

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회

주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

| 주 최 | (사)한국상사법학회
연세대학교 법학연구원
전남대학교 법학연구소

2019년 한국상사법학회 춘계학술대회

- ◆ 대 주 제 : 주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰
- ◆ 일 시 : 2019. 4. 19. (금) 13:30 – 18:00
- ◆ 장 소 : 연세대학교 광복관 별관 국제회의장
- ◆ 주 최 : (사)한국상사법학회 · 연세대학교 법학연구원 · 전남대학교 법학연구소

- ◆ 세부일정 : 전체사회 김광록 총무이사
 - 등 록 : 13:00 – 13:30
 - 개회식 : 13:30 – 13:50
 - 개회사 : 김순석 한국상사법학회 회장
 - 환영사 : 안강현 연세대 법학전문대학원 원장
 - 축 사 : 함인선 전남대학교 법학연구소 소장

- ◆ 무애학술상 시상 및 공로패 수여

- ◆ 주제발표 및 토론 : 13:50 – 18:00

【학술대회 일정】

<학술진행사회 : 김태진 연구이사>

세션	발표자	주제	사회자	토론자1	토론자2
특별강연 13:50-14:20	강 연 자 : 이한상 교수(고려대 경영대) 강연주제 : 기업가치평가의 이론과 실제				

기념사진 촬영 (14:20-14:30)

제1세션 14:30-15:20	안성포 교수 (전남대)	상법상 주식 수 증감제도의 효율적 운영에 관한 고찰	임재호 교수 (부산대)	이영철 교수 (열린사이버대)	최문희 교수 (강원대)
제2세션 15:20-16:10	황남석 교수 (경희대)	유사외국회사에 관한 고찰	신현윤 교수 (연세대)	김연미 교수 (성균관대)	이종혁 변호사 (법무법인 광장)

Coffee break (16:10-16:20)

제3세션 16:20-17:10	장근영 교수 (한양대)	사채권자의 개별적 권리와 집단적 권리	박준 교수 (서울대)	김홍기 교수 (연세대)	김정연 교수 (인천대)
제4세션 17:10-18:00	노미리 교수 (동아대)	주식매수청구권에 대한 비교법적 고찰	김정호 교수 (고려대)	이승환 교수 (대구대)	김희철 교수 (원광대)

- ◆ 폐회 및 임시총회

- ◆ 만찬 : 18:30 ~

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회
주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

특 별 강 연

기업가치평가의 이론과 실제

강연자 : 이한상 교수(고려대학교 경영대학)





4_ 한국상사법학회 2019년 춘계학술대회

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회
주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

제1주제

**상법상 주식 수 증감제도의
효율적 운영에 관한 고찰**

발표자 : 안성포 교수[전남대학교]
사회자 : 임재호 교수[부산대학교]
토론자 : 이영철 교수[열린사이버대]
토론자 : 최문희 교수[강원대학교]

상법상 주식 수 증감제도의 효율적 운영에 관한 고찰

- 수권자본제의 관점에서 -

안 성 포 (전남대학교 법학전문대학원 교수)

I. 서론

상법은 자금조달의 기동성을 확보하기 위해서 신주를 발행하는 경우 주주의 간섭을 받지 않고 이사회가 결정할 수 있도록 하는 수권자본제를 택하고, 신주의 발행으로 기존 주주의 지배권과 주식의 가치가 희석되는 것을 막기 위해 주주에게 신주인수권(제418조 제1항)을 부여하고 있다. 한편, 주주에게 신주인수권을 인정하는 것은 주주이익을 보호한다는 입장에서 보면 반드시 필요한 것이지만, 자본시장의 상황에 따라 수시로 유리한 자금조달을 해야 하는 회사의 입장에서는 자금조달의 편의성 내지 기동성을 상실할 수 있다. 따라서 자금조달에 관한 법제를 설계하고 운영할 때에는 자금조달의 편의성과 기동성 그리고 주주이익의 보호라는 두 개의 상반되는 이익을 비교형량해서 적절한 해결책을 찾는 것이 중요한 문제로 대두된다.

수권자본제란 ‘회사가 발행할 예정인 주식의 수’(제289조 제1항 3호)를 정관에 미리 정해 놓고 그 중 일부를 회사 설립 시에 발행하고(제289조 제1항 5호) 미발행주식은 회사의 자금수요에 따라 이사회의 결의만으로 수시로 발행하는(제416조) 방식이다. 여기서 ‘회사가 발행할 예정인 주식’을 ‘수권주식’이라 하고, 수권주식의 총수를 변경하고자 하면 주주총회 특별결의로 정관을 변경하여야 한다(제434조). 따라서 수권주식의 총수는 정관변경을 통해서 이미 발행된 주식의 총수와는 무관하게 사실상 무제한으로 정할 수 있게 되어 있다.¹⁾ 이러한 수권자본제에서는「授權(수권)주식(authorized shares)의 총수(발행예정주식총수) = 既(기)발행주식(issued shares)의 총수 + 未(미)발행수권주식(authorized but unissued shares)의 총수」라는 등식이 성립한다.

2011년 개정상법에서는 회사의 재무관리의 편의성을 도모하기 위하여 무액면주식을 도입하고 있다. 무액면주식이란 액면가가 없다는 것이므로 주식을 발행할 때마다 회사가 정하는 발행가가 있게 되는데, 이 발행가액의 2분의 1 이상의 금액을 법정자본금으로 계상하고 잔액은 자본준비금으로 계상하여야 한다(제451조 제2항). 발행가는 수시로 변할 수 있고 그 중 자본금에 계상되는 금액도 상이하게 되므로 자본금과의 비교치 내지는 산출근거가 되는 주식의 가격이 존재하지 않는다. 따라서 주주의 비례적 지위는 회사의 기발행주식의 총수에서 주주가 소유하는 주식 수가 차지하는 비율만으로 인식된다. 무액면주식을 발행하여 발행가의 일부 또는 전부를 자본금에 계상한 후에는 주식의 수량은 자본금과 관련하여 하등의 구속을 받지 않으므로 자본금을 증감시킴에 있어 주식 수의 증감을 수반하지 않게 된다.²⁾ 따라서 무액면주식이 발행되는 경우 수권자본제는 완전한 수권주식수제도로 자리매김할 수 있게 된다.³⁾ 즉

1) 구상법에서는 회사 설립 시에 수권주식 수가 발행주식총수의 4배를 넘을 수 없었고(구상법 제289조 제2항) 그 제한은 설립 후 정관변경 시에도 적용되었다(구상법 제437조). 이처럼 수권한도를 제한했던 이유는 이사회가 신주발행의 권한을 남용하는 것을 우려하여 기존 주주의 이익을 침해하는 한도를 설정하고자 했기 때문이었다. 그러나 구상법 제437조는 1995년 상법개정에서, 구상법 제289조 제2항은 2011년 상법개정에서 삭제되어 현행 상법에는 수권주식 수에 대한 한도 규제가 존재하지 않는다.

2) 이철송, 회사법강의(제27판), 박영사, 278면.

3) 송옥렬, 상법강의(제9판), 홍문사, 743면; 김건식·노혁준·천경훈, 회사법(제3판), 박영사, 618면 각주 4).

수권자본제에서 이사회가 법정자본금의 구속을 받지 않고 수권한도 내에서는 자금조달의 편의성을 제고할 수 있게 된다는 의미이다.

그러나 2011년 개정상법은 무액면주식을 도입하면서 5개의 조문만을 신설하고 있는데, ①무액면주식의 발행 및 전환(제329조 제1항, 제4항, 제5항), ②주식발행사항의 결정(제291조 3호, 제416조 2의2호, 제451조 제2항), ③자본금의 변화(제451조 제2항, 제3항), ④회사의 분할계획서의 기재사항(제530조의5 제1항 2호, 3호), ⑤주식매수선택권의 행사가액(제340조의2 제4항 1호)이 그것이다.⁴⁾ 상법의 주식과 자본 규정은 액면주식을 전제로 만들어 놓은 것인데, 무액면주식을 발행하는 경우 이들 5개 조문 이외의 사항에는 액면주식을 전제로 하는 기존의 규정들을 준용해야 한다는 것인지, 아니면 5개 조문만 적용된다는 것인지, 무액면주식을 발행하는 경우 그 운영에 있어서 해석상의 어려움이 예상된다.

한편 2011년 개정상법에서는 자기주식의 기업재무적 유용성을 인식하여, ① 배당가능이익의 범위 내에서 취득하는 경우(제341조)와 ② 특정목적으로 취득하는 경우(제341조의2)에 자기주식의 취득을 허용하면서 취득한 자기주식을 특정한 자본거래의 대가로 활용할 수 있는 길을 열어 놓고 있다. 즉, 자기주식을 이익배당의 한 형태인 현물배당으로 활용한다거나(제462조의4), 상환주식의 상환수단(제345조 제4항), 교환사채와 상환사채의 대가로 교부할 수 있다(제469조 제2항 제2호, 상법시행령 제22조 제2항, 제23조 제2항). 나아가 2015년 개정상법에서는⁵⁾ 합병(제523조 제3호), 분할합병(제530조의6 제1항 제3호, 제4호), 주식의 포괄적 교환(제360조의3 제3항 제4호) 등의 기업재편에 있어서 그 대가를 유연화하면서 일부의 경우 취득한 자기주식을 신주발행에 갈음하여 기업재편의 대가로서 활용하는 것을 허용하고 있다. 이처럼 회사는 자기주식을 취득한 후 기업재편과정에서 신주발행에 갈음하여 그 대가 또는 현물처럼 활용할 수 있다.

현행 상법은 취득한 자기주식의 처분 의무를 따로 규정하고 있지 않기 때문에 회사는 자기주식을 계속 보유할 것인지 아니면 합병, 분할합병의 대가 또는 주식의 포괄적 교환의 대가 등으로 처분할 것인지⁶⁾ 또는 소각할 것인지를 회사의 경영전략에 맞춰 임의로 결정할 수 있다. 이 때 취득한 자기주식을 처분하거나 소각하는 경우에 자기주식(기발행주식)의 수가 감소한다는 점에서 처분과 소각의 효과는 동일하다고 할 수 있다. 그러나 정확하게 본다면, 처분은 회사로부터 자기주식이 유출되어 사내에서 자기주식(기발행주식)의 수가 감소하는 것이고, 소각은 자기주식이 유출되지 않고 사내에서 자기주식(기발행주식)의 수가 감소하는 것이므로, 양자의 효과를 달리 보아야 한다. 이러한 차이점에 주목해야 하는 이유는 다음과 같다. 취득한 자기주식을 이미 한번 발행했던 주식(기발행주식)으로 본다면, 자기주식의 처분을 신주발행이라고 할 수 없다. 그렇기 때문에 자기주식을 액면가 미만으로 처분할 수 있는 것이고, 처분 시에 주주의 신주인수권은 고려의 대상이 아니고, 자기주식을 처분할 때 상법상 신주발행절차규정의 유추적용 여부에 대하여 고민할 필요가 없다. 자기주식을 처분하지 않고 소각하는 경우 수권자본제의 등식에 의하면, 기발행주식을 소각하게 되므로 미발행수권주식의 총수가 증가하게 되고, 소각된 기발행주식의 부분을 재발행하게 되면 미발행수권주식의 총수가 감소될 것이고 이 재발행은 신주의 발행이므로 주주의 신주인수권은 당연히 고려의 대상이 되는 것이다.⁷⁾ 이와 달리 소각한 자기주식을 신주로 다시 발행할 수 없다면, 회사는 자기주식의 소각에 상당히 신중을 기할 수밖에 없어 자기주식을 계속 보유하거나, 소각하는 대신에 자기주식의 임의처분방식만을 선호하게 될 것이다. 그러나 현행 상법은 자기주식

4) 안상현, “개정상법상 무액면주식의 도입”, BFL 제51호(2012. 1), 서울대 금융법센터, 92면 이하 참조.

5) 2016년 3월부터 시행된 동법은 조직재편대가의 유연화와 그 적용대상의 범위를 확대함으로써 합병, 분할, 주식 교환 및 이전 등 각종 조직재편제도의 활성화를 위한 법적 기반을 조성하고 있다(송종준, “M&A 활성화를 위한 개정상법 해설자료”, 「선진상사법률연구」 통권 제74호(2016.4.), 법무부, 114면 이하).

6) 이철송, 앞의 책, 418면.

7) 안성표, “기업재편과 취득한 자기주식의 처분과 소각 -수권자본제도의 관점에서-”, 법학연구 제20집 제4호(인하대학교 법학연구소, 2017), 18면.

의 임의처분에 관해서는 구체적으로 처분방법을 제약하는 규정을 두고 있지 않으므로 가격과 상대방 선택에 있어서 일어날 수 있는 불공정성의 문제는 방치되어 있다고 할 수 있다.⁸⁾

이하에서는「수권주식의 총수 = 기발행주식의 총수 + 미발행수권주식의 총수」라는 등식의 전제하에 상법상 주식 수 증감제도와 관련된 규정들의 효율적인 운영을 위한 체계정합적인 해석론을 제시해 보고자 한다.

II. 신주발행

신주발행이란 넓게는 회사설립 이후에 이루어지는 일체의 주식발행을 뜻하나 크게 ‘통상의 신주발행’과 ‘특수한 신주발행’의 두 가지로 구분할 수 있다.

1. 통상의 신주발행

(1) 통상의 신주발행과 수권자본제의 의미

자금조달 목적의 신주발행을 통상의 신주발행이라고 하며 상법 제416조 이하에서 규정하고 있는 제도를 말한다. 신주의 인수인으로부터 새로운 납입이 이루어지기 때문에 회사의 순자산이 증가하며, 이러한 의미에서 有償増資라고 한다. 회사의 자본금은 액면주식의 경우 발행주식의 액면총액(제451조 제1항)이고, 무액면주식의 경우 발행가액의 2분의 1 이상으로서 회사가 정한 금액(제451조 제2항)만큼만 증가하는 것이므로 순자산의 증가와 자본금의 증가가 반드시 일치하는 것은 아니다. 그러나 분명한 것은 액면주식이든 무액면주식이든 순자산은 신주의 수에 인수가액을 곱한 것만큼 반드시 늘어나므로 회사에게 신주발행은 자기자본을 조달하는 주된 수단이다.

통상의 신주발행은 수권자본제와 관련하여 생각할 때 비로소 그 자금조달수단으로서의 의미가 분명해진다. 즉 신주발행은 원칙적으로 이사회가 권한사항이므로 정관이 정한 수권주식총수(발행예정주식총수)의 범위 내에서 신주를 발행한다면 정관을 변경할 필요가 없고, 이사회가 결정만으로 자본금을 증가시킬 수 있다(제416조 본문). 이는 이사회가 현재의 정관하에서 주주로부터 구속받지 않고 경영상의 필요에 따라 수시로 기동성 있게 자금을 조달할 수 있도록 제도적으로 보장한다는 것을 의미한다.⁹⁾

(2) 주주의 신주인수권

회사가 발행하는 주식에 대하여 이를 우선적으로 인수할 수 있는 권리를 신주인수권이라고 한다. 상법은 “주주는 그가 가진 주식의 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다”라고 하여 주주의 신주인수권을 인정하고 있다(제418조 제1항). 따라서 주주의 신주인수권은 주주의 자격에 기하여 법률상 인정되는 것으로 정관이나 이사회가 결의로 발생하는 것이 아니며, 주주권의 일부를 이루고 있으므로 주식과 분리하여 양도할 수 없고 주식과 운명을 같이 한다.¹⁰⁾

주주의 신주인수권은 주주의 이익을 보호하기 위한 두 가지 역할을 한다. 첫째, 주주배정증자의 경우

8) 이철송, 앞의 책, 420면.

9) 이철송, 위의 책, 901면.

10) 권기범, 권기범, 현대회사법론(제6판), 삼영사, 983면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 624면. 이를 추상적 신주인수권이라고도 한다. 추상적 신주인수권을 기초로 하여 이사회가 신주의 발행결정이 있게 되면 배정기준일 현재의 주주는 그 신주를 청약하고 배정받을 수 있는 구체적인 권리를 회사에 대하여 가지게 되고 이러한 권리는 일정한 요건 하에 주식과 분리하여 양도할 수 있는데 이를 구체적 신주인수권이라 한다. 추상적 신주인수권의 상태에서는 권리자가 회사에 대해서 신주발행을 요구할 권리가 없다는 점에서 권리자가 신주발행을 요구할 수 있는 주식매수선택권이나 미국법상의 워런트(warrant), 일본 회사법상의 신주예약권과 개념상 구별된다.

기존 주주가 소유주식수에 비례하여 인수한다면, 주주의 지주비율은 그대로 유지될 것이므로 지배력의 희석화를 막을 수 있고, 둘째, 신주가 저가로 발행되는 경우 기존 주주의 불이익은 저가의 신주인수로 인한 이익과 상쇄될 것이므로 주식가치의 희석화를 방지할 수 있다.¹¹⁾

그러나 신주발행은 회사의 자금조달을 목적으로 하므로 기존주주들의 보호만을 고집할 수 없다. 그리하여 최근에는 주주의 신주인수권을 제한하는 한이 있더라도 그보다 더 큰 법익이라고 할 수 있는 회사의 자금조달의 효율성을 확보하지 않으면 안 된다는 주장이 점차 설득력을 얻고 있다.¹²⁾ 입법례를 보더라도 주주의 신주인수권을 절대적인 권리로 보장하는 국가는 거의 없다. 오히려 그 제한의 폭과 강도를 넓혀가고 있는 것이 세계적인 추세이다.¹³⁾

(3) 정관에 의한 신주인수권의 제한

1) 주주의 신주인수권 제한과 그 한계

상법은 예외적으로 회사는 “정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다”(제418조 제2항)고 하여 주주의 신주인수권을 제한할 수 있고, 제한하는 경우의 한계를 명시하고 있다. 여기서 ‘이 경우에’는 정관에 근거규정이 있으면 주주의 신주인수권을 전면적으로 배제한 채 제3자에게 신주를 발행할 수 있는 것으로 해석하는 것이 통설이다.¹⁴⁾ 즉, 정관에 근거 규정을 두는 경우에는 주주의 신주인수권을 당회에 발행하는 신주발행분 전부에 대하여 박탈하는 것까지 가능하다. 이 때 상법 제418조 제2항 단서가 규정하는 실질적 요건, 즉 경영상의 목적이 있어야 함은 물론이다.¹⁵⁾

2) 경영상의 목적과 경영권의 방어

상법 제418조 제2항 단서에서 언급하는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등의 ‘경영상의 목적’이란 포괄적이고 불확정개념이기 때문에 사실상 자금조달이 필요한 사유라면 언제나 이 요건을 충족한다고 보아야 한다.¹⁶⁾ 그러나 제3자에 대한 신주인수권의 부여는 회사의 필요에 의해 행해지지만, 때로 지배주주나 이사들의 경영권방어와 같은 사익 목적으로 이용되는 예도 있다. 그러므로 주주의 적절한 보호 아래 부여되어야 하며, 그러기 위해서는 그 내용이 공정성과 합리성에 의해 뒷받침되어야 할 것이다.

회사의 경영권에 관한 분쟁이 벌어진 상황에서 현재의 지배주주나 경영자가 그 우호세력에게 제3자배정으로 신주를 발행한 경우 경영상 목적이 인정되는지가 문제된 사안에서, 대법원은 “상법 제418조 제1항, 제2항의 규정은 주식회사가 신주를 발행하면서 주주 아닌 제3자에게 신주를 배정할 경우 기존 주주에게 보유 주식의 가치 하락이나 회사에 대한 지배권 상실 등 불이익을 끼칠 우려가 있다는 점을 감안하여, 신주를 발행할 경우 원칙적으로 기존 주주에게 이를 배정하고 제3자에 대한 신주배정은 정관이

11) 이철송, 앞의 책, 901면; 권기범, 위의 책, 984면; 김건식·노혁준·천경훈, 위의 책, 624면.

12) 권기범, 위의 책, 984면; 송옥렬, 앞의 책, 1132면; 김건식·노혁준·천경훈, 위의 책, 624면.

13) 신주인수권에 대한 입법례에 관하여는 권기범, 위의 책, 984면, 985면; 안성포, 앞의 논문(2017), 17면~30면 참조.

14) 권기범, 위의 책, 989면. 그리고 정관에 근거규정이 없더라도 주주총회의 특별결의와 기타 필요한 소정의 절차를 밟은 때에는 실질적으로 정관변경이 이루어진 것으로 보아 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있다고 보아야 한다. 전환사채나 신주인수권부사채의 발행시에는 상법이 이를 인정하고 있다(제513조 제3항, 제516조의2 제4항).

15) 권기범, 앞의 책, 990면.

16) 송옥렬, 앞의 책, 1133면.

정한 바에 따라서만 가능하도록 하면서, 그 사유도 신기술의 도입이나 재무구조 개선 등 기업 경영의 필요상 부득이한 예외적인 경우로 제한함으로써 기존 주주의 신주인수권에 대한 보호를 강화하고자 하는 데 그 취지가 있다. 따라서 주식회사가 신주를 발행함에 있어 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 범위 안에서 정관이 정한 사유가 없는데도, 회사의 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진의 경영권이나 지배권 방어라는 목적을 달성하기 위하여 제3자에게 신주를 배정하는 것은 상법 제418조 제2항을 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것이다.”라고 판시하였다.¹⁷⁾

2. 특수한 신주발행

통상의 신주발행 외에도 신주를 발행하는 경우가 있는데, 이를 총칭하여 특수한 신주발행이라 한다. 발행원인은 여러 가지가 있으나 모두에 공통된 점은 신주가 발행되더라도 새로운 자산이 유입되지 않는다는 점이다. 따라서 특수한 신주발행은 자금조달과 무관한 동기에서 행해지므로 주주에게 신주인수권이 있는 것이 아니라 그 목적에 따라 신주의 인수인이 구체적으로 미리 정해져 있다.¹⁸⁾

(1) 법정준비금의 자본금전입

1) 의의

법정준비금의 자본금전입이란 대차대조표 대변에 있는 법정준비금 계정의 금액을 차감하고 동액을 자본금 계정에 가산하는 것을 말한다. 따라서 재정상태가 달라지는 것은 아니고 계정의 재분류가 일어나는 것에 지나지 않는다. 법정준비금은 본래 그 재원기능처분의 엄격성 등에서 자본금에 준하는 성격을 갖고 있기 때문에 상법은 이를 용이하게 자본금에 전입할 수 있도록 하고 있다. 법정준비금의 자본금전입은 자본금과 준비금 계정간의 불균형 해소, 주주관리, 주가관리 기타 여러 가지 경영상의 목적으로 행하여진다.¹⁹⁾

2) 액면주식의 경우

액면주식의 경우 법정준비금의 자본금전입으로 자본금이 증가하고, 따라서 전입액을 액면가로 나눈 만큼 신주가 발행된다. 이를 일반적으로 無償增資라고 하고 발행되는 신주를 無償株라고 한다. 여기서 무상이란 신주가 발행되지만 주금의 납입이 없다는 것을 의미한다. 납입이 없으므로 회사의 순재산에는 변화가 없으며, 당연히 주주에게 지분에 비례하여 배정하여야 하고 제3자에게 배정할 수 없다(제461조 제2항)²⁰⁾

상법은 자본금전입의 결정을 누가 하는지에 따라 신주의 효력발생시기를 다르게 정하고 있다. ①자본금전입을 이사회결의로 정하는 경우에 신주의 효력발생시기는 이사회가 정한 배정기준일이다(제461조 제3항). ② 자본금전입을 주주총회결의로 정하는 경우에는 소집통지를 통하여 주주에게 자본금전입의 사실이 예고되므로 배정기준일을 따로 정할 필요가 없다. 따라서 주주총회결의가 있는 날에 바로 신주의 주주가 된다(제461조 제4항).

17) 대법원 2009. 1. 30. 선고, 2008다50776 판결.

18) 송옥렬, 앞의 책, 1133면.

19) 권기범, 앞의 책, 1117면.

20) 이철송, 앞의 책, 987면.

3) 무액면주식

무액면주식은 일단 발행되어 그 발행가의 전부 또는 일부가 자본금을 구성한 후에는(제451조 제2항) 주식의 수는 자본금과 무관하다. 그러므로 무액면주식을 발행한 회사에서 법정준비금을 자본금 전입하는 것은 신주의 발행을 수반하지 않고 행해질 수 있다.²¹⁾ 즉 법정준비금을 자본금에 전입한다는 이사회 또는 주주총회의 의사결정만으로 족한 것이다. 그러므로 법정준비금의 자본금 전입에 관한 상법 제461조의 조문 중에서 무액면주식에 적용될 수 있는 조문은 제1항뿐이다.²²⁾

(2) 주식의 분할

1) 의의

주식의 분할은 예를 들어 1주를 2주로 또는 5주를 7주로 하는 것처럼 회사가 기발행주식을 종전보다 많은 수의 주식으로 세분화하여 발행주식수를 증가시키는 행위를 말한다. 분할로 발행되는 신주식은 기존 주주에게 지분비례로 배분되므로 주주의 입장에서는 아무런 변화가 없고, 회사의 순자산이나 자본금도 변동이 없으므로 단순히 발행주식 수만 증가하게 된다.²³⁾

액면주식을 발행하는 경우, 주식회사의 자본금은 기발행주식총수 X 액면가, 즉 발행주식의 액면총액(제451조 제1항)이므로, 자본금이 증가하지 않기 위해서는 액면이 낮아져야 하기 때문에, 액면주식의 주식분할은 결국 액면의 분할을 의미하게 된다. 그러나 액면가를 자유롭게 인하할 수 있지만, 액면가는 100원 이상이어야 한다는 규정(제392조 제3항) 때문에 그 미만으로의 분할은 불가능하다(제329조의2 제2항). 무액면주식의 경우는 액면가라는 것이 없으므로 주식분할로 액면가가 100원 이상이 되어야 한다는 제한은 있을 수 없다.

2) 절차

가. 액면주식

A. 주주총회의 특별결의

주식분할을 위해서는 주주총회 특별결의를 요한다(제329조의2 제1항). 주식분할은 회사의 재산이나 자본금에 아무런 변화도 일어나지 않기 때문에 주주나 채권자의 이익과 별 상관이 없다. 그럼에도 불구하고 주주총회의 특별결의를 요구하는 것은, 액면주식의 주식분할은 액면분할을 의미하고 액면가는 정관의 절대적 기재사항이기 때문에(제289조 제1항 4호) 정관변경을 위해서 주주총회 특별결의를 요구하게 된다.

B. 구주권 제출 공고 및 통지

21) Karsten Schmidt/Markus Lutter, AktG, 2008, § 207 Rz 11: 독일 주식법 제207조 제2항 2문에 의하면, 무액면주식을 발행한 회사는 신주의 발행없이 자본전입(Gesellschaftsmitteln)을 통하여 자본금(Grundkapital)을 증가시킬 수 있다.

22) 이철송, 앞의 책, 988면.

23) 실무적으로는 주가가 너무 높아 주가를 낮추고 새로운 투자를 촉진하는 것을 목적으로 행해지는 경우가 있으며, 회사의 성장성을 나타내는 것으로서 증권시장에서는 호재로 작용하기도 한다. 1998년 SK텔레콤 주가가 300만원에 이르자 액면분할을 선택하여 주가를 1/10로 떨어뜨리고 주식 수를 늘려서 거래를 촉진하기 시작한 이후로 주로 코스닥시장 쪽에서 액면분할이 활발히 일어났다. 2018년 삼성전자는 250만원 대의 주가를 1/50의 액면분할을 한 후에 시장가 53,000원으로 출발하였다. 그 이후 삼성전자 주가는 3만원 대까지 떨어진 바 있으나 2019.4.12. 종가는 46,850원이었다.

주식분할로 인해 주권의 기재사항 중 회사가 발행할 주식의 총수, 액면가, 회사의 성립 후 발행된 주식의 발행연월일(제356조 제3호 내지 제5호) 등이 달라지므로 주주가 제출한 주권에 갈음하여 신주권을 교부하여야 한다. 이를 위해서 회사는 1월 이상의 기간을 정하여 주식분할의 뜻과 구주권을 회사에 제출할 것을 공고하고 주주명부에 기재된 주주와 질권자에 대해서는 따로 통지를 하여야 한다(제329조의2 제3항, 제440조). 구주권을 회사에 제출할 수 없는 자가 있는 때에는 회사로 하여금 그 자의 청구에 의하여 3월 이상의 기간을 정하고 이해관계인의 이의제출을 최고하는 소정의 공고를 거쳐 신주권을 청구자에게 교부할 수 있도록 하고 있다(제329조의2 제3항, 제442조 제1항).

이 공고는 신주권을 수령할 자를 파악하고 구주권을 회수하기 위함이지만, 주식분할로 인한 권리의 변동사항을 주주와 질권자들에게 알리는데도 그 목적이 있으므로 주권이 발행되지 아니한 때에도 주식분할을 위해서는 이 절차를 밟아야 되는 것으로 해석된다.²⁴⁾ 회사는 이 공고와 함께 분할된 주식을 취득할 자를 미리 정하기 위하여 기준일(제354조 제1항)을 설정할 수 있다. 기준일을 정하면 주주명부를 폐쇄하지 않고서도 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 확정할 수 있기 때문이다.²⁵⁾

C. 단주의 처리

주식분할의 결과 분할에 적당하지 아니한 수의 주식이 있는 때에는 그 분할에 적당하지 아니한 부분에 대하여 발행한 신주를 경매하여 각 주수에 따라 그 대금을 종전의 주주에게 지급하여야 한다. 그러나 거래소의 시세있는 주식은 거래소를 통하여 매각하고, 거래소의 시세없는 주식은 법원의 허가를 받아 경매외의 방법으로 환가하여 대금을 종전의 주주에게 지급하게 된다(제329조의2 제3항, 제443조 제1항).

나. 무액면주식

상법은 무액면주식의 주식분할에 대해서 별도의 규정을 두지 않기 때문에 주식분할에 관한 유일한 규정인 제329조의2가 무액면주식의 경우에도 적용되는지가 문제된다. 이에 대하여 상법 제329조의2는 액면주식과 무액면주식을 구별하지 않고 있으므로 주주총회의 특별결의를 요건으로 한다는 견해가 있다.²⁶⁾

생각건대, 무액면주식의 분할이 수권주식총수(발행예정주식의 총수)의 범위 내에서 이루어지는 한 굳이 주주총회 특별결의를 요구할 이유가 없다. 왜냐하면 액면주식의 경우 주주총회 특별결의를 요하는 것은 액면이 정관의 절대적 기재사항이기 때문이다. 반면에 무액면주식의 주식분할은 정관의 절대적 기재사항 가운데 변경되어야 하는 것이 없기 때문에, 주주총회 특별결의를 거쳐야 할 필요가 없고 단순히 이사회결의로 하는 것이 바람직하다.²⁷⁾

무액면주식은 분할에 의하여 주권의 변화가 생기지 않는다. 따라서 구주권을 제출받아 신주권으로 교체할 이유가 없고, 단순히 추가로 신주를 발행하면 그만이다. 예컨대 1주를 2주로 분할하는 경우처럼 단주가 발생하지 아니하는 때에는 기준일상의 주주명부상의 주주에게 주식분할로 인한 신주를 귀속시키고 주권은 추후에 적절한 방법으로 발행해 주면 되므로 주권제출절차에 관한 상법 제440조부터 제442조는 무액면주식의 경우에는 준용할 이유가 없다.²⁸⁾

24) 이철송, 앞의 책, 440면.

25) 오성근, “주식의 소각·분할·병합”, 주식회사법대계 I(제2판), 한국상사법학회편, 박영사, 1084면.

26) 이철송, 앞의 책, 440면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 239면.

27) 송옥렬, 앞의 책, 812면. 무액면주식만을 발행하는 일본에서는 이사회설치회사의 경우에는 이사의 결의로, 이사회설치회사가 아닌 경우에는 주주총회의 보통결의에 의하여 주식분할을 실행한다(일본 회사법 제183조 제2항).

28) 이철송, 앞의 책, 441면; 송옥렬, 위의 책, 812면. 일본에서는 주식병합 또는 주식분할시 발생하는 단주를 금전으로 처리하도록 하는 일반규정(일본 회사법 제235조)을 따로 두고 있고, 주권제출절차규정인 일본 회사법 제219조 제1항에서 주식분할을 규정하고 있지 않음으로써 주식분할시 주권제출절차가 필요 없도록 하고 있다.

3) 효과

주식분할의 효력은 주권제출기간이 만료할 때 발생하는데(제329조의2 제3항, 제441조), 주식분할로 기발행주식총수와 각 주주의 주식 수는 증가하게 되지만, 회사의 자본금이나 재산에는 아무런 변화가 없다. 분할 전후의 주식은 서로 동일하므로 분할 전의 주식에 대한 질권은 신주식에 대해서도 효력이 미친다(제339조).

무액면주식의 경우에 주권제출절차를 거칠 필요가 없기 때문에 그 효력발생일을 액면주식과 같이 할 수 없다. 따라서 무액면주식의 분할을 결의하는 이사회(또는 주주총회의 결의)에서 주식분할의 효력발생일을 따로 정하여야 할 것이다.²⁹⁾

(3) 주식배당

1) 액면주식의 주식배당

가. 의의

주식배당이란 금전 대신 새로이 발행하는 주식으로 하는 이익배당을 말한다. 회사가 보유한 자기주식을 지급하는 것은 현물배당이다. 이익을 금전 대신 신주로 지급한다는 의미는 결국 이익을 자본의 형태로 회사에 유보시킨다는 것을 의미한다. 따라서 주식배당은 회사가 재산의 사외유출 없이 배당압력을 해소할 목적으로 자주 이용된다. 신주가 발행되므로 회사의 발행주식총수가 증가하지만, 주주의 지분비율에 따라 배당이 이루어지므로 결국 지분비율은 그대로 유지된다.

나. 요건

A. 배당가능이익의 존재

주식배당은 “이익의 배당”을 주식으로 하는 것이므로 제462조 제1항에서 정하는 배당가능이익이 있어야 한다. 그러나 회사재산이 유출되는 것은 아니기 때문에 이익준비금을 적립하는 것은 요구되지 않는다(제458조 단서). 그러나 주식배당액은 이익배당 총액의 2분의 1을 초과할 수 없고, 그것은 금전배당 및 현물배당의 합계액을 넘을 수 없음을 뜻하므로 이익준비금의 적립은 주식배당가능이익을 제한하는 뜻을 갖는다.³⁰⁾

B. 주식배당의 제한

주식배당은 이익배당총액의 2분의 1을 초과할 수 없다(제462조의2 제1항 단서). 따라서 결산기에 주식배당만 하는 것은 허용되지 않고, 현금배당도 함께 이루어질 수밖에 없다. 이것은 주주의 이익배당청구권을 보호하기 위한 규정이다. 다만, 상장회사는 주가가 액면금액 이상일 것을 조건으로, 이익배당 전부를 주식배당으로 할 수 있다(자본시장법 제165조의13 제1항). 상장회사의 주식은 시장에서 현금으로 쉽게 환가할 수 있기 때문이다.

C. 미발행수권주식의 존재

주식배당은 신주가 발행되므로 당연히 미발행수권주식에 여유가 있어야 한다. 따라서 미발행수권주식

29) 江頭憲治郎/門口正人, 會社法大系 2,〔株式・新株予約権・社債〕, 青林書院, 2008, 201頁. 일본 회사법 제183조 제2항에 의하면, 주주총회 또는 이사회설치회사의 경우에는 이사회에서 ①주식분할의 비율, ②주식분할의 기준일, ③주식분할의 효력발생일, ④종류주식을 발행하고 있는 회사인 경우에는 분할하는 주식의 종류를 정하도록 하고 있다.

30) 이철송, 앞의 책, 984면.

이 부족할 경우에는 먼저 정관변경으로 수권주식총수를 증가시킨 다음 주식배당을 해야 한다.

2) 무액면주식의 주식배당

제462조의2 제2항은 주식배당을 액면으로 한다고 정하고 있다. 그렇다면 회사가 무액면주식을 발행하고 있다면 주식배당을 할 수 없는가?

가. 부정설

상법 제462조의2에 규정된 주식배당제도는 배당할 이익을 액면가로 나눈 수의 주식을 발행하는 구조이므로 제462조의2를 수정없이 무액면주식에 적용할 수 없고, 그렇다고 일부규정을 제외하고 나머지 규정만 적용하고자 해도 그 같이 할 근거가 없고, 무액면주식의 경우에는 주식분할을 통하여 동일한 효과를 얻을 수 있으므로 무액면주식에 대해서는 주식배당이 인정되지 않는다는 것이다.³¹⁾

나. 긍정설

주식배당을 배당가능이익의 자본금전입으로 이해하면서, 제462조의2 제2항은 이러한 전입의 결과 몇 주를 발행할 것인지를 정하기 위한 규정에 불과하다는 것이다. 배당가능이익에서 자본금으로 전환되는 금액이 정해지면, 이를 액면으로 나눈 수의 주식만큼 발행하라는 취지로 해석하는 것이다. 따라서 회사가 주식배당을 할 수 있는지 여부는 제462조의2 제1항이 근거가 된다고 하면서, 제462조의2 제1항이 특별히 주식배당을 액면주식의 경우로 한정하고 있지 않은 이상 무액면주식도 포함된다고 보아야 한다는 것이다. 문제는 그 결과 얼마의 주식을 발행하여야 하는지에 관한 것인데, 무액면주식의 경우에는 액면이 없으므로 제462조의2 제1항이 바로 적용되지는 않는다고 한다. 그렇다고 아무런 제한이 없다는 것은 곤란하고, 자본금으로 전환되는 금액을 현재의 주당 자본금으로 나누어 그 수만큼의 주식을 발행하는 방법을 제시한다. 액면주식의 경우를 유추한 방법이라고 할 수 있는데, 이렇게 하면 주당 자본금에는 변화가 없게 된다. 무액면주식은 자본금의 2배까지 발행가액으로 할 수 있다는 점에 착안한다면(제451조 제2항), 이보다 2배까지 발행하는 것도 허용될 수 있다고 한다.³²⁾

다. 소결

무액면주식이라고 하여 주식배당을 못한다고 한다면 액면주식에 비해 불공평하고 또 어차피 주주총회에서 결정하므로 이해당사자 보호에도 문제가 없을 것이다. 주식배당의 가장 큰 효용이며 주된 목적은 배당가능이익의 사내유보이다. 이익이 생기더라도 배당하지 아니하고 준비금으로 적립한다면 같은 목적을 달성할 수 있겠지만, ‘배당가능한 영업이익의 항구적인 자본화’(transfer of earned surplus to permanent capitalization)는 주식배당에 의해서만 기대할 수 있기 때문에³³⁾ 무액면주식의 경우에도 주식배당은 가능하다고 보아야 한다. 다만, 액면주식으로 주식배당하는 경우와의 균형상 주식배당으로 발행되는 무액면주식의 발행가액의 총액을 자본금으로 계상하여 주식배당으로 인한 자본준비금이 발생하지 않도록 하여야 할 것이다.

(4) 전환주식에서 전환

31) 이철송, 위의 책, 1007면.

32) 송옥렬, 앞의 책, 1170면.

33) 이철송, 앞의 책, 1010면.

1) 전환의 효력

전환주식을 전환하면 전환주식이 소멸하고 신주식이 발행된다. 전환의 효력은 의무전환주식은 주주가 전환청구를 한 시점, 강제전환주식은 전환기간이 종료한 시점에 발생하므로, 바로 신주식의 주주로서의 권리를 행사할 수 있다. 주주명부 폐쇄기간 중에도 전환청구를 할 수는 있으나, 그 주주는 그 폐쇄기간 중에 이루어진 주주총회의 결의에 관해서는 의결권이 없다(제350조 제2항).

원칙적으로 전환된 주식의 이익배당에 관해서는 전환청구일 또는 전환기간 종료일이 속하는 영업연도 말에 전환된 것으로 본다(제350조 제3항). 이는 당해 영업연도의 이익배당을 구주식을 기준으로 할 것인지 신주식을 기준으로 할 것인지 확실적으로 정하기 위함인데, 결국 당해 영업연도에는 구주식을 기준으로 이익배당이 이루어진다는 것이다. 다만 회사가 정관으로 신주식을 기준으로 하는 것은 가능하다(제350조 제3항 후문).

2) 발행가액

전환의 결과 신주식의 총발행가액은 구주식의 총발행가액과 같아야 한다(제348조). 이 규정을 상법 제417조의 액면미달발행 금지와 관련하여 생각하면 전환비율을 제한하는 효과가 생긴다. 발행가액총액이 일정한 상황에서 발행주식수가 너무 많아지면 발행가액이 액면에 미달하는 경우가 생기기 때문이다. 예를 들어, 액면가 5,000원인 전환주식 10주의 발행가액총액이 10만원이라고 하면, 전환의 결과 발행되는 신주식의 발행가액총액도 그 발행주식수와 상관없이 10만원이 된다. 그런데 전환으로 20주를 초과하는 보통주가 발행되면 발행가액이 주당 5,000원 미만으로 되어 액면미달발행이 되는데, 이는 상법 제417조에 의하여 허용될 수 없다는 것이다. 따라서 이 전환주식의 전환비율은 1 : 2 이하가 되어야 한다.

회사가 무액면주식을 발행하고 있다면 위와 같은 문제는 발생하지 않는다. 상법 제348조는 무액면주식에도 적용되기 때문이다. 즉, 이사회는 전환으로 인한 신주식의 발행가액총액을 전환 전의 발행가액의 총액과 동일하게 정하지 않으면 안 된다. 그 실익은 이러한 제약으로 인하여 자본금이 전환으로 인한 신주의 발행가액 총액의 2분의 1 미만으로 떨어지는 것을 방지할 수 있다는 데에 있다(제451조 제2항).³⁴⁾

3) 자본금에 미치는 영향

甲 전환주식이 乙 종류주식으로 전환되면 회계상 甲 주식의 자본금이 줄면서 乙 주식의 자본금은 증가하게 된다. 따라서 전환비율이 1 : 1 즉 같은 수의 주식으로 전환되는 경우에는 자본금의 변화는 없게 된다. 그러나 전환비율이 1 : 1 초과인 경우에는 소멸한 주식보다 더 많은 수의 주식에 발행되므로 자본금이 증가하게 된다. 반대로 1 : 1 미만 이면 자본금이 줄게 되는데, 이러한 전환비율은 자본금감소 절차에 의하지 않고 자본금을 감소시키는 결과가 되기 때문에 허용되지 않는다는 것이 통설이다.³⁵⁾

무액면주식은 주식수와 자본금이 서로 연관되지 않기 때문에 1 : 1 미만으로 전환비율을 정하는 것도 허용된다고 본다. 다만, 전환주식과 신주식의 총발행가액은 동일하여야 하므로(제348조) 자본금의 변동이 없게 된다.

