

2006年 8月
法學博士學位論文

株式會社에 있어서 自己株式에 관한 研究

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

沈 亨 燮

株式會社에 있어서 自己株式에 관한 研究

- A Study on the Treasury Stocks in Corporation -

2006年 8月 25日

朝鮮大學校 大學院

法學科

沈 亨 燮

株式會社에 있어서 自己株式에 관한 研究

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

2006年 4月 日

朝鮮大學校 大學院

法 學 科

沈 亨 燮

인준서삽입

目 次

Abstract

第1章 序 論	1
第1節 研究의 目的	1
第2節 研究의 範圍 및 方法	2
第2章 自己株式取得의 規制와 그 根據	5
第1節 自己株式取得 動機	6
1. 配當機能論	7
2. 節稅機能論	8
3. 株價調定機能論	9
4. 經營權保護機能論	11
5. 債權者의 利益減少說	11
第2節 自己株式取得規制의 根據	12
1. 理論的 根據	12
2. 理論的 根據에 대한 批判	14
3. 結語	15
第3節 自己株式取得의 規制 必要性	15
1. 資本維持와 會社債權者의 保護	17
2. 株主 利益의 保護	20
3. 會社 支配의 公正性 確保	25
4. 株式去來에서의 公正性 確保	29
5. 小結	37
第3章 比較法的 考察	40
第1節 美國	40
1. 會社法에 의한 規制	48

2. 證券去來法과 證券去來委員會規則에 따른 規制	45
3. 自己株式取得의 效果	53
第2節 日本	53
1. 自己株式取得規制	54
2. 新會社法에 따른 自己株式取得	57
第3節 英國	60
1. 取得要件	62
2. 保有와 公示規制	63
3. 脫法行爲防止規制와 罰則	64
第4節 獨逸	64
1. 取得要件	67
2. 保有規制와 公示規制	68
3. 脫法行爲防止規制와 制裁	68
第5節 EU會社法 第2準則	69
第4章 現行法上の 自己株式取得規制	73
第1節 自己株式取得의 意義	74
1. 自己의 計算에 의한 取得	74
2. 原始取得	76
3. 承繼取得	76
4. 債權契約	77
第2節 自己株式의 法的 地位	78
1. 株主權의 休止	79
2. 會計處理 問題	82
第3節 自己株式取得의 效果	82
1. 取得禁止違反의 效果	82
2. 自己株式取得과 不法原因給與	86
3. 理事의 損害賠償責任과 刑事制裁	87
第4節 自己株式取得禁止의 例外	88
1. 商法上 自己株式取得이 허용되는 경우	88
2. 解釋上 自己株式取得이 허용되는 경우	96

3. 自己株式取得의 數量的 限界	97
第5節 自己株式의 質權 取得	98
1. 自己株式質權取得制限의 根據	99
2. 質權取得한 自己株式의 地位	100
3. 自己株式質權取得禁止의 範圍	100
4. 質權取得禁止違反의 效果	101
第5章 自己株式取得規制의 緩和	102
第1節 自己株式取得規制緩和의 必要性	102
1. 株價와 株式市場對策	103
2. 資金運用方案	104
3. 敵對的 企業買受에 대한 防衛手段	105
4. 從業員對策	108
第2節 自己株式取得規制緩和論	110
1. 外國의 實態	111
2. 立法政策의 基本方向	112
3. 規制緩和에 따른 制限措置	113
第3節 證券去來法上の 緩和措置	115
1. 證券去來法에 따른 規制의 經過	115
2. 證券去來法에 따른 規制의 特徵	117
3. 自己株式의 取得	118
4. 限度超過株式의 處分義務	124
5. 商法 第341條의 2 第1項의 排除	124
6. 證券會社의 自己株式取得	125
第4節 自社株펀드	125
1. 證券去來法上の 規制	126
2. 有用성과 去來現實	126
第6章 結論	128
參考文獻	130

〈Abstract〉

A Study on the Treasury Stocks in Corporation

Sim, Hyung-Sub

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

Department of Law

Graduate School, Chosun University

Treasury Stock is defined as the shares of the corporation which were originally issued to stockholders and which have been purchased by the same corporation on its own account. The acquisition by a corporation of its shares are in general restricted in most countries. The reasons of its restriction are not because of its theoretical contradiction but because of legal political or practical purposes of preventing the substantial reductions of corporate assets and the dangers of the abuse of treasury stock by corporate directors or officers for the purpose of their own individual speculation or corporate control.

The goal of this study is to argue for the need to ease the regulations concerning the listed corporation's acquisition of its own shares to improve the market performance by freely acquiring and disposing the treasury stocks and to actively defend the unfriendly M&A attempts. The recently argued for legal intent of regulating acquisition of its own shares and the effects of violating the law prohibiting acquisition of its own shares are

described by studying ease of such regulations. Furthermore, the exceptional provisions of prohibited acquisition of its own shares under the Commercial Law and the legal relations and interpretation of commercial and equity trading laws to explain its legal status are explained. The need for easing the regulation of corporation's acquisition of its own shares as a way to defend its management rights at the time of the recently active unfriendly M&A attempts by the foreign companies and the issues of introducing the Commercial Law allowing the corporation to acquire its own shares and whether it should be allowed *de lege ferenda* are examined.

This thesis proposes some ideas on the acquisition of treasury stocks:

(1) In a company's acquiring its own stocks to prevent serious loss to the company.

(2) For the activation of an employee stock plan.

(3) The positive preparation of domestic firms is necessary for the eventual permeation of foreign capital.

The Commercial Law depends on prohibiting the acquisition of treasury stocks and admitting exceptions compared with foreign regulations Korea's regulations are too strict. It is also difficult for domestic companies to prepare for capital liberalization and openness. Therefore, in the case of a need for acquisition of treasury stocks, measures such as capital liberalization, openness, protection of firms, active employee share plans etc. are needed. We must consider countermeasures against the risks of relaxed regulations. In addition, the insufficiencies of the Commercial Law should be supplemented.

This study covers six chapters.

The first chapter is the introduction.

In the second chapter, system and their regulations are examined.

In the third chapter, the scope of regulations and the effects of violations of mortgage acquisition and the acquisition of a company's own stocks are analyzed.

In the fourth chapter, the legislations of foreign country are investigated.

In the fifth chapter, some problems appearing in the current law are presented with suggestions of how to solve them.

The last chapter is the conclusion. It is hoped that this study will contribute to the development of treasury stocks in the future.

Therefore, this paper calls for careful discussion of legal amendment by considering all issues of easing the regulation of the corporation's acquisition of its own stocks, not under the Stock Exchange Law but under the Commercial Law.

第1章 序 論

第1節 研究의 目的

주식회사에서 주식양도가 인적 회사의 지분양도보다 자유로워야 하는 것은 투자자 보호와 원활한 자본집중이라는 관점에서 보아 필연적인 것이다. 다시 말하면 주식양도의 자유(상법 제335조 제1항)는 유한책임원칙과 더불어 주식회사제도의 근간을 이루는 원칙의 하나이지만, 상법과 증권거래법을 비롯한 특별법에서는 일정한 경우에 주식양도의 자유를 제한하고 있다. 주식양도의 자유를 어느 정도 인정할 것이냐는 입법정책의 문제로 외국의 입법례를 보면 대체로 정관에 규정을 두어 이사회 승인을 얻어야 양도할 수 있도록 하는 등 형태는 다르지만 회사가 자치적으로 이를 제한할 수 있도록 하고 있다.¹⁾

과거 우리 상법에서는 주식양도의 제한을 허용하지 않았지만, 1995년 개정상법에서는 외국의 일반적인 예를 따라 회사가 정관에 의하여 자치적으로 주식양도를 제한할 수 있도록 하였다.²⁾ 이와 더불어 상법에서는 미완성주식의 이전을 제한하기 위하여 權利株의 양도(상법 제319조, 제425조)와 株券發行前株式의 양도를 제한하고 있다(상법 제335조 제3항). 그리고 자본충실을 위하여 자기주식취득(상법 제341조)과 모자회사간 주식상호소유(상법 제342조의 2 제2항)를 제한하고 있다. 증권거래법에서는 주권상장법인이나 코스닥상장법인 내부자의 양도제한 등에 관한 규정(증권거래법 제188조)과 자기주식취득에 관한 제한 규정(증권거래법 제189조의 2 이하)을 두고 있다. 그리고 독점규제및공정거래에관한법률에서도 대규모기업집단에 속하는 회사 이른바 재벌기업의 자기주식 또는 계열사주식취득의 원칙적 금지(독점규제및공정거래에관한법률 제9조)를 선언하고 있다.

1) 李哲松, 「第10版 會社法講義」, 博英社, 2003, pp. 281~282.

2) 1995년 개정상법은 원칙적으로 주식의 자유양도성을 인정하면서도 단서에서 정관이 정하는 바에 따라 이사회 승인을 얻도록 할 수 있다고 하고(상법 제335조 제1항), 단서 규정에 위반하여 이사회 승인을 얻지 아니한 주식의 양도는 회사에 대하여 효력이 없다(동조 제2항)고 규정하고 있다.

自己株式取得(stock repurchase)은 회사가 이미 발행한 회사 주식을 회사의 계산으로 주주로부터 취득하는 것으로 주식회사의 자본제도에서 극히 예외적인 현상으로 다루어진다.³⁾ 이와 같은 회사의 자기주식취득을 인정하면 실제로는 출자를 환급하는 결과가 되어 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하여 회사채권자와 주주의 이익을 해치게 될 뿐만 아니라, 회사는 기업위험을 부담하는 외에도 주가변동에 따른 위험을 이중으로 부담하게 되며, 자기주식을 이용한 회사 내부자의 투기거래로 일반투자자가 손해를 볼 가능성이 있어 상법은 정책적인 이유로 회사의 자기주식 취득을 금지하고 있다.

다른 한편 일정한 조건하에서 자기주식취득을 인정하여 회사경영에 탄력성을 부여하자는 自己株式取得緩和論도 강력하게 대두되고 있다. 즉 종업원지주제도의 활성화와 외국자본에 의한 회사지배권 침탈을 방지하기 위하여 자기주식취득을 인정하여야 한다는 논의가 진전되었으며, 1990년대 이후 증권시장의 침체로 기업의 자금조달 창구가 막히자 자금의 수요자인 기업이 증권시장 활성화의 일익을 담당하고 투자자를 보호하여야 한다는 측면에서 자기주식취득을 광범위하게 허용하여야 한다는 의견이 대두되었었다.

이 논문에서는 현실적으로 나타나고 있는 외국자본에 의한 회사지배권의 침탈 가능성을 염두에 두고, 상법과 특별법이 규정하고 있는 자기주식취득금지에 대해 살펴본다. 그리고 자기주식취득금지의 완화를 통한 기업의 자본조달과 회사지배권 확보방안을 폭 넓게 제시하여 기업의 경영여건 개선에 일익을 담당하고자 하였다.

第2節 研究의 範圍 및 方法

앞에서도 살펴 본 것처럼 자기주식취득을 규제하는 데에는 여러 가지 이유가 있겠지만 가장 중요한 이유는 회사채권자와 주주를 보호하기 위한 것이다. 자기주식취득으로 회사채권자는 채권을 변제 받을 가능성이 줄어들게 될 뿐만 아니라 회사의 자기주식취득으로 양도인이 아닌 다른 주주가 소유한 주식의 가치가 감소하게 되면 회사주식을 소유한 주주의 권리도 침해된다.⁴⁾

3) 김병연, 「자기주식의 처분 및 활용방안」, 한국상장회사협의회, 2005, p. 1

1995년 개정상법에 따르면 주주가 株式買受請求權을 행사한 때에는 회사가 자기주식을 취득하는 것이 가능하다(상법 제341조 제5호). 즉 영업양도나 회사합병과 같이 회사구조에 중대한 변화가 초래되는 때(상법 제374조의 2·제522조의 3)와 정관에 주식양도를 제한하는 규정을 둔 때(상법 제335조의 2)에는 주주가 회사에 대하여 주식매수청구권을 행사하는 것이 가능하다. 이와 같이 회사가 양도의 승인을 거부한 주주로부터 자기주식을 취득하는 것을 가능하도록 한 것은 결국 소수주주와 회사채권자 보호에 반하는 결과를 초래할 수도 있다.

2001년 개정상법에서는 정기주주총회의 특별결의에 의한 주식소각을 인정하였다(상법 제343조의 2). 이에 따라 배당가능한 이익으로 자기주식을 취득하여 소각할 수 있게 되어 자기주식취득에 대한 상법의 기본적인 태도가 이를 제한하던 기존의 입장을 유지하면서도 주가관리라는 보다 융통성 있는 시각을 수용한 것으로 받아들여진다.⁵⁾

따라서 이 논문의 연구목적을 달성하기 위해서는 자기주식취득의 규제에 따른 문제점을 파악하고, 이를 완화하는 조치들에서 나타날 수 있는 문제점도 아울러 파악하여야 한다. 그러나 이러한 문제점은 상법이나 특별법의 규정과 회사들에서 나타나는 현실이 다르기 때문에 이를 정확하게 조사하는 것은 쉬운 일이 아니다. 이러한 현실적인 제약을 바탕으로 이 논문에서는 기존의 학문적 연구와 인접학문의 성과물을 바탕으로 논의할 수밖에 없었다.

제1장에서는 이 연구의 목적과 범위 그리고 방법에 대해 기술하였다.

제2장에서는 자기주식취득의 규제와 근거에 대해 논의하기 위하여 먼저, 회사가 자기주식을 취득하려는 동기에 대해 살펴보고, 이를 규제하고자 하는 근거는 어디에 있는가와 규제를 하여야만 할 필요성에 대해 살펴보았다.

제3장에서는 외국의 입법례를 살펴보았다. 모든 나라의 회사법은 정도의 차이는 있지만 회사의 자기주식취득에 대해 일정한 규제를 하고 있다. 다만 그 형태에서는 일반적으로 자기주식취득을 인정하면서 제한적으로 금지하는 형태와 일반적

4) 李焘種, “改正商法上 自己株式取得에 관한 연구”, 現代法學의 理論 : 佑齋李鳴九博士華甲紀念 論文集 Ⅲ, 고시연구사, 1996, pp. 349~350.

5) 玉武錫, “自己株式取得·消却制限의 緩和에 따른 稅制上の 問題點”, 『계간 세무사』, 19권 2호 (93호, 2001년 여름호), 한국세무사회, 2001. 8. p. 21.

으로 자기주식취득을 금지하고 제한적으로만 인정하는 형태로 나눌 수 있는데, 미국과 일본, 영국, 독일 그리고 EU의 회사법 제2준칙 등을 중심으로 살펴보았다.

제4장에서는 우리 나라에서의 자기주식취득규제에 대해 살펴보았다. 원칙적으로 자기주식취득을 금지하고 예외적으로 이를 허용하는 상법과는 다르게 증권거래법은 주권상장법인과 코스닥상장법인의 자기주식취득을 원칙적으로 허용하고 있다.

제5장에서는 회사경영에 탄력성을 부여하는 한편 종업원지주제도의 활성화와 외국자본에 의한 회사지배권 침탈방지 등을 이유로 제기되어 온 자기주식취득규제 완화론에 대해 그 근거와 필요성 그리고 증권거래법에서 나타난 완화조치들에 대해 살펴본다.

이상의 논의들을 정리하여 제6장에서 결론을 맺었다.

第2章 自己株式取得의 規制와 그 根據

주식회사는 물질 회사이기 때문에 인적 회사보다는 사원의 개성이 중요하지 않고 따라서 인적 회사에서처럼 사원의 변동을 강력하게 통제할 필요는 없다. 그리고 회사자본을 주식이라는 균등한 단위로 세분하여 자본의 구성요소인 주식을 소유하고 있는 주주가 그 주식을 자유롭게 양도할 수 있도록 보장하여 쉽게 출자를 회수할 수 있도록 하고 있다. 한편 주주에게는 주식인수가액의 범위 내에서만 책임을 지도록 하는 유한책임원칙을 확립하여 합리적인 투자 방법의 하나로 대중의 자본을 유치할 수 있다는 장점을 지니고 있다.⁶⁾

自己株式(treasury stock, eigene Aktien)은 주식회사가 일단 주식을 발행한 후에 발행회사가 스스로 이를 다시 취득하거나 담보취득하여 보유하고 있는 주식을 말하고, 自己株式取得은 회사가 자기명의와 계산으로 당해 회사의 주식을 취득하는 것을 말한다. 따라서 자기주식취득은 대주주나 임원의 자사주 취득과는 명의와 주체가 다르다는 점에서 구별되고, 회사가 자사주펀드에 가입하는 것과는 법률적으로 주체가 다르다는 점에서 구별된다. 그리고 자기주식취득은 회사가 자발적으로 취득한다는 점에서 회사를 인수하려고 시도하는 자로부터 인수시도를 중단한다는 조건으로 자기주식을 매입하는 이른바 「그린메일」(Green Mail or Targeted Repurchases)과도 구별된다.⁷⁾ 한편, 자기주식은 상법에 규정된 종류주식과 같은 주식의 종류가 아니며, 일시적인 법적 지위에 불과하기 때문에 회사가 취득한 자기주식을 다시 매각하면 자기주식의 지위를 상실하게 되며 보통의 주식으로 되돌아가게 된다.⁸⁾

상법에 따르면 회사는 법률이 규정한 예외적인 경우를 제외하고는 자기의 계산으로 자기주식을 취득하지 못하고(상법 제341조, 제341조의 2), 예외적으로 자기

6) 李哲松, 前掲書, p. 281; 具萬會, “自己株式의 取得 : 그 규제 및 완화에 관하여”, 「재판자료 제90집 證券去來에 관한 諸問題」, 上卷, 법원도서관, 2001, p. 548.

7) 金正泰, “自己株式取得制度의 改善”, 「上場協研究報告書 98-1 上場會社 關聯 主要制度와 政策의 改善方案」, 韓國上場會社協議會, 1998. 4, p. 89.

8) 金병연, 前掲書, p. 1.

주식을 취득하는 때에도 주식의 실효 또는 처분절차를 밟도록 하고 있다(상법 제 342조). 그러나 이와 같이 법에 따라 예외적으로 허용된 경우 이외에도 경제 현실에서는 회사지배권의 확보 또는 주식시세의 안정과 조종을 위하여 또는 침체된 증시를 활성화하기 위하여 자기주식취득이 일반화되어 왔다.⁹⁾

이하에서는 회사가 어떠한 이유에서 자기주식을 취득하는가에 대한 자기주식취득 동기와 이를 규제하여야 할 필요성 그리고 규제근거에 대해서 살펴본다.

第1節 自己株式取得 動機

이미 앞에서도 살펴 본 것처럼 주식양도의 자유성은 주식회사제도의 근간을 이루는 특징 중 하나로 우리 상법에서도 주식양도의 자유성을 절대적으로 보장하고 있다(상법 제335조 제1항). 따라서 주식을 양수함으로써 주주가 될 수 있는 인격체는 자연인이나 법인을 불문하고 특별한 제한이 없는 것이 원칙이다. 그러나 상법 제341조에서는 회사의 자기주식취득에 대하여 ① 주식을 소각하기 위한 때(동조 제1호), ② 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때(동조 제2호), ③ 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때, ④ 단주의 처리를 위하여 필요한 때, ⑤ 주주가 주식매수청구권을 행사한 때 등을 제외하고는 원칙적으로 이를 금지하고 있다.

회사가 자기주식을 취득하게 되는 일반적인 이유에 대해서는 여러 가지 설명이 있다.¹⁰⁾ 문제는 자기주식을 취득하는 이러한 이유들 중 어느 것에 따르더라도 회사가 자기주식을 취득하여야만 할 이론적 필요성이 명확하게 드러나지 않는다는 것이다. 그러나 실제로 회사들의 자기주식취득은 빈번하게 이루어지고 있기 때문에 그에 대한 명확한 이론적 필요성은 발견할 수는 없다 하더라도 여기에는 여러 가

9) 具萬會, 前掲論文, p. 546.

10) 金和鎭, “經營權保護와 自己株式의 取得”, 『上場協』, 제32호 (1995년 추계호), 한국상장회사협의회, 1995. 10, p. 131; Clark, Robert C., *Corporate Law*, Little, Brown & Company, 1986, pp. 626~630; Dirk Posner, Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, *Die Aktiengesellschaft* (AG), 1994, S. 312, 314~315.

지 실질적인 동기가 있다는 것을 쉽게 알 수 있다.

1. 配當機能論

회사의 자기주식취득은 주주에 대한 배당과 유사한 기능을 가진다. 따라서 투자 자본의 비용을 초과하는 수익을 기대할 만한 신규사업계획을 갖고 있지 않은 회사는 잉여자금을 배분하기 위해 주주들에 대한 배당을 실시하는 대신 주주들로부터 자기주식을 매입하여 이와 같은 목적을 달성할 수 있다고 한다.¹¹⁾

그러나 이러한 설명에 대해서는, 회사에 잉여자금이 발생하였을 때에는 주주에 대한 배당을 실시하면 되는 것으로 구태여 자기주식을 취득할 필요는 없다는 의의가 제기될 수 있다. 다시 말하면 배당을 하지 않고 자기주식을 취득함으로써 회사가 주주들에게 현금 형태의 투자자본 회수와 투자 계속 중 한가지를 선택할 수 있게 하는 것이라고 할 수 있지만, 현금 형태의 투자자본 회수를 선호하는 투자자들은 언제든지 고율의 배당을 시행하는 회사의 주식에 재투자할 수 있기 때문에 이러한 설명은 회사의 자기주식취득에 대해 설득력이 있는 것이라고 하기는 어렵다고 한다.¹²⁾

정책적 측면에서 볼 때 배당과 자기주식취득 사이에서 나타나는 가장 중요한 차이는, 자기주식취득은 배당과는 달리 회사가 동종주식을 보유한 주주들을 차별대우할 수 있다는 것이다. 즉 회사가 공정한 시장가격 이상으로 자기주식을 취득하면 주식을 매도하지 않은 주주들은 손해를 입게 되지만,¹³⁾ 배당은 동종주식을 보유한

11) 이에 대해서는 Grullon, G. and R. Michaely, Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis, *Journal of Finance*, 57 (4), 2002, pp. 1649~1684 참조.

12) 金和鎭, 前掲論文, pp. 131~132.

13) 배당을 다른 측면에서 富의 再分配(wealth transfers among shareholders)라는 관점에서 보아 회사가 프리미엄을 지불하고 자기주식을 취득할 때 보유주식을 매도한 주주들은 프리미엄만큼 이익을 얻지만, 보유주식을 매도하지 않은 주주들은 상대적으로 불이익을 당하게 되어 매도주주와 비매도주주 사이에서 부의 재분배 효과를 가져온다고 설명하는 견해도 보인다(김범석, “주주가치 제고를 위한 자기주식 매입제도 개선”, 「상장협」, 제39호(1999년 춘계호), 한국상장회사협의회, 1999. 5, p. 5). 한편, 자기주식취득과 처분에 대한 공시가 주주의 부에 미치는 영향에 대한 연구 결과를 보면 자기주식취득 공시가 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다고 한다. 이에 대한 자세한 내용은 설원식·김수정, “자기주식

모든 주주에 대해 공평하게 행하여지는 것이므로 회사가 배당을 하게 되면 특정 주주들이 차별대우를 당할 가능성이 거의 없다는 것이다. 따라서 회사의 자기주식 취득은 배당을 통해서 실현할 수 없는 有害한 목적을 달성하기 위해 이용될 수 있기 때문에 자기주식취득의 배당기능론은 그 동기에 대한 일반적인 설명으로는 부적합하다고 한다.¹⁴⁾

2. 節稅機能論

절세기능론 또는 配當金稅金回避說(dividend tax avoidance hypothesis)에 서는 두 가지 방향에서 자기주식취득 동기를 설명하고 있다. 즉 회사가 배당을 하는 대신 자기주식을 취득하면 주주들에게는 배당소득이 아닌 자본소득이 발생하게 되어 배당이 있는 때에 비하면 적은 액수의 세금을 부담하게 된다는 것이다. 따라서 회사의 자기주식취득은 주주들이 절세할 수 있게 하는 기능을 가진다고 한다.¹⁵⁾ 다른 한편, 배당금에 대한 세금이 증가상승으로 얻게 되는 시세차익에 대한 세금보다 높을 때 회사는 주주들에게 배당금을 지급하기보다는 주주들이 세금을 절약하는 효과를 얻을 수 있게 하기 위하여 자기주식을 매입한다고 설명하기도 한다.¹⁶⁾

그러나 조세당국은 회사가 모든 주주들로부터 평등한 비율로 주식을 매입할 때에는 이를 배당과 같은 것으로 취급할 것이고,¹⁷⁾ 회사가 평등한 비율이 아닌 공개

취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 취득 및 처분목적 중심적으로”, 『財務管理研究』, 제22권 제1호, 한국재무관리학회, 2005. 6. 참조.

14) 金和鎭, 前掲論文, p. 132.

15) 上掲論文, p. 132.

16) 김법석, 전계논문, p. 4.

17) 대법원은 “법인이 주식소각방법에 의한 자본감소절차의 일환으로 상법의 자본감소규정에 따른 적법한 절차를 밟아 당해법인의 기본자산(차입금)으로 일정량의 자기주식을 액면금액에 취득하여 그 주식을 유상소각하였다면 이는 자본거래인 자본의 환급에 해당되는 것으로서 ……”라고 하여 이러한 입장을 보이고 있다(대법원 1988. 11. 8 선고 87누174 판결). 이 판결에 대한 평석으로는 金教昌, “資本減少의 節次와 不當行爲計算의 否認”, 『人權과正義』, 第151號, 大韓辯護士協會, 1989. 3, pp. 117~118; 金箕燮, “株式의 有償消却과 法人稅法上 不當行爲計算의 否認”, 『判例研究』, 第3輯, 서울지방변호사회, 1990. 3, pp. 223~236; 李永伍, “會社가 自己株式를 取得하여 消却한 資本減少에 대한 配當所得稅”, 『大法院判例解說』, 第10號, 法院圖書館, 1989. 12, pp. 209~213. 등이 있다.

매수 등을 통해 일부 주식만 취득하는 행위를 반복하면 이를 배당으로 간주할 것이다. 따라서 자기주식취득의 절세 기능은 상당히 제한적인 성격을 가지며 그 동기에 대한 일반적인 설명으로는 불충분하다.¹⁸⁾

3. 株價調定機能論

회사 경영자들은 회사 주식이 저평가되어 있을 때 회사가 자기주식을 매입하여 주가를 상향조정할 수 있다고 주장하고 있다.

경영정보신호설(information or signalling hypothesis)¹⁹⁾에 따르면 경영자와 투자자 사이에 정보의 비대칭이 존재할 때 경영자가 주식시장에 회사의 가치에 대한 정보를 전달하기 위하여 자기주식을 취득한다고 한다. 따라서 자기주식취득은 경영자와 투자자 사이에서 나타나는 정보의 비대칭을 완화하는 중요한 수단이 될 수 있다고 한다.²⁰⁾

이와 같은 경영정보신호설에 따르면 첫째, 자기주식취득은 회사가 투자에 필요한 이상의 현금을 보유하고 있거나, 회사에 더 이상 투자기회가 없다는 정보를 주식시장에 전달하려는 것이라고 한다. 다시 말하면 경영자는 수익성 있는 사업을 할 기회가 없기 때문에 잉여자금으로 자기주식을 취득한다는 것이다. 잉여현금흐름가설에 의하면 회사에 잉여현금이 존재할 때 이를 주주에게 배분하지 않으면 경영자는 수익성이 낮은 사업에 투자할 가능성이 높다고 한다.²¹⁾ 따라서 잉여현금이 존재하면 주주들에게 배분하는 것이 바람직하다는 것이다.²²⁾ 둘째, 주식시장에서 당

18) 金和鎭, 前掲論文, p. 132.

19) Dann, Larry, Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, *Journal of Financial Economic*, 9, 1981, pp. 113~138; Vermaelen, Theo, Common stock repurchases and market signalling, *Journal of Financial Economic*, 9, 1981, pp. 139~183; Ikenberry, David, and Theo Vermaelen, The Option to Repurchase Stock, *Financial Management*, 25, 1996, pp. 9~24.

20) 김법석, 전계논문, p. 4.

21) Fenn, George W. & Nellie. Liang, Good News and Bad News about Share Repurchases, *FEDS Working Paper*, No. 98-4, Jan. 1998. 참조.

22) 김법석, 전계논문, p. 4.

해 회사의 주가가 내재가치보다 낮게 평가되어 있다고 판단될 때 회사는 이를 주식시장에 알리기 위하여 자기주식을 취득하거나 주가안정을 위해 자기주식을 취득한다는 것이다.²³⁾ 셋째, 자기주식취득은 배당금과 같이 회사의 수익 증가가 기대되기 때문이라고 한다. 경영자가 향후 회사 현금의 흐름이 향상될 것으로 예상되면 이를 시장에 전달하기 위하여 자기주식을 취득한다는 것이다. 그리고 향후 현금 흐름이 좋아져 자기주식취득에 자금을 소요할 만큼 충분한 여유가 있다는 것을 보여주는 것이라고 해석되기도 한다.²⁴⁾

그러나 자본시장효율성의 가설에 의하면, 특정 회사의 주식이 지속적으로 저평가되는 일은 있을 수 없기 때문에 이와 같은 주장은 설득력이 없다고 한다.²⁵⁾ 즉, 시장이 가끔 비효율적으로 움직인다고 하더라도 그와 같이 비효율적으로 움직일 수 있는 가능성에 비하여 미국 회사들은 자기주식을 지나치게 빈번하게 취득하고 있다는 것이다. 그리고 저평가되어 있는 주가를 바로 잡는 데에는 자기주식을 취득하는 것보다는 시장에 회사에 대한 정보를 공급하는 것이 사회적 차원에서 볼 때 훨씬 나은 방법이라고 한다. 더구나 주가를 조정하기 위한 자기주식취득은 불법적인 주가조작으로 이어질 가능성이 크기 때문에 사회·경제적으로 유익하지 못한 결과를 초래할 수도 있다.²⁶⁾

23) Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr., Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues, *Financial Management* 15, Autumn 1986, pp. 27~44; Stephens, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach, Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs, *Journal of Finance*, vol. 53 (1), American Finance Association, 1998, pp. 313~333.

24) 김범석, 전계논문, p. 4.

25) 이 가설에 따르면 증권시장에서의 주가가격은 공개된 정보에 신속하고 정확하게 반응한다. 이에 대해서는 Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, *70 Va. Law Review*, 1984, pp. 549~550; Cox D. James and Hillman W. Robert, Langevoort C. Donald, *Securities Regulation : Cases and Materials*, 1st ed., Little, Brown & Co. 1991, pp. 31~44; Wang William K.S., Some Arguments that the Stock Market is not Efficient, *19 U. C. Davis Law Review*, University of California, Davis School of Law, 1986, pp. 341~402; Lynn A. Stout, The Mechanisms of Market Efficiency : An Introduction to the New Finance, NYU Center For Law & Business Working Paper Series, CLB-03-003, 2003. 등 참조.

26) 金和鎭, 前掲論文, p. 132.

4. 經營權保護機能論

회사 경영진은 회사 경영권 장악을 시도하는 주주들로부터 자기주식을 취득하여 이미 확보한 경영권을 보호할 수 있다고 한다. 그러나 이러한 이유에서 행해지는 자기주식취득은 그렇게 빈번하지 않으며, 또 경영진은 경영자로서의 지위를 보전하기 위해 큰 프리미엄을 주고 자기주식을 취득하는 것이 보통이므로 경영권을 보호하기 위해 행해지는 자기주식취득은 다른 주주들의 손해와 직결되게 된다. 따라서 경영권보호가 회사에 의한 자기주식취득의 고유기능이 될 수는 없다고 할 것이다.²⁷⁾

한편 경영권보호가 자기주식취득의 고유기능은 될 수 없다고 하더라도 종종 그러한 목적으로 자기주식취득이 행해지고 있는 것도 사실이기 때문에 각국의 회사법에서는 기업인수 시도에 대한 방어 방법으로 자기주식취득을 규제하는데 많은 관심을 기울이고 있다.

5. 債權者의 利益減少說

회사가 자기주식을 취득하면 회사가 보유한 자산 즉 현금을 감소시켜 회사채권자들에 대한 회사의 지급능력이 약화되거나, 회사를 청산할 때 채권자들이 청구할 수 있는 자산 규모가 축소되는 결과가 나타날 수 있다. 따라서 회사의 자기주식취득은 상대적으로 주식보유자의 이익을 증가시키는 반면 회사채권자에게는 불이익을 주어 결과적으로 주주와 채권자 사이에 富의 이전효과가 있다고 한다.²⁸⁾

이러한 이유는 회사가 자기주식을 취득하는 동기가 될 수도 있지만 다른 한편에서는 회사채권자를 보호하기 위해 자기주식취득을 규제할 필요성의 근거가 되기도 한다.

27) 上揭論文, p. 313.

28) 김법석, 전계논문, p. 5.

第2節 自己株式取得規制의 根據

상법 제341조는 ① 주식을 소각하기 위한 때(동조 제1호), ② 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때(동조 제2호), ③ 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때(동조 제3호), ④ 단주의 처리를 위하여 필요한 때(동조 제4호), ⑤ 주주가 주식매수청구권을 행사한 때(동조 제5호) 등의 경우를 제외하고는 회사가 자기계산으로 자기주식을 취득하지 못하도록 규정하고 있다. 타인 명의로 주식을 취득하였다도 회사의 계산으로 매입한 때에는 회사 명의로 취득한 경우와 같이 취급하고 있다. 이와 같이 상법 제341조가 자기주식취득을 금지하고 있는 것은 이론적인 이유에서보다는 이를 허용할 때 나타날 수 있는 부작용을 방지하기 위한 정책적인 이유에 따르고 있다.²⁹⁾

1. 理論的 根據

전통적 이론에 따르면 회사의 자기주식취득은 社團性的 법리, 영미법상 能力外 (ultra vires)이론, 混同의 법리 등을 이유로 금지되어 왔다고 한다.³⁰⁾

(1) 주식회사는 사단법인으로 상법이 회사의 자기주식취득을 금지하는 것은 회사가 그 구성원인 주주와는 별개의 인격체이면서도 스스로 자기의 구성원인 주주가 되는 것은 논리적 모순 때문이라고 한다.³¹⁾ 다시 말하면 사단법인인 주식회사

29) 임성희, “상법상 자기주식취득의 효력”, <http://www.kolis.co.kr/D-Nlawinfo/casestudy/read.html?table=casestudy&num=220&page=2>

30) 이에 관한 자세한 문헌으로는 김병연, 전게서, pp. 1~2;金正泰, 前掲論文, p. 89; 金東建, “自己株式의 取得禁止”, 「會社法上の 諸問題 (上)」, 裁判資料, 37輯, 법원도서관, 1987, p. 325; 朴晉泰, 自己株式에 관한 比較法的 研究, 博士學位論文, 釜山大學校 大學院, 1986, p. 33 등

31) 김병연, 전게서, p. 1; 李哲松, 前掲書, p. 316; 具萬會, 前掲論文, p. 546; 朴榮吉, “自己株式取得에 관한 약간의 考察”, 國際航空宇宙法 및 商事法の 諸問題: 眩谷金斗煥教授華甲紀念論文集, 法文社, 1994, p. 581; 李達雨, “會社의 自己株式取得質取禁止”, 「法學論叢」, 2집, 단국대학교, 1959. 7, p. 49; 松本蒸治, 「日本會社法講義」, 巖松堂書店, 1929, p. 278; 松波仁一郎, 「再版 日本會社法」, 肯斐閣, 1920, p. 935; 猪股淇清, 「株式會社本質論

가 주주의 지위를 표창하는 주식을 취득하는 것은 법인이 자기의 일원이 되는 것으로 이는 모순이며 혼동의 법리에도 위배된다고 한다. 이는 주식을 단체 구성원이라는 정태적 측면에서만 보아 주주가 회사에 대하여 가지는 비율적 지위, 즉 주주 지분이라는 입장으로 자기주식의 원시취득의 불가능성과 적법하게 취득한 자기주식의 권리휴지와 주식의 소각 근거로는 타당하다고 한다.³²⁾

(2) 회사의 자기주식취득은 회사의 목적에 수반하는 행위가 아니기 때문에 자기주식취득은 회사의 능력 이외의 행위이기 때문에 무효라고 한다.³³⁾

이와 같은 영미법에 의한 能力外(ultra vires)理論은 1887년 영국의 Trevor v. Whitworth 사건 판례³⁴⁾에서 유래한다. 즉 회사의 자기주식취득은 기본정관(memorandum of association) 또는 보통정관(articles of association)³⁵⁾에 어떠한 규정이 있다고 하더라도 '회사의 능력 외'라고 하여 회사가 자기주식을 취득하는 것은 불가능하다고 하였다. 이 이론에 따르면 회사가 자기주식을 취득하는 것은 善意이거나 주주의 동의가 있었거나 회사채권자를 詐害할 목적이 없었다고 하더라도 회사의 권리능력을 일탈한 것이라고 한다.³⁶⁾

회사가 자기주식을 취득하는 것은 회사의 株式失權(forfeiture)과 失權의 간소한 절차인 주식포기(surrender)절차와는 달라 회사가 자기주식을 계속 보유하고 있으면 자본의 감소를 초래하는데, 이와 같은 자본의 감소는 법원의 엄격한 절차를 거쳐 진행되는 자본감소에 대한 탈법 수단이고, 자기 회사의 사원으로 되는 것이어서 모순이고, 또한 자기주식취득은 주주에게 자본을 환급하는 것이어서 회사법 위반이라는 것이 금지의 주된 이유라고 한다.³⁷⁾

1. 巖松堂書店, 1927, p. 403.

32) 朴晉泰, 前掲論文, p. 33.

33) 김병연, 전계서, p. 1.

34) Trevor v. Whitworth (1887), 12 APP. Case 409. 이에 대해서는 Sealy, L. S., *Cases and Materials in Company Law*, 7 Rev ed., Butterworths, 2001, pp. 320~322.

35) 영국 회사법은 회사설립에서 정관의 이중구조를 요구하고 있다. 基本定款은 회사의 근본적인 것으로 외부에 대한 것이고, 普通定款은 회사 내부에서 사원의 권리의무관계와 회사의 기업활동에 관한 방법 등을 정한 것이다.

36) 朴晉泰, 前掲論文, p. 33. 주 127) 참조.

37) Sealy, op. cit., pp. 320~321 cf.

(3) 混同의 法理은 회사가 자기주식을 취득하는 것은 채권과 채무가 동일한 주체에 귀속한 때에 채권은 소멸한다(민법 제507조)는 논리에 근거한다.

2. 理論的 根據에 대한 批判

(1) 사단성의 법리에 근거한다는 주장에 대해서는 주식의 사단법적 성격과 재산법적 성격을 구별하여 양도가능한 재산적 가치로서의 주식은 그 주식을 발행한 회사라고 하여 취득할 수 없는 것은 아니라고 한다. 즉 주주의 지위를 표창하는 동시에 재화의 유통에 따른 동태적 측면에서 본다면 주식은 재산권의 객체로서 거래할 수 있는 독립적인 가치를 지닌 것으로 볼 수 있고, 따라서 그 가치가 유가증권화되어 유통되고 있는 이상 회사가 거래의 객체로서 자기주식을 취득하는 것은 이론상 불가능한 것이 아니기 때문에 자기주식취득을 다른 재산의 취득과 다르게 보아야 할 이유가 없다고 한다.³⁸⁾ 그리고 회사는 당연히 자기주식을 취득할 수 있다고 보는 것이 일단 취득한 자기주식을 換價處分할 수 있는 자산으로 보는 경제적 실질에도 합치된다고 한다.³⁹⁾ 상법과 특별법에서 자기주식취득을 예외적으로 인정하고 있는 것은 이를 간접적으로 인정하고 있는 것이라고 한다.

(2) 영미법에 따른 능력의 이론에 대해서는 회사가 실제로 행위 할 수 있는 능력과 법적인 능력은 구별되어야 하고, 회사가 경제적 활동체로서의 기능을 제대로 발휘하게 하려면 회사의 권리능력을 그 목적에 따라 제한하는 것은 폐지하는 것이 타당하다고 한다.⁴⁰⁾

(3) 混同의 法理에 대해서는 어음채권은 어음의 還背書에 의한 혼동으로 소멸하지 않고(어음법 제11조 제3항·수표법 제14조 제3항·민법 제509조 제1항),

38) 李哲松, 前掲書, p. 312.

39) 김병연, 전계서, p. 2.

40) 김병연, 전계서, p. 2; 金正泰, 前掲論文, pp. 11~12. 이러한 비판에 따라 영국에서는 Trevor v. Whitworth 판결 이후 법정책적 근거에서 자기주식취득금지에 대한 이유를 찾게 되었다고 한다(朴晉泰, 前掲論文, p. 33 주 127) 참조).

증권화된 재산권에는 혼동의 법리가 적용되지 않는 것이 원칙이라고 하는 비판이 있다.⁴¹⁾

3. 結語

이상에서 살펴 본 것처럼 법 논리적 모순을 이유로 자기주식취득을 금지한다면 상법과 증권거래법 등에서도 예외적으로나마 자기주식취득을 인정하여서는 안 될 것이다.⁴²⁾ 그리고 주식양도의 자유를 강화하기 위하여 주권이 발행·유통되고 있는 상황에서는 회사가 자기주식을 취득하는 것은 당연할 뿐만 아니라, 이를 제한하는 것이 오히려 주식회사 제도의 근간이라 할 수 있는 주식양도의 자유를 저해한다는 지적에 대항할 논거가 약하다.⁴³⁾

따라서 상법에서 자기주식취득을 원칙적으로 금지하는 것은 이와 같은 법 논리적인 근거보다는 회사가 자기주식을 취득할 때 실제로 발생할 수 있는 폐해를 예방하기 위한 정책적 고려에 따른 것이라고 보는 것이 일반적인 견해로⁴⁴⁾ 볼 수 있으며 타당하다고 생각한다.

第3節 自己株式取得의 規制 必要性

앞에서도 살펴 본 것처럼 회사의 자기주식취득은 회사 경영정책에 필요하거나 기업활동의 유지와 발전을 위하여 유익한 때도 있다.

그러나 상법이 자기주식취득을 원칙적으로 금지하는 것은 위에서 살펴 본 이론적 근거 이외에도 회사의 자기주식취득을 인정하면 권리자인 주주와 의무자인 회사가 동일인으로 되어 주식이 소멸하게 되고, 주식의 소멸에 따라 자본의 감소를 초래하여 회사의 자본충실을 해치게 된다고 한다.⁴⁵⁾ 다른 한편 회사가 자기주식을

41) 김병연, 상계서, p. 2;金正泰, 上揭論文, pp. 11~12.

42) 權琦勳, “違法하게 取得한 自己株式”, 『商事法論叢 : 霽南姜渭斗博士華甲紀念』, 上卷, 螢雪出版社, 1996, p. 308.

43) 上揭論文, p. 308.

44) 李哲松, 前掲書, p. 316; 金正泰, 前掲論文, p. 11.

45) 李達雨, 前掲論文, p. 49.

원시취득하면,⁴⁶⁾ 회사 자신이 주식 대금을 납입할 의무를 부담하게 되기 때문에 회사가 주식 대금 납입을 장부상으로만 가공하여 회사의 자본적 기초를 흔들 수 있다는 실질론에 근거한다는 주장도 있다.^{47) 48)}

그리고 자의적으로 자기주식을 취득하면 회사에 직접 또는 간접으로 관련이 있는 이익 또는 회사 자신의 이익이 침해될 가능성도 있다. 다시 말하면 일반적으로 회사가 자기주식을 취득하게 되면 회사채권자의 이익이나 주주의 이익이 침해될 우려가 있고,⁴⁹⁾ 회사가 대량으로 자기주식을 취득할 때에는 회사지배의 공정성과 주식거래의 공정성을 해칠 위험도 있다. 즉 자기주식취득을 인정하면 주식의 취득과 처분을 결정하여야 할 회사의 이사들이 회사의 내부정보에 정통한 점을 이용하여 자기주식으로 투자를 하거나 투기거래를 유발하게 되면 일반 투자자가 손해를 볼 가능성이 있는 등⁵⁰⁾ 정책적인 이유에서 상법은 회사의 자기주식취득을 금지하고 있다고 한다.⁵¹⁾

46) 물론 자기주식의 원시취득금지는 상법 제341조의 문제가 아니라고 보는 것이 일반적이라고 한다(金東建, 前掲論文, p. 328).

47) 李達雨, 上掲論文, pp. 49~50; 豊崎光衛, “自己株式の取得”, 田中耕太郎 編, 「株式會社法講座」, 第2卷, 有斐閣, 1956, p. 605.

48) 그러나 주식은 원래 독자적인 재산적 가치를 지닌 유가증권으로 회사는 자기주식이라고 하더라도 承繼取得할 수 있다고 보는 것이 상당하고, 이와 같은 견해로는 각국 상법에서 자기주식취득을 허용하고 있는 근거를 설명하기에는 부족하다는 것이 일반적이라고 한다(具萬會, 前掲論文, p. 547).

