</sup>

(라) 追徵不能

회사주식의 시가가 액면가를 하회하고 회사재정상 더 이상의 기채가 불가능한 경우에 무액면주식을 발행함으로써 회사자본을 조달할 수 있는 것은 전술한 바와 같지만 이러한 경우 그 발행한 무액면주식은 발행대가를 받고 발행하였으면 추정불능(full-paid and non-assessment)으로 취급되기 때문에 일정한 상황에서 그 무액면주식을 인수하지 않을 수 없었던 주주에게 더 이상의 책임을 지우지 않게 된다.

(마) 投資者로 하여금 無額面株式의 實質價値를 탐구할 기회를 부여

어느 주식을 구입할 것인가를 결정하여야 하는 투자자의 입장에서 무액면주식의 경우에는 그 주권에 어떠한 형태로서이든 금전적 수치로서의 금액이 존재하지 않기 때문에 그 주식의 실질적 가치를 탐구하여야만 하도록 되어 있다. 관습적인 액면가는 그동안 투자자의 주식에 관한 실질가치의 판단을 흐리게 하였으나 무액면주식에서는 액면가가 제거됨에 따라 투자자는 그의 투자에 관한 결정에 참조하기 위하여 각종의 자료에 의존하게 되는데 그 도움은 이제는 자료의 신빙성에 따라 좌우될 것이다. 하여튼 무액면주식제도로 말미암아 투자자는 주식의 실질가치를 탐구할 기회를 갖게 되고 회사재정에 보다 많은 지식을 얻을 수 있게 되는 점이 큰 장점으로 작용한다.<sup>150)</sup>

(바) 利益配當率에서의 錯誤 除去

무액면주식을 가지는 주주는 비율(%)로 표시되는 이익배당율에 의하여 혼란

<sup>149)</sup> 高島文雄, “無額面株式(No-Par Stock)의觀念及價値”, 「法學協會雜誌」 제48권 10호, 1930, 94면.

<sup>150)</sup> Ibid., p.83.

을 초래하지 아니한다. 현재 액면가에 대한 비율로서 표시되는 이익배당율에 의하여 액면주식의 주주가 착각에 빠지고 있는 실정이다. 예를 들어 12%의 이익배당율이 표시된 주식을 1만원에 구입한 주주의 경우에 그의 투자액에 대한 실질적인 이익율은 그 주식이 5천원의 액면가인 경우 6%에 불과하다.<sup>151)</sup> 만일 퍼센트의 기준이 되는 액면가가 존재하지 않으면 이익배당은 금액으로 표시되어야 할 것이다. 그렇게 되면 주주로서의 투자자는 개인별로 자기의 투자액에 대한 수익율을 다시 계산하여야 할 것이다. 이와 같은 액면가의 제거는 또 다른 오인의 요소를 없애게 된 것이다.

## 2) 短 點

### (가) 株式詐欺를 당할 危險

주식사기는 주식과 관련된 거래에 있어서 그 대가를 포함하는 조건에 착오를 야기시키고 그로 인한 거래에서 부공정한 재산의 이득을 취하는 것으로서 경미한 사기로부터 주식물타기 나아가서 형법상의 사기를 구성하는 행위에 이르기까지 다양하다고 할 것이다.

무액면주식제도는 원래 주식사기를 방지하기 위하여 창안된 제도이다. 미국에서의 유래를 보면, 종래의 액면주식에서 주주는 액면가 이상의 납입의무를 부담하지만 실제상으로 미국법원은 그러한 의무이행의 절대적 강행을 주저하게 되었고,<sup>152)</sup> 따라서 주식사기가 발생할 여지가 생기게 된 것이다. 이러한 주식사기를 방지하기 위하여 주주의 출자의무에 관한 법률상의 원칙 자체를 변경함으로써 주식투자자로 하여금 주식의 진실가치를 연구할 기회를 갖게 되고 그 결과 액면가로 인한 환상(액면가치를 주식외 가치와 관련을 맺으려는 착각)에서

<sup>151)</sup> SK텔레콤은 2002년 제18기 정기 주주총회에서, 이익배당금은 배당률(배당금액/액면가액) 138%인 1주당 690원으로 결정했다. 그러나 배당수익률(배당금액/주가 263,000)은 불과 0.0026%에 불과하다.

<sup>152)</sup> 그 이유로서는, 첫째 긴급자본이 필요한 회사의 신주발행을 액면미달이라도 허용하여 회사와 이해관계인을 보호하기 위함이고, 둘째 그러한 의무가 있음을 모르는 선의의 주-~~식인수인을~~ 보호하기 위함이고, 셋째 주식의 유통성을 해하지 아니하려는 까닭 등이다.

벗어나게 함으로써 주식사기를 방지하자는 것이었다. 그러나 투자자로서 주식의 진실가치를 파악하는 방법은 회사의 계산서류 등에 의할 수 밖에 없는데 그러한 서류내용의 진실이 보장되지 않는 경우에는 무액면주식제도하에서도 오히려 주식사기가 행하여 질 위험은 잔존하게 된다. 결국 액면가를 제거하여 이에 관한 오해를 없애므로 주식사기에 대한 주주의 자위를 도모하고자 하였으나 이는 완전한 성공에 이르지 못하고 종래 존재하던 액면가에 의한 법률상의 보장마저 파괴한 셈이라는 비판마저 나온다.<sup>153)</sup>

(나) 低價發行으로 인한 既存株主의 衡平的 利益 侵害

액면주식의 경우와 달리 무액면주식을 발행하는 경우 기존주주의 형평적 이익은 오직 형평적 최소한의 원칙에 의하여만 보호를 받게 된다. 만일 법원에서 이러한 형평적 최소한의 원칙에 입각한 보호를 하지 아니하는 경우에 주식의 소유는 회사임직원의 양심과 판단에 따라 좌우되고 만다.<sup>154)</sup> 낮은 가액으로 무액면주식을 발행하더라도 그 가액이 현물출자의 경우처럼 불확정적이 아니라, 금전으로 확정되고 또 주식의 인수가 제3자를 배제하고 우선적으로 주주에게 이루어지는 경우에 그러한 위험은 줄게 된다.

(다) 利益配當의 不規則

투자의 이상적 형태는 금액과 시기에 있어서의 규칙적인 수익에 있다. 규칙적인 수익을 통하여 투자자는 장래의 예상과 정확한 투자판단을 할 수 있을 것이다. 무액면주식의 발행을 허용하는 경우에도 주식의 발행대가로부터 자본을 구성하고 그 나머지 부분을 준비금으로 계상하게 되는데 법제에 따라서 그 준비금을 즉시 이익배당할 수 있게 하는 경우에 이익배당이 불규칙하게 되고 이

153) 미국·일본·캐나다에서는 정책적 이유로 최저 일정액의 자본금의 유지가 요청되는 금융사업 기타 특수사업(항공업·석유개발사업)등에 있어서는 무액면주식의 발행이 금지되어 있다. 그러나 이러한 경우에도 자본의 최저한도액이 법정된 경우에는 금지할 필요가 없게 된다. 그리고 日本 銀行法에서 無額面株式의 禁止規定을 1981년 폐지하였다.

154) A.A. Berle, Jr., Problems of Non-Par Stock, 25 Col. L. Rev. 43., p.56.

는 또한 투기적 요소로 나타날 수 있다.

(라) 비양심적인 發起人에 의한 投資者들의 犧牲可能

발행인이 무액면주식을 발행하면서 그 진실가치를 액면가에 의하여 보장할 수 없고 따라서 주주의 입장에서는 발기인의 설명에 의존할 수 밖에 없는데 만일 발기인들이 비양심적으로 가치를 왜곡시키는 경우에 투자자들이 희생될 가능성이 크다.

2. 제3자의 입장

(1) 會社債權者의 입장

1) 長 點

회사채권자의 입장에서는 다음과 같은 점들을 기대할 수 있을 것이다. 첫째, 주식의 시장가액이 액면가를 하회하는 경우 회사는 그 가액으로 무액면주식을 발행함으로써 자본을 조달할 수도 있게 된다. 따라서 회사채권자로서는 만기 도래의 상관 없이 자기의 채권이 변제되리라는 기대를 할 수 있게 된다. 이는 결국 회사채권자에의 변제가능성이 증대된다고 할 수 있다. 둘째, 무담보 자본조달이 가능하게 되는데 채권자에 대한 변제로 말미암아 일반채권의 공동담보가 증대하고 또한 무액면주식의 발행으로 회사의 자본이 증가하여 회사가 유보하여야 할 회사재산의 한도가 높아지고 따라서 회사채권의 변제가능성이 더욱 확실하게 된다<sup>155)</sup>. 셋째, 회사정리의 경우에 있어서 회사정리절차의 실패는 회사채권자의 전손을 초래하게 된다. 이때 무액면주식의 발행으로 인한 회사자본의 조달로 회사정리가 성공할 가능성이 생기고 이로 말미암아 회사채권자의 채권 만족의 기회가 증대하게 되므로 회사정리의 편의성을 가져온다. 또한 법제에 따

<sup>155)</sup> 최병규, 전계논문, 182면.

라 무액면주식발행대가의 전액을 자본으로 전입하는 경우 표시자본이 증가함으로써 회사채권자의 담보로서 회사에 유보하여야 하는 자산이 증가하게 된다. 넷째, 액면가를 없앴으로 주식의 진실가치를 탐구할 기회를 회사채권자에게 제공하여 투자시 판단의 자료로 활용할 수도 있으며 무액면주식을 발행한 회사에서 잉여금과 주식자본을 명확히 구분하지 않고 합쳐서 하나의 회계항목(예를 들어 capital stock)으로 계상하는 경우에 이를 기화로 주주에게 이익배당이 가능한 금액을 축소시킴으로 회사채권자에게 유리한 결과로 되는 수가 있다(잉여금과 주식자본의 융화효과).

## 2) 短 點

무액면주식제도에서 회사가 자본의 구성 및 발행대가결정에 관하여 넓은 범위의 자유를 가지게 됨에 따라 이사회가 그 자유를 어떻게 행사하느냐에 따라 회사채권자 기타 제3자는 불측의 손해를 입을 위험이 많은데<sup>156)</sup> 이는 자본구성의 자유는 회사채권자의 공동담보이기 때문이다. 또 무액면주식의 인수인은 회사채권자에 대하여 주식인수계약에 규정된 채무이상으로 책임을 지지 않는 데 이는 액면주식의 경우에 비하여 주식인수인에 대한 회사채권자의 권리약화를 초래할수 도 있다.

더불어 표시자본과 준비금의 구분비율이 자의적으로 되어 명확하지 않게 될 가능성이 있고<sup>157)</sup> 이는 대차대조표상의 대변(credit)의 항목이 불명료함으로 인하여 회사채권자(creditor)의 지위의 불안정을 초래할 염려가 생길 수 있다. 따라서 결과적으로 표시자본의 불명확은 회사채권자의 불이익으로 된다고 할 수 있다.

156) 상계논문, 184면.

157) 나승성, 전계논문, 274면.

## (2) 一般公衆의 입장

### 1) 長 點

일반공중의 입장에서의 무액면주식은 그 단점에도 불구하고 회사기업에 탄력적인 금융수단을 제공하는 것은 회사뿐만 아니라 일반공중에게도 유익한 요소로서 작용하게 되고, 어려움에 처한 기업의 정리에 있어서 편의를 제공한다는 측면에서 본다면 일반공중에게도 중요한 의미를 가지게 된다. 결국 사업의 실패는 그 기업뿐만 아니라 사회 전체적으로도 어려움과 낭비를 초래하기 때문이다. 또한 무액면주식제도는 주식의 본질에 관한 오해를 없애고 회사채권자 기타 투자자로 하여금 회사의 재정과 업무상태를 조사하도록 만들기 때문에 실제적인 효과뿐만 아니라 계몽적인 효과에 있어서도 유익한 결과를 가져온다.

마지막으로 액면가가 있음으로 해서 법의 적용이 부확실하게 되는 경우가 생길수 있는데 예를 들면 액면가이하로 주식을 발행할 수는 없지만 현실적인 상황은 발행할 수 밖에 없고 또한 그러한 발행을 법이 인정하도록 요구하고 있다. 즉 3가지 방향에서 요구되고 있다는 점으로 주식을 액면가이하라도 발행할 수 밖에 없는 회사의 사정, 주식을 인수한 선의의 주식인수인을 보호하여야 하는 요청, 출자의 과대평가로 인한 책임을 인정하지 않으려는 법원의 입장 등이<sup>158)</sup> 이러한 경우에 그 원인으로서의 액면가를 제거함으로써 법제도·투자 및 신용에서의 확실성을 추구할 수 있게 된다.

### 2) 短 點

#### (가) 制度的 補完裝置의 欠缺로 인한 金融上의 無責任

무액면주식을 발행하는 경우에 다액의 준비금으로의 계상이 가능하고 발행대가를 가지고 이익으로 배당할 수 있는 방법이 가능하게 됨에 따라 주주에게는

<sup>158)</sup> Canl B. Robbins, op. cit., pp.108-111.

영업으로 인한 이익을 배당하는 것이 아니라 주주의 납입금으로 배당함으로써  
기만행위를 할 우려가 있고 회사채권자 기타 회사와 거래를 하는 일반공중은  
다액의 표시자본으로서의 보호를 받지 못하게 된다. 또한 액면가가 있음으로 인  
한 주식사기로부터는 벗어날 수 있지만 또 다른 형태의 주식사기에 말려들 위  
험이 있고 이러한 주식사기가 공인된 모습으로 나타날 위험이 존재할 수 있는  
데 예를 들어 발기인 또는 이사회가 주식의 가치를 설명하기 위한 허구적인 수  
치를 나열하는 경우에는 액면주식에 있어서의 최소한의 보장마저 잃게 될 수  
있다는 점이다.

(나) 表示資本과 準備金の 區分 및 低價株式發行으로 인한 投機誘發

회사가 액면주식을 발행하건 무액면주식을 발행하건 표시자본이 확정되어야  
하고 공시되어야 하는 것이 정책상의 요구로써 무액면주식을 발행하는 경우에  
는 표시자본과 준비금의 구분이 다소 불명확하게 될 가능성이 존재한다. 이는  
회계관행으로 적절히 조절하여야 하는데 그렇지 못 할 경우 일반공중에게 기업  
에 관한 정확한 정보제공이 불가능하게 될 수 있다. 또 무액면주식은 저가로 발  
행되는 경향이 있어 투기를 유발할 가능성이 있다고 알려져 있는데<sup>159)</sup> 한편 저  
가발행으로 인한 투기는 액면가의 유무를 불문하지만 무액면주식의 경우에는  
그 심리적 영향이 더욱 클 것이며<sup>160)</sup> 종업원지주제를 통한 종업원의 참여를 가  
능하게도 하는 점도 있을 수 있다.

159) Robbins, op. cit., p.119.

160) 나승성, 전계논문, 273면.

## 제2절 無額面株式制度의 立法例

### I. 英美法係

#### 1. 英 國

영국에서는 1862년의 회사법 이래 액면주식제도를 채택했고 주식의 액면총액이 자본액으로 된다. 그런데 영국에서 무액면주식제도가 논의되기 시작한 것은 제1차 세계대전 이후이며 대전이후의 경제상태의 변동에 따라 각국에서 법률제도의 개편이 이루어지게 되었는데 이어 1928년 8월에 회사법이 개정되게 되었다. 1928년 회사법개정에 앞서 1918년의 Wrenbury 위원회가 조직되었고 1925년에 Greene위원회가 조직되어 1928년의 회사법은 제2위원회의 보고를 기초로 하고 있다. 1차 대전후의 영국에 있어서 자본집중을 화두로 하여 전개된 개정논의에서 주식의 할인발행과 무액면주식에 관한 논의가 진행되었으나 할인발행의 문제와 관련하여 무액면주식의 발행을 인정하지 않았다. 2차 세계대전 이후에 영국에서 다시 이 문제를 논의하게 되었으나 Lord Cohen을 위원장으로 하는 회사법개정위원회가 1945년 6월에 공표한 보고<sup>161)</sup>에서도 무액면주식제도의 채택을 거부하였다. 반면에 Mr. Gedge를 위원장으로 하는 겐지위원회(Gedge Committee)<sup>162)</sup>에서 무액면주식제도를 1954년 3월에 공표하여 무액면주식제도의 채택을 찬성하였으나, 현재까지 채택은 되지 않았다.<sup>163)</sup> 무액면주식제도하에서

<sup>161)</sup> Board of Trade, Report of the Committee on Company Law Amendment, London, June 1945, Nr17 and 18.

<sup>162)</sup> 그 주요내용을 보면 “단순히 역사적인 의미밖에 없는 액면의 존재는 일반대중들에게 주식의 가치에 대한 오해를 낳게 할 수 있고 일반적인 회사의 배당률이 가동자본에 대해서가 아니라 역사적 의미밖에 없는 액면이나 자본금의 백분율로 표시되어 있는데 이것도 일반대중들에게 오해를 하게 한다. 그러나 무액면주식은 이러한 오해를 제거할 수 있다. 또한 주가 하락시에 자본의 조달이 쉬운 금융상의 편의가 있고 주식분할, 주식의 병합도 쉽게 할 수 있는 이점이 있다”고 하였다(Board of Trade, Report of the Committee on Shares of No Par Value, March 1954, Nr.29).

<sup>163)</sup> 中村武, “比較無額面株式制度論”, 「法學新報」, 第67卷 第3號 참조.

는 주식의 분할이 쉽기 때문에 경영자가 과도한 배당을 은폐하는 수단으로서 이 주식을 이용할 염려가 있으며, 특히 노동자측에게 이러한 의문을 갖게 하여 그 결과 노사관계에 나쁜 영향을 미치게 된다는 이유를 들면서 반대하였다.<sup>164)</sup>

현행 1985년의 회사법 제100조는 액면미달발행을 전면 금지하였다. 즉 1985년 영국 회사법 제30조는 주식을 액면초과 발행한 회사에게 해당 주식에 대한 액면초과액의 총액과 동일한 금액을 주식액면초과액계정으로 이전할 것을 요구한다.<sup>165)</sup> 현행 영국 회사법상 주식을 할인발행할 수 없으나, 액면가 이상으로 주식을 발행한다는 것은 가능하다. 이전에는 보통법상 배당 후 자본금에 대하여 충분한 자산이 남아 있다면 주식의 액면 초과액을 회사의 주주에게 배당할 수 있었다. 그러나 1985년 영국 회사법은 주식액면초과액을 주식액면초과액계정으로 지급할 것을 요구하였고, 그 결과 일정한 예외를 제외하고는 이 계정은 더 이상 회사의 주주에게 배당될 수 없다.<sup>166)</sup>

그 예외로써 액면초과액계정은 다음 세 가지 용도 즉, 무상주식을 사원에게 발행할 때 이에 대하여 납입하는 경우, 최초로 발행한 주식이나 또는 사채에 관한 비용 또는 회사설립과 관련하여 지급한 수수료 등 설립비용을 충당하는 경우, 사채의 상환 또는 상환주식의 상환 및 액면초과액을 준비하는 경우에만 사용될 수 있다.<sup>167)</sup> 1985년 영국 회사법 제130조에서 회사의 실질자본을 주식의 발행가액으로 인정한 것은 결국 실질적으로 무액면주식을 인정하는 의미가 있다는 견해가 있지만,<sup>168)</sup> 아직 무액면주식체도가 도입되지는 않고 액면초과액계정이라는 장치를 만들어 주식의 발행가액을 나타내는 자산이 배당 등으로 유용될 수 없도록 하였다.