4) 소멸된 대상주식의 재발행

34) 권기범, 앞의 책, 507면.

35) 권기범, 위의 책, 509면.

수권자본제의 등식에 의하면, 전환으로 인해 소멸된 구주식의 종류(기발행종류주식)에 관해서는 전환된 주식 수만큼 수권주식(발행예정주식)총수 중 미발행수권주식총수가 증가한다. 이 부분에서 다시 신주를 발행할 수 있는 것인가? 재발행을 인정하더라도 이사회에 대한 수권주식의 한계는 준수되므로 발행할 수 있다고 보는 것이 통설이다. 이 경우 그 발행은 종전의 전환 전 주식의 종류에 한정되며 전환주식으로 할 수는 없다는 것이 다수설이다. 즉 재발행할 수 있는 주식은 전환권없는 종류주식이라고 보는 견해이지만,³⁶⁾ 우연히 전환주식으로 발행한 것으로 인하여 미발행수권주식이 특정 주식으로 할당되어야 할 이유는 없다는 점에서 어떤 주식으로 발행하든 상관없다고 보아야 할 것이다.³⁷⁾

III. 주식 수가 감소하는 경우

1. 주식병합

(1) 의의

주식의 병합은 주식분할과는 반대로 여러 개의 주식을 합하여 그보다 적은 수의 주식으로 하는 회사의 행위이다. 주식의 병합은 통상 단주를 발생시키고, 주식의 유통성을 줄여 각 주주의 이해에 영향을 줄 수 있으므로 예외적인 경우에 한해 인정된다. 자본금감소(제440조)와 합병(제530조 제3항), 분할(제530조의11 제1항)의 경우에 한해 병합할 수 있다.

(2) 절차

주식병합은 주주총회 특별결의가 있어야 한다. ①액면주식의 경우 주식의 액면을 그대로 두면 주식병합으로 주식수가 줄기 때문에 자본금이 감소하게 된다. 이처럼 주식병합이 자본금감소의 방법으로 이용되는 경우에는 당연히 주주총회 특별결의를 거치고(제438조 제1항), 채권자보호절차도 거쳐야 한다(제439조 제2항, 제232조). ②액면주식의 액면을 그대로 합치면 주식수가 줄더라도 액면금액이 그에 상응하여 증가되기 때문에 자본금에는 변화가 없다.

또한 무액면주식은 자본금이 주식수와 무관하게 정해지기 때문에 주식병합으로 자본금이 변하지 않는다. 이처럼 자본금에 변화가 없는 주식병합은 채권자에게도 아무 영향이 없다고 할 수 있지만, 액면은 정관의 절대적 기재사항으로서(제289조 제1항 4호) 그 변경에는 주주총회 특별결의를 요하므로(제434조), 액면주식의 주식병합은 주주총회 특별결의를 거쳐야 한다. 그러나 무액면주식의 주식병합의 경우에는 이러한 제약이 없으므로 이사회결의로 충분하다고 보아야 할 것이다.

주식을 병합하게 되면 구주권을 폐기하고 신주권을 교부하게 된다. 이를 위해서 회사는 1월 이상의 기간을 정하여 주식병합의 뜻과 구주권을 회사에 제출할 것을 공고하고 주주명부에 기재된 주주 등에 대해서는 따로 통지를 해야 한다(제440조). 구주권을 제출하는 것은 병합의 효력이 생긴 이후 구주권이 유통되는 것을 막고자 함이다. 이러한 맥락에서 판례는 사실상 1인회사는 구주권을 회수하여야 할 필요성이 있다고 보기 어려우므로 위 공고 등의 절차를 거치지 않았다고 하더라도 주식병합의 효력에 영향이 없다고 본다.³⁸⁾

36) 이철송, 앞의 책, 307면.

37) 송옥렬, 앞의 책, 808면.

38) 대법원 2005. 12. 9. 선고 2004다40306 판결.

(3) 단주의 처리

주식병합을 하게 되면 1주 미만의 주식이 발생하게 된다. 상법은 이러한 단주를 그대로 두는 것이 아니라 따로 환가하여 그 가액을 반환하는 식으로 처리방법을 구체적으로 정하고 있다. 단주는 경매나 거래소에서의 매각, 기타 법원의 허가를 얻어 다른 방법으로 환가하여 대금을 종전의 주주에게 지급하게 된다(제443조).

(4) 효과

주식병합의 결과 회사의 발행주식총수와 각 주주의 주식수는 감소하지만 명목상의 변화에 불과하므로 회사의 재산에는 변화가 없다. 액면주식에서 액면을 병합하지 않는 경우에는 자본금이 감소된다. 병합 전후의 주식은 동일성을 유지하므로,³⁹⁾ 구주주의 권리는 신주식으로 그대로 존속하게 되고, 구주식에 대한 질권도 신주식에 존속하게 된다(제339조). 주식병합의 효력은 주권제출기간이 만료한 때에 발생한다(제441조). 다만 채권자보호절차를 거쳐야 하는 경우에는 그 절차가 종료해야 효력이 생긴다.

2. 주식의 소각

(1) 의의

주식의 소각이란 회사의 존속 중에 특정한 주식을 절대적으로 소멸시키는 회사의 행위를 말한다. 특정한 주식을 소멸시킨다는 점에서 주식 전부가 소멸하는 해산과 다르고, 주식 자체가 소멸된다는 점에서 주식은 소멸되지 않고 그것을 표창하는 주권만 무효화되는 제권판결이나 주식인수인의 지위만을 실효시키는 실권절차와도 구별된다. 주식소각은 주주로서의 지위를 상실한다는 점에서 주주에게 중대한 이해관계가 있을 뿐만 아니라, 주식이 소각되면서 보통 그에 해당하는 회사재산이 감소되기 때문에 채권자의 이해관계에도 중요한 영향을 준다.

(2) 주식소각과 채권자 보호

주식소각은 보통 그 주식에 상응하는 회사재산의 감소를 수반하는데, 동일한 금액이 감소되더라도 자본금이 감소되는 경우와 그렇지 않은 경우는 회사법의 시각에서는 큰 차이가 있다. 자본금이 감소된다는 것은 채권자의 이익을 침해하는 것이고 따라서 채권자보호절차를 거쳐야 하는 반면, 자본금이 그대로 유지되는 경우에는 이를 거칠 필요가 없기 때문이다. 상법에서는 전자를 자본금감소라고 하여 제438조 이하에서 규정하고 있고, 후자는 회사가 보유하는 자기주식을 소각하는 것이라고 하여 제343조 제1항 단서에 근거를 두고 있다.

주식소각은 회사의 일방적 행위에 의하여 이루어지는 강제소각과 주주의 의사에 따라 이루어지는 임의소각으로 나눌 수 있다. 강제소각이란 회사가 일방적으로 결정하고 바로 주식을 특정하여 소각하는 형태를 말한다. 따라서 강제소각에서는 자기주식의 취득이 필요하지 않다. 자본금감소의 절차에 따른 소각이 그러하다. 임의소각이란 회사가 주주로부터 자기주식을 매수한 다음 이를 소멸시키는 형태를 말하는데, 제343조 제1항 단서의 자기주식의 소각이 그러하다. 제343조 제1항이 자본금을 감소시키지 않는 주식소각을 염두에 두었는지는 의문이지만, 해석론으로는 자본금이 감소되지 않는 무액면주식의 소각은

39) 대법원 2005. 6. 23. 선고 2004다51887 판결.

제343조 제1항 본문이 아니라 단서가 적용되어 회사가 자기주식을 취득하여 소각하는 절차를 취할 수 밖에 없을 것이다.⁴⁰⁾

(3) 소각한 주식의 신주발행여부

수권자본제에서 보통 주식의 소각으로 자본금이 감소하는 경우에는 기발행주식의 총수도 감소된다. 소각된 부분에 관하여서는 이미 주식의 발행권한이 행사되었으므로 그만큼 미발행수권주식의 수가 부활되는 것은 아니라는 것이 종래의 통설이다.⁴¹⁾ 그러나 정관에 기재된 수권주식(발행예정주식)의 총수의 범위 내에서라면 기발행주식의 감소된 부분만큼 미발행수권주식의 총수가 증가하는 것으로 보고 회사의 필요에 따라 나중에 신주로 발행할 수 있다는 견해도 유력하다.⁴²⁾

종래의 통설인 신주발행불가설에 의하면, 정관에서 정한 수권주식총수는 주주가 이사회에 발행을 수권한 ‘주식수의 누적치’로 이해한다. 일단 이사회가 발행한 이상 소각에 의해 소멸되었다면, 그 부분에 관한 수권도 기능을 다했기 때문에 재할용이 불가능하다는 것이다.⁴³⁾ 따라서 발행한 주식은 이미 수권이 활용된 것으로 보고, 이 부분에 해당하는 자금조달은 정관상의 수권주식수를 초과하는 것이기 때문에 정관의 변경을 거쳐야 한다. 즉 주주의 통제를 받아야 되는 것으로 본다.

신주발행설에 의하면, 수권주식총수란 회사가 존속하는 동안 발행할 수 있는 주식의 총수를 의미하는 것이 아니고, 회사가 특정 시점에 발행할 수 있는 주식수의 최대치를 의미하는 것이며, 미발행수권주식수를 계산하기 위해 수권주식총수로부터 차감해야 할 ‘발행한 주식총수’란 역사적으로 발행한 적이 있는 주식의 총수를 의미하는 것은 아니고 현 시점에서 발행할 수 있는 주식의 총수를 의미하게 된다. 발행한 주식 가운데 소각된 주식은 당연히 수권주식총수 가운데 미발행수권주식수를 구성하고, 그 부분은 재차 신주로 발행하는 것이 가능하다는 것이다.⁴⁴⁾

소각된 주식의 신주발행 여부는 주주이익의 보호와의 관련성에서 검토할 수 있는데, 신주발행설의 경우 미발행수권주식의 발행 자체는 이사회에 수권되어 있지만, 신주인수권에 의해 주주가 인수하게 되므로 미발행수권주식의 발행에 의해 각 주주의 비례적 지분관계는 변하지 않고, 다만 소유주식의 절대적 수치가 증가한다는 의미를 가질 뿐이다. 물론 제3자에게 배정하는 방법으로 신주를 발행할 수도 있지만, 그 경우에는 정관에 근거가 마련되고 경영상의 목적달성을 위해 필요한 경우에 한한다(제418조 제2항).⁴⁵⁾ 따라서 소각된 주식은 이사회에 수권된 미발행수권주식수의 범위 내에서 언제든지 신주로 발행할 수 있는 것이다.⁴⁶⁾

3. 상환주식의 소각

(1) 자본금에 미치는 영향

상환은 이익으로써 하는 것이다. 여기서 이익이란 제462조 제1항에 의하여 계산된 배당가능이익을 말한다. 상환주식을 발행하는 경우 회사가 상환에 대비하여 매년 이익의 일부를 상환기금으로 적립하는

40) 송옥렬, 앞의 책, 897면.

41) 권기범, 앞의 책, 520면; 정동윤, 상법(상), 2012, 810면

42) 이철송, 앞의 책, 453-455면; 이철송, “消却한 株式의 再發行可能性”, 「증권법연구」 제11권 제2호(2011), 1면 이하; 최준선, 회사법(제12판), 347면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 233면

43) 권기범, 앞의 책, 520면; 송옥렬, 앞의 책, 804면(그러나 상환주식은 소각이 예정되어 있다는 점에서 주주의 이익이 침해되지 않으므로 소각된 상환주식 부분의 재발행은 허용된다고 보고 있음).

44) 이철송, 앞의 책, 454면; 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 234면.

45) 이철송, 앞의 논문(2010), 16면-17면.

46) 안성포, 앞의 논문(2017), 16면.

경우가 많다. 상법상 주식의 소각은 제343조 제1항에 따라 자본금감소의 절차에 따르는 것이 원칙이지만, 이익으로 주식을 소각할 수 있는 예외로서, ①배당가능이익으로 취득한 자기주식의 소각 ②상환주식의 상환, 두 가지를 마련하고 있다. 이렇게 이익으로 주식을 소각하게 되면 자본금이 감소하지 않기 때문에, 채권자보호절차를 거칠 필요가 없고, 액면주식의 경우 발행주식의 액면총액이 자본금이라는 제451조 제1항의 등식이 성립하지 않는다. 이익을 가지고 주식을 소각한다는 것은 소각의 재원을 어느 계정에서 가지고 오는가의 문제에 불과하다. 따라서 상환주식이 상환되더라도 이는 이익으로써 이루어지는 것으로, 회사의 발행주식총수는 감소하지만 회사의 자본금에는 변동이 없다. 무액면주식의 경우 발행 후에는 자본금과 무관하므로 상환하더라도 자본금에 영향을 주지 않는다.

(2) 상환으로 소멸된 주식의 재발행

상환주식을 소각하여 발행주식수가 감소하면 형식적으로 미발행수권주식수가 증가되는 것처럼 보이기 때문에 그만큼 주식을 다시 신주로 발행할 수 있는지 여부가 문제된다. 이 문제는 소각부분에서 검토한 소각한 주식의 신주발행여부와 결론을 같이 할 수 있다. 즉 이사회는 이익으로 상환주식을 상환한 경우에만 다시 상환주식을 발행할 수 있을 뿐이어서 이사회의 신주발행 권한이 무제한이라고 보기는 어렵다. 또한 이사회가 상환과 재발행을 반복하는 경우 수차에 걸쳐 발행하는 상환주식의 총수는 이론상 무제한이 될 수 있지만 특정 시점에 존재하는 상환주식의 수는 정관에 정한 수로 엄격히 제한된다.⁴⁷⁾ 따라서 남용의 가능성을 우려하여 재발행을 전면 금지하기보다는 재무활동의 유연성을 폭넓게 인정하는 현대 회사법의 추세에 비추어 신주발행이 인정된다고 해석하는 것이 타당할 것이다.⁴⁸⁾

4. 자본금감소

(1) 개념

자본금감소란 자본금의 금액을 축소시키는 것을 말한다. 자본금은 회사채권자의 보호를 위해서 회사에 유보되어야 할 순재산액이므로, 자본금감소는 직접적으로 채권자의 이익과 관련된다. 또한 자본금감소가 평등하게 이루어지지 않으면 주주간 富의 이전이 발생할 수 있다. 이렇게 자본금감소는 주주와 채권자의 이익을 침해할 우려가 있기 때문에 채권자보호절차를 비롯하여 엄격한 절차를 거치게 된다.

자본금감소는 회사재산이 주주에게 유출되는 실질상의 자본금감소와 경제적으로는 회사에 아무런 변화를 가져오지 않는 명목상의 자본금감소 두 가지로 나눌 수 있다. 일반적으로 전자를 有償減資, 후자를 無償減資라고 부른다.

(2) 자본금감소의 방법

1) 액면주식

액면주식의 자본금은 발행주식수에 액면금액을 곱한 금액이므로(제451조 제1항), 자본금을 감소시킨다는 것은 발행주식수를 줄이거나 액면금액을 낮추는 것을 의미한다. 법적으로는 모두 가능하지만, 종전에는 액면금액을 낮추는 방법은 거의 이용되지 않았다. 그 이유는 1998년 개정 이전의 상법에서는 액면금액을 5,000원 이상으로 하고 있었는데, 대부분의 회사가 이미 액면금액을 5,000원으로 하여 주식을 발행하였기 때문이다. 현재 최저 액면금액은 100원이므로 액면금액을 낮출 수 있는 여지는 생겼다. 그러

47) 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 171면.

48) 이철송, 앞의 책, 300면; 최준선, 앞의 책, 235면.

나 액면금액이 정관의 절대적 기재사항이므로 액면금액을 낮추기 위해서는 정관의 변경절차까지 거쳐야 한다는 것이 여전히 장애물로 작용하는 것으로 보인다.

따라서 일반적으로 자본금감소는 발행주식수를 줄이는 것을 의미한다. 그 방법으로는 주식의 병합과 소각 두 가지가 있는데, 주식을 소각하면 마치 재산이 감소되는 인상을 주기 때문에 실무에서는 보통 주식을 병합하는 방식을 선호한다. 그러나 주식의 병합과 소각은 경제적으로 완전히 동일하고 법적으로도 제343조 제2항(자본금감소에 관한 규정에 따라 주식을 소각하는 경우에)이 제440조와 제441조(주식 병합의 절차)를 준용하고 있기 때문에 동일한 절차를 거치게 된다. 주식의 병합과 소각의 차이는 ①주식 소각은 유상감자가 가능하지만, 주식병합의 경우에는 그렇지 않다는 것과 ②주식병합의 경우에는 단주가 발생할 수 있고 이를 가지고 소액주주 축출의 방법으로 사용될 수도 있으나, 주식소각은 그러한 가능성이 없다는 것이다.⁴⁹⁾

2) 무액면주식

무액면주식을 발행한 경우에는 액면이 없으므로 액면가의 조정에 의한 감자가 있을 수 없음은 물론이고, 자본과 주식이 연결되어 자본금을 구성하는 것도 아니므로 자본금감소에 주식의 병합이나 소각도 불필요하다. 그리하여 무액면주식이 발행된 경우 자본금의 감소는 이사회결의로 자본금 중 감액되는 액을 정하고 이에 대하여 원칙적으로 주주총회의 특별결의와 채권자 이익절차를 거치면 되고, 특히 주식수를 줄일 필요는 없다.⁵⁰⁾ 물론 자본금감소를 계기로 주식을 소각하거나 병합할 수도 있으나, 이는 양자의 단순한 병행에 불과하고 주식의 병합이나 소각으로 인해 자본금이 감소되는 것은 아니다.⁵¹⁾

(3) 절차

상법은 유상감자와 무상감자를 구별하지 않고 동일한 절차를 요구한다. 그러나 무상감자는 회사재산에 아무런 영향이 없는 형식상의 변화에 불과하다는 점에서 주주나 채권자의 이해관계를 유상감자와 동일한 수준에서 보호해야 할 이유가 없다. 2011년 개정상법은 제439조 제2항 단서를 신설하여 결손보전 목적의 무상감자는 채권자보호절차를 거치지 않을 수 있도록 하였다.

1) 자본금감소의 결정

자본금의 감소에는 주주총회 특별결의를 요구하고 있다(제438조 제1항). 주주의 이해관계에 중대한 영향이 있다는 의미인데, 예를 들어 주주간 불균등하게 감자가 이루어지면 富의 이전이 일어날 수 있고, 과도한 감자는 회사의 장기적 성장에 해가 될 우려도 있다. 자본금의 감소를 결의하는 주주총회에서는 자본금감소의 방법도 정하도록 하고 있으므로(제439조 제1항), 이사회에 위임하는 것은 허용되지 않는다. 액면금액을 줄이는 방법을 취하게 되면 정관변경절차를 거쳐야 하는데, 이 역시 주주총회 특별결의를 요하므로 통설은 별도의 결의를 할 필요없이 자본금감소 결의로 갈음할 수 있다고 본다.⁵²⁾

2) 채권자보호절차

상법에서 채권자보호절차라고 하면 제232조에서 정하는 절차를 말한다. 회사가 채권자에게 자본금감

49) 송옥렬, 앞의 책, 865면.

50) 권기범, 앞의 책, 1105면.

51) 이철송, 앞의 책, 925면.

52) 이철송, 위의 책, 756면; 정동윤, 상법(상) 제3판, 법문사, 2008, 774면.

소의 사실을 알리고, 만일 채권자가 이에 대하여 이의가 있다면 변제, 담보제공, 재산신탁 등의 방법으로 채권자에 대하여 원금상환을 보장하여야 한다. 무상감자는 회사의 순자산에 영향이 없으므로 채권자 보호절차를 거치지 않아도 된다(제439조 제2항 단서). 사채권자가 이의를 하기 위해서는 사채권자집회를 거쳐야 한다(제439조 제3항). 이러한 채권자보호절차를 거치지 않은 경우 자본금감소를 승인하지 않은 채권자는 감자무효의 소를 제기할 수 있다(제445조).

(4) 자본금감소의 효력발생

자본금감소는 채권자보호절차와 감자의 실행절차가 모두 완료해야 그 효력이 발생한다(제441조). 원칙적으로 주식소각이나 주식병합은 주권제출기간이 만료된 때 효력이 발생하지만, 자본금감소 절차의 하나로 이루어진 경우에는 채권자보호절차가 완료되지 않는 이상 주식소각 또는 주식병합의 효력은 발생하지 않는다. 자본금이 감소되면 액면금액 또는 발행주식총수 같은 등기사항에 변경이 생기므로 변경등기를 해야 하지만(제317조 제4항, 제183조), 이 등기는 자본금감소의 효력발생과는 아무 상관이 없다.

IV. 자기주식의 처분과 소각의 재구성

1. 재구성을 위한 전제

수권자본제하에서는「수권주식의 총수 = 기발행주식의 총수 + 미발행수권주식의 총수」라는 등식이 성립함을 앞에서 확인한바 있다. 이 등식에 맞추어 자기주식의 처분과 소각을 재구성해 본다. 회사가 이미 발행한 주식을 재취득했다는 점에서 취득한 자기주식은 회사의 기발행주식수에 포함된다. 이 등식에 따르면 자기주식의 취득단계에서는 수권주식수, 기발행주식수, 미발행수권주식수의 증감은 없다. 기발행주식이 사외에 있다가 사내로 복귀한 것과 같다. 취득단계에서는 양수인인 회사가 회사재산을 주주(양도인)에게 환급하게 되므로 그 과정에서 주식평등의 원칙(주주보호)과 자본충실의 원칙(회사채권자보호)을 준수하는 것이 요구된다.

취득한 자기주식을 회사가 계속 보유하는 단계에서도 수권주식수, 기발행주식수, 미발행수권주식수의 증감은 없다. 주주가 보유하고 있던 기발행주식(사외주)을 이 단계에서는 회사가 기발행주식(사내주)으로 보유하고 있다. 다만 명칭상 사외주식에서 사내주식 또는 자기주식으로 전환된 것뿐이고, 그 성질은 여전히 기발행주식이다.

회사가 보유하고 있는 기발행주식(자기주식)은 상법 제342조에 의한 처분 또는 제343조에 의한 소각이라는 두 가지 방법에 따라 처리될 수 있다. 기발행주식(자기주식)을 처분하게 되면 기발행주식이 다시 회사로부터 유출되어 사외주가 된다. 처분단계에서도 수권주식수, 기발행주식수, 미발행수권주식수의 증감은 없다. 자기주식의 처분은 기발행주식의 처분이기 때문에 신주의 발행이라고 할 수 없다. 따라서 자기주식의 처분시 신주발행의 법리는 고려의 대상이 아니라는 것을 확인하게 된다.

한편, 주식의 소각이란 회사의 존속 중에 발행한 주식을 절대적으로 소멸시키는 회사행위이기 때문에 기발행주식(자기주식)을 소각하게 되면, 기발행주식수는 감소하게 된다. 기발행주식수가 감소됨에 따라 상대적으로 미발행수권주식수가 증가한다. 즉, 소각된 부분을 미발행수권주식으로 보아 이 주식수에 상

응하는 자금은 이사회 결의로 신주발행(제416조~제432조)을 통해 조달할 수 있으므로 회사는 자금조달에 있어 융통성과 기동성을 확보할 수 있다.

2. 취득한 자기주식의 법적 성질

회사가 취득한 자기주식은 주주권을 가지는가? 상법 제369조 제2항에서는 의결권만 부정하고 있기 때문에 다른 주주권이 인정될 수 있는지 여부는 해석으로 해결할 수밖에 없다. 그러나 일반적으로 자기주식은 모든 주주권이 중지되는 것으로 본다.⁵³⁾

원래 자기주식의 취득은 (i) 그 재원이 이익으로 한정되는 경우가 아닌 한 이는 출자의 환급이 되어 자본충실의 원칙에 반하고,⁵⁴⁾ (ii) 회사의 경영성적이 악화되는 경우에는 자기주식의 가격하락으로 인하여 회사는 이중으로 손해를 입게 되고, (iii) 회사 경영진이 자기주식취득을 통하여 주주총회를 지배하는 때에는 상법이 예상한 기관 간의 권한분장구도를 파괴하게 되고,⁵⁵⁾ (iv) 회사 경영진이 주주총회를 지배하여 주주와 회사채권자의 이익보다는 자신의 지위를 부당하게 옹호할 위험이 있으며, (v) 시세조종이나 내부자거래에 악용될 위험이 크고, (vi) 일부 주주에게만 처분기회를 주어 주주평등의 원칙에 반할 소지가 있다는 점⁵⁶⁾ 등 여러 가지 폐단을 갖는 것으로 문제시되어 왔다.⁵⁷⁾ 비록 2011년 개정 상법으로 자기주식의 취득이 허용되었다 할지라도 자기주식에 내재되어 있는 여러 문제점은 그대로 상존하고 있다. 이런 자기주식의 폐단을 막기 위해서라도 자기주식의 모든 주주권을 휴지시킬 필요가 있다.

상법은 취득한 자기주식을 처분하거나 소각하는 것을 회사가 선택하도록 하고 있다. 처분과 소각의 효과가 동일하여야 한다는 점에서도 자기주식은 처분되기까지 모든 주주권이 중지되는 것으로 보는 것이 체계정합적이다. 그리고 자기주식의 권리행사를 제한하는 것이 주식 자체의 속성은 아니므로 자기주식이 회사로부터 제3자에게 처분되면 모든 권리는 부활하게 된다.⁵⁸⁾ 이는 취득한 자기주식을 소각하고 소각된 부분이 신주로 부활하는 것과 같은 상황이라고 할 수 있다.

3. 특정목적에 의해 취득한 자기주식의 소각의무

회사는 취득한 자기주식을 취득의 유형과 상관없이 보유할 수 있고, 따로 처분의무를 규정하고 있지 않기 때문에 계속 보유할 것인지 아니면 처분할 것인지 또는 소각할 것인지를 임의로 결정할 수 있다.

자기주식의 취득은 본질적으로 회사의 재산을 주주에게 반환하는 것으로서 배당과 크게 다르지 않으며, 특히 모든 주주에게 지분비율에 따라 취득하는 자기주식은 주주 사이의 부의 이전의 불공정 문제도 발생하지 않고 순수하게 회사재산의 반환의 효과만 가져올 뿐이다. 따라서 상법은 자기주식취득을 허용하고 이를 재원규제로 전환하여 배당가능이익을 한도로 자기주식취득을 허용한 것이다(제341조).⁵⁹⁾ 더욱이 수량규제도 없기 때문에 배당가능이익이 있는 한 무제한으로 자기주식을 취득할 수 있다. 이처럼 배당가능이익을 재원으로 해서 적법하게 취득하여 보유하는 자기주식은 금고주라 할 것이다.

53) 이철송, 앞의 책, 406면; 송옥렬, 앞의 책, 861면.

54) 특정목적에 의한 자기주식의 취득의 경우.

55) 예를 들면, 인적분할 시 분할회사의 자기주식을 활용한 지배력 확대.

56) 삼성물산과 제일모직의 합병에서 삼성물산의 자기주식 처분사건.

57) 권기범, 앞의 책, 573면.

58) 이철송, 앞의 책, 407면.

59) 최준선, 앞의 논문(2012), 25면; 송옥렬, 앞의 논문(2014), 61면.

그러나 특정목적으로 취득한 자기주식(제341조의2)은 그 취득에 사용되는 재원이 배당가능이익으로 제한되는 것이 아니므로 회사가 자본금결손상태에서도 자기주식을 취득할 수 있는 것으로 해석되는데, 자기주식을 취득하는 과정에서 회사의 자본금충실을 해할 우려를 배제할 수 없을 뿐만 아니라, 이렇게 취득한 자기주식을 계속 보유할 수 있게 하는 것도 회사의 자본금충실을 해하고 나아가 회사채권자 등의 권리를 침해할 우려가 높다.⁶⁰⁾ 회사가 그 필요에 의하여 배당가능이익을 재원 삼아 취득한 자기주식(기발행주식)을 장기 보유하는 것에 대해 특별히 이를 금지할 이유는 없다 하더라도, 회사가 특정목적에 의하여 배당가능이익이 아닌 출자의 환급으로 취득한 자기주식의 장기보유를 허용하는 것은 회사의 자본금충실을 해하는 상태를 허용하는 것이 되어 적절하지 못하다. 그러므로 적어도 특정목적에 의한 자기주식의 취득에 대해서는 상당한 기간 내에 이를 소각하도록 하여, 자본금충실을 해하는 상태를 해소하게 하는 것이 타당하다고 본다.⁶¹⁾ 출자의 환급은 자본금의 감소를 의미하는데, 자기주식을 소각하기 전에는 회계상 자본금의 감소를 인식하지 않으므로, 일단 취득한 자기주식을 자본의 차감계정(자본조정)으로 기재하고, 그 후 자기주식을 소각하면서 당해 자본금을 줄이게 된다.⁶²⁾ 한편, 수권주식수의 관점에서 보면, 취득한 자기주식(기발행주식)을 소각하게 되면 기발행주식수는 감소하게 되고 상대적으로 미발행수권주식수가 증가한다. 그러면 이사회는 필요에 따라 신주발행을 통하여 소각된 주식만큼 언제든지 자금을 조달할 수 있게 된다(소각한 주식을 신주로 발행할 수 있다는 신주발행설을 전제로 한다).

따라서 상법개정안으로 제341조의2 제2항의 신설을 제안한다: “② 제1항에 의하여 취득한 자기주식은 상당한 기간 내에 처분하거나 소각하여야 한다.”

4. 자기주식의 처분과 소각

자기주식은 상법 제342조에 따라 처분할 수도 있고 제343조에 따라 소각할 수도 있다. 여기서의 자기주식은 배당가능이익을 재원으로 해서 적법하게 취득하여 보유하는 자기주식을 말하며, 특정목적으로 취득한 자기주식은 이미 소각되었음을 전제한다(상법개정안 제341조의2 제2항).

‘수권주식수’의 관점에서 보면 자기주식의 처분단계에서 수권주식수, 기발행주식수, 미발행수권주식수의 증감은 없다. 자본금의 변동도 없다. 자기주식의 처분은 기발행주식의 거래이기 때문에 자금조달을 목적으로 하는 통상의 신주발행과 동일시 할 수 없다. 그러나 자기주식의 소각은 기발행주식의 소멸이므로 감소된 기발행주식수는 미발행수권주식수에 포함되고 그 가운데에서 이사회는 재량으로 신주를 발행할 수 있게 된다. 이 경우에는 통상의 신주발행이고 당연히 신주발행에 관한 상법규정이 적용된다. 자기주식의 처분은 회사가 취득한 자기주식을 우연한 기회 또는 특수한 신주발행에 갈음하여 처분한다는 점에서 자금조달의 목적이 아닌 것이다.⁶³⁾ 자금조달을 의도한다면 자기주식(기발행주식)을 소각하고 신주를 발행하여야 하는 것이다. 따라서 자기주식의 처분의 효과와 소각의 효과는 달라야 한다.⁶⁴⁾

60) 최준선, 위의 논문(2012), 25면.

61) 송옥렬, 앞의 책, 862면.

62) 송옥렬, 앞의 논문(2014), 63면.

63) 문일봉, “자기주식처분과 관련된 가처분: 수원지방법원 성남지원 2007.1.30.자 2007카합30 결정을 중심으로”, BFL 제23호, 2007, 94면.

64) 이러한 논거는 하급심 판결에서도 확인할 수 있는데, “자기주식을 제3자에게 처분하는 경우 의결권이 생겨 제3자가 우호세력인 경우 우호지분을 증가시켜 신주발행과 일부 유사한 효과를 가질 수도 있으나 자기주식 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총자산에는 아무런 변동이 없고 기존주주의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 구별된다”고 하여 신주발행의 법리가 자기주식의 처분에 유추적용될 수 없다는 입장을 취하고 있다(수원지방법원 성남지원 2007.1.30.자 2007카합30 결정). 유추적용을 인정한 하급심 판결에서도 “자기주식의 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총자산에는 아무런 변동

그럼에도 불구하고 자기주식의 처분을 신주발행과 완전 분리하여 설명할 수는 없다. 신주발행과 마찬가지로 자기주식의 임의처분의 경우에 외부에 있던 자금이 회사로 유입되는 부수적 효과가 발생할 수 있다. 자기주식은 기발행주식의 거래이기 때문에 그 처분의 상대방은 항상 주주이거나 아니면 잠재적 주주이다. 이 점도 신주발행의 경우와 같다. 즉 자기주식의 처분과 신주발행의 경제적 효과가 어느 정도 일치하기 때문이다.

한편, 상법은 이사회결정으로 자기주식을 처분할 수 있는 것으로 규정하고 있다. 즉 정관에 달리 정함이 없는 한 이사회결의로 (i) 처분할 주식의 종류와 수, (ii) 처분가액과 대가의 납입기일, (iii) 주식을 처분할 상대방 및 처분방법을 정하여야 한다(제342조). 따라서 자기주식은 회사가 임의로 처분할 수 있는 것으로 해석한다. 그러나 자기주식의 처분 여하에 따라서는 주식소유구조가 달라져 경영권의 향배에 중대한 영향을 미칠 수 있고, 때로는 적대적 인수 합병에 대한 방어방법으로 이용될 수도 있다. 그리하여 현저하게 불공정하거나 자의적인 자기주식의 처분시 어떤 법리로 이를 통제할 수 있는가 하는 문제가 제기된다.⁶⁵⁾

이에 대하여는 (i) 이사회결정의 자유재량으로 보면서 처분 시 가격의 불공정은 자본충실의 원칙에 반하는 것으로 보아 이사의 책임을 추궁하는(제399조) 방안,⁶⁶⁾ (ii) 이사회결정의 신인임무적 재량으로 보는 방안,⁶⁷⁾ (iii) 주식평등의 원칙과 신주인수권의 배제규정을 적용하는 방안(독일 주식법 제71조 제1항 제8호),⁶⁸⁾ (iv) 신주발행의 법리를 적용하는 방안(일본 회사법 제199조 이하, 제828조 제1항 제3호)을 상정해 볼 수 있다.⁶⁹⁾

이 없고, 기존 주주의 지분비율도 변동되지 아니하여 형식적으로는 신주발행과 그 효과를 일부 달리 하지만”이라고 전제함으로써, 이 논거를 받아들이고 있다(서울서부지방법원 2006.3.24.자 2006카합393 결정). 삼성물산 합병사건 제1심 판결에서도 “신주발행의 경우는 주식회사의 자본금과 기존 주주들의 지분비율에 직접적으로 영향을 주는 반면, 자기주식의 처분의 경우는 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 자본금에는 아무런 변동이 없고 거래당사자가 아닌 한 기존 주주들의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 본질적인 차이가 있다”는 점을 강조한다(서울중앙지방법원 2015.7.7.자 2015카합80597 결정).

65) 권기범, 앞의 책, 584면; 이철송, 앞의 책, 419면; 송옥렬, 앞의 책, 862면.

66) 이철송, 위의 책, 419-420면. 이 견해에 의하면 자기주식의 처분 시 상대방 선택에 있어서 발생하는 주주간의 불공정성 문제를 회사법적인 무효로 다루기는 어렵다고 한다. 불공정성 문제는 자기주식의 처분을 경영자의 자율에 맡기겠다는 입법자의 정책적 선택의 산물이라고 한다. 2015년 제일모직과 삼성물산이 합병할 때 삼성물산이 자기주식을 우호적인 거래처(KCC)에 처분하여 처분 상대방 선택의 적법성이 문제된 사건에서 법원도, “자기주식이 제3자에게 처분되어 기존 주주들의 회사에 대한 비례적 이익(의결권 등)이 감소되어 주식의 가치가 희석되는 것은 회사가 자기주식을 취득하여 기존 주주들의 회사에 대한 비례적 이익이 증가하는 것과 마찬가지로 사실적·경제적 이익에 불과하다(대법원 2010. 10. 28. 선고 2020다51413 판결 참조). 따라서 회사의 자기주식은 회사가 보유한 동안 일시적으로 의결권이 제한되어 다른 주주들은 그 기간 동안 보유한 주식에 비하여 증대된 의결권을 행사할 수 있는 반사적 이익을 누려 온 것으로서, 회사가 자기주식을 처분하면서 위와 같이 사실적, 경제적, 반사적 이익을 누려온 주주들에게 매수의 기회를 주어야 할 의무가 있다고 할 수 없다(서울고법 2015. 7. 16. 선고 2015라20503결정)고 판시한바 있다. 이 판례에 대한 분석은 최문희, “자기주식과 경영권에 관한 판례 및 상법 개정안의 검토-자기주식의 처분, 활용에 관한 법적 쟁점-”, 「선진상사법률연구」 제78호 (2017.04. 법무부), 49면 이하 참조.

67) 김건식·노혁준·천경훈, 앞의 책, 658면.

68) 박영선 의원 대표발의, 의안번호 2000106, 제안일자 2016. 6. 7.

69) 미국 1984년 개정모범사업회사법과 캘리포니아주회사법의 경우 재무관리 차원에서 금고주의 처분을 신주발행으로 보지 않거나 아예 금고주를 폐지하고 소각을 통하여 신주발행을 할 수 있다. 이 때 주주의 신주인수권의 배제를 넓게 인정하고, 불공정한 신주발행은 신인임무에 의하여 규제하고 있다. 한편, 자기주식의 처분이 회사의 재무관리 차원과 지배권 차원에서 신주발행과 동일한 효과가 있다는 점을 인식하면서 독일 주식법은 자기주식의 취득과 처분에 있어서 주식평등의 원칙(제53a조)과 신주인수권의 배제(제186조 제3항, 제4항)에 관한 준용규정(제71조 제1항 8호 3문, 5문)을 담고 있다. 일본 회사법도 자기주식의 처분에 관하여 신주발행과 기본적으로 동일하게 규율한다. 즉 회사법 제199조 이하의 모집주식의 발행에 관한 규정들은 신주발행과 자기주식의 처분에 공통적으로 적용된다. 그러나 독일 주식법은 주주의 법정신주인수권을 보장하고 있는 반면, 일본은 자금조달의 기동력을 중시하여 원칙적으로 주주의 신주인수권을 인정하지 않으면서 모집주식 결의시 예외적으로 이를 인정할 수 있도록 규정하고 있다는 점에서 일본은 독일에 비하여 신주발행이든 자기주식의 처분이든 주주배정과 제3

2011년 개정상법 이전에도 자기주식을 우호적인 제3자에게 처분하는 것이 주주의 신주인수권을 침해하는지 문제가 되고 있었다. 아무런 경영상의 목적이 없이 단지 경영권방어를 위해서 신주를 제3자에게 배정하는 것은 주주의 신주인수권 침해라는 판례도 있다.⁷⁰⁾ 또한 자기주식의 처분은 신주발행과 동일한 효과를 가져 오므로 신주발행에서와 같은 통제를 가할 필요가 있고, 다른 주주에게 매수의 기회를 부여하지 않고 회사가 일방적으로 처분하는 것은 주식평등의 원칙에 반하고 주주의 비례적 이익을 해하므로 무효라는 하급심 판결도 있다.⁷¹⁾ 이 판결은 자기주식의 처분에 신주발행과 같은 자본거래에 적용되는 주식평등의 원칙을 유추적용하여 판결을 내린 것이다. 이 사건의 쟁점은 자기주식의 처분으로 대립되는 대주주간의 지배력 또는 경영권이 강화하거나 변경되도록 그 처분의 상대방을 선택한 행위의 위법성을 판단하는 문제라고 할 수 있다. 따라서 자본거래에 해당하는 처분의 여지가 발생할 수 있는 상법에서는, 자기주식의 처분에 있어서 주식평등의 원칙에 따른 일반규정을 두는 것이 자기주식의 처분법리를 벗어나는 것이라고 할 수 없다.⁷²⁾ 여기서 자기주식의 처분과 신주발행의 유사점에 주목하여, 경영권 분쟁의 상황에서 자기주식의 처분으로 지배권 또는 경영권의 강화 또는 변경이 초래되는 경우에 주주의 신주인수권의 침해 여부를 가지고 자기주식의 처분을 통제하자는 견해가 있다.⁷³⁾ 자기주식의 처분시 신주발행 절차규정의 준용의 문제점으로 지적된, 회사의 비효율적인 재무관리와 절차의 반복과 시간소요 등으로 인한 추가적인 비용 발생의 역효과 등을 감안하여 신주발행절차가 아닌 주식평등의 원칙을 고려한 일반 원칙으로서 주주의 신주인수권에 대한 제한규정으로 제3자에 대한 신주인수권의 부여규정인 제418조 제2항을 상법 제342조 제2항으로 신설하는 것을 생각해 볼 수 있다. 그렇게 되면 자기주식을 처분할 때에는 모든 주주가 매수할 기회를 갖게 될 것이며, 이사가 임의로 제3자인 매수자를 선택하여 매도한 경우라면, 제3자배정에 해당하고 그것이 제418조 제2항이 정하는 경영상의 목적과는 무관하게 경영권의 분쟁에서 현 경영자의 지배권의 방어를 목적으로 하는 제3자 배정은 주주의 신주인수권을 침해하므로 무효로 보아야 할 것이며, 주식을 처분한 이사 등은 법령의 위반으로 상법 제399조에 의한 손해배상책임을 부담하게 될 것이다.⁷⁴⁾

따라서 상법개정안으로 제342조 제2항의 신설을 제안한다: “② 제1항에 따라 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 상법 제418조 제2항을 준용한다.”

V. 결론

재무활동의 유연성을 폭넓게 인정하는 현대 회사법의 추세에 비추어 볼 때, 상법상 주식 수 증감제도를 회사의 자금조달측면에서 적극적으로 해석하고 활용할 필요가 있다. 특히 자기주식의 처분과 소각을 해석함에 있어서 자기주식의 취득을 원칙적으로 허용하는 자들은 자기주식이 가지는 재무관리상의 독자

자 배정의 부담은 없다. 따라서 법정신주인수권을 유지하면서 자기주식의 취득과 처분에 있어서 주식평등의 원칙(제53a조)과 신주인수권의 배제(제186조 제3항, 제4항)에 관한 준용규정을 가지고 있는 독일주식법의 입법방식을 따르는 것이 궁극적인 해결책이 되지 않을까 생각한다.