49) 李哲松, 前掲書, p. 316. 대법원 2003. 5. 16. 선고 2001다44109 판결에서도 “주식회사가 자기의 재산으로 자기의 주식을 취득하는 것은 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하여 회사와 주주 및 채권자의 이익을 해하고 주주평등의 원칙을 해하며 대표이사 등에 의한 불공정한 회사지배를 초래하는 등의 여러 가지 폐해를 생기게 할 우려가 있으므로 상법은 일반예방적인 목적에서 이를 일률적으로 금지하는 것을 원칙으로 하면서 ……”라고 하고 있다.

50) 이러한 이유에서 증권거래법 제188조 제1항은 “주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원·직원 또는 주요주주는 상장주권 또는 코스닥상장주권·전환사채권·신주인수권부사채권·신주인수권을 표시하는 증서 기타 재정경제부령이 정하는 유가증권 중 자신이 소유한 것이 아니면 이를 매도하지 못한다.”고 규정하고 있다.

51) 李哲松, 前掲書, p. 316; 姜渭斗, “自己株式取得의 禁止”, 考試研究, 제21권 제9호 (통권 246호), 고시연구사, 1994. 8, p. 123; 玉武錫, 前掲論文, p. 20; 李達雨, 前掲論文, p. 50; 李文星, “自己株式取得制度의 改善方向”, 「上場協」, 제33호 (1996년 춘계호), 한국상장회사협의회, 1996. 5, p. 119; 崔漢峻, “株券上場法人의 自己株式取得에 관한 研究 : 1997.1.13 改正 證券去來法을 中心으로”, 「商事法研究」, 제16권 제2호, 韓國商事法學會, 1997, p. 333.

1. 資本維持와 會社債權者의 保護

(1) 회사의 자기주식취득은 유상취득이 될 것이기 때문에 결과적으로 회사 순재산의 감소를 가져오게 되고,⁵²⁾ 이는 회사 자산의 충실을 해하여 주식회사의 자본유지원칙에 반할 뿐만 아니라 회사채권자의 이익을 해치게 된다.⁵³⁾ 즉 회사가 특정한 목적을 달성하기 위하여 유상으로 자기주식을 취득하게 되면 減資의 경우와 같이 자본의 환급이라는 결과를 가져오게 되고 — 자본의 환급에서는 채권자의 권리가 주주의 권리에 우선하게 되지만 — 자기주식취득을 허용하면 채권자를 보호하는 절차 없이 減資와 같은 결과를 가져와 회사채권자의 이익이 침해될 위험이 있기 때문이다. 따라서 회사가 자기주식을 취득하여야 하는 필요성을 어느 정도로 인용하여야 할 것인가 하는 정책적 과제를 일단 유보한다면, 회사채권자의 이익을 보호하는데 필요한 기초가 되는 자본유지원칙이 회사채권자의 이익을 보호하여야 한다는 입장에서 당연히 문제가 된다.⁵⁴⁾

회사는 자본액에 상응하는 순자산을 실질적으로 유지하여야 한다는 자본유지원칙은 주식회사 제도에 따른 당연한 근본규범이다. 이것은 주주가 주주의 자격으로 회사에 대한 출자의무(Einlagepflicht) 외에는 어떠한 책임도 지지 않는다는 주주유한책임원칙(상법 제331조)으로부터 오는 필연적인 것이다. 따라서, 회사채권자에 대한 회사의 책임에 대해서는 회사가 자기 재산만으로 직접 담보할 수밖에 없는 것이지만, 회사의 순재산은 그 내용과 양 그리고 가치가 변동하는 데에도 불구하고 회사채권자를 위한 담보로 최소한도로 회사에 유보하여야 하는 필연성에 기하여, 법률상 액수에 회사채권자를 위한 담보의 최소한으로서의 규범적 의미를 부

52) 자기주식취득은 이로 인하여 현금 기타 실물자산이 감소하는 대신 유가증권을 취득하는 것이기 때문에 회사의 총자산에는 변동이 없다고 할 수도 있지만, 주식이 가치를 갖는 것은 기본적으로 회사가 보유하는 순재산의 가치이기 때문에 자기주식취득은 결국 자본충실을 해친다고 한다(李哲松, 前掲書, p. 313).

53) 李文星, 前掲論文, p. 119; Ruth, Rudolf, *Elgene Aktien und Verwaltungsaktien, Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen*, Heft 9, Carl Heylmanns, 1928, S. 24; Schon, Siegfried, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie*, Konard Triltsch, 1937, S. 34; H. W. Ballantine, *On Corporations*, rev. ed., Callaghan and Company, 1946, p. 608.

54) 朴晉泰, 前掲論文, p. 34.

여한 것이라고 해석된다.⁵⁵⁾

그런데 회사재산(Gesellschaftsvermogen)은 현실적으로 가변적인 것이기 때문에, 때로는 그 순재산이 자본액 이하로 되는 때가 있기도 하지만, 이것은 회사의 경영 활동에서 발생하는 우발적인 것에 한하고, 법은 이 때에는 회사채권자를 보호할 힘을 갖지 않는다. 주식회사 형태에 따른 특별한 위험, 즉 법적 이유 없이 자기의 출자를 회사로부터 회수하여 회사 재산의 전부 또는 일부가 주주에게 유출되어 회사채권자를 보호할 수 없는 위험에 대해서만 법이 회사채권자를 보호할 수 있다. 이러한 이유에서 법은 명문으로 채권자보호에 대한 규정을 두고 있는 것이다(상법 제462조 제1항·제2항, 제438조 이하 참조).

따라서 회사가 주주에게 출자를 환급하는 것(Einlagenrückgewahr)은 법이 규정하고 있는 예외⁵⁶⁾를 제외하고 명문의 규정이 없더라도 주식회사법의 근본규범인 자본유지원칙에 따라 허용되지 않는다고 한다.⁵⁷⁾

(2) 이에 대해 회사가 자기주식을 취득하기 위한 재원이 배당가능한 이익인 때에는 자본유지원칙에 위배되지 않을 뿐만 아니라, 이중손실이 발생할 수 있다는 것도 회사가 다른 회사의 주식을 보유하는 경우와 정도의 차이만 있을 뿐 충분한 근거가 될 수는 없다는 반론이 있다.⁵⁸⁾

그러나 이러한 주장에 대해서도 배당가능한 이익을 자기주식을 취득하기 위한 재원으로 할 때 회사채권자의 이익에 해가 되는지 여부는 명확하지 않고, 이익을 주주에게 배당 형식으로 제공하는 것은 현행법에 따라 아무런 문제가 없고 회사채권자의 이익을 해하는 것은 아니라고 전제하면서, 문제는 이익의 社外流出 자체에서 발생하는 것이 아니라 그 유출의 대가로 자기주식을 취득하는 것이 회사채권자

55) 福岡博之, 「自己株式論」, 商事法經濟法叢書 第5, 千倉書房, 1960, p. 108 참조.

56) 출자환급금지 원칙에 대한 예외로는 ① 자본감소절차에 따른 주식소각(상법 제343조 제1항·제438조 이하), ② 신주발행무효판결확정 후 신주주에 대한 주금액의 반환(상법 제432조 제1항), ③ 건설이자의 배부(상법 제463조 제1항), 합병교부금의 지급(상법 제523조 제4호·제524조 제4호), ④ 잔여재산의 분배(상법 제542조 제1항) 등이 있다.

57) 朴晉泰, 前掲論文, p. 35.

58) 蓮井良憲, “自己株式の取得・質受”, 上柳克郎·鴻常夫·竹内昭夫 共編, 「新版注釋會社法」, 第3卷, 有斐閣, 1986, p. 229.

에게 어떠한 위험을 초래하는가에 대해 검토하여야 한다는 의견이 있다.⁵⁹⁾

회사가 자본 또는 법정준비금을 재원으로 자기주식을 유상취득하면 자본감소 절차를 거치지 않고 주주에 대해 출자를 환급해 주는 결과⁶⁰⁾가 되어 회사의 자본 충실을 해치게 되고,⁶¹⁾ 결국 회사와 회사채권자의 지위가 불안정해 질 가능성이 높다. 특히 자본을 재원으로 자기주식을 취득하는 때에는 법정절차를 거치지 않고 자본감소가 이루어질 위험이 있다. 그리고 배당 가능한 이익 등과 같은 자본 이외의 재원으로 자기주식을 취득하는 때에는 자본충실을 해치지 않는 것지만 회사로서는 가장 불확실한 재산가치를 취득하는 것으로,⁶²⁾ 회사의 자산상태가 악화되면 주식 가격이 하락하게 되어 회사에 이중손실을 입히게 된다. 결과적으로 회사에 손실이 발생하면 보유주식의 실질 가치에 그대로 반영되어 회사의 손실이 배가될 수 있다고 한다.⁶³⁾

(3) 독일에서는 자기주식취득을 출자의 환급과 동일한 것으로 보고 있으며,⁶⁴⁾ 출자의 환급을 명문으로 금지하고 있다(독일주식법 제57조 제1항 제1호).⁶⁵⁾ 이는 주주가 출자환급의 권리를 갖지 않을 뿐만 아니라, 회사도 주주에게 출자를 반환할 수 없다는 의미이다.⁶⁶⁾ 이렇게 보면, 출자환급금지원칙은 회사채권자를 보호하기

59)李文星, 前掲論文, p. 119.

60) 대법원은 “법인이 주식소각방법에 의한 자본감소 절차의 일환으로 상법의 자본감소 규정에 따른 적법한 절차를 밟아 당해 법인의 기본자산(차입금)으로 일정량의 자기주식을 액면금액에 취득하여 그 주식을 유상소각하였다면 이는 자본거래인 자본의 환급에 해당되는 것으로…….”라고 하고 있다(대법원 1988. 11. 8. 선고 87누174 판결).

61) 李哲松, 前掲書, p. 313; 李達雨, 前掲論文, p. 49; Raiser Thomas, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 2. Aufl., Verlag Franz Vahlen GmbH, 1992, S. 219.

62) Kropf Bruno, *Aktiengesetz : Textausgabe des Aktiengesetzes*, 慶應義塾大學商法研究會 譯, 西獨株式法 : 1965年株式法, 同施行法改正文並びに同政府草案理由書, 聯邦議會法律委員會報告書, 慶應義塾大學法學研究會, 1969, p. 97.

63) 鄭東潤, “自己株式의 取得과 質取”, 『司法論集』, 第8輯, 法院行政處, 1977, p. 359 이하; 徐燉珏·金泰柱, 『註釋 會社法』, 上卷, 育法社, 1986, p. 517.

64) Raiser Thomas, a. a. O., S. 219; Hans Würdinger, *Aktienfecht und das Recht der verbundenen Unternehmen*, 4. völlig neubearbeitete Aufl., C. F. Müller, 1981, S. 60.

65) AktG. § 57 Abs. 1 Satz 1.에 따르면 주주에게 출자가 반환되는 것을 허용하지 않고, 허용된 자기주식취득에 따른 취득가액의 지급은 출자의 반환으로 간주되지 않는다.

66) GeBler·Hefermehl·Eckardt·Kropff, AktG Kommentar, Lieferung 7, 1 Aufl., Frant Vahlen Vahlen GmbH, 1983, S. 87; 大隅健一郎·八木弘·大森忠夫, “株式法”,

위한 주식회사법의 기본원칙인 자본유지원칙에 따른 것이라고 할 수 있다.⁶⁷⁾

우리 상법도 회사가 주주에 대하여 배당의 기본요건의 하나로 법정준비금이나 임의준비금 그리고 당기이익으로도 填補가 불가능한 손실이 있는 때에는 그것이 전보될 때까지 배당이 불가능하다는 취지를 규정하여(상법 제462조 제1항), 회사가 이익배당을 명목으로 주주에게 출자를 환급하는 것이 불가능하다고 하고 있다. 그런데 출자환급금지는 회사에 의하여 이익배당 형식으로 행하여 질 때에 한한다고 해석할 것이 아니라, 이 원칙은 자본유지원칙으로부터 유래한 것이기 때문에 이익배당이라는 형식을 취하지 않는 다른 경우에도 회사가 출자를 환급하는 것은 불가능하고, 출자환급이 어떠한 형식으로 이루어지는가는 묻지 않는다고 해석하여야 할 것이다.⁶⁸⁾ 뿐만 아니라 회사가 출자를 환급하는 것을 금지할 뿐만 아니라, 주주도 출자의 환급을 회사에 청구할 수 없는 것으로 해석하여야 한다.

우리 나라에서는 주권상장법인이나 코스닥상장법인이 이익배당을 할 수 있는 범위 안에서 자본충실원칙을 유지할 수 있을 때에는 예외적으로 자기주식을 취득할 수 있도록 하고 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항).⁶⁹⁾

2. 株主 利益의 保護

(1) 주주평등원칙은 주주를 평등하게 취급하는 것이다. 따라서, 주주로서 권리의 행사와 의무의 이행 그리고 기타 이익 또는 불이익의 공여에 대하여 그 기회가 균등하게 부여되지 않으면 안 된다. 다시 말하면 이와 같은 기회가 균등하게 부여되었다면 그것이 각 주주의 사회적 또는 경제적 사정에 의하여 현실적으로는 개별 주주에게 불평등한 결과가 나타났다고 하더라도 주주평등원칙에 위반되는 것은 아니다.⁷⁰⁾

神戸商業大學外國法研究室 編, 「現代外國法典叢書 第8 : 逸逸商法, 第3」, 有斐閣, 1956, p. 114.

67) 福岡博之, 前掲書, p. 111.

68) 朴晉泰, 前掲論文, p. 35.

69) 증권거래법 제189조의 2 제1항에 따르면 주권상장법인이나 코스닥상장법인은 상법 제462조 제1항의 규정에 의해 이익배당을 할 수 있는 한도 안에서 당해 법인의 명의로 계산으로 자기의 주식을 취득(상법 제341조의 규정에 의한 취득을 제외한다)할 수 있다.

70) 예컨대, 회사가 주식총회를 소집한 경우 총회일로부터 2주간 전에 각 주주에게 소집통지서

회사의 자기주식취득을 인정할 때 어느 주주로부터 주식을 취득할 것인가? 취득대가는 얼마로 할 것인가?에 따라 주주평등원칙 위반이 문제될 수 있다.⁷¹⁾ 주주평등원칙은 주주가 회사와의 법률관계에서 평등하게 권리를 갖는다는 것으로 주주의 귀속자인 주주의 입장에서 株主平等原則(Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre)이라고 한다.⁷²⁾

주주평등원칙은 어떠한 방법으로 평등을 실현하느냐에 따라 절대적 평등과 비례적 평등으로 나눌 수 있다. 주식회사의 社團性에서 비롯되는 절대적 평등은 모든 주주에게 그 소유주식수에 상관없이 동등한 권리를 부여하는 평등이다. 주주유한책임제도를 바탕으로 하는 資本團體的 성격에서 비롯한 비례적 평등은 소유주식수에 비례하여 권리를 부여하는 평등이다. 주주평등원칙은 기본적으로 회사의 수익, 순재산 그리고 회사 지배에 대한 비례적 이익으로 구체화되는데 회사의 이익과 주주의 이익을 비교·교량하여 다수결의 원리와 주주평등원칙을 남용한 결과 회사의 이익 또는 주주의 이익을 침해하지 않도록 하는 것이 중요하다.⁷³⁾ 따라서, 주주평등원칙은 일반단체에서 요청되는 정의·형평 이념의 표현이라는데 일반적인 의의를 가진다.

위에서도 살펴 본 것처럼 주주는 그 持株數에 따라 평등하게 취급되어야 한다는 의미에서 주주평등은 비례적 평등을 말한다. 이러한 비례적 평등은 주주 개개인에 대하여 구체적으로 평등하지 않으면 안 되고, 주주 고유의 지위 자체에는 변함이 없어야 한다. 주주에 대하여 새로운 권리나 이익을 부여할 때에는 주주 개개인에 대하여 구체적으로 비례적일 필요는 없고, 일반적·추상적인 비례이면 족하다.

회사가 비례적 평등의 기준을 정하고, 각 주주에게 평등한 기회가 부여되었다면 주주 개개인에 대하여 구체적으로 평등한 결과가 일어나야 하는 것은 아니다.⁷⁴⁾

를 발송하면 족하고 각 주주가 총회 당일에 출석이 가능한가 어떤가는 주주평등원칙과 아무런 관계가 없다.

71)李文星, 前掲論文, p. 119.

72)李哲松, 前掲書, p. 248. 우선주·보통주와 같이 종류가 다른 주식이 있을 수는 있지만, 같은 종류의 주식 사이에서는 株式平等의 원칙이 지켜진다. 이를 일반적으로 주주평등이라고 한다. 이는 사원 상호간의 인적 평등이란 뜻은 전혀 없고, 보유주식에 비례한 평등이라는 뜻이기 때문에 산술적 의미에서는 주주평등의 원칙이라고 하는 것이 보다 정확한 표현이다(朴晉泰, 前掲論文, pp. 39~40).

73)松本蒸治, 前掲書, p. 103.

이와 같은 주주평등원칙은 강행규정으로서의 성질을 갖기 때문에 이 원칙에 위배되는 정관 규정이나 이사의 행위는 무효라고 한다. 그러나 구체적으로 주주가 자기의 불이익을 인용하여 그 이익을 포기하는 것은 문제가 되지 않는다.⁷⁵⁾

회사가 자기주식을 취득할 때의 재원이 자본이거나 배당 가능한 이익 또는 임의준비금 등 그 성격을 불문하고 주주와의 관계에서 기회 균등, 위험부담의 공평, 주식가격의 공정 등 주주평등원칙에서 요구되는 공평에 반하여서는 안 된다.⁷⁶⁾

(2) 회사의 장래가 불안하거나 주가가 유리하다는 등을 이유로 하여 투자를 회수하고자 하는 주주가 다수일 때 회사가 자의적으로 일부 주주로부터 주식을 매수하는 것은 주주 사이에 기회의 불균형을 야기 시킬 수 있다.⁷⁷⁾ 상법은 이익소각이나 상환주식의 규제(상법 제343조·제354조)를 통하여 평등한 상황을 예정하고 있기 때문에 일부 주주로부터만 자기주식을 취득하는 것은 이에 대한 위반이 된다.⁷⁸⁾

74) 이에 대하여 서울고등법원은 “회사가 그 설립 당시 발행한 주식의 인수대금만으로는 그 운영자금으로 충분하지 아니하여 주주들 사이에 보유주식의 수에 따라 일정금액씩을 더 출자하기로 약정하였으나 일부 주주들이 이를 이행하지 아니하자 총 출자금액에 대한 각 주주의 실제 출자금비율로 의결권 산출수를 계산하여 그에 따른 주식권을 행사하도록 하고 주주총회에서도 그러한 의결권 행사방법에 따라 결의가 이루어졌다면 이는 주주의 의결권에 대한 일부 제한 또는 그 본래의 의결권보다 더 많은 의결권을 행사하게 한 것으로서 주주평등의 원칙과 상법 제369조 제1항에 위배된다.”고 판시하였다(서울고등법원 제4민사부, 1990. 5. 9. 선고, 89나28305 판결).

75) 田中誠二, 「第2全訂版 會社法詳論」, 上卷, 勁草書房, 1982, p. 162에서는 “주주가 주주평등원칙의 결과 받아야 할 이익을 회사가 일반적으로 정관 또는 주주총회의 결의로 제한하는 것은 법이 인정한 예외(상법 제344조·제370조·제402조 등) 이 외에는 허용되지 않지만, 구체적인 사건이 발생한 때에는 주주가 평등원칙의 결과 받을 이익을 포기하는 것은 시효의 완성 후에 그 이익을 포기하는 것과 같이 이 제도를 파괴할 우려도 없고 공익을 해할 우려도 없기 때문에 허용하여야 한다”는 취지를 설명하고 있다.

서울고등법원은 “주식회사에 있어서 모든 대주주가 참석하여 당해사업년도 잉여이익 중 자기들이 배당 받을 몫의 일부를 스스로 떼내어 소액주주들에게 고루 나눠주기로 한 주주총회 결의는 주주가 스스로 그 배당 받을 권리를 포기하거나 양도하는 것과 마찬가지로 이익배당에 있어서의 주주평등 원칙을 규정한 상법 제464조의 규정에 위반된다고 할 수 없다.”고 하고 있다(서울고등법원 1980. 4. 14. 79나3882 제11민사부판결).

76) 김병연, 전거서, p. 3.

77) 朴晉泰, 前掲論文, p. 40.

78) 矢澤惇, 「企業法の諸問題」, 商事法務研究會, 1981. 9. p. 200.

회사가 유상으로 자기주식을 취득하면 매수의 상대방인 주주는 株金을 현금 받고 위험공동체 즉 회사로부터 이탈하지만, 잔여주주는 감소한 자금 때문에 보다 큰 위험을 부담하게 된다. 특히 회사가 위기에 처하여 있을 때에는 회사 연고자는 이와 같은 방법으로 위험을 면할 수도 있겠지만, 잔여주주는 최소한 잔여재산의 배분액이 감소하거나 최악의 경우에는 투자를 상실할 수도 있는데 이는 취득재원과 무관하게 나타나게 된다.

회사가 자기주식을 취득할 때 상대방인 주주는 위험공동체로부터 이탈하기 때문에 자기주식취득과 관련하여 주주평등과의 관계에서 나타날 수 있는 가장 큰 문제는 취득가격의 공정성이라고 할 수 있다. 회사가 자기주식을 취득할 때 실거래 가격 이상의 대가를 지급하면 잔여주식의 가치는 감소하게 된다. 역으로 회사가 실거래 가격 이하로 대가를 지급하면 잔여주식의 가치는 높아지게 된다. 따라서, 내부자가 자기가 가진 주식의 가치를 높이기 위해 이를 악용할 가능성이 있게 된다.⁷⁹⁾

주식매수청구권이 행사된 때에는 일차적으로 회사와 청구주주와의 협의에 의하여 가격이 결정되고, 당사자의 협의에 대한 보충적인 방법으로 법정매수가격을 규정하고 있다(증권거래법 제191조 제3항). 만약 매수가격에 대해 주주와 당해 회사와의 사이에서 협의를 이루이지 않고, 법정매수가격에 대해서도 당해 회사나 매수를 청구한 주주의 100분의 30 이상이 반대하는 때에는 최종적으로 금융감독위원회가 매수가격을 조정할 수 있다(증권거래법 제191조 제3항 후단). 그러나 이와 같은 방법도 강제성을 갖지 않기 때문에 조정에 실패하면 법원에 의해 결정된 가격에 의하여 해결하는 수밖에 없다.⁸⁰⁾

(3) 앞서서도 살펴 본 것처럼 자기주식을 취득하는 방법이나 대가의 정도에 따라 주주평등원칙에 반하는 결과가 나타날 수 있다. 즉 여러 주주가 투자의 회수를 원할 때 회사가 자의적으로 일부 주주의 주식만을 매입하면 주식의 기회균등을 침해하고 특정 주주를 우대하는 결과가 되어 주주평등원칙에 반하게 된다.⁸¹⁾ 또 이

79) 曾我部豊, “自己株式取得に關する日米法の比較法的考察”, 一橋大學一橋學會 編, 「一橋論叢」, 第31卷 第5號, 日本評論社, 1954. 5, p. 24.

80) 이러한 방법들은 구조조정의 필요를 우선시킨 것이라고 한다(朴晉泰, 前掲論文, p. 41).

와 같은 방법으로 취득한 자기주식을 소각하게 되면 주식평등원칙이 철저히 지켜져야 할 자본감소 절차에 대한 규정도 무시되는 결과를 초래한다. 즉 회사가 실거래 가격보다 높거나 낮은 가격으로 자기주식을 취득하면 주식을 양도한 주주만을 우대하거나 손해를 입게 한 결과를 초래하게 된다. 물론 주식시장에서 시장가격으로 주식을 매입하거나,⁸²⁾ 공개매수⁸³⁾한다면 시장은 누구에게나 개방되어 있기 때문에 주식평등원칙에도 반하지 않고 적절한 가격으로 매입할 수는 있을 것이다.⁸⁴⁾ 그러나 발행회사에 의한 시장매수는 내부자거래의 위험이 있고, 시장성이 없는 주식인 때에는 대가의 공정 또는 불공정이 이사의 책임문제로 다루어지게 되는 등 여전히 문제가 남는다.⁸⁵⁾

상장법인인 때에는 유가증권시장이나 코스닥시장 또는 증권거래법이 규정하는 방법에 따라 공개매수하게 되어(증권거래법 제189조의 2 제1항 제2·3호) 공정성을 담보할 수 있으므로 그 예외에 속한다고 할 수 있다.⁸⁶⁾

81) 具萬會, 前掲論文, p. 548; 權琦勳, 前掲論文, p. 309.

82) 시장매수방법(open market repurchase)은 주식시장에서 시장가격으로 자기주식을 취득하는 방법이다. 자기주식을 취득하는 기간 동안 회사는 회사가 원하는 취득가격의 범위 내에서 취득할 수량을 조절하면서 순차적으로 자기주식을 취득하게 된다. 이 방법으로 자기주식을 취득할 때에는 장기간에 걸쳐 자기주식 매수가 진행되기 때문에 일반 투자자들이 실제로 회사가 자기주식을 취득하고 있는지를 파악하기 어려운 단점이 있다. 그러나 회사의 입장에서는 주가가 높을 때에는 매입을 유보하고, 주가가 떨어질 때에는 다시 매입을 개시하는 등 취득수량을 유연성 있게 조절할 수 있는 장점이 있다(김범석, 전계논문, p. 5).

83) 공개매수방법(self-tender offers)은 마치 제3자에 의한 기업공개매수처럼 일정한 수량을 프리미엄을 지불하고 주식시장에서 매입하는 방법이다. 공개매수방법은 고정가격 공개매수방법(fixed price self-tender)과 경매방식 공개매수방법(Dutch auction self-tender)이 있다. 고정가격에 의한 공개매수는 취득할 수량과 취득기간을 미리 정해 놓고 공개매수하는 것으로 일반적으로 시장가격보다 더 높은 가격 매입가격을 제시한다. 경매방식에 의한 공개매수는 주식을 매각하고자 하는 주주 사이에서 가격 입찰 형식을 통하여 일정한 취득수량을 매입하는 것이다. 경매방식으로 자기주식을 취득하려고 할 때에는 취득하고자 하는 물량과 가격 범위 등을 사전에 공시한다. 취득하고자 하는 주식수보다 입찰에 참가한 주식수가 많으면 일부 또는 전부를 취득할 수 있고, 취득가격은 가장 낮은 입찰가격이 된다. 이때 주식을 보유하고 있는 주주의 입장에서는 입찰가격과 자기주식을 매각할 수 있는 가능성 사이에서 선택을 하여야 하는 문제가 있다. 즉 낮은 가격을 제시하면 회사가 자기주식을 취득할 가능성은 높아지지만 수령금액이 적어진다는 것이다(상계논문, pp. 5~6).

84) 河本一郎, “自己株式の取得をめぐる諸問題 : 商法緊急改正事項の研究シリーズ 1”, 『商事法務研究』, 第535號, 商事法務研究會, 1970. 9, p. 9.

85) 龍田節, “自己株式取得の規制類型”, 『法學論叢』, 第90號, 京都大學法學會, 1972. 3, p. 226.

3. 會社 支配의 公正性 確保

(1) 주식회사에서는 투자 규모에 비례한 의결권을 가지며, 회사 지배도 투자 규모에 따른 다수결로 이루어진다. 이는 주식회사 기구의 생래적 특질로부터 오는 당연한 결과이다. 그러나 회사 경영자들이 회사에 대한 지배권을 유지하기 위하여 회사 자금으로 자기주식을 대량 취득하는 것은 출자 없는 의결권을 창출하는 것이고, 잔여주주의 의결권 비율을 감소시켜 회사채권자의 이익과 일반주주의 이익이 침해될 우려가 있을 뿐만 아니라, 현 경영자들의 지배권을 고착화시키는 수단으로 악용될 우려가 있다.⁸⁷⁾ 다른 측면에서 회사 지배권을 확보하기 위하여 자기주식을 취득하는 것은 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)를 초래할 수 있다.⁸⁸⁾ 경영권을 방어하기 위해 회사가 회사의 명의로 자기주식을 취득하는 것은 대주주가 자기의 계산으로 주식을 취득하는 것과는 다르기 때문이다.

이와 같이 회사의 자기주식취득과 관련하여 회사 지배권자의 변경, 지배권의 매수, 지배권의 고정화 등이 문제가 될 수 있다.

(2) 회사에 의한 자기주식취득은 나머지 주주의 의결권 비율에 영향을 미친다. 자기주식에는 의결권이 없기 때문에(상법 제369조 제2항), 회사가 자기주식을 보유하는 동안에는 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 주식총수가 그만큼 감소하게 되어 다수결을 확보하기 위해 필요한 주식수는 자기주식취득 전에 비하여 적어지게 된다. 따라서 회사의 자기주식취득이 있기 전에는 다수파가 아니었던 자들이 회사의 자기주식취득으로 다수를 점하는 것이 가능하게 되어, 경영자가 어느 정도의 주식만을 가지고도 지배권을 유지·강화하는 것도 가능하게 될 수 있다.⁸⁹⁾

86) 具萬會, “自己株式의 取得 : 그 규제 및 완화에 관하여”, 證券去來에 관한 諸問題(上), 裁判資料 第90輯, 법원도서관, 2001, p. 548.

87) 김병연, 전제서, p. 3; Ruth, a. a. O., S. 30; Schon, a. a. O., S. 38; 蓮井良憲, 前掲論文, pp. 228~229; 龍田節, “違法な自己株式取得の效果”, 「法學論叢」, 第136號, 京都大學法學會, 1995. 3, p. 5.

88) 김범석, 전제논문, p. 9.

89) 今井宏, “商法緊急改正事項の研究シリーズ2, 支配權確保のための自己株式の取得 : 自己株式の取得をめぐる諸問題, 4”, 「商事法務研究」, 547號, 商事法務研究會, 1971. 1, p. 3; 曾我部豊, 前掲論文, p. 424.

이와 함께 회사 경영자가 자기주식을 취득하여 시장에서 유통되는 주식의 수량을 감소시키거나 시장가격을 조절하여 외부인이 회사의 지배권을 행사할 수 있을 정도의 주식을 보유할 수 없도록 하는 것도 가능하다.⁹⁰⁾ 그리고 현 경영자에 대해 반대하는 주주가 대량의 주식을 보유하여 경영자의 지배에 간섭하거나 지배권을 위협하게 될 때, 경영자는 회사 자금으로 반대파가 갖고 있는 주식을 매수하여 자기의 지배권을 유지·강화하려고 하는 경우도 있다.⁹¹⁾

미국에서는 理事가 회사 지배권을 유지·강화할 목적으로 자기주식을 취득하는 것은 허용되지 않는다는 것이 다수 판례의 입장이다.⁹²⁾ 이 원칙을 밝힌 판례는 지금까지 소수파주주였던 A·B 두 사람의 임원이 특정 주주로부터 그들이 소유한 주식의 일부는 개인적으로 나머지는 회사 금고주로 매입한 결과 회사의 社外株式數가 감소하여 실질적으로 과반수를 장악하게 되었다. 이에 대하여 반대파주주가 A와 B가 회사의 지배권을 탈취하기 위해 자기주식을 취득한 것이라고 한 사건에서, 이사가 회사의 지배권을 유지·강화하기 위하여 지위를 이용하여 주식의 발행·매입을 조작한 것은 회사에 대한 신임의무 위반이라고 하였다.⁹³⁾ 그러나 일부 판례는 반대파의 정책이 회사에 유해한 때에는 반대파주주의 지배권획득을 방어하기 위한 자기주식취득을 인정하였다.⁹⁴⁾

미국에서 이와 같은 회사 지배의 조작은 자기주식을 金庫株로 취득한 후 이를 자과의 양심 있는 제3자에게 매수시키는 것으로도 가능하고,⁹⁵⁾ 신주발행을 통해서

90) 今井宏, 上掲論文, p. 3.

91) Dodd, E. M., Purchase and Redemption by a Corporation of its own Shares : The Substantive Law, 89 *University of Pennsylvania Law Review*, 1941. p. 697.

92) Note, Buying out Insurgent Shareholders with Corporate Funds, 70 *The Yale Law Journal*, 1970, p. 308, 314.

93) Anderson v. Albert & J. M. Anderson Mfg. Co. 90 N. E. 2d. 541 (1950): Victor Brudney, Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control, 65 *Michigan Law Review*, 1966. pp. 280~281 cf.

94) 지배권을 유지·강화하기 위하여 자기주식을 취득하는 것은 회사 자산의 부당한 사용이 된다고 한 원칙은 영국에서 1887년 Trevor v. Whitworth Case에서 확립되었다. 이 판결에서는 경영자가 회사 경영정책을 공격하는 반대파주주의 주식을 매입하여 자기의 지배를 확보하는 수단으로 자기주식의 취득을 이용할 우려가 있기 때문에 자기주식의 취득은 위법하다고 해석하였다(Searly, op. cit., pp. 320~321 cf).

95) 가장 대표적인 것은 Kors v. Carey, 39 Del. Ch. 47, 158 A.2d 136 (1960)이다. 이

도 가능하다고 한다.⁹⁶⁾ 신주인수권에 의한 지배 조작은 주주에게 신주인수권이 없는 일반공모(상법 제418조 제1항)에 의하여 신주를 발행하는 경우와 경영자가 배정의 자유를 이용하여 자기의 지지세력을 강화하기 위하여 특별히 유리한 배정을 할 때 가능하다. 특히 자기주식취득에 필요한 유동자금이 없는 회사는 이와 같은 신주발행으로 자금을 조달하는 동시에 외부 자본가에 의한 지배권 도전을 저지하는 것이 가능하다.⁹⁷⁾

경영자는 회사 내에서 자신의 지위 확보와 회사를 위하여 자기주식을 대량으로 취득하거나, 주가를 조작하거나, 浮動株를 제거하여 회사 경영권 방어에 성공하기도 한다. 그러나 이러한 회사 경영권 방어는 경영권의 변동을 무의미하게 할뿐만 아니라 지배의 고정화를 초래한다. 이에 대해 한편에서는 회사 지배의 갑작스러운 변경은 일반주주나 종업원 또는 거래처의 이익을 해칠 수 있다는 측면에서 지배의 안정이라고 보아 긍정적으로 평가하기도 한다. 다른 한편에서는 보다 유능하고 의욕적인 경영자를 구하는 일반 주주들이 있을 수 있다. 이들에게는 회사를 지배하기 위한 경쟁관계에서 주주로서의 선택 기회가 주어져야 한다. 지배에 대한 위협이 있을 때 경영자가 회사 자금을 사용하여 항상 이러한 위협을 제거한다면 경영독재를 초래한다고 할 수 있다.⁹⁸⁾

(3) 이미 살펴본 것과 같이 자기주식은 의결권이 인정되지 않기 때문에, 자기주식취득으로 의결권 총수가 감소되어 주주총회를 지배하기 위하여 필요한 주식수는 자기주식취득 전에 비하여 적어진다. 따라서 자기주식취득 전에는 다수를 차지할

외에도 Cheff v. Mathes, Del. Supr., 199 A. 2d 548, 554 (1964); Bennett v. Propp, Del. Supr., 187 A. 2d 405, 408 (1962); Martin v. American Potash & Chemical Corporation, Del. Supr., 92 A.2d 295, 302 (1952); Kaplan v. Goldsamt, Del. Ch., 380 A.2d 556, 568~569 (1977) 등 참조.

96) 前掲 주 89)의 70 *The Yale Law Journal*, p. 315.

97) 西原寛一, “「會社乘取り」の法的考察”, 大阪株式事務懇談會 編, 「株式會社の法理論と實際」, 有斐閣, 1957, p. 196.

98) 위임장쟁탈전에서 현 경영자는 회사 자금을 사용할 수 있는데 이는 반대파에 비하여 압도적으로 우위에 설 수 있다는 점에서는 문제가 되지만, 합리적인 범위 내에서는 적법한 것이 된다. 이는 일반주주에게 이에 대한 판단 기회가 부여되어 있기 때문이다. 이에 비하여 자기주식취득은 위임장쟁탈전과 같은 판단 자료의 제공이 없이 경영자측의 지배권을 강화하기 위한 직접수단이란 점이 다르다(龍田節, 前掲論文, p. 228).

수 없었던 주주가 다수를 차지할 수 있게 되어, 이사 또는 대주주가 자기주식취득을 악용하여 다른 주주를 해치게 될 위험이 있다.⁹⁹⁾ 그리고 대표이사가 회사의 계산이나 타인의 명의로 자기주식을 취득하면 타인의 주식과 쉽게 구별되지 않고, 자기주식에 대해서는 투자자가 없다고 할 수 있기 때문에¹⁰⁰⁾ 대표이사가 회사의 대표자로서 의결권을 행사하는 결과가 되어 다수결원리에 반하게 된다.¹⁰¹⁾

그리고 회사의 자기주식취득으로 회사 경영자들은 자본참가를 하지 않고도 세력을 확장할 수 있는 폐해가 나타날 수도 있다. 주식의 소유가 분산되어 있는 대규모회사에서 이와 같은 일은 사실상 일어날 수 없을지 모르지만, 주주들이 비슷한 비율로 주식을 소유하고 있을 때에는 자기주식취득으로 인한 지배권의 비례적인 증가는 다소 나타날 수 있다.¹⁰²⁾ 이는 자기주식취득을 인정하더라도 의결권을 제한하여야 하는 실질적인 이유이기도 하다.

이러한 문제는 자기주식취득을 주주총회의 의결사항으로 하거나 한도를 규제함으로써 방지 할 수 있지만,¹⁰³⁾ 현행법에 따르면 이사가 자기주식의 의결권을 이용하여 투자를 수반하지 않고 회사를 지배하는 것은 불가능하다(상법 제369조 제2항). 그러나 이러한 힘을 행사하는 것은 이사는 주주에 의하여 선임되어야 한다는 법규에 함축되어 있는 이사와 주주 사이의 기능분배원리와는 어울리지 않는다.¹⁰⁴⁾ 그리고 회사가 잠재적으로 지배 가능성을 가진 주식을 대량으로 취득할 때에는 통상 프리미엄을 얻어서 거래하게 되는데, 회사가 이런 방법으로 자기주식을 취득하면 회사 자금의 부당한 지출로 인하여 회사채권자의 이익이 침해될 우려가 있고, 일반주주에 대해서는 주주평등이라는 관점에서 문제도 된다. 이와 같은 우려를 배제하기 위해서는 취득한도를 규제하거나 시장매수를 강제하는 방법도 있다.

이러한 위험과 폐해를 수반하는 지배권 확보를 위한 수단으로서의 자기주식취득은 회사 전체의 이익을 보호하여야 한다는 관점에서는 인정할 수 없지만, 반사회

99) 曾我部豊, 前掲論文, p. 424.

100) Reinhardt Rudolf·Schultz Dietrich, *Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl., J.C.B. Mohr, 1981, S. 274.

101) 具萬會, 前掲論文, p. 548.

102) Samuel L. Hayes·Russel A. Taussig, *Tactics of Cash Take-over Bids*, *Harvard Business Review*, March-April, 1967, p. 143.

103) 龍田節, 前掲論文, p. 227.

104) 今井宏, 前掲論文, p. 4.

적 이익을 목적으로 하는 경영권 탈취에 대한 대응책 이른바 방어매입을 하는 때에는 회사 전체의 이익이라는 관점에서 어느 정도 자기주식취득을 필요한 행위로 볼 수도 있을 것이다.

이와 같은 점을 고려하여 상법 제369조 제2항은 회사가 취득한 자기주식의 의결권을 박탈하고 있다. 그리고 주주총회 결의에서도 자기주식을 발행주식에 산입하지 않고 있지만(상법 제371조 제1항), 그 만큼 의결권이 감소되어 상대적으로 다른 주주들의 회사에 대한 영향력이 커질 수 있다. 다만 이와 같은 문제에 대해서는 이사의 성실의무와 의결권 없는 자의 총회 참가에 대한 결의취소의 소를 제기함으로써 견제할 수 있다는 견해가 있지만,¹⁰⁵⁾ 실효성에는 의문이 있다.¹⁰⁶⁾

아울러 회사에 대한 지배권을 유지하기 위하여 회사가 대주주로부터 높은 가격에 자기주식을 취득하면 회사에 재산적 손해가 발생하게 된다. 이러한 손해는 취득재원을 규제하거나 취득방법을 시장매수로 강제하더라도 방지할 수 없는 것이며, 주주총회의 결의를 요구하는 것이 가장 효과적인 방법이다.¹⁰⁷⁾

4. 株式取得價格의 公正性 確保

(1) 자기주식취득을 허용하면 주가조작과 이른바 내부자거래로 일반 투자자를 기만하는 투기 목적으로 악용될 우려가 있다.¹⁰⁸⁾ 그러나 이에 대해서는 위험성이 있는 개개 행위를 금지하면 되고, 이를 이유로 자기주식취득 자체를 금지할 필요는 없다고 하는 견해도 있다.¹⁰⁹⁾

그러나 증권시장이 국민경제 발전에 기여하고, 투자자를 보호하도록 하기 위해서는 증권거래에 관한 불공정 행위를 금지하여 공정하고 자유로운 증권시장을 유지하여야 한다. 증권거래에서 불공정한 행위가 행하여지고 증권시장이 인위적인 것

105) 鄭閔模, “自己株式取得의 規制와 緩和”, 證券, 第73號, 韓國證券業協會, 1992. 9., p. 8.

106) 具萬會, 前揭論文, p. 548.

107) 朴晉泰, 前揭論文, p. 44.

108) 김병연, 전계서, p. 3; 李文星, 前揭論文, p. 120; Ruth, a. a. O., S. 30; Schon, a. a. O., S. 38; 大森忠夫, 前揭論文, p. 782; 豊崎光衡, 前揭論文, p. 602; 矢澤惇, 前揭論文, p. 200.

109) 曾我部豊, 前揭論文, p. 426; 河本一郎, 前揭論文, p. 9.

이 될 때에는 증권거래에 참가하는 개개 투자자의 이익이 침해될 뿐만 아니라, 투자자의 증권시장에 대한 신뢰가 손상되어 증권시장이 국민경제 발전에 기여할 수 없게 된다. 따라서, 증권거래에 관한 불공정 행위를 금지하여 공정하고 자유로운 증권시장을 유지하는 것은 개개 투자자의 보호를 위해서 뿐만 아니라 국민경제 발전을 위해서도 반드시 필요한 일이다.¹¹⁰⁾ 그런데 회사의 자기주식취득을 허용하면 시세를 조정하거나 회사 내부자가 거래에 참가하여 주식거래의 공정성을 해칠 가능성이 있게 된다. 다시 말하면 주가가 하락할 때는 자기주식을 사들여 주가를 높이고 나서 이를 매각한다면 이는 일반 투자자를 속이는 결과가 된다.¹¹¹⁾ 그리고 공작매입 즉 회사 업적을 과장하거나 유상증자 또는 합병을 할 때 회사 입장을 유리하게 하기 위하여 사전에 자기주식을 고가로 매입하여 부당하게 시세를 조종하여 일반투자자를 기만할 수 있다.¹¹²⁾ 주가상승에 영향을 미치는 정보를 미리 알고 이것이 공시되기 전에 자기주식을 매수하였다가 주가가 상승한 후에 이를 매도하는 등 투기행위를 조장할 우려가 있다.¹¹³⁾ 이렇게 되면 회사 내부자의 투기 때문에 공정한 주식거래에 따른 국민경제 발전과 투자자 보호라는 요청에 따를 수 없게 된다.

(2) 회사의 신용 회복, 경영자의 업적 홍보 등을 위해 시장에서 자기주식을 취득하는 것이 회사 자체와 주주에 대해서는 유용할 수도 있지만,¹¹⁴⁾ 부실경영을 감추기 위한 수단으로 악용될 우려가 있고, 이에 따라 시장거래 가격보다 높은 시세가 인위적으로 형성된다면 일반투자자의 이익이 침해될 위험이 있다. 따라서 증권거래법 제188조의 4 제1항에서는 누구든지 상장유가증권 또는 코스닥상장 유가증권의 매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로, 자기가 매도하는 같은 시기

110) 神崎克郎, 『現代法律學全集 42: 證券取引法』, 青林書院新社, 1980, pp. 512~513.

111) 蓮井良憲, 前掲書, p. 228.

112) 재무구조가 부실한 회사에서 지배주주가 자기주식의 취득을 통하여 투자자본을 회수하게 되면 다른 주주와 채권자의 희생으로 출자를 우선적으로 회수하는 것으로 매우 부당하다 (李哲松, 前掲書, p. 313).

113) Götz Hueck, *Gesellschaftsrecht*, 18. Aufl., C. H. Beck, 1983, S. 241.

114) 이에 대해서는 앞의 第1節 自己株式取得 動機 3. 株價調整機能論 參照.

에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매수할 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매도하는 행위(동 제1호), 자기가 매수하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매도할 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매수하는 행위(동 제2호), 유가증권의 매매거래에 있어서 그 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 가장된 매매거래를 하는 행위(동 제3호), 제1호 내지 제3호의 행위의 위탁 또는 수탁하는 행위(동 제4호)를 금지하고 있다.

그리고 증권거래법 제188조의 4 제2항에서는 누구든지 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로, 단독으로 또는 타인과 공모하여 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위(동 제1호), 당해 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위(동 제2호), 당해 유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 행위(동 제3호)를 금지하고 있다.