164) L.C.B. Gower, *Principle of Modern Company Law*, Sweet & Marwell, 1992, p.242; 小林量, “資本制度と額面株式制度の變容”, 「商社法務」No.1398, 商事法務研究會, 1995. 8, 18면.

165) 服部榮三・星川長七, 「基本法コンメンタル」會社法 I, 日本評論社, 1991, 172면.

166) Pennington, Robert R., *Company Law*, Sixth ed, London, St. Paul: Butterworths, 1990, p.162.

167) *Ibid.*, p.162.

168) *Ibid.*, p.162.

## 2. 美 國

### (1) 沿 革

오늘날과 같은 무액면주식제도를 창안하고 최초로 법제화시킨 나라는 미국이다.<sup>169)</sup> 물론 그 이전에도 미국에서는 액면가가 없는 주식을 광산회사에 대하여 1833년 East Boston회사나 1854년 Adams Express회사에 한하여 발행을 인가하고 그에 관한 여러 가지 규정을 둔 적은 있지만, 오늘날의 무액면주식과 성질상 하등 관련이 없다.<sup>170)</sup> 당시의 무액면주식은 액면가치를 가지고 있지 않는 단순한 우연한 사실에 지나지 않는 것으로 오늘날의 보통주와는 다른 무한책임을 지는데 반하여 오늘날은 액면주식의 폐해를 방지하기 위하여 고안된 것으로 주주는 납입금액의 한도에서 책임을 지는 유한책임을 지고 있다.<sup>171)</sup>

19세기 중반에 와서 미국에서는 은행과 보험회사 등 금융회사에서는 그 영업의 내용이 현금·신용·증권 등을 취급하고 있을 뿐만 아니라 자산은 유동성이 있어야 하고 출자는 현금에 한정된다는 이유로 액면주식이 확산되었다. 그러나 금융회사와는 달리 현물출자가 많은 상사·공업회사에서는 현물이 실제가치보다 과대평가되어 발행됨으로써 주식의 액면가와 실제 가치 사이에 괴리가 많아 자본충실의 원칙에 반하는 폐해가 빈번하게 발생하였다.<sup>172)</sup> 이러한 물탄주식(watered stock)이 주식의 가치를 액면가와 단절시키자 이를 방지하기 위하여

<sup>169)</sup> 그러나 무액면주식제도에 관한 법규가 처음으로 등장한 것은 1865년의 독일 회사법이다. 1865년의 독일회사법에 광산회사에 한하여 무액면주식의 발행을 인가하고 그에 관한 여러 가지 규정을 두었던 독일의 무액면주식제도에 관한 법규는 현행의 무액면주식과 성질상 유의미적인 관계가 없다(장지석, “무액면주식제도 도입론”, 「상장협」 제48호, 2003. 9, 232면; 강희갑, 전계논문, 156면; 나승성, 전계논문, 275면; 小林量, “無額面株式制度に關する一考察(二)”, 「民商法雜誌」第89卷 第2號, 有斐閣, 1983, 174면 이하 참조).

<sup>170)</sup> A.S. Dewing, The Financial Policy of Corporation(Vol. I), New York: The Ronald Press Com., 1953, p.70.

<sup>171)</sup> 장지석, “무액면주식제도 도입론”, 232면; 강희갑, 전계논문, 156면.

<sup>172)</sup> Eliot Jones, The Trust Problem in the United States, New York: The Macmillan Co., 1921. vid.

여러 가지 방안이 강구되었다. 즉 법원에서는 주식인수계약을 무효로 하거나, 주식발행대가의 종류를 한정하고 증권감독위원회를 설치하거나 증권거래를 제한하는 청공법(blue sky law)<sup>173)</sup>을 제정하였으나 충분하지 못하여 결국 무액면 주식제도가 채택되기에 이르렀다.<sup>174)</sup>

1892년 New York주 변호사협회의 회사특별위원회는 무액면주식에 관한 자료를 협회에 제출하였고, 1908년 무액면주식으로 구성된 자본으로 회사설립을 허용하는 회사법개정안을 상정하고, 1912년 의회를 통과하여 동년 4월 15일부터 효력을 발생하게 되어 무액면주식제도에 관한 효시가 되었다.<sup>175)</sup> 이법에 의하여 Wisconsin Edison Company가 동년 11월에 무액면주식을 발행한 최초의 회사로 설립되었다. 그후 무액면주식제도는 미국의 전역에 걸쳐 법제화되어 현재는 Nebraska주<sup>176)</sup>를 제외한 모든 주에서 무액면주식을 인정하고 있다.<sup>177)</sup> 결국 미국은 자본조달의 기동성을 확보하거나 주식의 발행세를 회피할 목적 또는 액면금액의 자본개입원칙을 회피할 목적으로 도입된 것이라 할 수 있다.<sup>178)</sup>

특히 최근에는 채권자들에게 현실적인 보호수단이 되지 못한다는 이유 등으로 1975년의 캘리포니아 주회사법(California General Corporation Law)과 1979

173) A state law setting the standards for the purchase and sell of securities, so to protect investors from fraudulent practices. <http://www.legal-definitions.com>.

174) 장지석, “무액면주식제도 도입론”, 233면.

175) 1912년의 뉴욕주주식회사법(The New York Stock Corporation Law)에서는 ① 현금회사와 공익위원회의 감독을 받는 회사를 제외하고 모든 주식회사는 무액면주식을 발행할 수 있다. ② 영업개시에 필요한 자본액은 정관에 기재해야 한다. ③ 무액면주식은 전액 납입과 추정불능으로 한다. ④ 무액면주식의 발행대가는 정관소정의 대가, 공평한 시가에 상당하는 대가, 이사회가 결정한 대가, 주주의 승낙에 의한 대가 중의 한 방법에 따라 정할 수 있다. ⑤ 회사는 표시자본을 초과하는 부분에 한하여 이익배당을 할 수 있다(장지석, 전계 학위논문, 22-23면 참조).

176) 우선주를 제외하고는 동일한 액면가를 요구하고 있으며 무액면주식을 금지한다(Henn & Alexander, op. cit., p.3).

177) Arkansas주는 정관에 주식의 수와 종류, 액면가 또는 무액면주식에 대하여 기재할 것을 요구한다. Illinois주는 정관에 신청된 주식의 수와 종류, 주식에 대하여 납입될 대가를 특정하도록 요구하고, 그 이외의 주들은 진정무액면주식이 이용되고 있다(양동석·이영주, 전계논문, 204면 이하 참조).

178) 이기수, 「회사법학」, 박영사, 1999, 291면; 나승성, 전계논문, 276면.

년의 모범사업회사법(Model Business Corporation Act: MBCA)에서 액면과 표시자본 및 자본잉여금의 개념을 폐지하였다. 따라서 액면가는 더 이상 주회사법상 의무적인 개념은 아니지만 1984년 모범회사법은 주식에 대하여 액면가 규정을 임의로 사용할 수 있도록 허용하고 있다.<sup>179)</sup> 오늘날 우선주는 액면주로 발행하는 것이 보통이나 보통주의 대부분은 무액면주식으로 발행하고 한다.<sup>180)</sup>

## (2) 發 行

미국에서 상사에 관한 입법은 각주의 고유권한에 속하기 때문에, 무액면주식의 발행은 각주의 주법에서 정해진다. 주식 발행에 대하여 모범사업회사법과 각 주법은 출자의 종류나 주식발행가액에 대하여 약간의 차이를 보이고 있다.

출자의 종류에 대하여는 일반적으로 금전이나 재산 출자일 것을 요구한다. 그러나 1984년의 개정 모범사업회사법은 뉴욕주 회사법(§152)이나 캘리포니아주 회사법(§409 (a)(1))등 대부분의 주에서 노무가 주식발행대가에서 제외되는 데 반해 이에 대한 제한을 포기한다는 것을 뜻한다.<sup>181)</sup> 즉, 현금, 약속어음, 이행된 노무(services performed), 장래의 노무(contracts for services to be performed), 기타 회사의 증권을 포함하여 회사에 대한 유형·무형의 재산이나 이익을 발행주식의 대가로 하고 있다(MBCA §6.21 (b)).<sup>182)</sup>

주식발행가액은 액면주식의 발행가액의 경우 이사회가 권면액 이상으로 발행할 것을 결정하거나(뉴욕주 회사법 § 504(c)),<sup>183)</sup> 이사회 또는 정관에 정함이 있는 때에는 주주가 결정하며(델라웨어주회사법 § 153(a)),<sup>184)</sup> 무액면주식의 경우

<sup>179)</sup> § 2.02 (b)(iv) a par value for authorized shares or classes of shares.

<sup>180)</sup> 上柳克郎 外, 新版會社法(3), 有斐閣, 1986, 22면; 강희갑, 전계논문, 156-157면.

<sup>181)</sup> 강희갑, 전계논문, 157면; 나승성, 전계논문, 277면.

<sup>182)</sup> §6.21 (b) The board of directors may authorize shares to be issued for consideration consisting of any tangible or intangible property or benefit to the corporation, including cash, promissory notes, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation.

<sup>183)</sup> § 504 (c) Shares with par value may be issued for such consideration, not less than the par value thereof, as is fixed from time to time by the board.

에는 이사회가 수시로 결정하거나(뉴욕주 회사법 §504(d)),<sup>185)</sup> 이사회 또는 정관에 정함이 있는 때는 주주가 수시로 결정한다(델라웨어주 회사법 §153(b))<sup>186)</sup><sup>187)</sup>

무액면주식의 발행대가에 관한 형평상의 제한을 두어 이른바 주식 물타기 등의 방지를 위한 것으로서 형평적 최소한의 발행가격(equitable minimum of issue price)이 존재한다.

개정 모범사업회사법에서는 회사가 주식발행 전에 이사회가 납입되었거나 납입될 대가가 적정한지를 결정해야 한다<sup>188)</sup>고 규정하고 있는데, 이는 회사가 수령한 재산이나 이익에 불확실한 가액이 붙여질 수 있고, 이사회가 그 재산이나 이익을 대가로 하는 주식의 발행이 주주를 보호하는 적절한 거래라는 사실을 결정하는 것으로 충분하기 때문이다. 따라서 이사의 결정은 발행주식들이 전액 납입되고 추정불능인 것과 관련하여 그 대가가 적절하다면 확정적으로 유효하고,<sup>189)</sup> 회사가 이사회가 결정한 발행주식에 대한 대가를 수령한 경우에는 그

<sup>184)</sup> § 153 (a) Shares of stock with par value may be issued for such consideration, having a value not less than the par value thereof, as determined from time to time by the board of directors, or by the stockholders if the certificate of incorporation so provides.

<sup>185)</sup> § 504 (d) Shares without par value may be issued for such consideration as is fixed from time to time by the board unless the certificate of incorporation reserves to the shareholders the right to fix the consideration. If such right is reserved as to any shares, a vote of the shareholders shall either fix the consideration to be received for the shares or authorize the board to fix such consideration.

<sup>186)</sup> § 153 (b) Shares of stock without par value may be issued for such consideration as is determined from time to time by the board of directors, or by the stockholders if the certificate of incorporation so provides.

<sup>187)</sup> James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, op. cit., p.465.

<sup>188)</sup> § 6.21 (c) Before the corporation issues shares, the board of directors must determine that the consideration received or to be received for shares to be issued is adequate.

<sup>189)</sup> § 6.21 (c) ...That determination by the board of directors is conclusive insofar as the adequacy of consideration for the issuance of shares relates to whether the shares are validly issued, fully paid, and nonassessable.

발행주식은 전액 납입되고 추정불능으로 된다.<sup>190)</sup>

### (3) 資本構成

우리 상법처럼 액면주식제도하에서는 발행주식의 액면총액으로 자본을 구성한다. 그러나 미국에서 무액면주식을 발행하는 대부분의 주에서는 회사채권자를 보호할 의도로 만들어진 장치인 표시자본(stated capital)을 두어 그 이상으로 회사의 자본액을 유지하도록 하고 있다. 회사가 주식의 발행가액총액으로 자본금의 배정을 극히 저율로 하고, 과다하게 책정한 이익잉여금을 주주에게 배당할 경우 회사채권자의 담보재산이 감소되기 때문이다. 이렇게 무액면주식제도 아래에서는 자본구성 여하에 따라 회사와 주주 및 채권자의 이익이 충돌할 여지가 다분하다.

회사의 자본운용의 편의를 위하여 표시자본을 초과하는 발행가액 중에 전부 또는 일부를 자본금으로 전입 또는 잉여금 등으로 활용할 수 있도록 하였다. 그런데 무액면주식의 경우 발행가액의 총액에서 이사회가 표시자본으로 정한 금액을 공제한 금액이 자본잉여금이기 때문에 그 비율을 어떻게 조정하느냐에 따라 회사채권자에게 중대한 영향을 끼친다. 그러나 표시자본이라는 개념은 최소한의 법적 또는 회계상의 의미밖엔 없고 실무자나 법학자에게 만족할 단일한 정의를 발견하기도 쉽지 않다는 등의 여러 가지 점들을 비판하면서 표시자본은 무액면주식과 관련하여 끝없는 혼란만을 야기시켜 왔다는 주장이 대두되기에 이르렀다.<sup>191)</sup>

사실 무액면주식의 발행시 채권자에게 심리적 안정감과 액면가 본질을 유지하려는 의도에서 주법상 표시자본을 마련할 것을 요구하였는데, 이러한 의도와는 달리 경영 목적상 얼마든지 조작될 수 있으므로 더 이상 채권자는 이러한 절차에 의지할 수 없게 되었다.

<sup>190)</sup> §6.21(d) When the corporation receives the consideration for which the board of directors authorized the issuance of shares, the shares issued therefor are fully paid and nonassessable.

<sup>191)</sup> A.S. Dewing, op. cit., p.69.

## II. 大陸法係

### 1. 獨逸

#### (1) 沿革

무액면주식제도에 관한 법규가 처음으로 등장한 것은 1865년의 독일 회사법이다. 독일에서 무액면주식에 관한 논의가 시작된 것은 1900년대 초이나, 구체적으로 회사법개정과 관련하여서는 1924년에 개최된 제33회 독일법조대회에서이다. 이 대회에서 Flechtheim과 Hachenbury 교수가 보고한 내용은 무액면주식이 주식의 액면이하의 발행을 유발할 뿐만 아니라 그에 관한 기술상 취급이 독일주식회사법에 커다란 변혁을 가져오기 때문에<sup>192)</sup> 무액면주식의 도입을 부정하는 내용으로 되어 있다.<sup>193)</sup> 또한 Karl Geiler, Wilhelm Ludewig 등의 학자들에 의하여 무액면주식제도 도입은 부정론으로 기울어졌는데 자본의 저하·복잡화·불안정·불명확을 그 이유로 들고 있다. 그로부터 2년 후인 1926년에 열린 제34회 독일법조대회에서도 무액면주식제도의 도입논의에서 여전히 반대의 의견이 우세하였고 1930년의 주식회사법개정초안에 이어 1937년에 성립한 독일주식법에서도 무액면주식제도는 도입되지 아니하였다.<sup>194)</sup> 그리고 2차 세계대전 후 Siebert에 의하여 무액면주식제도가 독일에서 재론되었는데 Siebert는 당시 영국 상무성의 무액면주식에 관한 보고서를 기초로 하여 비례주식제도의 채택을 주장하였고 이에 찬성하는 학자들의 수가 증가하게 되었다.<sup>195)</sup> Siebert는 주식회사의 자본총액과 각 주식의 액면가가 항상 일치하지 않는다는 것을 지적하

<sup>192)</sup> 中村武, 전계논문, 172면.

<sup>193)</sup> Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages, Berlin und Leipzig. 1925, S.385, 402, und 428.

<sup>194)</sup> 대다수의 학자들과 당시의 독일 변호사회는 완강한 반대의 태도를 취하였다(中村武, 전계논문, 173면).

<sup>195)</sup> Siebert, Fragen zur Vereinheitlichung des Aktienrechts, 21. Beiheft der ZHR, Stuttgart, 1945, S.32-34.

였고 무액면주식을 도입하는 경우 회사의 최저자본액을 규정하고 설립시에 납입하여야 할 자본액을 규정하도록 하며 현물출자의 정당한 평가에 관한 규정 등을 신설함으로써 비례주제도로 말미암은 폐해를 방지하면서 도입할 수 있다고 주장하였다.<sup>196)</sup> 이어 1958년 통일 독일 전신인 서독의 유가증권회사연합회는 액면주식과 무액면 주식의 병존적 발행을 인정하자는 결의를 하였고 1959년 연방독일산업연맹, 연방사은행연맹, 연방독일사업주연맹, 연방독일사업연합 등이 주식회사법개정위원회 초안에 대하여 찬성의 견해를 공표하였다.

결국 독일에서 유럽연합 이전까지 무액면주식제도가 도입되지 않은 것은 무액면주식제도의 취지와 효용을 인정하면서도 대륙법계에서 뿌리깊게 박혀있는 액면사상과 그 관행을 쉽게 제거하기가 어려웠던 것으로 정리할 수 있다. 그 후에 독일에서는 강학상 무액면주식을 부진정무액면주식(이를 ‘Stückaktie’라고 한다)과 진정무액면주식(이를 ‘Quotenaktie’라고 한다)으로 구분하여 왔는데<sup>197)</sup> 부진정무액면주식(Stückaktie)은 주권에는 액면가 또는 이와 동일한 작용을 하는 금액은 기재되지 않으나, 정관에 이것에 상당하는 금액이 기재되어 있는 무액면주식이고 진정무액면주식(Quotenaktie)은 그 발행가액이 주권면에는 물론 정관에도 액면가와 이에 유사한 가액또는 기타 어떤 배당률도 기재하지 않는 무액면주식을 말한다. 그러나 최근까지 무액면 주식제도를 도입하지 않다가 유럽연합의 단일통화체제의 실시를 앞두고 1998년 3월 25일 주식법을 개정하여 그동안 액면주식만 가능하였으나,<sup>198)</sup> 그 이후에는 무액면주식의 발행도 가능하게 되었다(무액면주식의 허용에 관한 법률: Gesetz über die Zulassung von Stückaktien).<sup>199)</sup>

<sup>196)</sup> Siebert, Für und wider die Quotenaktie, z.f.d. ges. Kreditv, 1954, S.92ff.

<sup>197)</sup> Kälner Kommentar, §6.2.

<sup>198)</sup> 그 동안 논의는 있었으나 무액면주식을 도입할 경우에는 너무 많은 변화가 초래되기 때문에 액면주식만을 유지하고 있었었다(Reinhardt, Schultz, a.a.O., S.186).

<sup>199)</sup> BGBI 1998 Teil I Nr. 19, S.590ff.

## (2) 유로시행법과의 關係

독일에서 도입한 무액면주식은 소위 기본자본의 요건은 유지되고 있기 때문에<sup>200)</sup> 부진정무액면주식이다. 왜냐하면 무액면주식제도를 도입한다 해서 이로 인하여 확정된 기본자본과 자본조달 및 자본유지의 원칙을 포기하는 것이 아니라고 한다. 독일 주식법은 기본자본의 총액과 액면주식의 액면액 및 그 수를 정관에 기재하도록 하고 있는데 이 무액면주식제도를 도입하면서 정관에 확정된 기본자본을 포기하지 않고 이를 바탕으로 하고 무액면주식을 발행하는 경우에는 그 수를 정관에 기재하도록 하고 있다. 유럽연합(EU)법에서도 이러한 주식이 허용된다고 한다.<sup>201)</sup>

유럽연합의 단일통화인 Euro는 1999년부터 은행간 결제에 사용되고 일반인도 자국의 통화와 병행하여 사용하다, 2002년 1월 1일부터 독일을 비롯하여 유럽연합회원국들은 자국의 통화를 폐지하고 유로(Euro)통화체제로 전환함에 따라 독일은 이러한 현실에 대응하기 위하여 무액면주식제도를 도입하였다.<sup>202)</sup> 이에 따라 많은 기업이 이미 장부작성을 유러화로 할 수 있도록 하였으며, 주식시장도 주가를 유러화로 명시하고 있다.