70) 대법원 2009.1.30. 선고 2008다50776 판결.

71) 서울서부지방법원 2006.3.24.자 2006가합393 결정.

72) 안성포, 앞의 논문(2011), 97면. 독일주식법 제53a조, 일본 회사법 제109조 제1항과 같이 명문으로 주식평등의 원칙을 인정하는 입법례도 있으나, 우리 상법은 주식평등의 원칙을 언급하는 명문규정을 두고 있지 않다. 그러나 이익배당에 관한 제464조, 잔여재산분배청구권에 관한 제538조, 의결권에 관한 제369조 제1항, 신주인수권에 관한 제418조 제1항 등으로부터 이 원칙을 이끌어낼 수 있다는 것이 통설이다.

73) 송옥렬, 앞의 책, 863면.

74) 안성포, 앞의 논문(2011), 98면; 대법원 2009. 1. 30. 선고, 2008다50776 판결.

적 기능에 주목해서 회사가 자기주식을 활용하여 자유롭게 재무관리하는 것을 가능하게 하려 할 것이고, 반면에 원칙적 금지론자들은 자기주식을 어디까지나 예외적인 현상에 불과한 것으로 보아 자기주식에 어떤 자산적 가치나 경제적 효과를 기대하지 않으려고 하는 것이 체계정합적일 것이다. 그러나 어느 견해를 취하든지 간에 자기주식의 법률관계를 해석함에 있어 자기주식의 거래로 인하여 발생할 수 있는 폐해를 막으면서 기업의 효율적인 재무관리가 가능하도록 금지의 논리와 허용의 논리를 종합적으로 고려해야 할 것이다.

수권자본제하에서는「수권주식의 총수 = 기발행주식의 총수 + 미발행수권주식의 총수」라는 등식이 성립하는데, 이 등식에 맞추어 소각된 주식의 신주발행 여부를 주주이익 보호와의 관련성에서 검토해 보았다. 신주발행가능설의 경우 미발행수권주식의 발행 자체는 이사회에 수권되어 있지만, 신주인수권에 의해 주주가 인수하게 되므로 미발행수권주식의 발행에 의해 각 주주의 비례적 지분관계는 변하지 않고, 다만 소유주식의 절대적 수치가 증가한다는 의미를 가질 뿐이다. 물론 제3자에게 배정하는 방법으로 신주를 발행할 수도 있지만, 그 경우에는 정관에 근거가 마련되고 경영상의 목적달성을 위해 필요한 경우에 한한다(제418조 제2항). 따라서 소각된 주식은 이사회에 수권된 미발행수권주식수의 범위 내에서 언제든지 신주로 발행할 수 있다는 것을 출발점으로 설정하였다.

결론적으로 회사는 취득한 자기주식을 처분하거나 소각하는 것을 임의로 정할 수 있다. 따라서 처분과 소각의 효과가 동일하여야 한다는 점에서 취득한 자기주식은 처분되기까지 모든 주주권이 중지되는 것으로 보았다. 회사가 배당가능이익을 재원으로 취득한 자기주식을 보유하는 것에 대해 이를 금지할 이유는 없다고 보았다. 배당가능이익을 재원으로 적법하게 취득하여 보유하는 자기주식만을 상법이 허용하는 금고주로 정의하였다. 회사가 특정목적에 의하여 출자의 환급으로 취득한 자기주식의 장기보유를 허용하는 것은 회사의 자본금충실을 해하는 상태를 허용하는 것이 되어 적절하지 못하다는 점에서, 특정목적에 의한 자기주식의 취득에 대해서는 상당한 기간 내에 이를 소각하도록 하였다. 개정안으로 제341조의2 제2항의 신설을 제안한다: “② 제1항에 의하여 취득한 자기주식은 상당한 기간 내에 소각하여야 한다.” 현저하게 불공정하거나 자의적인 금고주의 처분시 통제방법으로 주식평등의 원칙을 고려한 일반규정으로서 제3자에 대한 신주인수권의 부여규정인 제418조 제2항을 상법 제342조 제2항에 규정하고자 하였다. 개정안으로 제342조 제2항의 신설을 제안한다: “② 제1항에 따라 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 상법 제418조 제2항을 준용한다.”

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회
주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

제2주제

유사외국회사에 관한 고찰

발표자 : 황남석 교수[경희대학교]
사회자 : 신현윤 교수[연세대학교]
토론자 : 김연미 교수[성균관대학교]
토론자 : 이종혁 변호사[법무법인광장]

유사외국회사에 관한 고찰*

황남석 (경희대학교 법학전문대학원)

1. 서론

상법 제617조는 ‘유사외국회사’라는 표제로 “외국에서 설립된 회사라도 대한민국에 그 본점을 설치하거나 대한민국에서 영업할 것을 주된 목적으로 하는 때에는 대한민국에서 설립된 회사와 같은 규정에 따라야 한다”라고 규정하고 있다. 즉 ‘대한민국에 그 본점을 설치하거나 대한민국에서 영업할 것을 주된 목적으로 하는 때’라는 요건을 충족하는 경우 설사 외국법을 설립준거법으로 하더라도 한국 상법에 따라야 한다는 강력한 효과가 부여되어 있다. 예를 들어 이사의 제3자에 대한 손해배상책임이 규정되어 있지 않은 국가의 회사법을 준거법으로 하여 설립된 회사가 실제로 한국에 본점을 두고 주로 한국에서 영업할 경우에는 한국 상법의 규정에 따라야 하고 따라서 상법 제401조가 적용된다는 것이다. 실제로 위 규정이 적용될 수 있는지 여부가 문제될 수 있는 사례가 있다면 거래당사자의 입장에서는 거래의 안정성을 크게 위협할 수 있는 조문이라고 생각된다.

그러나 이제껏 실제 상거래에서 위 조문의 적용되는 것을 전제로 한 진지한 논의가 이루어진 바가 있는지는 의문이다. 그 덕분에 위 조문은 존재하지만 거래의 안정성에는 별다른 영향을 미치지 못하는 조문으로 여겨져 왔다. 그런 상황은 상법 제617조가 속해 있는 상법 제3편 제6장(외국회사)에 편제되어 있는 여러 조문에서 일반적으로 발견되는 경향이기도 하다.

이 글은 외국회사에 관한 상법 제617조의 입법취지를 출발점으로 하여 위 규정의 해석론과 입법론을 살펴보는 것을 목적으로 한다. 그리하여 현행 규정을 그대로 두어도 바람직할 것인지 혹은 향후 상법 개정시에 개정의 필요성이 있는지 있다면 어떻게 개정할 것인지에 관한 논의를 촉발하는 계기로 삼고자 한다.

2. 종속법과 외인법의 관계와 구분

외국회사의 상법상 취급을 검토하기에 앞서 그 전제로서, 문제가 되는 법률관계에서 어느 국가의 법이 적용되어야 할 것인지의 문제, 즉 종속법(personal law, Gesellschaftsstatut, loi nationale)¹⁾ 결정의 문제가 먼저 해결되어야 한다. 종속법이 한국법이라면 해당 법인은 내국회사의 지위를 갖는다. 이는 저촉법(국제사법)의 영역에 속한다.²⁾ 법인의 종속법을 결정하는 기준으로 설립준거법국가에 의하는 설립준거법주의와 본점이 소재한 국가의 법에 의하는 본점소재지법주의가 있다.³⁾ 결정된 종속법에 의해 어떤 단체가 외국회사의 지위를 갖게 된 이후에 비로소 실질법인 상법이 외국회사를 어떻게 취급하는지를 검토하게 되는데⁴⁾ 이런 의미에서의 실질법을 외인법(外人法)이라고 한다.⁵⁾

3. 입법의 연혁

상법 제617조는 상법 제정시부터 존재하던 규정이다. 일부 자구의 수정은 있었지만 원형은 거의 그대로

* 이 글은 발표자가 2018년도에 법무부의 용역과제로 수행한 「외국회사 관련 규정 정비방안 연구」 중 일부를 수정·보완한 것이다.

1) 혹은 준거법, 회사속인법, 회사본국법이라고도 한다. 이하에서는 종속법이라고만 한다. 석광현, 국제사법해설, 박영사, 2013, 201면.

2) 江頭憲治郎, 株式会社法(第7版), 有斐閣, 2017, 979면.

3) 小野木尚, “擬似外国会社規制に関する比較法的考察”, 「国際商取引学会年報」 20号, 2018, 16면.

4) 酒巻俊雄/龍田節, 逐条 解説会社法 第9巻: 外国会社・雑則・罰則, 中央経済社, 2016, 4면(徳本穰 집필부분).

5) 김연미, 외국회사, 「주식회사법대계 III」, 제3판, 법문사, 2019, 981면.

로 유지되고 있다. 그리고 이 규정은 2005년 일본회사법 제정 전의 구 상법(이하 ‘일본 구 상법’이라고만 한다) 제482조를 모범으로 한 것으로 생각된다. 이 규정은 일본에 본점을 두거나 일본에서 영업을 행하는 것을 주된 목적으로 하는 회사는 외국에서 설립되었더라도 일본에서 설립된 회사와 동일한 규정에 따라야 한다고 규정하고 있었다.⁶⁾

위 일본 구 상법 제482조는 1899년(메이지 32년) 제정된 일본 구 상법 제258조가 조문 번호만 바뀐 것이다. 당시 입법이유서는 그 입법이유로서 그와 같은 규정을 두지 않을 경우 일본 상법의 적용을 회피하기 위하여 외국에서 회사를 설립할 우려가 있음을 들고 있다.⁷⁾ 한편 일본의 위 입법은 이탈리아 구 상법 제230조 제4항을 계수한 것이다.⁸⁾ 이탈리아 구 상법 제230조 제4항은 “외국에서 설립되었으나 이탈리아 왕국에 본점과 사업의 주된 목적이 있는 회사의 경우 이탈리아회사로 간주하며 외국의 법률에 따른 설립의 형식과 유효성에도 불구하고 이 법의 모든 규정을 적용한다.”라고 규정하고 있었다.⁹⁾

현재는 일본 구 상법 제482조도 개정된 상태로서 일본회사법 제821조로 규정되어 있고, 이탈리아 구 상법 제230조 제4항은 이탈리아 1942년 구 민법 제2505조로 승계되었다가 현재는 1995년 전면개정된 이탈리아 국제사법(Diritto internazionale privato italiano) 제25조 제1항 제2문으로 옮겨졌다.¹⁰⁾

4. 입법례

가. 일본

1) 개관

일본회사법이 제정되기 전 시기 일본의 회사법을 규율하던 일본 구 상법(이하 ‘일본 구 상법’) 제482조는 우리 상법 제617조와 동일한 규정이었으나 2005년 일본회사법이 제정되면서 사실상의 본점을 두거나 일본에 사업을 수행하는 것을 주목적으로 하는 외국회사(유사외국회사)는 ‘일본에서의 거래를 계속할 수 없다’는 취지의 규정으로 개정하였다(일본회사법 제821조 제1항). 이에 위반하여 거래를 한 자(대표자 등)는 그 상대방에 대하여 외국회사와 연대하여 그 거래로 인하여 발생한 채무를 변제할 책임을 진다(일본회사법 제821조 제2항).¹¹⁾ 일본의 국제사법인 「법의 적용에 관한 통칙법(法の適用に関する通則法)」은 법인에 관한 저촉법 규정을 두지 않고 있으며 오로지 일본회사법 제821조가 외인법으로서 규정되어 있다.¹²⁾

2) 일본 구 상법 제482조의 내용

가) 취지

일본 구 상법 제482조는 일본에 본점을 두거나 일본에서 영업을 하는 것을 주된 목적으로 하는 회사가 일본회사법의 적용을 피하기 위하여 고의로 외국법에 의해 회사를 사기적으로 설립하는 것을 방지하기 위한 취지의 규정이었다. 즉, 일본에 본점을 두거나 일본에서 영업을 행하는 것을 주된 목적으로 하는 회사는 외국에서 설립되었더라도 일본에서 설립된 회사와 동일한 규정에 따라야 했다.

6) 후술하는 바와 같이 현행 일본회사법 제821조는 일본 구 상법 제482조와는 다른 내용으로 규정되어 있다.

7) 일본정부, 상법수정안이유서, 1898, 220면.

8) 야마다 사부로(山田三良) 교수는 일본 구 상법 제258조의 모범으로 이탈리아 구 상법 제230조 제4항 뿐만 아니라 루마니아 상법 제239조, 포르투갈 상법 제10조, 아르헨티나 상법 제286조 등을 열거하고 있다. 山田三良, “商法第二百五十八條二就テ”, 『法学協會雑誌』 21卷 5号, 1903, 664면.

9) “Le società costituite in paese estero, le quali hanno nel Regno la loro sede e l’oggetto principale della loro impresa, sono considerate come società nazionali e sono soggette, anche per la forma e validità del loro atto costitutivo, benchè stipulato in paese estero, a tutte le disposizioni del presente codice.”

10) 즉 이탈리아 입법자들은 위 규정에 관하여 외인법의 성격을 포기하고 국제사법의 성격을 부여하기로 결정한 것이라고 하겠다. 상세는 Rammeloo, Corporations in Private International Law, 2001, pp. 221ff.

11) 또한 과태료 규정이 있다. 일본회사법 제979조.

12) 神前禎/早川吉尚/元永和彦, 国際私法(第3版), 有斐閣, 2012, 120-121면. 다수설은 해석에 의하여 일본의 국제사법이 설립준거법주의를 채택하고 있다고 본다. 小野木尚, 앞의 글, 17면.

(1) 요건

여기서의 본점은 정관상의 본점이 아닌 사실상의 본점, 즉 회사 영업총괄중심을 의미한다. 회사의 기관 소재지가 분산되어 있는 경우에는 업무집행에 관한 의사결정기관(예컨대 이사회)의 소재지를 본점으로 봄이 타당하다.¹³⁾ 일본에서 영업을 한다는 것은 그 영업이 내국적 형태인지 혹은 국제적 형태인지를 묻지 않고 영업활동의 중심이 일본에 있는 것을 의미하고 주된 목적이라는 것은 일본에서 그 회사의 물적·인적 설비 및 거래활동의 규모를 회사 전체의 물적·인적 설비 및 거래활동의 규모와 비교하여 그 영업활동이 일본경제사회와 밀접하게 결합하여 있는 경우를 말한다.¹⁴⁾ 그 외국회사가 설립시에는 요건을 충족하지 못하였더라도 그 이후에 요건을 충족하게 되면 유사외국회사에 해당할 수 있다.¹⁵⁾

(2) 효과

(가) '동일한 규정'의 의의

- ① 설립에 관한 규정을 포함하고 내국회사로서 재설립되지 않는 한 외국회사로의 존재도 인정되지 않는다는 견해¹⁶⁾

일본의 판례는 이 입장을 취하여 내국회사로 재설립되지 않으면 회사로서의 존재를 인정할 수 없다고 보았다.¹⁷⁾

- ② 문제가 되는 회사도 일단 외국회사로서 설립된 이상 설립에 관한 규정 이외의 내국회사의 감독규정의 적용을 받는 것만을 의미한다는 견해¹⁸⁾

민법에 의해 인허를 받은 외국법인은 목적으로 하는 업무를 일본에서 원칙적으로 행할 수 있으므로 외국회사로 설립준거법상 유효한 회사인 이상 일본에 사실상의 본점을 두거나 일본에서 영업을 할 것을 주된 목적으로 하더라도 민법에 따라 인허된 것으로서 내국회사와 동일한 감독규정에 따르면 충분하다는 점, 설사 내국회사법에 따라 재설립하게 하더라도 그 감독적 효과가 크지 않다는 점 등이 논거이다.¹⁹⁾

- ③ 재설립하지 않고 일본의 유사회사로 조직변경하면 충분하다는 견해²⁰⁾

이 견해에 따르면 일본의 유사회사로 조직변경이 불가능할 경우 일본에서 계속거래를 할 수 없다고 한다. 조직변경시의 준거법으로 본국법과 일본법 중 어느 것을 선택할 것인지의 문제가 발생할 수 있다는 주장이었다.²¹⁾

- ④ 주주 또는 채권자보호를 위한 약간의 국내법만이 적용된다는 견해

예를 들면 이사의 책임 면제 규정, 위법배당에 대한 이사책임, 자기거래, 주주의 열람등사권 등에 관

13) 奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 新基本法コンメンタル 会社法3(第2版), 2015, 351면(上田純子 집필부분). 사실상의 본점을 판단하는 기준에 관하여는 뒤에서 상술한다. 일본 구 상법 시기의 논의에 관하여는 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 新版 注釈会社法(13), 有斐閣, 1990, 533면(岡本善八 집필부분).

14) 奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 앞의 글, 352면(上田純子 집필부분).

15) 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 533-534면(岡本善八 집필부분).

16) 학설의 주장자에 관하여는 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 534면(岡本善八 집필부분).

17) 大審院 1918년(타이쇼 7년) 12월 16일 결정(民錄 9卷 24輯 2326면); 도쿄지방법판소 1927년(쇼와 2년) 9월 19일 판결(新報 142号 19면); 도쿄지방법판소 1954년(쇼와 29년) 6월 4일 판결(判例時報 8号 29면) 등.

18) 학설의 주장자에 관하여는 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 534면(岡本善八 집필부분).

19) 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 534면(岡本善八 집필부분). 그 반론에 관하여는 같은 글, 534-535면.

20) 학설의 주장자에 관하여는 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 534면(岡本善八 집필부분).

21) 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 535면(岡本善八 집필부분).

한 규정은 유사외국회사에 대하여도 적용된다는 주장이다.²²⁾

(나) 위반시의 효과

① 영업소설치등기

상법상 인정되는 외국회사의 권한 특히 영업소설치등기는 인정되지 않고 그 미등기에 의한 불이익을 감당하게 한다는 것이 통설 및 판례의 입장이었다.²³⁾

② 법률행위의 귀속

① 인허되지 않은 외국회사로서의 지위를 갖는데 그치지만 내국법상 권리능력 없는 사단으로서 행위의 개인적 책임은 부인된다는 견해, ② 해당 회사는 내국법인도 외국법인도 아니고 그 결과 법인의 명의로 행한 법률행위는 그 행위자의 책임에 귀속된다는 견해, ③ 일본 구 상법 제481조 제2항²⁴⁾에 의해 결정되어야 한다는 견해 등이 있다.²⁵⁾

3) 일본회사법 제821조의 내용

가) 취지

현행 일본회사법상으로는 제821조가 유사외국회사에 관하여 규정하고 있다. 일본에 사실상의 본점을 두거나 일본에 사업을 수행하는 것을 주목적으로 하는 외국회사(유사외국회사)는 일본에서의 거래를 계속할 수 없다(일본회사법 제821조 제1항). 이에 위반하여 거래를 한 자(대표자 등)는 그 상대방에 대하여 외국회사와 연대하여 그 거래로 인하여 발생한 채무를 변제할 책임을 진다(일본회사법 제821조 제2항). 일본 구 상법 시기의 규제와 다르게 의사외국회사에도 법인격을 인정하므로 유사외국회사가 외국회사 등기를 하는 것은 가능하다(일본회사법 제818조 제1항, 제933조 제1항).²⁶⁾

나) 입법과정

일본회사법 제정시 중의원을 통과할 때부터 외국계 금융기관을 중심으로 일본회사법 제821조에 의해 외국회사에 대한 규제가 강화되고 기존 외국회사의 일본 내 활동이 방해받는 것은 아닌가 하는 우려가 확산되어 중의원법무위원회에서는 위 규정이 격론의 대상이 되었다. 2003년 11월에 법무성 민사국 참사 관실은 「회사법제의 현대화에 관한 요강시한(会社法制の現代化に関する要綱試案)」을 공표하였는데 그 제5부 1에는 2005년(헤이세이 15년) 개정 전 상법 제482조 중의 ‘동일한 규정’을 회사의 설립에 관한 규정을 포함하는 회사에 관한 상법 규정 일체를 가리키는 것을 전제로 하여 제도를 정리한 이상 유사외국회사의 법인격을 부인하는 것으로 하는 a안과 같은 법 제482조를 삭제하고 유사외국회사를 통상의 외국회사와 동등하게 취급하는 b안을 제시하였다. 공론화과정을 거쳐 b안을 지지하는 의견이 대다수를 차지 하였으나²⁷⁾ 최종적으로는 a안이나 b안이 아닌 다른 내용의 규정이 채택되었다. 즉, 유사외국회사 규정의 실질을 유지하면서도 유사외국회사에 대하여 법인격을 부인하거나 ‘동일한 규정’의 의미에 편차가 있는 상황은 법적 안정성을 해친다는 점을 고려하여 규정을 명확하게 하는 선에서 개정하였다. 결국 일본회사법상의 유사외국회사 요건은 일본 구 상법 시기의 규정을 답습한 것에 그친 것으로 적용범위가 분명하지 않다는 평가를 받고 있다.²⁸⁾

22) 학설의 주장자에 관하여는 大森忠夫/矢沢惇, 注釈会社法(8)の2, 有斐閣, 1969, 366면(岡本善八 집필부분).

23) 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 535면(岡本善八 집필부분).

24) “전항의 규정에 위반하여 거래를 한 자는 그 거래에 대하여 회사와 연대하여 책임을 진다.”

25) 각 학설의 주장자에 관하여는 上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 앞의 글, 535면(岡本善八 집필부분).

26) 江頭憲治郎, 앞의 글, 986면.

27) 法制審議會会社法(現代化関係)部会 第18回 會議議事録 참조.

28) 酒巻俊雄/龍田節, 앞의 글, 25면(徳本穰 집필부분). 일본회사법 제정당시 일본 정부에서 유사외국회사에 해당하

중의원법무위원회에서 일본정부는 ① 일본회사법 제821조는 유사외국회사의 의의를 변경한 것이 아니고 ② 유사외국회사에 대하여도 법인격을 인정하므로 일본 구 상법에 비하여 규제내용이 완화된 것이며 ③ 종래부터 활동하여 온 외국회사에 대한 불이익이 없다는 점을 반복적으로 밝혔고 중의원법무위원회도 「① 같은 조문은 외국회사를 이용한 일본의 회사법제의 탈법행위를 금지하는 취지의 규정으로서 기존의 외국회사 및 금후의 일본에 대한 외국회사를 통한 투자에 어떠한 악영향이 없다는 점에 대하여 철저히 주지시킬 것 ② 같은 조문은 외국의 사업체에 대하여 특정한 형태를 제한하거나 요구하는 취지는 아니라는 점에 대하여 철저히 주지시킬 것」라는 내용으로 부대결의(附帶決議)를 하였다.²⁹⁾

다) 내용

앞서 본 바와 같이 일본 구 상법 제482조에서 규정한 유사외국회사 규정과 관련하여 재판례³⁰⁾ 및 통설적 견해는 법문상의 ‘동일한 규정’에는 회사의 설립에 관한 규정도 포함된다고 해석하였으므로 유사외국회사는 외국회사의 해산·청산과 일본법에 따른 재설립의 절차를 밟지 않는 한 그 유사외국회사가 성립한 것으로 인정하지 않았다. 반면 소수설은 일단 설립했다고 하는 기성사실을 존중하고 ‘동일한 규정’ 속에는 설립에 관한 규정이 포함되지 않는다고 본다. 따라서 유사외국회사는 설립 이외의 규정에 의한 감독을 받는다고 해석하였다. 당시 등기실무도 재판례 및 통설적 견해를 따랐기 때문에 유사외국회사의 등기가 수리되더라도 그 등기는 무효이고 부실등기로서 과료의 제재를 받을 수 있으며 공정증서원본등 부실기재죄등이 성립할 수 있었다.³¹⁾ 그러나 일본 구 상법하에서의 법상황은 법적 안정성이 부족하고 거래상대방에게 불측의 손해를 줄 우려가 있으며 내국 거래자 보호도 충분하지 않았기 때문에 일본회사법 제정시에 법문을 상당히 변경하였다. 그 결과 유사외국회사에 관하여 일본법에 따른 재설립을 요구하지 않는 것으로 하고³²⁾ 설립준거법상 법인격이 인정되는 경우 일본법상의 행위를 특별히 요구하지 않고 법인격을 인정하며 계속적인 내국사업활동은 인정하지 않으면서 행위자에 대하여는 연대책임을 지워 탈법적 행위를 방지하고자 하였다.³³⁾ 일본회사법은 유사외국회사에 관하여도 외국회사 등기를 하는 것 자체는 가능하도록 하였다.³⁴⁾

일본회사법 제821조 제1항에서 ‘거래를 계속하여 행한다’는 요건을 둔 것은 자산유동화 거래의 일환으로서 일본에 진출하는 케이만 제도 등 조세피난처에 설립된 외국회사가 설립시 계획의 이행행위로서 일본에서 자산의 매수나 자금조달을 행하는 행위를 적용범위에서 배제하기 위한 것이다.³⁵⁾ 또한 같은 법 제821조 제2항에서의 ‘인도를 한 자’는 유사외국회사의 일본에서의 대표자에 한하지 않고 해당 유사외국회사 명의로 실제 거래한 자도 널리 포함되는 것으로 해석한다.³⁶⁾

유사외국회사의 명의로 계속적으로 거래를 한 자는 거래의 상대방에 대하여 거래로 인하여 발생한 채무를 회사와 연대하여 변제하여야 한다(일본회사법 제821조 제2항). 여기서의 거래를 한 자도 유사외국회사의 일본 내 대표자에 한하지 않으며 거래의 상대방이 유사외국회사인지 여부에 관하여 인식하고 있었는지 여부는 묻지 않는다.³⁷⁾ 또한 유사외국회사는 거래가 회사를 대표·대리하는 자에 의하여, 회사의

는 것으로 파악한 외국회사의 수는 금융부문을 중심으로 30-40개 정도였다. 奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 앞의 글, 352면(上田純子 집필부분).

29) 江頭憲治郎/中村直人, 論点体系 会社法 6, 第一法規出版, 2012, 84-85면(金子圭子/石川祐 집필부분).

30) 大審院 1918년(타이쇼오 7년) 12월 16일 결정(民錄 9卷 24輯 2326면); 도쿄지방법판소 1927년(쇼와 2년) 9월 19일 판결(新報 142号 19면); 도쿄지방법판소 1954년(쇼와 29년) 6월 4일 판결(判例時報 8号 29면) 등.

31) 酒卷俊雄/龍田節, 앞의 글, 24면(德本穰 집필부분).

32) 일본 구 상법이 모범으로 한 1882년 이탈리아상법 제230조 제4항은 설립에 관하여도 이탈리아법에 따를 것을 요구하고 있다.

33) 酒卷俊雄/龍田節, 앞의 글, 24-25면(德本穰 집필부분). 이와 같은 입법태도는 일본 구 상법 시기의 입법론을 반영한 것이다. 河村博文, 外国会社の法規制, 九州大学出版会, 1982, 74면.

34) 즉 내국 거래자를 보호하기 위하여 반드시 일본회사법을 적용하여야 하는 것은 아니라는 점이 고려되었다. 田中亘, 「会社法」, 第2版, 東京大学出版会, 2018, 766면.

35) 奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 앞의 글, 352면(上田純子 집필부분).

36) 長島/大野/常松法律事務所, アドバンス会社法, 商事法務, 2016, 884면.

명의로 행해진 이상 해당 거래의 상대방에 대하여 책임을 져야 하지만 위 규정은 유사외국회사와 상대방간의 거래를 무효로 하지 않고 거래의 상대방도 위 규정을 근거로 하여 스스로 거래의 효력을 부인하여 자기의 책임을 면할 수는 없다고 해석된다.³⁸⁾

라) 본점의 의미

일본회사법 제821조 제1항에서의 ‘본점’은 어떤 의미를 갖는지가 문제로 된다. 이 점에 관하여는 일본 구 상법 제482조 시기에는 해당 외국회사의 사실상의 본점으로 해석하는 견해가 유력하게 주장되었다. 일본회사법 제정 이후에도 그와 같은 견해가 적지 않다. 또 그와 같은 견해의 경우 회사의 업무집행에 관한 의사결정기관(예를 들면 이사회)의 소재지를 가지고 일본회사법 제821조 제1항에서의 본점으로 이해하기도 한다. 반면 일본회사법의 입법담당자는 해당 외국회사가 정관 또는 이에 준하는 것에 의해 사업의 본거지로서 정한 사업소로 이해하고 있었다.³⁹⁾

마) 일본에서 사업을 행하는 것을 주된 목적으로 한다는 것의 의미

일본회사법 제821조의 취지가 외국회사를 이용한 일본 회사법제의 탈법 또는 잠탈을 방지하기 위한 것이라면 일본에서의 사업이 그 존립에 필요불가결한 것을 전제로 설립된 외국회사를 의미하고, 전적으로 일본에서 사업을 행함을 목적으로 설립된 회사 등이 이에 해당한다고 해석된다. 이 판단은 본질적으로 구체적인 상황에 따라서 개별적으로 이루어져야 할 것이다.⁴⁰⁾ 참고로 법무성 민사국장 통달인 2007년(헤이세이 18년) 3월 31일 民商 第782号 通達 124면 이하는 다음과 같이 예시하고 있다.

(1) 설립시 전적으로 일본에서의 사업을 영위할 목적이 있다고 인정되지 않는 경우

목적은 객관적인 개념이 아니라 주관적 개념으로 일본에서의 사업과 일본 외에서의 사업의 규모를 단순히 비교하여 판단할 것은 아니다. 또한 목적의 유무는 제821조의 규정이 외국회사를 이용한 일본의 회사법제의 잠탈을 방지하는 취지의 것이라는 점을 고려하면 해당 외국회사의 설립시에 판단하여야 한다. 다음에 열거하는 경우의 어느 하나에 해당하는 외국회사는 일반적으로는 일본에서 사업을 영위할 것을 주된 목적으로 한다는 요건을 충족하지 않는다.

- ① 당초는 외국에서의 사업을 중심으로 하여 왔으나 후에 일본서의 사업규모가 확대되어 현재는 사업의 대부분이 일본으로 이전된 경우
- ② 현재는 일본에서만 사업활동을 영위하지만 장래에는 다른 국가에서의 사업활동도 예정되어 있는 경우
- ③ 일본 이외의 다른 국가에도 사업을 영위하기 위하여 설립되었지만 다른 국가에서의 사업이 성공하지 못한 채로 종결되고 현재에는 일본에서만 사업을 계속하는 경우

(2) 사업의 태양 등으로 보아 전적으로 일본에서 사업을 영위할 것으로 목적으로 한다고 인정되지 않는 경우

사업의 장소는 영업소나 종업원의 소재지로 결정되지 않고 고객, 거래처의 소재지, 거래장소, 거래의

37) 江頭憲治郎/中村直人, 앞의 글, 89면(金子圭子/石川祐 집필부분); 奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 앞의 글, 352면(上田純子 집필부분).

38) 江頭憲治郎/中村直人, 앞의 글, 90면(金子圭子/石川祐 집필부분). 일본회사법 제821조 제1항에 위반하여 거래를 행한 자는 제2항에 따른 책임을 지는 외에 과료에도 처해진다(같은 조 제3항).

39) 相澤哲/郡谷大輔/葉玉匡美, 論点解説 新・会社法, 商事法務, 2016, 740면.

40) 이상 酒巻俊雄/龍田節, 앞의 글, 27면(徳本穰 집필부분).

방식, 자금조달장소등을 고려하여 실질적·종합적으로 판단한다. 다음에 열거하는 장소 중 어느 하나에 해당하는 외국회사는 일본에서 뿐만 아니라 외국에서도 사업을 영위할 것을 목적으로 한다고 인정되므로 일반적으로는 전적으로 일본에서 사업을 영위할 것으로 목적으로 한다는 요건을 충족하지 않는다.

- ① 일본에서의 상품의 판매 또는 역무의 제공에 의한 매상이 해당 외국회사의 매상의 100%를 점하지만 그 거래 상품 또는 원재료의 상당부분을 일본 이외의 거래처(해당 외국회사의 일본 외의 관계회사를 포함)로부터 조달하는 경우 또는 역무의 제공을 위하여 필요한 행위의 상당 부분을 일본 외에서 행하는 경우
- ② 일본에서의 거래상품 또는 그 원재료의 100%를 조달하거나 용역의 제공을 위하여 필요한 행위의 100%를 행하지만 일본 외에서도 영업활동이 행해지는 결과 일본 외에서의 상품의 판매 또는 역무의 제공에 의한 매상이 해당 외국회사의 매상 중 상당부분을 차지하는 경우
- ③ 일본에서의 상품의 판매 또는 역무의 제공에 의한 매상이 해당 외국회사의 매상의 100%를 차지함과 동시에 일본에서 그 거래상품 또는 원재료의 조달 또는 역무의 제공을 위하여 필요한 행위의 100%가 행해지지만 그 영업자금을 조달하기 위하여 일본 외에서 차입한 사채의 발행등을 행한 경우
- ④ 일본에서의 상품의 판매 또는 역무의 제공에 의한 매상이 해당 외국회사의 매상의 100%를 차지함과 동시에 일본내에서 그 거래상품 또는 원재료의 조달 또는 역무의 제공을 위하여 필요한 행위의 100%가 행해지지만 일본 외에서의 사업을 행하고 있는 다른 회사를 실질적으로 지배하고 해당 외국회사 자신이 일본 외에서의 사업을 행하고 있는 것으로 평가될 수 있는 경우
- ⑤ 일본 외에 임원이 존재하거나 일본 외에서 이사회가 개최되는 경우

판단의 기준시점은 해당 외국회사 설립시가 원칙이겠으나 일단 외국회사로 설립된 이후에 일본회사법 제821조에 해당하게 되는 경우도 생각해 볼 수 있다.⁴¹⁾

(3) 자산유동화와 의 관계

자산유동화와 의 관계에서 외국법인인 특수목적회사(SPC)에 의 적용이 문제이다. 즉, 자산유동화 거래구조의 일환으로 일본에서의 사업을 행하는 것을 주된 목적으로 하는 외국회사를 설립하고, 해당 외국회사가 당초 계약에 기하여 자산양수, 금전수수 그 밖의 거래등을 행하는 경우도 있을 수 있는데 그런 거래구조가 일본회사법 제821조에 포섭될 것인지의 문제이다. 우선 그런 외국회사가 유사외국회사에 해당 하는지 여부를 살펴보면 일본에서 자산구입이나 증권발행을 행해 온 경우에도 ① 해외에서 자산을 구입 하는 경우, ② 해외에서 증권을 발행하는 경우, ③ 해외에 소재하는 자산을 일본의 지점을 통하여 구입 하는 경우 중 어느 하나에 해당하면 일반적으로 유사외국회사에 해당하지 않는다고 본다.⁴²⁾ 다음으로 유사외국회사에 해당한다고 가정할 경우 그러한 거래가 금지되는 계속거래에 해당할 것인지를 검토해보면, 거래의 계속성을 해석할 때에는 자산유동화의 실무가 제약되는 결과가 될 수밖에 없는 엄격한 해석을 행하여야 할 당위성이 없으므로 유사외국회사의 설립시에 설정된 범위 내에서 자산의 매수 또는 자금조달이 이루어지는 경우에는 그 설정 자체가 일본회사법 제821조 제1항에서 말하는 ‘거래’에 해당하고 그러한 자산의 매매 또는 자금조달은 당초의 거래의 이행행위에 불과하여 위 규정에 위반하지는 않는다고 해석하고 있다. 설립시의 거래 자체는 계속적으로 이루어지지 않기 때문이다. 또한 금지되는 것은 ‘계속적인’ 거래이므로 여러 번의 거래가 행해진 경우에도 계속성이 인정되지 않는다면 위 규정에 위반하지

41) 江頭憲治郎/中村直人, 앞의 글, 88면(金子圭子/石川祐 집필부분); 酒巻俊雄/龍田節, 앞의 글, 27면(徳本穰 집필부분).

42) 江頭憲治郎/中村直人, 앞의 글, 88면(金子圭子/石川祐 집필부분).

는 않는다고 해석한다.⁴³⁾

나. 미국

미국의 경우 주요 주의 회사법 중에서는 캘리포니아주 회사법이 유사외국회사(pseudo foreign company)에 관한 규정을 두고 있다.⁴⁴⁾ 우선 국제사법의 관점에서 보면 미국국제사법 원칙상 특별한 규정이 없는 한 주주와 회사간의 관계는 설립지법에 의한다.⁴⁵⁾ 캘리포니아주 판례도 원칙적으로 그 원칙을 따르고 있다.⁴⁶⁾ 그러나 캘리포니아주 법원은 예외적으로 위 원칙은 설립지의 사기적 양도에 관한 법규에 미치지 않으며 따라서 네바다주 회사가 캘리포니아주에서 체결한 계약은 캘리포니아주법의 적용을 받는다고 판시하였다.⁴⁷⁾ 다른 사건⁴⁸⁾에서는 아리조나주에서 설립되었지만 모든 사업을 캘리포니아주에서 영위하는 외국회사는 그 주식의 양도의무 이행에 관한 소송에서는 캘리포니아주 회사로 취급되어야 한다고 판시하였다.⁴⁹⁾

회사법의 차원에서 보면 특별한 규정이 없는 한 캘리포니아주 회사법은 캘리포니아주 회사법을 설립준거법으로 한 회사에 대하여만 적용될 수 있지만 1931년 이후 캘리포니아주 회사법에는 특정한 경우에 외국회사에 적용될 수 있음을 명시적으로 밝힌 다수의 규정이 신설되었다. 그리고 급기야 현행 캘리포니아주 회사법은 다수의 규정들을 외국회사에 적용할 수 있는 ‘일반규정’으로서 제2115조를 두었다. 캘리포니아주 회사법 제2115조는 외국회사가 사업활동의 과반을 캘리포니아주에서 영위하고 주주명부에 등재된 주주의 과반이 캘리포니아주에 거주한다면 주주 및 채권자보호를 위한 캘리포니아주 회사법의 규정들이 설립준거법을 대신하여 적용되도록 규정하고 있다.⁵⁰⁾ 위 규정을 유사외국회사 규정이라고 한다. 이 규정은 설립지주의 규제권한을 배제하기 위한 것이 아니라 캘리포니아주 주주와 채권자 보호를 위하여 캘리포니아주 회사법을 중첩적으로 적용하기 위한 것이다.⁵¹⁾ 그 적용요건은 두 가지이다. 첫째,

43) 江頭憲治郎/中村直人, 앞의 글, 88면(金子圭子/石川祐 집필부분); 酒巻俊雄/龍田節, 앞의 글, 27-28면(徳本穰 집필부분). 이와 관련하여 법무성 민사국장 통달인 2006년 3월 31일 民商 第782号 通達은 다음의 행위를 하더라도 유사외국회사로 취급하지 않는다는 입장을 밝힌 바 있다. ① 거래에 해당한다고 할 수 없는 시장조사 또는 정보수집의 범위를 초과하지 않는 활동을 하는 것, ② 회성의 개별적 거래를 행하거나 복수의 거래를 행하더라도 각각이 개별적인 거래로서 계속성이 없는 것, ③ 일본에서의 유동화 거래구조의 일환으로 일본에서의 사업을 행하는 것을 주된 목적으로 설립된 외국회사가 당초의 계약에 기하여 자산의 양수, 금전의 수수 그 밖의 거래를 행하는 경우 다음의 방법에 의하여 외국회사가 이른바 프로그램 형식으로 계속적으로 자산을 취득하고 용자를 받거나 마셜 페이퍼의 발행의 총액, 금리에 관한 사항(금리스왑계약 체결, 발행절차 등)을 정한 기본계약을 체결하고 그 후 자산의 취득이나 마셜 페이퍼 발행 등을 해당 기본계약 이행의 일환으로서 행하는 방법(실질적으로는 1개의 계약이 체결된 것으로 인정되는 경우), ④ 동시에 복수의 오리지네이터(originator) 등을 기본계약으로 체결하는 방법(1개의 집단적인 기본계약이 체결된 것으로 인정되는 경우).

44) 미국 회사법상 제정법으로 유사한 규정을 둔 입법례로는 뉴욕주회사법 제1319조, 제1320조가 있다. 판례법상으로는 아이오와주, 매사추세츠주, 뉴욕주 등 6-7개의 주에서 같은 법리를 승인한 바 있다. 이를테면, Resolution Trust Corp. v. Gladstone, 895 F. Supp. 356, 363 (D. Mass. 1995); Weede v. Iowa S. Utils. of Del., 2 N.W.3d 372, 395 (Iowa 1942); Greenspun v. Lindley, 330 N.E.2d 79, 81 (N.Y. 1975) 등이 그 예이다. 다만 뉴욕주회사법의 위 규정은 유사외국회사에 국한되어 적용되는 것이 아니라 뉴욕주에서 사업활동을 영위하는 외국회사 일반에 대하여 적용되므로 캘리포니아주 회사법 제2115조와는 차이가 있다.

45) Restatement, Conflict of Laws, 2d. §§ 302-310 (ALI 1971).

46) 예컨대 McDermott v. Bear Film Co., 219 Cal. App. 2d 607, 33 Cal. Rptr. 486 (1963); Thatcher v. City Terrace Cultural Center, 181 Cal. App.2d 433, 5 Cal. Rptr. 396 (1960).

47) McLean v. Tucker, 26 Cal. App.2d 126, 78 P.2d 1168 (1938).

48) Wait v. Kern River Mining, Milling, and Developing Co., 157 Cal. 16, 106 P. 98 (1909).

49) Marsh, Jr./Finkle/Sonsini, Marsh's California Corporation Law, 4.ed., 2008, §26.04.

50) 위 규정의 입법과정에서 상당한 논란이 있었는데 특히 캘리포니아주는 자신의 회사법과 충돌하는 다른 주 회사법에 관하여 입법할 권한이 없으므로 위헌이라는 주장이 제기되었다. 그러나 연방대법원과 캘리포니아주 대법원의 여러 판결들은 위 제2115조가 위헌이 아니라고 보았다. 상세는 Marsh, Jr./Finkle/Sonsini, 앞의 글, §26.04.

51) Stevens, 앞의 글, p. 1049. 그러나 캘리포니아주 법원은 위 규정을 적용할 때 캘리포니아주 회사법의 적용을 회피가 있을 것을 요건으로 하지 않는다. Wilson v. Louisiana-Pacific Resources, Inc., e187 Cal. Rptr. 852 (1982).