이와 함께 원칙적으로¹¹⁵⁾ 누구든지 단독 또는 공동으로 유가증권 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못하도록 하고 있다(증권거래법 제188조의 4 제3항). 그리고 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위(증권거래법 제188조의 4 제4항 제1호)와 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게

115) 예외적으로 증권거래법 제188조의 4 제3항은 ① 안정조작이라 하여 증권회사가 대통령령이 정하는 바에 따라 당해 유가증권의 모집 또는 매출의 청약기간의 종료일 전 30일의 범위 내에서 대통령령이 정하는 날부터 그 청약기간의 종료일까지의 기간 동안 유가증권의 가격을 안정시킴으로써 유가증권의 모집 또는 매출을 원활하도록 하기 위한 매매거래를 하는 경우(동 제1호), ② 시장조성이라 하여 증권회사가 대통령령이 정하는 바에 따라 모집 또는 매출한 유가증권의 수요·공급을 그 유가증권이 상장된 날부터 6월의 범위 내에서 대통령령이 정하는 기간 동안 조성하는 매매거래를 하는 경우(동 제2호), ③ 모집 또는 매출되는 유가증권 발행인의 임원 등 대통령령이 정하는 자가 증권회사에 대하여 안정조작을 위탁하는 경우(동 제3호), ④ 증권회사가 제3호의 규정에 따라 안정조작을 수탁하는 경우(동 제4호), ⑤ 모집 또는 매출되는 유가증권의 인수인이 증권회사에 대하여 시장조성을 위탁하는 경우(동 제5호), ⑥ 증권회사가 제5호의 규정에 따라 시장조성을 수탁하는 경우(동 제6호)를 규정하고 있다.

함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위(동 제2호)를 하지 못하도록 하고 있다.

이와 같은 증권거래법의 금지를 철저히 이행하면 자기주식취득으로 인한 폐해는 없다는 견해가 있다.¹¹⁶⁾ 그러나 발행회사가 시세를 조종하려는 동기는 다른 투자자들에 비하여 강하고, 시세조종(market manipulation)이 발각되면 회사가 손해배상을 부담하게 되는데(증권거래법 제188조의 5 제1항),¹¹⁷⁾ 손해배상액은 회사가 시세조종에 의하여 얻은 이득에 한정되지 않기 때문에, 다수의 투자자로부터 손해배상청구가 있으면 회사에 큰 손해가 발생할 가능성이 있다. 특히 미국에서와 같은 주가감시기구가 정비되어 있지 않은 우리 나라에서는 시세조종의 입증, 특히 주관적 요건의 입증이 극히 곤란하여 자기주식취득이 인정된 상태에서는 회사가 자기주식취득의 필요성을 들어 시세조종 의도를 부인할 것이기 때문에, 이를 예방하기 위하여 일반적으로 자기주식취득을 금지하여야 할 필요성이 크다고 한다.¹¹⁸⁾

(3) 내부자거래(insider trading or dealing)¹¹⁹⁾는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임직원, 주요 주주 기타 회사와 일정한 관계에 있는 자가 당해 회사의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 않은 중요한 정보를 알게된 경우, 그 정보를 공시하기 전에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여 당해 기업의 주식 등 유가증권을 매매거래를 하는 것을 말한다.¹²⁰⁾ 내부자거래는 정보가 투자수익을 좌우하게 되는 증권시장의 특성상 근절되기 어려운 면도 있지만,¹²¹⁾ 일반투자자를 보호하고 증권시장의 건전하고 건실한 성장을 위해 규제를 보다 강화시켜야 한다

116) 龍田節, 前掲論文, p. 229.

117) 시세조종행위에 따른 손해배상액의 산정에 대해서는 노혁준, 「증권집단소송 ISSUE 시리즈 08 : 증권집단소송과 피해주식의 범위」, 전국경제인연합회, 2005. 5 참조

118) 龍田節, 前掲論文, p. 229.

119) 경제계에서는 계열사간 내부거래(self dealing)와 내부자거래(inside trading)의 용어를 혼용하는 예가 없지만 양자가 전혀 다른 것이다(김건식, “내부자거래규제의 이론적 기초”, 「증권학회 증권정책심포지엄 발표자료」, 2000. 11. 3, p. 2).

120) http://www.ksda.or.kr/invest/service_unfair.cfm?l_str=3&m_str=4&s_str=2

121) 재정경제부, 시사용어사전(http://krlea.org/technote/read.cgi?board=kleadata2&y_number=9&nnew=2).

는 의견도 있다.¹²²⁾

내부자거래는 이들이 다른 일반투자자들보다 자기회사의 주가에 영향을 미칠만한 중요한 정보를 알게 될 기회가 많기 때문에, 일반투자자들에 보다 훨씬 유리한 입장에서 자기회사의 주식을 매매하여 이익을 얻을 수 있다.¹²³⁾ 이에 반해 정보의 비대칭성에 의해 회사의 정보를 알지 못하는 선의의 일반투자자는 손해를 보게 될 가능성이 많기 때문에 증권시장의 건전한 발전과 공정한 거래기반을 조성하기 위해서 이러한 내부자거래를 법적으로 규제하고 있다(증권거래법 제188조의 2).

내부자거래에서 내부자는 회사내부자, 준내부자, 정보수령자로 구분할 수 있다.¹²⁴⁾ 會社內部者 또는 전통적 내부자는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원, 직원 또는 주요주주로 10% 이상 소유주주와 사실상 지배주주를 말한다. 準內部者 또는 일시적 내부자는 당해법인에 대하여 법령에 의한 인·허가, 지도·감독 기타의 권한을 가진 자, 당해법인과 계약을 체결하고 있는 자를 말한다. 情報受領者는 회사내부자와 준내부자로부터 정보를 수령한 자를 말한다.

전통적 내부자인 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원, 직원 또는 주요주주가 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나, 매수한 후 6월 이내에 매도하여 이익을 얻은 때에는 미공개 정보를 이용하였는지 여부에 관계없이 당해 법인은 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다(증권거래법 제188조 제2항).

122) 安文宅, “時勢操縱行爲의 規制에 관한 研究”, 『現代商事法の 諸問題 : 雪城李允榮先生停年紀念』, 法志社, 1988. 11, pp. 781~796.

123) 내부자거래 전후의 주가변화에 대해서는 강종만·최운열·윤계섭, “내부자거래 전후의 주가행태 분석”, 『金融學會誌』, 제1권 제2호, 한국금융학회, 1996. 참조.

124) 내부자거래에서 내부자를 세분하는 것은 자기 자신은 내부자가 아니지만 회사내부자로부터 내부정보를 받아 거래하여 이익을 취하는 자, 즉 내부자의 친족·친구·거래처 등과 같이 내부자와 특별한 관계에 있는 준내부자와 회사내부자 또는 준내부자로부터 얻은 내부정보를 이용하여 증권거래를 할 수도 있는 자도 있을 수 있기 때문에 이들 모두를 내부자 범위에 포함시켜야 한다(神崎克郎, 前掲書, p. 547 이하 참조). 증권 투자의 판단에 중요한 영향을 미칠 내부정보를 취득하고 있는 내부자는 당해 증권을 거래하기 위해서는 그 정보를 거래 상대방에게 개시하지 않으면 안 되고, 회사의 정당한 영업상 이익을 위하여 내부정보의 개시가 금지된 때에는 증권거래를 단념하지 아니하면 안 된다(disclose or abstain rule). 이에 대해서는 李泰魯·李哲松, 『會社法講義』, 博英社, 1999, p. 267; 神崎克郎, “自己株式の取得をめぐる諸問題 3 : 會社の自己株式取得と内部者取引”, 『商事法務研究 : 商法緊急改正事項の研究シリーズ-3』, 第549號, 1971. 2, p. 8).

그런데, 회사에 의한 자기주식취득은 ① 회사와 일반투자자 사이에서의 문제, ② 이사 등 내부자와 투자자와의 사이에서의 문제 그리고 ③ 이사 등 내부자와 회사 사이의 문제 등 세 가지 점에서 내부자거래와 관련되어 있다.¹²⁵⁾

회사에 의한 자기주식취득이 내부자거래에 해당하는 때에는 회사가 그 업무집행기관인 이사를 통하여 회사의 내부정보를 보유하고 있고, 그 내부정보가 발행증권의 투자판단에 중요한 영향을 미치기 때문에, 내부자거래금지에서 말하는 내부자에는 자기주식을 취득하는 회사도 해당된다는 것이다.¹²⁶⁾

증권을 발행한 회사 보다 더 증권의 가치에 영향을 미칠 수 있는 정보에 접근할 수 있는 지위에 있는 내부자는 존재하지 않는다. 회사가 일반적으로 명확하지 않은 정보를 이용하여 자기주식을 취득하여도 이것에 의하여 누구도 개인적으로 이득을 얻은 것은 아니고, 또 회사는 자기가 갖고 있는 정보를 이용할 권리가 있기 때문에 회사가 내부정보를 이용하여 자기주식을 취득하였다더라도 이것은 불공정거래로 내부자거래에 해당되지 않는다는 논의가 있을 수도 있다. 즉 내부자거래에 대한 규제에 반대하는 논거로는 먼저 주가에 대한 내부자거래의 영향이라는 측면에서 시장에서 증권가격이 정확하게 결정되는 것은 자원의 효율적 배분을 위한 전제조건이라고 할 수 있고, 증권가격의 정확성은 모든 관련 정보를 반영한 때에만 비로소 달성할 수 있다고 한다. 따라서 공시되지 않는 내부정보가 있는 때에는 결국 시장가격은 정확한 것으로 볼 수 없다는 것이다.¹²⁷⁾ 즉 내부자거래가 이와 같은 내부정보를 시장가격에 반영되도록 함으로써 시장가격을 정확한 가격에 접근시킨다고 주장한 것이다. 그리고 내부자거래가 정확한 주가의 형성을 촉진한다는 점 못지 않게 그것이 대기업에서 기업가(entrepreneur)에 대한 적절한 보상수단이라는 측면에서 기업가와 단순한 경영자(manager)를 구별하면서 단순한 경영자에게는 보수를 지급하면 족하지만, 기업가에게는 내부자거래로 인한 이익을 보상으로 제공할 필요가 있다는 것이다. 단순한 경영자와는 달리 가치 있는 정보를 산출하는 것을 주된 임무로 하는 기업가에게는 보다 좋은 정보를 산출하도록 인센티브를 제공

125) 이에 대해서는 朴晉泰, 前掲論文, p. 47 以下 参照.

126) 神崎克郎, 前掲論文, p. 9

127) 이른바 강형의 효율적 시장가설(strong-form efficient capital market hypothesis)이 타당하지 않다는 것이 전제되고 있다(김건식, 전제논문, p. 4).

하여야 하는데 기업가가 내부자거래를 통해서 얻는 이익이 바로 그러한 인센티브가 될 수 있다는 것이다.¹²⁸⁾

그러나 이러한 주장에 대해 내부자거래에 대한 규제를 정당화하는 논거는 다양하지만 대체로 내부자거래는 투자자와 투자자의 시장에 대한 신뢰 그리고 증권을 발행한 회사를 해칠 뿐만 아니라 정보소유자의 재산을 유용하는 행위라는 주장으로 요약할 수 있다.¹²⁹⁾

일반투자자의 손해와 관련하여 내부자거래가 과연 투자자를 해치는 행위인가에 대해서는 견해가 나뉘어지고 있다.¹³⁰⁾ 내부정보가 공시되지 않은 상태에서 주가는 내부정보를 반영하지 못하기 때문에 내부정보를 알지 못한 일반 투자자는 결국 정상적인 주가보다 높은 가격에 매수하거나 낮은 가격에 매도하게 된다. 내부자거래가 일반 투자자들에게 손해를 입힌다고 보는 긍정설은 바로 내부정보가 반영되기 전의 주가와 반영된 후의 주가와 차액을 내부자거래로 인한 일반 투자자의 손해로 파악한다. 반면에 부정설은 일반 투자자가 손해를 보았다면 그것은 내부자거래 때문이 아니라 내부정보가 제대로 공시되지 않았기 때문이라고 주장한다. 생각건대 공정한 증권거래를 보장하기 위해서는 증권거래 당사자는 그 상대방이 내부적 지위 또는 내부정보에 접근할 수 있기 때문에 얻은 중요한 사실을 완전히 알아야 하고, 거래 상대방이 회사에 관계한 개인인가 아니면 회사 자체인가는 묻지 않는다. 따라서 회사가 아직 외부에 알려지지 않은 중요한 정보를 이용하여 자기주식을 취득하는 것은 불공정 거래에 해당되고 거래를 한 회사는 내부자라고 하여야 할 것이다.¹³¹⁾

내부자거래로 인한 일반 투자자의 손해를 부정하는 일부 학자들은 내부자거래가 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 해치는 것도 아니라고 주장한다.¹³²⁾ 그러나 이

128) 상계논문, p. 4.

129) Bainbridge M. Stephen, Insider Trading, in *Encyclopedia of Law and Economics*, Bouckaert & De Geest ed., Vol. 3, p. 784.

130) 이를 긍정하는 견해로는 Wang William K.S., Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies : Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect, *Villanova Law Review*, Vol. 45, 2000.이 있고, 이를 부정하는 견해로는 Bainbridge, *ibid.* 등이 있다.

131) 神崎克郎, 前掲論文, p. 10.

132) 그 근거로 내부자거래에 관한 스캔들이 Wall Street를 뒤흔들었던 1980년대 중반에도

러한 주장은 시장에서 어느 정도 내부자거래가 행해지더라도 일반투자자들 모두가 증권투자를 외면하지는 않을 것이고, 투자자를 보호하는데 다소 미흡한 점이 있더라도 성장 잠재력이 충분히 큰 시장이라면 투자자들이 투자를 계속하게 된다는 사실에서 보면 어느 정도 타당하다고 할 수도 있을 것이다. 그러나 이와는 달리 내부자거래가 정면으로 허용된다면 적어도 내부정보에서 소외된 일반 투자자들이 증권시장을 떠날 가능성이 크다.¹³³⁾ 따라서 주가는 내부자거래가 규제되는 경우보다 하락할 것이지만 내부자거래에 대한 규제가 제대로 시행된다면 증권시장이 더욱 성장할 수도 있다고 한다.

내부자거래가 발행회사에 손해를 끼칠 수 있다는 근거로 내부자거래가 허용되면 내부자들이 내부자거래를 위해 정보공시나 업무 추진을 지연시킬 가능성이 있고,¹³⁴⁾ 회사의 업무 수행을 방해할 소지가 있다는 점이다.¹³⁵⁾ 그리고 발행회사의 명성을 해칠 수 있다는 점을 든다. 회사의 주식이 내부자거래의 대상이 되고 있다는 사실이 알려지면 일반 투자자들이 당해 회사 주식의 거래를 기피할 것이고, 회사는 자금조달 비용이 상승하기 때문에 손해를 보게 될 것이다. 내부자거래로 인한 일반 투자자의 손해를 부정하는 학자들 중에는 일반 투자자의 손해가 없기 때문에 회사의 명성에도 손해도 있을 수 없다고도 한다. 그러나, 현실적으로 일반 투자자들이 내부자거래가 불공평하다고 느끼는 것은 막기 어렵고, 내부자거래로 인한 투자자의 손해가 없다는 주장을 받아들이더라도 일반 투자자들이 불공평하다고 느낀다면 내부자거래는 발행회사에 손해를 주게 된다.

정보소유자의 재산침해와 관련하여 정보에 대한 소유권의 관점에서 내부자거래

증권시장은 활황이었다는 점과 내부자거래에 대한 규제가 없거나 실제로 별로 실효성이 없는 외국에서도 증권시장이 번창하고 있다는 점 등을 들고 있다(Bainbridge, op. cit., p. 786).

133) 다른 나라로 이동할 수 있는 외국투자자인 때에는 내부자거래에 대한 규제 정도가 투자 여부를 결정하는 중요한 고려요소가 될 수 있다(김건식, 전제논문, p. 6 주) 8).

134) 그러나 내부자가 내부정보를 이용하여 증권거래를 하는대는 실제로 많은 시간이 소요되지 않기 때문에 내부자거래로 인한 지연효과는 심각한 것은 아니라고 한다(Bainbridge, op. cit., p. 787).

135) 내부자거래로 회사의 계획이 사전에 노출되면 더욱 심각한 사태가 발생할 수 있는데 이러한 가능성을 보여준 것은 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.사건이다. 이 사건에서 만약 내부자거래로 광맥이 발견되었다는 정보가 인근 토지소유자에게 알려지게 되었다면 회사가 광산부지를 염가로 구입하는 프로젝트의 성공이 불가능했을 것이라고 한다.

규제를 설명하는 견해가 있다.¹³⁶⁾ 전통적인 내부자거래에서 내부정보는 회사의 소유물이고 그것을 내부자가 임의로 이용하여 이익을 얻는 것은 절도나 횡령과 다름이 없다는 것이다.

(4) 증권거래법에서는 주권상장법인에 대해서는 내부자거래금지(제188조)와 미공개 정보 이용행위 금지(제188조의 2) 규정을 두고 이를 위반하면 손해배상책임과 벌칙규정(제188조의3, 4, 5) 등을 두어 규제하고 있다. 그러나 개별적인 억제장치로 내부자거래에 따른 피해를 막을 수 있다는 반론¹³⁷⁾도 있지만 개별적으로 책임을 추궁하기 위한 입증이 쉽지 않다는 현실적인 문제도 가볍게 볼 수는 없다.¹³⁸⁾

5. 小結

(1) 자기주식의 취득을 인정할 때 나타날 수 있는 피해 중 어느 하나가 자기주식의 취득을 금지하는 절대적인 이유가 되는 것은 아니다.

앞에서 살펴 본 것 중에서 자본충실과 관련하여 전액납입제(상법 제295조, 제305조)에 따라 자기주식을 취득할 때 그 취득재원을 배당 가능한 이익으로 한정하면 출자의 반환이 되지 않고, 자기주식취득에 따른 손실도 회사가 다른 회사의 주식을 보유함으로써 나타나는 손실과 정도의 차이에 지나지 않게 될 것이다.¹³⁹⁾ 자산의 건전성이 침해된다는데 대해서는 EU국가와 같이 취득한 자기주식의 자산성을 부인하거나 당해 주식의 소각으로 피할 수 있다고 한다.¹⁴⁰⁾

자기주식을 증권시장을 통해 실거래 가격으로 자유롭게 취득하는 것까지도 주의 불평등을 이유로 금지하는 것은 타당하지 않다고 한다.¹⁴¹⁾ 다만 주식시장을

136) 김진식, 전계논문, p. 8.

137) 河本一郎, 前掲論文, p. 9.

138) 權琦勳, 前掲論文, p. 310.

139) 김병연, 전계서, p. 3; 鄭東潤, 前掲論文, p. 366.

140) 小林量, 企業金融としての自己株式取得制度(2), 「民商法雜誌」, 92卷 2號, 有斐閣, 1985. 5, p. 200.

141) 蓮井良憲, 前掲書, p. 229.

통한 자기주식의 자유로운 취득을 지나치게 강조하게 되면 상장회사는 자기주식을 취득할 수 있지만 비상장회사나 시장성이 없는 주식에 대해서는 자기주식을 취득할 수 있는 시장이 없다는 문제가 있다. 이에 대해 시장성이 없는 주식에 대해서는 대가의 공정·불공정을 이사의 책임문제로 다루면 된다고 한다.¹⁴²⁾

자기주식은 의결권이 없으므로 자기주식을 취득한다고 하여 현실적으로 회사 지배를 왜곡 할 가능성은 높지 않고,¹⁴³⁾ 또한 이사의 충실의무와 비주주의 주주총회결의 참가를 이유로 한 결의취소의 소(상법 제376조)로 어느 정도 저지할 수 있으며, 또한 자기주식취득을 주주총회의 결의사항으로 하거나, 그것이 문제가 되는 때에는 취득수량을 엄격하게 규제한다면 방지할 수 있다고 할 수 있다.¹⁴⁴⁾

주식거래의 공정성 확보라는 점에 대해서는 상법 제625조 제4호의 투기행위를 하기 위하여 회사재산을 처분하는 죄와 제402조 이사의 위법행위유지청구권 그리고 증권거래법 제105조 시세조종 등 불공정거래의 금지와 제188조 내부자거래의 제한 등을 엄격하게 적용하면 그 폐해를 방지할 수 있다고 한다. 주식매점행위의 조장에 대해서는 이사의 선관의무 내지 충실의무를 엄격하게 적용하여 방지할 수 있다고 한다.¹⁴⁵⁾

그리고 현행법에서는 자기주식을 취득하는 방법을 공개시장에서 매입하거나 공개매수로 제한하여 주주들 사이에서의 공정성을 보장하고 있다는 반론을 제기하기도 한다.

이상과 같이 자기주식취득이 초래하는 폐해가 개별적인 규제에 의하여 제거될 수 있다고 하는 견해도 어느 정도 설득력이 있다고 할 수 있고, 내부자거래에 대한 규제도 세계적인 추세라고 할 수 있다. 현실적으로 보면 자기주식취득을 규제하는 근거에 대해서는 아직 의견이 완전히 일치하고 있는 것은 아니지만, 회사가 제3자 명의로 회사의 계산으로 자기주식을 취득하는 것이 일반적이며, 시세조작과 내부자 거래에 대한 규제의 실효성에 대해서는 의문이 제기되고 있다. 그리고 위법행위를

142) 阪埜光男, “自己株式取得規制と規制緩和の問題點”, 「法學研究」, 66卷 1號, 慶應義塾大學法學研究會, 1993. 1, p. 51.

143) 김병연, 전계서, pp. 3~4.

144) 小林量, 前掲論文, p. 200; 阪埜光男, 前掲論文, p. 51.

145) 김병연, 전계서, p. 4; 阪埜光男, 上掲論文, p. 51.

추궁하기 위한 입증이 매우 곤란하다는 점 등을 고려한다면 어떤 개별적 규제나 구제책을 마련하더라도 충분하지 않다고 할 것이다.

(2) 자기주식취득을 규제하는 밑바닥에는 거래의 불공정성이나 부도덕성에 대한 반감이 짙게 깔려 있지만 자기주식취득에 대해서는 공정성이나 윤리적 관점에서뿐만 아니라 그 효율성이라는 관점에서도 규제하여야 할 필요가 있다.¹⁴⁶⁾

그러나 상법에서 매우 엄격하게 규제되는 자기주식취득에 대해 자본시장의 완전한 개방과 구조조정의 촉진 등 증권시장을 둘러싼 환경의 변화 등을 고려할 때 자기주식취득을 규제하여 얻을 수 있는 경제적·사회적 실익보다는 자기주식취득을 활성화함으로써 기대되는 긍정적인 효과가 더욱 크다고 판단되기 때문에 증권거래법에서는 이를 상당히 완화하고 있다고 한다.¹⁴⁷⁾ 따라서 자본충실의 원칙을 유지하는 범위내에서의 규제의 완화를 고려할 필요가 있다고 생각한다.

146) 김건식, 전제논문, p. 8.

147) 金正泰, 前掲論文, p. 15.

第3章 比較法的 考察

모든 나라의 회사법은 정도의 차이는 있지만 회사의 자기주식취득에 대해 일정한 규제를 하고 있다. 이와 같은 규제는 앞서도 살펴 본 것처럼 회사의 자기주식취득은 회사 자산의 일부를 주주들에게 배분하는 회사의 부분적 청산과 같은 효과를 갖기 때문에 회사채권자들의 이익이 침해될 수 있고, 일부 주주들에 대한 불평등한 대우가 행해질 때에는 주주들의 이익이 침해될 수도 있기 때문이다. 대부분의 선진국은 자기주식취득의 남용으로 인한 피해를 방지하기 위하여 여러 형태로 그 취득을 규제하고 있다.

자기주식취득을 규제하는 형태를 보면 미국과 같이 일반적으로 자기주식취득을 인정하면서 제한적으로 금지하는 Negative System과 우리 나라와 같이 일반적으로 자기주식취득을 금지하면서 제한적으로 인정하는 Positive System이 있다.

우리 나라는 동일한 규제방식을 취하는 영국이나 독일 등보다 더욱 엄격하게 자기주식취득을 규제하고 있는 것으로 해석된다. 그리고 이와 같은 엄격한 규제 때문에 실제로 회사를 경영할 때 여러 가지 애로가 초래되고 이를 회피하기 위한 탈법행위도 이루어지고 있어 자기주식취득규제를 완화하여야 한다는 지적이 있어 왔다.¹⁴⁸⁾ 이에 따라 여러 차례 개정을 거쳐 증권거래법에서는 상장법인 등의 경우 자기주식의 취득을 폭 넓게 인정하게 되었다.

이하에서는 주요국의 자기주식취득규제와 그 완화에 대해 살펴봄으로써 우리나라에서의 규제완화에 대한 해결책을 모색해 보고자 한다.

第1節 美國

미국에서도 1930년대까지는 영국의 普通法에 따라 자기주식취득금지원칙이 적용되어 왔었다. 그리고 1826년 New York주 법원 판결¹⁴⁹⁾에서 회사는 채무의

148) 鄭閔模, 前掲論文, p. 22 以下.

149) 5 Cow, 426, 434~435 (N.Y. Sup. ct. 1826); Dodd, op. cit., p. 698.

변제로 자기주식을 취득할 수 있다고 하였고, 1858년 New York 상소법원에서 회사의 자기주식취득을 합법적인 행위로 인정하였다.¹⁵⁰⁾ 그리고 지금은 원칙적으로 자기주식취득을 인정하고 있는데 회사는 배당 가능한 이익의 범위 내에서 취득 목적에 관계없이 자기주식을 자유롭게 취득할 수 있다. 그리고 자기주식을 취득한 후에는 이를 즉시 소각하여야 하는 의무도 없으며 지속적인 보유도 가능한데, 이를 金庫株(treasury stock, treasury share)¹⁵¹⁾라고 한다.¹⁵²⁾ 다시 말하면 회사가 주주에게 이익을 분배하기 위한 목적으로 자기주식을 취득하는 것을 허용하고 있다.¹⁵³⁾

그러나 미국 각주의 회사법에서는 자기주식취득을 이익배당과 마찬가지로 보아 회사 채무관리를 이유로 이를 규제하는 경향을 보이고 있다.¹⁵⁴⁾ 그리고 1960년대 들어 내부자거래에 대해 연방에서 본격적으로 규제하기 시작하였는데, 연방의 규제가 적용되기 이전에 내부자거래는 州會社法에 따른 문제였다. 19세기까지의 州會社法에 따르면 이사는 주주에 대해서 충실의무(fiduciary duty)를 부담하지만 직책상 취득한 정보를 이용하여 주식을 거래하는 것에 대해서는 일반적으로 관용적인 태도를 취하였다.¹⁵⁵⁾

150) City Bank of Columbia v. Bruce & Fox, 17 N. Y. 507,511 (1858).

151) 金庫株는 회사가 발행한 주식 가운데 일부를 다시 매입하거나 증여 받아 회사 내부에서 보유하고 있는 주식을 말한다. 통상 회사의 금고(treasury)에 보관되기 때문에 treasury stock 또는 사내주라고 한다. 금고주는 의결권이나 배당금수령권 등의 권리가 부여되지 않는다. 자기주식취득은 결과적으로 주주가 납입한 자본금을 환급한 것이기 때문에 금고주는 법률적으로는 발행주식수에는 포함되지만 납입자본금에는 계상되지 않으며 보통주의 가치평가에도 계상되지 않는다(legally issued but not outstanding). 미국에서 자기주식에 따른 권리는 회사에 귀속되지 않는다(New York Business Corporation Law 102조(a), 510조(a), 612조(b); Delaware General Corporation Law 160조(c)). 그리고 대부분 회사가 연차보고서에서 자사의 수권주식수와 발행 및 납입주식수(issued and outstanding) 그리고 금고주를 함께 기재하고 있다.

152) 이러한 금고주의 취득이 자유롭게 허용되는 것은 자기주식취득을 회사재산의 분배(distribution)라는 관점에서 보기 때문이다(김병연, 전계서, p. 35). 다시 말하면 회사 재산을 이용하여 자기주식을 취득하면 회사의 자산가치는 하락하고, 다시 매각하면 자산 가치가 다시 상승한다고 보는 것이라고 한다(Rudolph E. George, Accounting for Treasury Shares under the Model Business Corporation, 73 *Harvard Law Review*, 1959, pp. 323~324,).

153) Clark, op. cit., p. 593 以下.

154) 김정태, 전계서, p. 17.

155) 김건식, 전계논문, p. 9.

20세기초 연방대법원은 이사가 내부정보를 공시할 일반적인 의무는 없지만 특별한 상황(special circumstances)¹⁵⁶⁾이 존재하면 공시의무가 있다고 인정하였고,¹⁵⁷⁾ 1930년대 들어 다수의 주에서 이와 같은 공시의무를 인정하게 되었다. 그러나 이와 같은 공시의무가 인정된 것도 이사가 상대방과 직접거래를 하였을 때뿐이고, 주식시장에서 거래가 이루어졌을 때에는 법원은 이사에게 이와 같은 공시의무를 부과하는 것을 거부하였다.¹⁵⁸⁾

1980년대 이후부터는 적대적 기업인수 시도에 대해 회사가 경영권을 보호하기 위한 수단으로 자기주식취득을 이용하기 시작하였고, 회사의 자기주식취득으로 주주들의 이익이 침해되면서 미국 회사법은 경영권을 보호하기 위한 회사의 자기주식취득을 종래의 자기주식취득과는 전혀 다른 내용으로 규제하기 시작하였다.¹⁵⁹⁾ 그리고 경영권 보호를 주된 목적으로 하는 회사나 회사 경영진 또는 지배주주의 자기주식취득은 대주주로부터의 개별매수뿐만 아니라 증권시장에서의 통상적인 주식매수나 자기주식의 공개매수 등의 방식으로 이루어지기 때문에 자기주식취득 과정에서 발생할 수 있는 정보의 은닉, 詐欺的 주식거래, 주가조작 등으로부터 일반투자자들을 보호해야 할 필요성도 강조되었다.

현재 미국에서는 ① 자기주식취득으로 인해 회사가 채무초과 상태가 되지 않고, ② 자기주식취득이 성실하게 이루어지고, ③ 다른 주주와 회사채권자의 이익을 해치지 않는다는 여건만 지켜지면 자기주식취득이 허용되지만, 자기주식의 의결권은 제한되고 있다. 1984년 개정 模範事業會社法에서는 ①의 자기주식취득으로 인해

156) 이사가 자신의 정체를 숨기고 주가에 영향을 미치는 중요정보에 근거하여 주주와 거래를 하는 때에는 그러한 “특별한 상황”이 인정되었다(김건식, 전제논문, p. 9 주 13)).

157) Strong v. Repide, 213 U. S. 419 (1909).

158) Goodwin v. Agassiz, 186 N.E. 659 (Mass. 1933). 1969년에 이르러 New York 주법원은 Diamond v. Oreamuno사건(248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969))에서 내부자거래를 행한 이사에게 거래의 상대방인 투자자가 아니라 회사에 대한 손해배상책임을 인정할 바 있다. 그러나 이 판결은 다른 법원들에서는 널리 지지를 받지 못하고 있다.

159) 미국 회사들은 일반적으로 회사의 자산가치가 발행주식 액면가의 총합인 법정자본(legal capital 또는 stated capital)보다 낮아지지 않는 한 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있다. 이와 같이 회사의 자기주식 취득에 대해 전통적으로 가장 관대한 태도를 유지하고 있는 미국 회사법도 회사의 자기주식 취득을 배당에 대해 적용되는 법령과 판례 등을 통해 규제하여 왔는데 미국 회사들의 정관이나 사채발행계약도 회사의 자기주식 취득에 관하여 배당에 대해 적용되는 것과 유사한 규정들을 두고 있다(金和鎭, 前揭論文, p. 130).

회사가 채무초과 상태가 되지 않아야 한다는 규정을 폐지하여 자기주식취득이 가능한 범위를 크게 넓혔다.

이와 같이 미국에서는 자기주식취득이 원칙적으로 자유롭지만, 실정법에 따른 취득재원에 대한 규제가 있고, 현실적인 문제로 자기주식을 취득하는 과정에서 공정성을 확보하는 문제도 이사회의 책임과 이사의 의무와 함께 제기되고 있다.¹⁶⁰⁾

1. 會社法에 의한 規制

미국에서 회사법은 주마다 그 내용이 다르지만,¹⁶¹⁾ 모든 주에서 원칙적으로 자기주식취득을 허용하고 있다. 州法에 따른 자기주식취득에 대한 규제는 일반적으로 취득재원규제라는 형태를 취하고 있지만, 최근에는 일정한 경우 취득절차에 대해서도 규제하는 주가 있다.

회사의 자기주식취득을 회사재산의 분배라는 측면에서 본다면 자기주식의 취득과 이익배당을 동일하게 취급되어야 하기 때문에 자기주식을 취득하기 위해서는 이익배당에 필요한 자금이 있어야만 한다. 다시 말하면 자기주식을 취득하기 위해서는 잉여금을 사용하게 되는데, 사용할 수 있는 잉여금의 범위에 대해서는 주마다 약간의 차이를 보이고 있다.

1) 取得財源規制

(1) 자기주식을 취득하기 위한 잉여금의 범위에 대해서는 주마다 약간의 차이를 보이고 있지만, 사용되는 잉여금의 범위에 대해서는 제한이 없기 때문에 이익잉여금이나 자본잉여금 모두 사용이 가능하다. 기본적으로 자본을 감소시키지 않는 한 자유롭게 인정된다고 할 수 있다.¹⁶²⁾ 자기주식취득이 자유롭게 인정되기 때문

160) 김병연, 전계서, p. 35.

161) 미국은 연방의회에 상사에 관한 입법권이 없어 주마다 다른 상법을 제정하고 있지만 1952년 통합된 통일상법전(Uniform Commercial Code)을 각 주에서 받아들여 매매총칙, 상업증권, 신용장 등에 관한 통일적 기준이 마련되었다(具萬會, 前揭論文, p. 549).

162) Del. Gen. Corp. Law 제160조 (a).

에 취득대금의 지급에서도 탄력성이 인정된다. 즉 회사가 자기주식취득대금이 부족한 때에는 장래에 대금을 지급하기로 하고 취득하는 것도 인정되고 있다.¹⁶³⁾

(2) 취득재원에 대한 규제는 잉여금규제형, California주형, 개정모범사업회사법형 등 세 가지 유형으로 나눌 수 있다.

잉여금규제형은 자기주식취득의 재원을 잉여금으로 한정하는 하고 있다. 다만, 이와 같은 규제 방식을 채택하고 있는 주에서도 잉여금의 범위는 모두 동일하지 않고, Delaware주나 New York주 등에서는 모든 잉여금을 취득재원으로 할 수 있다.¹⁶⁴⁾ 그러나 Connecticut주나 Pennsylvania주 등은 자기주식취득의 재원을 원칙적으로 사용 목적이 한정되어 있지 않은 이익잉여금으로 한정하고, 정관으로 정하거나 주주총회의 결의로 승인하는 때에는 사용 목적이 한정되어 있지 않은 자본잉여금도 취득재원으로 사용할 수 있도록 하고 있다. 또한 많은 주에서는 자기주식취득이 端株를 제거하기 위한 것이거나 우선주를 취득하기 위한 것일 때 등 일정한 사유로 취득할 때에는 자본을 취득재원으로 하는 것도 인정하고 있다. 그러나 대부분의 주는 회사가 지불불능이거나 자기주식취득으로 지불불능이 되는 때에는 자기주식취득을 인정하지 않는 취지를 명문으로 규정하고 있다. 취득된 주식이 소각되지 않는 때에는 金庫株로 보유된다.¹⁶⁵⁾

California주는 자기주식의 취득이나 배당 등을 분배(distribution)라는 포괄적인 개념으로 보아 회사로부터 주주에게 일정한 현금이나 재산이 이전되는 것을 동일하게 규제한다. 분배는 원칙적으로 유보이익으로 할 수 있지만, 유보이익이 없을 때에는 법으로 정한 자산비율이나 유동성비율 요건을 충족하면 가능하다. 즉, 분배 후에 회사의 자산총액이 부채총액의 1.25배 이상이고, 회사의 유동자산이 적어도 유동부채와 같아야만 배당을 할 수 있다.¹⁶⁶⁾ 다만, 어느 경우이든 지불불능

163) 김병연, 전계서, p. 36.

164) 模範事業會社法에서는 이익잉여금이 1차적인 취득재원이 되고, 정관에 규정이 있거나 발행주식총수의 과반수가 찬성하는 때에는 자본잉여금을 2차적인 취득재원으로 사용할 수 있는데 비해, New York Business Corporation Law 제513조 (a)에 따르면 이익잉여금이나 자본잉여금의 구분 없이 자기주식취득재원으로 사용될 수 있다.

165) 우리 상법에서는 원칙적으로 자기주식의 소유를 금지하고 있으며, 주주의 주식매수청구권 행사에 따른 취득 등 예외적으로 취득하는 때에도 일정기간 내에 처분하여야 한다.

요건에 저촉되면 배당을 할 수 없다. California주법은 취득주식을 미발행 수권주식으로 환원시켜 금고주라는 개념을 부인한다.

模範事業會社法(Model Business Corporation Act)에서도 자기주식취득이나 배당 등에 대하여 분배라는 포괄적 개념이 인정되는데, 분배는 지불불능 요건과 대차대조표 요건을 구비하지 않으면 안 된다. 모범사업회사법 제6조에서는 제한되지 않은 이익잉여금이 1차적인 취득재원이 되고, 정관에 규정이 있거나 발행주식총수의 과반수가 찬성하는 때에는 자본잉여금이 2차적인 취득재원으로 사용될 수 있다고 규정하고 있다. 대차대조표 요건은 분배로 인하여 회사의 총자산액이 총채무에 청산할 때 우선주주에게 지불하여야 할 금액을 더한 액수를 하회하지 않아야 하고, 취득주식은 미발행 수권주식으로 환원된다.¹⁶⁷⁾

이와 같은 재원규제를 위반하여 자기주식을 취득하면 통상 이사는 위법배당의 경우와 같은 책임을 지며, 이러한 제한에 위반한 취득행위에 대하여는 권리를 침해 받은 자에게 취소권이 인정된다.¹⁶⁸⁾

2) 節次規制

New York주, Tennessee주, Minnesota주는 회사가 일정비율 이상의 주식을 보유하고 있는 주주로부터 자기주식을 취득하는 때에는 주주총회 결의에 의한 승인이 필요하다는 취지의 규정을 두고 있다.

2. 證券去來法과 證券去來委員會規則에 따른 規制

충실의무를 위반하거나 詐欺를 이유로 하는 경영진에 대한 소수주주의 대표소송은 대부분 경영진에게 유리하게 종결된다. greenmail을 지급 받은 대주주가 소송절차에서 증언을 하지 않거나 경영진에게 유리한 증언을 함으로써 경영진이 단순히 경영권을 보전하기 위해 자기주식취득을 결정하였다는 결론을 도출하기 어렵

166) California Corporation Code § 500 (b).

167) ABA, Model Business Corporation Act, § 6, § 31.

168) ABA, Model Business Corporation Act, chapter 5 참조.

게 하는 것이 보통이고, 경영진은 경영진 고유권한원칙을 원용하여 거래의 공정성을 쉽게 입증할 수 있기 때문이다.¹⁶⁹⁾ 이러한 이유에서 회사의 자기주식취득에 대해 이의를 제기하려는 소수주주들은 연방증권거래법에 의한 구제수단을 이용하려고 시도하게 된다.

일정 규모 이상의 회사에 의한 자기주식취득에 대해서는 1934년 증권거래법(the Securities Exchange Act 1934)과 증권거래위원회(SEC : The Securities and Exchange Commission)의 규칙이 적용되어 회사 경영자가 내부정보를 이용하여 자기주식 매매에 따른 이익을 취득하거나 자기주식취득을 시세조종 수단으로 이용하는 등의 불공정거래를 규제하고 있다. 충실의무이론은 내부정보를 공시할 의무의 근거를 거래 상대방에 대한 충실의무에서 찾는 견해이다. 정보의 불균형 즉 상대방이 갖지 못한 정보를 갖고 있다는 것이 아니라 정보를 갖지 못한 상대방과 사이에 충실의무관계(fiduciary relationship) 또는 믿음과 신뢰관계(relationship of trust and confidence)가 존재한다는 점에서 공시의무의 근거를 찾는다.¹⁷⁰⁾

Chiarella v. United States 사건은 공시매수에 관한 서류를 인쇄하기로 한 회사의 직원인 Chiarella가 공시매수에 관한 서류에는 매수대상회사의 명칭이 공란으로 되어있었음에도 불구하고 다른 정보를 이용하여 매수대상회사가 어느 회사인지를 알아내었다. 그리고 그 정보를 이용하여 매수대상회사의 주식을 거래하여 약 3만달러의 이익을 얻은 사건이다. Chiarella는 대상회사의 내부자도 아니고 내부자로부터 정보를 수령한 것도 아닌 순수한 외부자(outsider)였음에도 불구하고 내부자거래로 기소되었다. 이 사건 판결에서 원심인 제2항소법원은 피고인의 유죄를 인정하였지만, 연방대법원은 피고인이 공시의무가 없다는 이유로 무죄를 선고하였다.¹⁷¹⁾ 공시의무는 믿음과 신뢰 관계에서 비롯되는데 이 사안에서 피고인과 거래 상대방 사이에는 그러한 관계가 존재하지 않는다는 것이다. 이 사건에서 피고인

169) Brudney Victor & Chirelstein A. Marvin, Cases and Materials on Corporate Finance, Foundation Press, 1972, p. 545.

170) 충실의무관계와 믿음과 신뢰 관계를 동일시하는 것에 대해서는 의문이 있을 수 있지만 이에 관하여는 별다른 논의가 없다고 한다(김건식, 전제논문, p. 12. 주 24)).

171) 445 U. S. 222 (1980).

Chiarella의 행위를 처벌하지 못하는 결과가 부당하다는 것은 말할 것도 없다.¹⁷²⁾

1) 包括的인 自己株式取得規制

미국 증권거래법 제13조 e항에서는 발행인의 자기주식취득을 다음과 같이 규제하고 있다. 즉 증권거래위원회(SEC)가 이익이나 투자자 보호 차원에서 ① 사기·기만적 또는 시세조종적 행위에 대한 정의를 내리기 위하여 ② 그러한 행위, 관행을 방지하기 위한 적절한 수단을 규정하기 위하여 제정하는 규칙에 위반하여, 회사가 자기발행주식을 매입하는 것은 위법이다. 이 규칙은 매수이유, 자금출처, 매수수량, 매수가격, 매수방법, 기타 증권거래위원회가 중요하다고 인정하는 정보를 당해 증권 소유자에게 제공하도록 발행자에게 요구할 수 있다.

(1) 제3자의 공개매수 중 발행자의 자기주식취득제한(규칙 13e-1)

SEC규칙 13e-1은 특정회사 주식에 대한 공개매수 제의가¹⁷³⁾ 발효 중인 동안

172) SEC는 규칙 14e-3을 제정하여 이 문제를 해결하였는데 이는 우리 증권거래법 제188조의 2 제3항에 해당한다. 즉 증권거래법 제188조의 2는 미공개정보 이용행위를 금지하고 있는데 이를 같은 법 제21조 규정에 의한 공개매수의 경우에도 이를 준용하도록 하고 있다.

173) 인수회사가 인수대상회사의 주식을 취득하는 방법이 매우 다양하고, 주식의 공개매수를 규율하는 법인 Williams Act는 공개매수제외의 정의를 포함하고 있지 않기 때문에, 특정매수제외가 규제대상인 공개매수제외에 해당하는지를 판단하는 것은 쉽지 않다. 따라서 법원과 SEC는 규제대상과 비대상의 경계를 확정하는 임무를 가지고 있다. 이에 대한 가장 중요한 판례는 연방 제2항소법원이 내린 1982년 Wellman v. Dickinson, 632 F. 2d 355 (2d Cir, 1982) 사건 판결이다. 이 판결에서 법원은 증권시장에서 공개적으로 행해지는 일반적인 주식매수는 Williams Act에 따른 주식공개매수에 해당되지 않지만 주식의 공개매수라는 정형화된 공개매수보다는 약간 넓은 개념으로 해석되어야 한다고 하고 그 판단기준으로 SEC가 이미 제시한 다음의 여덟가지 요소를 열거하였다. 즉 ① 인수대상회사 주주들에 대한 적극적이고 광범위한 매수 제의, ② 인수대상회사 총주식의 상당한 부분에 대한 매수 제의, ③ 주식의 시장가격을 초과하는 프리미엄, ④ 확정적인 조건의 매수 제의, ⑤ 특정수의 주식이 매수 가능한 때에만 매수한다는 조건, ⑥ 한정된 기간 동안에만 유효한 매수 제의, ⑦ 주주들에 대한 매도 압력의 발생, ⑧ 인수대상회사 주식의 급속한 대량 매입 이전 또는 그 도중에 행해지는 인수계획의 공표. 그러나 이 판결에

에는 그 회사의 자기주식취득이 원칙적으로 금지된다고 규정하고 있다. 즉 제3자가 공개매수를 신청하여 공개매수에 관한 규칙에 따라 공개매수를 하는 기간 내에는 발행자는 자기주식취득 관련 신청서에 매수할 수량과 방법, 처분 방법, 자금 출처 등을 기재하여 SEC에 제출하고 주주에게도 송부하여야만 자기주식을 취득할 수 있도록 하고 있다.¹⁷⁴⁾ 공개매수제의 대상 주식의 발행회사는 SEC규칙 13e-1에 따른 정보들이 SEC에 제출되고 또 그것이 주주들에게 전달되어 있는 때가 아니면 이 기간동안에는 자사주식을 취득할 수 없다. 이러한 SEC규칙은 기업인수시도의 공식적인 표적이 된 회사의 자기주식취득만을 규제하는 것이어서 기업인수시도의 공식적인 표적이 아닌 회사는 연방증권거래법의 규제를 받지 않고 증권시장에서 통상적인 방식으로 자기주식을 취득할 수 있다. 따라서 이와 같은 greenmail의 지불을 통한 경영권 보호는 공개매수제의가 있기 전에만 가능하다.