우선 유럽연합단일통화인 유로(Euro)의 도입과 부진정무액면주식(Stückaktie)의 도입은 분리하여 생각할 수 없다.<sup>203)</sup> 이 법에서는 회사의 정관에 정해진 독일화폐(DM)에 의한 자본액을 유로로 전환하고 또한 회사를 설립할 때에 계산단위를 유로에 의할 수 있도록 하되, 2002년 1월 1일부터는 전환할 수 없도록 정하고 있다.<sup>204)</sup>

200) 최병규, 전계논문, 178면.

201) 강희갑, 전계논문, 151면.

202) 1999년 DM의 Euro에 대한 교환가치에 의하여 1Euro는 1.94DM이므로 5DM은 2.58(Euro)이다. 이 때문에 독일에서는 소수점 둘째 자리까지 표시하는 방법으로 인해 ~~주식의 값이 달라지는 효과가 발생하므로~~, 이러한 문제를 해결하기 위한 방안으로 지분 또는 비율을 표시하는 방법인 무액면주식제도를 도입하였다(양동석·이영주, 전계논문, 207면).

203) Schroer, Vorschläge für Hauptversammlungsbeschlüsse zur Umstellung auf Stückaktie und Euro, ZIP 1998, S.311.

### (3) 不眞正無額面株式法(Stückaktiengesetz)

원래 독일에서도 독일 주식법 제1조 제2항에 의하여 기본자본은 주식으로 세분하여야 한다. 주식도 기본자본과 마찬가지로 일정한 금액이어야 한다(독일 주식법 제6조). 그리고 주식회사의 최저자본금은 5만유로(Euro)이고, 주식의 최저액면가는 1유로(Euro)이며, 그 이상의 액면가는 1유로로 나누어져야 한다(독일 주식법 제8조 제1항, 제2항). 그러나 주식의 명목가치는 진정한 가치를 나타내지는 못한다.<sup>205)</sup> 진정한 가치는 시장가격에 의하여 결정된다.

최저액면주식금액은 1 유로이며, 무액면주식도 기본자본에 대한 무액면주식 수로 나눈 비율에 의하여 1 유로 이하여서는 안된다. 1999년 1월 1일의 DM의 EURO에 대한 교환가치에 의하여 1EURO는 1.94 DM이어서 5.00DM/2.58EURO, 50.00DM/25.77EURO로 표시되어야 한다.<sup>206)</sup> 결국 독일에서는 주식의 유리화로의 전환을 용이하게 하기 위하여 무액면주식(nennwertlose Aktie)을 “Stückaktie”의 형태로 도입한 것이다. 그러나 독일에서 도입한 무액면주식은 소위 부진정무액면주식이다. 왜냐하면 기본자본의 요건이 유지되고 있기 때문이다(독일 주식법 제8조 제3항 참조).<sup>207)</sup>

독일에서 무액면주식제도의 도입은 이와 같은 액면가를 소수점 이하로 표시하여야 한다는 이유에서 출발하였다. 독일에서는 DM의 EURO화에 대한 교환가치를 소수점 둘째자리까지 표시하도록 하고 있는데, 이러한 경우에 자산의 총액이 변화하게 되기 때문이다. 그 이유는 변환과정에서 생기게 되는 소수점 아래 세자리 이하의 숫자를 버리거나 반올림 또는 올림할 경우 원래의 가격과의 차이가 생기게 되기 때문이다. 그러한 이유로 지분 또는 비율을 표시하는 방법의 무액면주식의 도입이 이루어지게 되었다. 부진정무액면주식 법은 일종의 중

<sup>204)</sup> BT-Drucks. 13/9347 S.24.

<sup>205)</sup> Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Heidelberg, 1999, S.156.

<sup>206)</sup> 이기수, “유럽연합화폐통합에 따른 부진정무액면주식제도의 도입”, 157면 참조. 이에 대해 독일에서는 소수점 둘째자리까지 표시하는 방법으로 인해 주식의 값이 달라지는 효과가 발생해 이러한 문제의 해결에 대한 많은 논의가 이루어지고 있다.

<sup>207)</sup> Kübler, a.a.O., S.156.

합입법(Omnibusgesetz)으로 동조 제1항은 주식법의 개정사항을 모아둔 것으로서 이의 주요 내용을 보면 다음과 같다.<sup>208)</sup>

무액면주식의 명칭은 부진정무액면주식(Stückaktie)으로 한다. 이는 전통적으로 독일에서 이론적으로 사용하던 부진정무액면주(Stückaktie)를 의미함은 앞에서 서술한 바 있다.

무액면주식은 기존의 액면주식제도와 병행하여 허용하되, 다만 한 회사가 이들 두 종류의 주식을 발행할 수 없고 하나를 선택하여야 한다(개정주식법 제8조 제1항). 또 기본자본제도(Grundkapital), 기본자본의 주식으로서의 분할원칙(개정법 동조 제3항), 자본유지의 원칙은 그대로 유지되고, 무액면주식의 가액은 기본자본을 발행주식수로 나눈 금액에 해당한다(개정법 동조 동항). 이로 인하여 주식과 자본의 단절현상이 생기는데, 이로 인하여 개정된 관련조문으로는 기업결합의 성립요건인 지주지율의 정의(주식법 제16조 제2항), 현물출자의 대가 확정(주식법 제27조 제1항 1문, 제183조 제1항 1문, 제194조 제1항 1문, 제205조 제2항 1문 등), 그리고 의결권관련규정(주식법 제134조 제1항 1문) 등이다.

무액면주식 1주에 해당하는 기본자본에 대한 지분금액은 액면주식의 최저액면가액(geringster Ausgabebetrag) 이상이어야 하는데(개정주식법 제9조 제1항), 이는 무액면주식의 문제 중의 하나인 주식의 무한정 분할가능성을 배제하기 위함이다. 기본자본에 대한 무액면주식의 1주금액은 액면주식과 마찬가지로 주식발행의 최저가로 되는데 최저발행가액 미만으로는 주식을 발행할 수 없고 정관은 물론 주권에서도 1주의 주식의 기본자본에 대한 비율을 명시하지 못한다. 이는 “진정무액면주식 또는 비례주식(Quotenaktie)”의 경우에는 주권에 지분의 비율이 기재되어 있어 자본의 변동이나 주식분할로 인하여 전체 주식수에 변경이 있을 때마다 모든 주권의 기재가 틀리게 되어 이를 다시 발행하는 것을 방지하기 위함이다. 비율을 명시하지 않는다는 의미에서 부진정무액면주식(Stückaktie)은 정관에 액면이 기재되지 아니한 비례주식(“nicht sprechenden” Quotenaktien)이라고 할 수 있다.<sup>209)</sup>

<sup>208)</sup> 옥무석, 전계논문, 74면 이하; 강희갑, 전계논문, 162면 이하 참조.

<sup>209)</sup> Rosen/Helm, Die nennwertlose Aktie, Handbuch Corporate Finance(herg. von

그러나 이러한 무액면주의 동가치성이 법률상 권리의무에서도 동일하다는 의미가 아니므로 무액면주식도 액면주식과 같이 무기명식과 기명식으로 발행할 수 있으며, 수종의 주식 특히 의결권 없는 우선주의 발행이 허용되고<sup>210)</sup> 일부 또는 전부의 납입이 없는 무액면주식은 법률에 의하여 의결권이 제한된다(주식법 제134조 제2항).

이상과 같이 주식에 관한 한 액면주의를 고수하던 독일에서도 실무상의 요구와 변화하는 세계경제질서에 적응하기 위해 무액면주식허용에 관한 법률을 제정하고 유로화 시행에 따른 주식제도의 제문제를 해결하기 위하여 실용적인 대안으로 새로운 제도를 과감히 도입한 점은 고무적인 일임과 동시에 우리나라도 현재 액면주의를 취해온 것을 감안하여 볼 때 차후 우리 상법 개정 시에 무액면주식제도 도입의 방법과 동기를 부여할 수 있을 것으로 본다.

#### (4) 記名株式法(NaStraG)

기명주식법(Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung)<sup>211)</sup>은 기명주식에 있어서 의결권행사의 간이화에 관한 법률이다. 독일정부는 새로운 대중매체인 인터넷 시대에 맞게 기명주식에 관한 법제를 근본적으로 현대화하고 오늘날의 상황에 적용시켰고, 주주총회를 둘러싼 형식적인 방식규정을 재검토하여 가능하면 삭제하였다.<sup>212)</sup> 독일에서는 기명주식

Achleitner u. Thoma ; Loseblatt), Stand Oktober 1998, S.11f; Leven, Die nennwertlose Aktie, Ein notwendiger Schritt zur Modernisierung des Aktienrechts, Aktien im Aufwind(herg. von Frei u. Schlienkamp), Wiesbaden, 1998, S.235.

<sup>210)</sup> Rosen/Helm, a.a.O., S.9.

<sup>211)</sup> 상세는 Noack, Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG, ZIP 2001, S.57ff.; Noack, Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing, DB 2001, S.27ff.; Seibert, Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft, ZIP 2001, S.53ff.; Preissler, Wahrnehmung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft mit globalen Namensaktien durch in den USA ansässige Aktionäre, WM 2001, S.113ff.

<sup>212)</sup> 그 밖에 유로화를 독일 주식법에 적용하는 사항과 몇몇의 공시의 간이화조치도 포함되어 있다(Seibert, a.a.O., S.53).

이 점차 인기를 얻고 있으며, 몇몇 대규모 공개회사들이 그 주식을 기명주식으로 전환한 바 있다.<sup>213)</sup> NaStraG는 바로 이러한 기명주식에 대한 규정을 현대화하고 있으며, 주주총회의 수행을 위하여 요구되었던 형식적 사항들을 줄였다.

원래 NaStraG에 대한 입법초안은 1999년 11월 각 주와 단체에 의견조회를 위하여 보내졌다. 이 초안은 긍정적인 반향을 불러일으켰고, 국무회의에서 2000년 5월 10일 결의되었다. 연방상원(Bundesrat)에서의 제1회 검토는 2000년 7월 14일 이루어졌다. 연방상원은 초안에 대하여 약간의 제안을 하였을 뿐이다. 2000년 9월 29일 연방의회(Bundestag)에서 제1회 검토가 있었다. 신속한 검토를 한 후에 연방의회 법제사법위원회에서의 종합처리는 2000년 11월 8일 있었으며, 연방의회의 제2, 제3 전체검토는 2000년 11월 16일에 있었다. 연방상원에 의한 제2 전체검토는 2000년 12월 21일 있었다. 그 후 이 법률은 2001년 1월 공포되고 시행되었다. 다만 독일 주식법 제52조(사후설립)는 실무계의 강력한 요청에 의하여 2000년 1월 1일부터 소급 적용되었다.<sup>214)</sup>

#### IV. 日 本

2차 대전 후 미군정 하에 연합군사령부의 권고<sup>215)</sup>로 수권자본제도의 채용과 함께 회사의 자본조달을 용이하게 하기 위하여 1950년 상법 개정으로 미국의 무액면주식제도를 도입하였다.

1950년 개정 상법에서 회사는 액면주식이나 무액면주식 또는 그 양 주식을 발행할 수 있다고 규정하였다(일상법 제199조). 그리고 무액면주식을 발행함에 따라 생길 수 있는 폐단을 방지하기 위하여 정관의 절대적 기재사항으로 회사 설립시 무액면주식을 발행하는 경우에는 그 최저발행가액을 기재하도록 하였으

213) 가령 Celanese AG, DaimlerChrysler AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Telekom AG, Dresdner Bank AG, Epcos AG, Siemens AG 등이 그러하다 (Preissler, a.a.O., S.113).

214) 최병규, “독일의 Squeeze-Out제도에 대한 연구”, 「한독법학」 제14권, 2003, 486-488면.

215) 大隅健一郎, 전계논문, 374면.

며(일상법 제166조 제1항 7호), 신주발행시 불공정한 방법 또는 불공정한 가액으로 발행한 경우의 구제방법으로서 발행유지청구권(일상법 제 288조의 10) 및 불공정한 가액에 의한 주식인수인의 책임(일상법 제280조의 11) 등도 규정하였다.

1966년 개정된 상법에서는 무액면주식에 관하여 부분적인 개정이 이루어졌다. 즉 주주의 청구에 의한 액면주식과 무액면주식의 상호교환을 인정한 규정(구일상법 제213조 제2항)과 전환에 따라 자본액의 변경을 허용하지 않는 자본구성에 관한 규정(구일상법 제284조의 2 제4항), 액면주식의 액면미달발행금지의 잠탈을 방지하기 위해 자본금이 액면주식의 금액에 발행주식 총수를 곱한 금액에 미달하는 경우에는 무액면주식을 액면주식으로 전환하는 것을 허용하지 않는다는 규정(구일상법 제213조 제3항) 등이다.

1981년 개정된 상법은, 회사의 결정에 의한 액면주식과 무액면주식의 상호교환을 인정, 회사 설립시 액면주식과 무액면주식의 발행가액을 5만엔 이하로 내리지 못하게 하였으며(구일상법 제166조 제2항, 제168조의 3), 회사성립후에는 액면주식의 최저액면가의 제한을 폐지하여 액면주식의 액면가와 발행가액에 대하여도 정관을 변경하면 자유롭게 변경할 수 있게 한 점(구일상법 제202조 제2항의 삭제), 납입잉여금을 액면주식에도 인정하고 그 한도를 액면주식과 무액면주식 모두 발행가액의 2분의 1을 원칙으로 한 점(일상법 제284조의 2 제2항), 액면주식과 무액면주식의 구별없이 자본금을 원칙적으로 발행가액의 총액으로 한 점(일상법 제284조의 2 제1항) 등이다.<sup>216)</sup>

일본은 이러한 입법적 뒷받침에도 불구하고 무액면주식이 발행된 사례는 1981년까지는 상장회사 중에서 5개사에 불과하고<sup>217)</sup>, 1981년 개정 후 地價의 상승으로 주식이 폭등하자 이러한 고액의 주가를 낮추려는 수단으로 액면주식을

216) 1981년 은행법 개정에서 이어 보험업법, 신탁업법 등을 개정하여 금융관계주식회사에도 무액면주식의 발행을 허용하였는데, 그 이유는 주식의 발행가액의 총액이 자본 및 자본준비금으로 되어 순자산액에서 이를 공제한 이익만으로 배당할 수밖에 없기 때문에 무액면주식이 자본의 유지를 위협할 우려가 없기 때문이라 한다(鈴木竹雄·竹内昭夫, 會社法(第3版), 有斐閣, 1994, 100-101면).

217) 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 175면.

무액면주식으로 전환하여 주식을 분할한 회사가 10여 군데 있었으나, 이 회사들도 주식분할 후 곧이어 무액면주식을 액면주식으로 일괄 전환<sup>218)</sup>하는 등 무액면주식의 본래의 취지인 자본조달의 수단으로 이용되지 않았다.

이러한 경향은 오랫동안 액면주식의 관습화로 무액면주식에 익숙지 못했을 뿐만 아니라 새로운 제도를 이용하고자 하는 진취적인 기업이 없었다. 또한 회사 실무자들도 주식발행의 번잡함과 무액면주식 발행은 회사의 업적이 부진해서 액면주식의 발행이 곤란하기 때문에 행하여지는 것으로 알려져 있었으므로 회사신용이 실추되지 않을까 하는 우려 때문이었다.<sup>219)</sup> 특히 무액면주식의 액면위에는 사장명이 인쇄되므로, 사장으로서는 무액면주식이 없어지지 않는 한 회사가 곤란했었던 때의 사장으로 남기 때문에 이를 원치 않는 일본 특유의 경제적 풍토에 기인한다. 일본에서는 법리적으로 올바른 무액면주식제도가 도입되었음에도 불구하고, 그 입법이유가 왜곡되어 처음부터 거의 이용되지 않고 있는 실정이었다.<sup>220)</sup>

2001년 이후 일본 상법은 대폭 개정을 하여 현재 액면주식제도를 폐지하였기 때문에 종전에 발행된 액면주식은 무액면주식으로 취급된다. 액면주식과 무액면주식의 권리 내용에 차이가 없고, 시가발행제도에 의하여 최저발행가액과 자본의 구성단위로서의 액면의 기능이 사라졌으며, 시가가 액면가에 미달하는 경우 액면이 회사의 자본조달을 저해한다는 것이 그 개정배경이다.<sup>221)</sup>

218) 1984년 3월 7일 경세라믹은 무액면주식으로 전부 전환하여 5월 15일에 2주를 3주로 분할, 동경일렉트론은 1982년 11월 23일 무액면주식으로 전부 전환을 하고 1983년 2월 1일에 1주를 2주로 분할한 후 액면주식으로 다시 전부 전환하여 본래의 상태로 복귀했다.

219) 1950년 상법 개정 때에 법제심의회 위원으로 일본에서 무액면주식제도의 도입을 주장한 三菱倉庫株式會社 사장은 변호사로서 미국법제에 정통하였다. 1부에 상장한 우량기업으로 1952년 3월1일에 무액면주식을 발행하고 주주에게 무상교부를 하여 회사의 영업이 좋을 때에도 무액면주식을 발행할 수 있다는 선례를 남기려고 의도했었으나, 三菱倉庫株式會社の 무액면주식의 발행은 희귀한 사례로만 남게 되었다(志村治美, 이범찬 역, “무액면주식제도의 현상과 과제,” 「경남법학」 제15호, 1999, 291면).

220) 양동석·이영주, 전계논문, 209면.

221) 原田洸治·泰田啓太·郡谷大輔, “自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(中)”, 「商事法務」No.1608, 2001, 90면.

이와 관련되어 삭제된 규정은 정관기재사항 중 주식의 액면가, 액면주식과 무액면주식의 발행, 액면주식의 금액 및 발행가액, 액면·무액면주식간의 상호 전환 등에 관한 규정(구일상 제166조 제1항 4호·5호, 제199조, 제202조, 제213조) 등이다. 또한 액면주식의 폐지에 따라 액면가와 자본과의 관계가 단절되었다. 종전의 회사설립시 무액면주식 최저발행가액 및 액면총액의 자본전입 등에 관한 제한도 폐지되었다(구일상 제168조의3, 제284조의2 제2항)<sup>222)</sup>.

### 제3절 株式의 發行價額과 資本의 構成

무액면주식과 액면주식은 액면가의 유무에 따른 차이를 제외하고는 주주의 회사에 대한 지위(주주권)의 내용에 있어서는 차이가 없다. 즉 액면주식에서의 액면가는 주식의 발행대가(발행가액)와 자본구성을 제한하지만, 무액면주식에서는 그러하지 아니하다.

#### I. 株式의 發行價額

##### 1. 意 義

주식의 발행가액이라 함은 주식회사에서 주식을 발행하는 경우 즉, 통상의 신주발행 뿐만 아니라 회사설립시의 주식발행과 자본조달이외의 목적으로 발행하는 경우를 포함하여 일절의 주식발행에 있어서 그 발행의 대가로 지급하는 주식의 가액을 말한다.<sup>223)</sup> 주식을 인수하는 경우 회사와 주식인수인간에 주식의

<sup>222)</sup> 후술하는 자본의 발행대가 및 자본구성에 관한 일본 상법의 내용은 우리 상법에 도입하는 것을 전제로 하여 서술하는 것에 불과하다.