직전 사업연도의 재산요소, 보수요소, 매출요소의 50% 초과분이 캘리포니아주에 귀속되어야 하고,⁵²⁾ 둘째, 의결권부 유가증권의 과반이 귀속하는 권리자의 주소가 캘리포니아주이어야 한다.⁵³⁾ 다만 미국 증권거래소에 상장된 상장회사에 대하여는 위 규정의 적용이 배제된다.⁵⁴⁾

미국법상으로는 이 문제가 내부 사정 원칙(internal affairs doctrine)과 관련되어 논의되고 있다. 이 원칙은 회사의 임원, 주주 등간의 내부적 관계에 관하여는 설립지 주법이 배타적으로 적용된다는 법원칙을 말한다.⁵⁵⁾

캘리포니아주 법원은 위 규정을 적용하고 있지만⁵⁶⁾ 델라웨어주 법원은 내부 사정 원칙에 대한 예외를 전혀 인정하지 않으며 위 규정을 강하게 비난하는 입장이다.⁵⁷⁾⁵⁸⁾ 한편 연방법원의 일부 판례는 기계적으로 내부 사정 원칙을 적용하는데 반대하는 입장이다.⁵⁹⁾ 미국에서의 논란은 연방국가로서의 특수성에서 기인하는 바가 적지 않다는 점이 특징이라고 할 수 있다.⁶⁰⁾

다. 독일법

독일법에서도 정관상의 본점은 외국에 두면서도 실질적인 사업활동은 전적으로 독일에서만 영위하는 유사외국회사(Scheinauslandsgesellschaften)에 관한 논의가 있다.⁶¹⁾ 독일은 본점소재지법주의를 채택하고 있기 때문에 유사외국회사가 외국회사인지 여부는 실질적인 사업의 본거지가 어디인지를 기준으로 결정된다. 실질적인 사업의 본거지가 독일 내라면 거주이전의 자유에 관한 국가간 조약이나 유럽사법재판소의 판결이 달리 정하지 않는 한⁶²⁾ 원칙적으로 내국회사이다. 그러나 이들 유사외국회사는 독일상업등기부에

52) 위 세 가지 요소는 주간(州間)에 주세(州稅)를 배분할 때 사용되는 척도이다. 캘리포니아주 회사법 제2115조(a)(2). 계산방법의 상세는 Marsh, Jr./Finkle/Sonsini, 앞의 글, §26.04[A].

53) 이 요건과 관련하여서는 제2115조의 적용을 피하고자 유가증권의 귀속을 사기적으로 변경하는 사안의 경우를 어떻게 처리할 것인지 논의가 있다. Marsh, Jr./Finkle/Sonsini, 앞의 글, §26.04[A].

54) 캘리포니아주 회사법 제2115조(c).

55) Note, Pseudo-Foreign Corporations and the "Internal Affairs" Rule, 1960 Duke L.J. 477 (1960), p. 477; Note, The Internal Affairs Doctrine, 115 Harv. L. Rev. 1480 (2002), 1480; Stevens, "Internal Affairs Doctrine", 48 B.C.L. Rev. 1047 (2007), p. 1047.

56) Wilson, 187 Cal. Rptr. at 863. 그러나 캘리포니아주의 일부 판례는 위 규정을 적용하면 법적 불확성이 발생한다는 이유로 그 적용을 거부하기도 하였다. State Farm, 8 Cal. Rptr. 3d at 65.

57) VantagePoint, 871 A.2d at 1113-15; McDermott, 531 A.2d at 218-19; Note, The Internal Affairs Doctrine, 115 Harv. L. Rev. 1480, p. 1481.

58) 델라웨어주 회사법과 캘리포니아주 회사법은 가장 대표적인 주 회사법이라고 할 수 있다. 2007년을 기준으로 포춘지 선정 500대 기업 중 60% 이상이 델라웨어주 회사이고 20% 내외가 캘리포니아주 회사이다. Stevens, INTERNAL AFFAIRS DOCTRINE: CALIFORNIA versus DELAWARE IN A FIGHT FOR THE RIGHT TO REGULATE FOREIGN CORPORATIONS, 48 B.C. L. Rev. 1047 (2007), p. 1049.

59) Norlin, 744 F.2d at 261; Stephens, 1996 WL 271789, at 4-5; Gladstone, 895 F. Supp. at 363. 리스테이트먼트 제2판도 캘리포니아주 회사법 제2115조의 입장을 내부 사정 원칙에 대한 예외로 기술하고 있다. RESTATEMENT (SECOND) OF CONFLICT OF LAWS § 302 cmt. g (1971).

60) 이를테면 델라웨어주의 경우 미국 회사법 시장을 독점하는 수준이므로 내부 사정 원칙에 '집착'한다고 볼 수도 있다. 미국에서는 대체로 내부 사정 원칙이 우세한 이유로 ① 설립자의 의도에 부합하고, ② 법적용의 예측가능성이 높으며, ③ 설립지주가 법정지주보다 더 깊은 이해관계를 갖고 있다는 점을 들고 있다. Note, The Internal Affairs Doctrine, 115 Harv. L. Rev. 1480 (2002), pp. 1481-1483.

61) 독일의 경우 다수의 유사외국회사 사례가 있다. 대표적으로 에어 베를린은 영국법에 따른 공개유한회사(Public Limited Company)로 설립되었으나 그 본거는 독일에 있다. 寺井里沙, "Brexitに伴うイギリス擬似外国会社の従属法の変更", 『法学新報』 124(9・10), 2018, 288-289면.

62) 유럽사법재판소가 내린 일련의 판결에 의해 독일법상의 본점소재지법주의는 그 적용범위가 본질적으로 축소되고 있다. 즉 유럽사법재판소는 유럽연합 회원국의 회사가 다른 유럽연합 회원국에 진출하는 경우 본점소재지법주의를 적용하면 거주이전의 자유에 반할 수 있다는 입장이다(유럽연합기능조약 제49조, 제54조). 유럽사법재판소는 위버제링(Überseering) 판결(EuGH Slg. 2002, I-9919, 9943)에서 설립지국인 유럽연합 회원국의 법률에 따라 법인격과 당사자능력을 갖는 법인이 본점을 이전하는 경우 그 본점이 이전되는 유럽연합회원국도 거주이전의 자유에 기하여 동일한 능력을 존중해 주어야 한다고 판시하였다. 또한 인스파이어 아트(Inspire Art) 판결(EuGH Slg. 2003, I-10155, 10195)에서는 보충적으로 유럽연합회원국은 거주이전의 자유를 고려하여 자국에서 활동중심 및 본점을 두고 있는 외국회사에 대하여 그 외국회사의 설립지법이 예정하고 있지 않은 내국법상의 최소자본요건 및 경영진의 인적 책임을 지우지 말아야 한다고 판단하였다.

등기되어 있지 않기 때문에 독일의 인적회사로 분류되고 규율된다. 내국에 실질적 본점이 존재함에도 불구하고 국가간 조약이나 유럽사법재판소의 판결에 의해 외국회사로 인허되는 경우에는 외국회사로 취급한다.⁶³⁾

5. 현행법의 내용

가. 의의 및 취지

상법 제617조는 실질적으로는 내국회사이면서도 설립준거법을 외국법으로 하여 설립함으로써 국내법의 적용을 잠탈하는 것을 방지하고 국내의 거래상대방과 이해관계인을 보호하기 위한 규정이라고 한다.⁶⁴⁾

나. 국제사법 제16조 단서와의 관계

국제사법 제16조 단서는 설립준거법주의를 원칙으로 하되 외국법에 의해 설립된 법인 또는 단체라도 한국에 주된 사무소를 두거나 한국에서 주된 사업을 하는 경우 한국 상법에 의하도록 규정하고 있다. 이 규정은 저촉법에 해당하는 것이다. 여기서 상법 제617조와의 관계가 문제가 된다. 상법 제617조 역시 저촉법에 해당하는 것으로 보되 국제사법 제16조 단서는 회사가 아닌 기타 법인과 단체에 적용되는 것으로 보는 견해도 있을 수 있고,⁶⁵⁾ 상법 제617조는 외국회사의 국내법상 취급에 관한 외인법 규정이라고 보는 견해도 있을 수 있다.⁶⁶⁾

상법 제617조가 외국회사에 관한 장에 위치하고 있는 점, 설립준거법주의를 전제로 하고 있는 규정이라는 점 등을 고려하여 보면 외인법 규정이라고 해석함이 타당하다고 본다. 따라서 논리적인 적용의 선후관계를 따져보면 저촉법인 국제사법 제16조 단서가 먼저 적용되게 되므로 외인법인 상법 제617조는 실질적으로 사문화된다. 국제사법 제16조 단서에서 규율의 대상으로 하는 것은 결국 본점소재지법주의에 따를 때 내국회사에 해당하는 경우이다. 따라서 국제사법 제16조 단서에 따르면 설립준거법주의의 적용 범위가 크게 잠식되어 실질적으로 설립준거법주의를 취하는 중요한 이유 중 하나인 법적 안정성이 흔들리게 된다. 이 점은 상법 제617조도 마찬가지이다. 그러나 국제사법 제16조 단서가 우선적용되는 경우에도 그 적용결과는 상법 제617조를 적용한 것과 다르지 않으므로⁶⁷⁾ 이하에서 논의하는 쟁점의 내용도 동일하다.

다. 적용요건

외국에서 설립된 회사가 국내에 본점을 설치하거나 국내에서 영업할 것을 주목적으로 하는 것을 그 적용요건으로 한다. 여기서의 본점은 정관상의 본점 뿐만 아니라 사실상 영업의 중심이 되는 본거까지 포함한다. 또한 회사설립시 뿐만 아니라 회사설립 후에 이런 요건을 갖추는 경우에도 상법 제617조가 적용된다.⁶⁸⁾

라. 효과

유사외국회사에 해당하면 외국회사라 하여도 한국법을 적용한다. 구체적인 법률효과에 관하여는 현재

63) Pentz in Habersack/Kalss, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Bd. 1, 4.Aufl., 2016, § 13d HGB Rn. 24-27.

64) 상법 제617조는 결과적으로 국제사법 제16조 단서와 동일한 효과를 갖는다. 정동운 집필대표, 주식 상법 [회사 VII](제5판), 한국사법행정학회, 2014, 72면(천경훈 집필부분).

65) 석광현, 앞의 책, 204면.

66) 석광현, 앞의 책, 204면; 정동운 집필대표, 앞의 글, 72면(천경훈 집필부분).

67) 김연미, 앞의 책, 981면.

68) 정동운 집필대표, 앞의 글, 72면(천경훈 집필부분).

국내에 별다른 논의가 없으므로 일본 구 상법에서의 논의를 참고할 필요가 있다. 적용되는 한국 상법 중에서 설립에 관한 규정도 포함되는지에 관하여는 일부 견해 대립이 있다. 설립에 관한 규정도 포함된다고 해석하게 되면 유사외국회사는 적법하게 설립된 회사가 아니므로 한국법에 따라 다시 설립하여야만 유효한 회사로서의 존재를 인정할 수 있게 되며 그 이전에 한 거래의 효력이 문제된다.⁶⁹⁾ 일본 구 상법 시기의 판례와 다수설이 이런 입장이었다. 그러나 그렇게 해석할 경우 거래의 안전을 지나치게 해하게 되고 거래상대방에게 예측할 수 없는 손해를 가할 수 있다. 특히 자산유동화회사가 유사외국회사의 형태로 운영되는 경우가 많은데 그와 관련된 거래의 효력이 모두 문제가 될 수 있다. 이러한 점을 고려하면 일단 설립되어 거래관계를 맺은 유사외국회사는 그 존재 자체를 인정하면서 그 이외의 영역에서 한국 상법을 관철하는 것이 타당하다.⁷⁰⁾ 따라서 설립에 관한 규정은 유사외국회사에 대하여 적용되지 않는 것으로 해석하여야 할 것이다. 그러나 그러한 해석이 가능한 해석론의 영역에 있는 것인지는 의문이 있을 수 있다.⁷¹⁾ 그 밖에 상법의 제반 규정 및 판례법리는 일단은 모두 유사외국회사에 적용되는 것으로 해석된다.⁷²⁾

6. 유사외국회사 규정의 문제점 검토

가. 상법 제617조 적용요건의 제한 필요성

상법 제617조의 적용결과 유사외국회사의 법인격이 부인되어 거래의 안전이 저해되는 결과를 막기 위하여 유사외국회사의 요건에 ‘국내 회사법제의 적용을 피하기 위하여’를 추가하여 해석하는 견해가 있다.⁷³⁾ 그 취지는 타당하지만 법문으로부터 위와 같은 해석을 도출할 수 있을 것인지 의문이 있다. 또한 당사자의 주관적 의도를 고려하면 오히려 법적용의 안정성이 떨어지게 될 우려도 있을 수 있다. 따라서 상법 제617조의 적용요건을 제한하는 방안은 쉽게 받아들이기 어렵다.

나. 상법 제617조 적용효과의 제한 필요성

상법 제617조에 따른 유사외국회사에 해당할 경우 그 효과를 어떻게 규율하여야 할 것인지에 관하여 국내에 일부 견해 대립이 있음은 앞서 본 바와 같다. 거래의 안전을 고려한다면 유사외국회사에 대하여는 설립에 관한 규정을 제외한 나머지 규정들의 경우에 한하여 한국 상법이 적용된다고 해석함이 타당하다. 다만 이런 해석이 문언상 당연히 도출되는 것은 아니므로 입법적으로 명시할 필요가 있다.

다음으로, 설립에 관한 규정을 제외한 나머지 한국 상법의 규정들은 경중없이 모두 유사외국회사에 대하여 적용된다고 볼 것인가. 이 문제는 우리 상법상 회사 관련 규정이 강행법규인지 여부와 관련이 있다고 생각된다. 종래 회사 관련 규정은 일률적으로 강행법규로 보는 입장이 지배적이었으나 현재는 회사 관련 규정도 강행법규성에는 차이가 있다는 지적이 유력하다.⁷⁴⁾ 이를테면 집중투표제는 현행 상법상 정관 규정으로 배제할 수 있다. 이런 사항의 경우 우리 상법 규정을 일률적으로 강제할 필요는 없다고 본다. 실제로 캘리포니아주 회사법 제2115조(b)나 뉴욕주 회사법 제1319조는 유사외국회사에 적용될 규정을 일일이 적시하고 있기도 하다. 우리나라에도 입법론으로 그와 같은 견해가 주장되고 있다.⁷⁵⁾ 물론 그와 같은 입법태도가 수범자에게 보다 친절한 태도이기는 하겠으나 적용되어야 할 법조가 누락되는 경우도 있을 수 있기 때문에 현행법의 입장이 한국의 현실에 부합한다고 생각된다. 또는 추상적으로 “외국에서 설립된 회사라도 대한민국에 그 본점을 설치하거나 대한민국에서 영업할 것을 주된 목적으로 하

69) 정동운, 상법(상)(제6판), 법문사, 2012, 1013면.

70) 정동운 집필대표, 앞의 글, 74면(천경훈 집필부분).

71) 정동운 집필대표, 앞의 글, 74면(천경훈 집필부분).

72) 정동운 집필대표, 앞의 글, 76면(천경훈 집필부분).

73) 김연미, 앞의 글, 986면.

74) 송옥렬, 「상법강의」, 제9판, 홍문사, 2019, 738-739면.

75) 정동운 집필대표, 앞의 글, 80면(천경훈 집필부분).

는 때에는 대한민국에서 설립된 회사에 대하여 적용되는 강행규정이 적용된다”라고 개정하는 방안도 고려할 수 있다.⁷⁶⁾

다. 자산유동화회사에 대한 적용 여부

상법 제617조의 문언상 유사외국회사의 형태로 운영되는 자산유동화회사의 경우 상법 제617조의 적용을 피하기 어려울 것으로 생각된다. 우선 설립에 관한 한국 상법은 적용되지 않는다고 해석하면 거래의 안전에 관한 최소한의 위협은 피할 수 있으나 종국적으로는 입법적으로 자산유동화회사에 대하여는 상법 제617조가 적용되지 않도록 입법적으로 해결하는 것이 바람직하다고 생각된다. 일본의 예와 같이 행정해석에 의해 운용의 묘를 살리는 것도 하나의 방법이다.

라. 상장회사에 대한 적용 여부

미국의 입법례를 보면 상장회사에 대하여는 유사외국회사에 대한 규제를 적용하지 않는 예를 찾아볼 수 있다.⁷⁷⁾ 그 이유는 상장규정에 의한 통제가 가능하기 때문이다. 우리 상법의 입법론으로 고려할 만하다. 이 발상을 더 밀고 가면 유사외국회사에 대하여 법률 단계에서는 별다른 제한을 두지 않는다는 견해도 있을 수 있다. 유사외국회사에 대하여 규율하는 이상 거래의 불안정을 피할 수 없으므로 비상장 외국회사의 법률문제는 당사자간의 사적 자치에 맡기고 상장회사에 한하여 상장규정에 의하여 한국 상법 중 강행법규를 관철시키는 방안이다. 비상장 외국회사의 경우 이해관계인은 해당 외국회사가 외국법을 설립준거법으로 한 사실을 알고 법률관계를 형성할 것이므로 특별히 우리 상법을 적용하여 보호해 줄 필요성이 적다고 볼 수 있기 때문이다.

마. 국제사법 제16조 단서와의 상충문제

앞서 검토한 바와 같이 상법 제617조는 국제사법 제16조 단서에 의해 실질적으로 사문화된다. 그 대상의 적용대상이 동일한데 법적용의 논리적 선후관계에 의해 국제사법 제16조 단서가 우선 적용되므로 문제가 되는 법인은 내국회사로 다루어지게 될 것이기 때문이다. 그 결과 외국회사를 규율대상으로 삼고 있는 상법 제617조가 적용될 여지는 없다.

이에 따라 현재 학설상으로는 국제사법 제16조 단서를 삭제하자는 견해가 주장되고 있다.⁷⁸⁾ 법논리적으로 따져보면 법적용의 순서상 국제사법 제16조 단서가 앞서므로 오히려 상법 제617조가 삭제되는 것이 타당하다고 생각된다. 또한 법인세법은 내국법인과 외국법인을 구별하는 기준으로서 본점소재지법주의를 채택하고 있는데 그 입장과도 잘 조화되는 장점이 있다(법인세법 제2조 제1호, 제3호).⁷⁹⁾ 그러나 국제사법 제16조 단서를 존치시키고 상법 제617조를 삭제할 경우 설립준거법주의의 장점인 법적 안정성이 훼손될 수 있고 그 반대의 경우와 비교하여 한국 상법 규정(이를테면 강행법규)을 선택적으로 적용하기 어렵게 되는 문제가 있다. 한국 상법 규정 중 일부가 선택적으로 종속법이 된다는 것은 생각하기 어렵기 때문이다.

따라서 저자로서는 국제사법 제16조 단서를 삭제하자는 견해가 보다 합리적이라고 생각한다. 현재 일본이 이와 같은 입법례를 취하고 있다.

76) 국제사법 제7조(대한민국 법의 강행적 적용)를 참고한 것이다.

77) 뉴욕주 회사법 제1320조, 캘리포니아주 회사법 제2115조(c).

78) 같은 이유에서 위 국제사법 제16조 단서를 삭제하자는 주장으로 정동운 집필대표, 앞의 글, 75면(천경훈 집필부분).

79) 우리 상법 제617조의 입법적 연원이라고 할 수 있는 이탈리아의 입법사가 이런 경로를 밟아왔음은 앞서 본 바와 같다.

바. 판단의 기준시점

이를테면 독일법을 준거법으로 하여 설립된 갑 주식회사는 2018년에는 실질적 관리장소를 한국에 두고 주로 한국에서 영업활동을 하였으나 2019년부터는 실질적 관리장소를 일본으로 이전하였다고 가정하여 보자. 이 경우 일단 한국에서 유사외국회사에 해당하게 되면 그 지위에 영원히 구속되는지 여부가 문제될 수 있다. 영원히 구속된다고 하면 법적 안정성은 높아지겠으나 유사외국회사를 규율하는 취지에는 반한다. 따라서 유사외국회사에 해당하는지 여부는 문제가 되는 거래 또는 사건의 발생시를 기준으로 하여야 할 것이고 원칙적으로 거래나 사건 단위로 해당 여부를 판단하여야 할 것으로 본다.

7. 결론

우리 상법 제617조는 유사외국회사를 규정하고 있다. 그 조문은 매우 간단하고 실제 현실 세계에서 거의 시비의 대상이 되지는 않지만 그 내용을 검토하여 보면 외국회사와의 거래 안정성에 영향을 줄 수 있는 중요한 사항을 규율하고 있다.

현행법은 일본 구 상법을 계수한 것으로서 시대의 변화에도 불구하고 낡은 형태를 유지하고 있는바, 그 해석론으로는 가급적 거래의 안정성을 확보하는 입장을 취하는 것이 바람직하다. 그러므로 우리 상법 제617조의 해석론은 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 유사외국회사의 요건으로서 한국 상법의 적용을 회피할 의도를 전제할 필요는 없다. 둘째, 유사외국회사에 해당할 경우 한국 상법은 설립에 관하여는 적용되지 않는다. 자산유동화회사의 경우 유사외국회사에 해당할 수 있다. 셋째, 유사외국회사의 경우 한국 상법 중 강행법규만을 적용한다. 넷째, 유사외국회사 해당 여부의 판단 기준시점은 문제가 되는 거래 또는 사건의 발생시이다.

다음으로 우리 상법 제617조의 입법론은 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 유사외국회사에 대하여 우리 상법상 ‘강행규정’이 적용됨을 명시한다. 둘째, 자산유동화회사 및 상장회사의 경우 유사외국회사의 범위에서 제외한다. 셋째, 국제사법 제16조 단서를 삭제한다.

<참고문헌>

[국내문헌]

- 김연미, 외국회사, 「주식회사법대계 III」, 제3판, 법문사, 2019.
석광현, 국제사법해설, 박영사, 2013.
송옥렬, 「상법강의」, 제9판, 홍문사, 2019.
정동운 집필대표, 주석 상법 [회사VIII](제5판), 한국사법행정학회, 2014.
정동운, 상법(상)(제6판), 법문사, 2012.

[일본문헌]

- 江頭憲治郎, 株式会社法(第7版), 有斐閣, 2017.
江頭憲治郎/中村直人, 論点体系 会社法 6, 第一法規出版, 2012.
大森忠夫/矢沢惇, 注釈会社法(8)の2, 有斐閣, 1969.
山田三良, “商法第二百五十八條二就テ”, 法学協會雜誌 21卷 5号, 1903.
寺井里沙, “Brexiteに伴うイギリス擬似外国会社の従属法の変更”, 「法学新報」124(9・10), 2018.
上柳克郎/竹内昭夫/鴻常夫, 新版 注釈会社法(13), 有斐閣, 1990.
相澤哲/郡谷大輔/葉玉匡美, 論点解説 新・会社法, 商事法務, 2016.
神前禎/早川吉尚/元永和彦, 国際私法(第3版), 有斐閣, 2012.
小野木尚, “擬似外国会社規制に関する比較法的考察”, 「国際商取引学会年報」20号, 2018.
奥島孝康/落合誠一/浜田道代, 新基本法コンメンタール 会社法3(第2版), 2015.
일본정부, 상법수정안이유서, 1898.
長島/大野/常松法律事務所, アドバンス会社法, 商事法務, 2016.
酒巻俊雄/龍田節, 逐条 解説会社法 第9卷: 外国会社・雜則・罰則, 中央經濟社, 2016.
河村博文, 外国会社の法規制, 九州大学出版会, 1982.

[영미문헌]

- Marsh, Jr., Harold/Finkle, Roy R./Sonsini, Larry W., Marsh's California Corporation Law, 4.ed., 2008.
Note, The Internal Affairs Doctrine, 115 Harv. L. Rev. 1480 (2002).
Rammeloo, Stephan, Corporations in Private International Law, 2001.
Stevens, Matt, INTERNAL AFFAIRS DOCTRINE: CALIFORNIA versus DELAWARE IN A FIGHT FOR THE RIGHT TO REGULATE FOREIGN CORPORATIONS, 48 B.C. L. Rev. 1047 (2007).

[독일문헌]

- Habersack, Mathias/Kalss, Susanne, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Bd. 1, 4.Aufl., 2016.

‘유사외국회사에 관한 고찰’에 대한 토론문

이 종 혁 (법무법인 광장)

상세한 발표문을 통하여 우리 상법 제617조의 입법의 연혁과 내외의 입법례 및 해석론을 공부할 수 있는 기회를 주신 황남석 교수님께 깊이 감사드립니다. 몇 가지 관견을 나열하자면 다음과 같습니다.

첫째, 상법 제617조의 표제인 ‘유사(類似) 외국회사’라는 용어가 적당한가 하는 것입니다. 이것은 2011. 4. 14. 개정(2012. 4. 15. 시행)으로 종전의 ‘적용법규’라는 표제에서 변경된 것인데, 일본 회사법 제821조의 표제에서 사용된 ‘의사(擬似) 외국회사’라는 용어를 의도적으로 회피한 것으로 추측됩니다.¹⁾ 그런데 외국의 법령에 의거하여 설립되었다는 사실에도 불구하고 일정한 요건을 충족하는 경우 일정한 범위에서 내국회사와 동일하게 취급하겠다는 취지는 외국회사라는 형식에도 불구하고 실질을 고려한다면 내국회사와 마찬가지로 의미로 이해됩니다. 바꾸어 말하면, 그 외국회사는 외국회사처럼 보이지만 외국회사가 아니라는 것, 즉 사이비(似而非) 외국회사(pseudo-foreign company)라는 것입니다. 그렇다면 이것이 외국회사와 ‘비슷한’ 무엇을 의미하지는 않는 것으로 생각됩니다.

둘째, 국제사법 제16조 단서와 상법 제617조는 동일한 효과를 가진다거나, 논리적으로 실질법의 적용에 선행하는 저촉법의 성질상 국제사법 제16조 단서로 인하여 상법 제617조는 실질적으로 사문화된다는 평가가 일반적입니다만, 본점의 설치와 주된 사무소의 소재가 같은 의미인가, 그리고 대한민국에서의 영업을 주된 목적으로 하는 경우와 대한민국에서 주된 사업을 하는 경우가 같은 의미인가 하는 의문이 있을 수 있습니다. 후자는 대체로 같은 의미로 이해되나, 전자는 다르게 볼 여지도 있습니다. 입법의 연혁과 일본의 해석론을 고려한다면, 우리 상법 제617조의 본점에는 “사실상의 본점” = “실질적 본점” = “회사의 영업의 총괄중심”이 포함되고, 이는 대체로 “회사의 업무집행에 관한 의사결정기관(예컨대 이사회)의 소재지”일 것입니다. “사실상의 본점”이라는 개념은 등록사무소(registered office)와 주된 영업소(principal place of business)를 구별하는 법제에서는 필요하지 않을지도 모르겠으나, 원칙적으로 양자를 일치시켜 정관에 본점 주소를 기재하게 하는 우리와 같은 법제에서는 주된 영업소가 정관에 기재된 본점과 다른 경우가 얼마든지 있을 수 있으므로, 이를 상법 제617조의 해석에서 고려하여야 할 것입니다. 사실상 개념인 영업중심지 또는 관리중심지(경영총괄지)로서의 본거(Sitz)²⁾의 이전에 주목하여 “외국회사가 정관 또는 이에 준하는 것에 의하여 사업의 본거지로 정한 사업소”는 상법 제617조의 본점에 포함되지 않는다는 견해도 가능하겠으나, 발표문에서의 해석론처럼 문언상 이를 배제할 이유는 없는 것으로 생각됩니다.³⁾ 오히려 그것만이 상법 제617조의 본점에 해당한다는 주장도 가능할 것으로 생각됩니다. 국제사법 제16조 단서는 “주된 사무소”만을 언급하고, 상법 제617조는 “본점”만을 언급하므로, 만약 주된 사무소는 외국에 유지한 채로 정관상 본점만 한국으로 이전한 외국회사가 있다면, 상법 제617조의 본점이 정관상 본점만을 의미한다고 해석하는 경우에는 저촉법 경로를 거쳐 실질법 단계에 이르러서야 비로소 우리 상법 등의 적용이 문제될 것입니다.

셋째, 유사외국회사에 적용되는 상법 제617조 소정 “대한민국에서 설립된 회사와 같은 규정”에는 상

1) 우리 법제에서는 결핵예방법 제2조 제3호, 항로표지법 시행규칙 제5조 제1항 제3호에서 ‘의사(擬似)’라는 용어를 사용한 예가 발견됩니다.

2) 이병화, “국제적 법인에 관한 국제사법적 고찰”, 저스티스 통권 제124호(2011), 390면 이하 참조.

3) 유사외국회사 판단의 기준시점을 해당 외국회사의 설립시로 고정시키는 일본의 일부 견해는 본거의 이전 가능성을 요체로 하는 유사외국회사의 개념에 정면으로 반하는 것이 아닌가 싶습니다.

장회사의 지배구조에 관한 상법상 특례규정(제3편 제4장 제13절)이 포함되는가 하는 것입니다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)은 제3장의2에서 상장회사의 재무에 관한 사항에 대한 특례를 규정하고 있는데, 자본시장법 제165조의2 제1항 제1호는 외국회사에는 제165조의16(주권상장법인 재무관리기준)과 제165조의18(주권상장법인에 대한 [금융위원회의] 조치)만이 적용된다고 명시하여 외국인법에 해당하는 사항을 스스로 규정하고 있으므로,⁴⁾ 그 밖의 자본시장법 조항은 외국회사(유사외국회사 포함)에 대하여 적용될 수 없을 것입니다. 사건으로는 현행법의 해석론으로도 상법상 특례규정은 외국회사에 적용되지 않는다는 해석이 가능할 것으로 생각되고,⁵⁾ 둘 이상의 거래소에서의 동시상장 가능성 등을 고려한다면 상장회사인 외국회사에 대하여 우리 상법상 기준을 과도하게 관철시키는 것은 바람직하지 않은 것으로 생각합니다. 투자자 보호를 위하여 필요한 합리적 범위 내에서는 한국거래소 상장규정을 통하여 외국회사에 일정한 기준의 준수를 요구하는 것이 필요하겠지만,⁶⁾ 외국회사의 속인법이 우리 상법보다 다소 낮은 수준이더라도 합리적 기준에 따라 규율하는 사항에 대하여도 우리 상법의 준수를 과도하게 요구한다면 외국회사의 국내상장에 부정적 요인으로 작용할 수도 있을 것으로 생각합니다. 또한 한국거래소에 상장된 외국회사에 투자한 사람은 외국회사 주식은 내국회사 주식과 차이가 있다는 점을 인식하고 위험을 감수하겠다는 의사가 있는 것으로 볼 수 있으므로, 상장되지 않은 외국회사와 이해관계를 형성한 사람보다 보호 필요성이 더 작다고 볼 여지도 있지 않을까 싶습니다.

넷째, 일본 회사법 제821조 제1항 소정 “일본에서[의] 거래”의 해석론을 참고하여, 자산유동화를 목적으로 외국에서 설립된 특수목적회사의 경우 그 설립시에 설정된 범위 내에서 자산의 매수, 자금조달 등이 행하여지는 때에는 우리 상법 제617조 소정 “대한민국에서[의] 영업”에 해당하지 않는다는 해석이 가능한가 하는 것입니다. 일본은 ‘계속적 거래’를 금지하므로 계속성이 중요한 요소이나, 우리는 그렇지 않으므로 설립시 설정된 범위 내에서의 거래라는 이유만으로는 국내에서의 영업이 아니라고 보기에 부족하지 않은가 싶습니다. 대신에 설립 후에 행하여지는 자산의 매수, 자금조달 등의 행위는 영업의 ‘주된 목적’이 아니라는 입론이 가능하리라고 생각합니다.

다섯째, 캘리포니아주 회사법 제2115조(이른바 outreach statute)는 설립지인 다른 주의 규제 권한을 배제하기 위한 것이 아니라 캘리포니아주 주주와 채권자를 보호하기 위하여 캘리포니아주 회사법을 중첩적으로(또는 누적적으로) 적용하기 위한 것이므로, 다른 주의 입법관할권을 침해한 것으로 볼 수 없을 것입니다(합헌론). 그렇다면 만약 설립지의 회사법이 주주 및/또는 채권자의 보호에 더 유리한 경우에는 그것이 적용될 것입니다. 우리 상법 제617조는 우리 상법 규정이 설립준거법 소속국의 회사법 규정을 대체한다고 규정하지 않고 단지 우리 상법 규정이 적용된다고만 규정하고 있으므로, 우리 상법 제617조에서도 마찬가지로 해석할 수 있을 것으로 생각합니다.

4) 그런데 자본시장법 제165조의18 제23호에서 규정하고 있는 “제165조의16 제2항을 위반하여 재무관리기준에 따르지 아니한 경우”를 제외하고는 제1호 내지 제22호, 제24호, 제25호 각각이 규정하고 있는 조치 사유가 외국회사에는 적용되지 않는 것으로 보이므로, 결과적으로 자본시장법 제165조의18은 그 제23호를 제외하고는 외국회사에는 적용되지 않는 것으로 생각합니다. 그렇다면 자본시장법 제165조의2 제1항 제1호에서 제165조의18을 열거하고 있는 것은 공허한 느낌이 듭니다.

5) 그 근거로는 자본시장법상 특례규정은 대부분 외국회사에 적용되지 않음에도 불구하고 상법상 특례규정은 그에 적용된다는 것은 균형적이지 못하다는 점, 상법상 상장회사 특례규정의 취지는 비상장회사에는 상법의 일반원칙이 적용되나 상장회사에는 예외로서 특례규정이 적용된다는 것이므로 외국회사에는 상법의 일반원칙이 적용되지 않아서 특례규정도 적용되지 않는다고 보아야 한다는 점, 상법상 특례규정은 지배구조에 관한 사항으로서 회사의 내부문제이므로 회사의 속인법이 결정할 사항이라는 점 등이 거론됩니다.

6) 그렇다고 하더라도 외국회사의 속인법상 강행규정이 허용하는 범위 내에서 우리 상법을 준수하도록 권고하는 수준이어야 할 것입니다.

여섯째, 회사의 속인법에 관하여 본거지법설을 취하고 있는 독일에서는 독일로 본거를 이전한 외국회사의 법인격 유무가 문제되었고, 유럽사법재판소의 일련의 판결로 인하여 외국에서 형성된 ‘법적 상태의 승인’(recognition of legal situation)에 관한 논의가 촉발되었으며, 이는 기득권 이론의 부활이라는 평가를 받고 있습니다. 이는 유럽연합기능조약에 따른 거주이전의 자유 보장과 결부된 논의이므로 유럽연합에 특유한 쟁점이라고 보아야 하는 것인지, 일반이론으로 수용할 수 있는 것인지 의문이 듭니다. 후자라면 국제사법 제16조 단서와 상법 제617조를 삭제하고 외국회사에 대한 정치한 외인법 규정을 상법에 두어야 할 것입니다.

일곱째, 상법 제617조는 우리 상법(회사편)의 적용을 회피하기 위하여 고의로 외국법에 따라 회사를 설립하는 탈법적 행위를 방지하기 위한 것이므로, 발표문에서는 해석론으로나 입법론으로나 반대한다는 견해를 밝히셨습지만, 상법 제617조의 ‘목적론적 축소(해석)’을 통하여 주관적 목적을 고려한 해석론의 전개가 가능하지 않을까 하는 생각이 들었습니다.

여덟째, 사소한 사항으로서 결국은 취향의 문제입니다만, 일본에서 주로 사용되는 회사의 ‘종속법’이라는 용어는 인(人)의 일종으로서의 법인의 의미가 사상되는 듯한 느낌을 주고 국제사법상 연결방법 중 하나인 종속적 연결(불법행위의 준거법에 관한 연결규정 중 제32조 제3항)과 용어상 혼동의 여지도 있으므로, 사건으로는 우리 국제사법 학계에서 일반적으로 사용하는 ‘속인법’이라는 용어가 더 편안하게 느껴집니다.

아홉째, 일제강점기에 시행된 준국제사법 규범인 공통법에는 국제회사법 관련 조항이 있었는데,⁷⁾ 이들 조항을 국제사법 규정으로 보아야 할지, 아니면 (소극적 방식의) 외인법 규정으로 보아야 할지 고민스럽고, 특히 제4조 제1항은 외국에서 형성된 법적 상태의 승인이라는 맥락에서 주목할 만한 것으로 생각됩니다.

7) 제4조 ① 한 지역에서 성립된 법인은 다른 지역에서 그 성립을 인정한다.

② 전항의 법인은 다른 지역의 법령에 의하여 동종 또는 유사한 법인이 할 수 없는 사항은 그 지역에서 할 수 없다.

제5조 ① 한 지역의 법인은 사무소 또는 영업소를 다른 지역으로 이전하거나 종사무소 또는 영업소를 다른 지역에서 설립할 수 있다. 다만, 주사무소 또는 영업소의 이전은 이전지에서 설립할 수 있는 법인과 동종의 법인에 한하여 할 수 있다.

② 전항의 이전 또는 설립에 필요한 조건은 각 지역의 법령이 정하는 바에 의한다.

제6조 ① 한 지역의 법인이 사무소 또는 영업소를 다른 지역으로 이전하거나 종사무소 또는 영업소를 다른 지역에서 설립한 때에는 4주 내에 각 그 지역의 법령에 의하여 등기를 하여야 한다.

② 전항의 규정은 법인에 관하여 한 지역에서 발생한 사항에 대하여 다른 지역에서 등기를 하여야 하는 경우에 준용한다.

제7조 ① 한 지역의 회사는 다른 지역의 회사와 합병을 할 수 있다. 이 경우에는 전조 제1항의 규정을 준용한다.

② 전항의 합병에 필요한 조건은 각 지역의 법령이 정하는 바에 의한다.

제8조 ① 한 지역의 법인의 역원의 행위에 관하여 정한 과료의 규정은 그 지역에서 다른 지역의 동종 또는 유사한 법인의 역원이 한 행위에 준용한다.

② 전항의 역원이라 함은 발기인, 이사, 감사 및 이에 준하는 자와 청산인을 말한다.

상세는 참고, “한국 국제사법 초기사 산고”, 국제사법연구 제24권 제2호(2018), 260면 이하 참조.

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회
주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

제3주제

사채권자의 개별적 권리와 집단적 권리

발표자 : 장근영 교수[한양대학교]
사회자 : 박 준 교수[서울대학교]
토론자 : 김흥기 교수[연세대학교]
토론자 : 김정연 교수[인천대학교]

사채권자의 개별적 권리와 집단적 권리

장 근 영(한양대학교 법학전문대학원)

I. 머리말

주식회사는 주식이나 사채의 발행을 통한 자금조달기회를 가진다. 주식을 인수하는 자는 상법 및 정관에 따른 권리를 취득하며, 사채를 인수하는 자는 상법 및 사채계약이 부여하는 권리를 가진다.¹⁾ 상법은 제469조 내지 제516조의11에서 사채에 관한 규정을 두고 있으며, 사채발행회사와 사채관리회사간에 사채관리계약이 체결되는 경우에는 금융투자협회가 제정한 “표준무보증사채 사채관리계약서”(이하 “표준계약서”)가 모범규준으로 기능한다.²⁾

같은 종류의 주식을 보유한 주주들의 권리가 동일하듯, 같은 종류의 사채를 보유한 사채권자들의 권리 역시 동일하다.³⁾ 그런데 사채권자의 권리를 변경하거나 이행강제하는 경우에, 해당 권리를 개별적(individual)으로 부여할 것인지 아니면 특정 권리자 집단(혹은 특정 대표자)에게 집단적(collective)으로 부여할 것인지의 문제가 있다. 예컨대 계약변경에 동의하지 않은 개별 사채권자의 권리는 변경할 수 없다면 해당 권리는 개별화되어 있는 것이며, 반대로 일단의 미상환사채잔액 보유자의 동의만으로도 모든 사채권자를 구속하는 권리변경이 이루어질 수 있다면 해당 권리는 집단화되어 있는 것이다. 마찬가지로 각 사채권자가 침해된 자신의 권리구제를 위해 이행강제조치를 취할 수 있다면 해당 권리는 개별화되어 있는 것이고, 반대로 일정 비율 이상의 사채권자 동의가 있어야만 구제수단을 강구할 수 있다면 해당 권리는 집단화되어 있는 것이다. 일반적인 채권자라면 각자가 자신의 권리를 변경하거나 행사할 수 있는 것이 원칙이지만, 사채는 집단적 채권이라는 특수성으로 인해 상법과 사채관리계약에서 특별한 취급을 받는다.

이 글에서는 공모로 발행되는 무보증사채를 전제로 하여 상법과 사채관리계약에 기초한 사채권자의 권리구조에 대해 살펴보고, 사채권자가 보유하는 권리가 어느 정도까지 개별화 또는 집단화되는 것이 바람직한가를 모색해 본다. 이를 위하여 뉴욕 대학교 로스쿨의 Kahan 교수가 미국의 사채관련법제를 대상으로 한 분석의 틀을 활용하였다.⁴⁾ 우리나라의 사채관련규제는 미국의 그것과 유사한 점도 있지만, 사채관리체제에 있어서 미국에 존재하지 않는 사채권자집회를 두고 있기도 하다. 이 글에서는 양국 법제의 차이점을 고려하면서 분석을 시도하였다.

이하 이 글의 순서는 다음과 같다. 우선 사채권자의 권리에 대한 일반적인 내용을 살펴본다(II). 이

- 1) 상법상 사채계약이 무엇인지에 대한 정의규정은 없으며, 판례 역시 명확하게 밝히고 있지 않다. 발행회사와 사채권자 사이의 법률관계를 규율하는 계약이 사채계약이라고 본다면, 양 당사자간에 적용되는 사채의 조건(terms and conditions of bonds)을 담고 있는 것을 가리킨다고 할 수 있다. 공모발행시 상법 제474조 제2항에 따라 사채청약서에 기재되는 사항은 사채 조건의 일부만 반영할 수 있을 뿐이며, 社債券 실물이 예외적으로 발행되는 경우에도 권면에는 핵심적인 사항만 기재되는 것이 현실이다. 이처럼 사채청약서 기재사항이 매우 제한적이고 사채권 실물도 거의 발행되지 않는 상황에서는 사채의 조건을 기재하고 있는 사채모집입탁계약, 사채인수계약, 사채관리계약 등의 내용이 사채계약이라고 볼 수 있을 것이다. 박준/한민, 「금융거래와 법」(박영사, 2018), 329면.
- 2) 금융투자협회의 표준계약서는 2002년에 만들어진 후 수차례 개정되었다. 가장 최근에는 2017. 9. 22.에 개정되었다.
- 3) 상법은 사채 종류의 의미에 대해서 별도의 규정을 두고 있지 않지만, 사채권자집회와 관련해서는 사채의 종류별로 소집 및 결의를 하도록 규정하고 있다(상법 제509조 및 제491조 제2항, 제492조, 제498조 등). 사채의 종류를 어떻게 구분할 것인가에 대해 상법상 명확한 기준은 없으나, 이 글에서는 이자율·만기·사채관리회사 등의 발행조건을 기준요소로 정하고 각 요소가 모두 일치하는 경우를 동일한 종류의 사채로 보기로 한다. 김종현, “국내 사채관리회사 실무현황과 제도개선에 관한 의견”, 「선진상사법률연구」 제64호(법무부, 2013), 11면 참조.
- 4) Marcel Kahan, “Rethinking Corporate Bonds: The Trade-off between Individual and Collective Rights,” 77 N.Y.U. L. Rev. 1040 (2002).