(2) 비공개환원을 위한 자기주식취득규제(규칙 13e-3)

발행자와 관계회사가 회사를 비공개로 환원시키기 위하여 자기주식을 취득하는 때에는 특별한 공시규제가 마련되어 있다.

(3) 공개매수에 의한 자기주식취득(규칙 13e-4)¹⁷⁵⁾

서는 이 요소들 중 얼마나 많은 부분이 어느 정도의 비중으로 확인되어야 주식공개매수제의가 존재하는 것으로 인정될 수 있는지에 대한 확실한 해답이 제시되지 않았다. 따라서 구체적인 경우에 법원에 의한 개별적인 판단의 여지가 대단히 큰 것으로 볼 수 있게 된다. 미국법원이 공개매수 제의에 해당한다고 볼 가능성이 높은 경우로 인수대상회사에 대한 인수의도를 공표한 후 진행하는 증권거래소에서의 통상적인 주식 매수, 인수회사가 인수대상회사 주주들에게 전화나 우편 등을 통해 개별적으로 매수제의를 행하는 경우 등을 들 수 있는데 여기서 중요한 기준은 인수대상회사의 주주들이 강한 매도압력을 받음으로써 매수 희망자와의 관계에서 실질적으로 협상력을 상실했는가의 여부이다. 따라서 위와 같은 유형의 제의가 있었다해도 그것이 기관투자자 등을 대상으로 이루어진 경우에는 공개매수제의가 있었던 것으로 보기 힘들다는 것이 미국 판례의 입장이다(宋鍾俊, 株式公開買受의 實體的規制와 投資者保護, 『人權과 定義』, 제184호, 대한변호사회, 1991. 12, p. 16; Note, The Developing Meaning of "Tender Offer" Under the Securities Exchange Act of 1934, 86 *Harvard Law Review*, 1973, pp. 1250~1251; Clark, op. cit., pp. 559~564).

174) Brudney & Chirelstein, op. cit., pp. 568~569.

주식의 공개매수 제의에 대해 규율하는 윌리엄스법(Williams Act)¹⁷⁶⁾은 자기주식의 공개매수 제의에는 적용되지 않는다. 따라서 자기주식의 공개매수 제의는 SEC규칙 13e-4에 의해 별도의 규율을 받는다. 이 규칙은 SEC에 관련정보 제출, 정보공시 등의 요건뿐 아니라 사기적 행위도 금지하고 있다. 이 규칙에 따른 자기주식의 공개매수는 통상적인 방법에 의한 자기주식취득보다 훨씬 번거로운 절차, 즉 주식발행자가 공개매수에 의해 자기주식을 취득할 때에는, 규칙 13e-4에 의해 매수증권의 수량과 자금 출처, 매수 목적, 최근 40일간 발행자와 그 관계자¹⁷⁷⁾에 의한 거래상황 등을 기재한 서류를 SEC에 제출하는 등의 절차를 거쳐야 하기 때문에 경영진들은 이 절차를 이용하지 않고 있다.

2) 不公正去來防止次元의 規制

회사에서 자기주식을 취득하는 결정은 이사회에서 이루어진다. 상환주주의 입장에서 보면 자기주식취득은 이익배당이나 출자환급과 유사한 결과를 초래할 수 있어 다른 주주와 회사채권자에게 중대한 영향을 미치게 된다. 따라서 자기주식취득에서는 공정성의 확보가 가장 중요한 문제가 되기 때문에 이사회는 자기주식을 회사를 위한 善意의 目的(bona fide corporate purpose)으로 취득하여야 한다.¹⁷⁸⁾

다시 말하면 자기주식을 취득할 때에는 시세조종이나 내부자거래금지 규정에

175) Ibid., pp. 564~568.

176) 이 법은 1968년 공개매수를 규제하기 위한 요건을 규정하기 위해 제정된 연방법이다. 1960년대에 많은 기업인수가 공표되지 않은 채 이루어지면서 경영자들이 인지하지 못하게 되고 주주들에게 충분한 의사결정 시간을 주지 못했다는 비판에 따라 제정되었다. 이 법과 그 후 개정 내용이 미국의 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 13(d)와 14(d)를 구성하고 있다. 이 법에 따라 공개매수를 시작하는 매수기업은 SEC와 매수대상기업에게 공개매수조건, 매수기업의 주식보유상황, 자금의 원천 그리고 매수 후의 계획 등을 상세히 설명하는 신고서를 제출하여야 한다. 다른 기업의 주식을 5% 이상 취득한 개인이나 회사도 그로부터 10일 이내에 위와 동일한 내용의 정보를 제공해야 한다. 이 법은 또 공개매수 기간을 최소 20일로 할 것과 매수청약에 응한 주주들이 15일 이내에는 그들의 결정을 번복(취소)할 수 있도록 규정하고 있다. 일정 수의 주식만을 매수할 때는 청약주주들로부터 안분비례의 원칙에 따라 매입해야 한다.

177) 관계자는 주식발행자의 자회사와 관계 회사 및 그 임원 등을 말한다.

178) 김병연, 전계서, p. 37.

저촉되지 않도록 하여야 하는데, 이에 대해서는 증권거래법 9a-2와 SEC규칙 10b-5가 규제하고 있다. 미국에서 내부자거래를 규제하는데 중심이 되는 것은 1934년 증권거래법 10(b)조와 그에 근거하여 제정된 SEC규칙 10b-5이다. 이 규정은 원래 내부자거래를 엄두에 둔 규정이 아니라 증권거래와 관련된 欺罔行爲를 일반적으로 금지하는 규정이었다.¹⁷⁹⁾ 그러나 1960년 SEC가 Cady v. Roberts 결정¹⁸⁰⁾에서 내부자거래가 SEC규칙 10b-5에 위반된다는 결정을 한 후 SEC규칙 10b-5는 내부자거래를 규제하는 중심이 되었다.

(1) 증권거래법 9a-2

누구든지 직접·간접으로 우편, 주간통상의 방법 또는 수단이나 전국 증권거래소 시설을 이용하여, ① 타인에 의한 매매를 유인할 목적으로, 단독으로 또는 타인과 공모하여, 전국 증권거래소에 등록된 증권에 관하여 실제로 또는 의견상 상황을 이루고 있는 듯이 하거나, ② 당해 증권의 시세를 변동시키는 일련의 거래행위를 하는 것은 위법이다.

(2) SEC규칙 10b-5

SEC규칙 10b-5는 문언상 기망행위를 금지하고 있을 뿐이다. 따라서 내부자거래가 SEC규칙 10b-5를 위반한 행위가 되기 위해서는 내부자거래 행위가 기망에 해당하여야 한다. 이렇게 볼 때 미국에서는 기망이 내부자거래의 핵심요소가 되고 있다.

상대방에게 적극적으로 거짓 정보를 제공하는 행위는 기망에 해당할 수 있다. 그러나 내부자거래에서는 적극적인 기망행위는 존재하지 않고, 오히려 내부정보를 공시하지 않는 부작위가 문제될 뿐이다.¹⁸¹⁾ 상대방에게 내부정보를 숨긴 채 증권거래를 한 것이 기망에 해당하려면 내부자에게 그 정보를 공시할 법적 의무가 있

179) Bainbridge, *op. cit.*, p. 24.

180) 40 SEC 907 (1961).

181) 김건식, 전계논문, p. 10.

어야 한다. 그러나 원칙적으로 일반 私法上 去來에서는 자신이 알고 있는 정보를 상대방에게 적극적으로 공시할 의무는 없다는 매수인위험부담원칙이 적용되는데, 이 원칙을 증권거래에 그대로 적용하면 내부자거래는 기망이 될 수 없다. 미국에서 내부자거래규제에 관한 이론적 논의는 내부자거래를 기망으로 구성하기 위하여 필요한 공시의무를 어떠한 이론에 의하여 인정할 것인가에 집중되고 있고, 어떠한 이론을 취하느냐에 따라 내부자거래의 규제 범위는 상당히 달라진다.

그러나 우리 나라 증권거래법은 미국법과는 달리 규제대상인 내부자거래의 범위를 구체적으로 명시하고 있기 때문에¹⁸²⁾ 우리 증권거래법에 따라 내부자거래를 규제할 때에는 이와 같은 이론적 근거를 제시할 필요는 없다. 다만 미국에서의 논의는 규제의 의의와 한계를 올바르게 파악하고 개선방안을 모색하는데 도움이 될 수는 있을 것이다.

SEC규칙 10b-5는 주가조작, 기망행위, 중요사실에 대한 정보의 왜곡과 은닉 등의 금지를 주요 내용으로 한다.¹⁸³⁾ 즉 누구든지 직접·간접으로 우편, 州間通商의 방법 또는 수단이나 전국 증권거래소 시설을 이용하여 ① 기망하기 위한 책략, 계략, 기교를 이용하는 것, ② 중요한 사항에 대해 사실과 다른 기재를 하거나, 그것이 작성된 당시 상황에 비추어 보아 기재에 대한 오해를 피하기 위해 기재할 필요가 있는 중요사항의 기재를 생략하는 것, ③ 어느 자에 대해서 사기 또는 기망이 되거나 될 우려가 있는 행위, 관행, 업무를 행하는 것은 위법하다.

SEC규칙 10b-5가 경영권을 보호하기 위하여 회사가 자기주식을 취득할 때에도 적용된다는 주장은 1977년 Santa Fe Industries, Inc. v. Green 사건에 대한 연방대법원의 판결¹⁸⁴⁾에서 SEC규칙 10b-5가 연방 차원의 충실의무를 도입하는 근거가 될 수 없음을 분명히 할 때까지 꾸준히 제기되었고, 이 판결 이후에도 완전히 포기되고 있지는 않다.¹⁸⁵⁾ 그러나 이 SEC규칙의 적용은 특정한 자기주식

182) 미국도 우리 나라처럼 내부자거래를 명시적으로 규정하려고 시도하였지만(Karmel S. Roberta, Outsider Trading on Confidential Information : A Breach in Search of a Duty, *Cardozo Law Review*, Vol. 20, 1988, p. 100), 규제당국인 SEC가 내부자거래를 구체적으로 정의하면 오히려 내부자거래를 융통성 있게 규제하기 어렵다는 판단에 따라 소극적인 태도를 취하면서 실현되지 못하였다고 한다.

183) Cox and Hillman, *Langevoort*, op. cit., p. 717.

184) 430 U.S. 462 (1977).

취득이 조작적(manipulative)이거나 사기적(deceptive)이었던 때에만 가능하다.

greenmail의 지불 자체만으로는 조작적이거나 사기적인 행위를 구성하지 않으며 또한 자기주식에 대한 공개매수 제의에도 해당되지 않는다는 것이 미국 법원의 태도이다.¹⁸⁶⁾ 한편 greenmail의 지불은 전적으로 연방증권거래법의 규율범위 밖에 있는 것은 아니며 자신이 greenmailer가 아니라는 대주주의 공표는 그것이 공표할 때 사실이 아니었으면 SEC규칙 10b-5 위반을 구성할 수 있다.¹⁸⁷⁾

3) 불공정거래규정의 통용 제외(Safe Harbour조항)

이상에서 살펴본 것처럼 자기주식취득은 여러 가지 제한을 받고 있지만 실무상 기동성 있게 자기주식을 취득할 수 있도록 하는 SEC규칙 10b-18이 마련되어 있다.¹⁸⁸⁾ 이 규정에 따라 자기주식을 취득하면 앞에서 본 불공정거래금지규정의 적용이 배제된다. 그렇다고 하여 SEC규칙 10b-18에 따르지 않은 자기주식취득이 당연히 위법하다는 의미는 아니다.

185) 주식발행회사를 위해 제3자가 발행회사의 주식을 취득하는 것이 SEC규칙 10b-5에 위반할 수 있다는 취지의 대표적인 판례는 Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787 (2d Cir. 1969)이다. 이 사건에서 American Standard와 Air Brake가 합병에 합의하자 제3자인 Crane은 Air Brake의 주식에 대해 공개매수를 제의하고 주주들이 이 합병에 반대하도록 하는 캠페인을 전개하였다. 이에 대하여 Standard 측은 Air Brake의 주식을 시장에서 비밀리에 다량 매입하였는데, 법원은 Standard의 행위가 주식의 시장가격을 왜곡시키고 Air Brake의 주주들로 하여금 시장에서 비정상적인 Air Brake 주식에 대한 수요가 있는 것으로 오해하도록 함으로써 Air Brake의 주주들이 Crane의 공개매수제의에 응하지 않도록 하는 효과를 유발하였으므로 그것은 SEC규칙 10b-5 위반을 구성하는 행위가 된다고 판결하였다.

186) Pin. v. Texaco, 793 F. 2d 1448 (5th Cir. 1986); Krammerman v. Steinberg, 891 F. 2d 424 (2d Cir. 1989) 참조.

187) In re Phillips Petroleum Sec. Lit., 881 F. 2d 1236 (3d Cir. 1989) 참조.

188) SEC규칙 10b-18은 “1일 동안의 매수권유는 복수증권회사를 통하여 하지 않는다. 다만, 권유행위 없이 하는 매수는 복수증권회사를 통하여도 좋다. 동시호가 기간이 끝날 때까지 거래를 시작하지 않으며, 거래종료 30분전 이후에도 거래하지 않는다. 매입가격은 직전의 제3자에 의한 거래가격 또는 공표된 제3자에 의한 매수시세 중 높은 금액을 상한으로 한다. 회사에 의한 매입주식수는 1일에 1거래단위 또는 과거 4주간의 거래량 평균의 25% 이내 중에서 많은 것을 상한으로 한다(자기자신의 거래액은 제외)”고 규정하고 있다.

3. 自己株式取得의 效果

회사가 취득한 자기주식은 자동적으로 소각되는 것이 아니라 금고주로 회사가 계속 보유할 수 있다. 그리고 회사가 금고주를 소각하면 회사가 발행할 수 있는 주식의 수는 감소된다.¹⁸⁹⁾

회사가 취득한 금고주는 의결권을 행사할 수 없고,¹⁹⁰⁾ 배당에 대한 권리도 갖지 못한다.¹⁹¹⁾ 금고주에 대해서는 정관이 다시 매각을 금지하지 않는 한 타인에게 양도할 수 있기 때문에 회사가 보유중인 금고주를 다시 양도하면 회사는 회사에게 주식을 양도한 전 소유주와 새로운 양수인과의 거래에서 중개자 역할을 한 것이 된다.¹⁹²⁾

자기주식취득은 이익배당과 동일하게 취급되기 때문에 이사회 결의만 있으면 된다. 자기주식을 취득하는 방법은 시장에서 매입하거나 공개매수를 통하는 방법으로 제한되지 않고, 회사와 주주간의 직접거래에 의한 취득도 가능하다.

第2節 日本

일본 상법도 우리 상법과 마찬가지로 주식양도자유의 원칙을 선언하고 있다(일본 상법 제204조 제1항). 주식회사에서는 주주가 유한책임을 부담하고 있기 때문에 회사채권자를 보호하기 위하여 출자의 반환은 원칙적으로 인정되지 않지만, 다수의 투자자가 안심하고 주식회사에 투자하도록 하기 위해서는 투하한 자본을 손쉽게 회수할 수 있어야 하고 이를 위해서 주식양도의 자유가 보장되게 된 것이다.

주식양도의 자유가 원칙으로 되어 있는 이상 자기주식취득도 원래적으로는 가능하여야 한다. 그러나 자기주식취득은 실질적으로는 출자를 반환하는 것과 같기

189) Henn G. Harry & Alexander R. John, *Laws of Corporations*, 3rd edition, West Publishing Company, 1983, p. 399.

190) MBCA § 33 (1969). 1984년의 RMBCA §6.31(a)에서는 금고주(treasury share) 대신 "the status of authorized but unissued shares"라고 표시하고 있다.

191) Nev. Rev. Stat. §78.283(2) (1994).

192) Cox D. James and Hazen L. Thomas, *Corporations*, Aspen Publishing, 2003, p. 585.

때문에 자본유지원칙에 반하고, 일부 주주들로부터 자기주식을 우선 취득하면 주주 평등원칙과 회사지배의 공정성에 반하게 되며, 주가조작이나 내부자거래 등으로 주식거래의 공정성을 해칠 수 있다는 정책적인 이유에서 이를 금지하고 있었다(구상법 제210조).¹⁹³⁾

그러나 일본에서는 1997년 5월 상법 개정에 따라 Stock Option제도가 도입되어 시행되었고, 2001년 6월 상법 개정을 통하여 금고주제도의 도입으로 대표되는 자기주식법제에 대폭적인 변화가 있었다. 즉 자기주식의 취득과 보유에서 취득 목적·수량·보유기간에 대한 규제를 폐지하는 한편 「주식소각절차에관한상법의특례에관한법률」¹⁹⁴⁾을 폐지하여 자기주식제도 대한 규제를 크게 완화하였다.

그리고 2005년 6월 일본 국회를 통과하여 2006년 5월중 시행될 예정인 이른바 신회사법에서는 자기주식취득에 대해 2001년 개정상법에서 규정한 취득제한사유를 철폐하고, 배당가능한 이익의 범위 내에서 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다.

1. 自己株式取得規制

일본은 1938년이래 논리적인 이유보다는 정책적인 이유로 자기주식취득을 절대적으로 금지한 원칙을 유지하여 왔다. 그러다가 1981년 개정상법에서는 自己株式質取의 탈법행위 가능성과 지나치게 엄격한 규제의 부당성이라는 양면을 조정하여 발행주식총수의 20분의 1 이내에서 자기주식의 질취를 허용하였다.

1989년 미일구조협약에서 미국측이 일본에 대해 주식의 상호보유 해소를 요청하였고 이에 따라 일본은 기업을 방어하기 위한 수단으로 금고주에 주목하게 된다. 1991년 이후 거품경제의 붕괴에 따라 경기가 후퇴하고 주가가 급격하게 하락하면서 이에 대한 정책적 수단¹⁹⁵⁾의 하나로 경제계와 학계를 중심으로 자기주식취득규

193) 山本・奥野・尾谷・世良田・宮部, “自己株式の取得規制”, <http://www1.doshisha.ac.jp/~ykawaguc/nini/b/re2-1.doc>

194) 정식 명칭은 “株式の消却の手續に關する商法の特例に關する法律”로 이하에서는 주식소각특별법이라 한다.

195) 이는 기업방어 수단이 아닌 주가대책 수단으로서 금고주의 해금에 주목하였음을 의미한다 (山本・奥野・尾谷・世良田・宮部, 前掲論文).

제완화론이 활발하게 제기되었다.¹⁹⁶⁾

이러한 논의에 따라 1994년 개정상법에서는 일정한 목적에 따른 규제완화 조치가 있었지만 자기주식의 장기보유는 인정되지 않는 규제에 대한 소규모 완화조치가 있었다. 즉 1994년 개정상법¹⁹⁷⁾에서는 첫째, 회사가 정당한 이유가 있는 때에는 사용인에게 양도할 목적으로 자기주식을 취득하는 것을 허용하였다.¹⁹⁸⁾ 둘째, 주식의 양도제한이 있는 회사인 때에는 주주 또는 매수인으로부터 매수인지정 청구가 있으면 이사회는 회사를 매수인으로 지정하여 취득할 수 있었다.¹⁹⁹⁾ 셋째, 주식의 양도제한이 있는 때 주주가 사망하면 상속 후 1년 이내에 그 상속인으로부터 회사가 주식을 취득할 수 있었다.²⁰⁰⁾ 넷째, 1994년 개정전상법 제212조 제1항에서 정한 정관 규정에 기초한 이익에 따라 주식소각 외에도 정기주주총회의 결의가 있으면 회사가 자기주식을 취득하여 소각할 수 있도록 하였다(1994년 개정상법 제212조의 2 제1항). 이와 같은 상법에 따른 자기주식취득에 대한 규제를 완화하는 한편 증권거래법에서는 회사 내부자의 취득을 규제하는 조항이 신설되었고(동법 제166조 제2항, 제5항 등), 상장회사 등이 주주총회의 결의에 의하여 자기주식을 취득할 수 있도록 허용하면서 자기주식의 공개매수에 대한 규칙을 새롭게 정비하였다.

1997년 주가가 일시적으로 상승하면서 사용인에게 양도하기 위한 자기주식취득에 관한 규정으로 이른바 스톡옵션이 주식소각특례법에 규정되었는데 스톡옵션을 행사하는 기간동안에는 장기간 자기주식의 보유가 허용되었다. 주식소각특례법은 이를 이용하는 목적을 제한하였다.

일본에서는 2001년 개정상법과 주식소각특례법 폐지를 통하여 자기주식에 대

196) 河本一郎, 「新訂第7版 現代會社法」, 商事法務研究會, 1995, p. 161 以下.

197) 1994년 개정된 상법과 유한회사법에서는 자기주식과 자기지분의 취득에 따른 폐해를 방지한다는 조건으로 종업원에게 양도하기 위한 목적으로 발행주식총수의 100분의 3까지 배당가능이익의 범위 내에서 자기주식 취득규제를 완화하였다.

198) 여기에서 정당한 이유는 종업원지주회 또는 정년근속자에게 발행주식의 100분의 3을 한도로 양도하는 경우를 의미한다(1994년 개정상법 제210조의2 제1항).

199) 1994년 개정상법 제204조의 3의 2 제1항. 이 때 취득할 수 있는 주식수는 발행주식총수의 5분의 1을 한도로 하였다(동조 제7항).

200) 1994년 개정상법 제210조의 3 제1항. 이 때 취득할 수 있는 주식수는 발행주식총수의 5분의 1을 한도로 하였다(동조 제2항).

한 규제를 자기주식취득에 관한 규제 완화와 자기주식보유의 자유화, 자기주식 사용방법의 다양화라는 세 방향에서 크게 완화하였다.²⁰¹⁾

먼저, 자기주식취득에 관한 규제완화를 보면 정기주주총회에서 ① 배당가능이익과 ② 減資에 의해 감소한 자본액 그리고 ③ 주주총회 결의에 따라 이입한 법정준비금의 범위 내에서 차기 정기주주총회 종결 때까지 취득할 수 있는 자기주식의 종류와 총수 그리고 취득가액의 총액을 정한 때에는 회사는 이 결의에 따라 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다. 자유주식보유에 대해서는 과거에는 회사가 취득한 자기주식을 상당한 기간 내에 처분하도록 하였지만, 개정상법에서는 취득한 자기주식을 기간이나 수량 등에 제한 없이 보유할 수 있도록 하였다. 그리고 상법에 특별한 정함이 있을 때를 제외하고는 ① 이사회 결의로 소각하거나(2001년 개정상법 제212조), ② 이사회 결의에 따라 처분할 수 있도록 하고(동법 제211조 제1항), 이 때에는 신주발행에 관한 규정을 준용(동 제3항)하도록 하는 등 자기주식을 다양한 방법으로 사용할 수 있도록 하였다.

이와 같이 수 차례 개정을 거치는 동안²⁰²⁾ 자기주식취득에 대한 예외를 인정하는 범위에 다소 변화가 있었지만 현행법에서는 회사 재산의 안전 확보, 투기 방지라는 예방적 차원에서 회사가 자기의 계산으로 자기주식을 취득하거나 질취를 원칙적으로 금지하고, ① 주식을 소각할 필요가 있는 때, ② 합병 또는 다른 회사의 영업 전부의 양수에 의하는 때, ③ 회사의 권리실행에 직면하여 그 목적을 달성하기 위하여 필요가 있는 때, ④ 주주의 주식매수청구권의 행사에 응하여 주식을 취득할 때 등 4가지 경우에 자기주식의 취득을 예외적으로 허용하고 있다(일본 상법 제210조).

그리고 2006년 5월 시행될 예정인 신회사법에서는 2001년 개정상법에서 규정한 취득제한사유를 철폐하고, 배당가능한 이익의 범위 내에서 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다.²⁰³⁾

201) 권종호, “일본의 기업법제 개정에 관한 연구 : 2001년 이후의 주식법제 및 회사 지배구조를 중심으로”, 「코협연구보고서 04-1」, 코스닥법인협의회, 2004. 2, pp. 23~24.

202) 이에 대한 자세한 내용은 上柳克郎·鴻常夫·竹内昭夫 共編, 前掲書, p. 231 以下 参照.

203) 이러한 배경에는 그 동안 금융부실 요인 중의 하나로 지적되어 온 금융기관 보유주식의 조기매각을 추진하는 대신 金庫株에 대한 규제를 해제하고, ‘은행등의보유주식취득기구’를 발족시켜 은행에서 방출하는 주식을 흡수하여 금융기관 부실을 차단한다는 것이다(구분

2. 新會社法에 따른 自己株式取得

일본에서는 2002년부터 「회사법제의 현대화」 작업이 법무성 산하 法制審議會에서 진행되어 왔다. 회사법제 현대화 작업은 3가지 목적을 가지고 진행되었다.²⁰⁴⁾

첫째, 카타카나(カタカナ)와 문어체로 되어 있는 상법전 중 회사법 부분을 히라가나(ひたかな)와 구어체로 된 현대어로 하는 것이다. 이와 함께 회사법을 상법전에서 분리하여 「유한회사법」과 「주식회사의감사등에관한상법의특례에관한법률」을 합쳐 하나의 독립된 단행법으로서 회사법을 제정하였다.

둘째, 규제에 따른 불균형 해소를 목적으로 하고 있다. 규제에 따른 불균형 해소는 상법 중 주식회사에 관한 규정과 유한회사법과의 불균형을 해소하기 위한 작업이다. 유한회사는 비공개회사를 엄두에 둔 법제도라고 할 수 있지만 일본의 중소기업 등 대부분은 주식회사 형태를 취하고 있다. 회사의 실체와 이에 대한 규제가 동일함에도 불구하고 2개의 법제도로 존재하는 형태를 회사법이라는 단일 법률에 의해 양자에 대한 규제가 이루어질 때 나타날 수 있는 문제를 조정하는 것이 규제상의 불균형해소에서 가장 중요한 문제가 되었다.

셋째, 사회·경제의 변화에 대한 효과적인 대처를 목적으로 이른바 현금교부합병·cash-out merger 등의 도입을 통한 기업조직 재편의 유연화와 LLC²⁰⁵⁾의

관·양준호, “일본의 개혁에서 무엇을 배울 것인가”, 「CEO Information」, 제525호, 삼성경제연구소, 2005. 11. 2, p. 12).

204) 江頭憲治郎, 권중호 역, “일본 회사법제의 현대화 : 2005년에 예정된 개정”, 한국증권법학회 2004년 제3차 특별세미나자료 참조.

205) LLC는 有限責任會社(Limited Liability Company)를 말한다. 유한책임회사는 조합적 요소에 유한책임을 더한 소규모기업을 위한 회사 형태로 1977년 미국 Wyoming주에서 최초로 입법화된 이래 조세상의 손익이 직접 구성원에게 분배되는 pass-through, 각종 절차의 간소화, 사원이 유한책임 그리고 사원의 적극적 경영참여 등과 같은 것이 장점으로 인식되고 있다. 현재는 부동산, 첨단기술, 외국과의 합작투자회사 등 고도의 모험사업 뿐만 아니라 컨설팅, 회계법인, 법무법인 등 전문서비스 업종에서 많이 이용되고있다고 한다. LLC에 대한 자세한 내용은 김동석, “미국 유한책임회사(LLC)의 특징과 설립”, 「상사법연구」, 제20권 제3호, 한국상사법학회, 2001, p. 321 이하; 박세화, “미국 유한책임회사(Limited Liability Company)의 특성에 관한 연구”, 「연세법학연구」, 제8권 제2호, 연세법학회, 2002, p. 134 이하 등 참조.

도입 등이다.

그리고 일본의 신회사법은 2005년 6월 일본 국회를 통과하여 2006년 5월중 시행될 예정이다. 자기주식취득에 대해 2001년 개정상법에서는 취득을 제한하는 사유를 철폐하고, 배당가능한 이익의 범위 내에서 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다. 아울러 일본에서는 기업간 사업통합을 통하여 대형화와 합리화를 동시에 달성하고자 한다. 반도체, 철강, 조선, 화학 등 일본의 전통 제조업 분야에서 이른바 '强者 연합'으로 규모를 확대하고 공급과잉도 해소하고자 한다. 이와 같은 사업 재구축과 통폐합 등의 과정에서 기업합병이 급증할 것으로 예상되었고, 신회사법에 따라 이와 같은 일본 기업의 합병은 급증할 것으로 예상되고 있다.²⁰⁶⁾

그리고 개정 후 해석론으로 남겨진 문제는 합병 등 기업의 조직재편에 따른 자기주식취득을 인정하여도 좋은가 하는 점이었는데 신회사법에서는 학설상 다툼이 있었던 점에 대한 규정을 마련하여 문제를 명확하게 하였다는데 의의가 있다.

1) 합병과 自己株式取得

종래 가장 다툼이 많았던 것은 합병전에 합병의 존속회사(A)가 소멸회사(B)의 주식을 보유하고 있었던 경우 A가 소유하고 있는 B주식에 대해 합병신주(A주식)을 배정할 수 있는가 하는 문제였다. A가 자기주식을 원시적으로 대량취득하게 된다는 이유로 부정설이 많았지만 실제로는 이를 인정하는 경우가 많았고, 2000년 상법을 개정할 때 배정을 금지하는 안이 경제계의 반대로 폐지되었지만, 신회사법에서 배정을 금지하는 규정을 신설하였다(신회사법 제749조 제1항 제3호, 제753조 제1항 제7호).

회사분할(흡수분할)에서 승계회사(A)가 분할회사(B)에 대해 신주를 발행하고, B가 분할절차 중에 당해 신주를 B의 주주에 대해 이익배당으로 분배하는 경우(신회사법 제758조 제8호)²⁰⁷⁾ B의 주주인 A가 그 주식을 취득하는 것도 실제로는

206) 구본관·양준호, 전계논문, pp. 8~9.

207) 현행법에는 승계회사가 신주를 분할회사의 주주에게 교부하는 인적 분할이라는 절차가 있었지만 신회사법은 인적 분할을 폐지하고, 물적 분할에 의해 신주를 취득한 분할회사가 그 신주를 이익배당으로 주주에게 교부하는 절차로 바꾸었다.

합병의 경우와 유사하지만 이는 금지되지 않았다(신회사법 제155조 제13호, 신회사법규칙 제28조 제2호).

자회사에 의한 모회사 주식의 취득은 원칙적으로 금지되고 있기 때문에(신회사법 제135조 제1항), 자회사가 기업조직을 재편할 때 모회사 주식을 취득할 수 있는지도 해석상 문제가 되었다. 신회사법은 자회사가 승계회사, 제3자가 분할회사로 되는 회사분할(흡수분할)에 의해 자회사가 모회사 주식을 취득하는 것을 허용하고 있다(신회사법 제135조 제2항 제3호).²⁰⁸⁾

자회사가 분할회사, 모회사가 승계회사로 되는 회사분할(흡수분할)에 의해 자회사가 모회사주식을 취득할 수 있는지도 학설상 다툼이 있었지만 회사법은 이를 인정하고 있다(신회사법 제135조 제2항 제5호, 회사규칙 제24조 제1호).

2) 自己株式取得에 대한 財源規制가 미치는 範圍

자기주식취득에 관해 현행법상 해석론·입법론의 양면에서 다툼이 있는 것이 자기주식취득에 대한 배당가능이익을 한도로 하는 재원규제가 미치는 범위이다.

첫째, 기업조직 재편과 관련하여 회사분할(흡수분할)에 의해 승계회사(A)가 분할회사(B)가 소유하는 A주식을 취득하는 때에 일반적인 자기주식취득의 재원규제가 가해지는가에 대해 회사법은 A에서 채권자보호절차가 행해지고 있기 때문에²⁰⁹⁾ 이를 규제하지 않는다(신회사법 제461조 제1항 참조).

둘째, 반대주주의 주식매수청구에 응하여 회사가 자기주식을 취득할 때에는 현행법에 따르면 재원규제가 가해지지 않지만, 입법론으로 볼 때 이것이 바람직한 것인가 하는 문제이다. 회사법은 반대주주의 주식매수청구권을 기업조직재편행위의 경우(신회사법 제469조, 제785조, 제797조, 제806조)와 이외의 경우(신회사법 제116조)로 구별하여, 전자에 대해서는 재원규제를 가하지 않지만 후자에 대해서

208) 모회사주식을 분할 대상 재산으로부터 제외하는 것이 불가능하지 않기 때문에 그 결론에 대해서는 반대가 있을 수 있지만, 자회사주식을 대가로 하는 취득이면 모회사자산이 사실상 공동화할 염려가 없기 때문이라고 한다(江頭憲治郎, 권중호 역, "일본의 신회사법에 의한 주식제도의 개정", 한국증권법학회 2005년 특별세미나, 2005. 12. 17, http://www.ksla.org/data/data_01.htm, p. 7).

209) 신회사법 제799조 제1항 제2호.

는 가하는 것으로 하고 있다(신회사법 제464조 제1항). 전자는 경영의 필요에 따라 이익배당재원이 없더라도 행하지 않을 수 없는 경우가 있지만 후자의 경우에는 이와 같은 필요성이 인정되지 않기 때문이라고 한다. 다만 후자의 경우에도 반대주주가 주식매수청구를 하는 것은 가능하고, 회사의 업무집행자에게는 무과실을 입증하는 방법으로 면책은 가능하지만 책임이 발생한다.

第3節 英國

영국에서는 자기주식취득이 증권시장의 질서를 문란하게 한다는 이유에서 오래 전부터 普通法에 의해 금지되어 왔다.²¹⁰⁾ 따라서 회사가 자기주식을 취득하는 것은 무효이고, 기본정관이 이사회에 그와 같은 권한을 주고 있다고 하더라도 能力外²¹¹⁾라고 판시한 이래 이 원칙이 굳게 지켜지고 있었다.²¹²⁾

1948년 회사법은 普通法의 법리를 전제로 종속회사(subsidiary company)가 지배회사(holding company)의 주주가 되는 것을 금지하고 종속회사에 대한 주식배당은 무효라고 하였다.²¹³⁾ 그리고 타인이 자기주식 또는 지배회사의 주식을 매수할 때 회사가 금융지원을 하는 것을 금지하고, 이를 위반한 때에는 罰金을 부과하였다.²¹⁴⁾ 회사가 금융지원(financial assistance)을 하면 이를 간접적으로 이용하는 폐해가 있기 때문이라고 한다.²¹⁵⁾ 그러나 이 규정은 善意로 주식을 취득하고자 하는 자에게는 장애가 되고, 특정한 목적을 위해 惡意로 주식을 취득하고자 하는 자를 방지하지 못한다는 비판이 있었다.²¹⁶⁾

210) Trevor v. Whitworth (1887) 12 App. Case 409; Michael C. Wyatt, *Company Acquisition of Own Shares*, 3rd. ed., Longman, 1989, p. 5.

211) 이른바 자기주식취득금지에 대한 이론적 근거인 능력외 이론에 대해서는 제2장 제2절 참조.

212) Clive M. Schmitthoff, *Palmers Company Law*, 24 ed., Sweet & Maxwell, 1987, p. 440.

213) Companies Act 1948, Sec. 27 (I).

214) Companies Act 1948, Sec. 54 (I), (II).

215) 주식을 공개매수하는 자가 다액의 유동자산을 가지고 있는 회사의 주식을 매수한 후 회사의 자금으로 용자를 반환하는 등의 폐해를 예로 들고 있다(朴晉泰, 前揭論文, p. 61).

216) 이에 대한 비판에 대해서는 Ralph Instone, Section 54 and All That, *The Journal of Business Law*, Stevens & Sons, 1980, pp. 99~108 cf.

따라서 법령에 의해 허용되지 않는 한 회사는 자기주식을 취득할 수 없고 정관에 이를 허용하는 규정을 한 때에는 규정 자체가 무효가 된다. 이와 같은 자기주식 취득을 금지하는 것은 회사가 시장에서 자기주식에 대한 평가를 부당하게 조작할 여지가 있는데, 이는 법원의 허가를 얻어 엄격한 절차를 거쳐야만 진행될 수 있는 자본감소의 탈법 수단이 되기 때문이라고 한다.²¹⁷⁾ 그러나 신탁회사가 수탁자로서 자기주식의 신탁을 받는 때에는 예외로 자기주식취득이 인정된다.

보통법에 따른 영국의 자기주식취득금지는 EU의 제2회사법 준칙(Directive)을 수용한 1980년 회사법 개정에서도 명문으로 규정되어 있었다.²¹⁸⁾ 1981년 회사법 개정에서는 일정한 요건하에서 예외적으로 자기주식취득을 허용하였다.²¹⁹⁾ 즉 1981년 회사법에서는 공개회사에 대하여 주주총회의 승인을 얻어 자기주식을 취득하는 것을 인정하면서, 취득방법에 대해서는 시장 외의 취득(off-market Purchase)²²⁰⁾과 시장에서의 취득(market Purchase)²²¹⁾으로 나누어 규제하는 한편, 시장 외의 취득은 거래소 외에서의 취득 또는 거래소에서의 취득이라 하더라도 거래소의 업무규정에 따르지 않고 취득하는 것을 말한다.²²²⁾

이 규정들은 현행 1985년 회사법(Companies Act 1985)에 승계되어 회사법 제143조 이하에 규정되었다.

1985년 영국 회사법에 따르면 회사는 원칙적으로 자기주식을 취득할 수 없지만(영국 회사법 제143조 제1항), 부속정관에 규정이 있을 때에는 주주총회의 승인 결의에 따라 자기주식을 취득할 수 있도록 하였으며(영국 회사법 제162조 제1항), 무상취득과 같이 자기주식취득에 따른 폐해가 없는 때, 상환주식의 상환과 자본감소의 실행을 위하여 취득하는 때, 법원의 판결에 의한 때, 납입해태에 따른 몰

217) Ibid., p. 450.

218) 1980년 회사법 제35조 내지 제38조. 이는 자기주식취득규제의 핵심적인 개정을 위한 논의가 성숙되지 않았기 때문에 종래 판례법에 따라 엄격하게 자기주식취득을 금지하는 것에서 약간의 수정이 가해진 것에 지나지 않는다고 한다(盧秉昊, “自己株式取得規制에 관한 연구”, 『社會科學研究』, 4卷 1號 (通卷 4號), 忠北大學校 社會科學研究所, 1987. 8, p. 182).

219) 1981년 회사법 제46조 내지 제54조.

220) 1981년 회사법 제37조 제12항.

221) 1981년 회사법 제37조 제14항.

222) 1981년 회사법 제47조 (2).

수·포기에 의한 때 등에도 자기주식을 취득할 수 있다.²²³⁾ 그리고 취득절차와 취득자금에 대해 상세한 규제 규정(영국 회사법 제163조 내지 제166조)을 두었다. 자기주식은 원칙적으로 잉여금만으로 취득할 수 있지만, 폐쇄회사인 때에는 자본으로 취득할 수 있는 예외를 인정하고 있다(영국 회사법 제171조). 이에 대해서 살펴보면 다음과 같다.

1. 取得要件

앞에서 살펴 본 것처럼 자기주식취득이 허용되는 사유로는 ① 부속정관에 규정이 있고 주주총회의 승인에 의하는 때(회사법 제162조 제1항), ② 무상으로 취득할 때, ③ 상환주식의 상환, 減資의 실행에 따라 이루어진 때, ④ 법원의 결정에 의한 때, ⑤ 납입해태를 원인으로 한 몰수, 방기에 의한 때 등이다. 그리고 위법한 자기주식취득행위의 사법상 효력은 무효이다(영국 회사법 제143조 제2항).

회사가 시장에서 자기주식을 취득할 때²²⁴⁾에는 주주총회의 보통결의에 의한 승인이 필요하다(영국 회사법 제166조 제1항). 승인결의에서는 취득할 수 있는 주식의 종류, 한도, 대가의 최고·최저가액과 18개월 범위 내의 결의유효기간이 결정되어야 한다(영국 회사법 제166조 제3항, 제4항).

이에 비하여 시장 외에서 취득하는 때에는 당해 매입계약은 주주총회의 특별결의에 의한 사전승인을 받아야 한다(영국 회사법 제166조 제1항). 이 때 주주총회의일 전 적어도 15일간 회사의 등기된 사무소에서, 주주총회 당일에는 총회에서 계약서 등본 또는 계약조건·상대방의 성명을 기재한 각서가 주주의 열람에 제공되어야 하며, 이 절차에 위반한 승인결의는 무효이다(영국 회사법 제164조 제6항).²²⁵⁾

223) 1985년 회사법 제143조 제3항.

224) 시장에서 매입하는 때는 공인거래소에서 이루어진 것과 비상장주이지만 거래소의 업무규정에 따르는 주식에 대하여 거래소에서 이루어진 것을 말한다. 현재 영국의 공인거래소는 증권거래소(Stock Exchange), 제2부시장(Unlisted Securities Market), 제3부시장(Third Market)이 있다(鄭閔模, 前掲論文, p. 20).

225) Kenneth Smith & Denis Keenan, Company Law, 5th. ed., Pitman, 1984, pp. 92~93.

또한 주주총회에서 승인을 결의할 때, 계약 당사자인 주주가 결의에는 참여하였지만 결정권을 행사하지를 았았다면, 결의가 성립하지 았았다고 하더라도 그 결의는 무효이다(영국 회사법 제164조 제5항). 자기주식의 매입계약은 없지만 회사가 자기주식의 매입의무를 부담하거나 또는 장래 매입하기로 약정하는 계약을 체결하는 때에도 시장 외에서의 매입과 동일한 규제를 받는다(영국 회사법 제165조).

정관에 규정이 있고 주주총회의 승인을 받아 자기주식을 취득할 때의 취득재원은 배당 가능한 이익과 자기주식을 취득하기 위해 이루어진 신주발행대금으로 제한되지만(영국 회사법 제160조 제1항, 제162조 제2항), 취득할 수 있는 수량에 대한 규제는 없다. 취득주식은 즉시 소각되어야 한다(영국 회사법 제160조 제4항, 제162조 제2항). 이 때 소각된 주식의 액면총액만큼 자본이 감소하지만, 배당 가능한 이익으로 자기주식을 취득하였다면 자본감소액과 같은 액수의 자본상각준비금이 적립된다. 이 준비금은 減資 절차와 동일한 절차에 의하지 았으면 처분하지 못한다(영국 회사법 제170조).

2. 保有와 公示規制

(1) 회사가 자기주식을 취득한 때에는 즉시 소각하여야 한다. 그러나 무상취득이나 납입해태로 인한 취득인 때에는 3년 이내에 처분하면 된다(영국 회사법 제148조 제4항). 회사가 보유하고 있는 자기주식은 의결권을 행사하지 못하고(영국 회사법 제146조 제4항), 자산으로 대차대조표에 계상하는 때에는 이 액수만큼 배당으로 처분할 수 았는 준비금을 적립하여야 한다(영국 회사법 제148조 제4항).

(2) 정관의 규정과 주주총회의 승인에 따라 자기주식을 취득하였다면 회사는 주식이 회사에 인도된 날로부터 28일 이내에 등기소에 매입수량·인도일·대가의 총액·주식의 종류별 최고·최저가액을 기재한 보고서를 제출하여야 한다(영국 회사법 제169조 제1항, 제2항). 한편 회사법 제164조와 제165조를 근거로 승인된 계약, 제166조에 의해 주주총회에서 수권된 매입에 대해서 계약이 체결된 때에는 그 계약서의 등본 또는 각서가 10년간 등기된 사무소에 비치되어 공중의 열람에

제공되어야 한다(영국 회사법 제169조 제4항). 이 이외에도 이사보고서를 통하여 회사 또는 회사의 계산으로 취득한 주식과 회사로부터 금융원조를 받아 제3자가 취득하였지만 회사가 실질적 보유자인 주식에 대해서, 영업년도 중에 취득·매각·소각된 주식의 수·액면총액·자본에 대한 지분비율·취득 매각의 대가 등 상세한 정보공시가 이루어진다.

3. 脫法行爲防止規制와 罰則

회사가 자기주식을 취득하기 위하여 제3자에게 금융원조를 하는 행위는 원칙적으로 금지되며(영국 회사법 제151조), 명의인 또는 회사로부터 금융원조를 받은 제3자가 보유하고 있는 자기주식에 대해서는 처분의무가 법정되어 있다(영국 회사법 제146조). 그리고 자기주식의 담보취득도 금지되어 있다(영국 회사법 제150조).