<sup>223)</sup> 발행대가(consideration of the shares)는 회사 또는 주식인수인이 주식을 수수하는 입장으로서의 금액을 의미하고, 이는 주식자체의 입장에서는 발행가액(issued price of the shares)으로서 양자는 같은 내용을 가지고 있다(장지석, 전제 학위논문, 38면).

발행가액에 관한 합의가 있어야 하는데 이때 회사에서 신주발행사항(회사설립 시에는 주식발행사항)을 미리 결정하여야 한다. 신주발행사항 중의 하나가 여기에서 검토하고자 하는 주식의 발행가액이다.

신주를 발행한 결과 신주의 액면총액만큼 자본이 늘어나므로 자본충실의 요청에 따라 액면가액 이상의 순재산이 따라서 늘어나야 한다. 우리 상법은 액면주식만을 인정하고 있으므로 주식의 발행가액은 원칙적으로 액면가 이상이어야 하고, 다만 예외적으로 일정한 요건을 갖춘 경우에 한하여 액면미달발행이 인정되고 있다.<sup>224)</sup> 주가가 액면가를 하회함에도 회사의 신용을 유지하기 위해, 혹은 절차의 번거로움 때문에 액면미달발행을 하는 예는 거의 없다고 한다. 따라서 상장회사에서는 액면미달발행을 할 수 있는 요건을 갖추어도 액면가액으로 발행하고 이로 인하여 발생한 실권주는 지배주주가 인수하고 있다.<sup>225)</sup>

주식의 발행가액과 관련하여 액면미달발행은 주식의 시가가 액면가를 하회할 경우이지만 그와 반대로 경영성적이 우수하여 주식의 시가가 액면가액을 상회할 경우, 그 시가대로 주식을 발행하여 그 액면가액을 초과하는 순재산을 회사로 유입시킬 수 있는 가의 문제가 제기된다. 이것이 바로 시가발행의 문제이다.<sup>226)</sup> 시가발행은 회사의 재무구조가 건실하여 주가가 액면가액을 크게 상회할 때 필요성이 강조된다. 시가발행을 통해 액면가액을 초과하는 순자산이 유입되어 재무구조의 건실화와 또 신주를 제3자가 인수할 때에 기존주주가 소유하고 있는 주식의 가치와 균형을 이루기 위하여 필요하다.

## 2. 無額面株式의 發行價額의 決定

액면주식만의 발행을 허용하게 되면 주식의 발행가액은 원칙적으로 액면가 이상이어야 하므로 일정한 금액으로서의 액면가는 바로 절대적인 법정최소금액

224) 박기중, “주주의 신주인수권에 관한 연구”, 박사학위논문 조선대학교, 2003, 62-63면.

225) 상계논문, 62면.

226) 시가발행이란 이미 발행된 주식의 현재 시가에 준하는 가격으로 발행가액을 정하여 신주를 발행하는 것으로 유통시장에서 시가가 형성되어 있는 상장주식의 경우에만 사용하는 개념이다(상계논문, 63면).

(absolute legal minimum)이 된다. 왜냐하면 액면미달발행은 자본금에 상당하는 순재산 전부가 회사에 유입되지 않기 때문에, 상법에서는 액면미달발행을 원칙적으로 금지하고 있다(제330조 전단). 대체로 세계 각국의 회사법은 액면미달발행의 금지를 원칙으로 하면서 주주가 인수한 주식의 납입이외에는 책임을 지지 않도록 하여 주식회사의 자본을 충실하게 함으로써 회사채권자 기타 이해관계인의 이익을 보호하고 있다. 그러나 무액면주식의 발행을 허용하는 경우 발행대가는 무액면주식 자체에 액면가가 존재하지 않으므로 액면가에 구속받지 않게 되고, 보통의 경우에 그 가액을 이사회에서 때에 따라서는 정관이나 주주총회에서 자유로이 결정할 수 있게 되어 회사로서는 자본조달의 기동성과 편의성을 도모할 수 있게 된다.<sup>227)</sup>

무액면주식의 경우는 액면주식과 달리 액면가가 없다는 차이는 있지만, 무액면주식의 발행가액의 결정은 액면주식의 경우와 비슷할 뿐만 아니라 무액면주식제도를 채택하는 경우에도 회사자본을 충실하게 하여야 한다는 원칙에는 차이가 없다. 그러므로 주주가 유한책임을 지는 주식회사의 자본을 충실하게 함으로써 회사채권자 기타 이해관계인의 이익을 보호해야 할 필요가 있기 때문에 무액면주식의 발행가액에 관하여 법률상의 여러 제한과 그밖에 형평상의 제한을 인정하고 있다.

### 3. 無額面株式의 發行價額에 관한 法律上の 制限

#### (1) 美 國

미국에 있어서 주식의 발행가액(consideration requirements)은 액면의 유무·기재액·최저자본금 등에 따라 달라질 수 있으며, 그 내용은 질적인 것과 양적인 것으로 나누어 볼 수 있다.

양적인 출자라는 것은 그 가액의 고저를 의미하는 것으로 부진정무액면주식

<sup>227)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 「상사법연구」 제19권 제1호, 2000. 6, 191면; 양동석·이영주, 전제논문, 202면; 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 180면.

은 기재액(stated value) 이상이어야 하고, 진정무액면주식은 최소납입자본금(minimum paid-in stated capital) 이상이어야 한다. 주에 따라 상이한 가격에 의한 주식의 동시발행이 특수한 경우에 인정되기도 한다.<sup>228)</sup>

질적인 출자의 종류는 액면주식이나 무액면주식의 양자에 공통적으로 해당되는 것으로 주헌법(state constitutional provision)과 회사법을 포함하는 법규(statutory requirement)에 적합한 것으로 통상 금전(money)·용역(services rendered)·현물(property)로 국한되고 있다.<sup>229)</sup>

전통적 제정법에 있어서는 주법에 따라 약간의 차이를 보이지만, 대체적으로 용역은 회사 설립전에 이미 제공된 용역과 장래 회사운영에 제공될 용역은 제외된다.<sup>230)</sup> 따라서 고용기간의 종료시가 아닌 한, 피고용인의 근로에 대해 유효하게 주식이 발행될 수 없을 것이다.<sup>231)</sup> 현물에 있어서는 각 제정법이 액면가를 전제로 하여 규정되었기 때문에 대가는 액면가로 확정할 수 있는 것이어야 하므로 은 약속어음(promissory note), 채무면제(forgiveness of debt owing by someone other than the corporation), 특허권으로 형성되지 못한 고안(unpatented inventions), 사적 방법이나 형식(secret processes or formulas), 전문적 지식이나 사실관계(professional knowledge or good will) 등은 제외된다. 즉 엄격한 의미에서의 현물이어야 한다.<sup>232)</sup> 그러나 전통적 제정법들이 많은 변

228) 주에 따라 최소납입자본금을 정하는 경우가 있는데 무액면주식을 발행하는 때에 그 무액면주식의 발행대가에 의하여 구성되는 자본액이 최소납입자본금의 요구를 충족시켜야 한다. 통상 개업최소자본(statutory minimum of paid-in capital for beginning business)으로 \$1,000을 정하는 州가 많다(Henn & Alexander, op. cit., p.295; 장지석, 「상계논문, 192-193면 참조」.

229) Henn & Alexander, op. cit., pp.418-423.

230) Rice & Hutchins, Inc. v. Triplex Shoe Co. 사건에서 법원은 그 용역의 대부분은 장래 제공될 성질의 것이고, 전체 대가의 각 비율을 입증할 수 없기 때문에 주식발행 전체가 무효라고 하였다(Committee on Corporation Laws, op. cit., p.378).

231) 그러나 최근의 판결은 이러한 경우에 채권자와 현재의 주주를 보호하기 위하여 근로가 수행되기만 하면 주식발행의 합의를 무효화시킬 것은 아니고, 실제로 근무한 근로자는 금반언의 법리에 의하여 약속된 주식을 받을 수 있다고 한다(Rooney v. Paul D. Osborne Desk Co., Inc.(Mass. App, (1995)).

232) Henn & Alexander, op. cit., pp.419-420.

칙적인 결과를 낳았고 현실상거래에서 계약상의 권리나 무형의 재산 또는 장래 수익에 대해서도 주식을 발행할 필요가 있다는 인식을 가지게 되었다. 1984년 모범사업회사법은 회사가 장래에 제공할 용역의 약속이나 약속어음 또는 장래의 가능한 수익과 관계되는 이익에 대해서 주식을 발행할 수 있으며, 위의 경우가 이행되지 아니하면 주식은 여전히 발행된 것이고 회사는 용역계약상의 청구권, 약속어음상의 청구권, 장래의 수익 등을 보유하게 된다(제6조 제2항 참조).

발행대가의 평가에 있어 금전출자는 문제의 소지가 없지만, 용역과 현물출자는 문제와 불공정한 경우가 발생할 수 있으므로 실가주의(true value rule)와 선의주의(good faith rule)원칙이라는 두가지 원칙이 적용되고 있다.<sup>233)</sup> 액면주식의 경우에 적용되는 것으로 발전되어 온 실가주의와 선의주의의 원칙이 무액면 주식에서 발행대가로서의 용역과 현물출자시 그 평가에도 적용될 수 있는 것으로 해석되고 있다.<sup>234)</sup>

그리고 허구적 발행금지(prohibition of fictitious issue)의 원칙으로서 州에 따라서 명문의 규정이 있는 곳도 있고 없는 곳도 있으나 판례에 의해 결론에 이르고 있다.<sup>235)</sup> 그 밖에도 州에 따라서는 회사가 신주를 발행할 때 주식의 발행대가 등을 기재한 공술서(affidavit)를 주관청(state authority)에 제공하고 승인을 얻은 후에야 주식을 발행할 수 있도록 하는 경우가 있고 각종의 감독위원회의 감독을 받는 경우가 있다. 또한 회사의 정관에 최저자본금(minimum capital provision)을 기재하도록 요구하고 있는 경우에는 그 최저자본금 이상으로 자본이 구성되도록 발행가액이 결정되어야 한다.<sup>236)</sup>

<sup>233)</sup> 선의주의는 용역이나 재산 출연자에 대하여 주식발행시의 대가가 액면이상의 가치가 있는 것으로, 이사회가 선의로 인정만 하면 충분하다는 원칙으로 실가주의보다 자유로운 입장이며 또한 다수설이기도 하다. 반면에 실가주의는 주식발행시 대가가 액면이상의 가치를 가져야 한다는 원칙으로 선의주의보다 엄격한 입장을 취하고 있는 것이다 (鴻 常夫, 英美商事法辭典, 大光書林, 1997, 339면, 742면).

<sup>234)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 193면; Henn & Alexander, op. cit., p.424.

<sup>235)</sup> 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 172-173면.

<sup>236)</sup> Sonderquist, Sommer, Chew, Smiddy, Corporation and other business organizations, 4.ed., Michie, 1997, p.177f.

미국의 각주에 있어서 무액면주식의 발행가액을 결정하는 유형으로는 ① 회사 설립시에는 발기인에 의한 결정, ② 정관의 규정으로 주주에게 결정권을 부여하지 않은 경우에 이사회에 의한 결정, ③ 정관에 달리 규정하지 않은 경우에 이사회에 의한 결정, ④ 정관의 규정이 없거나 정관의 규정으로 이사회에 결정권을 부여하지 않은 경우에 주주에 의한 결정, ⑤ 정관에 반대의 규정이 없고 주주에 의한 결정으로 주주 또는 이사회에 의하여 결정하는 방법들이 있다.<sup>237)</sup>

## (2) 日 本

일본의 경우에 발행가액의 의미는 다음의 여러 가지로 구분되어 사용되고 있다. 즉, 발행가액이라 함은 회사가 신주를 발행하는 경우의 발행예정가액의 의미이고 이것은 신주인수인이 신주에 대하여 주식청약서에 기재하여야 하는 주식의 인수가액(일상법 제280조의 11, 제175조 3항 3호)과 다르고 이사회가 현실적으로 주식청약에 대하여 배정을 하는 때의 가액인 할당가액과도 다르다.<sup>238), 239)</sup>

회사의 설립시에 발행하는 무액면주식의 발행가액은 5만엔 이하로 내리지 못하도록 되어 있다(구일상법 제168조의 3). 이는 액면주식의 경우에도 마찬가지로 회사설립시의 최저자본액을 분명히 하여 무액면주식발행으로 인한 자본조달의 편의보다 자본충실의 필요성을 우선하려는 취지이다(구일상법 제166조 2항). 회사설립시 발행하는 무액면주식의 성질에 대하여는 1981년 개정 전에는 이를 기재식무액면주식이라는 설, 진정무액면주식이라는 설, 양자의 중간으로 보는 설로 나누어졌었고 이는 개정후에도 마찬가지이겠지만 이를 어떻게 해석하든지

<sup>237)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 193면; 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 174면 참조.

<sup>238)</sup>鈴木竹雄·石井熙久, 「改正會社法解説」, 1951, 204면; 松田二郎·鈴木忠一, 「條解株式會社法(上)」, 1954, 350면; 伊澤孝平, 「株式會社法講坐」第4卷, 1956, 222면; 大隅健一郎·今井宏, 「新版會社法論 中卷 II」, 有斐閣, 1983, 610면; 大隅健一郎·大森忠夫, 「逐條改正會社法解説」, 1951, 345면; 服部榮三, 「會社法通論」, 1983, 145면 등 참조.

<sup>239)</sup> 石井熙久, 「會社法(下)」, 1973, 48면.

별다른 차이가 생기는 것은 아니다.

구체적인 발행가액은 그 최저한도 이상으로 정관에서 정하든가 또는 발기인 전원의 동의로써 정한다(일상법 제168조의2 제2호). 구체적인 발행가액을 정관에 정하지 않는 경우에도 최저발행가액이 결정되고 그 액까지는 반드시 자본으로 구성되어야 하므로(일상법 제284조의2 제2항) 설립시에 발행하게 되는 주식의 총수가 액면·무액면의 구별에 따라 정관에 기재되는 것(일상법 제166조 1항 6호)과 함께 회사설립시의 자본의 최저액이 분명하게 된다.

회사성립후의 신주발행에 관하여는 설립시와 달리 최저발행가액의 제약이 미치지 않으므로 원칙으로 이사회가 자유로이 정할 수 있다. 그러나 공모발행 때에는 현재의 주주의 이익을 해하지 않게 하기 위하여 시장가격을 표준으로 하는 공정한 가격으로 발행할 필요가 있는 것은 말할 나위도 없다. 신주인수권을 가지는 주주 또는 특정의 제3자에 대하여 특별히 유리한 가액으로 발행할 수도 있지만 후자의 경우에는 주주총회의 특별결의를 요하고, 이사는 주주 이외의 자에 대하여 특별히 유리한 가액으로 신주를 발행하는 필요에 대하여 그 이유를 개시하여야 한다(일상법 제280조의 2 제2항). 또한 발행가액의 제한은 아니지만 주식의 무상교부 또는 주식분할의 경우에 1주에 해당하는 회사의 순자산액이 5만엔 이하로 되어서는 안된다는 제약을 받는다(일상법 제293조의 3, 제2항 후단, 제293조 3의 2 제2항, 제293 조의4 제2항).

### 3. 無額面株式의 發行價額에 관한 衡平上의 制限

무액면주식에 있어서 최소납입자본금이 요구되고 있는 경우에는 발행된 주식의 표시자본은 원칙적으로 요건을 만족시켜야 한다. 부진정무액면주식에 있어서 기재액은 액면가와 마찬가지로 절대적 법정최저발행가액으로서 작용하게 되어 액면주식의 경우와 같지만, 진정무액면주식에서는 액면가나 기재액이 존재하지 않기 때문에 절대적 최저발행가액도 역시 존재하지 않으므로 문제가 발생하지만, 이 경우에도 형평적 최소한이 존재한다고 한다.<sup>240)</sup> 또한 제3자가 불공정한

<sup>240)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 195면 참조.

가격으로 신주를 인수하게 되면 기존 주주의 형평적 권리를 침해하는 것이 되고, 채권자의 입장에서 회사에 충분한 자산을 유지하여야 함에도 표시자본의 표시된 금액 상당의 자산이 없는 경우에는 채권자를 위태롭게 한다.

액면주식에서 액면가는 당해주식 발행가액의 절대적 법정최소한으로서 액면가 미만의 가액으로 발행하지 못하도록 하여 회사채권자의 유일한 담보로서의 회사자본을 충실하게 하기 위함이다. 이 원칙은 무액면주식에 있어서도 마찬가지로 적용되는 것이므로 발행가액의 공정성 및 형평성에 관한 문제는 양자 모두에 발생하는 문제이다. 특히 무액면주식에서 형평적 최소한의 원칙은 일차적으로 또는 의식적으로 고려되어야 할 원칙인 것이다.<sup>241)</sup> 그리고 그 표준은 당해주식의 공개시장에서의 최고시가가 된다.

종래의 주주의 형평적 권리를 해하지 아니하고 발행할 수 있는 최소한도의 가액을 형평적 최소한이라 한다.<sup>242)</sup> 다만, 형평적 최소한이 존재하기 위해서는 표시자본을 충족하는 것을 전제로 한다. 주식의 본질은 회사기업의 소유에 대한 비례적 권리로서 그 실질가치는 회사의 순자산을 회사의 총발행주식수로 나눈 금액이다. 그런데 주식의 발행대가를 부당하게 낮게 하는 경우에 주식의 가치는 감소하고 주식물타기 현상이 일어나고 그 결과 종래 주주의 형평적 권리를 해하게 된다. 따라서 신주는 구주의 가치에 가까운 대가를 얻고 발행하도록 하여 이를 방지하여야 할 필요가 있다. 액면주식에 있어서 절대적 최소한 이하로 발행되었을 때에 발행 자체는 무효로 되지 않지만, 주식인수인은 액면가에 미달하는 부족액을 회사에 납입의무를 부담한다.

「형평적 최소한 원칙」에 위반하는 주식발행의 경우에 미국에서는 회사와 주주에게 다음과 같은 구제방법을 인정하고 있다. 첫째, 신주인수인이 형평적 최소한에 반함을 알고 주식을 인수한 경우에 납입대가를 반환하고, 주식의 말소

241) 주식의 발행가액에 관한 절대적 최소한과 형평적 최소한의 차이는 ① 전자는 고정적이고, 후자는 항상 변동한다. ② 전자의 強行은 회사채권자와 주주가 할 수 있지만, 후자의 강행은 주주만이 할 수 있다. ③ 미국의 경우에 전자는 보통법재판소(court of law)의 관할이고, 후자는 형평법재판소(court of equity)의 관할이다(장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 195면).

242) Henn & Alexander, op. cit., pp.423-424.

를 명하거나 형평적 최소한에 미달하는 부족액을 출자하게 하거나 다수의 신주를 인수한 자에게는 인수한 주식의 일부를 말소시켜 납입대가가 나머지 주식에 대한 형평적 최소한에 적합하도록 조사를 하도록 하고 있다. 둘째, 신주인수인이 형평적 최소한에 반함을 알지 못하고 주식의 납입을 완료한 경우에 주주는 이사 기타 발행대가를 결정한 자의 詐欺의 의사가 있는 때에 한하여 그 부족액의 납입을 청구할 수 있다. 셋째, 신주발행전이라면 주주는 회사에 대하여 신주발행의 유지명령(injunction)을 청구할 수 있다.<sup>243)</sup>

#### 4. 無額面株式引受人의 責任

주식인수인의 의무는 신주발행의 경우에는 납입기일에 그 인수한 각 주식에 대하여 인수가액의 전액을 납입하도록 하고 있다(상법 제421조). 그리고 현물출자인 때에는 납입기일에 출자의 목적인 재산을 인도하고 등기·등록 기타 권리의 설정 또는 이전을 필요로 할 경우에는 그에 필요한 서류를 완비하여 교부하여야 한다(상법 제425조, 제305조 3항, 제295조 2항). 그 밖에 납입장소, 납입보관자등의 변경, 납입보관자의 증명과 책임 등에 관하여 상법에 규정을 두고 있다.