어서 사채권자의 권리를 개별적이거나 집단적으로 부여함으로써 나타나는 이론적인 장단점을 소개한다(Ⅲ). 마지막으로 사채권자의 개별적·집단적 권리에 관한 현행 체계를 평가하고 관련된 제안을 한 뒤(Ⅳ), 이상의 논의를 요약하며 글을 맺는다(Ⅴ).

Ⅱ. 사채권자 권리의 구조

상법에도 사채권자의 권리에 관한 내용이 일부 규정되어 있지만,⁵⁾ 그 권리의 구체적인 내용은 사채 인수계약이나 사채관리계약으로 정해진다.⁶⁾ 권리의 변경과 이행강제에 관한 대부분의 사항도 마찬가지이다. 사채관리계약은 발행회사와 사채관리회사 사이에서 체결되지만,⁷⁾ 이를 제3자를 위한 계약으로 보아 사채권자 역시 수익의 의사표시에 의하여 사채관리계약 조항을 원용할 수 있다고 본다.⁸⁾ 금융투자협회의 표준계약서 역시 전문에서 이 점을 명시하고 있다.

계약이라는 성격상 발행회사마다 서로 상이한 조건을 담은 사채관리계약을 체결할 수는 있다. 하지만 다수의 계약조항들은 표준화되어 있는 것이 현실이며, 사실상 금융투자협회의 표준계약서가 기본적으로 활용된다. 아래에서는 상법 및 사채관리계약에 따라 사채권자가 보유하는 대표적인 권리에 대해 개관한다. 이어서 이러한 권리들이 개별화되어 있는지 혹은 집단적 성격을 가지는지 분석한다.

1. 사채권자 권리의 개관

사채권자는 사채관리계약에 의거하여 다음과 같은 권리를 보유한다. 첫째, 사채권자는 가장 기본적으로 본질적인 권리로서 발행회사로부터 약정에 따른 원금과 이자를 지급받을 권리를 가진다(표준계약서 제2-1조 제1항).

둘째, 사채권자는 사채관리계약상 이른바 재무특약(financial covenants)에 기한 권리를 가진다. 재무특약이란 발행회사로 하여금 일정한 재무기준을 준수하도록 하는 약정을 말한다. 동 특약은 사채의 존속기간 중 발행회사의 재무건전성 및 지급능력을 유지시킴으로써 지급불능위험을 사전에 통제하는 역할을 한다.⁹⁾ 발행회사의 재무특약 위반시 사채권자는 후술하는 사채의 기한이익상실(acceleration)을 선언함으로써 바로 사채의 상환을 청구할 수 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 가목 (2) 및 (4)). 다만 재무특약의 위반이 항상 사채권자를 해친다고 단정하기 어려우므로, 사채권자가 다수결 등으로 재무특약의

5) 사채권자의 권리에 관한 상법 규정들은 대부분 사채권자집회를 통한 집단적 권리행사에 관한 조항들이다. 즉 자본금감소·합병·분할합병 등에 대한 이의(상법 제439조 제3항, 제530조 제2항, 제530조의9 제4항, 제530조의11 제2항), 사채관리회사의 사임에 대한 동의(상법 제481조), 사채관리회사 해임의 청구(상법 제482조), 사무승계자결정(상법 제483조) 등이다.

6) 사채발행회사는 사채의 발행사항 결정 후 그 인수 전 단계에서 스스로 사채관리계약을 체결하고 이를 인수의 청약을 하는 자에게 통지하는 것이 일반적이나, 우리나라에서는 현재 인수계약 단계에서 인수기관과 협의하여 사채관리계약을 체결하고 있다고 한다. 그 이유는 아래 각주에서 설명하듯이 공모 무보증사채의 경우에는 사채관리회사 선임이 인수기관의 사채 인수요건이다 보니, 사채관리계약의 체결 역시 사채 인수절차의 한 부분이 되었기 때문이라고 한다. 박철영, “회사채 투자자 보호의 문제점과 개선책 - 사채관리회사는 과연 존재하는가? -”, 「증권법연구」 제15권 제1호(한국증권법학회, 2014), 134면, 139면.

7) 우리 상법상으로 사채관리회사는 그 선임이 재량사항이다(상법 제480조의2). 다만 공모로 발행되는 무보증사채의 경우에는 금융투자협회의 「증권 인수업무 등에 관한 규정」(이하 “인수업무규정”)에 의하여 사채관리회사의 선임이 사실상 강제되어 있다. 즉 무보증사채를 금융투자업자가 인수하는 방법으로 공모 발행하는 경우에는 원칙적으로 사채관리회사를 두고 표준사채관리계약에 의한 사채관리계약이 체결되어야 한다(인수업무규정 제11조의2 제2항). 잘 알려져 있듯이 미국의 경우에는 신탁증서법(Trust Indenture Act)의 적용을 받는 사채의 경우에는 우리의 사채관리회사와 유사한 기능을 하는 수탁회사(indenture trustee)의 선임을 의무화하고 있다. Trust Indenture Act, § 304(a).

8) 대법원 2005. 9. 15. 선고 2005다15550 판결 참조. 동 판결은 과거 발행회사와 수탁회사 사이에 체결된 사채모집위탁계약 및 인수계약 내에 사채의 발행조건이 사채권자의 권리에도 미친다는 점이 명시된 경우에는 제3자를 위한 계약의 법리에 따라 사채권자가 수익의 의사표시를 통해서 그를 원용할 수 있다고 보았다.

9) 박철영, 전제논문, 136면.

위반이 발생하지 않은 것으로 간주할 수 있는 선택권이 마련되어 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 나목).

현재 표준계약서에 의하여 적용되는 재무특약으로는, ① 사채의 발행으로 조달한 자금을 사채의 발행조건에서 정한 사용목적에 우선적으로 사용하도록 하는 자금용도 제한특약(표준계약서 제2-2조), ② 사채의 원리금지급의무 이행이 완료되기 전까지 일정한 재무비율을 유지하여야 하는 재무비율 유지특약(표준계약서 제2-3조), ③ 사채의 원리금지급이 완료되기 전까지 발행회사가 타인의 채무를 보증하거나 자신 또는 타인의 채무를 위하여 자산의 전부 또는 일부를 담보로 제공하는 것을 제한하는 담보·보증 제한특약(표준계약서 제2-4조), ④ 불공정하거나 해당 사채의 상환 목적 이외의 과다한 자산처분으로 인하여 사채상환 재원이 감소되는 것을 방지하기 위한 자산처분 제한특약(표준계약서 제2-5조) 등이 있다.

셋째, 사채권자는 기한이익상실특약에 기한 권리를 가진다. 기한이익상실특약이란 사채상환에 기한의 이익을 가진 발행회사가 계약상 의무를 불이행하거나 기타 신용을 잃는 일정한 상황이 발생하면 그 기한의 이익을 박탈하는 약정이다. 사채권자는 기한이익이 상실되면 만기 전이라도 즉시 원리금 전부의 변제를 발행회사에 청구할 수 있게 된다(표준계약서 제1-2조 제14호 가목 (4)). 표준계약서상 기한이익의 상실은 ‘기한이익 즉시상실사유’와 ‘기한이익 상실원인사유’로 구분된다.¹⁰⁾

‘기한이익 즉시상실사유’란 그 발생으로 인해 발행회사가 즉시 기한이익을 상실하는 사유를 말하며(이른바 정지조건부 상실), ① 발행회사의 파산선고나 회생절차개시(발행회사의 신청 또는 제3자의 신청에 대한 발행회사의 동의, 이와 관련된 보전처분이나 절차중지명령도 포함), ② 발행회사의 해산사유 발생, 법원의 해산명령·해산판결, 주주총회의 해산결의, ③ 발행회사의 휴·폐업 또는 영업정지·취소처분, ④ 지급정지(어음·수표의 부도, 당좌거래정지, 금융결제원의 거래정지처분, 채무불이행자명부 등재 신청 등) 또는 지급불능, ⑤ 사채의 만기 도래 후 원리금 지급의무 불이행, ⑥ 워크아웃 또는 은행관리 절차의 개시 등이 이에 해당한다. 기한이익 즉시상실사유가 발생하면 발행회사는 즉시 기한이익을 상실하며, 그 사실을 공고하고 자신이 알고 있는 사채권자 및 사채관리회사에게 통지할 의무가 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 가목 (1)).

‘기한이익 상실원인사유’란 그 발생으로 인해 발행회사가 즉시 기한이익을 상실하는 것이 아니라, 사채권자집회의 결의를 얻어 사채권자 및 사채관리회사가 기한이익상실을 “선언”함으로써 비로소 그 효력이 발생하는 사유를 말한다(이른바 형성권적 상실). 사채권자의 입장에서 기한이익을 상실시켜 즉시 변제를 요구하는 것보다 담보제공·가산금리 부과 등 다른 구제수단을 택하는 것이 유리한 경우가 있을 수 있기 때문에 기한이익상실 여부에 관한 선택권을 부여하는 것이다. 이러한 사유에는 ① 통지한 변제 유예기간 내에 원금의 일부상환의무 또는 이자지급의무의 불이행, ② 다른 채무의 일정액 이상의 원금 지급 해태, 이로 인한 기한이익상실 또는 관련 담보의 실행, ③ 재산의 전부 또는 중요 부분에 대한 압류명령결정 또는 경매개시, 가압류·가처분 선고 후 일정 기간 이내의 미취소, ④ 재무특약의 위반, ⑤ 재무특약을 제외한 사채관리계약상 의무의 불이행 등이 포함된다. 기한이익 상실원인사유가 발생하면 사채권자 및 사채관리회사가 사채권자집회의 결의에 따라 발행회사에게 서면통지함으로써 기한이익상실을 선언할 수 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 가목 (2)).

앞서 언급하였듯이 기한의 이익을 상실시키는 것이 항상 사채권자에게 이익이 되지 않는다. 예컨대 단기적 현금 흐름의 장애를 겪고 있는 발행회사가 이자지급을 해태함으로써 기한이익 상실원인사유가 발생하였지만 곧 회복될 가능성이 높은 경우라든가, 기술적 사채관리계약위반(technical default)¹¹⁾

10) 표준계약서에서는 ‘기한이익상실사유’와 ‘기한이익상실 원인사유’라는 용어가 사용되나, 이 글에서는 두 용어가 의미하는 바를 좀 더 정확히 나타내는 ‘기한이익 즉시상실사유’와 ‘기한이익 상실원인사유’라는 용어를 쓰기로 한다.

11) 기술적 사채관리계약위반(technical default)이란 금전지급채무의 불이행(monetary default)에 대비되는 개념이다. 예컨대 원리금 등의 지급채무의 불이행과 같이 직접적으로 사채권자에게 즉시 손해가 발생하는 종류의 계약위반이 아니라, 비교적 경미한 사항의 위반을 의미한다. 대표적으로는 발행회사의 사채관리회사에 대한 보고의 무위반이나 각종 재무특약의 위반 등을 들 수 있다. 윤영신, “사채권자보호에 관한 연구”, 서울대학교 박사학위논문(1997), 114면.

이 발생하였으나 곧 시정될 가능성이 있는 경우에는 기한이익 상실조치를 취하지 않는 것이 발행회사를 보호하고 사채권자에게도 이익이 될 수 있다. 기한이익을 상실시키게 되면 회사가 도산상태에 빠져 오히려 사채를 변제하지 못할 가능성이 커질 수 있는 까닭이다.¹²⁾ 이러한 경우를 위해 표준계약서는 사채권자가 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 얻어 이미 발생한 기한이익 상실원인사유를 발생하지 않은 것으로 간주할 수 있다고 규정한다(표준계약서 제1-2조 제14호 나목). 더 나아가 사채권자는 일정한 경우에는 사채권자집회의 결의를 얻어 이미 발생한 기한이익상실을 취소할 수도 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 다목). 또한 사채관리회사는 사채권자집회의 결의를 얻어 기한이익상실 선언에 갈음하거나 이와 병행하여 ① 발행회사에게 사채에 대한 보증 또는 담보를 요구하거나, ② 원리금지급의무의 이행을 강제하기에 필요하거나 적절한 조치(가산금리의 부과 등)를 취할 수 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 라목).

넷째, 사채권자는 사채관리계약에서 규정하는 기타 부수적 권리를 가진다. 기한이익즉시상실사유를 통지받을 권리(표준계약서 제1-2조 제14호 가목 (1)), 일정한 자료 및 정보의 사본을 교부받을 수 있는 권리(표준계약서 제2-7조 제5항), 사채관리회사가 제출한 비용의 명세를 제공받을 권리(표준계약서 제4-1조 제6항), 사채관리회사에 의한 조사를 요구할 권리(표준계약서 제4-2조 제2항), 직접 또는 제3자 지정을 통하여 발행회사를 조사할 권리(표준계약서 제4-2조 제3항), 사채관리회사의 해임과 사무승계자 선임을 청구할 수 있는 권리(표준계약서 제4-6조 제1항, 제3항), 사채관리회사의 사임에 대한 동의권(표준계약서 제4-6조 제4항), 사채권자집회를 소집할 권리(표준계약서 제5-3조 제3항), 사채권자집회 소집 통지를 받을 권리(표준계약서 제5-3조 제4항), 사채관리계약서를 교부받을 권리(표준계약서 제7-2조) 등이 그 예이다.

2. 개별적 권리와 집단적 권리

아래에서는 사채권자가 보유하는 권리가 어떻게 개별화·집단화되어 있는지, 그리고 사채관리회사가 어떠한 범위의 권한을 가지고 있는지를 살펴본다. 우선 사채관리계약의 변경(amendment)이라는 측면에서 검토하고, 이어서 사채권자 권리의 이행강제(enforcement)라는 측면에서 검토한다.

2.1. 사채관리계약의 변경

민법에서는 계약내용의 변경에 대해 별도의 규정을 두지 않고 이를 계약자유 원칙에 맡겨 두고 있다.¹³⁾ 상법에도 사채권자의 권리변경에 관한 명문의 규정은 없지만, 상법 제490조에서 사채권자의 이해관계가 있는 사항에 관하여 사채권자집회가 결의할 수 있다고 규정한다. 사채관리계약의 변경은 사채권자의 이해관계가 있는 사항이라고 볼 수 있으므로 사채권자집회의 결의사항으로 할 수 있다. 후술하듯 표준계약서에서는 사채권자의 이해관계에 변경을 초래하는 계약변경의 경우에는 사채권자집회의 결의에 의하도록 규정한다. 법원의 인가를 얻어 효력이 생기는 사채권자집회의 결의는 모든 사채권자에게 그 효력이 있다(상법 제498조).

표준계약서상 사채관리계약의 변경은 그 유형에 따라 통상 두 가지로 구분되며, 각각 상이한 동의요건이 요구된다. 첫째, 사채권자집회의 결의나 일정 비율 이상의 사채권자의 동의 없이, 사채관리회사가 단독으로 발행회사와 상호 합의로 변경할 수 있는 조항들이 있다(표준계약서 제6조 제2항). ① 불명확, 누락, 결함, 불일치한 규정에 대하여 합리적으로 수정하는 경우, ② 무보증사채에 대한 보증을 추가하는 경우, ③ 발행회사의 책임을 강화하는 조항을 신설하거나 발행회사의 권한을 포기하는 조항을 추가하는 경우, ④ 관련법규를 준수하기 위하여 필요한 수정을 하는 경우, ⑤ 기타 사채권자의 권리에 불이익을

12) 윤영신, 전제논문, 114면.

13) 주지홍, “미국법상 계약변경(modification)법리에 관한 비교법적 연구”, 『법학연구』 제12집 제1호(인하대학교 법학연구소, 2009), 209면.

가하지 않음이 명백한 경우 등이 그것이다(표준계약서 제6조 제2항 제1호~제5호). 이러한 변경은 기술적 조항의 변경이나 사채권자에게 해가 되지 않는 변경으로서, 사채권자의 이해관계에 영향이 없는 사항이라서 사채권자집회의 결의사항으로 삼지 않은 것으로 보인다.

둘째, 사채관리회사가 단독으로 발행회사와 합의하여 변경할 수 있는 조항들 이외에 여타 조항들을 변경하는 경우에는 사채권자집회의 결의¹⁴⁾ 또는 미상환사채잔액의 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 요한다(표준계약서 제6조 제1항 본문). 사채권자집회의 결의를 일정한 사채권자의 동의로 갈음할 수 있다는 표준계약서의 규정은 사채권자집회의 개최를 기다릴 수 없는 사정 등이 있는 경우를 고려한 것이라 할 수 있다. 다만 사채권자 전체의 권리나 이해관계에 변경을 초래하는 계약변경의 경우에는 사채권자집회의 결의에 의하여야 하므로(표준계약서 제6조 제1항), 결국 미상환사채잔액의 3분의 2 이상을 보유한 사채권자 동의로 갈음할 수 있는 계약변경은 사채권자의 이해관계가 없는 사항에 한한다.

2.2. 사채관리계약의 이행강제

사채권자 권리의 이행강제와 관련하여 상법과 사채관리계약은 사채관리회사, 개별 사채권자, 사채권자집회 등의 사이에서 견제와 균형을 유지하는 방식을 취하고 있다.

첫째, 사채관리회사는 단독으로 사채권자를 위하여 원리금을 지급받거나 채권의 실현을 보전하기 위하여 필요한 재판상 또는 재판 외의 모든 행위를 할 수 있다(상법 제484조 제1항; 표준계약서 제4-1조 제2항). 따라서 사채관리회사는 사채 원리금의 상환청구와 변제의 수령, 상환을 위한 소의 제기, 상환청구권과 책임재산의 보전을 위한 가압류·가처분, 확정판결 등의 채무명의에 기한 강제집행의 신청, 발행회사의 다른 채권자에 의한 강제집행에서의 배당요구, 채무자회생 및 파산절차에서의 채권신고(도산법 제148조, 제447조), 관계인집회 또는 채권자집회에서의 의결권의 행사(도산법 제188조 제1항, 제373조 제1항) 등을 할 수 있다(표준계약서 제4-1조 제1항).¹⁵⁾

위와 같이 사채의 변제수령 및 채권보전에 필요한 행위는 신속성이 관건이라고 보아 사채권자집회의 결의 없이 사채관리회사가 단독으로 행사할 수 있도록 한다. 다만 상법은 사채관리회사의 월권으로 사채권자의 권리가 침해될 우려가 큰 경우에는 사채권자집회의 결의를 거치도록 하고 있는데, ① 해당 사채 전부에 대한 지급의 유예, 그 채무의 불이행으로 발생한 책임의 면제 또는 화해, ② 해당 사채 전부에 관한 소송행위 또는 채무자회생 및 파산에 관한 절차에 속하는 행위가 바로 그것이다(상법 제484조 제4항 본문).¹⁶⁾ 그렇지만 사채권자집회의 개최에 소요되는 시간이나 결의 자체의 어려움 등을 고려하여, 위 ②의 행위는 사채관리회사가 사채권자집회의 결의를 얻지 아니하고 단독으로 할 수 있음을 정할 수 있다(상법 제484조 제4항 단서). 표준계약서 역시 사채 원리금 지급채무액의 감액·기한의 연장·책임의 면제 등의 경우에만 사채관리회사가 사채권자집회의 결의를 얻어 이를 행할 수 있다고 규정한다(표준계약서 제4-1조 제3항, 제1항 제4호~제6호).¹⁷⁾

14) 상법상 사채권자의 권리에 중대한 영향을 미치는 사채권자집회의 결의는 출석한 의결권의 3분의 2 이상의 찬성과 총사채의결권의 3분의 1 이상으로 하는 특별결의가 원칙이다(상법 제495조 제1항).

15) 이철송, 「회사법강의」 제26판(박영사, 2018), 1031면.

16) ①은 사채권자 권리의 처분이 수반되는 행위이다. 발행회사가 채무특약에 위반하여 기한이익 상실원인사유가 발생하였으나 그것을 포기하는 경우도 책임의 면제에 포함된다고 보는 견해도 있다(정동윤, 「주석 상법」 제5판[회사(V)](윤영신 집필)(한국사법행정학회, 2014), 136면). ②에는 법문상 제소행위도 포함되는 것처럼 보이지만, 상법 제484조 제1항 및 제4항 괄호 안의 문언 해석상 사채관리회사가 사채권자집회 결의 없이도 제소할 수 있다고 보아야 한다. 따라서 ②에서 말하는 소송행위는 소의 취하, 청구의 포기, 재판상 화해와 같이 사채권자 권리의 실제적 내용이 변경되는 행위만을 의미한다. 도산절차 개시를 신청하는 권리(도산법 제34조, 제294조)도 문언상으로는 ②에 포함되는 것처럼 보이지만, 이는 실질적으로 채권의 보전행위로 볼 수도 있으므로 제소행위와 마찬가지로 사채권자집회의 결의를 요하지 않는다고 볼 것이다. 김건식/노혁준/전경훈, 「회사법」 제3판(박영사, 2018), 690면.

17) 사채관리회사의 권한범위 해석과 관련하여, 사채관리회사가 단독으로 도산절차의 개시신청을 할 수 있는가에 대해 일본에서는 견해가 갈린다. 일본의 학설 대립에 관해서는 정동윤, 전거서, 133~134면 참조. 이러한 학설 대립과는 별개로, 현행 상법과 표준계약서 상으로는 사채관리회사가 단독으로 도산절차 개시신청을 할 수 있다. 이는 위 각주의 설명에서처럼 긍정설의 입장에서라면 당연히 도출되는 결과이고, 부정설에 따르면 상법이 제

둘째, 각 사채권자는 사채관리회사와는 별개로 발행회사에 상환을 청구할 수 있다. 상법에는 관련 규정이 없지만, 이는 통설적 해석론이다.¹⁸⁾ 즉 사채관리회사에게 위와 같은 법정대리권을 부여한 까닭은 사채권자의 보호 및 편의 도모를 위함이므로, 사채권자의 개별적인 상환청구권은 소멸하지 않는다는 것이다. 표준계약서 역시 상환청구와 관련하여 사채권자의 개별적 권리행사가 가능함을 규정하고 있다(표준계약서 제5-2조). 다만 사채관리회사가 이미 상환청구권을 행사하였거나 행사가 예정된 상태라면 사채권자의 개별적 권리행사는 인정되지 않는다고 본다.¹⁹⁾

한편, 사채권자집회에 부여된 기한이익상실선언에 관한 권한도 개별 사채권자가 행사할 수 있는지의 문제가 있다. 자본금감소나 합병에 대한 이익(상법 제439조 제3항, 530조 제2항)와 같이 상법이 사채권자집회의 권한에 속한다고 정한 사항은 사채권자 개인이 이익을 할 수 없다는 데에 이견이 없다.²⁰⁾ 즉 해당 규정은 강행규정이라 보는 것이다. 이와 달리 기한이익상실의 선언에 관한 권리는 사채관리계약에 의해 부여되므로 다음과 같이 견해가 나뉠 수 있다. ① 사채의 상환을 받을 본질적인 권리와는 달리, 기한이익상실의 선언에 관한 권리는 사채권자가 개별적으로 행사할 수 없다는 입장이 있을 수 있다.²¹⁾ 그 근거로서, 기한이익상실이 사채권자에게 이익이 되지 않을 수도 있는 상황에서 개별 사채권자의 선언에 의해 기한이익이 상실되어 버린다면 사채권자간에 불공정한 결과가 발생할 우려가 있다는 점을 들 수 있다. 표준계약서상으로도 제4-1조 제1항 및 제2항에 따라 사채관리회사가 보유하는 상환청구에 관한 권한을 개별 사채권자가 행사할 수 있다고 규정할 뿐이므로(표준계약서 제5-2조), 제1-2조 제14호에 따른 기한이익상실선언에 관한 권리는 사채권자가 개별적으로 행사할 수 없다고 해석할 수 있다. ② 계약변경과 같이 사채권자의 집단적 의사가 필요한 사항과 달리, 이미 부여된 사채상의 권리행사는 개별 사채권자가 결정할 수 있다는 시각이 가능하다.²²⁾

판례 중에는 사채권자가 수익자로서 기한이익상실에 따른 권리를 개별적으로 주장할 수 있다고 판시한 것이 있는데,²³⁾ 해당 판시 내용은 주의하여 읽을 필요가 있다. 판례에서 사채권자가 원용한 기한이익상실조항은 ‘발행회사가 발행 등을 한 어음·수표가 부도처리되거나 기타 이유로 은행거래가 정지된 때’ 기한이익을 상실한다는 내용으로서, 현행 표준계약서상 이른바 ‘기한이익 즉시상실사유’에 해당하는 것이다. 즉 해당 사유는 별도의 ‘선언’이 없더라도 자동적으로 기한이익이 상실되는 것으로서, 마치 원리금 지급기한이 도래한 것과 마찬가지로의 성격을 갖는다. 따라서 판례가 단지 ‘기한이익 상실원인사유’가 발생했을 때에도 사채권자집회의 결의 없이 개별 사채권자가 단독으로 기한이익상실을 선언할 수 있다고 보는 것인지는 불분명하다.

셋째, 사채관리회사가 적절한 조치를 취하지 않는 경우, 사채권자는 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 얻어 사채관리회사로 하여금 보유권한을 행사하도록 지시할 수 있다(표준계약서 제4-1조 제1항 단서, 제5-1조 제1항). 다만 이러한 지시를 받은 사채관리회사는 그러한 요청을 하는 사채권자들에게 해당 행위 수행에 필요한 비용의 선급이나 그 지급의 이행보증, 기타 소요 비용 충당에 필요한 합리적 보상을 제공할 것을 요청할 수 있으며, 그 실현 시까지 지시에 응하지 아니할 수 있다. 그리고 사채관리회사가 이러한 보상을 요구하기 위해서는 발행회사의 잔존자산이나 자산의 집행가능성 등을 고려할 때 소송의 실익이 없거나, 투입되는 비용을 충당하기에

484조 제4항 단서에 의해 도산절차 개시신청을 사채관리회사의 단독권한으로 정할 수 있다고 규정하는 까닭이다.

18) 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 691면; 송옥렬, 「상법강의」 제9판(홍문사, 2019), 1169면; 이철송, 전거서, 1031면; 정동윤, 전거서, 140면.

19) 권종호, “사채관리회사제도의 운영상의 쟁점과 과제”, 「상사법연구」 제31권 제2호(한국상사법학회, 2012), 190면; 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 691면.

20) 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 752면; 송옥렬, 전거서, 1170면; 이철송, 전거서, 1037면.

21) 참고로 일본에서는 사채권자집회의 결의로 사채권자의 개별적 권리행사를 제한하는 것은 가능하다는 견해가 많다고 한다. 정동윤, 전거서, 141면.

22) 박준, “회사채 관련 법제의 개선”, 「상사법연구」 제36권 제1호(한국상사법학회, 2017), 85면.

23) 대법원 2005. 9. 15. 선고 2005다15550 판결.

충분한 정도의 배당가능성이 없다는 점을 소명하여야 한다(표준계약서 제4-1조 제1항). 한편 사채권자의 지시내용이 관련법령이나 사채관리계약에 위배되거나, 다른 사채권자에게 부당한 손해를 가하는 것이거나, 사채관리계약상 규정된 사채관리회사의 책임 이외의 책임을 발생시키는 것인 경우라면 사채관리회사는 아예 해당 지시에 따르지 않을 수 있다(표준계약서 제5-1조 제2항).

이러한 보상요청과 관련한 표준계약서의 내용은 미국의 부제소조항(no-action clause)에 비견될 수 있다. 미국에서는 사채계약위반에 대한 구제절차는 수탁회사(indenture trustee)만이 밟을 수 있음을 원칙으로 하는데, 개별 사채권자가 구제절차를 밟게 되면 사채권자의 평등을 해칠 우려가 있고 또한 절차가 중복되는 비효율 등 남용의 위험성이 있는 까닭이다.²⁴⁾ 다만 부제소조항이라 불리는 요건을 충족시키는 경우 사채권자 개인에 의한 구제절차의 개시를 인정하고 있는데, ① 사채권자가 수탁회사에게 기한이익상실사유가 지속되고 있음을 통지할 것, ② 미상환사채잔액의 25% 이상을 보유한 사채권자가 수탁회사에게 구제조치를 취할 것을 요청하고, 아울러 그에 따르는 손실·손해배상책임·비용 등에 대하여 보상하기로 하고 수탁회사가 이에 동의하였을 것, ③ 수탁회사가 15일 혹은 30일 동안 어떠한 조치도 취하지 않았을 것, ④ 위의 15일 혹은 30일 기간 동안 수탁회사에 대하여 미상환사채잔액 과반수를 보유하는 사채권자가 위의 신청과 배치되는 지시를 하지 않았을 것 등이 바로 그 요건이다.²⁵⁾ 이처럼 미국의 부제소조항의 내용은 우리 표준계약서의 관련 내용과 유사한 점이 있으나, 그 기능은 다소 차이가 있다. 부제소조항은 개별 사채권자의 권리행사를 허용하기 위한 요건인 반면, 표준계약서의 내용은 관련 조치를 취하지 않는 사채관리회사에게 사채권자가 지시하기 위한 요건이다.

3. 소결

사채관리계약에 의해 주어진 사채권자의 권리 가운데, 기술적 조항을 제외한 대부분의 실체적 권리에 관한 조항을 변경하려면 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액의 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 요한다. 그리고 이렇게 변경된 조건은 모든 사채권자를 구속한다. 따라서 사채권자가 보유하는 권리는 그 변경과 관련하여서는 집단적 권리라고 평가할 수 있다.

이행강제와 관련한 사채권자의 권리 역시 기본적으로는 집단적 성격을 가진다고 할 수 있다. 1차적으로 사채관리회사에 이행강제권한이 부여되어 있으며, 적절한 조치를 취하지 않는 사채관리회사에게 권한을 행사하도록 지시하기 위해서는 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의가 필요하기 때문이다. 다만 사채에 관한 이익의 실질적 귀속자는 사채권자이므로, 해석론과 표준계약서에 따르면 각 사채권자 역시 사채관리회사와 별개로 발행회사에 상환을 청구할 수 있다. 이러한 차원에서 보면 사채권자의 권리는 개별적 성격도 가진다고 할 수 있다.

Ⅲ. 권리를 개별화하거나 집단화할 때 발생하는 문제들

이곳에서는 사채권자의 권리를 개별적 혹은 집단적으로 부여할 때 발생하는 문제점들에 대해 각각 살펴본다.²⁶⁾

1. 권리의 개별화와 관련된 문제들

24) 다만 지급기일 이후에 원금과 이자를 지급받을 권리는 사채권자의 고유한 권리라고 보아 개인적으로 소송을 제기할 수 있다. Trust Indenture Act § 316(b)는 변제기가 도래한 원본 및 이자지급소송을 제기한 사채권자의 권리는 개인의 동의 없이 침해받지 않는다는 조항을 반드시 신탁증서에 두도록 하고 있다. 윤영신, 전제논문, 119면.

25) Revised Model Simplified Indenture § 6.06.

26) 이하 Ⅲ.의 설명은 Kahan, *supra* note 4, at 1053~1059의 내용을 기반으로 한 것이다.

집단적 통제를 받지 않는 개별 사채권자에게 권리를 부여하는 방식은 집단행동(collective action), 협조거부(holdout; 버티기), 남소(frivolous suit), 이해상충(conflict of interest) 문제 등을 야기할 수 있다. 집단행동과 협조거부의 문제는 계약변경의 맥락에서 나타나고, 남소문제는 이행강제의 맥락에서 발생할 수 있다. 이해상충문제는 양자 모두에서 발생 가능하다.

1.1. 계약변경과 관련한 집단행동문제

만약 사채계약변경과 관련한 권리가 개별적으로 주어진다면, 변경에 동의한 사채권자만이 그에 구속된다. 그 결과 집단행동문제가 생길 수 있다.²⁷⁾ 즉 사채소유가 분산되어 있을수록 각 사채권자의 동의를 얻는데 소요되는 비용은 증가한다. 그 결과 사채권자들은 계약변경안에 반대하기 때문이 아니라,²⁸⁾ 아예 동의 관련 자료를 받지 못했기 때문에 변경안에 대한 찬성이 불가능한 경우가 생길 수 있다. 경우에 따라서는 사채권자가 관련 자료를 받더라도 읽지 않거나, 혹은 동의양식을 작성하여 반송하는 일을 귀찮아 할 수도 있다.²⁹⁾ 이처럼 현실적으로 사채권자의 개별적 동의를 얻는 것이 어렵다는 점을 고려한다면, 발행회사는 해당 권리를 변경할 시도조차 하지 않을 수 있다. 요컨대 특정 권리를 개별화하게 되면 그 변경을 위한 관련 비용은 증가되고, 발행회사와 사채권자 모두에게 이익이 되는 계약변경의 가능성은 줄어든다.

1.2. 계약변경과 관련한 협조거부문제

협조거부문제는 일부 사채권자들이 자신의 권리를 변경하기로 동의함으로써 다른 사채권자들에게 이익이 생기는 경우에 발생한다. 협조거부문제는 사채권자별로 동의를 요하는 어떠한 계약변경에서도 발생할 수 있지만,³⁰⁾ 부도 위기에 처한 발행회사가 채무 재조정을 위하여 사채권자들에게 계약변경을 통한 채권의 출자전환을 요청하는 상황을 대표적인 예로 들 수 있다.³¹⁾ 만약 발행회사가 사채권자에게 포기를 요청한 권리가 개별적으로 부여되어 있다면, 채무 재조정에 참여하기로 합의한 사채권자만이 그 조건에 구속되어 자신의 사채를 주식으로 교환하게 되고, 나머지 사채권자들은 사채를 계속 보유하게 된다. 이러한 상황이라면 비록 채무 재조정의 성공이 사채권자 전체에게 이익이 되더라도, 개별 사채권자들은 계약변경에 참여하지 않을 강한 유인이 존재한다. 왜냐하면 개별 사채권자의 입장에서는 자기를 제외한 충분한 수의 다른 사채권자들이 채무 재조정에 참여한다면 자신은 이익을 얻을 가능성이 있기 때문이다. 즉 다른 사채권자들의 채권출자전환으로 회사의 재정상태가 건실해지면, 사채를 계속 보유한 개별 사채권자가 만기에 상환 받을 가능성이 커지게 된다. 결국 개별 사채권자는 자신이 참여하지 않더라도 전체 채무 재조정이 실패하지 않을 것이라 기대하면서 채무 재조정에의 참여를 거부하는 ‘협조거부’를 선택할 유혹을 받는다. 만약 다수의 사채권자들이 이렇게 생각하고 행동한다면, 채무 재조정은 실패하게 된다. 만약 계약변경에 대한 다수 사채권자의 동의가 나머지 동의하지 않은 소수 사채권자들을 구속한다면 협조거부문제는 극복될 수 있다.³²⁾

27) 집단행동문제란 채권자가 1인인 경우와 달리 채권이 다수의 소규모채권으로 세분된 경우에 발생하는 문제이다. 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 669면; Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, “A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests,” 78 Cal. L. Rev. 1071, 1080~1081 (1990).

28) 사채권자가 실제로 계약변경에 반대하기 때문에 동의하지 않게 되면 집단행동문제보다는 후술하는 이해상충문제가 야기된다.

29) 이와 유사한 집단행동비용으로 인해, 합병시 주주 전원의 동의를 요구하던 회사법상의 전통적인 원칙은 변화되었고, 반대주주의 주식매수청구권과 결합한 다수 주주의 동의 요건으로 대체되었다. Daniel R. Fischel, “The Appraisal Remedy in Corporate Law,” 1983 Am. B. Found. Res. J. 875, 877 (1983).

30) Id. at 877.

31) Robert Gertner & David Scharfstein, “A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law,” 46 J. Fin. 1189, 1192~1199 (1991).

32) 계약변경의 권리를 집단화하게 되면, 채무 재조정이 이루어지고 모든 사채권자가 구속되거나, 혹은 채무 재조정이 실패하거나 둘 중 하나이다. 이러한 두 선택지를 고려한다면, 개별 사채권자들은 자신들의 집단적 이해관계에 놓인 채무 재조정을 찬성할 유인을 가진다. 그러나 사채권자들이 좀 더 유리한 채무 재조정을 얻기 위하여 현재의 유리한 채무 재조정조차 반대할 수 있다는 점에서, 덜 심각한 “전략적 협상”(strategic bargaining) 문제가

1.3. 이행강제와 관련한 남소문제

권리를 개별화함으로써 발행회사를 상대로 한 무익한 소송이 남발될 가능성이 증가한다.³³⁾ 이러한 종류의 소송은 사채권자에게는 별다른 경제적 이익이 없음에도 원고측 변호사에 의해 주도적으로 제기될 수 있다.³⁴⁾ 만약 이러한 소송의 대응에 많은 비용이 소요된다면 발행회사는 승소 가능성이 높더라도 원고측 변호사의 수임료를 지급하는 정도로 화해를 시도할 수 있다. 그 결과 사채권자들에게는 의미 있는 배상이 이루어지 않는다.³⁵⁾ 결국 이러한 소송은 수임료를 받는 원고측 변호사에게만 이익이 된다. 만약 미상환사채잔액 가운데 상당량을 소유한 사채권자에게만 제소권을 준다면, 남소 가능성은 줄어든 것이다. 왜냐하면 일단 제소권자의 절대적 수가 감소하며, 아울러 대량의 사채보유자에 의한 소제기는 해당 소송이 실익이 있다는 신호를 줄 수 있기 때문이다.³⁶⁾

1.4. 계약변경 및 이행강제와 관련한 이해상충문제

대다수 사채권자에게는 이익이 되지만 일부 사채권자들의 이익에는 반하는 계약변경이나 이행강제의 상황에서, 사채권자에게 개별적 권리를 부여하게 되면 이해상충문제가 발생한다. 일부 사채권자가 발행회사의 보통주나 다른 회사 발행의 사채를 소유하고 있는 경우가 전형적인 예이다. 이러한 상황에서 만약 이익배당제한을 확대하는 재무특약의 변경이 시도되면 대다수 사채권자들은 이를 반기겠지만, 발행회사의 주식을 보유하고 있는 일부 사채권자들은 해당 변경을 꺼릴 수 있다. 그 밖에 일부 사채권자가 사채소유 이외에 회사와 영업거래를 하고 있거나, 혹은 계약변경이나 이행강제로 인하여 특별 과세나 규제를 받게 되는 경우에도 이해상충이 발생할 수 있다.

사채권자의 권리가 개별화될수록, 특정 사채권자가 다수의 사채권자에게 유리한 계약변경을 좌절시키거나 혹은 다수의 사채권자가 반대하는 이행강제조치를 강구할 가능성이 커진다. 요컨대 사채권자의 이해관계가 상충하는 상황에서, 특정 권리를 개별화하게 되면 다수의 사채권자에 비해 우월한 지위가 소수의 사채권자에게 부여될 수 있다.³⁷⁾

2. 권리의 집단화와 관련된 문제들

사채권자의 권리를 집단화하게 되면 그 구조 자체로 인한 문제가 발생한다. 즉 모든 사채권자가 계약을 변경하거나 이행강제조치를 취하는 데 필요한 비율의 사채를 소유하지는 않을 것이므로, 강요(coercion), 집단행동(collective action), 인센티브(incentive), 통제상실(loss of control) 문제 등이 생길 수 있다. 강요문제는 계약변경의 상황에서 발생할 수 있으며, 집단행동 및 인센티브문제는 이행강제의 상황에서 발생할 수 있다. 통제상실문제는 계약변경과 이행강제 모두의 상황에서 발생 가능성이 있다.

남기는 한다.

33) Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, "Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions," 104 Yale L.J. 2053, 2084~2088 (1995).

34) 이러한 문제는 집단소송의 경우에 더 심화될 수 있다. Roberta Romano, "The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation," 7 J.L. Econ. & Org. 55, 55 (1991).

35) John C. Coffee, Jr., "The Unfaithful Champion: The Plaintiff as Monitor in Shareholder Litigation," 48 Law & Contemp. Probs. 5, 9 (1985).

36) American Bar Foundation, Commentaries on Indentures 232 (1971).

37) 일반적으로 권리행사에 집단적 통제를 가하면 이해상충문제가 감소하게 되는데, 왜냐하면 다수 사채권자에 의한 결정은 아무래도 소수 사채권자들보다 다수 사채권자들의 이해관계를 반영할 가능성이 크기 때문이다. 그러나 만약 다수 사채권자들이 사채권자의 자격으로서 가지는 이해와는 상충되는 별도의 이해관계를 가지고 있다면, 권리행사에 집단적 통제를 가하는 것이 오히려 이해상충문제를 증가시키게 된다. 이와 관련해서는 아래 III. 2.4. 통제상실문제 참조.