이상의 취득규제를 위반한 행위에 대해서 회사에는 벌금, 해태한 이사 전원에게는 벌금 또는 구금형이 부과된다(영국 회사법 제143조 제2항).

第4節 獨逸

독일에서는 자기주식취득을 출자의 환급과 동일하게 보아 출자의 환급이 금지되는 것²²⁶⁾과 같은 이유에서 자기주식취득도 금지된다.

1861년의 구상법²²⁷⁾에서는 자기주식에 대하여 아무런 규정도 하고 있지 않았지만, 1870년 개정상법에서는 이를 포괄적으로 금지하는 규정을 두었다. 즉 이 개정은 경제계의 요청에 따라 회사 설립에 대한 면허주의(Konzessionssystem)를 포기하고 준칙주의(Normativsystem)로 이행하면서 준칙주의에 따를 때 公衆이 입을 수 있는 손해를 예방하기 위하여 “주식회사는 자기주식을 취득할 수 없

226) § 57 Abs. 1 AktG.

227) 이 법 이전에 최초로 주식회사에 대한 일반규정을 두었던 1843년 PreuBische Gesetz 에도 자기주식에 관한 규정은 없었다(Schon, a.a.O., S. 2).

다”(Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien nicht erwerben)는 자기주식취득 絶對禁止 規定을 둔 것이다.²²⁸⁾

경제계의 호황으로 설립되었던 많은 수의 주식회사들이 불경기에 들어서자 경영 규모를 축소시키는 한편 잉여자금으로 자기주식을 취득하여 이를 소각시키려 하였다. 그러나 이와 같은 자기주식취득과 소각은 법률 규정에 따라 절대적으로 금지되고 있었기 때문에 이에 대한 여러 논의가 진행되었고, 경제계의 금지완화에 대한 요구에 따라 1884년 개정에서는 “회사는 자기주식을 영업적 행위로 취득 또는 질권 취득할 수 없다. 단, 매입위탁을 실행하는 때에는 그러하지 아니하다”²²⁹⁾고 하여 절대적 금지를 완화하였다.²³⁰⁾ 그러나 자기주식취득이 금지되는 영업적 행위에 대한 논의가 계속되었다.²³¹⁾ 1897년 新商法(Handelsgesetzbuch)에서는 1884년법이 규정한 ‘영업적 행위로’(In gesch ftlichen Betriebe)를 ‘통상의 업무행위로’(In regelm Bigen Gesch ftsbetriebe)로²³²⁾ 표현만 바꾸었을 뿐 여전히 「통상의 업무행위로」의 개념에 대한 비판이 있었다.

제1차 세계대전으로 확대되었던 회사들의 경영규모는 종전과 함께 축소를 하여야만 하였고, 사업 규모의 축소에 따라 발생한 잉여금으로 자기주식을 취득하여 주가를 유지하는 한편 실질적으로는 주금을 반환하게 되어, ‘통상의 업무행위로’에 대한 자유로운 해석에 따라 예외적으로 인정되어야 할 자기주식취득이 대량으로 이루어지게 되었다. 이에 따라 자기주식취득에서 나타나는 폐해를 방지하는 동시에 경제 현실을 고려하여 1931년 9월 19일 긴급대통령령으로 자기주식취득에 관한 상세한 규정을 두게 되었다. 즉, 주식회사는 회사의 중대한 손해를 피하기 위하여 (zur Abwendung eines schweren Schadens) 부득이한 때에는 자기주식 또는 自己假株券(Interimsscheine)을 취득할 수 있다. 취득할 수 있는 액면총액은 자본금의 10분의 1을 초과할 수 없다. 정부에서 이 보다 낮은 비율을 정한 때에는

228) HGB(1870), Art.215 Abs.3 ; S. Schon, a.a.O., S.4

229) Die AG soll eigene Aktien in gesch ftlichen Betriebe, sofern nicht eine Kommission zum Einkauf ausgef hrt wird, weder erwerben, noch zum Pfand nehmen.

230) Schon, a. a. O., S. 5~8.

231) Schon, a. a. O., S. 9; Vgl. Ruth, a. a. O., S. 1~6.

232) HGB (1897), Art. 226.

그 비율을 초과할 수 없다. 기타의 경우에는 주식에 대한 액면금액의 납입이 완료되고 또는 발행가격이 이를 초과하는 경우, 그 전액이 납입된 때에는 ① 회사가 이에 따라 주식매입위탁(Einkaufskommission)의 실행을 위하여, ② 취득해야 할 주식이 이미 회사에 귀속된 자기주식과 합산하여 자본의 10분의 1 또는 정부가 정한 이 보다도 낮은 비율을 초과하지 않고 또 소각을 목적으로 하는 때에 한하여 自己假株券을 제외하고 자기주식을 취득할 수 있게 되었다.²³³⁾

회사 또는 그 계산으로 하는 회사에 속하는 자기주식으로부터 생기는 의결권과 이익배당청구권은 그 효력이 정지된다.²³⁴⁾ 1931년 상법은 회사의 중대한 손해를 피하기 위하여 필요한 때에는 자기주식의 취득을 허용하면서 취득할 수 있는 한도를 규정하여 '통상의 업무집행'이란 개념을 폐지한 점과 이른바 모자회사를 경제적으로 보아 단일회사와 같이 취급한 점 그리고 의결권과 이익배당청구권에 대한 규정을 두어 학설상의 다툼을 해소한 것 등이다.²³⁵⁾

1937년 주식법은 자기주식취득을 비교적 엄격하게 규제하였지만, 1965년 주식법과 EU의 제2회사법 준칙을 반영한 1978년 주식법 그리고 1998년 콘트라법(KonTraG)은 자기주식취득의 예외 사유를 확대하였다. 즉 독일에서는 EU의 제2회사법 준칙에 따른 자기주식의 취득규제 조항을 국내법화하기 위하여 여러 차례 법을 개정하였는데, 자기주식취득에 대해서 회사는 원칙적으로 자기주식을 취득할 수 없음을 명시하고(독일 주식법 제71조), 예외적인 취득허용 사유를 6개항으로 제한하고 있다.²³⁶⁾

중전의 규정과 개정주식법과의 사이에서 가장 커다란 차이점은 취득후 자기주식에 있다. 즉 취득 후 자기주식에 따른 권리행사에 대한 차이는 없지만 회사의 계산상 자기주식이 중립화된 것이다. 이제까지 자기주식은 대차대조표상 유동자산에 계상되었지만, 개정주식법은 제2회사법 준칙에 따라 새로 자기주식취득준비금 항

233) HGB (1931), Art. 226 Abs. 1.

234) HGB (1931), Art. 226 Abs. 5.; Schon, a.a.O., S. 18~19.

235) 朴晉泰, 前掲論文, p. 54.

236) EU의 제2회사법 준칙을 반영한 이 법은 자기주식취득제한규정에 대하여 현행 규제 체계를 가급적 유지하면서 제2회사법준칙의 목적을 달성하기 위한 노력이라고 할 수 있다 (Begründung des Entwurfs, Bundesrat Drucksache 2/78 Vom 6.1. 1978, S. 15)

목을 설치하여 대차대조표에서 자산에 계상된 자기주식의 가액에 상당한 가액을 준비금으로 적립할 것을 요구한다(독일 주식법 제150조). 이제까지는 적법하게 취득한 자기주식이나 위법하게 취득한 자기주식에 대해서도 양도의무에 관한 명문의 규정이 없었다. 따라서 양도의무의 유무에 대하여 학설상 다툼이 많았고, 또 실무에서 자기주식취득규정의 의미가 상실되는 하나의 원인이 되었었다.²³⁷⁾ 이에 따라 개정주식법은 자기주식의 양도에 관하여 상세한 규정을 신설하였고, 법이 규정한 양도기간 내에 양도되지 않은 자기주식의 소각제도를 신설하였다(독일주식법 제71조).

1. 取得要件

독일 주식법에 따라 회사가 자기주식을 취득할 수 있는 경우는 ① 주주총회의 결의로 수권을 받은 때,²³⁸⁾ ② 회사가 현저하고 중대한 손해를 피하기 위하여 그 취득이 필요한 때, ③ 주식을 종업원에게 제공하기 위한 때, ④ 지배계약 또는 이익지급계약(Beherrschungs und Gewinnabführungsverträgen)에 의하여 주식을 매수하는 때, ⑤ 무상취득 또는 위탁매매의 실행을 위한 때, ⑥ 포괄승계에 의할 때, ⑦ 주주총회의 감자결의에 의하여 자본감소에 관한 규정에 따라 주식소각을 위하여 취득하는 때 등이 있다.

주주총회의 결의로 수권을 받은 때, 회사가 현저하고 중대한 손해를 피하기 위한 때, 종업원에게 제공하기 위하여 또는 지배계약 또는 이익지급계약에 따라 주주에게 환급하기 위하여 자기주식을 취득하는 때에는 취득재원에 대한 규제와 수량 규제에 따라야 한다. 즉, 취득재원은 배당가능한 이익으로 한정되며(독일주식법 제71조 제2항 제2문), 취득주식의 액면총액은 취득사유를 불문하고 현재 회사가 보유하고 있는 자기주식의 액면총액과 합하여 자본의 10%를 초과하지 못하고, 자본 충실을 위하여 특별준비금(Sonderrücklage)을 적립하여야 한다(독일주식법 제71조 제2항 제1문).

237) 盧秉昊, 前掲論文, pp. 186~187.

238) 이는 EC의 회사법 제2준칙에 상응하는 것으로 1998년 콘트라법에 의해 추가되었다(독일 주식법 제71조 제1항 제8호).

2. 保有規制와 公示規制

(1) 회사는 자기주식을 가지고 어떤 권리도 행사하지 못하며(독일주식법 제71b조), 대차대조표의 부채항목에 보유하고 있는 자기주식의 평가액과 같은 금액을 배당으로 이용할 수 없는 준비금으로 적립하여야 한다(독일상법 제272조 제4항).

한편, 회사는 종업원에게 제공하기 위하여 취득한 자기주식은 1년 이내에 종업원에게 제공하지 않으면 안 되지만(독일주식법 제71조 제3항 제2문), 자본의 10%를 초과하여 자기주식을 보유하는 때에는 그 초과분에 대해서는 3년 이내에, 위법하게 취득한 주식에 대해서는 1년 이내에 처분하여야 한다(독일주식법 제71c조).

(2) 이사는 영업보고서를 통하여, 현재 보유하고 있는 자기주식의 현재가, 수량, 액면액, 자본에 대한 지분비율, 보유시기와 이유, 영업년도 중에 취득·양도가 이루어진 때에는 그 주식수, 액면액, 자본에의 지분비율, 취득·양도가액, 매도대금의 용도에 대하여 보고하여야 한다(독일주식법 제160조 제1항 제2호). 더구나 회사가 직접적이고 중대한 손해를 피하기 위하여 자기주식을 취득한 때에는 이사는 취득 직후의 주주총회에서 그 취득에 관한 보고를 하여야 한다(독일주식법 제71조 제3항 제1문).

3. 脫法行爲防止規制와 制裁

독일에서는 자기주식취득규제에 대한 탈법행위를 방지하기 위하여, 회사가 제3자에게 자기주식취득을 목적으로 한 금융원조를 무효로 하고(독일주식법 제71a조 제1항), 회사와 제3자 사이의 법률행위로 제3자가 회사의 계산으로 자기주식을 취득하거나 취득을 의무화하는 것은 회사 자신의 취득에 해당되어 취득요건규제에 반하면 무효가 된다(독일주식법 제71a조 제2항). 그리고 회사의 계산으로 행위하는 자나 종속회사 등 일정한 자에 의한 회사의 주식취득 및 그러한 자와 제3자 사이의 회사주식의 취득에 관한 법률행위에 대해서도 회사 자신에 의한 취득과 동일

하게 보는 방향에서 규제가 이루어지고 있다(독일주식법 제71d조). 또한 자기주식을 질취하는 때에도 마찬가지이다(독일주식법 제71e조).

위법하게 자기주식을 취득한 때 또는 취득주식에 관하여 필요한 조치가 없었던 때에는 이사 또는 감사에게 과태료의 제재가 부과된다(독일주식법 제405조 제4항).

第5節 EU會社法 第2準則

EU에서 EU회원국의 회사법을 조정·통일하기 위하여 제정한 회사법준칙(Company Law Directive) 중 제2준칙²³⁹⁾은 회사가 자기주식을 취득하는 것을 원칙적으로 금지하지만(제2준칙 제18조 제1항), 이를 규제하는 구체적인 방법에는 차이가 있다. 즉 로마법계 회사법은 자기주식취득을 원칙적으로 금지하면서 일정한 경우를 전제로 주주총회의 동의가 있을 때 자기주식취득을 인정한다.²⁴⁰⁾ 이에 비하여 독일법계 회사법은 자기주식취득을 업무집행사항으로 하여 일정한 합리적인 이유가 있으면 업무집행기관의 판단에 따라 자기주식취득을 인정한다. EU회사법 제2준칙²⁴¹⁾은 각국이 이와 같은 두 가지 규제방식 중 하나를 임의로 선택하도록 하고 있다. 따라서 이 준칙은 규제방식에서 주주와 회사채권자 보호의 내용이 실질적으로 같게 되도록 상세한 규정을 두고 있다.

자기주식취득에는 취득자의 명의에도 불구하고 회사의 계산으로 취득하는 것을 금지한다.²⁴²⁾ 자기주식을 담보의 목적으로 하는 것도 자기주식취득과 마찬가지로

239) 회원국의 회사법 중 주식회사의 설립, 최저자본금제도, 자본의 유지와 증감 등에 관한 사항을 조정하기 위하여 1976년 12월 13일 채택된 준칙으로 일반적으로 자본준칙(The Capital Directive, Kapitalrichtlinie)이라고 불린다.

240) 이는 자기주식취득의 폐해를 주주총회의 승인을 통해 줄이려는 것이라고한다(프랑스상사법 제217조 이하; 이탈리아민법 제2357조 참조).

241) EC에서 회사법 조정 작업은 로마조약 제54조 제3항 (g)를 기초로 하며, 조정 대상은 「가맹국의 사원과 제삼자를 위하여 회사에 대하여 정하고 있는 보호규정이다」. 가맹국 법규정의 조정은 준칙(Directive)의 제정에 따르게 되는데, 이 준칙 중 제2준칙이 제1차 확대유럽공동체 성립 후 최초로 성립된 회사법 조정을 위한 준칙이다. 특히 자본총실·유지라는 주식회사법의 중심과제를 내용으로 회사채권자 뿐만 아니라 주주도 그 보호대상으로 하고 있다. 따라서 통상 제2준칙을 자본보호를 위한 준칙이라고 한다(盧秉昊, 前掲論文, p. 178 주 2) 참조)..

취급한다.²⁴³⁾ 탈법행위도 금지하고 있다.

1) 自己株式의 引受

제2준칙은 자기주식의 인수를 전면적으로 금지하다. 제3자의 명의이지만 회사의 계산으로 주식을 인수한 때에는 인수인이 자기의 계산으로 인수한 것으로 본다.²⁴⁴⁾

자기주식인수를 금지하는 규정에 위반하여 주식이 인수된 때에는 인수인과 함께 회사 설립인 때에는 발기인이, 신주발행인 때에는 이사가 자본충실책임으로 주식의 인수이행의무를 부담한다. 물론 이와 같은 자가 무과실을 입증하면 면책을 인정한다.²⁴⁵⁾

2) 自己株式取得

(1) 제2준칙은 취득자의 명의에도 불구하고 회사의 계산으로 취득하는 것을 금지한다.²⁴⁶⁾ 그러나 이 준칙은 예외적으로 일정한 범위 내에서 자기주식취득을 허용하고 있다. 즉 회사는 자기주식의 액면총액이 자본의 10%를 초과하지 않고 배당가능한 이익의 범위 내인 때에는 주주총회의 승인을 얻어 취득할 수 있도록 규정하고 있다.²⁴⁷⁾ 다만 회사의 중대하고 긴급한 손해를 방지하기 위하여 필요한 때와 종업원지주제도의 활성화 등을 위하여 종업원에게 자기주식을 제공하고자 하는 때에는 주주총회의 승인이 면제된다.²⁴⁸⁾ 회사의 중대하고 긴급한 손해를 방지하기 위하여 자기주식을 취득하는 때에 이사는 차기주주총회에 자기주식을 취득한 이유와 목적, 취득한 주식의 수, 취득가액, 인수자본에 대한 비율 등을 보고하여야 한

242) Art. 19 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie.

243) Art. 24 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie.

244) Art. 18 Abs. 1, 2 der Zweiten Richtlinie.

245) Art. 18 Abs. 3 der Zweiten Richtlinie.

246) Art. 19 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie.

247) Art. 19 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie.

248) Art. 19 Abs. 2, 3 der Zweiten Richtlinie.

다. 종업원에게 제공하기 위하여 자기주식을 취득하는 때에는 자기주식을 취득한 후 1년 이내에 종업원에게 주식을 교부하여야 한다. 그리고 자기주식을 취득하여도 폐해가 없거나 법률상 필요한 때에는 주주총회의 승인을 거치지 않고 자기주식을 취득할 수 있다.²⁴⁹⁾

제2준칙 제20조는 제19조의 적용을 받지 않고 자기주식을 취득할 수 있는 사유를 열거하고 있다. 즉 ① 자본감소의 실행 또는 상환주식의 상환을 위하여 자기주식을 취득하는 때(제20조 제1항 a호), ② 포괄승계(동 b호), ③ 주식의 무상취득 또는 은행 기타 금융기관이 매수주문의 실행으로 자기주식을 취득하는 때(동 c호), ④ 매수청구권이 행사된 때 또는 소수주주의 보호를 목적으로 하는 법원의 결정에 따라 자기주식을 취득한 때(동 d호), ⑤ 출자의무를 이행하지 아니한 주주에 의해 취득된 때(동 e호), ⑥ 종속회사 소수주주의 보상을 위하여 취득한 때(동 f호), ⑦ 권리의 실현을 위하여 법원의 경매에 따라 자기주식을 취득한 때(동 g호) 등이다.²⁵⁰⁾

(2) 회사가 자본감소의 실행 또는 상환주식의 상환을 위하여 취득한 자기주식은 소각된다. 그리고 회사가 예외적으로 취득한 자기주식은 상환주식의 상환과 자본감소를 위하여 취득한 때를 제외하고는 자본의 10%를 초과하는 경우 이를 3년 이내에 처분하여야 하고,²⁵¹⁾ 이 기간 내에 처분하지 않은 주식은 무효로 된다.²⁵²⁾ 이 준칙의 취득제한에 위반하여 취득한 자기주식은 취득 후 1년 이내에 처분하지 않으면 무효로 된다.²⁵³⁾

249) Art. 20 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie. 이에 대한 구체적인 사유는 자본금 감소의 실행 또는 상환주식의 상환을 위한 때, 재산의 포괄승계에 의한 때, 무상으로 취득하거나 금융기관이 매수주문을 실행하기 위한 때, 주식매수청구권의 행사 또는 법원의 결정에 의한 때, 주주가 출자의무를 이행하지 않는 때, 자회사의 소수주주에게 보상하기 위한 때, 강제집행이나 법원의 경매에 의하여 취득한 때 등이다(최준선·김순식, 「회사법개정방향에 관한 연구」, 한국상장회사협의회, 2004. 12. p. 136 주 255) 참조).

250) 이러한 예외는 자기주식취득에 따른 폐해가 없거나 자기주식취득을 인정하여야 할 필요성이 있는 때라고 할 수 있다(盧秉昊, 前掲論文, p. 180).

251) 따라서 회사가 가진 자기주식의 액면가총액이 인수된 자본의 10% 이하인 때에는 양도할 필요가 없다(제20조 제1항), 이 때에는 제19조의 규정에 따라 취득한 주식도 산입된다.

252) Art. 20 Abs. 2, 3 der Zweiten Richtlinie.

253) Art. 21 der Zweiten Richtlinie.

(3) 제2준칙은 자기주식취득규제에 대한 위법·탈법행위를 방지하기 위하여 금융원조를 광범위하게 금지하고 있다. 제2준칙 제23조에 따르면 회사는 제3자가 그 회사의 주식을 취득하는 것과 관련하여 전도금이나 대부금 또는 담보 제공 등 금융원조를 하여서는 안 된다. 물론 금융기관의 통상 업무범위 내에서 거래와 종업원의 주식취득 그리고 투자회사에 의한 자사주 취득을 위한 거래에 대해서는 금융원조금지 규정이 적용되지 않는다.

자기주식의 질취, 기타 담보의 담보취득도 처분에 관한 규정을 제외하고 자기주식취득과 마찬가지로 규제를 받는다. 물론 금융기관의 통상 업무에 대해서는 자기주식질취규제는 적용되지 않는다(제2준칙 제24조).

第4章 現行法上の 自己株式取得規制

자기주식취득은 회사가 자신이 발행한 주식을 주주로부터 회사의 계산으로 취득하는 것을 말한다. 회사의 명의로 취득하거나 타인의 명의로 취득하거나 그 손익이 회사에 귀속되는 한 자기주식취득으로 본다.²⁵⁴⁾ 이미 앞에서도 살펴 본 것처럼 회사가 회사의 계산으로 자기주식을 취득하면 자본을 환급하는 결과가 되어 주주와 회사채권자의 이익을 해하고, 주주평등원칙에 반하며, 불공정한 회사지배를 초래하는 등 여러 가지 폐해가 발생할 수 있기 때문에 상법은 이러한 폐해를 예방하기 위하여 자기주식취득을 규제하고 있다.

이 밖에도 회사가 설립되거나 신주를 발행하는 때에 자기주식을 인수하는 것은 처음부터 회사 스스로가 회사의 구성원이 되는 것으로 이론상 인정하기 힘든 것이다. 그러나 무인증권인 유가증권으로 화체되어 이미 발행되어 있는 주식이라면 이를 취득할 수 없다고 하는 것도 이론상 받아들이기 힘들다.²⁵⁵⁾ 다만 이를 무제한으로 인정하게 되면 주주에게 출자를 반환하게 되는 것이 되어 회사의 재산적 기초를 위태롭게 할 우려가 있으므로 이를 금지하고 있다고 한다.

상법과는 다르게 증권거래법은 주권상장법인과 코스닥상장법인의 자기주식취득을 원칙적으로 허용하고 있다. 주권상장법인과 코스닥상장법인은 배당 가능한 이익의 범위 내에서 당해 법인의 명의로 계산으로 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 취득하거나 공개매수방법에 의하여 자기주식을 취득할 수 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항·제2항).

한편, 1994년 개정된 증권거래법은 상장법인의 취득할 수 있는 자기주식의 수를 발행주식총수의 5%로 제한하였다. 그 후 1996년에는 10%로, 1998년에는 3분의 1로 각각 확대하였고, 1999년에는 그 한도를 폐지하였다(증권거래법 시행령 제84조의 2 제1항).²⁵⁶⁾

254) 이는 자기주식취득을 금지하는 제도가 회사자본의 충실성을 도모하기 위한 제도이기 때문에 취득명의를 불문하고 취득자금의 계산관계를 중심으로 보기 때문이라고 한다(김병연, 전게서, p. 6).

255) 상게서, p. 6.

256) 이렇게 취득할 수 있는 주식수에 대한 제한을 완화·폐지한 것은 주권상장법인과 코스닥

第1節 自己株式取得의 意義

자기주식취득은 회사가 자신이 발행한 주식을 주주로부터 자기의 계산으로 취득하는 것을 말한다. 회사의 명의로 취득하거나 제3자의 명의로 취득하거나 그 손익이 회사에 귀속되는 한 자기주식취득으로 본다.

1. 自己의 計算에 의한 取得

(1) 자기주식취득이란 회사가 자기의 계산으로 자기 회사의 주식을 취득하는 것으로 '자기의 계산'이란 명문은 1984년 상법을 개정할 때 추가된 것이다. 회사가 제3자 명의로 자기의 계산으로 취득한 때²⁵⁷⁾에도 자기주식취득이 되기 때문에(상법 제341조 본문) 예컨대, 이사가 회사의 계산으로 회사 주식을 취득한 때에는 자기주식을 취득한 것이 된다. 자기주식취득을 금지하는 주된 이유 중의 하나는 자본충실을 해칠 우려가 있기 때문인데 누구의 명의로 취득하더라도 회사의 계산으로 취득한다면 그 결과는 마찬가지이기 때문이다. 따라서 취득한 자기주식의 명의개서 여부는 문제가 되지 않는다.²⁵⁸⁾

(2) 회사가 자기주식을 질권의 목적으로 받는 이른바 自己株式의 質取도 원칙적으로 금지된다(상법 제341조의 3 본문). 질권은 주식을 소유하기 위하여 취득하는 것은 아니지만 자기주식과 마찬가지로 자본충실을 해할 염려가 있기 때문이다. 따라서 자기주식을 양도담보의 목적으로 받는 것도 금지된다고 해석된다.²⁵⁹⁾

상장법인의 적대적 M&A 방어를 위한 것이다(上揭書, p. 131; 金和鎭, 前揭論文, p. 145).

257) 1984년 상법 개정 전에도 '자기의 계산'으로 타인 명의로 취득한 때에는 자기주식의 취득이 된다는 것이 다수설이었지만, 대법원은 "특정인에게 자기주식을 공로주로 교부하기로 약정하고 회사가 제3자인 주주에게 대가를 지급한 후 그 제3자로부터 직접 특정인에게 주식을 양도하기로 한 경우 자기주식의 취득이 아니고 유효하다"고 판시하였다(대법원 1963.5.30. 선고 63다106 판결). 이러한 대법원의 견해에 대해서는 의문이 있다(具萬會, 前揭論文, p. 561).

258) 李哲松, 前揭書, p. 318.

259) 上揭書, p. 318.

즉 회사가 자기주식을 제3자로 하여금 전도금, 대여금, 보증금, 담보 제공 등의 명목으로 취득하게 하는 때에도 자기주식취득으로 보아야 한다는 것이다. 다만 법률행위에 의한 담보취득만 금지되고 법정담보권을 취득하는 것은 가능하다고 본다.²⁶⁰⁾

(3) 자기주식취득금지에 대한 상법 제341조가 신주인수에도 적용되는가에 대해 명문의 규정은 없지만, 회사가 자기주식을 인수하는 것은 일종의 가장납입이기 때문에 상법 제341조와 무관하게 당연히 금지된다고 한다.²⁶¹⁾

또한 회사가 자기가 발행한 신주인수권증서(상법 제420조의 2)나 신주인수권증권(상법 제516조의 5)을 취득하여 신주인수권을 행사하는 것도 신주인수와 마찬가지로 금지된다. 회사가 신주인수권을 행사하지 않더라도 이와 같은 증서나 증권의 취득은 자기주식취득과 같은 위험이 있기 때문에 그 취득 자체도 당연히 금지된다고 본다.

한편 自己社債는 자기주식과는 달리 자유롭게 취득할 수 있기 때문에 회사는 자기가 발행한 신주인수권부사채나 전환사채를 취득할 수는 있을 것이다. 그러나 신주인수권부사채나 전환사채를 가지고 신주인수권이나 전환청구권을 행사하면 결국 자기주식을 인수하게 되기 때문에 사채를 취득하더라도 신주인수권이나 전환청구권은 행사하지 못한다는 것이 해석상 당연하다고 할 것이다.²⁶²⁾

(4) 자기주식취득을 위한 거래가 회사에 유리하다고 하더라도 대가가 지급되는 것이면 금지된다. 순수한 무상취득일 때에는 회사의 자본적 기초를 위태롭게 할 염려가 없기 때문에 가능하지만,²⁶³⁾ 부담 있는 증여를 받는 것은 실질적으로는 유상

260) 上掲書, p. 318.

261) 上掲書, p. 318. 한편 독일주식법은 제56조 제1항에서 회사가 자기의 신주를 인수할 수 없음을 명문으로 규정하고 있다.

262) 上掲書, pp. 318~319.

263) 대법원은 “회사는 원칙적으로 자기의 계산으로 자기의 주식을 취득하지 못하는 것이지만, 회사가 무상으로 자기주식을 취득하는 때와 같이 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하거나 회사 채권자와 주주의 이익을 해한다고 할 수가 없는 경우에는 예외적으로 자기주식의 취득을 허용할 수 있다.”고 판시하고 있다(대법원 1996. 6. 25. 선고 96다12726 판결).

취득과 같기 때문에 금지된다.

(5) 종래에는 자회사가 자기의 계산으로 모회사의 주식을 취득하는 것도 자기주식취득이라는 것이 다수설이었다. 그러나 1984년 개정상법에서는 자회사의 기준을 법정하면서 자회사에 의한 모회사 주식취득을 금지하였는데(상법 제342조의 2), 이는 자기주식취득의 문제가 아닌 모회사간의 주식상호소유금지에 관한 규정에 따라 규제 받게 되었다. 자회사가 자신의 주식을 전부 소유하고 있는 모회사의 주식을 모회사의 계산으로 취득하는 것도 모회사에 의한 자기주식취득이 된다.

2. 原始取得

회사를 설립할 때 또는 신주를 발행할 때 회사가 자기주식을 인수하는 자기주식의 원시취득은 허용되지 않는다. 이 때 회사가 자기의 계산으로 타인의 명의로 자기주식을 취득하는 것도 위법한 취득이 된다. 이는 회사가 동시에 자기의 구성원인 사원이 될 수 없다는 일반론에서나 회사의 주금납입이 장부상 가공의 것이 되어 회사의 자본적 기초를 위태롭게 한다는 실질론에서 금지하고 있다. 따라서 자기주식의 원시취득이 금지되는 것은 상법 제341조의 문제가 아니다.²⁶⁴⁾

3. 承繼取得

상법상 금지되는 자기주식취득은 법률행위에 의한 승계취득 특히 特定取得을 의미한다.²⁶⁵⁾ 승계취득이라고 하더라도 법률상 당연한 취득인 포괄승계나 특정승계라 하더라도 다른 재산과 일괄하여 취득하게 되는 다른 회사의 영업전부의 양수 등의 경우에는 자기주식취득만을 목적으로 하는 것이 아니기 때문에 상법 제341조에서 말하는 取得이라고 할 수 없다.²⁶⁶⁾

회사가 제3자로 하여금 자기회사의 주식을 인수 또는 취득시키기 위하여 금융

264) 豊崎光衛, 前掲論文, p. 605.

265) 金東建, 前掲論文, p. 328.

266) 豊崎光衛, 前掲論文, p. 605.

원조로 단순히 대부나 보증을 하는 때에는 회사의 계산이라고 보기 어렵기 때문에 이 정도로 위법하다고 할 수 없다. 그러나 이 때 대부나 보증 형식을 취하여도 실제로 이익배당 또는 매각손익이 회사에 귀속될 때에는 회사의 계산으로 취득한 것으로 보아 금지되어야 한다.²⁶⁷⁾ 대법원은 회사가 어떤 사람에게 자기주식을 공로주로 교부하기로 약정하고 회사가 제3자인 주주에게 대가를 지급한 후 그 제3자로부터 직접 약정자에게 주식을 양도하기로 한 때에는 자기주식취득에 해당하지 아니하여 유효하다고 판시하였다.²⁶⁸⁾ 그리고 증자를 위한 공작매수, 회사지배권을 유지하기 위한 매수, 주식매점 대책으로서의 자기주식취득인 때에는 증권회사·가설인·회사의 임직원 등 타인의 명의로 하지만 실제로는 회사의 계산으로 행하여지는 것이 보통인데 이들 행위 역시 금지된다고 보아야 한다.²⁶⁹⁾

4. 債權契約

자기주식취득금지는 취득 행위 자체뿐만 아니라 이를 목적으로 하는 채권계약에도 미친다. 상법 제341조 규정은 효력 규정이고 이에 반하는 계약은 민법 제103조에 반하여 무효라고 하여야 한다. 이에 대하여 우리 대법원은 주식회사가 주주가 출자한 재산을 그 주주에게 반환함과 동시에 그 주주가 가진 주식을 양수기로 한 것은 자기주식의 취득을 약정한 것이므로 무효라고 하였고,²⁷⁰⁾ 일본의 하급심 판결 중에는 은행이 예금채권을 소멸시키기 위하여 자기주식을 취득하여 예금채권자에게 교부하는 것을 목적으로 하는 계약은 반사회질서 행위로 무효라고 한 것²⁷¹⁾이 있다.

이와 관련하여 환매약관에 의한 자기주식취득이 문제된다. 이는 회사가 피용자에게 주식을 인수시키면서 고용계약이 종료할 때 회사가 이를 매수하기로 약정하

267) 金東建, 前掲論文, p. 328.

268) 대법원, 1963. 5. 30. 선고, 63다106 판결.

269) 회사에 반대하는 일반주주에 대항하기 위한 자기주식취득은 취득금지의 예외인 경우에 해당하지 않는다고 판시하였다(日本東京地方裁判所, 1956. 5. 21, 「下級民集」, 7권 5호, p. 1297).

270) 대법원, 1955. 4. 7. 선고, 4287민상229 판결.

271) 日本 東京控判, 大正 3. 10. 5.

는 것으로 특히 경영권 등을 장악하기 위한 외부의 적대적 세력으로부터 회사가 경영권을 방어하기 위한 수단으로 이용될 수 있다. 이와 같은 환매약관에 따른 자기주식취득이 규정된 약관은 무효라는 부정설²⁷²⁾과 회사가 이익으로 매수할 수 있다는 매수조건부주식의 발행은 정관의 규정이 있으면 허용된다는 긍정설²⁷³⁾이 있는데, 판례는 부정설을 취하고 있다.²⁷⁴⁾ 생각건대, 위와 같은 환매약관은 주식양도의 원칙에 대한 중대한 제한이 될 수 있고 자기주식취득금지를 규정한 취지에 비추어 보아 효력을 인정하기 어렵다고 생각한다.²⁷⁵⁾

第2節 自己株式의 法的 地位

회사가 자기주식을 적법하게 취득하였다더라도 즉시 또는 상당기간 내에 이를 처분하여야 한다.²⁷⁶⁾ 여기에서 말하는 상당한 시기의 의미에 대해서는 논란이 있는데, 주식 가격은 통상 등락이 심하기 때문에 이사가 주의의무를 다하여 유리한 가격으로 주식을 처분할 시간적 여유를 갖는 것이 필요하다고 한다.²⁷⁷⁾ 따라서 회사가 일단 유효하게 취득한 자기주식을 보유하고 있는 동안에 주주권을 행사할 수 있는가 하는 문제가 제기된다.

272) 金東建, 前掲論文, p. 330; 鄭東潤, 前掲論文, p. 371.

273) 曾我部豊, 前掲論文, p. 428.

274) 서울고등법원, 1997. 4. 1. 선고 96나26703 판결에서는 “창업투자회사와 창업회사 사이에 창업회사가 해산 또는 정리할 경우 창업투자회사의 투자금을 반환하기로 한 약정은 실질적으로 주주인 창업투자회사가 그의 투자금인 주식인수금을 회수하기 위하여 그 창업회사에 대하여 그가 인수한 주식의 환매를 청구할 수 있는 권한을 부여한 것으로서, 상법 제341조 소정의 경우 이외에는 주식회사의 경우에는 자기주식을 취득할 수 없도록 규정한 같은 규정에 위배되어 무효이다.”고 판시하였다.

275) 具萬會, 前掲論文, p. 563.

276) 주식을 소각하기 위하여 자기주식을 취득한 때(상법 제341조 제1호)에는 지체없이 주식 실효의 절차를 밟아야 하고, 나머지 이유로 자기주식을 취득한 때에는 상당한 시기에 주식을 처분하여야 한다(상법 제342조·제341조의 2 제3항).

277) 이에 대해서 입법론으로 법에서 처분기간을 정하여 주고 이사가 최대한 유리한 시기를 선택하여 이를 처분하도록 하자는 의견이 제기되고 있다(李哲松, 前掲書, p. 322). 한편 상장법인인 때에는 상법 제341조 제2호 내지 제5호의 사유로 취득한 자기주식으로 우리사주 조합원에게 상여금·퇴직금 등의 용도로 지급하고자 할 때에는 이사회결의로 자기주식을 3년간 보유할 수 있다(증권거래법 제189조의 2 제4항, 동법시행령 제84조의 3 제2항 제6호 단서·제84조의 4 참조).

회사가 자기주식을 보유하고 있는 동안에는 일반적으로 주주가 가지는 권리를 누리지 못한다고 보아야 한다.²⁷⁸⁾ 우리 상법은 회사가 가진 자기주식은 의결권이 없다고만 규정(상법 제369조 제2항)하고 있는데 비하여, 독일주식법에서는 회사는 자기주식을 가지고 어떠한 권리도 행사하지 못한다(독일 주식법 제71b조)고 명문으로 규정하고 있다.

1. 株主權의 休止

상법은 회사가 가진 자기주식은 의결권이 없다고만 규정하고 있다(상법 제369조 제2항). 따라서 의결권에 대해서는 의문의 여지가 없고,²⁷⁹⁾ 따라서 자기주식은 의결정족수를 계산할 때 발행주식의 총수에서도 제외된다(상법 제371조 제1항). 다만 의결권 이외의 주주권에 대해서는 해석상 문제가 있지만 소수주주권이나 각종 소제기권 등과 같은 공익권도 모두 休止된다는 점에 대해서는 이견이 없다.²⁸⁰⁾ 그러나 自益權에 대해서 통설은 전반적으로 자익권 모두가 휴지된다고 하지만,²⁸¹⁾ 이익배당청구권과 잔여재산분배청구권은 인정하여야 한다거나 주식배당은 받을 수 있다고 하는 견해가 있다.²⁸²⁾

그리고 일반론으로 회사가 스스로에 대해 구성원으로서의 권리를 행사한다는 것 자체가 모순이며, 회사가 자기주식을 신속하게 처분하도록 하기 위해서라도 자기주식으로 인한 모든 주주권은 부정되어야 한다는 것이다.²⁸³⁾ 그리고 이와 같은 권리행사의 제한은 회사가 자기주식을 제3자의 명의로 보유하는 경우나 회사가 모 회사주식을 소유하는 경우에도 마찬가지로 적용된다는 데에는 이견이 없다.²⁸⁴⁾ 다

278) 김병연, 전게서, p. 12.

279) 이에 대해서는 모든 입법례가 공통적인데 자기주식취득을 광범위하게 허용하고 있는 미국에서도 자기주식에 대해서는 의결권을 부여하지 않는다(ABA, Model Business Corporation Act § 7.21(b); Delaware General Corporation Law § 160(c)).

280) 김병연, 전게서, p. 12; 李哲松, 前掲書, p. 325.

281) 김병연, 전게서, p. 12; 孫珠瓚, 「第13訂增補版 商法(上)」, 博英社, 2002, p. 663; 李哲松, 上掲書, p. 325. 한편 법무부장관의 유권해석에서도 자기주식에 대해서는 준비금의 자본전입으로 인한 신주를 배정할 수 없으며, 이익배당청구권, 잔여재산분배청구권도 휴지된다고 하였다(법무부, 범심 2301-1386, 1990. 2. 2).

282) 徐廷甲, 「註釋實務 改正商法總攬」, 弘文館, 1984, p. 447.

283) 李哲松, 前掲書, p. 327.

만 이러한 권리행사의 제한은 주식 자체의 속성이 아니기 때문에 자기주식이 회사로부터 제3자에게 이전되면 모든 권리는 부활하게 된다. 즉 자기주식에 기한 주주권은 소멸하는 것이 아니라 행사가 정지되는 것이다.

1) 利益配當請求權

회사에 대한 이익배당청구권을 인정하면 회사가 자기주식으로 받은 배당이익은 궁극적으로는 회사 이외의 주주에게 귀속될 것이고, 회사의 이익으로 계상된 부분은 다시 배당 가능한 이익이 되어 차기 수취배당금으로 이중 계상되어 회사의 수익력에 대한 주주와 투자자의 판단을 흐리게 할 여지가 많아 부당하다.²⁸⁵⁾ 또 자기주식취득을 출자의 환급이라고 볼 때 자기주식에 대하여 배당하는 것은 가공의 자본에 대해 배당하는 결과가 되고, 주식배당도 그 본질은 이익배당이므로 금전배당과 달리 볼 것은 아니라고 한다.²⁸⁶⁾

2) 殘餘財産分配請求權

회사가 잔여재산분배청구권을 갖는다면 곧 법인격이 소멸할 회사가 다시 재산을 취득하게 되어 무의미하고, 자기주식에 대한 이익배당과 마찬가지로 분배받은 재산은 다시 주주에게 분배되어야 하고, 다시 회사가 자기주식을 가지고 분배에 참여하는 등 소멸회사가 잔여재산분배를 반복하여야 하는 것은 불합리하기 때문에 역시 인정하지 않는 것이 타당하다.²⁸⁷⁾

284) 上掲書, p. 327.

285) 이와 같은 취지로는 李哲松, 前掲書, p. 326; 崔基元, 崔基元, 「第11大訂版 新會社法論」, 博英社, 2001, p. 351.이 있고, 이와 반대 견해로는 蔡利植, 「改訂版 商法講義(上)」, 博英社, 1996, p. 641.이 있다.

286) 李哲松, 上掲書, p. 326.

287) 上掲書, p. 326; 鄭東潤, 「第7版 會社法」, 法文社, 2001, p. 249; 崔基元, 前掲書, p. 716. 일본에서는 1994년 개정상법에서 자기주식에 대해서는 이익 또는 이자를 배당을 하지 않는다는 것을 명문으로 규정하였다(일본의 1994년 개정상법 제393조 단서).

3) 新株引受權

(1) 신주를 발행할 때 회사가 신주인수권을 갖는가에 대해 이를 인정하는 견해도 있지만,²⁸⁸⁾ 회사가 신주를 인수하는 것은 법인이 그 구성원이 되는 것으로 이론상 부당하다. 그리고 이를 인정하게 되면 자기주식의 증대를 초래할 뿐만 아니라 신주를 발행할 때 자기신주를 인수하기 위하여 자기자본을 납입하는 것은 허구적인 출자로 자본충실원칙을 해치게 되기 때문에 자기주식에 주식에 대해 신주인수권을 인정하지 않아야 한다.²⁸⁹⁾

(2) 준비금의 자본전입에 의한 신주의 무상교부는 주식의 무상취득이기 때문에 허용하여도 된다는 견해²⁹⁰⁾와 준비금의 자본전입은 실제로는 잉여금의 처분이기 때문에 이를 인정하여서는 안 된다는 견해²⁹¹⁾가 있다.

이를 긍정하는 견해에서는 이론적으로 준비금의 자본전입은 잉여금을 재원으로 하는 임의준비금으로 할 수 없고 법정준비금으로만 가능하기 때문에 잉여금의 경우와 같이 볼 수 없고, 자기주식취득의 예외를 넓게 인정하는 세계적인 입법추세나 우리 증권거래법상 배당 가능한 이익의 한도 내에서 자기주식을 넓게 인정한 취지에 비추어 보더라도 긍정설이 타당하다고 한다.²⁹²⁾ 그러나 준비금의 자본전입은 실제로는 이익배당과 같은 잉여금의 처분이며, 원래 회사가 자기주식을 보유하는 것이 정상적인 것은 아니고, 극히 예외적이고 일시적으로 인정되는 것에 불과하기 때문에 정상적인 주주에게 인정되는 비례적 이익을 자기주식에까지 확장해서 인정할 것은 아니라고 한다. 회사가 신주인수와 준비금의 자본전입으로 인한 무상주 교부에 참가하지 못하여 잃게 되는 이익은 주주들에게 비례적으로 귀속하게 되는데

288) 徐廷甲, 前掲書, p. 447; 蔡利植, 前掲書, p. 641; 大隅健一郎·今井宏, 「第3版 會社法論」, 上卷, 有斐閣, 1991, p. 376.

289) 김병연, 전게서, p. 12; 李哲松, 前掲書, p. 326; 鄭東潤, 前掲書, p. 250; 崔基元, 前掲書, p. 716.

290) 權奇範, 「現代會社法論」, 三知院, 2001, p. 472; 徐廷甲, 前掲書, p. 447; 李範燦·崔竣瑋, 「第4版 商法概論」, 三英社, 2001, p. 556; 蔡利植, 前掲書, p. 641; 崔基元, 前掲書, p. 350.

291) 李哲松, 前掲書, p. 326; 鄭東潤, 前掲書, p. 250.

292) 具萬會, 前掲論文, p. 574.

이것이 오히려 자연스러운 것이라고 한다.²⁹³⁾

4) 株式分割

주식분할은 종전의 주주권에 증폭을 가져오는 것이 아니라 그 동일성을 유지하면서 보다 작은 단위로 세분하는 것에 불과하기 때문에 자기주식도 분할에 의해 당연히 증가하게 된다.

2. 會計處理 問題

자기주식의 회계처리에 관하여 기업회계기준에 따라 대차대조표상에 취득가액을 자본조정 과목으로 기재하도록 하고, 취득경위와 향후처리계획 등은 주석으로 기재하도록 하며(기업회계기준 제38조 제3항), 자기주식을 처분한 이익은 자본준비금으로 적립하여야 한다고 하고 있다(기업회계기준 제35조 제4항).

第3節 自己株式取得의 效果

회사가 자기주식취득금지(상법 제341조) 규정에 위반하여 자기주식을 취득 또는 質取한 경우의 효력에 대하여 상법 제341조의 입법취지와 자본충실원칙, 거래안전의 보호, 주주 또는 회사채권자의 보호 등과 관련하여 무효설, 유효설, 상대적 무효설 그리고 부분적 무효설 등 학설이 나뉘어 있다.