미국에서도 무액면주식에 대하여 완납된 추정불능주식(full-paid and non-assessable stock)이라 규정하여<sup>244)</sup> 적법하게 결정된 발행가액을 납입한 주주는 회사와 회사채권자에 대하여 그 이상의 책임을 지지 않는다.<sup>245)</sup> 즉 회사로부터 주식을 취득한 자의 유일한 책임은 이사회에서 결정한 대가를 지불하는 것뿐이다. 주식인수인의 회사에 대한 납입의무는 주식의 인수로 인한 것이고, 주식의 인수는 회사와 주식인수인과의 계약으로 이해되고 있으며 납입의무는

<sup>243)</sup> Carl B. Robbins, a.a.O., pp.71-72; James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O'neal, op. cit., p.465.

<sup>244)</sup> B. H. Montgomery, Financial Handbook, p.559.

<sup>245)</sup> 1984년 모범사업회사법 제6조 22.a에서 “주식을 회사로부터 매수한 자는 주식과 관련하여 그 주식의 발행을 수권받은 대가 또는 인수계약에 명시된 대가를 지불하는 것을 제외하고는 회사 또는 회사채권자에 대하여 책임지지 아니한다”고 규정하고 있다.

계약상의 의무이다. 그런데 액면주식의 경우에는 액면가가 발행대가의 절대적 최소한으로 인정되어 그러한 회사법상의 원칙에 따라 순계약법적 이론이 계약을 받게 되는 것이나 무액면주식의 경우에는 계약법적 이론에 하등의 차이가 없이 인수계약에 따라 납입의무가 인정되는 것이다.<sup>246)</sup>

주식인수인이 주식인수로 말미암아 회사에 대하여 부담하는 납입의무는 회사가 주식인수인에 대하여 법률상 당연히 청구할 수 있는 금액이며, 회사의 다른 채권과 마찬가지로 회사자산의 일부를 이루고 있다. 따라서 회사채권자의 공동 담보의 일부로 되고 이러한 의미에서 주주는 회사채권자에 대하여 일종의 간접 의무로서의 책임을 부담하고 있는 셈이다.

결국 무액면주식제도의 평가와 관련하여 주주로서는 이미 지급한 발행대가 이상의 책임을 지지 않는다는 의미에서 장점으로 작용하지만, 회사채권자로서는 그 담보로 되는 회사자산의 확보가 액면주식의 경우와 달리 미흡하게 된다는 점에서 최대의 단점이 된다.

## II. 資本의 構成

액면주식제도에서는 발행주식의 액면총액으로 자본을 구성하기 때문에, 주식수의 증감과 그 비율에 따라 자본의 증감과 비율이 정확하게 일치하게 되므로 주식은 주주의 회사에 대한 비례적 지위와 자본을 구성하는 단위로서의 금액을 의미하게 되고, 주식과 자본은 서로 긴밀한 관련을 가지고 있다.<sup>247)</sup> 그러나 무액면주식은 액면가가 존재하지 않으므로 어떠한 방법으로 자본구성을 하느냐가 문제된다. 무액면주식제도에는 자본의 균등한 구성단위로서의 액면가가 존재하지 않으므로 자본과 주식은 단절되므로 주식은 자본의 균등한 구성단위로서의 주식이라는 개념은 없어지고 회사에 대한 비율적 지위로 취급된다.<sup>248)</sup>

<sup>246)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 197-198면 참조.

<sup>247)</sup> 예외적으로 주식과 자본의 관련이 단절되는 경우는, 자본감소의 절차에 의하지 않고 주식이 소각되는 이익소각(상법 제343조 1항 단서)과 상환주식(상법 제345조)이 있다.

<sup>248)</sup> 양동석·이영주, 전제논문, 203면.

## 1 資本에 관한 原則과의 關係

주주는 오직 회사에 대하여 인수한 주식의 가액을 한도로 납입의무만을 부담하여야 한다는 주주유한책임이 원칙이고 그 외의 책임에 대하여는 부담하지 않으므로, 회사채권자는 회사재산에 의해서만 자기채권의 만족을 얻을 수 밖에 없다.

액면주식제도하에서는 회사는 회사에 유보하여야 할 일정한 기본재산액으로서의 자본은 반드시 필요한 것이며, 이러한 자본은 회사채권자에 대한 최소한도의 담보액이며 회사신용의 기초이다. 따라서 회사의 자본과 회사재산과의 관계에 있어서 자본에 관한 원칙이 강조되지만, 자본조달의 측면에서는 무액면주식제도에 비하여 그 탄력성이 떨어진다. 그러나 무액면주식제도하에서는 주식의 발행가액을 회사에서 판단하므로 자본과 잉여금의 조정이 비교적 자유롭다. 즉 회사의 자본운용이라는 측면에서 상당한 탄력성을 부여하여 자본조달의 편의를 누리게 된다.<sup>249)</sup>

우리나라의 경우는 자본유지의 원칙이 비교적 엄격하게 적용되고 있어서 회사는 회사채권자를 보호하기 위해서 자본유지의 원칙에 따라 회사자본에 상응하는 재산을 항상 보유하도록 하고 있으며, 회사의 순자산이 자본액을 초과하는 경우에만 이익배당을 할 수 있도록 하고 있다.<sup>250)</sup> 그러나 미국에서는 자본에 관한 원칙에 있어서 표시자본을 나타내는 신탁기금의 원칙(trust fund doctrine)을 두어 상당한 탄력성을 부여하고 있다.<sup>251)</sup> 예컨대 수권자본제도, 주식의 할인발

249) 나승성, 전계논문, 284면; 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 「상사법연구」 제19권 제1호, 2000, 199면 참조.

250) 현행상법에서, 현물출자 기타 변태설립사항 및 재산평가등에 대한 엄격한 규제(상법 제290조, 제299조, 제300조, 제310조, 제313조, 제422조, 제452조), 납입금보관증명제도(상법 제318조), 주식인수인의 주식인수의 무효·취소주장의 제한(상법 제320조, 제427조), 발기인 이사의 자본충실책임(상법 제321조, 제428조), 주식의 액면미달발행의 제한(상법 제330조), 주식의 납입에 관한 상계금지(상법 제334조), 법정준비금의 적립(상법 제458조-제460조), 이익배당의 제한(상법 제462조) 등은 이 원칙을 표시하는 것이다(양승규·박길준, 「상법요론」, 삼영사, 1984, 253면).

251) 신탁기금의 원칙은 회사의 표시자본(stated capital)으로서 회사채권자 기타의 이익을 위하여 회사가 신탁을 받은 재산으로 의제하는 법률이론이다. 이 원칙이 표시하는 내용

행, 무액면주식제도, 현물출자, 이익배당을 포함하는 계산, 공시주의의 강화 등에서 나타나고 있다.<sup>252)</sup>

그러나 회사채권자는 회사가 자본구성을 어떻게 하느냐에 따라 이해관계가 상반하게 된다. 즉 회사가 주식발행가액총액으로 자본금의 할당을 극히 저율로 하고 과다하게 책정한 이익잉여금을 주주에게 배당할 경우 회사채권자는 담보 재산이 감소하게 되므로 회사자본 구성의 여하에 따라 주주와 회사채권자는 그 이익이 서로 충돌할 여지가 많게 된다.

## 2. 株式의 發行對價로부터의 資本構成

액면주식이나 무액면주식이나 자본구성은 결국 주식의 발행대가로부터 이루어진다. 다만, 액면주식제도에서의 자본구성은 발행주식의 액면총액으로 자본이 구성되지만, 무액면주식제도에서는 액면가가 존재하지 않으므로 간단명료한 자본구성이 불가능하고 발행대가의 문제와 함께 기본문제가 된다. 따라서 무액면주식제도에서는 회사채권자와의 이해관계와 대외적으로 회사의 신뢰도와 관련하여 중요한 문제가 되는 것이다.

은 미국법상 독립된 원칙으로써 회사는 이익배당으로 그 자산을 표시자본이하로 내리지 못하도록 하고 있고, 자본 또는 표시자본이 확정되지 아니하면 이 원칙을 적용할 수 없다(장지석, “무액면주식에서의 발행가액과 자본구성”, 202-203면; 高島文雄, 전계논문, 101면).

<sup>252)</sup> 미국법에서 특히 탄력성이 크게 인정되기에 이른 원인은, 첫째 미국식의 실용주의사상으로서 추상적인 이념이나 논이적인 체계의 철저성이나 정연성에 구애되지 아니하고 오히려 현실생활의 요구에의 적합성을 존중하는 그들의 사고이고, 둘째로는 주식회사법제의 기초인 미국경제사회자체의 특수성에 기인하는 것으로서 미국인의 진취적·투기적인 기질과 더불어 주식회사기업에 대한 일반의 관심을 회사자산의 견실성 내지 안정성이라는 정적인 면보다도 기업의 수익성과 이에 따르는 이익배당율이라는 동적인 면에 경주하기 때문이며 회사관계자의 관심은 대차대조표보다도 손익계산서에 더 쏠린다고 할 수 있겠다. 세째로 미국에서 20세기초에 자기주에 회사설립을 유치하여 회사에 관한 세입의 증대를 꾀하여 회사설립이나 운영에 관한 자주법을 완화하는 반향으로 개정함으로써 회사법 영역에서 자유로운 선택이 현저하여지고 자본에 관한 법칙도 탄력성을 가지게 한 원인의 하나가 되었다(장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 200면 각주 40번 인용).

## (1) 美 國

미국에 있어서 대부분의 州에서는 액면주식과 무액면주식의 양자가 병행하여 발행되고 있지만, 州에 따라서는 무액면주식이 인정되지 않고 오직 액면주식만을 발행할 수 있는 곳이 있다. 더 나아가 액면의 폐해를 시정하기 위하여 California州의 1977년 회사법(California General Corporation law)<sup>253)</sup> 개정과 1979년 미국회사법위원회(Committee on Corporate Laws)는 모범사업회사법(MBCA)<sup>254)</sup>을 개정하여 액면의 개념과 자본개념을 폐지하는 법제가 등장하고 있다.<sup>255)</sup>

미국의 경우는 회사채권자의 보호와 회사의 신뢰도 확보를 위하여 표시자본(stated capital)이라는 장치를 둬으로써 그 이상으로 회사의 자본액을 유지하도록 하고 있다. 따라서 표시액면 이상으로만 신주발행이 가능하며, 표시자본이란 무액면주식의 발행과 관련하여 사용되는 것으로 회사에 유보되어야 할 순재산 또는 가액의 최저한도를 표시하는 액을 말한다.

주식회사의 계산과 관련하여 대차대조표상에서 회사의 자산과 부채·자본의 합계는 균형을 맞추어야 한다. 이 중에서 자본에 해당하는 것으로서 표시자본(stated capital)과 잉여금(surplus)이 있다.<sup>256)</sup> 표시액면에 상당하는 금액은 자본금으로 계상되고, 표시액면을 초과하는 부분은 자본준비금(paid-in surplus)으로 계상하여 처리하고 있다.<sup>257)</sup> 표시자본은 ① 액면주식이 발행된 경우에는 액면가액의 총액, ② 무액면주식이 발행된 경우에는 납입금액의 총액 또는 발행대가중에서 적법절차에 따라 잉여금으로 할당(allocate)한 부분을 제한 금액, ③ 주식

253) Harold Marsh, "Marsh's California Corporation Law", p.125.

254) ABA-ALI MBCA §54(d). MBCA의 개정내용에 관하여는 Committee on Corporation Laws, "Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments to Financial Provisions", The Business Lawyer, 1979. 4, p.1867.

255) 장지석, "무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성", 202-20면 참조.

256) Henn & Alexander, op. cit., pp.876-877.

257) 장지석, "무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성", 202-203면; 나승성, 전계논문, 285면.

배당의 경우에서와 같이 표시자본으로 전입된 금액의 합계액 또는 자본소의 경우에는 그 자본감소액을 제외한 합계액으로 구성된다.

1979년 이전의 모범사업회사법(MBCA)에서는 무액면주식의 발행대가 중 어떠한 비율로도 자본잉여금으로 할당할 수 있다고 규정하고 있었으나, 현재는 할당에 관하여 아무런 규정을 하지 않고 일반적으로 승인된 회계관행과 원칙에 따르도록 하고 있다. 즉 표시자본이라는 개념은 단일한 정의를 내릴 수 없는 것으로 단지 법적 또는 회계상의 의미밖에 없고, 무액면주식과 관련하여 끝없는 혼란을 야기시킨다고 하여 현재는 자본의 개념과 액면가의 개념을 삭제한 것이다.

액면가(par value)와 아울러 표시자본(stated capital)의 개념을 폐지한 법제에서는 주식의 발행대가를 따로 분리된 계정으로 회계처리하지 아니하고 단일한 계정(contributed capital 또는 capital shares 내지 단순히 capital로 표시)으로 대변(credit)에 기입하게 된다.<sup>258)</sup>

## (2) 日 本

무액면주식을 발행한 때에는 회사는 원칙으로 그 발행가액의 총액이 자본을 구성한다(일상법 제284조의2 제1항).<sup>259)</sup> 그러나 상법에 별단의 정함이 있는 경우에는 예외로 되는데 이러한 경우로서는, 법정준비금의 전부 또는 일부를 자본 전입할 때 증가하는 자본에 대응하는 주식을 발행하지 않는 경우(일상법 제293조의 3)가 있고, 무액면주식으로써 자본감소를 행할 때 주식수의 변화없이 그리고 무액면주식의 발행가액과도 무관하게 자본감소가 이루어지는 경우, 또한 정관의 규정에 따라 주주에게 배당할 이익으로써 주식을 소각하는 경우(일상법 제212조) 및 상환주식을 상환하는 경우가 있다.

주식의 발행가액의 총액으로 자본을 구성하는 것이 원칙이지만, 그러나 회사

<sup>258)</sup> 장지석, 상계논문, 203면.

<sup>259)</sup> 1981년 개정 전에는 액면주식의 주금총액과 무액면주식의 발행가액의 총액을 합한 금액으로 자본을 구성하였으나 1981년 개정으로 액면주식과 무액면주식간의 차이를 철폐하고 이와 같이 개정하였다.

의 설립시에는 발기인 전원의 동의에 의하여(일상법 제168조의 2 제3호), 5만엔을 초과하는 부분으로서 발행가액의 2분의 1을 초과하지 않는 액, 또 회사의 성립후에는 이사회에 의결에 의하여(일상법 제280조의 2 제1항 4호), 발행가액의 2분의 1을 초과하지 않는 액을 자본에 전입하지 않아도 되도록 규정하고 있다(일상법 제284조의 2 제2항). 회사의 성립 후에 발행하는 무액면주식에 관하여도 정관으로 최저발행가액을 정할 수는 있지만 그 가액은 발행가액의 최저한을 제약하는 것에 불과하고 자본구성을 구속하는 것은 아니다.<sup>260)</sup>

무액면주식의 발행가액 중에서 자본을 구성하지 않는 금액을 납입잉여금이라고 하고 상기의 제한내로 그 액을 정할 수 있는데 납입잉여금은 이른바 자본준비금으로 적립되어야 하고(일상법 제288조의 2 제1항 2호), 이를 배당에 사용할 수 없다. 1981년 개정으로 액면주식과 무액면주식은 동일하게, 원칙으로 발행가액의 총액으로 자본을 구성하고 자본으로 전입하지 않을 수 있는 금액은 양자가 같이 발행가액의 2분의 1을 초과하지 않는 금액이다.<sup>261)</sup> 이와 같이 1981년 개정으로 무액면주식과 액면주식은 발행가액에 있어서나 자본구성에 있어서 양자의 동질화가 이루어졌다.

### 3. 資本과 剩餘金의 처리

액면주식제도하에서의 자본금은 액면가로 발행한 액면총액으로 구성되고, 자본준비금은 액면을 초과한 금액으로 적립된다(상법 제451조, 제459조). 반면에 무액면주식제도하에서의 자본전입은 발행총액 전체로 할 수도 있고, 일부분을 자본전입하고 나머지는 자본준비금으로 적립하는 것이 가능하다.<sup>262)</sup> 즉, 액면주식제도의 경우에는 발행대가로부터 액면가에 해당하는 금액이 일률적으로 자본

<sup>260)</sup> 大隅健一郎・今井宏, 「新版 會社法論(上)」, 有斐閣, 1980, 257면.

<sup>261)</sup> 1981년 개정전에는 무액면주식의 자본구성은 원칙으로 발행가액의 총액으로 하였고 그 4분의 1을 넘지 않는 액, 설립시에는 최저발행가액(1981년 개정전에 무액면주식의 발행가액은 설립시에도 제약이 없었고 다만 최저발행가액을 정관에 기재하도록 되어 있었다)을 넘는 부분에서 발행가액의 4분의 1을 넘지 않는 액을 자본에 전입하지 않을 수 있었음에 대하여 액면주식은 항상 액면가로 자본을 구성했었다.

<sup>262)</sup> Robert W. Hamilton, op. cit., at 320.

으로 전입되고 나머지 부분이 잉여금으로 계상되는 반면에, 무액면주식제도의 경우에 법제에 따라 다르기는 하지만 원칙적으로 발행대가의 전부가 자본으로 전입되고 일정한 경우에 회사의 결정에 따라 일정한 비율이 잉여금으로 계상될 수 있고 따라서 회사의 자본운용이라는 점에서 액면주식의 경우에 비하여 탄력성을 부여하게 된다.

주식의 발행대가는 현금이나 기타의 재산을 불문하고 차변(debit)의 자산(assets)에 기재되고, 동시에 대변(credit)의 표시자본과 잉여금(stated capital and surplus)에 표시된다. 액면주식의 경우에는 액면을 기준으로 발행주식의 액면가액이 표시자본을 구성하고 액면가액을 초과하는 금액(premium에 해당)이 자본잉여금으로 된다. 무액면주식의 경우에는 발행대가 중에서 표시자본에 할당할 금액과 균형을 맞추어 자본잉여금으로 할당하면 된다.<sup>263)</sup> 잉여금(surplus)은 자본잉여금(capital surplus)과 이익잉여금(earned surplus)으로 분류된다.<sup>264)</sup> 자본잉여금은 회사의 발행가액의 총액에서 표시자본금을 공제한 금액, 즉 자본거래로 발생한 것으로 영업이익 이외의 원천에서 생긴 자본의 증가분을 의미한다. 이익잉여금은 회사의 이익에서 배당금을 공제한 금액으로 유보이익이라고도 한다.

우리나라와 일본에서 자본잉여금은 원칙적으로 주식발행을 통한 자본금으로의 전입과 누적된 이월결손금의 전보를 위해서만 사용되는(상법 제459조 1호, 제460조; 일상 제288조의2 제1항 1호, 제289조 참조) 반면에, 미국의 경우에는 잉여금의 용도가 각주마다 상이하지만 이익배당을 할 수 있도록 하는 州가 대부분이다.<sup>265)</sup> 따라서 무액면주식을 발행하고 그 발행가액중에서 일부를 자본으로 전입하고 나머지를 즉각 이익으로서 주주에게 이익배당이 가능하게 됨에 따

263) 이론적으로 공평하게 할당하자면 무액면주식의 발행대가를 주식발행전의 표시자본과 자본잉여금의 비율에 따라 할당하여야 주주에게 분배할 수 있는 자본잉여금으로서의 구주주의 이익을 침해하지 않을 것이다(Wildman and Powell, op. cit., p.75.)