2.1. 계약변경과 관련한 강요문제

강요문제는 발행회사가 계약변경에 대한 동의의 대가로 사채권자들에게 대가지급을 제안하는 경우에 생길 수 있다.³⁸⁾ 이러한 대가지급 방식을 통해, 사채권자들은 자기에게 이익이 되지 않는 계약변경에 동의하도록 압력, 즉 ‘강요’를 받을 수 있다. 예컨대 발행회사가 사채액면가 1,000달러에 대하여 10달러씩 감소시키는 계약변경안에 대한 동의를 구하면서, 동의하는 사채권자에게는 변경안이 승인되는 것을 조건으로 액면가 1,000달러당 5달러의 대가를 지급하기로 제안했다고 가정하자. 계약변경안은 사채권자 전체에게는 불이익이므로 모두가 계약변경이 무산되기를 원하겠지만, 만약 계약이 변경된다면 동의하지 않은 사채권자는 동의한 사채권자에 비해 더 불리한 상황에 빠지게 된다. 동의하지 않은 사채권자는 손해가 되는 계약변경에 구속될 뿐만 아니라, 동의의 대가조차 받지 못하기 때문이다. 따라서 개별 사채권자의 입장에서는 ① 만약 충분한 수의 다른 사채권자들이 동의한다면 어차피 계약변경이 이루어질 것이므로 자신도 동의하여 대가라도 받는 것이 이익이고, ② 자신이 동의하더라도 동의 숫자가 불충분하다면 계약은 변경되지 않을 것이므로 이익이며, ③ 오로지 자신의 동의로 인해 변경에 필요한 요건이 갖추어져 계약이 변경되는 경우에만 사채권자 모두에게 손해가 된다는 점 등을 고려하여, 사채권자 전체에게 불리한 계약변경안이라도 이에 동의하게 된다.³⁹⁾ 계약변경에 동의하지 않은 사채권자를 변경조건에 구속되지 않게 만든다면, 이러한 강요문제는 해결된다.

2.2. 이행강제와 관련한 집단행동문제

집단화된 사채권자 권리의 이행강제와 관련해서는 두 가지 측면의 집단행동문제가 발생한다. 첫째, 이행강제조치를 취하기 위해 요구되는 비율의 사채권자들을 모으기 위해서는 정보관련 비용(information costs)이 증가하게 된다. 왜냐하면 사채권자에 따라서는 관련 조치를 취하기 전에 정보를 수집하고 분석해야 할 필요가 있는 까닭이다. 둘째, 관련 조치를 취하기 위해서 사채권자들은 상호 의사소통을 하고 합의를 할 필요가 있으므로 그로 인한 조율비용(coordination costs)이 발생하게 된다.⁴⁰⁾ 더욱이 이행강제조치를 실제로 취하려면 더 많은 비용이 들기 때문에, 사채권자들은 종종 해당 조치를 강구하는 것이 이익이 됨에도 불구하고 이를 포기할 수 있다.

2.3. 이행강제와 관련한 인센티브문제

인센티브 문제는 발행회사가 일부 사채권자에게만 영향을 미치는 권리침해를 한 경우에 생긴다. 발행회사가 일부 사채권자에게만 이자지급을 하지 않거나 혹은 통지를 누락하는 경우가 그러한 예이다. 이 경우 자신의 권리가 침해되지 않은 사채권자들, 즉 이자지급이나 통지를 받은 사채권자들은 다른 사채권자들의 권리를 이행강제할 적절한 인센티브가 없다. 결국 사채권자 권리를 집단화하게 되면 권리침해를 받은 일단의 사채권자들에 의한 권리주장이 더 어려워진다.

2.4. 계약변경 및 이행강제와 관련한 통제상실문제

사채권자 권리의 집단화에 있어서 발생하는 마지막 문제는 통제상실문제이다. 사채권자들은 사채매입 당시 부여받은 사채권자로서의 권리와 관련하여 자신의 운명을 통제할 능력을 가지 있게 평가할 수

38) John C. Coffee, Jr. & William A. Klein, “Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations,” 58 U. Chi. L. Rev. 1207, 1227~1233, 1243~1246 (1991).

39) 강요문제는 마치 거울에 비추어 좌우가 바뀐 협조거부문제와 유사하다. 협조거부문제에서는 모든 사채권자가 가장 선호하는 결과는 자신만 참여하지 않고 변경안이 통과되는 것이며, 그 다음 선호는 자신도 참여하여 변경안이 통과되는 것이고, 마지막은 변경안이 통과되지 않는 것이다. 강요문제에서는, 모든 사채권자가 가장 선호하는 결과는 변경안이 통과되지 않는 것이며, 그 다음은 자신이 참여하여 변경안이 통과되는 것이고, 마지막은 자신의 참여 없이 변경안이 통과되는 것이다.

40) 사채권자 1인이 취한 이행강제조치로 인해 다수의 사채권자들이 혜택을 얻는 경우에 발생하는 무임승차(free rider)의 문제가 있다. 권리의 집단화가 이러한 무임승차 문제를 악화시킬지 혹은 개선할지 여부는 불분명하다. 이러한 경우에 1인의 사채권자는 비용을 초과하는 혜택이 있더라도 해당 조치를 취하지 않을 수 있는데, 왜냐하면 누군가 다른 사채권자가 대신 그 조치를 취하기를 바라기 때문이다.

있다.⁴¹⁾ 따라서 통제상실문제는 마치 이해상충문제를 거울에 비쳐놓은 이면이라고 볼 수 있다. 즉 통제상실문제는 기존의 계약상 권리를 유지하려는 소수 사채권자들의 이해관계가 집단으로서의 사채권자 권리를 변경하려는 다수 사채권자의 이해관계보다 큰 경우에 발생한다(일종의 다수결 남용문제). 반면 이해상충문제는 집단으로서의 사채권자 권리를 변경하려는 다수 사채권자의 이해관계가 기존 권리를 유지하려는 소수 사채권자들의 이해관계를 능가하는 상황에서 불거진다(일종의 거부권 문제).

3. 소결

이상 사채권자의 권리를 개별화하거나 집단화함으로써 발생하는 문제들을 계약변경 및 이행강제의 측면에서 살펴본 내용을 표로 정리하면 아래와 같다.

	계약변경시 발생 가능 문제	이행강제시 발생 가능 문제
권리의 개별화	집단행동 협조거부	남소
	이해상충	
권리의 집단화	강요	집단행동 인센티브
	통제상실	

IV. 현행 권리 체계에 대한 평가와 제언

1. 계약변경에 관한 사채권자의 권리

1.1. 권리의 집단화를 통한 집단행동·협조거부·이해상충 문제의 감소

앞서 보았듯이 상법과 표준계약서상 계약변경에 관한 사채권자의 권리는 집단화되어 있다. 기술적 조항을 제외한 대부분의 실체적 권리의 변경은 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액의 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 요하기 때문이다(상법 제490조; 표준계약서 제6조). 이러한 구조는 만약 계약변경과 관련하여 사채권자 권리가 개별화되어 있었다면 발생했을 문제들, 즉 ① 계약변경시 발행회사가 개별 사채권자들로부터 승인을 얻어내야 함으로써 생기는 집단행동비용문제, ② 동의와 관련한 전략적 협조거부문제, ③ 다수 사채권자들이 찬성하는 계약변경을 소수 사채권자들이 방해하는 이해상충 문제 등의 발생을 감소시킨다.

1.2. 사채소유 현실에 따른 강요문제의 완화 및 통제상실문제의 잔존

현행 구조 하에서는 강요문제가 발생할 수 있다. 이와 관련하여 실제 사채의 소유구조를 놓고 보았을 때, 강요문제는 두드러지지 않을 가능성이 있다. 앞선 예에서 보았듯이 대가지급을 통하여 계약변경에 동의를 구하는 방식이 강요문제를 발생시키려면 상호간 의사소통이 어려운 개별 사채권자들의 입장에서 다른 사채권자들이 어느 쪽으로 결정할지 모른다는 것이 전제되어야 한다. 하지만 주식과 비교했을 때, 사채는 개인투자자보다는 기관투자자 위주로 시장이 형성되어 있다.⁴²⁾ 기관투자자에

41) Gerald Dworkin, The Theory and Practice of Autonomy 85~112 (1988).

42) 사채는 주로 장외에서 거래되는데, 금융투자협회의 통계자료를 보면 회사채 총거래대금에서 개인투자자의 거래대금이 차지하는 비율은 ① 2016년 116조 8,701억원 가운데 1조 6,620억원으로 2.2%, ② 2017년 124조 2,914억원 가운데 2조 7,857억원으로 역시 2.2%, ③ 2018년 140조 9,324억원 가운데 3조 1,012억원으로 1.4%에 불

의한 사채보유 비율이 높다는 사실은 강요문제가 줄어들 가능성이 있음을 시사한다. 개인투자자 사이의 협력보다는 기관투자자 사이의 협력이 더 용이할 것이기 때문이다. 즉 전문적인 기관투자자들이 대규모의 사채를 보유하고 있으므로 다양한 상황에서 상호간 의사소통을 하게 될 가능성이 커진다. 결국 상호간 협력으로 인해 강요문제는 상당히 감소된다.⁴³⁾

통제상실의 문제는 여전히 남는다. 다만 계약변경에 필요한 사채권자집회의 결의는 법원의 인가를 받아야 효력을 가지므로(상법 제498조 제1항), 법원의 후견적 개입을 통해 다수결 남용이 포함되는 통제상실문제는 완화될 여지가 있다.⁴⁴⁾

1.3. 권리 개별화의 가능성

변경에 동의하는 사채권자들의 권리가 동의하지 않는 사채권자들의 권리로부터 분리될 수 있는 성격의 것이라면, 사실 계약변경의 효력이 사채권자마다 개별적으로 주어지더라도 집단행동 및 이해상충의 문제는 발생 가능성이 크지 않다. 여기서 권리가 '분리'될 수 있는가라는 개념은 변경된 권리에 비례하여 발행회사가 이익을 얻을 수 있는가에 달려 있는 문제이다.⁴⁵⁾ 예컨대 ① 사채원금 및 이자의 지급, 전환권(conversion rights),⁴⁶⁾ 선택적 상환권(optional redemption rights),⁴⁷⁾ 減債基金(sinking funds),⁴⁸⁾ 매도권(put rights),⁴⁹⁾ 후순위화(subordination clauses)⁵⁰⁾ 등 중요한 경제적 특약에 따른 권리를 사채권자가 계약변경을 통해 포기하는 경우와, ② 발행회사의 담보제공을 제한하는 재무특약상 권리를 계약변경을 통해 포기하는 경우를 비교해 보자.

①의 경우에는 사채권자들이 해당 권리의 경제적 가치를 포기한 만큼 발행회사가 비례적으로 이익을 얻는다. 발행회사는 사채권자 전원의 동의를 얻지 못하더라도 동의를 얻은 만큼은 이익을 얻으므로 집단행동비용에 대한 부담이 덜하며, 사채권자들도 자신이 원하는 지위를 유지할 수 있으므로 이해상충문제도 크게 부각되지 않는다. 반면 ②의 경우에는 일부 사채권자가 해당 권리를 포기하더라도 그로 인해 발행회사가 비례적으로 이익을 얻는 것은 아니다. 어느 한 사채권자라도 계약변경에 동의하지 않는 한, 발행회사는 해당 재무특약에 따른 담보제공의 제한을 받기 때문이다. 결국 ②의 경우에는 그 변경에 동의하는 사채권자들의 권리가 동의하지 않는 사채권자들의 권리로부터 쉽게 분리되지 못하는 상황이고, 소수에게 일종의 거부권을 부여하는 셈이다. 그 결과 집단행동 및 이해상충 문제는 발생 가능성이 커진다.

과하다. 이러한 거래 양태를 놓고 보았을 때, 발행된 사채의 많은 부분을 기관투자자가 보유하고 있다고 추론할 수 있다. 금융투자협회 종합통계 Portal, <<http://freesis.kofia.or.kr/>>.

43) 반면 기관투자자들이 대부분의 사채를 보유한다는 사실은 이해상충의 문제를 악화시킬 수 있다. 개인투자자보다는 기관투자자가 사채발행회사의 주식이나 다른 종류의 채무증권을 소유하고, 사채발행회사와 영업거래를 하며, 자신들의 사채 포트폴리오에 영향을 미치는 규제를 받을 가능성이 크기 때문이다. 전술한대로 이러한 요소들은 사채권자들 사이에 이해상충을 불러일으키는 중요한 원천이다.

44) 법원은 사채권자집회의 결의가 현저하게 불공정하거나 사채권자의 일반의 이익에 반하는 때에는 해당 결의를 인가하지 못한다(상법 제497조 제1항 제3호·제4호).

45) Kahan, *supra* note 4, at 1055.

46) 전환권이란 사채권자들이 사채를 발행회사의 보통주와 같은 여타 증권으로 전환할 수 있도록 하는 것을 말한다.

47) 선택적 상환권이란 발행회사에게 만기 이전에 사채를 상환할 권리를 부여하는 것을 말한다. William A. Klein et al., *The Call Provision of Corporate Bonds: A Standard Form in Need of Change*, 18 J. Corp. L. 653, 659~668 (1993).

48) 감채기금조항은 강제상환조항이라고도 하는데, 만기가 되기 전에 사채의 일부분을 정기적으로 상환하든지 또는 시장에서 매입함으로써 소각하여야 할 의무를 발행회사에 지우는 조항이다. 만기에 일시적인 상환의 압박을 덜기 위한 방편의 성격을 가지고 있다. Andrew Kalotay & Bruce Tuckman, "Sinking Fund Prepayments and the Designation Option," *Fin. Mgmt.*, Winter (1992), at 110; 윤영신, *전계논문*, 101면 각주 15.

49) 매도권은 발행회사로 하여금 특정 상황에서 권리행사를 선택한 사채권자들에게 사채를 지급하도록 하는 것을 말한다. Marcel Kahan & Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment?*, 40 UCLA L. Rev. 931 (1993).

50) 후순위화란 사채권자들이 발행회사로부터 지급받을 권리를 다른 채권자들의 권리보다 후순위로 하는 합의를 말한다. Edward I. Altman & Allan C. Eberhart, "Do Seniority Provisions Protect Bondholders' Investments?," *J. Portfolio Mgmt.*, Summer (1994), at 67~68.

요컨대 현행 상법과 표준계약서는 계약변경과 관련하여 사채권자의 권리를 집단화함으로써 개별화에 따르는 여러 문제를 사전에 봉쇄할 수 있지만, 이러한 봉쇄효과는 변경에 동의하는 사채권자의 권리를 동의하지 않는 사채권자의 권리로부터 분리할 수 없는 경우에 극대화된다. 만약 사채권자의 권리가 분리될 수 있는 중요한 경제적 조건에 관한 것이라면, 그 권리를 개별적으로 부여하더라도 개별화에 수반되는 문제들이 크게 부각되지 않을 것이다. 미국의 개정모범신탁증서(Revised Model Simplified Indenture) 역시 사채액면금의 감소, 사채원금·이자 감액이나 지급유예, 상환 프리미엄의 감액, 현금 이외에 다른 지급수단을 통한 사채 지급 등의 계약변경은 각 사채권자의 동의가 있어야 가능한 것으로 규정하고 있다.⁵¹⁾

만약 특정 권리가 개별화되어 변경된다면 해당 권리의 집단적 변경 시에 수반되던 통제상실문제 내지 다수결 남용의 문제가 생기지 않는다. 아울러 개별화로 인한 집단행동문제는 앞서 언급한 기관투자자들의 사채소유 비율이 높다는 사실로 인해 더욱 줄어들 가능성이 있다. 흔히 개별적 계약변경을 인정하면 사채권자 모두에게 이익이 되는 계약변경이 소수 사채권자의 협조거부로 소기의 목적을 달성할 수 없다고 말하지만, 실제로 특정 계약변경이 전체 사채권자에게 이익이 될지는 명확한 문제가 아니다. 이런 점을 고려한다면 사채권자별로 자신의 권리를 통제할 수 있도록 할 필요성도 존재한다.

계약당사자 사이에서 사채권자의 특정 권리를 개별적으로 변경할 수 있도록 합의하려 할 때 현행법상 문제는 없는가? 계약변경에 관한 사채권자의 권리를 집단화하고 있는 현행 표준계약서가 근거로 삼는 상법 제490조는 사채권자집회가 사채권자의 이해관계 있는 사항에 관하여 결의를 “할 수 있다”라고 규정하고 있다. 따라서 법문상 사채권자가 특정 조항에 대해서는 개별적으로 계약변경을 할 수 있음을 특약으로 정할 수 있다는 해석이 가능하다.⁵²⁾

2. 이행강제에 관한 사채권자의 권리

2.1. 집단적 권리와 개별적 권리의 조화

앞서 보았듯이 상법과 표준계약서상 이행강제와 관련한 사채권자의 권리 역시 기본적으로는 집단적 성격을 가진다. 1차적으로 사채권자의 대표인 사채관리회사에게 이행강제권한이 부여되어 있으며, 적절한 조치를 취하지 않는 사채관리회사에게 권한을 행사하도록 지시하기 위해서는 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의가 필요하기 때문이다(표준계약서 제4-1조). 원래 사채권자의 권리는 개인에게 속하는 것이지만, 다수 사채권자의 집단적 법률관계의 처리를 용이하게 하고 사채권자를 보호하기 위한 조치라고 볼 수 있다. 다만 해석론과 표준계약서에 따르면 각 사채권자 역시 사채관리회사와 별개로 권리행사를 할 수 있으므로(표준계약서 제5-2조), 이러한 차원에서는 개별적 권리의 성격을 가진다.

기본적으로 이행강제와 관련한 사채권자의 권리를 집단화 해놓은 상법과 표준계약서의 태도는 합리적으로 보인다. 우선 사채관리회사에 의한 이행강제는 사채권자의 권리행사를 단일창구로 집중시켜 효율을 기한다는 장점이 있고, 사채권자집회를 통한 이행강제는 공동의 이익을 옹호할 수 있는 조직을 꾸며 준다는 성격을 갖기 때문이다.⁵³⁾ 그러나 이러한 집단적 이행강제 구조는 ① 사채관리회사의 기능상

51) Revised Model Simplified Indenture, § 9.02 참조. 이 경우 해당 조항의 변경은 일반적으로 교환청약(exchange offer)을 통하여 이루어진다. 즉 계약변경에 동의하는 사채권자들은 자신들이 보유하던 社債券을 상이한 조건이 담긴 새 증권으로 교환하고, 동의하지 않는 사채권자들은 원래 社債券을 그대로 보유한다. 결국 일부 사채권자들의 반대가 신탁증서의 변경을 불가능하게 만드는 것은 아니고, 해당 계약변경은 그에 동의한 사채권자들만을 구속한다. Kahan, *supra* note 4, at 1048.

52) 이와 달리 상법이 사채권자집회 결의는 법원의 인가를 받아 그 효력을 생기도록 한 점에 비추어 볼 때(상법 제498조 제1항), 사채권자의 이해관계가 있는 사항은 반드시 사채권자집회의 전속적 결의사항으로 하고 특약으로 개별 사채권자나 사채관리회사에 그 결정권을 부여할 수 없도록 한 것이 상법의 취지라고 볼 여지도 있다. 그러나 상법이 반드시 사채권자집회의 결의사항으로 하고자 할 때에는 상법 제484조 제4항에서 볼 수 있듯이 “사채권자집회의 결의에 의하여야 한다”라는 표현을 사용한다.

53) 이철송, 전거서, 1035면.

한계 및 ② 인센티브와 집단행동 문제 등으로 인하여 불완전한 측면이 있다. ①의 문제는 아래에서 따로 검토하기로 하고, 이곳에서는 ②의 문제를 살펴본다.

사채관리회사가 적절한 이행강제조치를 취하지 않으면 사채권자가 사채권자집회의 결의 또는 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 얻어 사채관리회사에게 조치를 강구하도록 지시할 수 있다. 그런데 일부 사채권자의 권리만이 침해되는 상황에서는 이러한 조치가 제대로 강구되지 않을 수 있다. 예컨대 발행회사가 모든 사채권자들을 대상으로 통지하거나 지급해야 하는 상황에서 일부 사채권자들을 누락시킨 경우나, 또는 감채기금이나 부분적 상황에서 무작위로 선정된 일단의 사채권자들에게 통지나 지급을 받을 권리가 부여되는 경우를 생각할 수 있다.⁵⁴⁾ 이처럼 발행회사가 일부 사채권자들의 권리만을 침해한 경우에는 집단화된 이행강제권은 합리성을 잃을 수 있다. 왜냐하면 나머지 사채권자들의 무관심으로 인하여 권리침해를 받은 일부 사채권자들만으로는 관련 요건을 충족시키기 어려울 수 있기 때문이다. 모든 사채권자들의 권리가 영향을 받는 상황에서 사채권자집회의 결의요건이나 미상환사채잔액 3분의 2라는 기준은 합리적일 수 있지만, 권리침해를 받은 일부 사채권자들의 미상환사채잔액이 이보다 적다면 해당 기준은 억압적일 수 있다.

물론 직접적으로 영향을 받지 않는 사채권자들이 연대감에서 혹은 자신들에게 직접 영향을 미칠 장래의 침해를 미연에 방지하기 위해서 현재 권리침해를 받는 일단의 사채권자들을 도와 요건기준을 충족시킬 수 있다. 그러나 이렇게 행동할 인센티브는 그들 자신의 권리가 침해된 경우 보다는 분명히 낮다. 오히려 권리침해를 받지 않는 사채권자들이 권리침해를 받는 일단의 사채권자들을 돕지 않을 적극적 인센티브를 가질 수 있다. 왜냐하면 권리침해된 일단의 사채권자들에게 구체책을 제공하게 되면 나머지 사채권자들에게 지급해야 할 발행회사의 여력을 감소시킬 수 있기 때문이다.⁵⁵⁾

이러한 인센티브 문제 외에도, 다음과 같은 상황을 고려한다면 집단행동비용 역시 증가할 것이다. 첫째, 권리침해로 인해 직접적으로 영향을 받는 사채권자들이 자신들의 청구가 타당하다는 점을 나머지 사채권자들에게 납득시키는 것은 모든 사채권자가 동일한 청구권을 가진 경우에 그 타당성을 납득시키는 경우보다 훨씬 어렵다. 따라서 정보비용이 증가하게 된다. 둘째, 사채권자가 사채권자집회의 결의나 미상환사채잔액 3분의 2 이상을 보유한 사채권자의 동의를 얻어 사채관리회사에 조치를 취하도록 지시하려면 사채관리회사에게 보상을 제공해야 하는데(표준계약서 제4-1조 제1항), 권리침해를 받은 사채권자들의 권리 주장을 돕기 위해서 나머지 사채권자들이 이러한 보상제공을 흔쾌히 허락하지 않을 수 있다.⁵⁶⁾

요컨대 발행회사의 권리침해에 의해 얼마나 많은 사채권자들이 영향을 받는가의 여부와 상관없이 이행강제시 확실적 요건기준을 부과하게 되면 불합리한 결과가 발생할 수 있다. 따라서 상환청구와 관련하여 기본적으로 집단화된 권리를 사채권자가 개별적으로 행사할 수 있도록 하는 표준계약서와 해석론은 타당하다고 생각된다.

2.2. 심각하지 않은 남소문제

개별 사채권자가 상환청구를 위한 조치를 취할 수 있다는 점과 관련하여 남소문제가 제기될 수 있지만, 그 중요성은 제한적일 것으로 보인다. 원래 남소라는 것은 그 성격상 피고 발행회사가 승소할 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 실익 없는 소송이 제기되는 이유는 원고나 원고측 변호인이 다음과 같은 이유로 인해 자신의 소요 비용보다 더 많은 금액으로 화해할 수 있다고 기대하기 때문이다. 첫째, 피고 회사는 전체 소송 과정에서 자신이 써야 할 다액의 비용에 비하여 원고측이 요구하는 화해금액이 적다고 판단한다면 더 이상 소송을 진행하지 않고 초반에 화해할 수 있다는 것이다.⁵⁷⁾ 둘째, 대리인 문제로 인해 피고회사는 화해를 할 수 있다는 것이다. 즉 회사 임원들이 공동피고가 되는 경우에는 개인적 책

54) Revised Model Simplified Indenture §§ 3.02, 3.03.

55) Kahan, *supra* note 4, at 1075.

56) *Id.* at 1076.

57) Lucian A. Bebchuk, "A New Theory Concerning the Credibility and Success of Threats to Sue," 25 J. Legal Stud. 1, 10~15 (1996).

임부담의 가능성을 회피할 요량으로 피고회사로 하여금 화해하도록 유도할 수 있으며,⁵⁸⁾ 더욱이 임원책임보험으로 인해 화해가 왜곡될 수도 있다.⁵⁹⁾ 결국 피고 임원들은 소송이라는 귀찮은 상황을 피하고, 비록 가능성이 적기는 하지만 패소하여 보험금액 이상으로 책임을 지게 될 가능성에서 벗어나기 위해 보험금 범위 내에서 화해하기를 원할 수 있다는 것이다.

그러나 다음과 같이 사채권자 소송의 맥락에서는 위와 같은 상황이 발생할 가능성은 적다.⁶⁰⁾ 첫째, 사채권자 소송에서 피고회사가 원고측에 비해 과도한 소송비용을 부담하는 경우는 많지 않다. 대다수의 계약 관련 소송은 사채관리계약의 적절한 해석에 달려 있을 터인데, 이 경우에 기초적 사실관계는 논쟁의 여지가 별로 없거나 쉽게 확정될 수 있다. 따라서 사채관련 소송에서 원고측과 피고측은 동등한 비용을 부담하게 될 것이다. 둘째, 회사임원들이 사채권자들에게 개인적 책임을 지게 되는 상황은 거의 없다. 증권신고서의 부실표시로 인해 자본시장법상 손해배상책임을 지는 경우와는 달리, 개인 자격으로 사채계약을 체결하지도 않은 발행회사의 이사가 사채계약의 위반에 대하여 개인적 책임을 지는 것은 아니기 때문이다.⁶¹⁾ 결국 사채권자에게 개별적 소제기권을 허용한다고 해서 남소 가능성이 있는 소송이 다수 제기될 것이라는 우려는 타당하다고 보기 어렵다.⁶²⁾ 또한 위에서 언급하였듯이 보험회사, 연금금, 은행, 펀드, 금융투자회사 등과 같은 기관투자자에 의한 사채보유 비율이 높다는 사실은 남소문제를 완화시킬 수 있다. 기관투자자들은 일반적으로 무익한 소송을 부추기지는 않는다고 생각되는 까닭이다.⁶³⁾

2.3. 사채소유의 집중으로 인한 집단행동문제의 완화

특정 사채의 보유현황에 관한 정확한 자료는 얻기 어렵지만, 주식보다는 사채의 경우에 그 소유가 훨씬 더 집중되어 있다고 알려져 있다. 집중화된 사채소유의 양상을 볼 때, 이행강제를 방해하는 집단행동문제는 어느 정도 극복할 수 있을 것이다. 쉽지는 않겠지만 기한이익의 상실을 선언하거나 혹은 사채관리회사에게 구제조치를 취하도록 지시하기 위하여, 사채권자집회를 소집하여 결의하거나 미상환사채잔액의 3분의 2 이상을 보유한 사채권자 그룹을 모으는 일은 가능할 것이다.

다만 사채권자가 사채관리회사에게 권한행사를 지시하려면 보상(indemnification)을 제공해야 하는데(표준계약서 제4-1조 제1항), 이러한 요건은 사채권자에게 부담이 될 수 있다. 일단 사채관리회사가 사채권자를 위해 소제기 등의 행위를 시작하게 되면 사채권자에 의해 제어되기 어려운데, 어느 사채권자라도 자신이 컨트롤하지 않는 사채관리회사의 행동으로 인하여 발생될 수 있는 모든 비용을 보장하는 백지수표식의 보상을 선뜻 제공하려 하지는 않을 것이다. 결국 이러한 보상을 기꺼이 제공하고자 하는 사채권자 그룹을 모으는 일은 쉽지 않을 수 있다.⁶⁴⁾

3. 사채권자 대표로서 사채관리회사의 한계와 그 보완

3.1. 서언

사채권자에게 집단적으로 권리를 부여하더라도 사채권자들이 해당 권리와 관련한 조치를 취하기 위해 반드시 일단의 그룹을 형성해야 하는 것은 아니다. 사채권자들을 위하여 행동할 대표자에게 권한을 부여하는 것도 가능하며, 이는 바로 사채관리회사를 통한 사채의 관리를 말한다. 2011년 개정상법은 사채권자 전체를 위한 일종의 법정대리인으로 사채권의 관리사무를 관장하는 사채관리회사제도를 창설하였다.⁶⁵⁾

58) Janet C. Alexander, "Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions," 43 Stan. L. Rev. 497, 529-31 (1991).

59) Romano, *supra* note, at 57-58.

60) 위와 같이 남소를 부추기는 상황이 증권사기소송에서는 실제로 존재한다. Kahan, *supra* note 4, at 1065.

61) 미국의 사채계약에서는 구체적으로 임원과 이사들의 개인적 책임을 배제하는 조항을 두고 있다. Revised Model Simplified Indenture § 12.07.

62) Kahan, *supra* note 4, at 1065~1066.

63) Weiss & Beckerman, *supra* note 33, at 2121-23.

64) Kahan, *supra* note 4, at 1062.

사채권자 대표로서 사채관리회사는 권리의 집단화와 관련한 문제들을 개선할 여지가 있다. 그러나 현행 상법과 표준계약서상 사채관리회사는 그 기능적 한계가 존재하며, 이를 보완하기 위한 해석론이나 입법이 요구된다.

3.2. 권리의 집단화로 야기되는 문제의 완화 가능성과 한계

우선 사채관리회사의 지정을 통해 얻게 될 주된 이익은 사채관리회사가 강요·집단행동·인센티브 문제를 감소시킬 수 있다는 것이다. 앞서 보았듯이 강요 및 집단행동 문제는 불리한 계약변경을 무산시키기 위한 의견조정에 소요되는 비용이라든가 이행강제를 위해 소요되는 정보비용 등 일단의 사채권자들을 모으는데 드는 거래비용과 관련된다. 그리고 인센티브문제는 사채권자가 이행강제에 참여할 유인이 있는가와 관련이 있다. 따라서 사채권자들을 위해 사채관리회사가 행사하는 권한의 범위가 커질수록, 계약변경을 승인하거나 이행강제조치를 취하기 위하여 사채권자들을 모을 필요성이 줄어들므로 이상의 문제들이 개선될 수 있다.⁶⁵⁾

이러한 문제 완화의 가능성은 사채관리회사가 단독으로 권한행사를 할 수 있다는 것을 전제로 한다. 그런데 다음과 같이 상법과 표준계약서상 계약변경 및 이행강제의 차원에서 사채관리회사가 단독으로 행사할 수 있는 권한은 제한적이다. 첫째, 실질적인 계약의 변경을 위해서는 사채권자집회의 결의 등을 얻어야 하므로 사채관리회사가 관여할 여지가 없다(상법 제490조; 표준계약서 제6조). 사채관리회사가 사채권자의 이해관계에 중요한 영향을 미치는 계약변경에서 중요한 역할을 하지 않는다는 점은 미국에서도 마찬가지이다.⁶⁷⁾

둘째, 이행강제와 관련하여, 수탁회사(indenture trustee)가 단독으로 기한이익상실선언을 할 수 있는 미국과 달리,⁶⁸⁾ 금융투자협회의 표준계약서상 동 선언을 할 권한은 기본적으로 사채권자집회에 주어져 있다(표준계약서 제1-2조 제14호 가목(2)). 즉 기한이익 상실원인사유가 발생하면 사채관리회사는 사채권자집회를 소집하여 그 결의에 따라 기한이익상실을 선언할 수 있을 뿐이다. 그러다보니 사채권자집회 결의요건의 충족 과정에서 집단행동이나 인센티브 문제는 여전히 발생할 수 있다. 오로지 기한이익 상실 이후에 원리금 지급청구와 채권보전 등의 이행강제조치 등을 사채관리회사가 단독으로 강구할 수 있는데(표준계약서 제4-1조 제1항), 이 범위에서 권리의 집단화로 야기되는 문제가 완화될 가능성이 있을 뿐이다.

3.3. 사채관리회사 자신의 이해상충의 규제 및 통제상실문제의 잔존

앞서 언급한 것처럼 사채관리회사의 지정으로 얻을 수 있는 혜택이 있는 반면, 사채관리회사는 자신만의 이해상충으로 인한 문제를 겪을 수 있다. 예컨대 사채관리회사가 사채발행회사의 주식을 소유하거나 사채발행회사의 채권자인 경우에 사채권자의 이익에 반하는 이해관계를 가지게 된다.⁶⁹⁾

이러한 점을 고려하여 상법은 발행회사와 특수한 이해관계가 있는 자는 시행령으로 사채관리회사가 될 수 없게 규정하고 있으며(상법 제480조의3 제3항), 상법시행령에서는 사채발행회사의 최대주주, 주요주주인 자, 사채발행회사가 대주주로 있는 자, 사채발행회사의 계열회사 등 사채발행회사와 특수한 관계에 있는 회사나 금융기관을 부적격자로 열거하고 있다(상법시행령 제27조).⁷⁰⁾ 사채관리회사가 발행회사

65) 이철송, 전거서, 1029면.

66) Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

67) 미국에서도 수탁회사는 사채권자의 동의가 없으면 기술적 계약조항만을 단독으로 변경할 수 있을 뿐이다. Revised Model Simplified Indenture § 9.01.

68) Revised Model Simplified Indenture § 6.02. 미국에서도 일정 비율 이상의 사채권자가 직접 기한이익상실조치를 취할 수 있지만, 이는 어디까지나 수탁회사와 대등한 지위에서 공동으로 보유하는 권한이다.

69) 미국의 신탁증서법은 발행회사의 신탁증서 위반 이후에는 이러한 이해상충이 있는 사채관리회사로 하여금 해당 사유를 제거하든가 아니면 사임하도록 규정한다. Trust Indenture Act § 310(b). 추가적인 이해상충 규제의 필요성에 대해서는 박철영, 전거논문, 162~163면 참조.

에 대한 채권을 보유한 경우라면 위의 결격사유에 해당하는 것은 아니다. 하지만 이 경우에는 사채관리 회사의 공평·성실의무를 규정하는 상법 제484조의2 제1항이 적용될 수 있으며, 따라서 사채관리회사는 사채권자에 우선하여 자신의 권리를 행사해서는 아니 될 의무를 부담한다고 할 것이다.⁷¹⁾

이처럼 사채관리회사 자신의 이해상충으로 인한 문제는 일정 부분 규제되고 있으나, 다양한 유형의 이해상충에 대응하기에는 아직 미흡한 점이 있다.⁷²⁾ 아울러 사채권자를 위해 행동할 수 있는 사채관리 회사의 권한을 확대할수록 통제상실문제는 악화될 수 있다.

3.4. 사채관리회사의 권한 강화 및 활용의 필요성

전술하였듯이 사채관리회사가 실질적 계약조건을 단독으로 변경할 권한이 없다는 것은 우리나라나 미국이나 마찬가지이다. 계약의 변경 여부는 사채권자의 대표가 결정할 사항이 아니라는 시각이 반영되어 있다고 볼 수 있다.

문제는 이행강제의 차원에서 사채관리회사가 가지는 권한이 불충분하다는 점이다. 사실 사채관리회사는 일원화된 이행강제를 통하여 권리의 개별화 및 집단화에 수반되는 문제들의 많은 부분을 무력화시킬 수 있다. 사채관리회사가 가지는 이러한 기능을 제대로 활용하려면 그 권한범위를 좀 더 확대할 필요가 있다. 그 대표적인 조치로서 사채관리회사로 하여금 기한이익 상실원인사유 발생시 단독으로 기한이익상실을 선언할 수 있도록 하여야 한다. 기한이익상실선언은 사채관리회사에 의한 사채관리의 시작이자 채권실현 여부에 가장 결정적 영향을 미치는 행위라 할 수 있다.⁷³⁾ 사채관리회사가 스스로 기한이익상실선언을 하지 못하고 사채권자집회의 결의를 구해야 한다면 효율적인 채권의 보전과 조기 실현은 기대할 수가 없을 것이다.⁷⁴⁾

사채관리회사가 단독으로 기한이익상실을 선언할 수 있도록 하려면 상법의 개정이 필요한가? 이는 앞서 사채관리계약의 변경과 관련한 상법 제490조의 해석론과 궤를 같이 한다. 기한이익상실선언 역시 사채권자의 이해관계가 있는 사항으로서 상법 제490조에 따라 사채권자집회의 결의사항으로 정할 수 있으며, 현행 표준계약서상의 규정이 그러하다. 하지만 전술하였듯이 상법 제490조의 법문상 당사자간 특약으로 기한이익상실선언을 사채관리회사의 단독 권한으로 정할 수 있다고 해석 가능하다.⁷⁵⁾

물론 사채관리회사에게 단독으로 기한이익상실선언을 할 권한이 주어지더라도 그 권한의 행사 여부는 사채관리회사의 재량에 달려 있다. 나아가 기한이익이 상실되더라도 사채관리회사가 원리금 지급청구와 채권보전 등의 조치를 취할 유인이 크지 않다는 점이 지적되기도 한다.⁷⁶⁾ 일단 사채관리회사는 사채의 가치보존에 직접적인 이해관계가 없는 것이 사실이다. 사채관리회사의 보수구조를 보더라도 사채의 가치를 보존할 유인이 발생하지 않는다. 즉 사채관리회사는 기본적으로 자신의 관리서비스에 대한 적절한 보수 및 소요 사무처리비용을 발행회사로부터 받을 권리가 있지만(표준계약서 제4-5조), 기한이익상실선언이나 이후의 구제조치를 강구하더라도 그에 소요된 비용을 발행회사로부터 받을 수 있을 뿐, 추가적인 보수를 받지 않는다. 결국 사채관리회사가 사채권자들의 효율적인 대표로서 적극적으로 행동할 유인은 거의 없으며,⁷⁷⁾ 동 제도의 도입시 기대와 달리 사채관리회사가 반드시 사채권자의 이익을 위

70) 상법시행령에서는 수탁회사를 부적격자로 열거하지 않지만, 상법 개정 이전에 수탁회사의 부수적 업무이었던 것을 분리시켜 사채관리회사의 업무로 맡긴 취지로 볼 때 수탁회사는 해석상 당연히 부적격자로 다루어야 한다. 이철송, 전거서, 1022면.

71) 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 691면; 이철송, 전거서, 1033면.

72) 일본이나 미국의 관련 규제에 대해서는 권종호, 전거논문, 200~202면 참조.

73) 박철영, 전거논문, 158면.

74) 사채관리회사의 권한 확대를 사채관리계약에 맡기기 보다는 법적 규제를 통하여 달성해야 한다는 견해로서 박철영, 전거논문, 154면, 158면 참조.

75) 이와 관련하여 사채권자집회의 권한을 사채권자집회의 대표자(상법 제500조)나 사채관리회사에 개별적·포괄적으로 위임할 수 있는가에 대한 논의로는 윤영신, 전거논문, 194~195면 참조.

76) 정동윤, 전거서, 112면.

77) Yakov Amihud, Kenneth Garbade & Marcel Kahan, "A New Governance Structure for Corporate Bonds," 51 Stan. L. Rev. 447, 473 (1999).

해 적극적으로 행동하리라는 보장은 없다.⁷⁸⁾ ‘본인’인 사채권자들의 복지가 ‘대리인’인 사채관리회사의 행위에 달려 있다 보니 이른바 대리문제(agency problem)가 발생하는 것이다.⁷⁹⁾

그렇다고 사채관리회사의 활용을 포기하고 이행강제조치를 사채권자집회나 각 사채권자에 맡길 수는 없다. 현실적으로 사채권자집회는 거의 이용되고 있지 않으며,⁸⁰⁾ 개별 사채권자가 직접적으로 구체절차를 밟는 것도 쉽지 않다. 이러한 어려움을 극복하고자 사채관리회사제도를 도입한 것인데, 사채관리회사의 인센티브 부족이나 대리문제를 이유로 도로 사채권자 자신에 의한 조치에 기대게 된다면 순환론적 문제에 빠질 뿐이다.⁸¹⁾ 이와 관련하여 사채관리회사의 적극적 권한 행사를 도모할 수 있는 방안들을 몇 가지 생각해 볼 수 있다.

첫째, 흔히 대리문제를 완화하는 전략의 하나로서, 대리인이 본인의 이익을 해치는 불성실한 행위를 하지 않도록 일정한 기준(standard)을 정하고 그 준수 여부를 사후적으로 심판하여 제재하는 방식이 있다.⁸²⁾ 상법 및 사채관리계약상 사채관리회사는 선관주의의무를 부담하는데, 만약 사채관리회사가 사채권자들을 위해 행동할 유인의 부족으로 적절한 조치를 취하지 않는다면 그 자체가 선관주의의무 위반이 될 가능성이 높다(상법 제484조의2 제2항; 표준계약서 제4-4조 제2항).⁸³⁾ 결국 사채관리회사가 그 도입 취지에 따라 사채권자를 위해 적극적으로 행동하게 하려면 그 권한과 의무의 범위를 명확히 하고, 실효성 있는 책임추궁이 요구된다.⁸⁴⁾ 물론 책임질 수 있다는 두려움 자체만으로 사채관리회사가 사채권자의 이익을 대표하여 최적의 조치를 취하도록 하는 충분한 유인책이 될 것인지에 대해 회의적인 시각도 있고,⁸⁵⁾ 사채관리회사의 권한과 의무의 강화에 따른 수수료 증가 및 이에 수반한 사채의 수익감소 등이 문제될 수 있다.⁸⁶⁾ 그럼에도 불구하고 선관주의의무에 입각하여 행동할 것을 요구하는 것은 가장 핵심적이고도 기본적인 방안이라고 하겠다.

둘째, 평판조치를 통해 불성실한 대리인을 걸러내는 방식을 생각할 수 있다.⁸⁷⁾ 사채관리회사는 성실하고 효율적인 사채관리업무를 제공함으로써 좋은 평판을 얻으려는 유인을 가질 수 있다. 사채관리회사의 지정은 사채의 발행회사가 하는 것이지만(상법 제480조의2), 사채권자의 입장에서는 높은 수준의 서

78) 김건식/노혁준/천경훈, 전거서, 688면.

79) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford University Press (2009), at 35.

80) 송옥렬, 전거서, 1170면; 정동윤, 전거서, 163면. 사채권자집회가 이용되지 않는 이유로는 ① 사채권자집회에 대한 사채권자의 소극적인 태도, ② 소액의 사채를 보유한 사채권자들이 다른 사채권자들과 결집하여 사채권자집회를 소집하고 결의를 성립시킬 수 있는 현실적 수단이 없다는 점이 주로 지적된다. 권종호, 전거논문, 193면.

81) 물론 사채권자가 대부분 기관투자자라는 현실을 놓고 보았을 때, 사채관리회사가 반드시 필요한 제도가 아닐 수 있다는 시각도 가능하다. 그러나 제도설계의 균형이라는 측면에서는 다수의 투자자가 존재하는 상황 역시 고려해야 할 것이다.

82) Kraakman, *supra* note 79, at 39~40.