1. 取得禁止違反의 效果

상법 규정에 위반하여 취득한 자기주식에 대하여 어떠한 법적 효력을 부여할 것인가에 대한 논의는 株式移轉에 대한 채권적 합의와 실질적인 취득행위를 분리하여 이루어지고 있다. 주식이전의 채권적 합의에 대해서는 무효로 보고 있으며,

293) 李哲松, 前掲書, p. 326.

실질적 취득행위에 대해서는 상법 제341조의 법적 성격을 어떻게 볼 것인가에 따라서 입장을 달리하고 있다.²⁹⁴⁾

(1) 無效說

이 입장에서는 상법 제341조는 이론적인 이유보다 정책적인 이유로 법정된 강행규정이고 이를 위반하면 다수의 이해 관계자의 이익을 해할 수 있고, 상법에 따른 자본유지원칙 중에서 가장 중요한 자본충실을 저해하는 행위이기 때문에 이 규정에 위반한 자기주식취득행위는 양도인의 선의·악의를 불문하고 무효라고 한다.²⁹⁵⁾ 즉 상법 제341조의 위반은 강행법규 위반이기 때문에 자기주식취득행위의 원인행위인 회사와 주주 사이의 채권적 합의와 자기주식취득행위 자체도 무효로 보고 있다.²⁹⁶⁾ 판례도 자기주식취득은 무효이며, 이를 화해의 내용으로 하였을 경우 그 화해조항도 무효라고 한다.²⁹⁷⁾

(2) 有效說

이 입장에서는 주식의 유통성을 중요시하여 자기주식취득금지를 규정한 상법 제341조를 일종의 명령적 규정으로 보아 이에 위반하였을 때에는 이사 등의 책임을 추궁하면 되고, 자기주식취득 자체의 효력에는 영향이 없다고 한다.²⁹⁸⁾

(3) 部分的 無效說

294) 김병연, 전계서, p. 13.

295) 金正皓, 「第3版 商法講義(上)」, 法文社, 2000, p. 544; 김병연, 전계서, p. 14; 徐燉珏·鄭完溶, 「第4全訂 商法講義(上)」, 法文社, 1999, p. 373; 鄭東潤, 前掲書, p. 249; 鄭燦亨, 「第2版 會社法講義」, 弘文社, 2002, p. 355; 崔基元, 前掲書, p. 340.

296) 김병연, 전계서, p. 13; 鄭東潤, 前掲書, p. 233; 崔基元, 前掲書, 347.

297) 대법원, 2003. 5. 16. 선고, 2001다44109 판결; 대법원, 1964. 11. 12. 선고, 64마 719 결정; 서울고등법원, 1979. 6. 21. 선고, 78나3263 판결.

298) 朴元善·李楨漢, 「全訂 會社法」, 修學社, 1979, p. 206; 徐憲濟, 「사례중심체계會社法」, 法文社, 2000, p. 238; 蔡利植, 前掲書, p. 639.

유효설이나 무효설이 갖는 문제점을 해소하기 위한 절충설로 이 입장에서는 상법 제341조에 위반한 자기주식취득은 원칙적으로는 무효이지만, 회사가 타인명으로 자기계산으로 취득한 때와 자회사가 모회사의 주식을 취득한 때에는 상대방이 선의이면 유효라고 하는 입장이다.²⁹⁹⁾

한편 자기주식취득은 무효이지만, 상법 제341조에 의해 보호받아야 할 자는 회사·회사채권자·주주라는 점을 이유로 양도인은 선의·악의를 불문하고 무효를 주장할 수 없고, 거래의 안전을 고려하여 회사·회사채권자·주주도 양도인에게 악의가 없는 한 무효를 주장하지 못한다는 견해가 있다.³⁰⁰⁾ 결국 원칙적으로 유효하고 양도인이 악의인 때에 한하여 회사·회사채권자·주주만이 무효를 주장하거나 주장하지 않을 수 있다는 견해이다.³⁰¹⁾

(4) 相對的 無效說

유효설과 부분적 무효설이 주로 양도인의 보호를 근거로 하는 주장인데 대하여, 상대적 무효설의 입장에서는 자기주식취득을 무효로 한다고 하더라도 양도인의 이익을 해치는 것은 아니라고 지적한다. 다시 말하면 주식양도인은 대금을 받고 주식을 처분한 자로 자기주식취득이 무효라고 하더라도 대금만 반환하면 되고 주주권을 잃지 않기 때문에 회사가 무자력이라고 하더라도 손해가 발생하기 힘들다고 한다.

상대적 무효설은 다시 타인 명의로 회사의 계산으로 자기주식을 취득한 때에는 양도인에게 악의가 없으면 유효하다는 설³⁰²⁾과 양도인의 선의·악의를 묻지 않고 무효이지만 선의의 제3자에게 대항할 수 없다는 설,³⁰³⁾ 원칙적으로 무효이지만 양도인이 악의인 때와 선의인 때로 나누어 악의인 때에는 양도인과 회사는 그 무효

299) 姜渭斗, 「全訂 會社法」, 螢雪出版社, 2000, p. 321; 孫珠瓚, 前掲書, p. 713; 李炳泰, 「全訂 商法(上)」, 法元社, 1988, p. 408; 李院錫, 「新商法(上)」, 法志社, 1984, p. 394; 林泓根, 「會社法」, 法文社, 2000, p. 259.

300) 權奇範, 前掲書, p. 466; 林泓根, 前掲書, p. 259; 鄭熙喆, 「商法學(上)」, 博英社, 1989, p. 426.

301) 李哲松, 前掲書, p. 324.

302) 孫珠瓚, 前掲書, p. 658.

303) 李泰魯·李哲松, 前掲書, p. 315.

를 주장할 수 없고, 양도인이 선의인 때에는 양도인·회사채권자·다른 주주 등은 무효를 주장할 수 있지만, 회사는 그 무효를 주장할 수 없다는 설³⁰⁴⁾ 등이 있다.

(5) 學說의 檢討

무효설은 회사의 자본충실을 중요시하고 이에 위반하는 때에는 사회질서 위반으로 보아 무효라고 한다. 그러나 회사가 자본에 상응하는 기본재산 이외의 다른 재원으로 자기주식을 취득하는 때에는 자본충실원칙에 반하는 것은 아니다. 이 견해에 따르면 자기주식취득으로 인한 폐단은 저지될 수 있겠지만 거래의 안전을 해칠 수 있다.³⁰⁵⁾

유효설은 주식거래의 안전이라는 측면만을 강조한 것으로 이에 따르면 거래의 안전을 도모할 수는 있겠지만 자기주식취득금지를 규정한 입법취지를 몰각한 것으로,³⁰⁶⁾ 이사에 대한 책임추궁만으로 자기주식취득금지의 효과를 거둘 수 있을지 의문이고, 또 자기주식취득을 금지한 상법 제341조가 명령규정이라는 것도 의문이라고 한다.³⁰⁷⁾ 그리고 상대방이 악의일 때도 자기주식취득은 유효하게 되어 부당하다.³⁰⁸⁾

부분적 무효설에 따르면 상대방의 악의는 무효를 주장하는 자가 입증하여야 하지만 통상 선의·악의의 입증이 어려운 점을 감안하여 회사가 타인명의로 자기의 계산으로 자기주식을 취득한 때와 자회사가 모회사의 자기주식을 취득한 때에는 거의 유효하게 될 것이고, 따라서 회사가 현명하여 주식을 취득하지 않는 한 자기주식취득은 사실상 유효하다는 결론이 된다.³⁰⁹⁾ 이와 같은 결론은 회사가 우회적·탈법적 방법으로 자기주식을 취득하는 것을 방지하고자 하는 해석과 입법상의 노력을 무의미하게 만든다고 한다고 하는 비판이 있다.³¹⁰⁾

304) 金東建, 前揭論文, p. 339.

305) 金炳年, 前揭書, p. 14; 李哲松, 前揭書, p. 323; 姜渭斗, 前揭論文, p. 125.

306) 崔基元, 前揭書, p. 347.

307) 姜渭斗, 前揭論文, p. 125.

308) 金炳年, 前揭書, p. 14; 李哲松, 前揭書, p. 323.

309) 李哲松, 上揭書, p. 313.

310) 上揭書, p. 321; 崔基元, 前揭書, p. 347.

상대적 무효설에 의하면 양도인이 악의인 때에는 회사·회사채권자·주주가 무효를 주장할 수도 있고 주장하지 않을 수도 있어 양도인의 지위가 극히 불안하고, 더욱이 회사·회사채권자·주주의 주장 여부에 따라 유효 또는 무효로 되는 것은 무효의 일반법리에 반한다는 비판이 있다.³¹¹⁾

그러나 독일주식법은 이를 유효하다고 규정하고 있지만(독일 주식법 제71조 제4항 제1문), 자기주식취득의 효력을 어떻게 할 것인가는 입법정책의 문제라고 할 것이다.

유효설과 부분적 무효설은 양도인의 보호를 염두에 두고 있지만 사실은 자기주식취득이 무효라고 하여 양도인의 이익을 해치는 것은 아니고,³¹²⁾ 오히려 자기주식취득이 무효라고 할 때 회사가 다시 자기주식을 처분하여 이를 轉得한 자와 그 이후의 취득자들이 주주권을 잃게 되는 점 그리고 주식을 압류한 채권자가 권리를 잃게 되는 사실 등을 고려하여 볼 때 자기주식취득은 양도인의 선의·악의를 묻지 않고 무효이지만 전득자나 압류채권자 등과 같은 선의의 제3자에게 대항하지 못한다고 하여야 한다.³¹³⁾

2. 自己株式取得과 不法原因給與

회사가 자기주식취득 금지에 위반하였기 때문에 주식매매가 무효인 때에 양도인의 회사에 대한 주식의 급여가 민법 제746조의 불법원인급여로 되더라도 회사는 자기주식을 취득하여서는 안되므로 결국 회사는 취득한 자기주식을 양도인에게 반환하여야 한다. 그러나 이 때에 회사의 양도인에 대한 주식매매대금의 지급이 불법원인급여로 되는 경우에는 회사는 양도인에 대하여 그 반환을 청구할 수 없게

311) 姜渭斗, 前掲論文, p. 125.

312) 양도인은 대금을 받고 주식을 처분한 자이므로 無效라고 하더라도 株主權을 잃지 않고 대금은 반환하면 되기 때문에 대금의 반환과 주권의 반환을 동시이행으로 주장할 수 있고, 상대방인 회사가 無資力이라고 하더라도 뜻하지 않은 손해를 보는 일은 드물 것이기 때문이라고 한다. 다만 양도를 할 때에 비해 주가가 하락하여 손해를 볼 수는 있지만 이 때의 손해에 대해서는 회사에 대하여 손해배상을 청구함으로써 전보될 수 있다고 한다(李哲松, 前掲書, p. 324).

313) 上掲書, p. 324; 김병연, 전개서, p. 15.

되어 그 취득한 주식은 반환하고 주식매매대금은 반환 받지 못하게 되어 회사의 양도인에 대한 주식매매대금지급이 불법원인급여가 되는지 문제가 된다.

민법 제746조의 “불법의 원인으로 인한 재산의 급여”에서 불법의 의의에 대하여 통설은 선량한 풍속 기타 사회질서의 위반을 말하고 강행규정의 위반까지 포함하는 것이 아니라고 본다. 그리고 회사의 자기주식취득금지는 앞서서도 살펴 본 것처럼 정책적인 이유에서 정한 강행규정이기 때문에 회사의 자기주식취득 금지위반은 민법 제746조가 규정한 불법의 원인이 되지 않는다.

따라서 회사의 자기주식취득이 자기주식취득 금지에 위반하여 무효라고 하더라도 주식매매대금의 지급이 불법원인급여로 되지 않고 따라서 회사는 양도인에 대하여 그 주식매매대금의 반환을 청구할 수 있다.³¹⁴⁾

3. 理事의 損害賠償責任과 刑事制裁

(1) 자기주식취득금지 규정에 위반한 자기주식취득으로 인하여 회사에 손해가 발생하였을 때에는 이사는 회사에 대하여 연대하여 배상책임을 부담하고(상법 제399조), 나아가 악의 또는 중대한 과실이 있는 때에는 주주 또는 회사채권자 등 제3자에 대하여도 연대하여 손해배상책임을 진다(상법 제401조). 감사 또는 발행주식 총수의 100분의 1 이상의 주식을 갖는 소수주주권자는 이사에 대하여 자기주식취득 행위의 留止를 청구할 수 있고(상법 제402조), 취득행위로 인하여 발생한 손해에 대해서는 대표소송에 의하여 이사의 책임을 추궁할 수 있다(상법 제403조).

(2) 자기주식취득금지 규정에 위반한 이사 등의 행위에 대해서는 5년 이하의 징역 또는 1,500만원 이하의 벌금에 처하는 제재가 따른다(상법 제625조 제2호).

314) 姜渭斗, 前掲論文, p. 126.

第4節 自己株式取得禁止의 例外

상법은 정책적인 이유로 회사가 자기주식을 취득하는 것을 원칙적으로 금지하고 있지만, 일정한 조건하에서 이를 인정하여 회사 경영에 탄력성을 부여하자는 취지로 상법과 특별법에서는 자기주식취득을 일부 허용하여 왔다.

1. 商法上 自己株式取得이 허용되는 경우

制定商法은 자기주식취득에 대한 예외로 주식을 소각하기 위한 때(상법 제341조 제1호)와 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때(동조 제2호), 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때(동조 제3호) 등 세 가지 예외를 인정하고 있었다.

1984년 개정상법에서는 위의 예외에 더하여 端株의 처리를 위하여 필요한 때(동조 제4호)가 추가되었고, 1995년 개정상법에서는 주주가 株式買受請求權을 행사할 때(동조 제5호)가 추가되었다.

1) 株式을 消却하기 위한 때(상법 제341조 제1호)

(1) 상법에 따라 주식을 소각하는 때에는 자본감소절차에 의하여 소각하는 방법(상법 제343조 제1항 본문)과 상환주식을 상환하는 방법(상법 제345조 제1항) 그리고 정관의 규정에 따라 주주에게 배당할 이익으로 소각하는 방법(상법 제343조 제1항 단서)이 있다. 2001년 개정상법에서는 정기주주총회의 결의에 의한 소각제도를 도입하였다. 회사 자본으로 유상소각하는 때에도 정기주주총회의 특별결의와 회사채권자 보호라는 관점에서 엄격한 자본감소절차에 따라야 하기 때문에³¹⁵⁾ 회사채권자의 이익을 해치지 않고, 주주평등원칙에 따라 소각하는 한 주주는 부당한 취급을 받지 않게 되었다.

315) 상법 제343조 제1항은 주식의 소각에 대해 “주식은 자본감소에 관한 규정에 의하여서만 소각할 수 있다”고 규정하여 이러한 취지를 밝히고 있다.

다만 이와 같은 자본감소절차나 정관 규정에 의한 주식의 소각은 엄격한 절차 때문에 그 기능을 제대로 발휘하지 못하였기 때문에 회사에는 실질적인 도움이 되지 못하였다.³¹⁶⁾ 즉 상법 제343조 제1항 단서에서는 정관이 규정하는 바에 따라 이익소각을 할 수 있다고 규정하고 있지만 이 규정에서 말하는 정관은 원칙적으로 原始定款에서 이를 규정하고 있는 때에 한하고, 원시정관에 규정이 없으면 전체 주주의 동의로 정관을 변경하였을 때에만 가능하다는 견해와 원시정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로 정관을 변경하면 가능하다는 견해로 나뉘어 있었다.³¹⁷⁾ 따라서 원시정관에 규정이 없으면 이익소각을 위해서는 전체 주주의 동의를 필요로 하게 되어,³¹⁸⁾ 상장회사인 때에는 사실상 이익소각이 불가능하였다.³¹⁹⁾ 이에 따라 2001년 개정상법에서는 일본의 1994년 개정상법 제212조의 2를 참조하여 주식소각에서 회사에게 유연성을 제공하기 위하여 정기주주총회의 특별결의에 의한 이익소각을 규정하였다고 한다(상법 제342조의 2 제1항).³²⁰⁾

이 제도의 도입으로 주식소각의 목적이라는 제한이 없어지게 되어 회사가 자금에 여유가 있으면 자금을 운용하는 방법으로 자기주식을 취득하여 주식을 소각하는 방법을 선택할 수 있게 되었다는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다.³²¹⁾ 즉 이익소각을 통하여 미처분 이익잉여금을 재원으로 발행주식수를 감소시킬 수 있게 되었고, 당해 주식을 소유한 주주가 지분을 정리하거나 자본을 쉽게 회수할 수 있도록 하였을 뿐만 아니라, 유통주식수를 감소시켜 회사가 편리하게 주가를 관리할 수 있도록 하였다는 장점이 있다.³²²⁾

316) 김병연, 전계서, p. 7; 玉武錫, 前掲論文, p. 21.

317) 玉武錫, 上掲論文, pp. 21~22.

318) 李哲松, 前掲書, p. 348.

319) 김병연, 전계서, p. 7.

320) 주식소각을 정기주주총회의 특별결의로 하도록 한 것은 주식소각에 대한 신중한 판단을 유도하고, 주식소각의 문제는 주주의 권익에 직결되기 때문이라고 한다(국회사무처법제실, “중소기업제도의 법제적 개선방안”, 「법제현안」, 제2002-24호(통권 제142호), 국회사무처, 2002. 12, p. 29.

321) 玉武錫, 前掲論文, p. 21; 玉武錫, “자기주식의 이익소각제도에 대한 몇 가지 시사점”, 「比較私法」, 第8卷 第2號(通卷 15號), 韓國比較私法學會, 2001, p. 25.

322) 김병연, 전계서, p. 7; 權載烈, 「上場協實務全集 22 : 株式消却制度」, 한국상장회사협의회, 2002, p. 51; 양규원, “현행 상법상 주식회사 주주의 자본회수방법으로서의 주식소각제도에 관한 검토 : 신설된 주주총회 결의에 의한 주식소각제도 중심”, 「논문집」, 제4집, 용인송담대학, 2001, p. 190; 玉武錫, 자기주식의 이익소각제도에 대한 몇 가지 시

이와 관련하여 대법원은 주식을 소각하는 절차로 자기주식을 취득하는 경우뿐만 아니라 장차 주식을 소각할 계획으로 취득하는 것도 포함³²³⁾하는 취지를 보이고 있는데 이는 자기주식취득을 사실상 무제한 허용하는 결과를 가져올 가능성이 있어 올바른 해석이라고 할 수 없다.³²⁴⁾

(2) 회사가 주식을 소각하려면 그 선행절차로 일단 자기주식을 취득하여야 하기 때문에 주식소각을 위한 자기주식취득을 인정하고 있다.³²⁵⁾ 회사가 주식을 소각하기 위해서는 주주로부터 주권을 제출 받아 소각의 효력이 발생할 때까지 보관하여야 하는데, 외관으로 보면 이 기간동안 회사가 마치 자기주식을 취득한 것처럼 보이지만 법률적으로 보면 회사가 주식을 소유하는 것이라고 볼 수는 없다. 따라서 이는 회사가 자기주식을 취득할 수 있는 예외가 아니라고 한다.³²⁶⁾ 그리고 이 때에는 자기주식을 보유할 목적으로 취득하는 것이 아니기 때문에 지체없이 주권폐기와 주주명부말소 등 주식실효 절차를 밟게 되고(상법 제342조) 따라서 자기주식취득으로 인한 폐해가 생길 우려도 없다.³²⁷⁾

사점, pp. 22~23:

323) 앞의 90다카22698판결에서 대법원은 “그리고 이 사건의 경우와 같은 주식의 임의소각은 그 주식을 취득하고 상법 소정의 자본감소의 절차와 실효절차를 마친 때에 소각의 효력이 생기는 것이라 할 것이므로 주식의 취득과 동시에 소각의 효력이 생기는 것이라는 전제 아래 그 이전에 자본감소의 절차 등을 밟지 않은 피고의 주식취득이 무효라고 하는 소론은 이를 받아들일 수 없다.”고 하여 이러한 취지를 내 보이고 있다.

324) 李哲松, 前掲書, p. 320. 이 판결에 대한 평식으로 姜渭斗, “會社가 理事에게 營業의 一部를 讓渡하고 그 代價로 自己株式를 取得·消却한 경우의 法的 性質 : 大法院 제2부 1992. 4. 14. 宣告 90다카22698判決”, 法律新聞, 2161號, 法律新聞社, 1992. 10.가 있다.

325) 대법원은 “회사의 대표이사와 이사 겸 주주인 갑 사이에 경영권을 둘러싸고 계속되어 온 분쟁을 근원적으로 해결하기 위하여 갑이 그의 주식소유지분에 상응하는 재산을 회사로부터 양수하여 회사와는 별도로 독자적인 영업을 하는 대신 회사는 갑의 주식을 양수하여 감소된 재산에 상응하는 주식을 소각시킴으로써 갑을 제외한 대표이사 등이 회사를 명실상부하게 소유 경영하기 위한 것이라면 회사가 자기주식을 유상으로 취득한다고 하더라도 그것은 주식을 소각하기 위한 때에 해당되어 무효라고 할 수 없다”고 판시하였다(대법원, 1992. 4. 14. 선고, 96다12726 판결, 90다카22698 판결).

326) 李哲松, 前掲書, p. 320.

327) 具萬會, 前掲論文, p. 567.

(3) 상법은 제343조의 2에서 정기주주총회의 결의에 의하여 자기주식을 매입하여 소각하도록 하고 있지만, 증권거래법 제189조 제1항에서는 상장법인인 때에는 일정한 요건에 따라 이사회 결의로 자기주식을 취득하여 소각할 수 있도록 하고 있다. 이는 상장법인의 자금 운용에 대한 편의성을 제고하기 위한 것이다.³²⁸⁾

2) 會社의 合併 또는 다른 회사의 營業全部의 讓受로 인한 때(상법 제341조 제2호)

회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부를 양수할 때, 소멸회사의 재산 중에 존속회사의 주식이 포함되어 있거나 영업양도의 경우 양도목적인 영업재산 중에 양수회사의 주식이 포함되어 있으면 존속회사 또는 양수회사는 불가피하게 자기주식을 취득하게 된다. 흡수합병 또는 영업양수의 경우 유독 자기주식만을 승계 또는 양수대상에서 제외하는 것은 복잡할 뿐만 아니라, 이 때 자기주식취득은 회사의 의도적인 취득으로 볼 수 없어 자기주식취득으로 인한 폐해가 발생할 염려가 적기 때문이다. 이 때 회사가 취득한 자기주식은 상당한 시기에 처분하여야 한다(상법 제342조).

흡수합병의 경우 존속회사가 소유하고 있던 소멸회사의 주식에 대하여 합병으로 인하여 발행되는 존속회사의 신주 즉 자기주식을 존속회사가 배정 받을 수 있는지에 대해서는 신주식을 배당하여도 실질적으로는 존속회사 재산의 일부인 소멸회사의 주식을 존속회사의 자기주식으로 바꾸어 놓는데 불과하고 자본충실을 해치

328) 자기주식의 소각을 이사회 결의에 의하도록 하는 것에 대해 ① 無償減資를 용이하게 할 수 있다는 점, ② 주식소각은 자본감소와는 다르기 때문에 개별주주들에게 긍정적인 효과가 많기 때문에 정관에 이를 정하였다면 이사회에서 소각을 결의하는 것이 시간과 절차면에서 매우 효과적일 것이라는 점, ③ 이익소각인 때에는 정관에 관련 조항을 삽입하여 주주총회의 특별결의를 거치지 않더라도 사외이사의 참여가 보장된 이사회 결의로서 가능하도록 하는 것이 바람직하다는 점, ④ 급변하는 경제상황과 미래에 대한 불확실성 등 긴급하게 주식소각을 추진하여야 할 상황에서 정기주주총회를 거쳐야 할 때 나타날 수 있는 시간적·업무적 손실을 줄일 수 있다는 차원에서 긍정적이라는 점, ⑤ 자기주식소각은 물량 축소로 주주들에게도 일반적으로 이익을 줄 수 있기 때문에 주주총회의 특별결의 수준의 절차는 불필요하다는 점에서도 긍정적이라고 한다(국회사무처법제실, 전계서, p. 29).

는 것이 아니라는 이유로 이를 긍정하는 견해³²⁹⁾와 이 때에도 자기주식의 원시취득이라는 이유로 이를 부정하는 견해³³⁰⁾가 있는데 긍정설이 타당하다고 본다.³³¹⁾ 이와 반대로 소멸회사가 존속회사의 주식을 가지고 있는 때에는 소멸회사의 모든 재산이 그대로 승계된 이상 자기주식의 승계를 인정할 수는 없다고 할 것이어서 이러한 주식은 합병으로 당연히 소멸하고 존속회사는 이에 대하여 신주를 배당할 수 없을 것이다.

3) 會社의 權利를 실행함에 있어서 그 目的을 達成하기 위하여 필요한 때 (상법 제341조 제3호)

회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적 달성을 위하여 필요한 때 자기주식취득이 인정된다. 회사가 채권을 실행하려고 하였으나 채무자에게 자사발행주식 이외의 다른 재산이 없어 이를 대물변제로 받거나 그 주식이 경매될 때 이를 경락 받은 경우에는 채무자에게 자기주식 이외에 다른 재산이 없고 이를 회사가 입증한 때에 한하여 허용된다는 것이 판례의 입장이다.³³²⁾ 회사가 권리실행을 하는데 필요한 최후적인 방법으로 자기주식취득이 부득이한 경우를 뜻한다고 한다.³³³⁾

그러나 채무자에게 다른 재산이 있다고 하더라도 채무 변제를 위하여 현저하게 부족하거나 換價를 위하여 상당한 시간이 소요되는 등 채권자인 회사의 입장에서 보아 자기주식취득이 권리실행에 직접적이고 유효 적절할 수단일 때에는 판례가

329) 鄭東潤, 前掲論文, p. 372.

330) 崔基元, 前掲書, p. 711.

331) 具萬會, 前掲論文, p. 568.

332) 대법원은 “주식회사가 자기 주식을 취득할 수 있는 경우로서 상법 제341조 제3호가 규정한 회사의 권리를 실행함에 있어서 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때라 함은 회사가 그의 권리를 실행하기 위하여 강제집행, 담보권의 실행 등에 당하여 채무자에 회사의 주식 이외에 재산이 없는 때에 한하여 회사가 자기 주식을 경락 또는 대물변제 등으로 취득할 수 있다고 해석되며 따라서 채무자의 무자력은 회사의 자기 주식취득이 허용되기 위한 요건 사실로서 자기주식 취득을 주장하는 회사에게 그 무자력의 입증책임이 있다.”고 판시하고 있다(대법원, 1977. 3. 8. 선고, 76다1292 판결). 일본에서도 이와 같은 취지의 판결(日本東京地方裁判所, 1964. 10. 26 판결, 下級民集, 15卷 10號, p. 2512)이 있다.

333) 李哲松, 前掲書, p. 321; Raise Thomas, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Aufl., München: Verlag FranzVahlen GmbH, 2001, S. 220.

요구하는 무자력에 대한 입증 없이도 자기주식취득을 인정하는 것이 상당하다고 본다.³³⁴⁾ 환가가 용이한 자기주식이 있음에도 불구하고 무자력 요건을 엄격하게 적용한다는 것은 불합리할 뿐만 아니라,³³⁵⁾ 미국과 독일, 일본 등 각국에서도 자기주식취득규제완화론이라는 대세에 따라 자기주식취득을 폭넓게 인정하고 있다. 그리고 우리 증권거래법에서도 주권상장법인이나 코스닥상장법인 등은 상법에 따른 예외요건의 각 사유에 해당하지 않는 때에도 배당 가능한 이익의 한도(상법 제462조 제1항) 내에서 대통령령이 정하는 금액 이하의 범위 내의 자기주식취득을 인정하고 있는 사실(증권거래법 제189조의2 제1항)에 비추어 보아도 이와 같은 권리실행 요건은 보다 넓게 인정되어야 한다.³³⁶⁾ 이 때에도 자기주식은 상당한 시기 이내에 처분하여야 한다(상법 제342조).

4) 端株의 처리를 위하여 필요한 때(상법 제341조 제4호)

주주가 회사로부터 原始取得한 주식에 端株가 있을 때와 전환주식 또는 전환사채의 전환 그리고 신주인수권부사채권자가 신주인수권을 행사하여 신주를 발행할 때 주주가 단주를 취득하게 되면 이를 換價하여 주주에게 대금으로 지급하려면 회사가 이 단주를 취득하여야 한다. 그러나 자본감소·합병·준비금의 자본전입·주식배당 등과 같은 때에도 단주가 발생하게 되는데 이 때에는 단주를 처리하는 방법이 법정(상법 제443조 제1항·제530조 제3항·제461조 제2항·제462조의 2 제3항)되어 있기 때문에 이에 따라야 하고 회사가 이를 취득할 수는 없다.³³⁷⁾ 상법에 따르면 단주는 경매나 거래소 매각방식 등에 의하여 처리하는 것이 원칙이기 때문에 이 규정의 적용대상은 통상의 신주발행(제416조)이나 전환주식·전환사채의 전환 그리고 신주인수권부사채권자의 신주인수권 행사로 인한 신주발행과 단수처리에 대한 방법이 법정되어 있지 않은 부득이한 때에만 허용된다.³³⁸⁾ 이 때에도 상당한 시기 이내에 자기주식을 처분하도록 하고 있다(상법 제342조).

334) 具萬會, 前掲論文, p. 569.

335) 金東建, 前掲論文, p. 333.

336) 崔基元, 前掲書, p. 712.

337) 김병연, 전게서, p. 9; 李哲松, 前掲書, p. 318.

338) 具萬會, 前掲論文, p. 569.

5) 株主가 株式買受請求權을 행사한 때(상법 제341조 제5호)

1995년의 개정상법은 주식양도의 제한으로 정관이 정하는 바에 따라 이사회의 승인을 얻도록 하는 규정(상법 제335조 제1항 단서)을 신설하였다.

회사가 주식양도승인을 거부한데 대하여 주주는 주식양수인이 자기가 가진 주식을 매수하여 달라고 회사에 대하여 청구하는 때이다. 법문에서는 주주가 매수를 청구한 경우만을 들고 있으나 주식의 양수인이 매수를 청구한 때에도 자기주식의 취득이 불가피하다(상법 제335조의 2 제4항·제335조의 7 제2항). 이사회로부터 양도 상대방에 대한 주식의 양도승인을 받지 못한 주주는 20일 이내에 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하였는데(상법 제335조의 2 제4항), 이 때에는 회사가 자기주식을 취득할 수 있다.

그리고 회사의 영업양도·임대·합병·분할·분할합병 등에 반대하는 주주(상법 제374조의 2·제522조의 3·제530조의 11 제2항·제522조의 3 제2항)들에게도 주식매수청구권이 인정되면서 이 때에도 회사는 자기주식을 취득할 수 있게 되었다. 이와 같은 주주의 주식매수청구권은 주식양도 제한을 받거나 회사의 중대사항을 결정하는 경우 이른바 다수결의 횡포로부터 소수주주들을 보호하기 위하여 1995년과 1998년 개정상법에서 인정된 것들로 회사는 부득이 자기주식을 취득할 수밖에 없게 되었다. 그러나 이 때에도 회사는 상당한 시기에 자기주식을 처분하여야 한다(상법 제342조).³³⁹⁾

아울러 주식의 포괄적 교환과 이전의 경우(상법 제360조의 5·제360조의 22)에도 주주는 회사에 대하여 주식매수청구권을 행사할 수 있다.

339) 이와 같이 처분된 주식의 성격에 대해 대법원은 “주식회사가 자기주식을 취득하는 것은 상법 제341조가 규정한 특별한 경우에 한하는 것이지만, 자기주식도 다른 유가증권과 마찬가지로 양도성있는 자산임이 분명하므로, 그 처분도 다른 유동자산의 처분에 있어서와 같이 그 취득과 양도를 1개의 거래로 간주하여 그 취득가액과 양도가액의 차액을 유가증권매각 손익으로 처리하는 것이 상당하다고 보여지며, 자기주식을 처분할때 생기는 주식의 액면가액과 양도가액의 차액은 상법 제459조가 규정한 합병잉여금과는 그 성질이 달라 자본준비금으로 적립하여야 하는 것도 아니므로, …… 원고 회사의 자기주식 처분을 자본거래로 보지 아니하고, 과세처분의 대상이 되는 손익거래로 본 조치는 정당하고 ……” 라고 하여 위 각 호에 따라 처분된 주식의 양도차익은 유가증권의 매각이익으로서 과세처분의 대상이 된다고 하고 있다(대법원, 1980. 12. 23. 선고, 79누370 판결).

6) 주식매수선택권부여목적 등의 자기주식취득(상법 제341조의 2 제1항)

(1) 1999년 개정상법은 주주총회의 특별결의로 회사의 설립과 경영, 기술혁신 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사·감사·피용자에게 신주인수권이나 자기주식매수선택권을 부여할 수 있도록 하였다(상법 제340조의 2 제1항). 따라서 회사가 이사 등에게 주식매수선택권(stock option)을 부여하고 회사가 그 매수권 행사에 주식을 양도하는 방법으로 응하는 때에는 미리 자기주식을 취득해 두어야 한다. 그리고 이 개정상법은 회사가 퇴직하는 이사·감사 또는 피용자의 주식을 양수하고자 할 때에도 자기주식을 취득할 수 있도록 하고 있다(상법 제341조의 2 제1항 본문).

(2) 이와 같은 목적으로 취득할 수 있는 자기주식의 수는 발행주식총수의 100분의 10을 초과할 수 없고(상법 제341조의 2 제1항), 그 취득가액은 상법 제462조 제1항에 의해 산출되는 배당가능이익의 한도 이내여야 한다(상법 제341조의 2 제1항 단서). 이 때 회사가 자기주식을 발행주식총수의 100분의 10 이상을 가진 대주주로부터 유상취득하는 때에는 그 양도인의 성명을 개시하고, 취득할 주식의 종류와 수, 취득가액에 대하여 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 얻어야 거쳐야 한다(상법 제341조의 2 제2항 전단).³⁴⁰⁾ 주주총회의 승인이 있을 후 회사는 6개월 이내에 주식을 취득하여야 한다(동조 제2항).³⁴¹⁾ 이 때에도 회사는 상당한 기간 내에 자기주식을 처분하여야 한다(동조 제3항).

340) 이와 같이 취득범위와 취득가액을 규제하는 것은 자기주식취득으로 자본충실이 저해되는 것을 예방하기 위한 것이다. 그리고 자기주식의 양도인이 대주주일 때 주주총회의 특별결의를 거치도록 요구하고 있는 것은 양도인이 대주주라면 거래의 공정성을 해할 염려가 있기 때문이다(김병연, 전거서, p. 10; 李哲松, 前掲書, pp. 321~322).

341) 6월 이내에 취득하여야 한다는 의미는 반드시 취득하여야 한다는 의미가 아니라 6월이 넘으면 주주총회의 승인이 있을 장기간이 경과하면 사정변경으로 당초 승인한 주식의 수량이나 가액이 적정하지 못하게 될 수도 있기 때문에 6월이 지나면 취득하지 못한다는 의미라고 한다(李哲松, 上掲書, p. 322).

2. 解釋上 自己株式取得이 허용되는 경우

상법에 명문의 규정이 없더라도 무상취득 등과 같이 해석상 자기주식취득으로 인한 폐해가 없다고 인정되는 때에는 자기주식취득이 허용된다.

1) 無償取得

회사는 贈與나 遺贈 등에 의하여 자기주식을 무상으로 취득할 수 있다. 이 때에는 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하거나 회사채권자와 주주의 이익을 해친다고 할 수 없기 때문이다.³⁴²⁾ 독일주식법에서는 이와 같은 무상취득을 자기주식취득이 가능한 예외적인 경우로 규정하고 있다(독일주식법 제71조 제1항 제4호). 예컨대, 주주들이 회사의 경영상태가 악화되자 소유주식의 일부를 회사의 자유로운 처분에 맡겨 소각에 의한 자본감소를 유도하고 따라서 이익배당이 가능하게 하기 위해서 자기주식을 취득하는 때에는 회사와 주주의 이익을 해치지 않고 오히려 회사의 재무구조가 개선될 수 있기 때문에 유효성이 인정된다고 한다.³⁴³⁾

2) 會社名義로 他人의 計算으로 取得하는 때

증권회사가 고객의 위탁을 받아 자기주식을 매수하는 경우와 같이 위탁매매업자가 위탁자의 계산으로 자기주식을 매수하는 때에는 회사의 자산에 아무런 영향이 없기 때문에 자기주식취득이 허용된다고 해석하고 있다.³⁴⁴⁾ 독일주식법에서는 무상취득과 마찬가지로 금융기관이 위탁매매로 자기주식을 취득하는 것을 명문으로 허용하고 있다(독일 주식법 제71조 제1항 제4호).

342) 대법원도 “…… 회사가 자기주식을 무상으로 취득하는 경우 또는 타인의 계산으로 자기주식을 취득하는 경우 등과 같이, 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하거나 주주 등의 이익을 해한다고 할 수 없는 것이 유형적으로 명백한 경우에도 자기주식의 취득이 예외적으로 허용되지만 ……”이라고 하여 이와 같은 취지를 밝히고 있다(대법원, 2003. 5. 16. 선고, 2001다44109 판결).

343) 具萬會, 前揭論文, p. 571.

344) 上揭論文, p. 572.

한편, 위탁매매인인 회사가 개입권(상법 제107조)을 행사하여 스스로 매도인 또는 매수인이 될 수 있는지에 대하여 회사의 권리실행을 위해서 필요하다면 어느 경우에도 자기주식취득이 허용된다는 견해³⁴⁵⁾와 매도위탁인 경우에 개입권을 행사하는 것은 결국 스스로 자기주식의 매수인이 되는 결과가 되어 부당하다는 견해³⁴⁶⁾가 있는데, 후자의 입장이 타당하다.³⁴⁷⁾

3) 債務履行의 擔保로 取得하는 때

회사가 질권설정계약을 체결함이 없이 채무변제를 확보하기 위하여 담보로 자기주식을 단순 점유하는 것은 허용된다고 한다.³⁴⁸⁾ 이와 같은 단순점유는 양도담보나 질권설정에 의한 취득이 아니기 때문에 자기주식질취금지 규정에도 저촉되지 않는다고 해석된다.³⁴⁹⁾ 그리고 包括遺贈의 경우도 합병과 같은 논리로 자기주식취득이 허용된다.

3. 自己株式取得의 數量的 限界

우리 상법은 회사가 자기주식을 취득할 때 매수할 주식의 총수와 취득가액의 총액을 주주총회의 결의로 결정하도록 하고 있다(상법 제343조의 2 제2항). 이 규정을 문리적으로 해석하면 배당가능한 이익만 충분히 있다면 매수할 주식의 수에 대해서는 전혀 규제를 받지 않아도 되는 것으로 해석할 수 있다.³⁵⁰⁾ 즉 이익소각을 위해서 자기주식을 취득하는 때에는 그 주식을 지체없이 소각하여야 하므로(상법 제342조) 자기주식을 보유하는 데에서 나타날 수 있는 폐단이 없다.³⁵¹⁾ 그리고 배당가능이익의 총액 범위 내에서 매수할 주식의 총수를 결정하게 되므로 주

345) 金東建, 前揭論文, p. 334.

346) 崔基元, 前揭書, p. 714.

347) 具萬會, 前揭論文, p. 572.

348) 崔基元, 前揭書, p. 715; 金東建, 前揭論文, p. 335.

349) 具萬會, 前揭論文, p. 572.

350) 金병연, 전계서, p. 16.

351) 권중호, "2001년 개정상법 및 증권거래법상의 주식소각제도", 「코스닥저널」, 창간호, 코스닥상장법인협의회, 2001. 10, p. 65.

당 취득금액만 결정하면 수량은 자동적으로 계산되어 법에 굳이 수량을 규제하는 규정을 둘 필요가 없다고 한다.³⁵²⁾

이론적으로 배당 가능한 이익에 여유만 있으면 1주를 제외한 발행주식 전부를 소각하는 것도 가능하다는 결론에 이르게 되어 입법의 不備라는 비판이 있다.³⁵³⁾ 그러나 이와 같은 해석에 대해 이익을 소각하는 방법으로 회사를 해산하는 것과 다름없는 결과를 가져올 수 있다는 점에서 받아들이기 어렵다는 견해³⁵⁴⁾가 있고, 이러한 결과는 상법 입법 당시에 예정하고 있었다고 보기 힘들다는 견해도 있다.³⁵⁵⁾ 이러한 논란에 대해 물론 계산상의 금액인 자본에는 변화가 없지만 주식회사제도의 특성 중 하나인 주식의 자유양도성을 무의미하게 만들어 버리는 것이 된다는 점에서 신중한 검토를 필요로 한다고 할 것이다.³⁵⁶⁾

第5節 自己株式의 質權 取得

주식은 질권의 목적이 될 수 있고(상법 제338조 내지 제340조), 자기주식도 질권의 대상이 될 수 있다. 그러나 舊商法은 자기주식취득과 마찬가지로 원칙적으로 자기주식의 질취를 금지하였다.

1984년 개정 이전의 상법은 자기주식을 질권의 목적으로 하는 것을 원칙적으로 금지하고, 다만 상법 제341조 제1호 내지 제3호의 사유가 있는 때에만 제한적으로 질취할 수 있도록 하였다. 그러나 제1호가 규정한 주식소각의 경우는 실제로 발생하지 않고, 제2·3호의 경우 중 회사의 권리실행을 위하여 필요한 경우 자기주식을 질취하기 위해서는 회사가 채무자의 무자력을 입증하여야 하는 등 엄격하게 해석하고 있었기 때문에³⁵⁷⁾ 사실상 자기주식의 질취가 불가능하였다. 이에 따라 1984년 개정상법은 그 요건을 대폭 완화하였고, 다시 1995년 개정상법은 주주가 주식매수청구권을 행사한 때에도 자기주식을 질취할 수 있는 길을 열어 놓았

352) 김병연, 전계서, p. 16.

353) 李哲松, 前掲書, p. 349.

354) 權載烈, 「上場協實務全集 22 : 株式消却制度」, 韓國上場會社協議會, 2002, p. 56.

355) 玉武錫, 자기주식의 이익소각제도에 대한 몇 가지 시사점, p. 25.

356) 김병연, 전계서, p. 17.

357) 대법원, 1977. 3. 8. 선고, 76다1292 판결 참조.

다.

자기주식의 질취를 제한하는 것은 실제로는 자기주식을 취득하는 것임에도 불구하고 질권 취득하는 것과 같은 외관을 빌어 탈법행위를 하는 것을 방지하고자 한 것이었다. 그러나 이를 지나치게 엄격하게 제한하는 것은 채무자에게 자기주식이외에 다른 담보물이 없을 때에도 이를 담보로 할 수 없는 불편을 초래하였고, 한편 자기주식의 담보설정은 부동산담보에 비해 설정비용 등이 저렴하여 채권자나 채무자 모두에게 유리한 것인 데에도 이를 부당하게 차단한 것이라는 지적이 있었고, 질취요건을 완화한 것은 현실에서의 거래 실정을 반영한 것으로 해석된다.³⁵⁸⁾

1. 自己株式質權取得制限의 根據

회사가 발행주식 총수의 20분의 1을 초과하여 자기주식을 질취하는 것은 원칙적으로 금지되지만, 회사합병이나 영업양수 그리고 권리실행을 위하여 필요한 때에는 그 한도를 초과하여 질취할 수 있다(상법 제341조의 3 단서). 여기서 질취는 법률행위에 의하여 질권을 설정하는 것을 말하고 유치권 등 법정담보권의 설정이나 단순한 보관은 이에 포함되지 않는다.

자기주식을 양도담보로 취득하는 것은 실제로는 자기주식취득과 같은 것이므로 질취제한의 경우에 해당한다고 볼 수 없다고 하는 것이 우리 나라의 통설이다.³⁵⁹⁾ 이에 대하여 양도담보인지 질권의 설정인지 당사자 의사가 불분명한 때에 질취제한은 발행주식총수의 20분의1 한도에서 허용되어 자기주식취득의 경우에 비하여 완화된 점과 질권설정과 그 객관적 요건인 주권의 교부라는 외관이 동일한 점을 감안하여 양도담보라고 하더라도 이를 자기주식취득으로 보아 무효라고 하는 것은 부당하고 질취로 보아야 한다는 견해가 있지만,³⁶⁰⁾ 법률관계를 불분명하게 하고 사실상 자기주식취득금지 규정을 왜곡되게 할 가능성이 있어 받아들이기 곤란하다고 한다.³⁶¹⁾

358) 金東建, 前揭論文, p. 341.

359) 崔基元, 前揭書, p. 755; 鄭東潤, 前揭書, p. 284; 鄭熙喆, 前揭書, p. 429.

360) 孫珠瓚, 前揭書, p. 679; 金東建, 前揭論文, p. 344; 河本一郎, 前揭論文, p. 86.

361) 具萬會, 前揭論文, p. 575.