264) 자본잉여금은 다시 자본준비금과 재평가적립금으로 나뉘고 자본준비금은 주식발행초과금·감차차익·합병차익·기타 자본준비금으로 구성되고, 이익잉여금은 이익준비금과 기타의 법정준비금·협의적립금·미처분 이익잉여금으로 나누어진다.

265) Henn & Alexander, op. cit., pp.893-894.

라 주주에게 보다 많은 만족을 줄 수 있게 된다.<sup>266)</sup>

그러나 무액면주식을 발행하더라도 발행대가 일부를 자본에 전입하고 그 나머지를 준비금으로 계상하는 입법을 인정하더라도 그 비율의 한계를 법정화하고, 계상된 준비금은 이익으로 배당할 수 없고 자본의 결손을 전보하는 목적에만 사용하도록 하는 것이 자본충실을 위해 바람직 할 것이다.<sup>267)</sup>

#### 4. 株式과 資本의 斷絶

액면주식제도에서 발행주식의 액면총액이 자본으로 구성되므로 주식수의 증감과 그 비율에 따라 자본의 증감과 비율이 정확하게 일치하게 될 뿐만 아니라 주주의 회사에 대한 지위도 회사의 발행주식총수에 대한 주주의 지주수 내지 자본액에 대한 주주가 가진 주식의 액면총액으로써 정할 수 있었다. 따라서 주식은 주주의 회사에 대한 법률관계의 비례적 지위뿐만 아니라 회사의 자본을 구성하는 단위로서의 금액을 의미하게 되므로 주식과 자본은 서로 긴밀한 관련을 가지고 있다.<sup>268)</sup> 그러나 예외적으로 주식과 자본의 관계가 일치하지 않는 경우, 예컨대 주식의 수는 감소하지만 자본은 감소하지 않는 이익소각과 상환주식의 경우가 해당된다.<sup>269)</sup>

무액면주식을 발행하게 되면 자본의 균등한 구성단위로서의 기준금액이 존재하지 않기 때문에 무액면주식만을 발행하거나 액면주식과 무액면주식의 양자를 발행하는 회사에 있어서는 자본과 주식의 관련은 당연히 단절된다. 따라서 자본의 균등한 구성단위로서의 주식이라는 개념은 없어지고 주식은 오직 회사에 대

<sup>266)</sup> Robbins, op. cit., p.55.

<sup>267)</sup> 나승성, 전계논문, 286면 참조.

<sup>268)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 201면; 나승성, 전계논문, 287면; 최병규, 전계논문, 180면.

<sup>269)</sup> 이익소각의 경우에는 정관에 그 뜻과 방법에 대한 규정이 존재하고(상법 제343조 1항 단서), 등기하여야 하며(상법 제317조 2항 6호), 주식청약서와 신주인수권증서에 이를 기재하여야 한다(상법 제302조 2항 7호, 제420조 2호, 제420조의 2, 2항 2호). 또한 현실적으로 배당가능한 이익이 있어야 한다. 상환주식의 소각의 경우에는 정관의 규정(상법 제345조 2항)과 배당가능한 이익이 있으면 된다(상법 제345조 1항).

한 비율적 지위로 취급된다. 따라서 무액면주식은 회사에 대한 비례적 지위를 나타내는 주주권만을 의미하며, 주식수의 증감이 자본금의 증감을 수반하지는 않는다. 즉 무액면주식제도에서의 자본구성은 종래의 방식을 탈피하여 액면가 또는 발행주식수로부터 벗어나서 결국 주식의 발행대가의 전부 또는 그 일부로서 이루어지게 되므로 액면주식제도하에서의 주식과 자본이 단절되는 예외적 현상을 방지할 수 있다.<sup>270)</sup>

## 제4절 無額面株式制度의 導入檢討

### I. 現行法上 無額面株式制度의 導入可能性

액면주식과 무액면주식은 각각의 장점과 단점을 가지고 있기 때문에 반드시 어느 것이 타당하다고 할 수 없다. 예컨대 영국에서는 아직도 액면주식제도를 유지하고 있고, 독일과 일본의 부진정무액면주식제도는 액면가가 표시되어 있지 않을 뿐이지 차이가 없기 때문이다. 그러나 무액면주식제도는 현행 상법상의 액면주식제도의 문제점, 예컨대 최저액면가의 비합리성의 제고, 회사의 자본조달이나 발행가액의 공정성 등의 주식가치에 대한 논란을 제거할 수 있는 장점을 무시할 수 없을 것이다.

#### 1. 資金調達 圓滑化의 도모

우리나라는 1997년 말의 ‘IMF한파’로 인한 많은 기업의 도산과 최근 전반적인 경기침체로 인하여 중소기업의 CEO들은 86% 이상이 위기국면으로 받아드리고 있어 기업의 자본조달을 용이하게 하여 재무구조를 개선하지 아니하면 중소기업의 기반이 무너질 우려가 크다고 보고 있다.<sup>271)</sup>

<sup>270)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 201-202면; 나승성, 전계논문, 287면 참조.

IMF시절 상장회사의 3분의 1에 달하는 회사의 주식이 액면가 5,000원 이하를 밑돌게 되면서 기업의 자본조달현황이 악화되자 1998년 상법을 개정하여 최저액면가를 「100원」으로 조정하였지만, 여전히 실질적인 한계를 지니고 있다. 또한 최근 우리나라의 화폐가치와 물가수준을 고려한다면 액면가 100원이라는 주식은 더 이상 발행가액의 기준으로 기능하지 못한다. 액면가를 100원으로 낮출 경우 주식의 분할을 용이하게 하여 주식의 유통성을 높임으로써 시장을 통한 자본조달에 편의를 줄 수 있지만, 이는 주식의 시가가 액면가보다 비교적 높은 경우에 가능하다. 주가가 낮은 회사의 주식은 주식분할에 의하여도 자본조달의 충분한 효과와 금융의 원활을 도모하기 어렵다. 또한 주식을 분할하기 위하여는 주주총회의 특별결의를 거쳐 정관을 변경하는 번거로운 절차를 거쳐야 하고, 주식분할에 의한 신주권의 교부 등에 따른 회사의 비용부담도 문제가 된다.<sup>272)</sup> 즉, 100원대의 금액을 투자한 자를 주주라 하여 주권 발행하여 교부하거나 주주총회의 소집통지를 하고, 이익배당금을 송금하는 따위는 매우 비경제적이고 현실성도 없다.<sup>273)</sup>

주식의 실질가치 즉 적정가격으로 대변될 수 있는 시장가격이 동반하여 하락하므로 항상 액면가 이하에서 형성될 수 있다는 점에서 명목적 액면주식제도 아래서는 액면미달발행은 더 이상 발생하지 않은 것이며, 발행가액도 액면가보다 훨씬 높은 수준에서 형성될 개연성이 높다.<sup>274)</sup> 더욱이 자본조달의 효과를 충분히 거두기 어렵고, 발행가액의 결정에 있어서도 무액면주식의 경우와 크게 다르지 않다. 최저액면가를 100원으로 한 것은 형식적으로 액면주식을 유지하기 위한 명목상의 가액에 불과할 뿐 투자자의 혼란과 정관변경, 주권교체, 기타 각종 권리배분 등의 불편과 비용을 초래한다는 점 등과 같이 매우 비합리적이다. 이는 현행 상법이 액면주식만을 고집하는 결과로 나타나는 것에 불과할 뿐이므

271) 양동석·이영주, 전계논문, 220면; CEO Information(제416호). “중소기업 활로 모색을 위한 긴급제언.” 삼성경제연구소, 2003 참조.

272) 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 「산업경제연구」 제14권 2집, 한국산업경제학회, 2001. 4, 304면; 옥무석, 전계논문, 78면.

273) 강희갑, 전계논문, 165면; 정쾌영, 전계논문, 304면.

274) 이대희, 전계논문, 89면; 나승성, 전계논문, 288면.

로 오히려 정면으로 무액면주식을 도입하는 것이 합리적일 것이다.<sup>275)</sup> 또한 신주발행에 따른 자기자본의 조달을 용이하게 하면 회사의 합병이나 조직변경을 손쉽게 할 수 있을 것이다.<sup>276)</sup>

기업의 자본조달의 방법 중 기업의 입장에서는 부담이 없는 자기자본조달 방법인 주식의 발행을 통해서 자본을 조달하려 할 것이다. 그러나 무액면주식을 도입할 경우 부실한 기업이 제도의 장점보다는 단점인 자본조달의 용이점을 이용하게 되면 더 부실화를 초래할 수 있고, 도산할 경우에는 그 사회적 파급효과 또한 크다. 또한 현행 상법하에서 이사의 책임을 묻기 위해서는 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 해태하여야 하고(제399조), 악의 또는 중과실(제401조)의 경우에만 책임을 물을 수 있으므로 이사의 책임을 묻기가 어렵다는 점에서 무액면주식 제도가 악용될 수 있다.<sup>277)</sup>

## 2. 發行價額의 公正性 擔保

무액면주식은 액면가가 존재하지 않으므로 발행가액 및 자본전입액 결정의 공정성을 확보하기 어려움에도 불구하고, 현행 상법상 무액면주식의 발행을 허용할 경우 발행가액의 공정성을 확보할 수 있는가.

현재 주식의 최저액면가가 100원 이상으로 되어 있고, 실제 주식이 100원으로 책정된다면 발행가액의 기준으로서 어떠한 기능을 하지 못할 것이므로 무액면주식을 발행하는 경우와 다를 바 없을 것이다. 따라서 무액면주식의 발행가액도 회사의 설립시에는 발기인들의 전원 동의로서, 신주발행시에는 이사회에서 결정하므로 그 발행가액이 공정성에 관하여는 명목적 액면주식의 발행가액의 공정성에 관한 논리가 그대로 적용될 수 있다.<sup>278)</sup>

그리고 주식사기(stock swindle)의 위험을 거론할 수 있다.<sup>279)</sup> 즉, 무액면주식

<sup>275)</sup> 최기원, 전게서, 212면; 정동윤, 전게서, 178면; 옥무석, 전계논문, 76면; 최준선, “회사법개정에 관한 연구”, 2003, 100-101면; 정쾌영, 전계논문, 304면 참조.

<sup>276)</sup> 이병태, 전게서, 413면; 정희철·정찬형, 전게서, 572면.

<sup>277)</sup> 나승성, 전계논문, 289면 참조.

<sup>278)</sup> 정쾌영, 전계논문, 304면.

은 액면가가 존재하지 않으므로 투자자가 주식인수의 여부를 결정할 때 회사의 재무제표나 발기인 또는 이사의 설명 등에 의존하게 된다. 그런데 발기인 또는 이사의 자의에 의하여 발행가액이 결정되거나 관련서류의 내용을 허위로 작성하여 그 가치를 왜곡하는 경우에는 투자자들이 그 발행가액의 공정성에 관하여 착오를 일으켜 피해를 입을 가능성이 있다는 것이다. 흔히 주식사기는 물탄주식의 형태로 형태로 나타난다. 미국의 무액면주식제도에서는 이사 또는 발기인이 자산을 과대평가하는 경우 그 이사회에 대한 책임을 물을 수 있는 액면가 대신에 실가주의와 선의주의가 적용되어 이사의 책임을 물을 수 있다. 그리고 완전하지는 않지만 물탄주를 발생시킬 위험을 방지할 수 있을 것이다.<sup>280)</sup> 또한 무액면주식에서도 이를 제어하는 안전장치가 액면주식에서와 동일하게 작용할 수 있다. 즉, 발기인이나 이사들이 그 발행가액을 자의로 불공하게 정하는 경우에 그 실제 발행가액과 공정한 가액과의 차액에 관하여 회사에 대해 손해배상 책임을 부담하므로 주주들은 대표소송을 제기할 수 있으며, 신주발행유지청구권과 신주발행무효의 소권을 행사할 수 있다.<sup>281)</sup> 무엇보다 무액면주식을 발행하기 위해서는 먼저 자본충실과 발행가액의 공정성을 확보하기 위하여 발행가액의 결정기준, 그리고 회사의 순자산을 정확히 평가할 수 있는 회계기준과 관행의 확립, 공정한 발행을 감독할 수 있는 감사제도를 마련하여야 할 것이다.

현물출자의 경우에는 변태설립사항에 대한 엄격한 규제와 신주발행시의 현물출자에 대한 검사인 또는 감정인의 검사와 법원의 변경처분에 의하여 그 평가의 적정을 기할 수 있기 때문에 무액면주식의 발행을 허용하더라도 그 발행가액의 공정성을 어느 정도 담보할 수 있는 제도적 안전장치는 마련되어 있다. 다만 회사 설립시에는 그 주식의 시장가격도 형성되지 않고 회사의 자산가치나 장래의 수익성 등도 불명확하므로 공정한 발행가액을 산정하는데 어려움이 있을 수 있다. 따라서 이 경우에는 일본과 독일의 경우와 같이 그 발행가액의 최

279) 김표진, 전계논문, 12면; 강희갑, 전계논문, 154-155면; 정쾌영, 전계논문, 304면; 최준선, 전계논문, 106면.

280) 무액면주식의 경우에도 그 출자하는 현물을 과대평가한 때에는 물탄주의 경우와 같이 자본충실의 문제가 발생한다(최준선, 상계논문, 100면).

281) 정쾌영, 전계논문, 304-305면; 최준선, 전계논문, 107면 참조.

저기준을 설정함으로써 발기인의 자의에 의한 발행가액 결정에 수반될 위험을 최소화할 수 있을 것이다.<sup>282)</sup> 미국의 경우에는 액면주식제도하에서도 저액면가에 의하여 동일한 문제가 발생하게 되어 자본은 채권자보호기능을 상실하게 되고, 그 결과 회사법은 자본개념을 포기하기도 하였다.<sup>283)</sup>

### 3. 資本充實과 資本剩餘金

무액면주식을 발행할 경우 또 하나의 문제점은 그 발행가액과 잉여금의 비율의 결정에 있어서 이사회에 폭 넓은 재량이 인정되는 결과, 그 폐단 또한 적지 않다는 점이다. 즉, 회사가 발행가액 중 자본잉여금의 비율을 높게 결정하는 경우에는 회사의 자본충실을 해할 우려와 회사의 신용도를 떨어뜨릴 위험이 있고, 회사재산에 대한 회사채권자들의 담보가치가 감소되므로 회사채권자의 이익을 해칠 염려가 있다. 또한 회사자본의 감소는 주주에 대한 이익배당에도 영향을 미쳐 부당배당을 합법화하는 등 이익배당이 불공정하게 될 우려가 있다.<sup>284)</sup> 반면에 발행가액 전액을 자본으로 구성하게 하는 경우에는 자본잉여금을 계상할 수 없어 무액면주식에 의한 잉여금 활용의 잇점도 없어지게 된다.<sup>285)</sup>

자본잉여금의 공정성을 확보하기 위해서는 이사회에 재량권남용을 방지할 수 있는 장치를 만들어야 한다. 예컨대 자본금을 발행주식의 발행가액 총액으로 하는 것을 원칙으로 하고, 발행가액의 일부를 납입잉여금으로 돌리는 경우에 자본충실을 위하여 무액면주식의 납입잉여금의 한도를 그 주식발행가액의 일정한 비율로 제한할 수 있다. 이러한 경우는 회사설립시에 회사의 자본충실을 기한다는 점과 회사채권자의 보호라는 점에서 타당하지만, 회사설립 후에는 회사가 일정한 수준의 잉여금을 유보하였다가 자본의 결손전보에 충당하거나 추가적으로 자본에 전입하는 등 회사의 재무상태에 따라 탄력적으로 운용하는 것이 유리하

282) 정쾌영, 전계논문, 305면.

283) 최준선, 전계논문, 106면.

284) 服部榮三·星川長七, 전계서, 168면.

285) 강희갑, 전계논문, 154면; 정쾌영, 전계논문, 305면.

기 때문에 이사회는 재량을 인정하는 것이 합리적일 것이다.<sup>286)</sup>

## II. 無額面株式制度의 導入時의 檢討事項

무액면주식에 대하여는 상법 제정당시부터 계속해서 논의가 되었으나 채택되지 않고 있다가, 1997년 IMF 경제위기를 맞이하여 기업의 구조조정을 원활히 하기 위하여 다시 논의되기 시작하였다. 그러나 무액면주식제도의 도입을 주장하는 각계의 주장이 있었으나, 1998년 개정 상법에서는 증권거래법 제192조의2 규정과 균형을 맞추기 위하여 최저액면가를 100원으로 인하하는 정도에 그쳤다.<sup>287)</sup> 이는 기업의 재무구조개선라는 차원에서 회사의 금융편의를 주기 위한 한시적인 경과조치라고 할 수 있을 것이다.<sup>288)</sup>

현행 상법은 액면주식제도를 고집하여 주식의 최저액 100원이라는 금액상으로 무의미한 형식적이고 현실적으로 무의미한 주식 액면가의 최저한을 설정하기보다는 장기적으로 입장에서 무액면주식제도를 도입하는 것이 바람직할 것이다. 그러나 현행 상법하에서 무액면주식제도를 도입하는데 있어서 전혀 문제가 없는 것은 아니므로 그 폐해가 일어나지 않도록 대처방안을 수립하여야 할 것이다. 이하에서는 상법상 도입에 수반되는 주요 과제에 국한하여 논의하기로 한다.<sup>289)</sup>

286) 최준선, 전계논문, 108면.

287) 재경부는 액면가 개념이 아예 없어 증자가 자유롭고 할인증자에 따른 결손금을 채우지 않아도 되는 무액면주 발행제도는 “회계의 정확성과 투명성이 확보된 이후 장기과제로 검토한다”는 입장을 밝혔다(서울경제신문 1998년 10월 28일자).

288) 강희갑, 전계논문, 165면 참조; 옥무석, 전계논문, 75-76면 참조.

289) 무액면주식제도가 도입되면 상법과 관련 특별법의 제도들도 손질이 불가피할 것으로 보인다. 예컨대 상법상 개정해야 할 부분은 정관기재사항(제289조), 변태설립사항(제290조), 주식의 청약(제302조), 자본의 구성과 주식의 액면가(제329조), 주주명부(제352조), 주식매수 청구권(제374조의2), 신주발행(제416조), 신주인수권 행사·발행(제419조, 제420조의2), 주식교환계약서(제360조의3), 자기주식이전(제360조의 6) 등이다. 신설할 부분으로는 설립당시의 무액면주식의 발행가액(구일상법 제168조의 3), 액면·무액면 주식간의 전환(구일상법 제213조) 등이며, 폐지되거나 개정되어야 할 부분으로는 액면미달발행의 제한(제330조)과 액면미달발행(제417조), 자본(제451조), 액면미달금액의 계상

## 1. 企業經營의 透明性 確保

무액면주식제도를 도입하기 위한 선결과제로서 기업경영의 투명성 확보, 특히 회계의 투명성확보를 통하여 발행가액의 공정성을 담보하여야 할 것이다.<sup>290)</sup> 투자자가 정확하고 합리적인 결정을 내리는데 유용한 정보가 없게 되어 오히려 투자자에게 혼란만을 가중시킨다. 특히 우리나라는 대우그룹과 동아건설과 같은 대기업에서 최고경영자의 경영전횡과 분식회계<sup>291)</sup>로 인한 경영부실로 인한 파급효과가 컸다는 점을 상기하면 기업경영의 투명성은 매우 중요하다.<sup>292)</sup> 또한 현행상법과 증권거래법은 사외이사제도와 감사위원회제도를 도입으로 발행가액의 불공정을 제어할 기능은 한층 강화되었다고는 하나, 기업현장에서는 경영진에 대한 사외이사의 독립성이 확보되어 있지 않아서 감사위원회의 감사의 객관성과 정확성, 이에 바탕한 경영의 투명성은 아직 요원한 실정이므로 그 기능을 실질적으로 강화하는 입법정책적 접근을 강구하여야 한다.<sup>293)</sup>

기업경영의 투명성 확보는 투자자의 입장에서 투자하는 회사의 실질적인 자산가치와 투자가치를 정확히 파악하도록 하는 기회를 보장한다는 측면과 발행가액의 공정성을 신뢰할 수 있도록 하여 합리적인 투자결정을 가능하게 할 수 있기 때문에 주식투자자를 주식시장으로 유인하는 동기가 되어 주식시장의 활성화에 기여할 수 있다.