83) 미국의 경우 신탁증서 위반 전후로 주의의무를 달리 규정하나, 상법이나 표준계약서상으로는 동일한 정도의 선관주의의무가 부과된다. 이러한 면에서 상법상 사채관리회사의 의무가 미국보다 강화되어 있다고 볼 수 있다. 윤영신, 전거논문, 175면.

84) 이 글의 목적상 사채관리회사의 의무 범위와 실효성 있는 책임추궁에 관한 논의는 상세히 다루지 못하고, 차후의 연구과제로 삼고자 한다. 이와 관련하여 사채관리회사가 주의의무 위반으로 책임을 지는 경우, 누가 어떠한 방식으로 책임을 추궁할 수 있는가? 상법상 규정이 없으므로 ① 사채의 단체성을 강조하여 사채권자집회의 결의로 특별대리인을 선임하여 책임을 물을 수 있다거나, ② 사채권자가 개별적으로 책임을 물을 수 있다는 등의 해석이 가능하다. 윤영신, 전거논문, 180면.

85) Kahan, *supra* note 4, at 1064.

86) 이러한 점을 고려하여 미국에서와 같이 기한이익상실사유 발생을 전후로 하여 사채관리회사의 의무를 차등적으로 부과하는 견해가 있다. 즉 기한이익상실사유 발생 전에는 정도가 낮은 소극적 수준의 의무를 부과하되, 사유 발생 이후에는 미국에서 말하는 ‘신중한 사람’(prudent man)을 기준으로 하는 적극적 수준의 의무를 인정하는 것이다. 후자의 상황에서는 사채관리회사가 면책되기 위해서는 보다 적극적으로 선관주의 및 공평·성실의무를 다하여야 한다. 권종호, 전거논문, 188면. 그러나 기한이익상실사유 발생 이후에는 의무수준이 높아지는 이중적 의무구조 하에서는, 사채관리회사가 사채계약위반이 의심되는 상황을 조사하는 것과 같이 기한이익상실사유를 촉발하는 어떠한 조치도 오히려 자제할 유인이 생기게 된다는 견해도 있다. Kahan, *supra* note 4, at 1064.

87) Kraakman, *supra* note 79, at 40.

비스를 제공하는 것으로 알려진 사채관리회사를 선임하는 발행회사의 사채에 대해 기꺼이 프리미엄을 지불할 의향이 있을 수 있는 까닭이다.

마지막으로, 대리인에게 본인의 이익을 성공적으로 증진시킨 것에 대한 보상을 지급하는 방식이 있다.⁸⁸⁾ 전술하였듯이 사채관리회사가 사채권자를 위한 구제조치를 강구하더라도 추가적인 보수를 받지 못한다. 추가보수지급에 관한 제도를 보완함으로써 사채관리회사의 인센티브를 증진하는 방안을 강구할 수 있다.

V. 맺음말

사채권자가 보유하는 권리를 개별화할 것이냐 집단화할 것이냐에 따라 양자 사이에서는 이른바 상쇄관계(trade-off)가 생긴다. 즉 어느 쪽으로 권리를 부여하느냐에 따라 해당 권리의 변경이나 이행강제시 수반되는 부작용이 달라진다. 일반적인 회사채권자라면 각자 자신의 계약상 권리를 회사와 합의하여 변경하거나, 회사의 계약위반시 이행강제조치를 취하게 된다. 그러나 다수의 분산된 사채권자가 존재하는 공모사채와 같은 경우에는 각 사채권자가 개별적으로 발행회사와 계약내용을 조정하거나 계약위반시 구제조치를 취하는 것이 쉽지 않다. 발행회사의 입장에서라도 각 사채권자 전부를 일일이 상대하여 교섭하거나 의무를 이행하는 것이 비효율적일 수 있다. 이러한 차원에서 현행 상법과 표준계약서는 사채권자의 권리를 기본적으로 집단화시켜 놓았다고 볼 수 있다.

계약변경에 관한 사채권자의 권리를 집단적으로 부여하고 있는 상법과 표준계약서상의 구조는 권리의 개별화에 따르는 여러 문제들을 감소시키면서 잠재적인 통제상실문제만을 발생시킬 뿐이라는 점에서 적절한 선택이라고 볼 수 있다. 다만 계약변경에 동의하는 사채권자의 권리가 동의하지 않는 사채권자의 권리로부터 분리될 수 있는 성격의 경우에는 계약당사자들의 합의에 따라 해당 권리를 개별화 하더라도 집단행동문제나 이해상충문제는 크게 부각되지 않을 것이며, 아울러 통제상실의 문제도 해결할 수 있다.

상법과 표준계약서는 이행강제와 관련한 권리 역시 원칙적으로 집단화하고 있는데, 그에 수반되는 집단행동문제는 실제 사채소유구조를 고려하였을 때 제한적일 수 있지만 인센티브문제와 통제상실문제는 여전히 남는다. 이러한 문제들은 해석 및 표준계약서에 의해 인정되는 사채권자의 개별적 이행강제를 통해서 극복될 여지가 있으며, 이 때 남소의 문제는 그리 심각하지 않을 것으로 보인다.

사채권자 대표로서 사채관리회사는 권리의 개별화 및 집단화에 관련된 많은 문제를 완화시킬 수 있는 적절한 제도이다. 사채관리회사의 기능을 최대화하려면 그 권한을 강화하고, 아울러 선관주의의무에 따라 권한을 행사할 의무를 인정하여 그 위반시 실효성 있는 책임추궁이 이루어질 수 있도록 해야 할 것이다.

88) Id. at 42~43.

한국상사법학회 2019년 춘계학술대회
주식회사의 경제적 실질과 법학적 고찰

제4주제

**주식매수청구권에 대한
비교법적 고찰**

발표자 : 노미리 교수[동아대학교]
사회자 : 김정호 교수[고려대학교]
토론자 : 이승환 교수[대구대학교]
토론자 : 김희철 교수[원광대학교]

주식매수청구권의 남용 방지에 관한 연구

- 델라웨어주 일반회사법과의 비교를 중심으로 -

노 미 리*

I. 서 론

2009년 2월 4일 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」¹⁾이 시행되면서 종전보다 주식매수청구권 행사 요건이 강화되었다. 그 때문에 주식매수청구권 행사로 인한 상장회사의 부담이 감소할 것이라는 예상이 있었다.²⁾ 하지만 자본시장법이 시행된 지 10여년이 지난 현재에도 주식매수청구권의 과도한 행사로 인해 합병이 우려되거나 무산되는 사례가 종종 발생하고 있다. 일례로, 2016년 5월에 있었던 (주)미래에셋대우와 (주)미래에셋증권과의 합병을 들 수 있다. 합병을 앞둔 2016년 12월경 양 회사의 주가가 반대주주에게 지급하기로 한 주식매수 예정가격을 하회하면서 양 회사의 합병을 우려하는 보도가 있었다.³⁾ 당시 합병법인인 (주)미래에셋증권의 합병 성사 의지가 확고해 반대주주의 주식매수청구권 행사로 인해 합병이 무산되지는 않았지만, 과도한 주식매수청구권 행사로 인해 합병이 무산되기도 한다. 대표적인 예가 2014년에 있었던 삼성중공업(주)와 삼성엔지니어링(주) 간의 합병이다. 삼성엔지니어링(주)의 경우 합병 반대주주의 주식매수청구권 행사가액이 너무 과도하여,⁴⁾ 양 회사의 합병은 결국 무산되었다.⁵⁾

그 외에도 2006년부터 2015년 9월 말까지 공시된 합병 결정은 332건이었는데, 그 중 146건에 일정 수준 이상의 주식매수청구권 행사가 있을 경우 합병계약이 무산될 수 있다는 내용이 기재되어 있었다.⁶⁾ 그리고, 실제로 8건(5.5%)의 합병계약이 무산되었다.⁷⁾ 문제는 차익실현을 노리고 주식매수청구권을 행사하는 주주들이 과거보다 증가하였다는 점이다. 이러한 주식매수청구권의 행사는 주주 보호라는 순기능을 수행하기 보다는 기업조직재편에 걸림돌로 작용하는 등 부정적인 측면이 더 많을 수 있다. 본고에서는 주식매수청구권의 행사 현황을 살펴보고, 주식매수청구권의 기능을 어떠한 관점에서 바라볼 것인지, 우리나라에서의 주식매수청구권 행사 및 주식매수가액 산정 방법에 대해서 논한 후 미국 델라웨어주 일반회사법과 판례를 검토한다. 미국 델라웨어주 일반회사법 등과의 비교를 통해 우리나라 법제에 시사하는 바를 도출하고자 한다.

II. 주식매수청구권의 행사 현황

1. 주식매수청구권의 행사 현황

자본시장법이 시행되면서, 주식매수청구권자 자격이 ‘주주명부폐쇄기간 전까지 당해 주식을 취득한 자’에서 ‘합병 등 공시일까지 취득한 자’로 변경됨으로써 주식매수청구권을 행사할 수 있는 주식의 취득

* 동아대학교 법학전문대학원 부교수(mrnoh@dau.ac.kr).

1) 이하 ‘자본시장법’이라 약칭한다.

2) 금융감독원, “상장회사의 주식매수청구권 행사현황 분석”, 보도자료, 2011.5.3.자, 1면.

3) 김효진, “미래에셋·엣 대우증권 주가, 매수청구가 밀돌아”, 한겨레신문, 2016.10.4.자 기사.

4) 반대주주의 주식매수청구권 행사가액이 합병계약서상 해제권 발생사유인 4,100억원을 약 75%이상이나 상회하였다.

5) 삼성엔지니어링(주)는 합병계약서 제17조 제4항에 근거하여 삼성중공업(주)와 체결한 합병계약을 해제하기로 결의하였다(삼성엔지니어링(주), 주요사항보고서, 2014.11.19.).

6) 금융감독원 기업공시국의 기업공시서식 작성기준 제12-1-5조 제1항은 당사자간 합병 등의 계약내용 중 특정 조건의 충족 여부에 따라 당해 합병 등의 계약이 무효 또는 해제될 수 있는 경우에는 그 내용을 구체적으로 기재하도록 하고 있다.

7) 최민용, “반대주주의 주식매수청구권 사례 검토와 시사점: 미국의 경우”, 「KERI Insight」, 16-07, 2016, 3면.

기간이 약 2주 정도 단축되었다.⁸⁾ 2008년부터 2018년까지의 주식매수청구권 행사 현황을 통해, 위와 같이 주식매수청구권 행사요건을 강화한 자본시장법의 효과가 있는지 먼저 살펴보고자 한다.⁹⁾ 금융감독원은 2011년 5월, 자본시장법 시행 이후 이전에 비해 주식매수청구권 발생이 17.8%(146사→120사) 감소하였다고 보도한 바 있다.¹⁰⁾ 하지만, <표1>에 의하면 자본시장법 시행 전후(2008~2009년) 행사된 전체 주식매수청구권의 수에 큰 차이가 없다. 2008년부터 2018년 상반기까지 행사된 주식매수청구권 발생 원인은 대부분 합병과 관련된 것이다. 그 중 유가증권시장 현황을 살펴보면 합병과 관련된 건은 2008년(25사)보다 최근인 2017년(40건)에 오히려 증가하였고, 전체 사건의 숫자 역시 2008년에는 91건이었는데, 2017년에는 99건으로 증가하였음을 알 수 있다. 이러한 현상에 비추어 볼 때, 종전보다 주식매수청구권을 행사할 수 있는 주식의 취득기간을 약 2주 정도 단축한 법률 개정의 실효성이 있다고 할 수 있는 것인지 의문이다.

<표1. 주식매수청구권 발생 원인 현황>

(단위 : 사)

구분	합병		영업 양수·도		주식교환·이전		합 계		
	유가 증권	코스닥	유가 증권	코스닥	유가 증권	코스닥	유가 증권	코스닥	소 계
2008년	25	66	5	8	1	2	31	76	107
2009년	38	55	2	5	2	1	42	61	103
2010년	26	65	6	7	3	-	35	72	107
2011년	36	37	2	8	1	-	39	45	84
2012년	43	38	2	5	2	-	47	43	90
2013년	34	49	4	3	3	-	41	52	93
2014년	40	41	1	2	4	1	45	44	89
2015년	40	47	3	7	6	3	49	57	106
2016년	46	61	3	2	5	2	54	65	119
2017년	40	59	1	4	5	3	46	66	112
2018년 상반기	22	25	-	1	1	1	23	27	50

다음으로 주식매수청구대금 현황에 관한 자료를 살펴본다. <표2>에 의하면, 2010년 주식매수청구대금이 전년도에 비해서 대폭 감소하였다(1조 8,058억원→528억원). 2009년에는 (주)엘지데이콤, (주)케이티프리텔, (주)LG텔레콤 등 기업규모가 큰 통신사들의 합병이 있었으나, 2010년에는 주로 기업규모가 작은 회사들 간의 합병이 있었기 때문이다.¹¹⁾ 2010년 이후 지급된 주식매수청구대금은 점차 증가하다가, 2014년에 소폭 감소하였는데 그 원인은 규모가 큰 회사의 합병이 없었기 때문인 것으로 추측된다.¹²⁾ 2014년 이후로 지급된 주식매수청구대금은 계속 증가하는 추세에 있다. 한국예탁결제원 보도자료에 의하면, 2013년부터 2017년까지 최근 5년간 상장회사가 주주에게 지급한 주식매수청구대금은 총 2조 8,173억원에 달한다.¹³⁾ 뿐만 아니라, 2017년에 지급된 주식매수청구대금은 1조 733억원¹⁴⁾으로, 전년

8) 금융감독원, 전계 보도자료, 1면.

9) 금융감독원 작성의 2011.5.3.자 보도자료와 한국예탁결제원 작성의 2010년부터 2018년까지 주식매수청구권 행사 현황 보도자료의 수치가 일치하지 않는 관계로 한국예탁결제원의 자료로 정리하였다.

10) 금융감독원, 전계 보도자료, 2~3면.

11) 한국예탁결제원, “2010년 M&A 회사 소폭 증가, 주식매수청구대금은 대폭 감소”, 보도자료, 2011.1.24.자, 2면.

12) 한국예탁결제원, “‘14년 상반기 상장법인 주식매수청구대금 전년 동기 대비 2,724억원(75%) 감소”, 보도자료, 2014.7.17.자.

13) 한국예탁결제원, “2017년 M&A 건수 전년 대비 감소, 주식매수청구대금은 대폭 증가”, 보도자료, 2018.1.23.자, 2~3면.

(5,244억) 대비 105%나 증가하였으며,¹⁵⁾ 2018년 상반기 상장법인이 실질주주에게 지급한 주식매수청구대금은 7,416억원으로 전년 동기(929억원) 대비 700% 증가하였다.¹⁶⁾ 최근 주식매수청구사건의 규모가 점차 커지고 있음을 확인할 수 있다.

〈표2. 주식매수청구대금 지급 현황〉

(단위: 사, 억원, %)

구 분	유가증권시장		코스닥시장		합 계	
	회사수	매수대금	회사수	매수대금	회사수	매수대금
2008년	15	24,947	48	1,544	63	26,491
2009년	22	17,200	33	858	55	18,058
2010년	11	249	37	279	48	528
2011년	15	1,219	18	321	33	1,540
2012년	12	1,953	21	560	33	2,513
2013년	14	6,303	11	309	25	6,612
2014년	16	856	13	434	29	1,290
2015년	22	1,958	14	2,336	36	4,294
2016년	13	4,985	13	259	26	5,244
2017년	12	10,392	27	341	39	10,733
2018년 상반기	3	1,694	10	5,722	13	7,416

2. 상사비송사건의 추세

실제 법원에 접수되는 주식매수가액결정 신청사건의 수는 어떠한지 살펴본다. 주식매수가액결정 신청 사건(상법 제335조의5 제2항, 제360조의5, 제360조의22, 제374조의2, 제530조 제1항, 제530조의11)은 상사비송사건¹⁷⁾에 해당되는데, 사법연감 통계자료¹⁸⁾를 토대로 집계한 상사비송 사건의 수는 <표3>과 같다. <표3>에 의하면, 2000년대 초반에 민사비송사건 중 상사비송 사건이 차지하는 비중은 1.5% 내외였는데, 2009년 이후로 2.5% 내외를 차지하는 등 상사비송사건의 비중이 크게 증가하였다. 2008년 세계 금융위기의 여파로 구조조정에 착수한 기업의 증가¹⁹⁾와 관련이 있을 것으로 추측된다.

<표3>에 나타난 수치에는 주식매수가액결정 신청사건 뿐만 아니라, 경영권 분쟁 상황 해결이나 소수 주주 보호를 위한 임시주주총회 소집허가 신청(상법 제366조, 제542조), 임시이사 선임 신청(상법 제386조), 이사회 의사록 열람·등사 신청(상법 제391조의3), 가처분으로 선임된 직무대행자의 상무 외 행

14) 한국예탁결제원 작성의 2018.1.23.자 보도자료와 달리 2018.7.17.자 보도자료에 의하면, 상장회사가 주주에게 지급한 주식매수청구대금은 1조 1,519억원으로 수치가 더 크다(한국예탁결제원, “‘18년 상반기 주식매수청구대금 전년 동기 대비 대폭 증가”, 보도자료, 2018.7.17.자, 3면).

15) 롯데그룹 내 회사간 분할합병에 따른 주식매수청구권 행사가 있었기 때문에 주식매수청구대금 지급액이 크게 증가하였다(한국예탁결제원, 전계 보도자료, 2018.1.23.자, 2면).

16) 한국예탁결제원, 전계 보도자료, 2018.7.17.자, 2면.

17) 절차법적인 면에서, 비송사건은 법원의 관할에 속하는 민사사건 중 소송절차로 처리하지 않는 사건을 뜻한다(이시윤, 『신민사소송법』(제11판), 박영사, 2017, 13면).: 비송사건의 개념적인 면을 살펴보면, 사인간의 법률관계는 사적자치원칙에 의하여 국가가 관여하지 않는 것이 원칙이나, 공익상의 이유로 법원이 예외적으로 사권관계의 형성·변경·소멸에 관여하는 경우가 있다. 이를 비송사건이라고 한다(김동근·조신기·정동근, 『비송사건처리절차법 이론 및 실무』, 법률출판사, 2017, 38면).

18) 법원행정처, 『2018년 사법연감』, 2018, 573면 (http://www.scourt.go.kr/img/pub/jur_2018_Book6.pdf).

19) 구정한·김석기, “글로벌 금융위기 전후의 기업구조조정 성과 차이 분석”, 한국금융연구원, 2016, 6면.

위 허가 신청(상법 제408조), 재무제표 기타 열람 신청(상법 제448조) 사건 등의 수가 모두 포함되어 있다(비송사건절차법 제72조).²⁰⁾ 그러므로 위 표에 나타난 수치만으로는 주식매수청구사건의 비중, 연도별 증감 현황을 상세하게 알기는 어렵다. 하지만, <표1>, <표2>를 함께 참조하면 주식매수가액결정 신청사건 수가 과거보다 증가하였을 것이라는 점을 어렵지 않게 예상할 수 있다.

<표3. 상사비송 사건의 현황>

(단위: 건)

접수사건	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
상사비송	2,164	2,206	2,105	2,150	2,290	2,392	2,511
비중(%)	3.1	3.0	2.6	2.8	2.5	2.4	2.7
접수사건	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
상사비송	1,063	961	1,249	1,524	1,741	1,947	1,990
비중(%)	1.2	1.1	1.4	1.5	1.7	2.4	2.9

Ⅲ. 주식매수청구권의 의의 및 기능

1. 주식매수청구권의 의의

주식매수청구권은 주주총회에서 주주의 이익에 중대한 영향을 미치는 일정한 사항이 다수결로 결의된 경우에 위 결의에 반대한 주주가 회사에 대하여 자기가 소유한 주식을 공정한 가격으로 매수할 것을 청구할 수 있는 권리를 말한다. 우리나라는 미국의 주식매수청구권 제도를 계수하여 1982년 구 증권거래법²¹⁾에 주권상장법인에 한하여 주식매수청구권을 인정하였다. 하지만, 증권시장을 통하여 투자자본의 회수가 가능한 상장법인의 반대주주에게만 인정이 되고, 정작 지배주주의 횡포에도 불구하고 투자자본을 회수할 길이 없는 폐쇄회사인 비상장법인 반대주주에게는 주식매수청구권이 인정되지 않아 실질적인 소수주주의 권리보호가 이루어지지 않는다는 비판이 제기되었다. 1995년 개정상법은 그 비판을 받아들여 주식매수청구권을 비상장회사에까지 확대하였다.²²⁾ 그 결과 상장 여부와는 무관하게 주식회사의 근본적인 변경이 있는 경우 이를 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있게 되었다.

주식매수청구권은 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 사항으로 법률에서 규정하고 있는 경우에 한해서 인정된다. 회사가 임의적으로 반대주주의 주식매수청구권을 인정하는 것은 불가능하다. 현행 상법에서는 영업양도(상법 제374조의2), 주식의 포괄적 교환(상법 제350조의5) 및 이전(상법 제360조의22, 제360조의5), 합병(상법 제522조의3), 분할합병에서 반대주주의 주식매수청구권을 인정하고 있다(상법 제530조의11 제2항, 제522조의3).²³⁾ 간이합병의 경우에는 반대주주의 주식매수청구권을 인정하고 있지만 소규모합병의 경우에는 합병 규모가 작은 점을 고려하여 원활한 기업 구조조정을 위해 주식매수청구권을 인정하지 않고 있다(상법 제527조의3 제5항).²⁴⁾ 한편 단순분할의 경우에는 기업 구조조정에 해당하나, 종전의 회사재산과 영업이 물리적 및 기능적으로 나누어질 뿐 분할회사의 주주의 권리는 지분비율에 따라 신설회사에 그대로 미치므로 주주의 권리에 큰 변화가 생기지 않기 때문에 반대주주의 주식매수청구권을 인정하지 않고 있다(상법 제530조의11 제2항, 제552조의3).

20) 강동욱·박성민, “상사비송사건의 소송화와 문제점”, 「인권과 정의」 431호, 대한변호사협회, 2013, 30면.

21) 자본시장법의 제정으로 2009년 2월 4일 폐지되었다.

22) 임흥근, 『한국 상법전 50년사』, 법문사, 2013, 293~294면.

23) 정관에 의한 주식양도 제한의 경우에도 주식매수청구권이 발생할 수 있지만(상법 제335조의6), 본고에서는 회사의 조직재편행위와 관련된 내용에 중점을 두고자 한다.

24) 임흥근, 전거서, 320면.

2. 주식매수청구권의 기능

가. 미국 델라웨어에서의 논의

주식매수청구권과 관련된 문제들을 해결하기 위해서는 주식매수청구권의 기능을 어떠한 시각에서 바라볼 것인지, 그 관점을 정립할 필요가 있다. 우리나라는 미국의 주식매수청구권 제도를 계수하였으므로, 먼저 미국 델라웨어주에서 논의되는 내용을 검토하고자 한다. 델라웨어주는 기업에 대한 과세와 규제가 적기 때문에, 미국 상장회사의 50% 이상이 델라웨어주 일반회사법(Delaware General Corporation Law²⁵⁾)에 기초해서 설립되기 때문이다. 미국 델라웨어주에서는 주식매수청구권의 존재 의의 내지 기능을 둘러싼 견해 대립이 크게 4가지가 있다.²⁶⁾

첫째, 주식매수청구권은 반대주주 입장에서 공정한 가격으로 투자자본을 회수하고 당해 회사에서 퇴출하는 기능이 있다고 해석하는 견해이다. 이 견해는 후술하는 다른 견해들과도 조화로운 해석이 가능하다.

둘째, 합병 반대주주의 거부권 박탈에 대한 보상으로 주식매수청구권이 존재한다는 견해이다.²⁷⁾ 과거 미국에서 철도와 발전 산업처럼 중요한 산업에서 합병을 진행하기 위해서는 주주들의 만장일치가 있어야 했다. 1명의 주주라도 반대하면 합병을 할 수 없다는 것은 바람직하지 않기 때문에, 법원은 *Lauman v. Lebanon Valley Railroad* 사건에서 다수결 결의로 합병을 진행할 수 있도록 변경했다.²⁸⁾ 과거와 달리 다수주주의 동의가 있으면 합병을 할 수 있게 되었으므로, 반대주주에게 거부권 박탈에 대한 보상으로 주식매수청구권을 부여하는 내용이 입법되었다.²⁹⁾ 주식매수청구권이 도입된 연혁을 살펴보면 주식매수청구권의 기능을 반대주주의 거부권 박탈에 대한 보상이라고 해석하는 것도 일리는 있다. 그러나 오늘날에는 차익실현을 위해 주식매수청구권이 남용되는 현상이 나타나고 있는 바, 위 견해를 일관되게 적용하기에는 무리가 있다고 생각된다.

셋째, 회사의 거래를 용이하게 함으로써 다수파 주주를 보호하는 것에서 주식매수청구권의 존재 의의를 견해가 있다. Manning의 견해로, Manning은 주식매수청구권이 소수주주를 보호하기 위해서 필요한 것이 아니라, 다수주주를 보호할 필요가 있다는 관점에서 주식 시장이 존재하지 않는 회사의 주주들에게만 주식매수청구권을 인정할 필요가 있다고 주장했다.³⁰⁾ 즉, 시장성 있는 회사의 경우에는 주식매수청구권을 인정할 필요가 없다는 견해로, 후술하는 시장성 예외(market-out exception) 조항을 지지하는 견해라고 할 수 있다. 이러한 Manning의 주장이 델라웨어주 일반회사법 개정 과정에서 받아들여져서, 1967년 델라웨어주 일반회사법에 시장성 예외 조항이 도입되었다.³¹⁾ 우리나라에서는 회사의 상장 여부를 불문하고 주식매수청구권을 인정하고 있으므로 우리나라 현행법에 바로 적용하기는 무리인 견해라고 생각된다.

넷째, 주식매수청구권의 기능을 회사 경영에 대한 감시기능이라고 주장하는 견해가 있다.³²⁾ Manning

25) 이하 “DGCL” 또는 “델라웨어주 일반회사법”이라 약칭한다.

26) 손영화 외 2인, “주식매수청구권 행사에 관한 몇 가지 논점에 관한 고찰”, 『법학연구』 제19권 제4호, 인하대학교 법학연구소, 2016, 295~298면.

27) Robert B Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule : Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 Geo. L.J. 1, 19 (1995).

28) William J. Carney·Keith Sharfman, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 Del. J. Corp. L. 61, 66~67 (2018).

29) Id.: 당시 반대주주에게 주식매수청구권을 인정한 이유는 합병시 다수주주에 의한 자기거래 등에 대한 우려가 있었기 때문이다.

30) Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223, 261~262 (1962).

31) Ernst Folk Report on Delaware Corporation Law, 198, (1967), available at <https://delawarelaw.widener.edu/files/resources/folkreport.pdf>.

32) Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 Am. B. Found. Res. J., 875-878,

의 견해에 대해서 반대하는 견해로, Eisenberg, Fischel은 주식매수청구권은 다수파주주의 부당한 거래로부터 소수파 주주를 보호하는 기능을 한다고 주장한다.³³⁾ 최근에는 주식매수청구권의 기능을 바라보는 관점이 거부권 박탈에 대한 보상보다는 다수파 주주가 관여한 거래로부터 소수파 주주의 보호로 이동되었다고 보는 견해³⁴⁾가 있다.

나. 우리나라에서의 논의

우리나라에서 주식매수청구권은 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 사항이 있을 경우에 이에 반대하는 주주의 이익을 보호하기 위한 제도로 여겨지고 있다.³⁵⁾ 주주총회에서 조직재편 등에 관한 사항이 다수결로 결의되었을 때 다수파 주주는 계획을 실현할 수 있는 반면, 소수파 주주는 주식매수청구권의 행사를 통해 일정한 보상을 받고 회사를 떠날 수 있기 때문이다. 하지만, 최근 주주행동주의의 영향으로 차익을 실현하기 위해서 주식매수청구권을 행사하는 경우가 많다.³⁶⁾ 이러한 현상에 비추어 보았을 때 주식매수청구권의 기능을 종전과 동일하게 소수파 주주의 이익을 보호하기 위한 제도로 해석할 수 있는지 의문이다. 오늘날에는 과거와 달리 소수파 주주가 자신의 이익을 도모하기 위해서 적극적으로 권리를 행사하는 경우가 많아졌으므로, 주식매수청구권의 존재 의의 내지 기능을 다수파 주주와 소수파 주주 사이의 이해관계 조정이라고 보는 것이 타당하다. 그러므로 법원의 주식매수가액 결정은 중요한 의미를 갖는다. 이러한 관점에 입각해서 주식매수청구권 행사 절차 및 비상장주식과 상장주식의 주식매수가액 산정방법에 대해서 구체적으로 검토한다.

IV. 주식매수청구권의 행사

1. 주식매수청구권의 행사 절차

우리나라는 영업양도, 합병 등 대부분의 조직재편행위에서 주식매수청구권을 인정하고 있으나, <표1>에 의하면 합병에서 행사되는 주식매수청구권의 비중이 전체 주식매수청구권 사건의 약 90%이상을 차지하고 있으므로 합병의 경우를 예로 들어 설명한다. 우리나라는 회사의 상장 여부에 따라 주식매수청구권을 달리 규정하고 있다. 비상장회사의 경우 합병 결의에 반대하는 주주는 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우 그 총회의 결의일로부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다(상법 제522조의3 제1항). 위 청구를 받으면 해당 회사는 위 매수청구기간이 종료하는 날부터 2개월 이내에 그 주식을 매수하여야 한다(상법 제530조 제2항, 제374조의2 제2항).

현행 상법은 주식매수청구권의 법적 성격을 형성권으로 보고 있기 때문에, 현행 주식의 매수가액이 결정되지 않은 상태이더라도 주식매수청구권의 행사만으로 주식매매계약이 성립되고, 매수청구기간이 종료하는 날부터 2개월이 경과한 시점 이후에는 매수대금 지체책임이 발생한다고 해석한다.³⁷⁾ 이때 지

(1983); Melvin A. Eisenberg, *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision making*, 57 Calif. L. Rev. 1, 84 (1969).

33) Daniel R. Fischel, *supra* note 32, at 875~878 ; Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Boston: Little, Brown & Co., 69~77 (1976).

34) Craig Boyd, *Appraisal Arbitrage: Closing The Floodgates on Hedge Funds and Activist Shareholders*, 65 U. Kan. L. Rev. 497, 501 (2016).

35) 손영화 외 2인, “상장회사의 주식매수청구권 제한에 관한 연구-동북아 3국 및 미국과의 비교를 중심으로”, 「법학연구」 통권 제51호, 전북대학교 법학연구소, 2017, 340면; 송옥렬, 『상법강의』(제9판), 홍문사, 2019, 951면; 이철송, 『회사법강의』(제27판), 박영사, 2019, 597~599면; 정동윤, 『상법』(상)(제6판), 법문사, 2012, 572면.

36) Craig Boyd, *supra* note 34, at 526.

37) 서울고등법원 2009.8.21. 선고 2009나13851 판결.

연손해금 비율로 연 6%의 당사법정이율이 적용된다(상법 제54조). 이러한 내용은 상장회사의 경우에도 동일하게 적용된다. 다만, 상장회사의 경우에는 합병 등에 관한 이사회 결의가 수시공시사항으로 주주총회 이전에 공시가 이루어지므로, 주식매수청구권을 행사하기 위해서는 주주가 이러한 이사회 결의가 공시되기 이전에 주식을 취득하였음을 증명하여야 한다(자본시장법 제165조의5 제1항). 그리고 상장회사는 주식매수 기간이 1개월로 비상장회사보다 짧다는 점에서 차이가 있다(같은 조 제2항).

2. 주식매수가액의 산정 방법

가. 비상장주식

비상장회사의 주식매수가액은 2단계로 산정된다. 주식매수청구권 행사로 인한 비상장주식의 매수가액은 우선 주주와 회사 간의 협의로 결정한다. 매수청구기간이 종료하는 날부터 30일 이내에 협의가 이루어지지 아니하면, 회사 또는 주식의 매수를 청구한 주주는 법원에 대하여 매수가액의 결정을 청구할 수 있다(상법 제530조 제2항, 제374조의2 제3항 및 제4항). 법원에서 주식의 매수가액을 결정하는 경우에는 회사의 재산상태 그 밖의 사정을 참작하여 공정한 가액을 산정하여야 한다(상법 제530조 제2항, 제374조의2 제5항).

우리나라 대법원은 비상장주식의 매수가액을 결정함에 있어서 ① 먼저 당해 주식이 객관적이 교환가치가 적정하게 반영된 가격으로 이루어진 실제 정상거래가 있는 경우에는 그러한 거래가격을 매수가액으로 보며, ② 그러한 거래가 없는 경우에는 회사의 자산가치, 시장가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가격을 결정하고 있다.³⁸⁾ 즉, 비상장주식의 경우 기본적으로 델라웨어 가중산술평균법(Delaware Block Method)을 따르고 있는 것으로 보인다.³⁹⁾ 경우에 따라서는 비상장주식의 평가방법을 규정하고 있는 「상속세 및 증여세법」(이하 “상증세법”이라 한다)에 따라서 매수가액을 산정하기도 한다.⁴⁰⁾

나. 상장주식

상장회사의 주식매수가액은 3단계로 산정된다. 상장회사도 비상장회사와 마찬가지로 우선 주주와 회사 간의 협의로 주식매수가액을 결정한다. 당사자들 간의 협의가 이루어지지 않으면 자본시장법에서 정하고 있는 바에 따라서 법정매수가액을 산정하고, 이 가격을 당사자들이 받아들이지 않으면 법원에 매수가액의 결정을 청구하는 구조를 취하고 있다(자본시장법 제165조의5 제3항). 법정매수가액은 합병 등 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월, 1개월, 1주간의 가격을 산술평균해서 산정한다(자본시장법 제165조의5 제3항, 같은 법 시행령 제176조의7 제3항).⁴¹⁾ 상장주식의 경우에는 법정매수가액을 산정하는 절차를 두고 있다는 점에서 비상장주식과 차이가 있다.

우리나라 대법원은 상장주식의 매수가액을 결정함에 있어서 시장주가를 참조하여 매수가액을 산정하는 것을 원칙으로 하고 있다.⁴²⁾ 하지만, 시장주가에 기초하여 매수가액을 산정하는 경우라고 하여 반드시 구 증권거래법 시행령 제84조의9 제2항 제1호⁴³⁾에서 정한 산정방법 중 어느 하나를 선택하여 그에 따라서만 매수가액을 산정하여야 하는 것은 아니다. 법원은 공정한 매수가액을 산정한다는 매수가액 결정신청사건의 제도적 취지와 개별 사안의 구체적 사정을 고려하여 이사회 결의일 이전의 어느 특정일의

38) 대법원 2006.11.23.자 2005마958 결정; 대법원 2006.11.24.자 2004마1022 결정.

39) 김정호, “주식매수청구권에 관한 연구”, 『경영법률』 제25집 제4호, 한국경영법률학회, 2015, 192면.

40) 대법원 2006.11.23.자 2005마958 결정; 대법원 2006.11.24.자 2004마1022 결정.

41) 금융지주회사의 경우에는 금융지주회사법 제62조의2에 주식매수청구권 특례 규정을 두고 있다.

42) 대법원 2011.10.13.자 2008마264 결정; 대법원 2011.10.13.자 2009마989 결정.

43) 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호.

시장주가를 참조할 것인지, 또는 일정기간 동안의 시장주가의 평균치를 참조할 것인지, 그렇지 않으면 구 증권거래법 시행령 제84조의9 제2항 제1호에서 정한 산정방법 중 어느 하나에 따라 산정된 가격을 그대로 인정할 것인지 등을 합리적으로 결정할 수 있다.⁴⁴⁾

나아가 해당 상장주식이 유가증권시장에서 거래가 형성되지 아니한 주식이거나(구 증권거래법 시행령 제84조의9 제2항 제2호⁴⁵⁾) 시장주가가 가격조작 등 시장의 기능을 방해하는 부정한 수단에 의하여 영향을 받는 등으로 해당 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단될 경우에는, 시장주가를 배제하거나 또는 시장주가와 함께 순자산가치나 수익가치 등 다른 평가요소를 반영하여 해당 법인의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정할 수도 있으나, 단순히 시장주가가 순자산가치나 수익가치에 기초하여 산정된 가격과 다소 차이가 난다는 사정만으로 위 시장주가가 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못한다고 쉽게 단정하여서는 아니 된다고 보았다.⁴⁶⁾

V. 미국 델라웨어주 일반회사법과 판례 동향

1. 현 황

지난 10년간 미국 델라웨어주에서도 반대주주가 주식매수청구권을 행사한 사건의 수가 크게 증가하였다. 현재 델라웨어주 일반회사법은 미국 모범회사법(Model Business Corporation Act⁴⁷⁾)과 달리 기업 조직재편행위 중 합병에서만 주식매수청구권을 인정하고 있다.⁴⁸⁾ Charles R. Korsmo & Minor Myers의 연구자료에 의하면, 2004년부터 2010년까지 있었던 합병 사례에서 주식매수청구권이 행사된 사건의 비중이 약 5%였으나, 2011년에는 10%, 2013년에는 15%를 각 초과⁴⁹⁾하는 등 사건의 수가 점차 증가하고 있다.⁵⁰⁾ 이러한 상황에서 델라웨어주는 주식매수청구권이 차익실현의 수단으로 활용되는 것을 방지하기 위해서 어떻게 대응하고 있는지 델라웨어주 일반회사법의 내용과 델라웨어주 법원의 판결 내용을 중심으로 살펴보고자 한다.

2. 주식매수청구권 관련 델라웨어주 일반회사법의 주요 내용

가. 주식매수청구권의 행사 절차

주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있는데, 주식매수청구권을 행사하려면 합병의 효력발생일까지 주식을 계속 보유하고 있어야 한다[DGCL §262(a)]. 흡수합병 또는 신설합병에 찬성 결의를 하지 않고, 서면으로 이에 동의하지 않은 주주는 형평법원에서 주식의 공정한 가액을 평가받을 자격이 있다[DGCL §262(a)]. 주식매수청구권 절차는 DGCL §262(d)에 따라서 이루어진다. DGCL §262(d)(1)에 의하면, 회사는 적어도 흡수합병 또는 신설합병의 주주총회 결의일로부터 20일 전에 주주에게 주식매수청구권을

44) 대법원 2011.10.13.자 2008마264 결정; 대법원 2011.10.13.자 2009마989 결정.

45) 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제2호.

46) 대법원 2011.10.13.자 2008마264 결정; 대법원 2011.10.13.자 2009마989 결정.

47) 이하 경우에 따라 “MBCA”라고 약칭한다.

48) Stephen M. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, 3rd edition, Foundation Press, 98, (2012).

49) Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public company M&A*, 92 Washington University Law Review 1551, 1569~1570, (2015).

50) 이러한 현상은 상당 부분 In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc., No. Civ.A. 1554-CC, 2007 WL 1378345 (Del. Ch. May, 2, 2007)(이하 “Transkaryotic”이라 한다) 결정에서 기인한다. Transkaryotic 결정에서 형평법원은 기준일(record date) 이후 주주총회 결의일 전에 주식을 취득한 자도 주식매수청구권이 있다고 판단함으로써, 헤지펀드 등이 주식매수청구권을 행사하기 위한 목적으로 주식을 취득할 것인지 여부를 고려할 수 있는 시간을 확보할 수 있게 되었기 때문이다.; Craig Boyd, *supra* note 34, at 504.

행사할 수 있다는 내용을 통지하여야 한다. 합병에 반대하는 주주로서 주식매수청구권을 행사하고자 하는 자는 주주총회 결의일 전에 서면으로 회사에 주식의 매수를 청구하고자 한다는 사실을 알려야 한다. 합병 반대 결의만으로는 주식매수청구권을 행사할 수 없다.⁵¹⁾ 회사에 통지하는 서면에는 주주의 신원과 주주가 주식매수를 청구하고자 한다는 내용이 들어가 있으면 충분하다[DGCL §262(d)(1)].

존속회사 또는 신설회사는 합병의 효력발생일⁵²⁾로부터 10일 이내에 합병 반대주주에게 합병의 효력발생일을 통지해야 한다[DGCL §262(d)(1)]. 흡수합병 또는 신설합병의 효력발생일 후 120일 이내에 존속회사, 신설회사 또는 주식매수청구권을 행사할 자격이 있는 주주는 형평법원⁵³⁾에 주식 가격의 결정을 신청할 수 있다[DGCL §262(e)]. 주식매수가격 결정 신청이 있으면 법원은 주식매수청구권을 행사할 자격이 있는 주주를 결정하여야 하고, 주식매수를 청구할 자격이 있는 주주를 결정한 후, 형평법원의 규칙에 따라서 주식매수청구절차를 진행한다[DGCL §262(g), (h)]. 형평법원의 규칙에 따라서 법원은 흡수합병 또는 신설합병에 의한 영향을 배제한 주식의 공정한 가격을 결정하여야 하고, 공정한 가격을 결정함에 있어서는 모든 관련된 요소를 고려하여야 한다. 공정한 가격으로 결정된 금액에는 합병의 효력발생일로부터 판결(judgement)에 따른 지급일까지 연 5% 이상의 이자⁵⁴⁾가 발생하게 되는데, 이자는 복리로 분기별로 지급되어야 한다[DGCL §262(h)]. 합병의 효력발생일로부터 60일 이내라면 주주는 주식매수청구권의 행사를 철회할 수 있고, 위 기간이 도과하였다면 주주는 존속회사의 동의를 얻어야만 주식매수청구권의 행사를 철회할 수 있다[DGCL §262(e), (k)]. 합병의 효력발생일로부터 120일 이내에 형평법원에 주식 가격의 결정을 신청하지 않은 주주들은 합병계약서상의 합병 대가만 받을 수 있다[DGCL §262(k)].⁵⁵⁾

회사가 주주에게 주식매수청구권의 내용 및 행사방법을 통지하고, 주주가 회사에게 합병에 반대하는 의사를 통지하는 절차는 델라웨어주와 우리나라가 크게 다르지 않다. 다만, 우리나라 상법, 자본시장법과 달리 델라웨어주 일반회사법은 주주가 주주총회 결의일 이후에 회사를 상대로 해서 주식의 매수를 청구하는 절차에 대해서 규정하고 있지 않다. 그에 따라 회사와 주식매수가액을 협의하는 절차도 존재하지 않는 것으로 추측된다. 형평법원에 주식 가격 결정 신청을 하지 않은 주주들은 주식의 교환 대가로 합병 대가만 받을 수 있다는 규정이 있는 것도 이를 뒷받침한다. 그 외에도 델라웨어주 일반회사법에서는 법원에 주식매수가액 결정을 신청하는 시점이 상당히 뒤로 미루어져 있는 점, 주주는 합병의 효력발생일로부터 60일 이내에는 자유롭게 주식매수청구권의 행사를 철회할 수 있다는 점에서 우리나라 법과 차이가 있다.