2. 質權取得한 自己株式의 地位

질취한 자기주식은 자기주식취득과는 달리 공익권은 질권설정자인 주주가 행사하고, 등록질의 경우 회사가 이자와 이익배당청구권 등 자익권을 행사할 수 있다.³⁶²⁾ 그 밖에 회사는 질권자가 행사할 수 있는 권리 즉, 우선변제권(민법 제 329조), 전질권(민법 제 336조)을 갖고, 물상대위(상법 제 339조)가 인정된다.

3. 自己株式質權取得禁止의 範圍

회사는 발행주식총수의 20분의 1 범위에서 자기주식을 질권의 목적으로 받을 수 있다(상법 제 341조의 3 본문).

권리실행을 위하여 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 질취할 때에는 그 범위 내에서 질취할 경우와 달리 권리실행의 목적과 채무자의 무자력 요건이 엄격히 요구된다는 견해³⁶³⁾도 있지만, 앞에서 살펴 본 것처럼 채무자의 무자력 요건 입증을 요구하는 판례의 입장은 받아들이기 곤란하며, 이는 20분의 1을 초과하여 질취하는지 여부에 따라 달라지는 것도 아니기 때문에 초과질취할 때에도 권리실행 목적을 입증하면 충분한 것으로 볼 수 있다.³⁶⁴⁾

발행주식총수의 20분의 1의 제한을 초과하여 질취한 경우 그 초과부분의 효력에 대하여 학설이 나뉘어 있다. 무효설이 다수설이지만,³⁶⁵⁾ 1984년 개정상법이 질취 자체는 허용하면서 수량적 제한만을 둔 것을 근거로 유효하다는 견해,³⁶⁶⁾ 선의의 질권설정자에 대하여는 무효를 주장할 수 없다는 상대적 무효설³⁶⁷⁾ 등이 있지만 무효설이 타당하다. 그리고 질권 설정자는 신의칙상 그 무효를 주장할 수 없다고 본다.³⁶⁸⁾

362) 鄭東潤, 前掲書, p. 285.

363) 金東建, 前掲論文, p. 343.

364) 具萬會, 前掲論文, p. 576.

365) 李基秀, 「第4版 會社法學」, 博英社, 1997, p. 508; 崔基元, 前掲書, p. 756; 金東建, 前掲論文, p. 345.

366) 孫珠瓚, 前掲書, p. 738; 鄭東潤, 前掲書, p. 285.

367) 鄭熙喆, 前掲書, p. 429.

368) 具萬會, 前掲論文, p. 576.

회사가 발행주식총수의 20분의 1 제한을 초과하여 질취한 때에는 상당한 시기에 질권을 처분하여야 한다(상법 제342조). 여기서 질권의 처분에 대하여 피담보채권의 이행기가 도래하지 않은 경우 轉質을 의미한다는 견해³⁶⁹⁾와 상당한 시기를 이행기로 보아 질권의 실행으로 보는 견해³⁷⁰⁾가 있지만, 상당한 기간 내에 채무의 이행기가 도래하면 이행기를 기다렸다가 질권을 실행하고, 상당한 기간 내에 이행기가 도래하지 않을 때에는 전질을 하는 것이 상당하다고 본다.³⁷¹⁾

4. 質權取得禁止違反의 效果

질취제한의 위반으로 회사가 손해를 입은 때에는 이사의 연대배상책임(상법 제399조·제401조)과 이사에 대한 형벌상의 제재(상법 제625조 제2호)등은 자기주식취득의 경우와 같다.

369) 鄭東潤, 前掲書, p. 285.

370) 孫珠瓚, 前掲書, p. 680; 崔基元, 前掲書, p. 755; 豊崎光衛, 前掲論文, p. 633.

371) 孫珠瓚, 上掲書, p. 739; 鄭東潤, 前掲書, p. 286; 具萬會, 前掲論文, p. 576.

第5章 自己株式取得規制의 緩和

자기주식취득규제완화론은 국내외를 막론하고 주로 경제계와 법조계에서 주장되어 온 것이다. 이와 같이 자기주식취득규제완화론이 나오게 된 배경은 매우 다양하지만 그 주된 취지는 일정한 조건을 갖추면 자기주식취득을 인정하여 회사경영에 탄력성을 부여하자는 것이다. 우리 나라에서도 종업원지주제도의 활성화, 외국자본에 의한 회사지배권 침탈방지 등을 위하여 자기주식취득을 인정하여야 한다는 논의가 진전되었으며, 1990년대 들어 증권시장의 침체로 기업의 자금조달 창구가 막혀버리자 자금 수요자인 주식발행기업이 증권시장 활성화의 일익을 담당하고 투자자를 보호한다는 측면에서 자기주식취득을 광범위하게 허용하여야 한다는 의견이 강력히 대두되었다.

위에서도 살펴 본 것과 같이 미국에서는 취득재원에 대한 규제가 있지만 회사의 자기주식취득은 원칙적으로 자유이며, 취득목적도 다양하게 인정되고 있다. 그러나 영국과 독일 등 대다수 국가는 우리 나라처럼 자기주식취득을 원칙적으로 금지하고, 일정한 예외를 허용하는 방식을 채택하고 있기 때문에, 자기주식취득완화로 인한 폐해보다 더 큰 경제적 이익을 얻을 수 있고 동시에 자기주식취득완화로 인한 폐단을 줄일 수 있는 제도적인 장치를 마련할 수 있는 때에는 취득을 허용하는 범위를 확대해야 한다는 것이 완화론의 요지라고 할 수 있다.

第1節 自己株式取得規制緩和의 必要性

앞에서도 살펴 본 것처럼 우리 상법 제341조의 자기주식취득금지에 관한 규정은 외국의 입법례와 비교하여 볼 때 매우 엄격하다 할 수 있다. 이와 같이 자기주식취득에 대해 엄격하게 규제하고 있는 상법과는 달리 증권거래법에서는 이를 상당히 완화하고 있는 것은 자기주식취득에 따른 효과가 반드시 부정적인 것만은 아니기 때문이라고 한다.³⁷²⁾ 즉 자기주식취득이 절대적이거나 아니면 거의 대부분

부정적인 영향만을 가진다면 이에 대한 규제를 완화할 필요가 없을 것이다. 그 동안 학계와 경제계에서는 자기주식취득 규제를 완화하였을 때 발생할 수 있는 폐해들을 다른 방법으로 방지할 수 있다면 어느 정도 완화하여야 한다는 주장³⁷³⁾이 주로 종업원지주제도에 대한 대책에 중심을 두고 제기되어 왔지만, 최근에는 증시안정대책 또는 회사경영 축소 등으로 인한 자본구조 조정, 회사자산 확보 또는 회사채권의 담보방법, 종업원지주제도의 활용,³⁷⁴⁾ 증자신주의 납입촉진과 증자를 할 때 발생한 실권주 처리를 위한 때, 회사의 경영권 방어전략 등이 거론되고 있다.

1. 株價와 株式市場對策

주식시장의 활성화라는 관점에서 시가 발행의 원활화를 위한 안정조작 또는 주가의 현저한 폭락에 대처할 수 있도록 자기주식취득이 인정되어야 한다고 한다. 다시 말하면 주가가 실제 가치에 비해 부당하게 낮게 형성되어 있을 때 주가를 유지하기 위하여 자기주식취득을 이용할 수 있는가 하는 문제이다.³⁷⁵⁾ 일반적으로 단순한 주가유지를 위한 자기주식취득은 일반주주들은 물론 회사의 이익에 반하지 않으며 당해 기업의 신용유지를 위해서도 필요한 방법으로 주식의 시가 발행을 원활하게 하기 위한 주가의 안정조작 또는 주가의 현저한 폭락에 효과적으로 대처할 수 있다.

자기주식취득은 해당 기업의 주가에 대한 저평가 인식을 확산시켜 일반투자자들의 매수 유발 효과³⁷⁶⁾를 가지며 자금약화설에도 적극적 대응이 가능한 수단이 된다. 자기주식취득은 주식시장에서 당해 기업이 적대적 기업인수의 대상이 될 수 있다는 신호(Signalling)를 보내는 역할을 함으로써 투자자들에게 기업의 인수·합병에 대한 기대심리를 부추켜 주식매입을 유발할 수 있다. 그리고 상장법인의 주

372) 김병연, 전계서, p. 4.

373) 김병연, 전계서, p. 35 이하; 鄭熙喆, 「企業法の 展開」, 博英社, 1979, p. 241; 한국상사법학회 편, 「商法改正의 論點」, 三英社, 1981, p. 273.

374) 독일 주식법 제71조 제1항 제2호.

375) 鄭東潤, 前掲論文, p. 363.

376) 해당 기업이 주가하락을 저지하겠다는 강력한 의도로 해석될 수 있으므로 투자가의 주가 상승 심리를 유발한다는 것이다.

가관리를 위한 자기주식취득은 해당 기업의 상장주식의 공급을 수요에 비해 상대적으로 감소시킬 뿐만 아니라 신규수요를 창출시켜 증권시장의 안정에도 도움이 될 것이다.

그리고 주주의 이익을 향상시킬 수 있다. 자기주식을 시장에서 매입하면 유통주식수가 감소되어 1주당 이익이 높아지고 그에 상응하여 주가가 상승하게 되고, 이에 따라 과소평가되어 있는 주가가 실거래가에 가깝게 되고, 혼미를 거듭하고 있는 주식시장의 활성화가 기대되며, 1주당 이익의 향상에 의하여 결과적으로 주주의 이익을 향상시킬 수 있어 결과적으로 주주에게 이익이 환원이 된다는 것이다. 일본에서는 1980년대말 이후 이른바 주가의 거품 붕괴로 인하여 자본시장이 침체에 빠지자 시장활성화를 위한 주식투자를 증대시키기 위한 시책의 하나로 자기주식취득을 인정하여 주주에게 이익을 충실하게 환원할 수 있도록 하여야 한다는 주장이 제기되어 1994년 증권거래법에 따른 규정들이 정비되었다. 미국에서는 1987년 10월 19일의 이른바 Black Monday로부터 23일까지 주가가 폭락하였을 때 자기주식취득을 발표·실시한 회사의 주가 움직임이 이를 발표·실시하지 않았던 회사에 비하여 양호하였다는 실증적인 연구가 보고되기도 하였다.³⁷⁷⁾ 미국 기업은 주로 주주에게 이익을 환원하기 위하여 자기주식을 취득한다고 한다.³⁷⁸⁾

2. 資金運用方案

회사가 기업 활동을 하는 범위 내에서 현실적인 수요를 상회한 필요 이상의 유동자산을 보유하는 것은 기업의 수익성 관점에서 바람직하지 않다. 종래에는 운전·설비자금이나 채권·예금 위주로 운용되던 자금운용의 선택 폭을 넓혀 기업은 유연성 있는 재무전략운용이 가능하다. 또 위험성이 있는 자산운용보다는 주주에게 이익을 반환하여 무용한 재테크를 방지할 수도 있다. 다시 말하면, 여유자금을 재

377) SEC Staff Report, the October 1987 Market Break, Fed.SE.L.Rep. (CCH), NO.1271 extra ed., 6-7-6-8(Feb.9.1988).

378) 미국에서 공개회사(Publicly Traded Corporation)의 자기주식취득은 역사적으로 조세 혜택을 주어 왔으며 이러한 이유에서 현금배당에 대한 대안으로 활용되어 왔다고 한다(諸康鎬, “美國法上の自己株式取得”, 「證券」, 第92號(1997년 6월호), 韓國證券業協會, 1997, p. 4.

투자하여 기대되는 예상수익이 미미할 때 효과적인 자금운용 방법의 하나로 자기주식취득을 이용할 수 있다는 것이다.

회사의 잉여자금으로 자기주식을 취득하는 것은 사외주식수를 감소시켜 다음 회계연도의 이익배당 부담을 경감시키는 동시에 주당수익을 높여 효과적인 재무전략으로서의 효용성을 가질 수 있다. 즉 자기주식취득은 발행주식의 실질적 감소를 통해 1주당 순자산 가치의 증대를 가져오고, 자기주식에는 배당도 제한되기 때문에 결과적으로 주주의 배당 증대 효과를 가져온다. 더욱이 이익배당은 모든 주주에게 일률적으로 적용되는데 반해 자기주식취득은 주주가 각자 이에 응할지 여부를 결정할 수 있고, 회사가 정기적인 이익배당과 달리 취득시기를 임의로 정할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 또한 기업은 적절한 시기와 방법으로 자기주식을 취득함으로써 주가상승에 의한 양도차익을 올릴 수 있는 긍정적인 효과도 기대된다.³⁷⁹⁾

3. 敵對的 企業買受에 대한 防衛手段

(1) 우리 나라와 같이 기업의 주가가 과소평가되어 있는 상황에서 경영권 방어와 관련하여 외국자본과 실질적인 자유경쟁을 하는 것이 불가능하다. 이러한 상황에서 자기주식취득은 실질적인 의결주수를 감소시키고, 적대적 매수자가 주식시장에서 매입할 수 있는 주식물량을 축소시켜 우호적인 주주의 의결권 비율을 높이는 등 외부 자본가의 주식매입으로 인한 경영권 공격과 부당한 경영 간여에 대한 방어수단으로 사용 가능하다. 다시 말하면 적대적 기업매수 등 회사의 중대한 손해를 회피하기 위해 자기주식취득을 이용할 수 있다는 것이다. 외국자본의 국내기업 경영권 침탈이나 부당한 주식매입 또는 주가조작 등에 대처하기 위해 회사가 일시적으로 일정 조건하에서 자기주식을 취득하여 보유할 수 있도록 할 필요가 있다고 한다. 즉 경영권 방어라는 측면에서의 자기주식취득은 유동주식을 흡수하고, 결과

379) 기아자동차는 2000년 경상이익이 5,125억원으로 사상 최대가 될 것을 예상하여 주가관리 차원에서 자기주식 8,000만주의 매입·소각을 결의하였다. 지속적인 주가부양 노력에도 불구하고 유통주식수가 너무 많아 주가상승의 발목을 잡고 있다는 판단에서 실제 유통 가능한 주식 1억 6000만주의 절반에 달하는 엄청난 규모의 자기주식을 매입하여 소각하기로 한 것이다. 이러한 결의에 따라 주가는 당일 9.56%가 상승하는 효과를 보였다고 한다(한국일보, 2000. 9. 21.).

적으로 주가 상승을 통하여 공격측의 매수자금부담이 높아진다는 것과 방어측에서 사외주 중 안정주의 비율이 높아진다는 점에 있다.

사모전환사채(Privately Placed Convertible Bonds)를 자기주식취득과 마찬가지로 적대적 기업매수를 방어하는 수단으로 사용할 수 있지만, 사모전환사채의 발행은 유통주식 물량을 증가시켜 주당 가치의 하락을 초래하여 기존 주주에게 불이익을 주는데 반해 자기주식취득은 주가 상승을 유발하는 효과를 가진다고 한다. 주로 순자산 가치에 비해 주가가 지나치게 낮아 매수합병의 표적이 될 가능성이 높은 기업, 내부지분율이 낮아 경영권을 위협받고 있는 기업들에게는 자기주식의 취득이 경영권 방어에 주요한 수단이 된다.

(2) 미국에서는 원칙적으로 지배권의 유지만을 목적으로 하는 자기주식취득은 인정되지 않는다는 판례³⁸⁰⁾가 많지만 지배권의 유지·강화에 관계되는 때에는 이를 긍정하는 경우도 있다. 여기에서 주의하여야 할 것은 미국법에 따르면 회사의 자기주식취득은 원칙적으로 인정되는 것으로, 이사의 충실의무와 경영판단원칙과의 관계에서 문제가 되고 있다는 점이다.³⁸¹⁾

경영권을 보호하기 위하여 행해지는 자기주식취득의 가장 전형적인 사례는, 회사를 인수하기 위해 회사 주식을 상당량 매집해 둔 대주주로부터 그 주식을 상당한 프리미엄을 주고 매입함으로써 인수 시도를 중단시키는 이른바 그린메일(greenmail)³⁸²⁾의 지불이다. greenmail의 지불과 함께 인수를 지도하였던 자에게 일정기간 회사 주식을 매입하지 않겠다는 불가침협정(Standstill Agreement)을 체결하는 것이다.³⁸³⁾ 이 때에는 회사의 계산으로 자기주식을 취득하기 때문에

380) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493A. 2d 946 (1985); Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc., 744F. 2d 255 (2d Cir. 1984).

381) Keider, Corporate Takeovers and the Business Judgement Rule: An Update, *The Journal of Corporation Law*, Summer 1986, p. 633; 並木俊守, “アメリカ會社買受と經營判斷の原則”, 『日本法學』, 53卷 1號, 日本大學法學會, 1988. 2, p. 1 以下; 並木俊守, “アメリカの企業買受と取締役の責任 : 經營判斷の原則の變遷”, 『日本法學』, 53卷 3號, 日本大學法學會, 1988. 3, p. 375.

382) Greenmail은 협박편지라는 의미인 Blackmail에서 유래한 것으로 Black 대신 미국 달러화를 나타내는 Green이란 말을 붙여 만든 것이라고 한다.

383) Jennings, Richard W., Marsh Harold, JR. and Coffey John C. JR., *Securities*

기타 주주들의 입장에서는 그들이 큰 손해를 입는 것으로 생각하게 된다. 반면 대주주에게 greenmail을 지불하고 적대적 인수 시도를 포기시킨 경영진의 입장에서는 greenmail의 지불이 사업상 정당한 판단이었고, greenmail의 지불은 인수를 시도한 자가 회사를 인수하는데 성공하였을 때 발생할 수 있는 부정적인 상황을 고려하면 주주들의 보다 더 큰 이익을 보호하는데 소요된 합리적인 비용이었다는 논리를 펴게 된다. 따라서 greenmail의 지불이 합리적이었는가에 대한 판단은 적대적 인수를 시도한 자의 인수 시도 포기로 인하여 얻은 이익이 프리미엄의 지불에서 발생한 손실보다 더 큰 것인지 여부에 따라 내려지게 된다.³⁸⁴⁾

일반적으로 적대적 기업인수의 성공이 초래할 수 있는 소수주주들의 이익 침해는 잔류 소수주주들에 대한 지나치게 낮은 가격의 주식매수 제의, 새 경영진의 비효율적인 회사운영이나 자기이익 추구 등으로부터 발생할 수 있으므로, 주주들의 이익침해 여부판단에는 기업인수에 성공한 대주주의 인수 후 행태가 중요한 요소로 된다.

미국 법원의 판례는 대주주에게 greenmail을 지불하고 경영권을 보전한 경영진이 인수시도자가 인수에 성공하는 경우 greenmail의 지불에서보다 더 큰 손해가 주주들에게 발생할 것이라고 합리적으로 믿었던가 하는 사실에 당해 자기주식

Regulation : Case and Materials, 7th ed., The Foundation Press, Inc., 1992, pp. 721~722.

384) greenmail의 경제적 효과에 대한 실증분석 결과들은 일정하지 않다. greenmail을 지불하고 자기주식을 취득한 회사의 주가가 현저히 하락하였다는 연구 결과(Dann & DeAngelo, Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Purchases and the Market for Corporate Control, *11 J. Fin. Econ.* 275, 1983.; Bradley & Wakeman, The Wealth Effects of Target Share Repurchases, *11 J. Fin. Econ.* 301, 1983)가 있는 반면, 주가는 하락하였지만 greenmail을 지급 받은 인수 희망자가 최초로 등장하였던 시점의 주가 이하로는 하락하지 않는다는 연구(Macey & McChesney, A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail, *95 Yale L. J.* 13, 1985) 결과도 있다. 그리고 해당회사의 주가가 단기적으로 하락하더라도 장기적으로는 greenmail의 지급이 해당회사의 M&A시장에서의 가치를 높이기 때문에 greenmail은 일반주주들에게 유익한 것이라는 연구(Shleifer & Vishny, Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interset, *17 Rand J. Econ.* 293, 1986)도 있고, 이를 부정하는 내용의 실증분석(Ang & Tucker, The Shareholder Wealth Effects of Corporate Greenmail, *11 J. Fin. Research* 265, 1988)도 있다(金和鎮, 前掲論文, p. 135 주 9) 참조).

취득에 대한 유효성 판단의 초점을 맞추어 왔으며,³⁸⁵⁾ 또 경영진의 충실의무 위반이 인정되는 경우 greenmail을 지급 받은 대주주측도 운영 책임을 질 수 있다고 한다.

4. 從業員對策

자기주식취득규제 완화를 통한 종업원 대책은 크게 종업원지주제도와 주식매입 청구권으로 나누어 볼 수 있다. 종업원지주제도는 종업원의 재산형성 또는 근로에 대한 incentive 부여라는 종업원 복지측면에서도 중요하지만, 자본자유화의 진전에 따른 안정주주 형성이라는 측면에서도 필요하다. 이러한 종업원지주제도를 활용하기 위하여 일시적으로 자기주식을 회사가 취득하여 종업원에게 양도할 수 있도록 하여야 한다.³⁸⁶⁾

1) 종업원지주제도

종업원지주제도는 종업원이 자신이 근무하는 회사의 주식을 유리하게 구매하여 주주가 되는 제도로 종업원의 재산 형성을 촉진하고 노사화합에 기여하며, 기업의 자금조달을 원활하게 하려는 제도이다.³⁸⁷⁾

회사의 입장에서 볼 때 종업원이 회사의 주주로서의 지위를 갖게 되면 ① 안정된 주주층이 확보·강화되어, ② 결국 주가가 안정되고, ③ 자금조달이 용이하게 될 뿐만 아니라, ④ 외부자본에 의한 기업지배의 방지와 ⑤ 근로자의 정착화를 기할 수 있다. 근로자의 입장에서는 ① 회사의 지원과 편익의 지원으로 ② 장기재산

385) Kaplan v. Goldsamt, 380 A. 2d. 556 (Del. Ch. 1977); Cheff v. Mathes, 199 A. 2d 548 (Del. 1964); Polk v. Good, 507 4. 2d 531 (Del. 1986) 등의 판례를 보면 미국의 법원들은 대체로 greenmail의 지불에 대해 관대한 태도를 유지하고 있는 것으로 보인다.

386) 독일 주식법 제71조와 2005년 개정전 일본상법 제210조의 2 제1항에서는 종업원지주제를 위한 자기주식취득을 인정하고 있다.

387) 崔坡璿, “從業員持株制度의 活性化方案 : 自己株式 活用方案을 中心으로”, 「上場協」, 제31호 (1995년 춘계호), 한국상장회사협의회, 1995. 4, pp. 134~135.

형성의 촉진, ③ 소액의 자금으로 자기주식 투자 등의 긍정적인 효과를 기대할 수 있다. 사회·경제적으로도 종업원을 중산층으로 육성시키고 국민저축증대와 산업평화를 통해 대외경쟁력을 향상시켜 국제수지를 개선시키는 효과를 거둘 수 있다.

우리 나라의 종업원지주제도는 종업원이 개개의 입장에서 자기주식을 구입하는 개별참가방식을 지양하고 우리사주조합을 결성하여 자기주식을 취득하는 공동투자 방식과 소요자금에 대해 일정한 세제지원을 부여하는 저축장려 방식을 채택하고 있다. 현행 증권거래법 제191조의 7에 의해 공개하는 주식의 100분의 20까지 종업원에게 우선 배정하도록 되어 있고, 상장법인이 신주를 발행할 때는 종업원 소유주식이 발행주식총수의 100분의 20을 초과하지 않는 범위 내에서 청약과 배정을 받을 수 있도록 하고 있다.

종업원지주제도가 활성화되기 위해서는 회사가 자기주식을 미리 취득하여 보유하고 있다가 언제든지 우리사주조합의 요청이 있으면 공급하여 종업원들이 언제라도 자기주식의 취득이 가능해야 한다. 그러나 현행 증권거래법에 따르면 주권상장법인은 자기주식취득 후 6개월간 의무적으로 이를 보유하여야 하기 때문에 종업원지주제도에서 우리사주조합을 통한 즉각적인 양도가 불가능하게 된다.

아울러 종업원에 양도하기 위한 자기주식취득을 가능하게 하는 독립규정을 상법에 두는 것이 바람직하며, 비상장회사에도 자기주식취득을 인정할 필요가 있음을 고려하여 이를 일괄적으로 규정하는 것이 타당하다.

2) 주식매입청구권

자기주식취득을 허용함으로써 임직원 등에게 incentive를 부여하기 위한 Stock Option제도³⁸⁸⁾를 도입할 수 있다. 황금장갑(golden handcuffs)으로 불리는 주식매입청구권 이른바 stock option은 업적 연동형 보수의 한 유형으로 회사가 임직원에게 대해 일정 기간 내에 일정한 가격으로 일정한 수의 자기주식을 구입할 수 있는 권리를 부여하는 것을 말한다. 이러한 stock option제도는 임직원

388) 金昌秀, “스톡옵션 制度의 導入 必要性和 企業의 活用”, 「스톡옵션제도 도입을 위한 특별연수」, 한국상장회사협의회, 1999. 3. 4, p. 5.

의 보수를 자사의 주가와 연동시킴으로써 임직원과 주주의 경제적 이해를 증진하고 임직원으로 하여금 회사 실적을 높이게 하여 기술혁신을 할 수 있다. 주로 스톡 옵션과 같은 주식연계형 보상수단에 대해 원용되는 이론적 근거는 대리인 비용이론(Agency Theory)으로 소유와 경영을 일치시킴으로써 기업의 가치를 극대화시킬 수 있다는 것이다. 즉, 주주의 부의 원천인 주가가 상승해야 스톡옵션을 부여받은 임직원에 대한 보상도 높아짐으로 이해상충의 문제가 상당부분 해결된다.

stock option제도의 도입효과를 구체적으로 살펴보면 우선 기업은 최소의 비용으로 유능한 인재를 확보함으로써 장기적 안목에서 기업 경쟁력을 강화할 수 있다. 기업이 해외로 진출할 경우 현지에서 유능한 인재를 확보하여야 할 필요가 있거나 국내 벤처기업 등에서 우수사원 확보 차원에서 작금에 Stock Option제도를 많이 활용하고 있다. 둘째, 종업원에 대해 적절한 보상과 동기를 부여함으로써 근로의욕을 고취하고, 복리후생 증진을 도모한다. 또한 임직원의 잠재적인 주주화를 통하여 주인의식 고취 및 책임경영을 실현시킨다. 셋째, stock option은 주가를 통해 그 성과가 실현되므로 외부의 객관적인 기준에 의한 성과평가가 이루어지게 된다. 넷째, 기업의 소유분산 촉진이 가속화되어 기업의 소유구조와 경영이 전문경영인 중심으로 변모될 수 있는 중요한 계기가 될 것으로 보인다. 이외에도 실무적인 이점으로 현금 유출없이 상여금 지급효과를 거둘 수 있을 뿐만 아니라 안정주주를 다수 확보해 기업매수의 대항수단으로도 사용이 가능하다. 또한 기업의 성과와 경영자의 부가 직결되도록 옵션의 행사조건을 다양화할 수 있으며 특히 조세감면규제법상의 과세특례를 받을 수 있어 세후 보상의 감소없이 보상으로 지출되는 비용을 줄일 수 있다.

종업원지주제와 stock option은 이해당사자들 뿐만 아니라 사회·경제적으로 긍정적인 외부효과가 크기 때문에 종업원에게 증여할 목적으로 자기주식을 취득할 때에는 취득재원과 수량제한의 한도규정을 경영권 방어를 목적으로 할 때 보다 더욱 완화할 필요가 있다.

第2節 自己株式取得規制緩和論

(1) 앞에서도 살펴 본 것처럼 自己株式取得에 대한 규제를 완화하여야 한다고 주장하는 첫째 이유는 주주의 이익을 향상시킬 수 있다는 것이다. 그리고 기업매수 대응 등 회사의 중대한 손해를 회피하기 위해 사용될 수 있다. 셋째, 종업원지주제도를 활성화시킬 수 있다. 넷째, 자기주식취득을 허용함으로써 임직원 등에게 incentive를 부여하기 위한 Stock Option을 도입할 수 있다. 다섯째, 회사의 여유자금을 다양하게 운용할 수 있다. 여섯째, 주식시장의 활성화라는 관점에서 시가발행의 원활화를 위한 안정조작 또는 주가의 현저한 폭락에 대처할 수 있도록 자기주식취득이 인정되어야 한다고 한다. 우리 나라에서는 여러 가지 취지 중 외국자본으로부터의 경영권보호와 주식시장활성화를 위한 자기주식취득이 주로 언급되고 있다.

이러한 완화론에 대하여 자기주식취득에 대한 규제를 완화하면 앞에서도 살펴 본 것과 같이 회사 경영자가 내부정보를 이용하여 자기주식을 매매하여 이익을 취하고, 자기주식취득을 시세 조종 수단으로 이용할 우려가 있다. 그러나 이와 같은 규제론에 대해 여러 가지 규제³⁸⁹⁾를 중첩적으로 하게 되면 미국에서 보는 것처럼 충분히 폐해를 방지할 수 있고, 기업채무측면에서도 자기주식취득으로 인해 채무내용이 불건전하게 된 사례는 거의 없다는 것이 완화론자의 반론이다.³⁹⁰⁾

1. 外國의 實態

(1) 원칙적으로 자기주식취득을 인정하고 있는 미국에서는 매년 수백여건의 자기주식매수계획이 발표되지만, 1970년대까지는 경영자 또는 종업원에 대한 Incentive 제공 목적의 stock option과 주식매수권부사채(Warrant 채권)의 보

389) 自己株式取得을 規制하는 方法으로 目的규제, 재원규제, 수량규제, 보유규제, 공시규제, 거래규제 등이 있다. 우리 나라에서는 특정 목적을 위한 취득만을 허용하는 목적규제와 일정기간 내에 처분을 의무화하는 보유규제, 대차대조표상의 자본조정계정에 기재토록 하는 공시규제 및 부분적으로 재원과 수량규제를 병행하고 있을 뿐이다. 그러나 미국에서는 광범위한 재원규제는 물론 증권거래법에 따른 공개매수규정, 시세조종금지규정, 사기금지에 대한 일반규정 등을 통하여 자기주식취득에 따른 폐단을 방지하고 있다(諸康鎬, 前揭論文, p. 10 以下).

390) 具萬會, 前揭論文, p. 580.

증으로 金庫株 취득이 주류를 이루었다. 1980년대 M&A붐이 일면서부터 적대적 기업인수와 합병에 대한 대항책으로 이용되었으며, 1989년 증권대폭락기인 이른바 Black Monday에는 그 후 2주간에 동년 1~10월간 합계의 배에 가까운 650개사의 자기주식매수계획이 발표되어 주가 급락을 방지하는데 기여하였다고 한다. 그러나 최근에는 주로 종업원지주제도, 임원에 대한 Stock Option 또는 자기주식의 과소평가에 대응한 경영자의 주가에 대한 불만을 표명하는 announcement효과를 기대하기 위하여 자기주식을 매입하며, 주가상승을 목적으로 하는 것은 극히 일부분이라고 한다.

(2) 영국에서는 1주당 수익의 증대에 의한 주주에의 이익환원이나 여유자금 활용을 위해 자기주식을 취득하는 경우가 많다. 특히 상장회사는 주주에게 여유자금 환원, 주식가치의 증대, 일시적 주가하락에 따른 주가 지지, 목표로 하는 자본구성의 달성 또는 유지, 바람직하지 못한 공개매수 예방과 저지 등의 효과가 있어 금융 전략의 중요한 수단으로 활용하고 있다.

(3) 독일에서는 주로 종업원에게 주식을 제공하기 위해 자기주식매입이 이루어지고 있으며 프랑스에서는 1966년 회사법 개정 이후 시세조정을 목적으로 한 자기주식취득이 상당히 광범위하게 행하여지고 있다고 한다.³⁹¹⁾

2. 立法政策의 基本方向

자기주식취득에 따른 유용성이 여러 가지 측면에서 인정되고 있음에도 불구하고, 폐해의 위험성만을 이유로 이를 금지하는 것은 부당하고 우리도 미국에서와 같이 자기주식취득을 원칙적으로 허용하고, 회사채권자와 주주 등 이해관계자의 권리를 해치는 때에 한하여 최소의 규제를 하면 충분하다는 견해가 있을 수 있다. 그러나 증권거래법의 불비, 금지원칙으로부터의 전환에 대한 논의 불충분, 특히 회사경영진이나 대주주들의 올바른 기업정신이나 철학의 부재 등 우리의 법적·경제적

391) 鄭閔模, 前掲論文, p. 24.

현실을 고려한다면 입법정책을 바꾸기 위해서는 좀 더 신중한 검토가 필요하다고 본다.

현행 상법에 따른 자기주식취득규제는 앞에서 살펴본 것처럼 자본충실과 회사채권자·주주의 보호라는 법률정책적인 고려에서 나온 일반예방책이기 때문에 예상되는 폐해를 방지한다는 것이 중요한 의미를 지니고 있고, 자기주식의 자유로운 취득을 허용하기에는 빠른 기업현실을 감안할 때 현행 상법이 취하고 있는 자기주식취득금지원칙을 계속 유지하면서, 예외적인 경우를 확대해 나가는 것이 회사의 자기주식취득금지원칙을 완화하는 가장 바람직한 방법이라고 생각한다.

다만, 외부로부터의 경영권 탈취 특히 외국자본에 의한 국내기업 매수를 위한 도전에 대비하여 경영권 안정을 위해 자기주식을 확보하는 것은 특별한 의미가 있고, 이를 위하여 자기주식에 대하여 의결권을 인정하여야 한다는 견해가 있다. 그러나 의결권을 인정하지 않더라도 자기주식취득으로 유동주식수를 흡수하여 결과적으로 주가가 상승하여 공격측의 매수자금 부담이 증가하고, 회사측에서는 안정주의 비율이 높아지므로 유효한 경영권 안정장치가 될 수 있다. 그 외에도 종업원지주제도의 활성화를 위하여 자기주식취득을 명문으로 인정함이 상당하다.

3. 規制緩和에 따른 制限措置

(1) 자본충실을 위해서는 미국에서처럼 배당가능한 이익이나 잉여금의 범위 내로 취득재원을 제한하여야 한다. 그리고 취득한도는 기업지배와 증권시장과 관계되는 중요사항이기 때문에 독일이나 프랑스처럼 자본의 10%까지를 취득한도를 제한하는 것이 일반적이다.³⁹²⁾ 영국은 10% 취득한도규제가 없는 대신 자율규제로 시장에 대한 영향도에 따라 매 5% 단위로 규제의 강도를 높이고 있다.

(2) 회사가 다수의 주주로부터 임의적으로 자기주식을 취득하면 주주 사이의 기회불균형 등을 초래하여 주주평등원칙을 위배할 가능성이 있다. 즉 주식취득 가

392) 1999년 개정 상법 제341조의 2 제1항도 발행주식총수의 10% 범위 내에서 자기주식을 취득할 수 있도록 하고 있다.

격이 시장가격과 다르면 매도주주와 보유주주의 이해가 상충되는 결과가 나타날 수 있다. 따라서 주주평등원칙을 저해하지 않도록 공개매수(Take Over Bid) 또는 거래소를 통한 시장매수로 취득방법을 제한하여 시장가격으로 취득하도록 규제하는 것이 바람직하다. 미국의 경우 공개매수는 실무상 어려움이 많기 때문에 겨우 4~5% 정도에 그치고 대부분은 시장매수를 통하여 자기주식취득이 이루어지고 있다고 한다.³⁹³⁾

한편, 불공정한 회사지배를 방지하기 위하여 주주총회에서 자기주식취득에 대해 승인을 받도록 하여야 할 것이다. 주주총회에서 일정범위를 수권받아 이사회가 수시로 자기주식을 취득하는 방법을 취한다면 기동성도 확보할 수 있을 것이다.

(3) 자기주식취득규제완화로 인한 폐해를 방지하기 위해서 가능하면 시장감시 체계가 구축된 상장법인을 대상으로 하여야 한다. 시장의 활성화가 요구되는 것은 공개기업이고, 정보공시도 공개기업에서만 가능하기 때문이다. 우리 실정에서 보면 상장법인을 제외한 일반기업에 대해서는 아직까지 제한을 대폭 완화하기는 힘들다고 본다.

(4) 자기주식취득규제가 완화되면 내부자거래·시세조종 등 불공정거래의 가능성도 늘어나게 된다. 조작성이 높은 자기주식취득제도를 확대하는 것은 시장의 건전성을 해쳐 폭넓은 투자자의 확보를 곤란하게 할 우려가 있기 때문에 예상되는 각종 문제점을 해소할 수 있는 방안이 검토되어야 할 것이다.

자기주식취득과 관련된 내부자거래와 시세조종 행위를 막기 위해서는 금융감독 위원회와 증권거래소 등 감독기관의 불공정 거래조사 그리고 기업공시제도의 강화³⁹⁴⁾ 등 제도보완이 뒤따라야 하며, 취득기간·가격·수량·방법 등에 대한 규제도 병행되어야 할 것이다.

393) 鄭閔模, 前掲論文, p. 26.

394) 이를 위해서는 무엇보다도 투자자는 오해를 유발하는 행위, 시세조종적 행위, 내부자 거래와 같은 사기적 행위 등으로부터 보호되어야 하는바, 투자자의 투자판단에 중요한 기업정보의 공시는 가장 중요한 투자자의 보호수단이 된다.

第3節 證券去來法上の緩和措置

자기주식취득과 관련하여 우리 증권거래법은 상법의 규정에도 불구하고 폭넓게 자기주식을 취득할 수 있는 길을 열어 놓고 있다.

증권거래법도 상법과 같이 자기주식취득에 대해서 규제는 하고 있지만 그 취지와 내용에서 차이를 보이고 있다. 즉 상법은 원칙적으로 자기주식취득을 금지하지만 증권거래법은 원칙적으로 이를 인정하고 있다. 다시 말하면 상법에 따른 자기주식취득은 불가피한 때에 예외적으로 인정되는 소극적인 취득이라는 특성을 갖지만, 증권거래법에서는 경영판단원칙에 근거하여 적극적으로 자기주식취득을 허용하고 있다.³⁹⁵⁾

1. 證券去來法에 따른 規制의 經過

앞에서도 살펴본 것처럼 자기주식취득완화론은 1990년대 들어 상법의 개정에 따라 조금씩 반영되어 왔다. 1994년 증권거래법 개정 이전에는 상장법인인 때에는 회사의 영업양도, 영업전부의 임대, 영업전부의 양수(상법 제374조) 또는 합병(상법 제552조) 결의에 반대하는 주주가 총회결의일로부터 20일 이내에 주식매수청구권을 행사하면 회사는 2월 이내에 자기주식을 매수하여야(1994년 개정전 증권거래법 제191조 제1항·제2항) 하였기 때문에 그 범위 내에서 상장법인의 자기주식취득이 허용되었다.³⁹⁶⁾

1994년 개정에서 자기주식취득을 일정범위 내에서 원칙적으로 허용하는 획기적인 전환을 이룬 이래, 1999년 2월 1일과 2000년 1월 21일 개정을 통하여 주권상장법인과 코스닥상장법인인 때에는 거래시장을 통하거나 공개매수하는 방법으로 당해 법인의 명의로 계산으로 취득할 수 있도록 하였다.

1994년 개정에서는 그 동안 유지되어 온 증권거래법에 따른 주식의 대량소유

395) 金正洙, 「現代證券法原論」, 博英社, 2002, p. 541.

396) 이 때에도 회사는 당시 증권거래법시행령 제84조의 2 제3항에 따라 매수기간으로부터 1년 이내에 자기주식을 처분하여야 하였다.

제한제도³⁹⁷⁾의 폐지와 함께 적대적 M&A의 위협에 처한 기업에 대하여 그에 대한 방어수단을 제공하여야 할 필요성이 제기되는 한편 주가안정을 도모하고 종업원지주제도와 공모주제도의 원활한 운용을 위하여 자기주식을 이용하여야 한다는 현실적인 필요성에 따라 자기주식취득을 적극적으로 허용하게 되었다.³⁹⁸⁾ 즉 상장법인인 때에는 원칙적으로 유가증권시장에서 자기주식취득을 허용하되 취득주식수와 취득금액에 대한 제한을 두었다.³⁹⁹⁾

1997년과 1999년 그리고 2000년 개정증권거래법은 주권상장법인 외에 코스닥법인도 자기주식을 취득할 수 있도록 하고, 위 각 법인이 금전신탁계약 등 신탁취득을 한 때에도 자기주식취득을 한 것으로 보며,⁴⁰⁰⁾ 나아가 유가증권시장 외에 협회중개시장 그리고 공개매수⁴⁰¹⁾ 방법 등을 통한 자기주식의 취득이 허용되기에 이르렀다.

2000년 1월 21일 개정증권거래법에서는 위와 같이 주권상장법인 또는 코스닥법인은 유가증권시장 또는 코스닥시장을 통하거나 또는 공개매수의 방법으로 당해

397) 1994년 개정 전 증권거래법 제200조는 누구든지 상장법인이 발행한 주식은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 증권거래법이 규정하는 기준을 초과하여 소유하지 못하도록 하였다.

398) 김병연, 전계서, p. 17.

399) 1994년 개정 증권거래법은 제189조의 2에서 상장법인은 유가증권시장을 통하여 발행주식총수의 100분의 10이내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 주식과 상법 제462條 제1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도 내에서 대통령령이 정하는 금액의 범위 내에서 당해 법인의 명의로 계산으로 자기주식을 취득할 수 있었다. 한편 동법 시행령은 대통령령이 정하는 비율을 발행주식총수의 100분의 5(제84조의 2 제1항)로, 금액을 상법 제462조 제1항의 규정에 의한 이익배당을 할 수 있는 한도의 금액에서 당해 사업연도의 이익배당액과 법령의 규정에 따라 적립하는 준비금 중 위원회가 정하는 준비금을 공제한 금액(동법 시행령 제84조의 2 제2항)으로 규정하였다.

1999년 이후 개정 증권거래법에서는 취득금액의 한도를 제한하면 충분하다는 고려에서 취득주식수의 제한 규정은 삭제하였다.

400) 이른바 '자사주 펀드'가입 계약의 문제로서 직접적인 자기주식의 취득은 아니고 간접적인 취득이라 하겠으나, 실질적으로는 자기주식의 취득에서와 같은 법률적인 문제가 발생하므로 증권거래법에서는 통일적으로 규제하고 있다. 뒤에 상술하기로 한다.

401) 공개매수는 불특정 다수인에 대하여 주식 등의 매수 또는 매도 청약을 권유하고, 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것을 뜻하는바(증권거래법 제21조 제3항), 의결권주 등 시행령 소정의 주식을 유가증권시장 또는 협회중개시장 밖에서 매수하여 본인 및 친·인척 등 특별관계자가 보유하게 되는 주식이 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상일 경우 공개매수하도록 법정하고 있다(증권거래법 제21조 제1항).

법인의 정의와 계산으로 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다(제189조의 2 제1항). 다만 1999년 개정증권거래법에서는 상법 제341조의 규정에 의하여 자기주식을 취득하는 때에도 주권상장법인 등이 증권거래법의 규제에 따라야 할 것인지 명문의 규정이 없어 해석상 논란의 여지가 있었으나 개정증권거래법은 상법 제341조의 규정에 의하여 취득하는 때에는 제외한다고 함으로써 상법 제341조의 규정에 의하여 자기주식취득이 허용되는 예외적인 경우에는 상법이 적용된다는 점을 분명히 하였다.

2. 證券去來法에 따른 規制의 特徵

증권거래법에 따른 자기주식취득에 관한 규제는 상장회사의 특수성을 감안하여 규제하는 폭은 오히려 좁은 경향을 보이지만, 취득방법 등을 제한함으로써 규제하는 부분에서는 보다 자세하게 개입하고 있다.⁴⁰²⁾

다시 말하면 증권거래법에서도 자기주식의 취득과 처분으로 인한 효력이 모든 주주에게 공정하게 배분되어야 할 필요성과 회사의 자본충실이라는 재무건전성을 확보하여야 한다는 점에서는 상법의 취지와 마찬가지로 할 수 있다.⁴⁰³⁾ 그러나 증권거래법에 따른 자기주식의 취득한도가 상법에 따른 자기주식의 취득한도와 같지만 상법에 따른 회사와는 달리 증권거래법에 따른 상장회사인 때에는 공개시장이 형성되어 있어 주가가 자기주식취득과 처분에 따라 인위적인 영향을 받을 수 있다는 점에서 부정적인 측면이 강하지만,⁴⁰⁴⁾ 다른 한편 실용적인 차원에서 보면 상장회사의 자기주식취득이 적대적 기업인수·합병 수단 또는 방어수단으로 역할하게 된다는 점에서는 그 의미를 달리한다고 할 수 있다.⁴⁰⁵⁾

이와 같이 증권거래법에 따른 자기주식의 자유로운 취득으로 상장회사는 주가 안정과 안정된 경영권 확보하는 목적을 달성할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 목

402) 김병연, 전계서, pp. 17~18.

403) 상계서, p. 18.

404) 다시 말하면 자기주식취득을 규제하는 근거의 하나인 시세조작 가능성이나 내부자거래 가능성이 더 많다는 것이다.

405) 김병연, 전계서, p. 18.