이와 같은 기업경영의 투명성 확보는 무액면주식제도의 도입을 앞당길 수 있

(제455조) 등이다(양동석·이영주, 전계논문, 198면).

<sup>290)</sup> 이성봉·이형근, “OECD 기업지배구조원칙의 제정과 한국경제에 대한 시사점”, OECD 연구시리즈 2, 대외경제정책연구원, 1999. 7, 82면 이하; 정쾌영, 전계논문, 306면; 옥무석, 전계논문, 76면; 최준선, 전계논문, 109면 참조.

<sup>291)</sup> 통상 분식회계는 자본시장에서 자본을 차입하거나 자기회사 주식의 주가관리를 위해서 팔리지도 않을 제품을 팔았다고 매출을 계상하거나, 자산의 가치를 과대평가하고, 제품이나 서비스를 생산하는 데 드는 비용이나 차입한 자본인 부채를 과소계상하는 등의 방법으로 재무제표(financial statement)를 작성하는 방법으로 이루어진다.

<sup>292)</sup> 임학빈, “회계투명성과 한국의 회계제도개혁”, 「회계논집」 제13권, 충남대학교, 2002, 111면 이하 참조.

<sup>293)</sup> 정쾌영, “사외이사제도의 문제점과 그 개선방안에 관한 연구”, 「인적자원관리연구」 제2호, 한국인적자원관리학회, 2001. 2, 108면 이하 참조.

는 기반이 될 것이다.

## 2. 發行可能한 株式會社

무액면주식제도를 도입하는 경우에 그 발행을 일률적으로 모든 주식회사에 인정하여야 하는 것은 아니고, 도입하는 국가의 경제사정에 따라 범위를 제한할 수 있다.<sup>294)</sup> 즉, 자본충실이 절대적으로 요구되는 회사이거나 그 성질상 제한이 필요한 경우에는 정책적으로 제한할 수 있을 것이다. 미국에서와 같이 현금회사(moneyed corporation)인 은행·보험회사·신탁회사 등을 제외하거나, 일본에서와 같이 은행·항공회사 등을 제외시킬 수 있다. 금융회사의 경우에는 그 예금자 등의 공중에 대한 채무의 보증으로서 주식의 액면가에 의해서 표시된 일정한 자본금을 확정하여야 하고, 임의로 변경하는 것은 허용되어서는 안되며, 또한 회사자산이 위 자본금을 초과하는 경우가 아니면 이익배당은 허용되지 아니하여야 한다.<sup>295)</sup>

우리 상법도 무액면주식을 도입함에 있어서 모든 주식회사에 허용하는 것은 무리가 있고, 증권거래법상 주권상장법인과 코스닥상장법인에 제한적으로 허용하여야 한다. 다만, 시장관리의 효율성을 도모하고 투자자의 오해와 혼란을 방지하기 위하여 단일한 유형으로 도입하는 것이 필요할 것이다. 국민전체에 영향을 미치면서 자본충실이 절대적으로 요구되는 회사, 예컨대 기업경영의 투명성이 확보되지 아니한 회사에 대해서는 액면주식만을 인정하여 액면가를 기준으로 자본을 확정시켜 채권자를 보호하는 정책적인 입장에서 그 허용을 제한하는 것이 타당할 것이다. 증권투자회사법은 회사가 등록신청시 자본금이 4억원 이상이고(동법 제13조 제1항 2호, 동법시행령 제6조), 최저순자산액이 10억원을 초과하지 아니하는 범위안에서 2억원 이상(동법 시행령 제4조)으로 유지할 것을 요구하고 있다.

<sup>294)</sup> 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 207-208면; 옥무석, 전계논문, 78-79면.

<sup>295)</sup> Dewing, op. cit., pp.65-66면.

또한 현재 무액면주식제도를 도입하고 있는 국가에서도 그 발행을 허용하고 있지만, 강제하고 있지는 않다. 따라서 우리나라에서 무액면주식제도를 도입하더라도 허용적 규정의 형태를 취함으로써 무액면주식의 발행을 개개의 주식회사 스스로의 재량에 맡김으로써 제도도입으로 인한 불합리를 본질적으로 조정할 수 있다. 즉, 어느 주식회사가 자본조달 기타의 이유로 주식을 발행하고자 하는 경우, 그 회사의 구체적 사정으로 무액면주식의 발행을 희망할 때에 그 희망대로 무액면주식의 발행을 허용하는 결과로 된다.<sup>296)</sup> 예컨대 우리 증권투자회사법 제43조에서도 증권투자회사의 주식은 기명식으로 발행하지만, 그 주식을 무액면으로 발행할 수 있도록 하고 있다. 다만 액면주식과 무액면주식을 동시에 발행할 수는 없도록 하고 있다.<sup>297)</sup>

무액면주식은 진정무액면주식과 부진정무액면주식의 두 종류가 있지만, 무액면주식제도의 기능과 장점을 유감없이 발휘하려면 진정무액면주식을 중심으로 하여 규정하여야 하지만,<sup>298)</sup> 부진정무액면주식을 도입하는 것이 우리 상법의 주식제도의 취지인 자본조달의 기회를 확대하고 회사채권자 보호하며, 회사의 신뢰도 제고라는 점에서 보다 합리적일 것이다. 다만, 독일과 같이 부진정무액면주식만을 도입하는 경우에는 액면가의 기재라는 차이를 제외하고는 액면주식제도와 거의 동일하므로 무액면주식의 효과가 반감되는 문제가 있다. 즉, 발행가액과 자본의 구성에 있어 최소한의 공정성이 확보되고 투자자의 인식과 관행에 다른 영향을 미치지 않는다는 점에서 유리하나, 정관에 정한 최저발행가액이 액면과 동일한 기능을 하게 되어 주식의 시가가 최저발행가액을 하회하는 경우에는 회사분할·합병, 자본감소 등에 따른 정관변경을 하여야 하는 문제가 있는 것이다.

296) 일본상법은 1950년 제199조를 전면적으로 바꾸어 「회사는 액면주식 또는 무액면주식 또는 그 쌍방을 발행할 수 있다」고 규정함으로써 무액면주식제도를 도입하였다.

297) 임현무, 「증권투자신탁업법」, 세기문화사, 2000, 387면.

298) 장지석, “무액면주식제도 도입론”, 232면.

### 3. 額面株式과의 關係

무액면주식을 도입하는 경우 동일한 회사에 대하여 액면주식과 무액면주식 중 어느 하나만 인정할 것인지 양자를 모두 발행할 수 있도록 하는 것이 타당한지 문제된다. 미국은 양자의 병행을 허용하고, 일본은 2001년 상법 개정으로 무액면주식의 발행으로 일원화하였고, 독일 주식법은 한 회사가 두 종류의 주식을 발행할 수 없으며 하나만을 선택하도록 하고 있다. 무액면주식의 도입목적이 회사의 자본조달의 기동성과 편의성을 도모하는데 있으며, 주식의 시장가치가 액면금에 관계없이 정해지므로 반드시 액면주식과 무액면주식 중 어느 하나만 발행하도록 하는 것은 타당하지 않다. 따라서 현행 상법에서 무액면주식제도를 도입한다면 미국이나 종래의 일본처럼 액면주식과 함께 양자를 병행하여 발행할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.<sup>299)</sup> 왜냐하면 전통적으로 액면주식만을 원칙으로 하고 있어 만일 액면주식을 폐지하고 무액면주식을 전면적으로 도입한다면 혼란을 가중시킬 염려가 있기 때문이다. 또는 이의 대안으로 독일과 같이 예측가능성·안정성·실용성을 고려하여 회사에 액면주식과 무액면주식 중 하나만을 발행할 수 있도록 하는 방법도 생각할 만하다.<sup>300)</sup>

### 4. 無額面株式과 額面株式의 相互轉換

액면주식과 무액면주식은 주식으로 대등하고, 권리의 내용이나 행사방법에 있어서도 아무런 차이가 없으므로 양자의 전환을 허용할 것인가. 액면주식과 무액면주식을 병행하여 발행하는 경우에는 그 양자 상호간의 전환을 허용하는 것이 타당하다.<sup>301)</sup> 다만 액면주식과 무액면주식의 상호전환을 허용하는 경우에는 이것이 자칫 액면주식의 할인발행 제한을 잠탈하는 수단이 될 수 있음을 간과해서는 안된다. 즉, 액면주식이 미달발행된 때는 이사의 인수담보책임 및 손해

299) 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 306면; 옥무석, 전제논문, 77면.

300) 옥무석, 상계논문, 77면.

301) 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 307면; 옥무석, 전제논문, 77면 참조.

배상책임이 발생한다(상법 제428조). 그렇지만 액면주식이 무액면주식으로 전환되어 액면주식의 액면미달 발행과 동일한 효과(실질적 할인발행)를 발생하게 한 때는 무액면주식의 발행가액으로 유효하게 발행되고 그 후 전환에 의한 자본액은 변경할 수 없으므로 무액면주식의 발행가액과 액면가의 차액에 대하여 누구도 책임을 부담하지 않게 된다. 따라서 전환에 따른 실질적 할인발행의 방식을 도모하는 방안을 마련하여야 할 것이다. 따라서 무액면주식을 액면주식으로 전환하는 경우에 자본액을 발행주식총수에 액면금액을 곱한 금액이상으로 유지하도록 하는 일본상법 제213조 제3항이나,<sup>302)</sup> 기본자본을 가액으로 하는 독일의 주식법을 참작하면 될 것이다.<sup>303)</sup>

## 5. 株式의 分割 및 併合

주식분할이라 함은 자본을 증가시키지 않으면서 발행주식수를 증가시키는 것을 말한다. 종전에는 주식분할이라는 용어를 사용하지 않았으나, 1998년 상법 개정을 통하여 주식분할제도를 도입하였다(상법 제329조의2). 따라서 주식회사는 주식분할제도와 액면가 인하로 인하여 자본조달이 편리해졌다고 할 수 있다. 그러나 주식분할을 하기 위해서는 정관변경을 요하고, 이에는 주주총회의 특별결의를 거쳐야 하므로(상법 제329조의2 제1항) 절차상에 번거로운 점이 있다.<sup>304)</sup> 또한 주식분할로 액면액이 달라지고 주주가 보유하는 주식수도 증가하는데, 이 경우 주식을 병합하여 새로이 주권을 발행하여야 한다면 비용상의 문제도 있다.

무액면주식제도는 자본과 주식수의 관계가 단절되므로 감자절차와 관계없이 총회결의로 주식을 병합할 수 있고, 단주가 발생되지 않는 장점이 있다. 따라서

302) 일본상법 제213조 제3항에서는 “자본의 액이 액면주식 1주의 금액에 발행주식의 총수를 乘한 액에 족하지 않은 때는 무액면주식을 액면주식으로 전환할 수 없다”고 규정하여 무액면주식의 액면주식으로의 전환에 대하여 제한을 가하고 있다.

303) 昌澤庚一郎, “無額面株式の機能と一齊轉換の問題點”, 「會社法改正の論理」, 成文堂, 1994, 151면; 北澤正啓, 전게서, 149-154면 참조.

304) 이태로·이철송, 전게서, 345면.

단주를 발생시키는 주식의 병합은 인정하지 않을 필요가 있다. 주식의 분할도 마찬가지이다.

기업의 입장에서는 자율적으로 주식의 최저액면가를 정할 수 있으므로 자본조달이 용이하게 되어 재무구조를 개선하는데 보탬이 된다는 점과 주식의 고가화에 따른 일반투자자들의 접근이 어려운 고가의 주식은 무액면주식의 경우 정관변경에 따른 절차상의 복잡함이나 새로이 발행하여야 하는 비용상의 문제를 해결할 수 있고, 주식의 원활한 유통성에 도움이 된다는 점에서 이의 도입을 원하고 있다.<sup>305)</sup> 물론 이에 대한 반론으로서 현행상법상 주식의 최저액면이 100원이므로 주식분할에는 액면은 문제가 되지 않는다고 한다. 그러나 주식분할을 위해서는 이외에도 정관변경이라는 주주총회의 결의를 거쳐야 하는 절차적 어려움이 있다. 따라서 자본조달의 기동성을 위하여 필요한 시기에 간편한 절차로 주식을 발행할 수 있도록 무액면주식을 도입하는 것이 바람직하다고 본다.

## 6. 發行價額 및 資本의 構成

무액면주식제도를 도입하는 경우에 액면주식의 발행만을 인정하던 때와는 달리 자본충실의 원칙이 더욱 요청되기 때문에 그러한 방향에서의 발행대가에 관한 법률상의 제한과 형평상의 제한이 규정되고 유지되어야 할 것이다.<sup>306)</sup>

발행가액의 결정은 기존주주의 이익을 보호하는 동시에 회사에 자본이 쉽게 조달될 수 있어야 한다. 따라서 현행 상법의 신주발행규정을 준용하면 될 것이다. 그러나 무액면주식의 발행에 있어서 그 최저가액을 제한할 필요가 있는가. 회사 설립시에는 그 주식의 공정한 발행가액을 산정하기가 매우 곤란하며, 그 발행가액을 받기인 또는 이사회에서 자의로 정할 경우 회사의 자본충실을 저해하고 투자자들의 이익을 해칠 위험이 있으므로, 이러한 위험을 배제하기 위하여 일본 상법이나 독일의 주식법과 같이 회사 설립시에 한하여 무액면 주식의 발

<sup>305)</sup> 옥무석, 전제논문, 78면.

<sup>306)</sup> 98년 개정 상법에서 정한 액면주식의 1주의 금액을 100원에서 5,000원으로 인상하고 무액면주식의 1주의 금액도 5,000원을 최저한으로 하여야 할 것이다.

행가액의 최저기준을 정하는 것도 좋은 방법이라고 할 수 있다.<sup>307)</sup> 다만 신주인 수권을 제3자에게 배정하는 경우는 더욱 엄격한 규제가 요청될 것이므로 이사회 결의가 아니라 주주총회의 결의로 하는 것도 생각할 만하다. 발행대가의 종류에 있어서는 현재의 액면주식제도에서처럼 재산출자에 국한하되 현물출자로서 무액면주식을 발행하는 경우에는 현재의 규제보다 더욱 엄격할 것이 요청된다. 또한 출자자의 자격에 제한을 둘 수도 있고 신주발행사항을 주주총회에서 결정토록 하는 방법도 고려해 볼 수 있다.<sup>308)</sup> 그것은 발행하는 주식에나 그 대가로 지급되는 발행가액에나 모두 기준으로 되는 금액이 존재하지 않기 때문이다.

무액면주식의 발행가액을 전부 자본금으로 할 것인가 아니면 그 일부를 납입 잉여금으로 할 수 있도록 할 것인가는 무액면주식제도아래서는 중요한 문제로서, 종래 액면주식제도에서의 자본의 의의에 변동이 생기고 그 구성요소도 달라지게 된다. 무액면주식을 발행하는 경우에는 자본을 충실하게 유지하기 위하여 발행가액 전액을 원칙적으로 자본금으로 하여야 할 것이고, 액면주식이 발행된 경우에도 그 액면가에 관계없이 무액면주식과 동일하게 적용되어야 할 것이다. 예외적으로 자본 운용의 융통성을 기하기 위하여 발행대가의 일부를 납입잉여금으로 준비금에 계상할 수 있도록 하고 그러한 결정을 이사회에 재량에 맡길 것이 아니라 정관이나 주주총회의 결의에 의하도록 하는 것이 합리적이라 하겠다.<sup>309)</sup> 그러나 납입잉여금으로 전환할 수 있는 한도에 과하여는 일본 상법의 경우처럼 자본충실을 위하여 그 주식 발행가액의 일정한 비율로 제한하는 것이 바람직하다.

무액면주식제도 도입의 초기에 있어서 잉여납입금의 비율은 기업환경을 고려하여 결정하여야 하겠지만, 적은 범위내에서부터 시작하는 것이 혼란을 최소화할 수 있을 것이다. 또한 계상된 준비금은 이익으로 배당할 수 없고 현재와 마찬가지로 자본의 결손을 전보하는 목적에만 사용할 수 있도록 하여야 할 것이다.

307) 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 306면.

308) 옥무석, 전제논문, 77-78면; 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 208면.

309) 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 307면; 장지석, 상계논문, 209면.

## 7. 無額面株式의 會計

무액면주식제도를 도입하더라도 회사기업의 회계원칙에 큰 변화는 없을 것이다. 그러나 발행대가를 자본과 준비금으로 나누어 계상하는 경우 이에 관한 회계적인 처리의 뒷받침이 요구된다. 또한 회사의 자산상태에 대한 공시의 문제에 있어서 명확히 할 수 없다는 점에서 채권자보호가 문제되고, 주식투자자가 회사의 계산서류 등의 진실이 보장되지 않는 경우 주식사기 등의 위험이 있다.<sup>310)</sup>

무액면주식제도를 도입함으로써 회계처리에 있어서 종래의 액면주식만을 인정하는 경우에 비해 달라지는 것은, 액면주식의 경우에는 차변에 발행대가로서 회사에 유입되는 현금이나 현물의 평가액이 기재되고 대변에 발행주식의 액면총액으로서의 자본금과 주식발행초과금 또는 주식할인발행차금이 기재되지만, 무액면주식의 경우에는, 차변은 액면주식과 마찬가지로 기재되고 대변에 동액의 자본금이 기재되던가 또는 발행대가의 일부를 납입잉여금으로 계상하는 경우 그 비율에 따라 자본과 자본준비금으로 나누어 기재하여야 할 것이다.<sup>311)</sup>

310) 최병규, 전계논문, 186면; 이범찬·최준선, 전계서, 509면 참조.

311) 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 209-210면; 최병규, 전계논문, 188면.

## 제5장 結論(立法論)

주식회사는 현대사회에서 가장 발달된 형태의 사적 기업으로 현대경제가 요구하고 있는 대규모사업을 경영하기 위해 필요로 하는 거대한 자본을 포용하여 그것을 활동시키는데 가장 적합한 구조를 취하고 있다. 따라서 자본단체인 주식회사는 자본의 활동을 원활하게 하고 또한 그 효율을 높이기 위한 하나의 기업 형태라고 할 수 있다. 이러한 의미에서 주식회사의 모든 구조는 자본의 활동이 원활히 수행되도록 하기 위하여 마련되어 있는 것이다.