적 달성의 타당성에 대한 비판도 제기되고 있다. 즉 회사 경영자가 회사의 자금으로 경영권을 안정시킨다는 것은 불공정하고,⁴⁰⁶⁾ 자기주식은 의결권이 없기 때문에 자기주식을 취득한다고 하여도 직접적으로 경영권 방어라는 목적을 달성할 수 있는 것은 아니라고 한다.⁴⁰⁷⁾ 그러나 이러한 비판에 대하여 안정된 경영권 확보를 목적으로 자기주식을 취득하는 것을 반드시 나쁘다고 볼 것은 아니고, 취득한 자기주식의 의결권이 상실된다고 하더라도 회사가 자기주식을 일단 취득하게 되면 시장에서는 의결권 있는 주식이 감소하기 때문에 의결권이라는 측면에서도 긍정적이라고 한다. 따라서 상장회사에 대한 자기주식취득제도는 상법에서처럼 자본충실이라는 측면에서 엄격하게 규제할 필요성이 약하다고 한다.⁴⁰⁸⁾

3. 自己株式의 取得

주권상장법인이나 코스닥상장법인은 유가증권시장 또는 코스닥시장을 통하거나 공개매수를 통하여 당해 법인의 명의로 계산으로 자기주식을 취득할 수 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항). 즉 상장법인에 의한 직접취득에 대해서는 모든 주주에게 동등한 매도 기회를 보장한다는 점에서 장내에서 취득하거나 장외에서 공개매수하는 방법으로만 자기주식을 취득하도록 하고 있다.⁴⁰⁹⁾ 따라서 회사와 주주 사이에서 대면거래에 의한 취득(face-to-face repurchase)은 허용되지 않는다. 직접거래에 의한 취득을 허용하면 상장법인이 자기주식취득의 상대방과 취득가격을 임의로 선택하거나 결정할 수 있기 때문에 주주평등원칙에 반하는 결과를 가져 올 수 있고, 적대적 기업매수자의 기업매수이도를 포기시키는 대신 그가 이미 취득한 주식을 시장가격보다 높은 가격에 매수하게 되는 이른바 그린메일(greenmail)에 따른

406) 독일에서도 경영권안정을 위하여 자기주식을 취득하는 것은 위법하다고 보는 것이 통설 (Raise Thomas, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen GmbH, 2001, S. 220)이라고 한다(상계서, p. 18; 李哲松, 前掲書, p. 319).

407) 金正洙, 前掲書, p. 541.

408) 김병연, 전계서, p. 18.

409) 상법 제341조는 자기주식을 취득하는 방법을 제한하고 있지 않다. 이는 상법이 자본충실원칙을 고수하려는 경향이 증권거래법에서 보다 강하기 때문이라고 한다. 미국에서는 자기계산으로 주식을 취득하는 한 명의 여부를 묻지 않고 있다(미국 증권거래법 제13조 (e) (2) 참조).

부작용이 있을 수 있기 때문이라고 한다.⁴¹⁰⁾

그리고 이와 같은 직접취득 이외에 금전신탁계약을 통한 간접취득도 인정된다(증권거래법 제189조의 2 제2항). 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 신탁업법에 의한 신탁회사 또는 간접투자자산운용업법에 의한 자산운용회사와 자기주식을 취득하게 하는 신탁계약을 체결하거나(증권거래법시행령 제84조의 2 제3항 제1호), 간접투자자산운용업법에 의한 투자회사가 발행하는 주식의 취득계약(증권거래법시행령 제84조의 2 제3항 제2호)에 따라 자기주식을 취득한 때에도 자기주식의 취득에 해당하는 것으로 본다(증권거래법 제189조의2 제2항).

1) 取得限度

앞에서도 살펴 본 것처럼 증권거래법에 따라 자기주식을 취득할 때에는 상법에 의한 경우와는 달리 그 취득이 자유롭게 인정된다. 그러나 자기주식취득을 허용하는 범위는 상법 제462조 제1항의 규정⁴¹¹⁾에 의한 이익배당가능금액의 한도 내에서 가능하도록 하였다(증권거래법 제189조의 2 제1항).

직접적인 자기주식취득 이외에도 금전신탁계약 등에 의해 자기주식을 간접취득할 때에는 신탁계약 등에 의한 계약금액 범위 내에서 자기주식을 취득할 수 있다. 자기주식을 취득할 수 있는 전체 한도는 직접취득한 주식수와 간접취득한 주식수를 합하여 취득한도 초과 여부를 판단하도록 하여(증권거래법 제189조의 2 제2항, 증권거래법시행령 제84조의 2 제4항) 우회적인 방법으로 자기주식을 과도하게 취득하는 것을 방지하고 있다.⁴¹²⁾ 그런데 상장법인의 자기주식의 방법을 장내매수 또는 공개매수로만 제한하고 있기 때문에 자사주신탁계약 등이 종료되거나 해지되는 경우에도 당해법인은 현물주식을 반환받을 수 없으므로 신탁계약 등을 연장하거나 수탁자가 자기주식을 매각하여 현금으로 반환하여야 한다. 이와 관련하여 신

410) 林在淵, 「證券去來法」, 博英社, 2002, p. 474 주 17) 참조.

411) 배당가능금액은 대차대조표상의 순자산액에서 자본금, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익잉여금의 합계액 그리고 그 결산기에 적립하여야 할 이익준지금의 액을 공제한 금액이다

412) 김병연, 전계서, p. 20.

탁계약 등의 해지 또는 종료로 자기주식을 매각하여 현금화하는 경우에는 주가가 하락함으로써 주가를 관리하기 위한 자사주신탁계약제도의 취지에 반하는 측면이 있으며, 이러한 주가의 하락을 방지하기 위하여 신탁계약이 해지 또는 종료된 때에는 자기주식을 직접 반환받을 수 있도록 해야 한다는 주장도 있다.⁴¹³⁾

2) 取得節次

주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 자기주식을 취득하거나 취득한 자기주식을 처분하고자 할 때에는⁴¹⁴⁾ 취득 또는 처분의 목적·금액·방법·주식의 종류와 수 등에 대하여 이사회 의 결의를 거쳐야 한다(증권거래법시행령 제84조의 3 제1항).⁴¹⁵⁾

자기주식취득에 대한 이사회 의 결의가 있으면 지체 없이 대통령령이 정하는 요건·절차 등 기준에 따라 자기주식취득 관련사항을 금융감독위원회와 거래소에 신고하여야 한다(증권거래법 제189조의 2 제3항, 증권거래법시행령 제84조의 3 제3항).

자기주식취득신고서를 제출한 상장법인은 취득신고서를 제출한 후 3일이 경과한 날로부터 3월 이내에 금융감독위원회가 정하는 방법에 따라 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 이를 취득하여야 한다(증권거래법시행령 제84조의 3 제3항). 이 기간 내에 취득신고한 수량을 모두 취득하지 못한 때에는 취득신고서에 기재된 취득기간 만료 후 1월이 경과하여야만 새로운 취득신고서를 제출할 수 있다(유가증권의발행및공시등에관한규정 제105조). 그러나 보통주를 취득하기 위하여 취득신고서를 제출하였으나 상법 제370조 규정에 의한 의결권이 없는 우선주를 취득하고자 할 때에는 그렇지 않다.

취득신고서를 제출한 주권상장법인이나 코스닥상장법인이 자기주식취득을 완료하거나 취득하고자 하는 기간이 만료된 때에는 그 날로부터 5일 이내에 자기주식

413) 2005년 8월 31일 김효석의원 등 10인이 제안한 증권거래법 일부개정법률안 참조.

414) 신탁계약 등을 체결하거나 해지하는 경우를 포함한다(상계서, p. 21).

415) 다만 주식매수선택권의 행사에 따라 자기주식을 교부하는 경우와 신탁계약 등의 계약기간이 종료한 경우에는 그러하지 않는다(동 제1항 단서).

취득에 관한 취득결과보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 한다(유가증권의발행 및공시등에관한규정 제104조).

3) 取得方法

주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 자기주식을 취득하는 때에는 유가증권시장이나 코스닥증권시장과 같이 장내에서 취득하거나 장외에서 공개매수하는 방법으로 취득하도록 규정하고 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항). 상법이 자기주식취득 방법을 제한하고 있지 않는 것은 상법에 따른 주식회사는 그 규모와 관계 없이 모든 회사를 대상으로 하기 때문에 상장회사가 아닌 때에는 주식이 거래되는 시장 자체가 없고, 공개매수를 통해 취득하는 것도 거의 불가능하기 때문이라고 한다.⁴¹⁶⁾ 이에 비해 증권거래법에서는 장내에서 취득하거나 장외에서 공개매수하는 방법으로 자기주식을 취득하도록 하고 있다. 이는 증권거래법의 적용대상인 상장회사는 주식을 거래할 수 있는 시장이 있고, 회사의 자기주식취득이 주식시세에 영향을 미치기 때문에 법이 규정한 공개매수에 따르도록 하고 있다.⁴¹⁷⁾

자기주식취득은 당해 주식 시세에 미치는 영향이 클 수 있기 때문에,⁴¹⁸⁾ 유가증권의발행및공시등에관한규정에서는 취득을 위한 주문 시기나 방법에 대하여 일정한 제한을 하고 있다.⁴¹⁹⁾ 이 규정이 정하는 방법에 따라 자기주식을 취득하였을 때

416) 김병연, 전계서, p. 27.

417) 권종호, 전계논문, p. 66.

418) 金正洙, 前掲書, p. 544.

419) 유가증권의발행및공시등에관한규정에 따르면 취득신고서를 제출하거나 증권거래법 제189조의 규정에 의하여 이익소각신고를 한 주권상장법인 등이 유가증권시장 또는 코스닥시장을 통하여 자기주식을 취득하기 위하여 매수주문을 하고자 할 때 매수주문가격과 1일 매수주문수량 등을 규제하고 있다. 즉 매수주문가격은 ① 거래소가 정하는 바에 따라 장개시 전에 매수주문을 할 때의 가격은 전일의 종가와 전일의 종가를 기준으로 100분의 5 높은 가격의 범위 이내로 하며, 거래소가 정하는 정규시장의 매매거래시간 중에 매수주문을 할 때의 가격은 매수주문시점의 최우선매수호가와 매수주문 직전까지 체결된 당일의 최고가중 높은 가격과 매수주문시점의 최우선매수호가와 매수주문 직전의 가격중 높은 가격으로부터 10호가가격단위 낮은 가격의 범위 이내로 하여야 한다(동 규정 제106조 제1항 제1호). 1일 매수주문수량은 취득신고주식수 또는 이익소각신고주식수의 100분의 10에 해당하는 수량과 취득신고서 제출일 전일 또는 이익소각신고일 전일을 기산일로 하여 소급한 1개월간의 일평균거래량의 100분의 25에 해당하는 수량중 많은 수량 이내로 할 것. 다만, 그 많

에는 주가가 상당히 상승하는 때에도 증권거래법 제188조의 4에서 규제하는 시세 조종 혐의에서 자유로울 수 있다고 한다.⁴²⁰⁾

4) 取得과 處分要件

증권거래법에 따라 취득한 자기주식은 상법에 따라 취득한 자기주식과는 달리 취득한도 내에서는 계속 보유가 가능하다.

주식매수선택권의 행사에 따라 자기주식을 교부하는 때와 신탁계약 등의 계약 기간이 종료한 때를 제외하고 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 자기주식을 취득 또는 처분하고자 할 때에는 취득 또는 처분의 목적·금액 및 방법, 주식의 종류와 수량 기타 금융감독위원회가 정하는 사항에 대해, 신탁계약 등을 체결 또는 해지하고자 하는 때에는 체결 또는 해지의 목적, 금액, 계약기간 기타 금융감독위원회가 정하는 사항에 대해 이사회결의를 거쳐야 한다.

이와 함께 증권거래법은 법에 정한 때를 제외하고는 자기주식취득후 일정 기간 동안 자기주식의 처분을 제한하고 있다(증권거래법시행령 제84조의 3 제2항). 즉 ① 다른 법인과의 합병에 관한 이사회결의일부터 과거 1월간(동 제1호), ② 유상증자의 신주배정에 관한 기준일(일반공모증자의 경우에는 청약일) 1월전부터 청약일까지의 기간(동 제2호), ③ 잉여금의 자본전입에 관한 이사회결의일부터 신주배정기준일까지의 기간(동 제3호), ④ 시장조성 예정기간(동 제4호), ⑤ 증권거래법 제188조의 2 제2항의 중요한 정보가 있는 경우 그 정보가 공개되기 전까지의 기간(동 제5호), ⑥ 신탁계약 등의 해지를 포함한 처분 후 3월간 또는 신탁계약 등의 체결을 포함한 취득 후 6월간(동 제6호). 다만, 임직원에게 대한 상여금으로 자기주식을 교부하거나 주식매수선택권의 행사에 따라 자기주식을 교부하는 경우 기타 이에 준하는 경우로서 재정경제부령이 정하는 경우에는 그러하지 않다(동 제6호 단서).

은 수량이 발행주식총수의 100분의 1에 해당하는 수량을 초과하는 경우에는 발행주식총수의 100분의 1에 해당하는 수량 이내로 하여야 한다(동 제2호).

420) 다만 내부정보를 이용한 자기주식취득인 때에는 이 규정에 따른 매매주문방법의 준수 여부에 관계없이 면책되지 않는다고 본다(金正洙, 前掲書, p. 545).

이와 같이 자기주식의 취득 또는 처분에 대한 제한은 제한사유에 해당하는 경우들이 주가에 영향을 미칠만한 중요한 사항이기 때문에 이러한 중요한 사항이 임박한 시점이나 그 기간 동안에 자기주식을 매입하는 것은 자기주식취득을 허용한 제도적 취지에 어긋나기 때문이라고 한다.⁴²¹⁾

5) 法規違反에 따른 責任

증권거래법은 자기주식의 취득과 처분에 관련한 각 신고에 허위의 기재 또는 표시가 있거나 중요한 사항의 기재 또는 표시가 누락되어 주식의 취득자가 손해를 입은 경우 당해 신고서상의 신고자, 신고 당시 법인의 이사(설립 전에는 발기인), 기재사항이 진실하다고 서명한 공인회계사, 감정인, 신용평가사, 당해 발행인과 자기주식 인수계약 체결자 등은 손해배상책임이 있다고 규정하였다(증권거래법 제14조 제1항). 다만 취득자가 청약시 악의이거나 신고자 등이 상당한 주의를 하였더라도 허위임을 알 수 없었던 경우는 면책하도록 하여(동항 단서), 입증책임을 신고자 또는 법인 등에게 귀속시킨 것이 특징이다. 손해배상은 그 손해를 안 날로부터 1년, 자기주식의 취득과 처분신고서 등의 효력발생일로부터 3년 이내에 청구해야 한다(증권거래법 제16조).

그리고 상장법인등의자기주식취득및처분신고에관한규정 제18조에 따르면, 취득과 처분 신고 및 결과 보고서, 신탁계약 체결 및 해지신고서 및 그 결과보고서 등이 허위이거나 중요사항의 누락, 시행령 소정의 자기주식취득과 처분 등의 요건 및 제반 절차를 위반한 때에는 금융감독위원회는 당해 상장법인 등 또는 수탁증권회사 또는 신탁회사 기타 관계인에게 당해 사실의 공고 및 정정명령, 당해 자기주식의 취득, 처분의 정지 또는 금지, 유가증권의 발행 제한, 임원 해임 권고, 위법 내용의 공표 요구, 각서징구, 수사기관에의 고발, 통보조치, 경고 등 조치를 취할 수 있으며(동 제1항), 수탁증권회사가 위 규정을 위반한 경우 일정 기간 위 증권회사

421) 이는 투자자 보호라는 관점에서 보아도 투자자들의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항이므로 그 규제가 타당하다고 한다(김병연, 전거서, p. 30).

에 대하여 자기주식의 취득 및 처분의 위탁업무를 제한할 수 있을 뿐만 아니라(동 제2항), 상장법인이 취득 및 처분 신고서를 제출하여 놓고 그 이행을 해태한 경우 금융감독원장은 당해 법인에 대하여 일정기간 취득 및 처분신고서 제출을 제한할 수 있도록 하였다(동 제3항).

4. 限度超過株式의 處分義務

주권상장법인 또는 협회등록법인이 이익배당을 할 수 있는 한도 등이 감소함으로써 취득범위를 초과하여 주식을 소유하게 된 경우 그날부터 3년 이내에 초과분을 처분하도록 하고 있다(증권거래법 제189조의 2 제4항, 시행령 제84조의 4).⁴²²⁾

5. 商法 第341條의 2 第1項의 排除

2000년 개정증권거래법은 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 증권거래법에 따라 자기주식을 취득하는 때에는 상법 제341조의 2 제1항이 배제된다는 규정을 신설하였다(개정법 제189조의2 제6항).

이는 주권상장법인이나 코스닥상장법인이 주식매수선택권을 회사 임원, 피용인 등에게 부여하거나 퇴직자로부터 취득할 목적으로 자기주식을 취득할 때 발행주식 총수의 100분의 10을 초과하지 않는 범위에서 취득할 수 있도록 한 취득주식수 제한 규정을 배제하기 위한 것이다. 그러나 증권거래법 제189조의 2 제1항에서 상법 제341조에 의한 자기주식취득인 때를 제외하고는 취득가액에 관하여만 제한을 두고 있는 점에 비추어 해석상 상법 제342조의 2 제1항도 취득가액에 관한 제한 외에 취득주식수에 대한 제한을 받지 않는다고 보는 것이 상당하다고 볼 때 이는 해석상 당연한 것을 주의적으로 규정한 것으로 보이지만 체제상으로는 불필요한 것으로 생각된다.

422) 그러나 이 기간이 너무 길어 사실상 증권거래법의 규제취지를 무색하게 할 수 있고 시행령 제84조의 3 제2항의 경우와 비교하여 보더라도 자기주식을 부당하게 장기간 과다 보유하게 하는 것이 되므로 위 시행령에 맞추어 6개월로 하거나 적어도 1년으로 감축하여야 한다는 견해가 있다(具萬會, 前揭論文, p. 588).

6. 證券會社의 自己株式取得

증권거래법 제46조의 2는 증권회사가 고객의 위탁을 받은 경우 유가증권시장 또는 코스닥시장의 매매수량 단위 미만의 자기주식을 유가증권시장 또는 코스닥시장 밖에서 취득할 수 있도록 허용하고 있다. 이는 이론상으로도 위탁매매인인 증권회사가 매수위탁의 실행으로 위탁자의 계산으로 자기주식을 취득하는 것이 되어 자기주식취득의 폐해가 없다고 할 수 있을 뿐만 아니라,⁴²³⁾ 증권거래의 활성화 차원에서 소규모 자기주식은 수탁자인 증권회사로 하여금 거래소 외에서도 이를 취득할 수 있도록 허용하자는 것이다. 이 경우도 증권회사는 취득주식을 취득일로부터 3월 이내에 처분하여야 한다(시행령 제35조의12).

第4節 自社株펀드

이른바 자사주펀드 제도는 현행 증권거래법 제189조의2 제2항에 의하여 인정되고 있는 신탁계약에 의한 자기주식취득 방법이다. 이는 주권상장법인 등이 신탁회사 등이 발행하는 주식형 수익증권을 매입하면 신탁회사 등은 이 자금으로 당해 법인의 주식을 매입하여 관리하는 형태의 간접적인 자기주식취득제도이다. 실질적으로는 자기의 계산으로 수탁회사 명의로 자기주식을 취득한다는 점에서 상법에 따른 자기주식취득에 해당하여 원칙적으로는 금지되는 것으로 해석되어 왔다.⁴²⁴⁾

그러나 1990년대 초반 증권시장의 침체가 지속되면서 정부는 1992년 8월 이른바 '증권시장 안정을 위한 종합대책'을 발표하면서 당시 3대 투자신탁회사에 대하여만 이를 인가한 후 1994년까지 모두 214개의 자사주펀드가 설정되었다. 동 제도는 출발 당시부터 특히 우량상장기업을 대상으로 주가 안정화를 목표로 한 것이기는 하지만 상법에 따른 자기주식취득금지원칙에 위배되는 것은 물론, 거래의 공정성이라는 측면에서 자유로운 수급관계에 의하여 형성되어야 할 증권시세를 펀드를 통하여 상장법인 등이 자의로 조정할 수 있으며, 불특정 다수로부터 자금을

423) 독일주식법 제71조의 1 제4항은 이를 명문화하였다.

424) 具萬會, 前掲論文, p. 590.

모아 분산투자함으로써 위험을 분산시킨다는 증권투자신탁제도의 근본취지에도 반한다는 비판이 있었고, 증권거래법에 따른 법적 근거나 특별한 규제 장치 없이 출발하여 제도 정착에 많은 우려가 있었다.⁴²⁵⁾

그러나 자사주펀드는 거래 현실에서 추가안정화라는 점에서 자기주식의 직접 취득방식보다 효과적이라는 점이 부각되었을 뿐만 아니라, 자기주식취득규제완화론에 따라 증권거래법에 규정되기에 이르렀다(증권거래법 제189조의 2 제2항).

1. 證券去來法上の 規制

자사주펀드에 대해서는 증권거래법에 의한 자기주식의 직접취득과 동일한 취급을 받도록 되어 있다. 즉 펀드의 계약금액인 신탁설정금액은 시행령에 따라 금융감독위원회에서 정한 방법으로 산정하도록 되어 있으며(증권거래법 제189조의 2 제2항, 시행령 제84조의 2 제4항), 계약의 설정과 해지에 대하여 신고 및 결과보고를 하도록 하고, 부실신고 등의 경우 손해배상책임을 부담하고, 공시를 하도록 하였다. 증권거래법에 편입되기 이전에는 자사주펀드제도의 공시가 제대로 되지 않았으나,⁴²⁶⁾ 금융감독위원회의 엄격한 통제를 받게 되면서 이와 같은 우려는 사실상 불식되었다고 할 수 있다.

2. 有用性과 去來現實

자사주펀드제도와 자기주식의 직접 취득은 그 성격이나 경제적 효용성에서 거의 동일하다고 할 수 있다. 특히 주가수준과 동향이나 시가총액을 기준으로 회사에 대한 평가가 내려지는 경우가 많아 주주총회가 임박한 상반기에는 자기주식취득이나 펀드 가입을 통하여 주가부양을 시도하는 회사들이 늘어나고 있는 실정이다. 물론 주가는 회사의 실적뿐만 아니라 장래의 성장 가능성, 전반적인 경기 호전 여부, 금리 전망, 외국인의 매매동향 등 여러 가지 변수에 의해 영향을 받는 것이므로 자

425) 上揭論文, p. 591.

426) 정성창·이용교, "자사주 매입과 자사주펀드제도의 유효성 분석", 『재무연구』, 제11호 (1996년 4월호), 한국재무학회, p. 249.

기주식취득 또는 펀드 가입으로 반드시 주가가 상승하는 것은 아니다. 그러나 일반적으로는 회사가 그만큼 주가에 대한 자신감을 표현한다는 심리적인 측면과 아울러 최소한 유동주식의 감소라는 효과를 감안할 때 중장기적인 효과는 기대할 수 있다고 보아야 할 것이다.⁴²⁷⁾

427) 具萬會, 前揭論文, p. 592.

第6章 結論

이상에서는 상법과 증권거래법에 따른 자기주식취득 규제와 그 완화에 대해 살펴 보았다.

주식양도의 자유성은 주식회사제도의 근간을 이루는 특징 중 하나로 우리 상법에서도 주식양도의 자유성을 절대적으로 보장하는 한편 상법 제341조에서는 회사의 자기주식취득을 원칙적으로 금지하고 있다. 상법이 이렇게 자기주식취득을 금지하는 것은 회사가 회사의 계산으로 자기주식을 취득하면 자본을 환급하는 결과가 되어 주주와 회사채권자의 이익을 해하고, 주주평등원칙에 반하며, 불공정한 회사 지배를 초래하는 등 여러 가지 폐해가 발생할 수 있기 때문이라고 한다.

이에 대하여 종업원지주제도의 활성화, 외국자본에 의한 회사지배권 침탈방지 등을 위하여 일정한 조건을 갖추면 자기주식취득을 인정하여 회사경영에 탄력성을 부여하자는 자기주식취득규제완화론도 제기되고 있다.

우리 나라에서는 그 동안 자기주식취득에 대하여 상법에 따라 이를 엄격하게 규제하여 오다가 현실적인 거래 실정과 규제완화론 그리고 세계적인 입법추세에 따라 상법과 증권거래법의 개정을 통해 이를 폭 넓게 허용하는 방향으로 나가고 있다.

그러나 우리 기업현실을 보면, 지배주주의 경영권 장악으로 나타는 회사 경영에서 수 많은 문제점이 노출되어 왔고, 이를 견제하기 위하여 도입된 사외이사제도 등도 제도적인 모순을 극복하지 못하고 있다. 특히 기업회계의 부실로 인한 기업 재무상태 공시제도의 형해화 문제, 주식거래와 관련한 내부정보 유출 등은 아직 우리의 경제 실정과 기업인들의 인식 수준이 선진국 수준에 훨씬 미치지 못하고 있다는 것을 보여주는 것이다.⁴²⁸⁾ 이러한 상황에서 회사의 자기주식취득을 광범위하게 허용하는 완화조치를 취하는 것은 또 다른 부작용을 양산할 수 있을 것이다. 그러나 이미 살펴 본 것처럼 회사의 자기주식취득은 여러 측면에서 유용성이 인정되

428) 具萬會, 前掲論文, p. 593.

고 있는 것도 사실이다.

우리 상법이 자기주식취득을 원칙적으로 금지하는 것은 법률정책적 고려에서 나온 일반 예방을 위한 것이다. 따라서 자기주식취득금지를 완화하더라도 예상되는 폐해를 방지하여야 한다는 것은 매우 중요한 의미를 지니고 있다.

따라서 우리 사회와 기업 현실 등을 고려하여 상법이 채용하고 있는 자기주식취득금지원칙을 계속 유지하면서, 예외적인 경우를 점차 확대해 나감으로써 회사의 자기주식취득금지원칙을 완화하는 것이 바람직하다고 생각된다. 다만, 외국자본에 의한 국내기업매수 시도나 종업원지주제도의 활성화 등 국가경제 차원에서 자기주식취득에 따른 규제를 보다 완화하는 동시에 금융감독위원회 등에 의한 철저하고 투명한 감시·감독을 통하여 부정적인 요소들을 제거하여야 할 것이다.

무엇보다 회사 경영자나 지배주주들의 기업의 사회적 책임에 대한 인식을 제고하는 것이 우선되어야 한다고 생각한다.

參考文獻

1. 國內文獻

1) 單行本

- 姜渭斗, 「全訂 會社法」, 螢雪出版社, 2000.
- 權奇範, 「現代會社法論」, 三知院, 2001.
- 權載烈, 「上場協實務全集 22 : 株式消却制度」, 韓國上場會社協議會, 2002.
- 金正洙, 「現代證券法原論」, 博英社, 2002.
- 金正皓, 「第3版 商法講義(上)」, 法文社, 2000.
- 김병연, 「자기주식의 처분 및 활용방안」, 한국상장회사협의회, 2005.
- 朴元善·李楨漢, 「全訂 會社法」, 修學社, 1979.
- 徐燉珏·金泰柱, 「註釋 會社法」, 上卷, 育法社, 1986.
- 徐燉珏·鄭完溶, 「第4全訂 商法講義(上)」, 法文社, 1999.
- 徐廷甲, 「註釋實務 改正商法總攬」, 弘文館, 1984.
- 徐憲濟, 「사례중심체계 會社法」, 法文社, 2000.
- 孫珠瓚, 「第13訂增補版 商法(上)」, 博英社, 2002.
- 李基秀, 「第4版 會社法學」, 博英社, 1997.
- 李範燦·崔竣瑢, 「第4版 商法概論」, 三英社, 2001.
- 李炳泰, 「全訂 商法(上)」, 法元社, 1988.
- 李院錫, 「新商法(上)」, 法志社, 1984.
- 李哲松, 「第10版 會社法講義」, 博英社, 2003.
- 李泰魯·李哲松, 「會社法講義」, 博英社, 1999.
- 林在淵, 「證券去來法」, 博英社, 2002.
- 林泓根, 「會社法」, 法文社, 2000.
- 鄭東潤, 「第7版 會社法」, 法文社, 2001.

- 鄭燦亨, 「第2版 會社法講義」, 弘文社, 2002.
- 鄭熙喆, 「企業法の展開」, 博英社, 1979.
- 鄭熙喆, 「商法學(上)」, 博英社, 1989.
- 蔡利植, 「改訂版 商法講義(上)」, 博英社, 1996.
- 崔基元, 「第11大訂版 新會社法論」, 博英社, 2001.
- 최준선·김순석, 「회사법개정방향에 관한 연구」, 한국상장회사협의회, 2004. 12.
- 한국상사법학회 편, 「商法改正의 論點」, 三英社, 1981.

2) 論文

- 姜渭斗, “自己株式取得의 禁止”, 考試研究, 제21권 제9호 (통권246호), 考試研究社, 1994. 8.
- _____, “會社가 理事에게 營業의 一部를 讓渡하고 그 代價로 自己株式을 取得·消却한 경우의 法的 性質 : 大法院 제2부 1992. 4. 14. 宣告 90다카 22698判決”, 法律新聞, 2161號, 法律新聞社, 1992. 10.
- 강종만·최운열·윤계섭, “내부자거래 전후의 주가행태 분석”, 「金融學會誌」, 제1권 제2호, 한국금융학회, 1996.
- 具萬會, “自己株式의 取得 : 그 규제 및 완화에 관하여”, 「證券去來에 관한 諸問題」, 上卷, 裁判資料 第90輯, 법원도서관, 2001.
- 구본관·양준호, “일본의 개혁에서 무엇을 배울 것인가”, 「CEO Information」, 제525호, 삼성경제연구소, 2005. 11. 2.
- 국회사무처법제실, “중소기업제도의 법제적 개선방안”, 「법제현안」, 제2002-24호 (통권 제142호), 국회사무처, 2002. 12.
- 權琦勳, “違法하게 取得한 自己株式”, 「商事法論叢 : 霽南姜渭斗博士華甲紀念」, 上卷, 螢雪出版社, 1996.
- 권중호, “2001년 개정상법 및 증권거래법상의 주식소각제도”, 「코스닥저널」, 창간호, 코스닥상장법인협의회, 2001. 10.
- _____, “일본의 기업법제 개정에 관한 연구 : 2001년 이후 주식법제 및 회사지배

- 구조를 중심으로”, 「코협연구보고서 04-1」, 코스닥법인협의회, 2004. 2.
- 金建植, “내부자거래규제의 이론적 기초”, 「증권학회 증권정책심포지엄 발표자료」, 2000. 11. 3.
- 金教昌, “資本減少의 節次와 不當行爲計算의 否認”, 「人權과 正義」, 第151號, 大韓辯護士協會, 1989. 3.
- 金箕燮, “株式의 有償消却과 法人稅法上 不當行爲計算의 否認”, 「判例研究」, 第3輯, 서울지방변호사회, 1990. 3.
- 金東建, “自己株式의 取得禁止”, 「會社法上の 諸問題 (上)」, 裁判資料, 37輯, 법원도서관, 1987.
- 김동석, “미국 유한책임회사(LLC)의 특징과 설립”, 「상사법연구」, 제20권 제3호, 한국상사법학회, 2001.
- 김법석, “주주가치 제고를 위한 자기주식 매입제도 개선”, 「상장협」, 제39호 (1999년 춘계호), 한국상장회사협의회, 1999. 5.
- 金正泰, “自己株式取得制度의 改善”, 「上場協研究報告書 98-1 上場會社 關聯 主要制度와 政策의 改善方案」, 韓國上場會社協議會, 1998.
- 金昌秀, “스톡옵션 制度의 導入 必要性和 企業의 活用”, 「스톡옵션제도 도입을 위한 특별연수」, 한국상장회사협의회, 1999. 3. 4.
- 金和鎭, “經營權保護와 自己株式의 取得”, 「上場協」, 제32호 (1995년 추계호), 한국상장회사협의회, 1995. 10.
- 盧秉昊, “自己株式取得規制에 관한 研究”, 「社會科學研究」, 4卷 1號(通卷 4號), 忠北大學校 社會科學研究所, 1987. 8.
- 노혁준, 「증권집단소송 ISSUE 시리즈 08 : 증권집단소송과 피해주식의 범위」, 전국경제인연합회, 2005. 5.
- 박세화, “미국 유한책임회사(Limited Liability Company)의 특성에 관한 연구”, 「연세법학연구」, 제8권 제2호, 연세법학회, 2002.
- 朴榮吉, “自己株式取得에 관한 약간의 考察”, 國際航空宇宙法 및 商事法の 諸問題; 眩谷金斗煥教授華甲紀念論文集, 法文社, 1994.
- 朴晉泰, 自己株式에 관한 比較法的 研究, 博士學位論文, 釜山大學校 大學院,

- 1986.
- 설원식·김수정, “자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 취득 및 처분 목적을 중심으로”, 『財務管理研究』, 제22권 제1호, 한국재무관리학회, 2005. 6.
- 宋鍾俊, 株式公開買受의 實體的規制와 投資者保護, 『人權과 定義』, 제184호, 대한변호사회, 1991. 12.
- 安文宅, “時勢操縱行爲의 規制에 관한 研究”, 『現代商事法の 諸問題 : 雪城李允榮先生停年紀念』, 법지사, 1988. 11.
- 양규원, “현행 상법상 주식회사 주주의 자본회수방법으로서의 주식소각제도에 관한 검토 : 신설된 주주총회 결의에 의한 주식소각제도 중심”, 『논문집』, 제4집, 용인송담대학, 2001.
- 양동석, “自己株式取得의 制限에 관한 考察”, 『企業法研究』, 제9집, 韓國企業法學會編 (2002. 4).
- 玉武錫, “자기주식의 이익소각제도에 대한 몇 가지 시사점”, 『比較私法』, 第8卷 第2號(通卷 15號), 韓國比較私法學會, 2001.
- _____, “自己株式取得·消却制限의 緩和에 따른 稅制上の 問題點”, 『계간 세무사』, 19권 2호 (93호, 2001년 여름호), 한국세무사회, 2001. 8.
- 李達雨, “會社의 自己株式取得 質取禁止”, 『法學論叢』, 2輯, 檀國大學校, 1959. 7.
- 李文星, “自己株式取得制度의 改善方向”, 『上場協』, 第33號 (1996年 春季號), 韓國上場會社協議會, 1996. 5.
- 李永伍, “會社가 自己株式을 取得하여 消却한 資本減少에 대한 配當所得稅”, 『大法院判例解說』, 第10號, 法院圖書館, 1989.
- 李焘種, “改正商法上 自己株式取得에 관한 연구”, 現代法學의 理論 : 佑齋李鳴九博士華甲紀念論文集 III, 考試研究社, 1996.
- 임성희, “상법상 자기주식취득의 효력”, <http://www.kolis.co.kr/D-Nlawinfo/casestudy/read.html?table=casestudy&num=220&page=2>
- 鄭東潤, “自己株式의 取得과 質取”, 『司法論集』, 第8輯, 法院行政處, 1977.
- 정성창·이용교, “자사주 매입과 자사주펀드제도의 유효성 분석”, 『재무연구』, 제

- 11호 (1996년 4월호), 한국재무학회, 1996. 4.
- 鄭閔模, “自己株式取得의 規制와 緩和”, 證券, 第73號, 韓國證券業協會, 1992. 9.
- 諸康鎬, “美國法上の 自己株式取得”, 「證券」, 第92號(1997년 6월호), 韓國證券業協會, 1997.
- 崔竣璿, “從業員持株制度의 活性化方案 : 自己株式 活用方案을 中心으로”, 「上場協」, 제31호 (1995년 춘계호), 한국상장회사협의회, 1995. 4.
- 江頭憲治郎, “日本株式關連法制の改革と今後に残された課題”, 권종호 역, “일본의 주식관련법제의 개혁과 금후의 과제”, 「상사법연구」, 제22권 제5호, 한국상사법학회, 2004.
- 江頭憲治郎, 권종호 역, “일본 회사법제의 현대화 : 2005년에 예정된 개정”, 한국증권법학회 2004년 제3차 특별세미나자료.
- _____, “일본의 신회사법에 의한 주식제도의 개정”, 한국증권법학회 2005년 특별세미나자료, 2005. 12. 17.
- http://www.ksda.or.kr/invest/service_unfair.cfm?l_str=3&m_str=4&s_str=2

2. 外國文獻

1) 歐美文獻

- Ang & Tucker, The Shareholder Wealth Effects of Corporate Greenmail, *11 J. Fin. Research* 265, 1988.
- Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr., Signalling with Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues, *Financial Management* 15, Autumn 1986.
- Bainbridge M. Stephen, Insider Trading, in *Encyclopedia of Law and Economics*, Bouckaert & De Geest ed., Vol. 3.

Begründung des Entwurfs, Bundesrat Drucksache 2/78 Vom 6.1. 1978.

Bradley & Wakeman, The Wealth Effects of Target Share Repurchases, *11 J. Fin. Econ.* 301, 1983.

Clark, Robert C., *Corporate Law*, Little, Brown & Company, 1986.

Clive M. Schmitthoff, *Palmer's Company Law*, 24 ed., Sweet & Maxwell, 1987.

Cox D. James & W. Robert, Hillman, Langevoort C. Donald, *Securities Regulation : Cases and Materials*, 1st ed., Little, Brown & Co. 1991.

Cox D. James & Thomas L. Hazen, *Corporations*, Aspen Publishing, 2003.

Dann & DeAngelo, Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Purchases and the Market for Corporate Control, *11 J. Fin. Econ.* 275, 1983.

Dann, Larry, Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981.

E. George Rudolph, Accounting for Treasury Shares under the Model Business Corporation, *73 Harv. L. Rev.* 323, 324, 1959.

E. M. Dodd, Purchase and Redemption by a Corporation of its own Shares : The Substantive Law, *89 University of Pennsylvania Law Review*, 1941.

Fenn, George W. & Nellie. Liang, Good News and Bad News about Share Repurchases, *FEDS Working Paper*, No. 98-4, Jan. 1998.

Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of

- Market Efficiency, *70 Va. Law Review*. 1984.
- Götz Hueck, *Gesellschaftrecht*, 18. Aufl., München: C.H. Beck, 1983.
- H. W. Ballantine, *On Corporations*, rev. ed., Callaghan and Company, 1946.
- Hans Würdinger, *Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen*, 4. völlig neubearbeitete Aufl., Heidelberg: C. F. Müller, 1981.
- Harry G. Henn & John R. Alexander, *Laws of Corporations*, 3rd edition, West Publishing Company, 1983.
- Ikenberry, David, and Theo Vermaelen, The Option to Repurchase Stock, *Financial Management*, 25, 1996.
- Jennings, Richard W., Marsh Harold, JR. and Coffey John C. JR., *Securities Regulation : Case and Materials*, 7th ed., The Foundation Press, Inc., 1992.
- Karmel S. Roberta, Outsider Trading on Confidential Information : A Breach in Search of a Duty, *Cardozo Law Review* Vol. 20, 1988.
- Keider, Corporate Takeovers and the Business Judgement Rule: An Update, *The Journal of Corporation Law*, Summer 1986.
- Kenneth Smith & Denis Keenan, *Company Law*, 5th. ed., Pitman, 1984.
- Kropf Bruno, *Aktiengesetz : Textausgabe des Aktiengesetzes*, 慶應義塾大學商法研究會 譯, 西獨株式法 : 1965年株式法, 同施行法改正文並びに同政府草案理由書, 聯邦議會法律委員會報告書, 慶應義塾大學法學研究會, 1969.
- Lynn A. Stout, The Mechanisms of Market Efficiency : An Introduction to the New Finance, *UCLA School of Law : UCLA*

- Law and Economics Working Paper Series*, Los Angeles :
University of California, 2004.
- Macey & McChesney, A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail,
95 Yale L. J. 13, 1985.
- Michael C. Wyatt, *Company Acquisition of Own Shares*, 3rd. ed.,
Longman, 1989.
- Note, Buying out Insurgent Shareholders with Corporate Funds, *70
The Yale Law Journal*, 1970.
- Note, The Developing Meaning of "Tender Offer" Under the Securities
Exchange Act of 1934, *86 Harv. L. Rev.*, 1250, 1251, 1973.
- Posner, Dirk, Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen
Unternehmenspraxis, *Die Aktiengesellschaft (AG)*, 1994.
- Ralph Instone, Section 54 and All That, *The Journal of Business Law*,
Stevens & Sons, 1980.
- Reinhardt Rudolf & Schultz Dietrich, *Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl.,
Tübingen : J. C. B. Mohr, 1981.
- Ruth, Rudolf, Elgene Aktien und Verwaltungsaktien,
Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen, Heft 9, Carl Heylmanns,
1928.
- Samuel L. Hayes · Russel A. Taussig, Tactics of Cash Take-over Bids,
Harvard Business Review, March-April, 1967.
- Schon, Siegfried, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie*, Konard
Triltsch, 1937.
- Sealy, L. S., *A Case and Materials in Company Law*, 2nd ed.,
Butterworths, 1980.
- Sealy, L. S., *Cases and Materials in Company Law*, 7 Rev ed.,
Butterworths, 2001.

SEC Staff Report, the October 1987 Market Break, Fed.SE.L.Rep. (CCH), NO.1271 extra ed., 6-7-6-8, Feb. 9. 1988.

Shleifer & Vishny, Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interests, *17 Rand J. Econ.* 293, 1986.

Stephens, Clifford P. and Michael S. Weisbach, Actual Share Repurchases in Open Market Repurchase Programs, *Journal of Finance*, vol. 53 (1), American Finance Association, 1998.

Theo Vermaelen, Common stock repurchases and market signalling, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981.

Thomas Raiser, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Aufl., München: Verlag Franz Vahlen GmbH, 2001.

Victor Brudney, Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control, *65 Michigan Law Review*, 1966.

Wang KS William, Some Arguments that the Stock Market is not Efficient, *19 U. C. Davis Law Review*, 341, University of California, Davis School of Law, 1986.

Wang KS William, Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies - Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect, *Villanova Law Review*, Vol. 45, 2000.

2) 日本文獻

大隅健一郎・今井宏,「第3版 會社法論」, 上卷, 有斐閣, 1991.

福岡博之,「自己株式論」, 商事法經濟法叢書 第5, 千倉書房, 1960.

松本烝治,「日本會社法論」, 巖松堂書店, 1929.

松波仁一郎,「再版 日本會社法」, 肯斐閣, 1920.

- 矢澤 惇,「企業法の諸問題」, 商事法務研究会, 1981.
- 神崎克郎,「現代法律學全集 42: 證券取引法」, 青林書院新社, 1980.
- 猪股淇清,「株式會社本質論」, 巖松堂書店, 1927.
- 田中誠二,「第2全訂版 會社法詳論」, 上卷, 勁草書房, 1982
- 河本一郎,「新訂第7版 現代會社法」, 商事法務研究会, 1995.
- 今井宏,“商法緊急改正事項の研究シリーズ-2, 支配權確保のための自己株式の取得 : 自己株式の取得をめぐる諸問題, 4”,「商事法務研究」, 547號, 商事法務研究会, 1971. 1.
- 大隅健一郎・八木弘・大森忠夫,“株式法”, 神戸商業大學外國法研究室 編,「現代外國法典叢書 第8 : 逸逸商法. 第3」, 有斐閣, 1956.
- 竝木俊守,“アメリカの企業買受と取締役の責任 : 經營判斷の原則の變遷”,「日本法學」, 53卷 3號, 日本大學法學會, 1988. 3.
- 竝木俊守,“アメリカ會社買受と經營判斷の原則”,「日本法學」, 53卷 1號, 日本大學法學會, 1988. 1.
- 山本・奥野・尾谷・世良田・宮部,“自己株式の取得規制”, <http://www1.doshisha.ac.jp/~ykawaguc/nini/b/re2-1.doc>
- 西原寛一,“「會社乗取り」の法的考察”, 大阪株式事務懇談會 編,「株式會社の法理論と實際」, 有斐閣, 1957.
- 小林量,“企業金融としての自己株式取得制度(2)”,「民商法雜誌」, 92卷 2號, 有斐閣, 1985. 5.
- 神崎克郎,“自己株式の取得をめぐる諸問題 3 : 會社の自己株式取得と内部者取引”,「商事法務研究 : 商法緊急改正事項の研究シリーズ-3」, 第549號, 1971. 2.
- 蓮井良憲,“自己株式の取得・質受”, 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫 共編,「新版注釋會社法」, 第3卷, 有斐閣, 1986, p. 229.
- 龍田節,“自己株式取得の規制類型”,「法學論叢」, 第90號, 京都大學法學會, 1972. 3.
- 龍田節,“違法な自己株式取得の効果”,「法學論叢」, 第136號, 京都大學法學會, 1995. 3.

曾我部豊，“自己株式取得に関する日米法の比較法的考察”，一橋大學一橋學會 編，「一橋論叢」，31卷 5號，日本評論社，1954. 5.

阪莖光男，“自己株式取得規制と規制緩和の問題點”，「法學研究」，66卷 1號，慶應義塾大學法學研究會，1993. 1.

豊崎光衛，“自己株式の取得”，田中耕太郎 編，「株式會社法講座」，第2卷，有斐閣，1956.

河本一郎，“自己株式の取得をめぐる諸問題 : 商法緊急改正事項の研究シリーズ1”，「商事法務研究」，第535號，商事法務研究會，1970. 9.