여기에 자본조달방법의 선택문제가 중요한데, 선택의 전제조건으로서 자본조달방법 즉 자기자본, 타인자본에 의한 방법 등 여러 가지 문제점을 해결하는 것이 매우 중요하다고 생각한다. 특히 주식회사의 대표적인 자본조달 방법인 주식을 통한 조달에 있어서는 현행 상법에서 규정하고 있는 액면주식발행에 대한 현실적 검토가 필요하다는 점에 주목을 해야 한다. 즉 현행상법과 증권거래법이 액면주식제도를 고수하면서 회사의 자본조달과 구조조정을 용이하게 하기 위하여 주식의 최저액면금액을 100원으로 인하하였으나, 액면금액 100원으로서 액면금액으로서의 실질적인 기능을 할 수 없다는 것이다. 이는 현행 상법에서 액면가를 100원으로 하면서 주식분할을 용이하게 하여 주식의 유통성을 제고하고 있으나 액면가가 있는 주식을 분할할 경우 액면가가 달라지고 주주들이 가져야 할 주식의 수도 증가하게 되므로 주식을 병합하여 주권을 새로 발행하여야 하는 만큼의 비용이 발생할 뿐만 아니라 최저액면금액 100원은 한편으로는 자본조달의 편의성을 고려한 것이라고는 하지만 예를 들어 단기 시세차익을 위주로 하는 주식투자환경에서는 일반투자자들의 참여유인 효과가 적다는 점을 들 수 있다. 또 각국의 자본조달의 체계에서 특히 액면주식제도와 무액면주식제도를 병행 채택하거나 완전한 무액면주식제도로 선회하여 채택하고 있는 추세라면 우리나라에서도 1주의 금액이 100원이라는 최저액면가를 고수하면서까지 그 기능을 상실한 액면주식제도만을 고수할 필요성은 없다고 보며 국소적이기는 하지만 제도적으로 무액면주식의 발행이 가능하여졌다는 점을 상기한다면 무액면

주식제도의 도입을 위한 본격적인 검토가 요구된다.

따라서 우리 상법에서 무액주식제도를 도입함에 있어 여러 가지 문제가 발생할 수 있고 그 주요 내용에 대하여 간략하게 살펴보면

첫째, 무액면주식과 기존의 액면주식의 병행문제에 관한 것으로 참고로 일본의 경우에는 현재 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식제도를 채택하기 전 두 제도를 병행하여 채택하였으나 무액면 주식제도의 이용률이 현저히 떨어졌음을 염두해야 하는데, 무액면주식제도의 도입 목적은 회사의 자본조달 편의를 위한 것으로서 회사의 존속여부와 관련된 것인 반면, 증권거래소에 별도로 상장함으로써 추가되는 비용, 액면·무액면주주의 구별에 따르는 이익배당 산정의 혼란, 양주주간의 이익배당금의 형평성 문제 등은 회사 자체 내에서 해결이 가능하다고 생각되므로 법에서 양 주식의 병행을 막을 필요는 없다. 이는 회사가 자율적으로 결정하도록 함이 타당하다고 본다. 즉 현실에 맞는 제도의 도입이 중요시되고 그 성공과 실패 여부는 제도의 운용시에 우리나라 경제 현실과 상황에 맞게 법제를 통해 완비해 나아가면 된다고 본다.

둘째, 무액면주식과 액면주식의 전환을 인정할 것인가의 문제로 실질적으로 양자의 권리행사방법, 권리의 내용에 차이가 없기 때문에 허용함이 타당하다고 본다.

셋째, 무액면주식의 발행을 모든 회사에 허용할 것인가의 문제로서 대기업의 사실상 이사들에 의한 경영전환이나 분식회계가 만연하는 기업현실을 감안한다면, 경영투명성이 특히 강조되고 있는 상장회사에 바로 도입한다는 것은 시기상조라 생각하는 견해도 있지만 발행가액의 산정문제가 없는 증권거래법상의 상장·등록회사에 우선 적용하는 것이 타당하다고 생각하며 단지 일본의 경우도 그러하지만 금융회사의 경우에는 그 예금자 등의 공중에 대한 채무의 보증으로서 주식의 액면가에 의해서 표시한 일정한 자본금을 확정해야하며 은행들의 자기자본비율을 확보할 목적으로 발행되어 도산 또는 국유화되어 것을 막기 위해서도 무액면주식의 허용을 유보하는 것이 옳다고 보고 특별법에 의한 제도적 장치가 필요하다고 본다. 그 피해가 국민 경제 전반에 미칠 수 있는 부분이기 때문이다.

넷째, 무액면주식의 유형에 대하여는 전술한 바와 같이 진정과 부진정 액면주식으로 나눌 수 있는데 진정액면주식의 경우에는 주권에는 물론 정관에도 액면가에 상당하는 금액의 기재가 없으므로 회사가 무액면주식을 효용을 극대화한다는 이점도 있으나 최대 난점인 자본을 어떻게 구성하느냐의 자본구성 문제가 발생함에 그 해결책보다는 기재식 무액면주식 즉 부진정무액면주식의 도입이 적절하다고 본다.

다섯째, 무액면주식을 도입함에 있어 자본구성의 문제로 액면주식제도와 마찬가지로 자본충실의 원칙에 입각하여 원칙적으로는 발행가액의 전부를 자본을 구성하도록 해야 하며 발행가액 일부를 납입자본금으로 하여 준비금에 계상할 수 있도록 해야 한다. 또한 이러한 사안은 이사회 재량보다는 정관이나 주주총회의 의결에 맡기도록 하는 것이 고려될 수 있어야 한다. 자본과 준비금의 비율은 발행가액 일부를 자본에 전입하고 그 나머지를 준비금으로 계상하는 방법을 인정하더라도 그 비율의 한계를 법정하는 것이 바람직할 것이고 국내기업의 사정을 고려한다면 범위를 확대하여 최대 50%정도로 확대하는 것이 옳다고 본다. 또한 계상된 준비금은 이익으로 배당할 수 없고 현재와 마찬가지로 자본의 결원을 전보하는 목적에만 사용할 수 있도록 해야 할 것이다.

마지막으로 무액면주식제도의 도입으로 인한 불비한 점이나 보완책은 증권거래법이나 증권관련 제법령의 손질도 병행함으로써 그 위험을 최소화해야 하는데 특히 투자자나 회사채권자 보호를 중점으로 이루어져야 할 것이다.

## 參考文獻

### ▣ 韓國文獻

#### 1. 單行本

- 김용태, 「상법(상)」, 원광대학교출판부, 1984.
- 박동섭. 「한국경제론」. 박영사, 1999.
- 변형운. 「한국경제론」. 유풍출판사, 1989.
- 서돈각. 「상법강의(상)」. 법문사, 2004.
- 손주찬. 「상법(상)」. 박영사, 2003.
- 송인만. 이효익. 「회계원리」. 신영사, 2001.
- 양승규·박길준. 「상법요론」. 삼영사, 1984.
- 이기수. 「회사법학」. 박영사, 1999.
- 이기수·최병규. 「증권거래법」. 세창출판사, 2000.
- 이범찬. 「상법강의」. 삼영사, 2003.
- 이범찬·최준선. 「상법(상)」. 삼영사, 2004.
- 이병태. 「상법(상)」. 법원사, 2001.
- 이의준. 「신회계원리」. 법문사, 1999.
- 이준섭. 「EU은행·증권법」. 박영사, 1996.
- 이철송. 「회사법청의」. 박영사, 2004.
- 이태로. 「조세법개론」. 조세통람사, 1989.
- 이태로·이철송. 「회사법강의」. 박영사, 2002.
- 임헌무. 「증권투자신탁업법」. 세기문화사, 2000.
- 장경천. 「증권투자의 이해」. 삼영사, 2000.
- 정동윤. 「상법(상)」. 법문사, 2003.

정무동. 「상법강의(상)」. 박영사, 2000.  
 정희철. 「상법학원론(상)」. 박영사, 1989.  
 정희철·정찬형. 「상법원론(상)」. 박영사, 2001.  
 최기원. 「상법학신론(상)」. 박영사, 2000.  
 최준선. 「회사법」. 삼영사, 2004.  
 한국증권거래소. 「한국의 증권시장제도」, 2004.

## 2. 論 文

CEO Information(제416호). “중소기업 활로 모색을 위한 긴급제언”. 삼성경제 연구소, 2003.

강희갑. “무액면주식제도의 도입에 관한 고찰”. 「상장협」 제37호, 1998. 5.

권기범. “독일 및 EU에서의 회사지배구조”. 「비교사법」 제6권 제2호, 1999. 12.

김표진. “무액면주식제도 1”. 「법제월보」 2권 11호. 법제처, 1959. 11.

나승성. “무액면주식제도 도입방안의 법적 검토”. 「안암법학」 제14호, 2002. 4.

박기종. “주주의 신주인수권에 관한 연구”. 박사학위논문 조선대학교, 2003.

박길준. “주식회사의 자본조달에 관한 개정의견”. 「상법개정의 논집」, 1981.

박상조. “신주인수권부사채에 관한 소고 -주주보호를 중심으로-”. 「법학논집」 제13집. 청주대학교, 1998.

안동섭. “주식회사의 자본”. 「고시계」, 1985. 9.

안수현. “최근 독일의 주식법 개정동향”. 「법학」 제38권 2호. 서울대학교, 1997.

양동석. “회사채의 발행제도”. 「법학논총」 제6집. 조선대학교, 2000.

양동석·이영주. “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”. 「기업법연구」 제15집, 2003.

옥무석. “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”. 「법학논집」 제4권 제4호. 이화여자대학교, 2000.

유진희. “한국상법의 미래 - 최근 독일상법(총칙·회사법) 개정을 바라보며 -”. 제1회 한국법학자대회논문집(I), 1998.

- 윤영신. “상법상 사채관련규정의 개정방향”. 「법학연구」 제13권 제1호. 충남대학교, 2002.
- 이기수. “유럽연합화폐통합에 따른 부진정무액면주식제도의 도입”. 「경영법률」. 한국경영법률학회, 1999.
- . “자본회사에서의 자본”. 「고시연구」, 1986. 6.
- . “자본회사에서의 자본조달”. 「월간고시」, 1987. 9.
- 이대회. “개정 상법하에서의 주식발행제도에 관한 고찰”. 「상장협」 제38호, 1998. 10.
- 이범찬. “증권관계법의 개정방향”, 정희철선생화갑기념상법논집.
- 이성봉·이형근. “OECD 기업지배구조원칙의 제정과 한국경제에 대한 시사점”. OECD 연구시리즈 2. 대외경제정책연구원, 1999. 7.
- 이정환. “신주인수권부사채에 관한 연구”. 「법률연구」 제4집. 연세대학교. 삼영사, 1986.
- 임학빈. “회계투명성과 한국의 회계제도개혁”. 「회계논집」 제13권. 충남대학교, 2002.
- 장지석. “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”. 「상사법연구」 제19권 제1호, 2000. 6.
- . “무액면주식의 장점과 단점”. 「사회과학연구」 제1호, 1992. 7.
- . “무액면주식제도 도입론”. 「상장협」 제48호, 2003. 9.
- . “무액면주식제도에 관한 법적 고찰”. 박사학위논문 연세대학교, 1990.
- 정동윤. “이른바 자본의 삼원칙에 대한 반성”. 「법학의 현대적 과제」. 단야서정갑 박사 고회기념논문집(상), 1986.
- . “주식회사의 자본에 관한 원칙재론”. 「현대상사법의 제문제」. 설성이윤영선생정년기념논문집, 법지사.
- . “특수한 사채의 종류와 특색”. 「고시연구」, 1988. 2.
- 정찬형. “신주인수권부사채”. 「고시연구」, 1989. 8.
- 정쾌영. “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”. 「산업경제연구」 제14권 2집. 한국산업경제학회, 2001. 4.

- . “사외이사제도의 문제점과 그 개선방안에 관한 연구”. 「인적자원관리연구」 제2호. 한국인적자원관리학회, 2001. 2.
- 증권감독원. “무액면주식발행제도에 관한 고찰”. 「증권조사월보」 제59호, 1981.
- 최기원. “상법학의 회고와 전망”. 「고시계」, 1987. 1.
- . “주식회사의 자본에 관한 원칙과 문제점”. 「고시계」. 35권 4호, 1990.
- 최병규. “독일의 Squeeze-Out제도에 대한 연구”. 「한독법학」 제14권, 2003.
- . “무액면주식제도의 도입가능성 연구”. 「상사법연구」 제20권 제1호, 2001.
- 최운렬. “상장법인의 주식분할 자유화 방안”. 「경영논총」. 서강대학교, 1996. 12.

## ▣ 外國文獻

### 1. 日本文獻

- 加美和照. 「新訂 會社法」. 勁草書房, 1997.
- 近藤光男. 「最新會社法」. 中央經濟社, 2001.
- 大隅健一郎·今井宏. 「新版 會社法論(上)」. 有斐閣, 1983.
- 大隅健一郎·大森忠夫. 「逐條改正會社法解説」, 1951.
- 服部榮三. 「會社法通論」, 1983.
- 上柳克郎 外. 「新版會社法(3)」. 有斐閣, 1986.
- 上柳克郎. 「新版註釋會社法」. 有斐閣, 1986.
- 鈴木竹雄·竹內昭夫. 「會社法(第3版)」. 有斐閣, 1994.
- 永井和之. 「會社法」. 有斐閣, 2001.
- 田中誠二·吉永榮助·山村忠平. 「コンメンタル 會社法」. 勁草書房, 1984.
- 鴻 常夫. 英美商事法辭典 . 大光書林, 1997.
- 江頭憲治郎. “2001年の日本の會社法改正について”. 한양대학교 법학연구소 주최 학술대회 발표논문, 2001년 9월 참조.
- 高島文雄. “無額面株式(No-Par Stock)의觀念及價値”. 「法學協會雜誌」 제48권

10号, 1930.

- 大隅健一郎. “額面株式と無額面株式”. 「民商法雑誌」 85号 3号. 有斐閣, 1981.
- 北澤正啓. “額面株式・無額面株式の轉換と株式の交換”. ジュリスト「商法の争点 I」. 有斐閣, 1993.
- 森本滋. “わが國會社法の資本制度開違改正の動向”. 「商事法務」. No.1601, 2001. 7.
- 小林量. “無額面株式制度に關する一考察(二)”. 「民商法雑誌」第89卷 第2号. 有斐閣, 1983.
- . “資本制度と額面株式制度の變容”. 「商社法務」No.1398. 商事法務研究會, 1995. 8.
- 松岡熊三郎. “額面株式と無額面株式”. 「株式會社法講座」 第2卷. 有斐閣, 1971.
- 原田洸治・泰田啓太・郡谷大輔. “自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(中)”. 「商事法務」No.1608, 2001.
- 中村武. “比較無額面株式制度論”. 「法學新報」, 第67号 第3号.
- 志村治美. 이범찬 역. “무액면주식제도의 현상과 과제.” 「경남법학」 제15호, 1999.
- 昌澤庚一郎. “無額面株式の機能と一齊轉換の問題點”. 「會社法改正の論理」. 成文堂, 1994.

## 2. 歐美文獻

- A.A. Berle, Jr., Problems of Non-Par Stock, 25 Col. L. Rev. 43.
- A.S. Dewing, The Financial Policy of Corporation(Vol. I), New York: The Ronald Press Com., 1953.
- Board of Trade, Report of the Committee on Company Law Amendment, London, June 1945, Nr17 and 18.
- Board of Trade, Report of the Committee on Shares of No Par Value, March 1954, Nr.29.
- Carl B. Robbins, 「No-Par Stock」, The Ronald Press Co., 1992.

- Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz DB 1998.
- Committee on Corporation Laws, "Changes in the Model Business Corporation Act - Amendments to Financial Provisions", The Business Lawyer, 1979. 4.
- Daniel James Standen, Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change, 36 Harvard International Law Journal 177, 1995.
- Dreyling, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, Die Bank, 2002.
- Forster, Zum Zusammenspiel von Aufsichtsrat und Abschlußprüfer nach dem KonTraG, AG 1999.
- Froeschle, Glaum, Mandler, Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, DB 1998.
- Fuesser, Gliessner, Meier, Risikomanagement(KonTraG), DB 1999.
- Gregory Jackson et al., The Public Interest and the Company in Germany and Britain 32-35, Anglo-German Foundation Report 2000.
- H.W. Ballantine, "Non-Par Stock-Its Use and Abuse," 57 American Law Review 233.
- Hans Würdinger, Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen, 4 Aufl., 1981.
- Harry G. Henn & John R. Alexander, law of Corporations, 3rd ed. West Publishing Co., 1983.
- Heinz-Dieter Assmann & Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar, 1995.
- Hirte, The European Company, 한국경영법률학회 2001.11.16. 발표원고.
- Hommelhoff/Mattheus, Corporate Governance nach dem KonTraG, AG 1998.
- James D. Cox, Thomas Lee Hozen, F. Hodge O' Neal, Corporation, Aspen Law & Business, 1997.
- Jörg Baetge(Hrsg.), Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, Duesseldorf, 1995.

- Joseph Blum, The Regulation of Insider Trading in Germany: Whos Afraid of Self-Restraint, 7 Northwestern Journal of International Law and Business 507, 1986.
- Julius von Gierke, Handelsrecht und Schiffahrtsrecht, 1958.
- Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Heidelberg, 1999.
- L.C.B. Gower, Principle of Modern Company Law, Sweet & Marwell, 1992.
- Leven, Die nennwertlose Aktie, Ein notwendiger Schritt zur Modernisierung des Aktienrechts, Aktien im Aufwind(herg. von Frei u. Schlienkamp), Wiesbaden, 1998.
- Lingemann, Wasmann, Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht, BB 1998.
- Lutter, Das neue "Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts", AG 1994.
- Manfred Wolf, Zivilrechtlicher Anlegerschutz beim Insiderhandel, in: The international lawyer, Freundesgabe für Wulf H. Döser, Hrsg. v. Friedrich Kübler, Joachim Scherer, Joachim Treeck, Baden-Baden, 1999.
- Melvin Aron Eisenberg, Corporations and Other Business Organizations – Cases and Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, Diss. Berlin, 1996.
- Model Business Corporation Act Annotated Third Edition, 1993 supplement, vol .1, prentice Hall Law & Business, §6.21.
- Noack, Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing, DB 2001.
- Noack, Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG, ZIP 2001.
- Peltzer, Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgegesetzes, ZIP 1994.
- Pennington, Robert R., Company Law, Sixth ed, London , St. Paul :

- Butterworths, 1990.
- Peter Hommelhoff & Daniela Mattheus, Corporate Governance nach dem KonTraG, 43 Die Aktiengesellschaft 249, 1998.
- Preissler, Wahrnehmung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft mit globalen Namensaktien durch in den USA ansässige Aktionäre, WM 2001.
- Reinhardt, Schultz, Gesellschaftsrecht, 2.Aufl., Tübingen, 1981.
- Robert W. Hamilton, The Law of Corporation, 6th Ed., St. Paul : West Publishing Co., 1998.
- Rosen, Helm, Die nennwertlose Aktie, Handbuch Corporate Finance(herg. von Achleitner u. Thoma ; Loseblatt), Stand Oktober 1998.
- Schroer, Vorschläge für Hauptversammlungsbeschlüsse zur Umstellung auf Stuckaktie und Euro, ZIP 1998.
- Schwarz, Zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, ZIP 2001.
- Seibert, Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft, ZIP 2001.
- Seibert, Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, AG Sonderheft: Die Aktiensrechtsreform 1997.
- Sonderquist, Sommer, Chew, Smiddy, Corporation and other business organizations, 4.ed., Michie, 1997.
- Ulrich Seibert, Control and Transparency in Business (KonTraG). Corporate Governance Reform in Germany, 1998.
- Ursula C. Pfeil, Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation, 11 American University Journal of International Law and Policy 137, 1996.
- Walther Kastner, Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts, 2Aufl, 1976.
- William L. Cary, Corporations, Cases and Materials, 4th ed., 1969.