나. 주식매수청구권의 배제: 시장성 예외 조항

델라웨어주 일반회사법은 시장성 있는 회사(상장회사 또는 최소 2,000명 이상의 주주에게 주식의 분산되어 있는 비상장회사)의 주식매수청구권을 배제하는 규정을 두고 있다[DGCL §262(b)(1)]. 이를 시장성 예외 조항이라고 한다. 시장성 예외 조항은 유동성 있는 시장에서 거래되는 주식의 경우에는 시장 가격이 기업 주식의 공정한 가치의 타당한 지표가 되므로 주식매수청구권을 인정할 필요가 없다는 취지에서 1967년 델라웨어주 일반회사법에 도입되었다. 1999년에는 모범회사법에도 시장성 있는 주식에 대해서 주식매수청구권을 배제하는 조항이 도입되었다[MBCA §13.02(b)(1)(ii)].⁵⁶⁾

51) Stephen M. Bainbridge, *supra* note 48, at 98.

52) 합병의 효력발생일은 쌍방의 합의로 규정할 수 있으나, 국무부장관에게 합병계약서를 제출하기 이전 또는 제출일로부터 19일 이내로 조정할 수 있는 것으로 보인다[DGCL §251(d), §103(d)].

53) 델라웨어주 형평법원은 주식과 관련된 모든 문제를 심리할 수 있는 관할권이 있다(<https://courts.delaware.gov/chancery/jurisdiction.aspx>).

54) 연방준비은행 기준금리(Federal Reserve discount rate)에 5%를 추가한 비율에 따른 이자를 지급하도록 하고 있다.

55) DGCL §262 및 렉시스 (<https://www.lexisnexis.com/legalnewsroom/securities/b/securities/posts/perfection-of-delaware-appraisal-rights>)를 참조하여 정리하였다.

다. 주식매수가액 산정 방법

(1) 델라웨어 가중산술평균법과 현금흐름할인법

법원은 공정한 가액을 결정함에 있어 모든 관련 요소(all relevant factors)를 고려하여야 한다[DGCL §262(h)]. 미국 법원은 전통적으로 델라웨어 가중산술평균법(Delaware Block Method)을 사용하여 주식의 공정한 가격을 평가하였다.⁵⁷⁾ 델라웨어 가중산술평균법은 주식의 가치를 구성하는 요소인 ① 회사의 순자산가치(net asset value), ② 회사의 수익가치(apitalized earnings), ③ 시장가치(market value)에 적절한 가중치를 두어서 주식의 가치를 평가하는 방법이다.⁵⁸⁾ 델라웨어 가중산술평균법은 각 요소에 얼마의 가중치를 두는지에 따라서 너무 다양한 결과가 도출되는 단점이 있다. 위와 같은 단점 때문에, 델라웨어주 대법원은 1983년 Weinberger v. UOP, INC. 판결⁵⁹⁾에서 공식적으로 델라웨어 가중산술평균법을 포기하고, 현금흐름할인법(Discounted cash flow, 이하 “DCF”라 한다)을 채택하였다.⁶⁰⁾ DCF는 화폐의 시간적 가치를 고려하여 투자안의 경제성을 평가하는 방법으로, DCF에는 순현재가법과 내부수익률법이 있는데 순현재가법이 이론상으로 가장 우수한 평가방법으로 알려져 있다.⁶¹⁾

(2) 시너지 공제

델라웨어주 일반회사법 §262(h)에 의하면, 형평법원은 주식의 공정한 가액을 구할 때 합병으로 인해 발생하는 가치, 즉 시너지 등을 배제해야 한다. 미국 대부분 주의 제정법과 판례는 주식의 공정한 가액은 거래가 존재하지 않았을 상황을 전제로 해서 산정해야 한다고 한다. 즉 거래로 인한 주가상승 또는 하락의 영향을 배제해야 한다는 입장이다.⁶²⁾ 시너지를 배제해야 하는가에 대해서 Weinberger 사건은 해석의 여지를 남겼지만, 현재의 판례는 시너지를 제외해야 한다고 해석하는 것이 일반적이다.⁶³⁾

(3) 유동성 결여로 인한 주가 할인과 소수주주 할인

법원은 주식의 가액을 산정할 때 유동성 결여로 인한 주가 할인(Marketability discounts)과 소수주주 할인(Minority discounts)을 인정하지 않고 있다.⁶⁴⁾ 유동성 결여로 인한 주가 할인은 유동성이 낮은 주식의 경우 시장에서 주식을 팔고 나가기 어려운 위험성이 있기 때문에 주식가치를 저평가하는 것을 의미하고, 소수주주 할인은 소수주주들이 보유하고 있는 주식은 회사에 대한 지배권이 없는 주식이 저평가 받는 것을 뜻한다.

3. 최근 델라웨어주의 판례 동향

최근 델라웨어주 법원은 시장 가격(market value)을 공정한 가액을 평가하는데 중요한 요소로 고려

56) 손영화 외 2인, 전계논문, 2017, 342면.

57) 임재연, 『미국기업법』, 박영사, 2009, 829면.

58) Stephen M. Bainbridge, supra note 48, at 102~105.

59) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

60) Stephen M. Bainbridge, supra note 48, at.105.

61) 이의경, 『재무관리: 이론과 응용』(제4판), 경문사, 2010, 112면.

62) 임재연, 전제서, 2009, 832면.

63) 주식매수청구권에서 시너지의 배제라는 해석을 명시적으로 나타낸 판결로서 다음의 판결이 있다. Global GT LP v. Golden Telecom, 993 A. 2d, C.A. No.3698-VCS (Del. Ch. Apr. 23, 2010); 손영화 외 2인, 전계논문, 2016, 295면.

64) Stephen M. Bainbridge, supra note 48, at 110~112; Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137 at 1144~1145 (Del. Sept. 5, 1989).

하고 있는 것으로 보인다.⁶⁵⁾ 델라웨어주 대법원은 2017년 12월 14일 Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd. 사건(이하 “Dell 사건”이라 한다)⁶⁶⁾에서 반대주주가 주식매수청구권을 행사한 경우에 주식매수가격 산정에 중요한 기준을 제시하는 결정을 하였다. 주식매수가액 결정에 관해서 7년만에 나온 대법원 결정⁶⁷⁾으로 위 사건을 다루고 있는 미국 자료들이 많다. 2018년 2월에는 Dell 사건 이후 처음으로 형평법원에서 주식매수가액을 결정한 사건으로는 Verition Master Fund Partners, Ltd. v. Aruba Networks, Inc. 사건(이하 “Aruba 사건”이라 한다)⁶⁸⁾이 있다. 이하에서는 각 사건의 사실관계와 법원의 판단에 대해서 검토한다.

가. Dell 사건

(1) 사실관계

Michael Dell(이하 “Mr. Dell”이라 한다)은 Dell, Inc.(이하 “Dell사”라 한다)의 CEO로서 2004년 회사를 떠난 이후 2007년 회사에 다시 복귀하였다. 2007년 당시 Dell사가 당면한 위협이 3가지가 있었는데, 첫째는 Lenovo와 같은 낮은 마진의 PC 제조업체, 둘째는 Apple사의 iPhone 출시, 셋째는 Amazon.com의 클라우드 기반의 저장소였다. 이러한 위협을 고려하여 Mr. Dell은 생존하기 위해서는 소프트웨어 산업에 집중해야 한다고 생각했고, 기업인수를 통해서 이러한 목표를 달성하려고 하였다.⁶⁹⁾ Mr. Dell이 M&A에 전력을 다해서 회사를 탈바꿈하려고 노력하였음도 불구하고 시장에서는 Dell사를 여전히 PC산업으로 인식하였다.

그러던 중 2012년 6월 Mr. Dell은 사모펀드로부터 상장폐지⁷⁰⁾에 대한 제안을 받았는데, 그 무렵 Dell사의 주가는 18달러에서 12달러로 하락하는 등 위기에 직면해 있었다.⁷¹⁾ Mr. Dell은 위 제안을 받고 경영자인수(Management Buyout, 이하 “MBO”라 한다)를 하겠다는 의사를 이사회에 전달하였다. 이사회는 4명의 사외이사들로 구성된 특별위원회를 구성하고, 잠재적 인수자를 찾던 중 협상과정에서 사모투자펀드회사인 Silver Lake Partners(이하 “Silver Lake”라 한다)만 인수희망자로 남았다. Dell사는 2013년 2월 Mr. Dell과 Silver Lake(이하 “buyout group”라고 한다)의 제안을 받아들여 합병 계약을 체결하였고, Mr. Dell 및 Silver Lake와 1주당 13.65달러로 계약하기로 하였다. 합병 계약에는 2013년 2월 5일부터 4월 23일까지 45일의 권유허용기간(go-shop period⁷²⁾)을 제공한다는 조항을 두었다. 권유허용기간 동안 Dell사는 Hewlett-Packard Co.를 포함한 67개사에게 회사 인수를 권유하였다. 권유허용기간 동안 Carl Icahn과 Blackstone이 Dell사에 관심을 보였으나 최종적으로는 Icahn만 남았다. 그런데 Icahn은 MBO가 아닌 LBO모델을 제안하였다. 이에 Dell사는 buyout group과의 합병을 진행하기로 결정하였으나, 주주들이 합병을 승인하지 않을 것 같다는 정보가 돌아, 주주들의 합병 승인을 얻기 위해 buyout group에게 합병 가격 인상을 제안하였다. buyout group은 1주당 가격을 0.1달러 인상하였다. 이사회는 2013년 8월 2일 Mr. Dell과 Silver Lake의 수정 제안(1주당 13.75달러)을

65) Huff Fund Investment partnership v. CKx, Inc., NO. 6844-VCG, 2013 WL 5878807 at 1 (Del. Ch. Nov. 1, 2013).

66) Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., A.3d, 2017 WL 6375829 (Del. Dec. 14, 2017).

67) 남도윤, “주식매수청구권에 대한 매수가격 산정에 관한 고찰-2017년 Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd. 판례를 중심으로”, 「증권법연구」 제19권 제1호, 한국증권법학회, 2018, 48면.

68) Verition Master Fund Partners, Ltd. v. Aruba Networks, Inc. C.A. No. 11448-VCL, 2018 WL 922139 (Del. Ch. Feb. 15, 2018).

69) 그 일환으로 Dell사는 2010년부터 2012년까지 11개의 회사는 약 140억 달러에 인수했다.

70) 상장폐지를 하면 주주의 압력을 덜 받기 때문에 회사를 효율적으로 운영하기 쉬어진다는 장점이 있다.

71) 2012년 10월 23일 Dell사의 주가는 9.35달러까지 하락했다(Dell, WL 6375829, at 9).

72) go-shop period는 이미 확정 구매 제안을 받았다고 하더라도 더 나은 경쟁 제안을 받을 수 있도록 허용하는 기간을 의미한다. go-shop 기간은 대개 1개월 내지 2개월이다.

승인하였고, 2013년 9월 12일 주주총회에서 57%의 찬성을 얻어 합병이 승인되었다. 합병에 반대한 주주들은 형평법원에 주식매수가액 결정을 신청하였다.

(2) 형평법원의 판단

형평법원에서 반대주주들은 Dell사 보통주의 공정한 가격이 28.61달러라고 주장했다.⁷³⁾ 이는 거래 가격인 13.75달러의 2배를 넘는 액수이다. 반면 Dell사가 산정한 수치는 12.68달러였다. Dell사는 합병 가격이 공정한 가격의 지표라고 주장했다. 형평법원은 합병 가격을 공정한 가격으로 볼 수 없는 이유에 대해서 상세하게 설명했다.

형평법원은 Dell사의 합병이 경영진이 인수하는 MBO 구조⁷⁴⁾였고, 매각과정에서의 문제점을 지적하면서, 회사가 제시한 합병 가격을 공정한 가격이라고 볼 수 없다고 판단하였다. 형평법원은 매각과정에서의 문제점으로 계약하기 전 단계(the Pre-Signing Phase)에서는 초기 입찰자들이 모두 재무후원자로서 그들이 입찰 가격을 산정하는데 있어 LBO 가격 모델을 사용하였다는 점, Dell사의 투자자들은 단기 이익 실현에만 치중하였다는 점, 사전 계약 단계에서 의미 있는 가격 경쟁이 없었던 점을 들었다. 계약체결 후 단계(the Post-Signing Phase)에서는 권유허용기간의 존재로 인해 Blackstone과 Icahn이 합병 가격보다 높은 가격을 제시하였음에도 불구하고 이를 받아들이지 않은 점, 권유허용기간의 존재가 다른 경쟁을 초래하지 않은 이유를 들면서 합병 가격을 공정한 가격이라고 보기 어렵다고 판단하였다. 형평법원은 합병 가격이 잘못 책정되었기 때문에 합병 가격에 아무런 가중치를 두지 않았고, 직접 DCF 방식으로 산정한 17.62달러를 1주당 가격으로 결정하였다.⁷⁵⁾ 17.62달러는 회사측이 제시한 13.75달러보다 28% 증액된 가격이었다. 이에 Dell사는 대법원에 항고하였다.

(3) 대법원의 판단

1) 법원의 분석

델라웨어 일반회사법 §262(h)에 의하면, 법원은 공정한 가액을 결정함에 있어서 모든 관련 요소를 고려하여야 한다. 법원의 궁극적인 목표는 합병 종료일, 공정한 주식의 가액을 결정하는 것이다. 주당 가격을 산정하기 위해서 법원은 먼저 합병 전 회사가 계속기업이고 독자적인 기업이라는 전제하에서 그 가치를 평가해야 한다. 법원은 지배주주가 존재한다고 하더라도 소수주주 할인을 적용해서는 아니 되고,⁷⁶⁾ 시너지, 합병으로 예상되는 가치 등을 배제해야 한다.⁷⁷⁾ 델라웨어주 대법원은 주식 가격(stock price)과 거래 가격(deal price)에 아무런 가중치를 두지 않은 형평법원의 3가지 주요 전제에 결함이 있다고 판단했다. 형평법원의 3가지 전제는 다음과 같다. 첫째, 형평법원은 Dell의 주식 가격과 회사의 고유가치 간에 가치 차이가 있다. 둘째 법원은 매각 과정에서 전략적 인수희망자들 간의 경쟁의 미비로 인해 거래 가격이 공정한 가액보다 낮게 형성되었다. 셋째, 법원은 MBO의 몇 가지 요소가 거래 가격의 신뢰성을 약화시켰다는 것이다.

델라웨어주 대법원은 형평법원의 위 3가지 전제가 아무런 근거가 없는 것으로, 시장 가격에 아무런 가중치를 두지 않고 주식매수가액을 결정한 것은 재량권을 남용한 것이라고 판단하면서 각 전제의 잘못된 점에 대해서 설시했다.⁷⁸⁾ 하나씩 그 이유를 살펴보면, 첫째 형평법원은 법원이 오랜 기간 지지해 온

73) In re Appraisal of Dell Inc. (Dell Trial Fair Value), 2016 WL 3186538, at 45 (Del. Ch. May 31, 2016).

74) MBO 구조에서는 높은 가격으로 입찰하는 경우가 드물다.

75) Dell Trial Fair Value, 2016 WL 3186538, at 51.

76) Cavalier Oil, 564 A.2d at 1144.

77) DFC GLOBAL CORPORATION v. MUIRFIELD VALUE PARTNERS L.P., 172 A. 3d 346, 2017 WL 3261190 at 16 (Del. Aug. 1, 2017).

78) Dell, WL 6375829, at 38~39.

효율적 자본시장가설(Efficient Capital Market Hypothesis)을 무시했다. 효율적 자본시장에서 생성되는 가격은 1명의 애널리스트가 말하는 가격보다 신뢰할만하다.⁷⁹⁾ Dell의 주식은 시장에서 활발하게 거래되고 있었으므로, Dell의 주식 가격과 회사의 고유 가치 간에 차이가 있다는 형평법원의 전제는 잘못 되었다고 보았다.

둘째, 잠재적 인수희망자들이 별로 없었던 것이 거래 가격을 무시한 것에 대한 신빙성 있는 근거가 되지 않는다. 공정한 가격은 인수인이 기꺼이 지불할 최소한의 가격을 뜻하는 것이다.⁸⁰⁾ 만약 어떤 거래에 관심이 있는 전략적 인수자가 없다면, 거래 가격은 높아지는 것이 아니라 낮아질 것이다. 형평법원은 잠재적 인수희망자들이 존재하였을 것이라는 가정하고 있으나, 잠재적 인수희망자들은 없었다. 그럼에도 불구하고 형평법원은 이러한 현실을 무시하고 주식매수가액을 증액해서 결정했으므로, 대법원은 형평법원의 결정에 문제가 있다고 보았다.

셋째, 형평법원은 MBO가 이론상 거래 가격을 약화시키는 특징이 있으므로 거래 가격이 공정한 가액이 될 수 없다고 판단했다. 형평법원은 MBO에서 나타나는 문제점으로 회사의 구조적 문제, 승자의 저주⁸¹⁾, 경영진의 회사에 대한 인지가치(perceptive value)를 제시했다. 하지만 위에서 언급한 이론적 특성 중 어떠한 것도 거래 가격의 신뢰성을 손상시키지 못한다. 형평법원이 제시한 회사의 구조적 문제와 관련하여, Dell 사건의 경우 권유허용기간의 존재가 일반적인 거래보다 구조적으로 장애요소가 될 수는 있으나, 구조적인 문제는 권유허용기간의 존재에서 기인하는 것이 아니라 회사의 규모와 복잡성에서 비롯되는 것이다. 그렇다면 회사의 규모와 복잡성은 Dell이란 회사에서 비롯되는 것이지 MBO 거래에서 비롯되는 것이 아니므로, 형평법원의 판단은 잘못되었다. 둘째, 승자의 저주는 회사 실사 과정을 통해서 경감될 수 있었다. Dell사는 정보 비대칭을 해소하기 위해서 실사하는 동안 잠재적 매수자들에게 필요한 모든 정보를 제공하였기 때문이다. 그러므로 MBO 거래에 있어 승자의 저주란 개념이 다른 경쟁 입찰자들로 하여금 입찰을 하지 못하도록 하는 경우가 발생할 수 있는데, 본 사건에서는 이를 의심할 만한 자료가 없다. 마지막으로, 형평법원은 Dell사에서 Mr. Dell의 가치가 다른 경쟁자들에게 방해 요소가 되었다고 가정하였으나 이를 뒷받침할 만한 증거가 없다. 논의상 Mr. Dell이 회사로 복귀한 2007년의 시장 데이터를 2007년 당시 Dell사에서의 Mr. Dell의 가치라고 가정하자. 그런데 그로부터 6년 후인 2013년 합병 당시 Dell사의 주가가 과거보다 왜 떨어졌고, 투자자들이 회사를 개혁하고자 하는 Mr. Dell의 전략에 의문을 제기했는지 설명하지 못한다. 뿐만 아니라 형평법원은 위와 같은 장애요소가 있음에도 불구하고 Blackstone, Icahn에게는 왜 이것이 문제되지 않는다고 인정하였는지, Mr. Dell의 지위가 실제로 가능한 입찰을 단념시켰는지 여부에 대해서는 아무런 판단을 하지 않았는데, 이는 모순이라고 대법원은 지적하였다.

2) 법원의 결정

위 내용을 요약하면, 대법원은 Dell사의 주식은 실제로 효율적이었고 충분히 공정한 가액의 대체물이 될 수 있었음에도 불구하고 시장이 효율적이지 못하다는 가정하에 Dell사의 주식가격에 아무런 가중치를 두지 않은 형평법원의 판단은 잘못되었다고 보았다. 더 나아가 대법원은 Dell 사건에서 MBO 거래의 특성이 별로 없었음에도 불구하고, 형평법원은 MBO 거래라는 특성이 합병 가격을 신뢰할 수 없게 만들었다고 판단한 점, 통용되는 금융 원칙에 근거하지 않고 오직 몇 가지 가정에 근거해서 형평법원이 독자적으로 DCF 분석을 행한 점은 문제가 있다고 판단하였다. 대법원은 형평법원의 판단에 대하여 시장 가격과 거래 가격에 아무런 가중치를 두지 않았고, 금융 원칙을 고려하지 않은 채 법원이 독자적으로 DCF 분석을 하여 주식매수가액을 17.62달러로 산정하였다는 이유로 형평법원의 결정을 파기 환송하였다.⁸²⁾

79) DFC, 2017 WL 3261190, at 18.

80) DFC, 2017 WL 3261190, at 22.

81) ‘승자의 저주’는 M&A 등의 공개입찰 때 치열한 경쟁에서 승리하였지만 이를 위하여 지나치게 많은 비용을 지불하는 것을 의미한다.

나. Aruba 사건

(1) 사실관계

Aruba Networks, Inc.(이하 “Aruba”라고 한다)는 2007년 상장된 델라웨어 회사이다. Hewlett-Packard Co.(이하 “HP”라고 한다)에 인수되기 전까지, Aruba의 주식은 “ARUN”이란 종목으로 NASDAQ에서 거래되었다. Aruba는 무선 네트워크 부품을 판매하는 사업을 하였는데, 2008년부터 2014년까지 시장 점유율이 8.6%에서 12.8%로 증가하였다. 합병 직전에 Aruba의 시장 점유율은 14%까지 증가하였다. 그런데 2014년 5월 Aruba가 발표한 분기 실적이 기대치를 밑돌자, Aruba의 주가는 20.06달러에서 17.63달러로 급락했다. Aruba는 매출을 개선하기 위해서 비용 절감 등을 개시하였고, 2014년 8월 Aruba가 다시 시장 점유율을 탈환하였다. 이러한 과정을 지켜보던 중 HP가 Aruba에게 합병을 제안하였다. Aruba의 주가는 회사가 공개하는 정보에 빠르게 반응했다.⁸³⁾ 2015년 5월 HP는 Aruba 보통주 1주당 24.67달러를 지급하는 조건으로 Aruba를 인수하였다. Aruba가 2015년 5월 1일 개최한 주주총회에서 출석한 주주의 98% 찬성으로 합병안이 가결되었다.

합병에 반대한 주주들은 주식매수청구권을 행사하였는데, 신청인 측이 제시한 주식매수가액은 32.57달러, 회사가 제시한 가액은 19.75달러였다.⁸⁴⁾

(2) 형평법원의 판단

델라웨어주 형평법원은 2018년 2월 15일 Aruba 사건에서 Aruba 주식의 공정한 가액을 시장의 영향을 받지 않은 30일간의 평균 가격인 17.13달러라고 결정했다.⁸⁵⁾ 이 가격은 1주당 24.67달러로 산정한 합병 가격보다 상당히 낮은 가격이다. 법원은 당사자들이 주장하는 가치 평가 방법을 고려해서 가치평가방법을 결정할 수 있지만, 자신이 선택한 가치평가방법을 사실관계, 통용되는 금융원칙에 따라서 정당화할 수 있어야 한다.⁸⁶⁾ Aruba 사건에서 양 당사자가 주장한 가치평가와 관련 있는 요소는 ① 시장의 영향을 받지 않은 Aruba의 주식 가격(unaffected market price), ② 거래 가격, ③ DCF 분석, 이렇게 3가지였다. 시장의 영향을 받지 않은 Aruba의 주식 가격은 17.13달러, 거래 가격은 1주당 24.67달러, DCF 분석에 따라서 신청인이 제시한 가격은 32.57달러, 회사가 제시한 가격은 19.75달러였다.

Aruba의 주식 가격과 관련하여, Aruba 사건의 경우에는 다른 사건들과 차이점이 있다. Aruba와 HP는 시장에 정보를 내보내는 시점을 의도를 가지고 결정하였다. Aruba 주가에 관한 시장의 인식이 잘못되었을 때, Aruba의 경영진들은 이를 바로잡지 않았다. Aruba의 경영진들은 Aruba의 실적이 좋다는 사실을 알고 있음에도 불구하고 오히려 합병 발표를 2015년 2월 실적 발표 시점으로 연기하였다. 왜냐하면, Aruba 경영진들은 Aruba의 주가가 상승하게 되면 주주총회에서 합병 승인을 얻기가 어려울 것으로 생각했기 때문이다. 이러한 이유로 형평법원은 Aruba의 주가를 바로 공정한 가액으로 결정하지 않고, 합병 협상에 관한 정보가 시장에 공표되기 전 30일간의 주식 평균 가액을 공정한 가액으로 산정하였다.⁸⁷⁾ HP와 Aruba의 거래는 제3자 거래였다. HP는 지배주주도 아니었고, 거래가 내부자 거래로 정보를 쉽게 취득할 수 있는 MBO도 아니었다. Aruba의 주주들은 넓게 분산되어 있었다. 다만 합병 가

82) Dell, WL 6375829, at 1, 29~30.

83) 블룸버그 통신이 2015년 2월 25일 HP가 Aruba를 인수하려고 한다는 기사를 보도하자, Aruba의 주가가 21% 올랐다. 그 기사는 오후 3시 2분에 보도되었는데, 1분 만에 Aruba의 주가가 12.7% 상승하였다. Aruba가 2015년 2월 26일 장을 마감한 후에 2015년도 2분기 실적을 발표하자, 다음 날 주가는 9.7% 상승하였다.; Aruba, 2018 WL 922139, at 62.

84) Aruba, 2018 WL 922139, at 123~124.

85) Aruba, 2018 WL 922139, at 1, 7.

86) Dell, 2017 WL 6375829, at 15 n.105.

87) Aruba, 2018 WL 922139, at 78.

액에는 상당한 시너지 가액이 포함되어 있었다. 법원은 공정한 가액을 산정하기 위해서 합병 과정에서 발생한 시너지를 공제해야 하고,⁸⁸⁾ 합병 가격에서 시너지를 공제하는 방법(deal-price-less-synergies metric)을 사용한다.⁸⁹⁾ 그런데, Aruba 사건을 판단한 Laster판사는 Aruba의 대표진들이 효율적으로 협상하지 못해서 HP로부터 시너지 가액을 높게 평가받지 못했을 것이라면서, 합병 가격에서 시너지를 공제한 가액을 18.20달러로 보았다.

Laster 판사는 DCF 분석은 대상 회사가 비상장회사이거나 공개시장에서 팔리지 않을 때 유용하다는 이유로 Aruba 주식 가액을 산정함에 있어서 DCF 분석을 채택하지 않았다.⁹⁰⁾ 당사자들 중 누구도 주식의 가격을 설득력 있게 규명하지 못하였다면, 법원은 법원 자신의 분석에 기초에서 결정할 수 있음을 이유로 들었다.⁹¹⁾ 다음으로 합병 가격에서 시너지 가액을 공제하는 방법은 부정확한 측면이 있다. 법원은 가장 높은 가격을 합병 가격으로 제시하므로 합병 가격을 독자적인 공정한 가액이라고 보기 어렵다고 판단했다. 대신 형평법원은 Aruba 주식 시장을 조사해서 Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd.에서 제시한 유사한 대체물을 찾았는데, 합병이 공표되기 전 30일간의 주식 평균 가격인 17.13달러가 이에 해당한다고 판단했다.⁹²⁾

다. 소 결

Dell 사건이 가지는 의미로 크게 3가지를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 델라웨어주 대법원은 효율적 자본 시장가설을 지지하였다는 점이다. 둘째, Dell 사건은 공정한 가격의 상한을 시장 가격(입찰자가 대상회사를 기꺼이 인수하기 위해서 지불하려는 가치)이라고 판시하였다는 점에서 의미가 있다.⁹³⁾ Dell 사건 이전에는 시장 가격이 공정한 가격을 의미하는 것이 아니라는 것이 법원의 일관된 입장이었는데,⁹⁴⁾ 기존 법원의 태도를 변경한 것으로 볼 여지가 있어 보인다. 셋째, Dell 사건 이후 주식매수청구권을 행사하려는 주주는 주식매수청구권 행사 전에 주식시장, 부채시장, M&A시장 자체에서 오는 강력한 증거력을 뒤집을 수 있는지를 생각해 볼 필요가 있다. 주주가 시장에서 형성된 가격의 부당성을 입증하는 것은 매우 어렵기 때문이다. Dell 사건의 결정으로 인해서 주주들은 현실적으로 주식매수청구권을 행사하기가 어려워졌다고 할 것이다.⁹⁵⁾

다음으로 Aruba 사건의 의미를 검토한다. 형평법원의 Aruba 결정은 이례적이라고 할 것이다. 합병 공표 전 30일간의 주식 평균 가격을 시장의 영향을 받지 않은 가격이라고 보았는데, 합병 공표 전 30일이란 기간이 어떻게 도출된 것인지 알 수가 없다. 주식매수가액 산정에 있어서 법원의 재량이 너무 넓게 인정된 것이 아닌가 싶다. 그리고 주식매수가액 결정시 합병 가격에서 시너지를 공제하는 방법을 사용한다면 반대주주가 주식매수청구권을 행사할 실익이 있을지 의문이다.

4. 주식매수청구권 남용 방지를 위한 델라웨어주의 대응

88) Golden Telecom Trial, 993 A.2d at 507.

89) Aruba, 2018 WL 922139, at 101~102.

90) 델라웨어주 대법원은 최근 DFC 사건에서 DCF 분석법의 신뢰성 결여에 대해서 강조한 바 있다(Aruba, 2018 WL 922139, at 123).

91) Cooper v. Pabst Brewing Co., 1993 WL 208763, at 8 (Del. Ch. June 8, 1993); Aruba, 2018 WL 922139, at 129.

92) Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (<https://www.wsgr.com/attorneys/BIOS/PDFs/berger-022118.pdf>).

93) 주식의 시장가격이 공정한 가액이 시장가격이 아니라는 법원의 전제는 Dell Trial Fair Value, 2016 WL 3186538에서 폐기되었다고 보아야 한다.

94) Dell Trial Fair Value, 2016 WL 3186538, at 21.

95) S. Michael Sirkin, *For Whom Dell Tolls: What the Delaware Supreme Court's Latest Appraisal Decision Portends for the Future of Public Company M&A Litigation*, Vol.22, No.1, M&A Lawyer, 2018.

가. 주식매수대금 사전 지급 제도

회사로서는 법원이 결정하는 공정한 주식매수가액에 붙는 지연이자에 큰 부담이 될 수밖에 없다. DGCL §262(h)에 의하면, 회사는 반대주주에게 법원에서 결정한 공정한 주식매수가액과 지연이자를 지급하여야 한다. 지연이자는 합병의 효력 발생일부터 매수대금을 지급할 때까지 발생하는데 지연이자는 분기별로 복리로 지급되어야 하며, 법으로 정한 지연이자율은 5% 이상이다. 5% 이상의 법정이자율은 저금리 기조에서 다른 투자 수단들과 비교했을 때 상당히 높은 이자율이다.⁹⁶⁾ 게다가 법원에 주식매수가액 결정 신청을 해서 법원의 결정이 있기까지 2~3년 이상 소요될 수도 있다. 그러므로 주식매수청구권은 차익실현을 위한 충분히 매력적인 투자 수단이라고 할 수 있다.⁹⁷⁾ 이러한 주식매수청구권의 남용을 방지하기 위해서 델라웨어주는 2016년 주식매수대금 사전 지급 제도를 도입하였다. 개정 DGCL §262(h)에 의하면, 존속회사는 법원의 주식매수가액 결정이 있기 전이라도 반대주주에게 현금으로 일부 금액을 지급할 수 있고, 이 경우 해당 금액에 관하여는 이자지급의무가 소멸된다.⁹⁸⁾ 그리고 향후 법원의 매수가액 결정이 있으면 법원이 산정한 주식 가격에서 사전에 현금으로 지급한 금액을 공제하는 것이 가능하다. 그리고 주식매수대금을 사전에 지급하는 것은 회사의 의무사항이 아니라 선택사항으로 규정하고 있다.⁹⁹⁾

나. 주식매수청구권의 최소한의 한계점(de minimis threshold)

델라웨어주는 델라웨어주 변호사 협회가 회사법의 개정안을 마련해서 델라웨어주 의회에 제출하면, 의회에서 이를 만장일치로 가결하여 실정법화하는 구조를 취하고 있다.¹⁰⁰⁾ 2015년 델라웨어주 변호사 협회는 델라웨어주 의회에 DGCL §262 개정안을 제안했는데,¹⁰¹⁾ 그 개정안이 의회를 통과하여 2016년 8월 1일부터 시행되고 있다. 개정 DGCL은 주식매수청구권의 남용을 줄이기 위해서¹⁰²⁾ 법원이 일정한 경우 주식매수청구권을 기각할 수 있다는 내용을 추가하였다.¹⁰³⁾ DGCL §262(g)에 의하면, 법원은 증권 거래소에 상장된 회사의 주식매수청구가 일정한 요건을 갖추지 못한 경우 재량으로 기각할 수 있다. 다만, 일정한 경우에는 예외가 인정되어 법원이 주식매수청구권을 기각할 수 없다. 그 예외 사유로는, ① 반대주주들이 보유하고 있는 주식의 발행주식 총수의 1%를 초과하거나, ② 합병으로 인하여 지급될 대가가 1백만 달러를 초과하거나, ③ 간이합병[§253(모회사 및 자회사 또는 자회사들의 흡수합병)¹⁰⁴⁾ 또는 §267(모조직체 및 자회사 또는 자회사들의 흡수합병)¹⁰⁵⁾]처럼 주주총회의 결의를 요구하지 않는 경우¹⁰⁶⁾

96) Craig Boyd, *supra* note 34, at 498~499.

97) Weijiang-Tao Li, Danqing Mei, Randall Thomas, *Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage?*, Journal of Law and Economics, Vol. 29(3), 702~703 (2016).

98) 위 조항은 2016년 8월 1일 이후 체결된 계약에 따라 이루어지는 주식매수청구 사건에 적용된다.

99) Jeffrey R. Wolters & James D. Honaker, *Analysis of the 2016 Amendments to the Delaware General Corporation LAW*, Morris, Nichols, Arsht & Tunnel LLP, 6 (2016).

100) 권재열, “미국 델라웨어 주회사법의 최근 개정동향”, 「상사법연구」 제31권 제1호, 한국상사법학회, 2012, 214면.

101) S.B.75, 148th Gen. Assemb.(Del.2015); Minor Myers & Charles R. Korsmo, *Reforming Modern Appraisal Litigation*, 41 Del. J. Corp. L. 279, 310 (2017); Weijiang-Tao Li, Danqing Mei, Randall Thomas, *supra* note 97, at 702~703; Craig Boyd, *supra* note 34, at 510~511.

102) 주식매수청구권은 방어하는데 많은 비용이 든다. 회사 입장에서는 방어 비용을 줄이기 위해서 합의의 이익을 하는 편이 이익일 수 있으므로, 주식매수청구권을 단순히 합의(settlement)를 하기 위한 목적으로 행사하기도 한다.

103) 주식매수청구권의 남용을 방지라는 목적적인 측면에서 보면 위 제도를 합리적이라고 할 수 있다. 그러나 주식매수청구권이 회사와 주주간의 이해를 조정하는 기능을 본질로 한다는 측면에서 보면, 위 제도는 회사의 편의만을 고려한 것으로 주식매수청구권의 본질에 반하는 제도라고 생각된다.

104) §253(Merger of parent corporation and subsidiary or subsidiaries).

105) §267(Merger of parent entity and subsidiary corporation or corporations).: "Entity" means a partnership, limited liability company, any association of the kind commonly known as a joint-stock association or joint-stock company and any unincorporated association, trust or enterprise having

가 있다.

다. 2018년 개정 델라웨어주 일반회사법

2018년 개정된 DGCL §262(b)(1)은 시장성 예외 조항이 적용되는 대상을 추가하였다. 개정 DGCL §262(b)(1)에 의하면, §251(h)에서 정하고 있는 형태의 흡수합병이 이루어진 경우에도 주식매수청구권을 행사할 수 없다. §251(h)에서 정하고 있는 합병 형태를 intermediate-form merger 또는 medium-form merger(이하 이 둘을 총칭하여 “중간형태의 합병”이라고 한다)라고 칭하는 것으로 보인다.¹⁰⁷⁾ 중간형태의 합병은 2단계 합병을 뜻하는 것으로, 1단계로 인수회사가 공개매수에 의하여 대상회사의 과반수 주식을 매수한 후 2단계에서 대상회사를 인수회사에 합병함으로써 대상회사의 나머지 주주들을 축출하는 방법이다.¹⁰⁸⁾ 일반적인 2단계 합병과 달리 중간형태 합병은 공개매수 후에 주주총회결의가 필요하지 않다.¹⁰⁹⁾

DGCL §251(h)에서 정하고 있는 합병은 공개매수 후 일정 요건을 충족하였다면 주주총회결의를 요하지 않는 것으로 주식매수청구권을 인정할 필요가 없다. 그런데, 개정되기 전 시장성 예외 조항인 §262(b)(3)에 의하면, 매수인이 합병 전에 대상 회사의 모든 주식을 매수하지 못한 경우 대상 회사의 주주들은 주식매수청구권을 행사하는 것이 가능하다. 이러한 모순을 시정하기 위해서 시장성 예외 조항에 주주총회결의를 요하지 않는 흡수합병인 §251(h)를 추가하였다. 시장성 예외 조항과 함께 개정된 DGCL §262(e)는 주식매수청구권을 행사할 주주들에게 통지해야 할 내용을 규정하고 있다. 존속회사는 주식매수청구권 행사자에게 공개매수되지 않은 주식의 총수, 합병의결에 찬성하지 않은 주식의 총수 등을 통지해야 한다.

결론적으로 2018년에 개정된 델라웨어주 일반회사법의 내용은 기존 법조문에서 논리적이지 못한 부분을 수정하였다는 데에 의의가 있을 뿐, 시장성 예외 조항의 적용 범위가 변경되었다거나 확대되었다고 해석하기는 어렵다고 판단된다.

VI. 우리나라 법제에의 시사점

1. 개 설

주식매수청구권 관련하여 본고에서 후술하는 내용 외에도 공정한 주식매수가액의 결정과 관련하여 시너지 가격을 공제해야 하는지 여부,¹¹⁰⁾ 주주의 반대투표 의무화,¹¹¹⁾ 조직재편행위의 유지청구¹¹²⁾ 등 여러 가지 연구 주제가 있다. 본고에서는 주로 델라웨어주 일반회사법 및 판례에서 다루고 있는 내용을

members or having outstanding shares of stock or other evidences of financial or beneficial interest therein, whether formed or organized by agreement or under statutory authority or otherwise and whether formed or organized under the laws of this State or the laws of any other jurisdiction[DGCL §267(d)(2)].

106) 간이합병에서는 주식매수청구권이 주주의 유일한 구제수단이기 때문이다.

107) Berger Harris LLP., *2018 Delaware General Corporation Law Amendments*, 2018, available at <https://www.bergerharris.com/2018-amendments-to-the-delaware-general-corporation-law>.

108) 임재연, 전거서, 2009, 845면.

109) Zachary J. Schnapp, *The 2018 Amendments to DGCL § 262*, Del. J. Corp. L. (Sep. 13, 2018), available at <http://www.djcl.org/archives/6748>.

110) 김순석, 전거논문, 172~174면; 김정호, “주식매수청구권과 시너지-미국 델라웨어법과 일본법의 비교를 중심으로”, 「증권법연구」 제18권 제2호, 한국증권법학회, 2017.

111) 엄세용, “주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구”, 「증권법연구」 제14권 제2호, 한국증권법학회, 2013, 197~198면.

112) 김순석, 전거논문, 189면; 손영화 외 2인, 전거논문, 2016, 306~309면.

중심으로 주식매수청구권의 남용을 방지할 수 있는 방안에 관하여 살펴보고, 지면 관계상 위 연구 주제는 다음 기회에 다루고자 한다. 먼저 미국에서는 인정하지만 우리나라에서는 인정하고 있지 않은 시장성 예외 조항에 대해서 논한 후, 주식매수청구권의 행사절차의 흐름 순으로 내용을 살펴면서 개선이 필요한 부분에 대해서 검토한다.

2. 시장성 예외 조항의 도입 필요성

미국은 델라웨어주 일반회사법 뿐만 아니라 모범회사법에서도 유동성 있는 주식에 대해서는 주식매수청구권을 인정하지 않는다. 델라웨어주는 2018년에 일반회사법을 개정하면서 시장성 예외 조항의 적용 범위에 중간형태 합병[DGCL §251(h)]을 포함시켰다. 하지만, 앞서 살펴보았듯이 위 개정은 조문상 비논리적인 부분을 수정하였다는 데에 의의가 있을 뿐, 종전보다 시장성 예외 조항의 적용 범위를 확대하였거나 하는 등의 의미는 없어 보인다.

우리나라도 미국처럼 시장성 예외 조항을 도입해야 한다는 주장이 있다.¹¹³⁾ 시장성 예외 조항을 도입해야 한다는 주장은 ① 시장성이 확보되어 있는 경우에는 폐쇄회사와는 달리 주주는 주식매수청구권을 행사하지 않더라도 시장에서 주식을 매각하여 출자를 회수할 수 있는 점, ② 주식가치에 대한 평가는 시장이 법원이나 행정기관보다 더 정확하다고 할 수 있는 점 등을 논거로 들고 있다.¹¹⁴⁾ 그러나, 시장가격이 공정한 가격을 의미하는 것은 아니다. 이는 우리나라 법원, 미국 델라웨어주 법원에서 결정한 주식의 공정한 가격이 시장 가격과 일치하지 않는 것을 보더라도 쉽게 알 수 있다. 상장주식이라고 하더라도 경우에 따라서 유동성이 부족한 경우가 발생할 수 있고, 주식시장의 침체로 인하여 주가가 현저히 낮게 형성되어 있는 경우 등도 존재하기 때문이다.

시장의 유동성이 확보되어 있다는 이유로 상장회사의 주주에게 주식매수청구권을 인정하지 않는 것은 소수주주와 다수주주의 이해관계의 조정을 본질로 하는 주식매수청구권의 취지에 반하는 것이라고 생각된다. MBCA 역시 일정한 경우 주주에게 주식매수청구권을 인정하고 있다. 그 취지는 합병 당시의 주가가 매우 저조하거나 회사의 합병발표로 인하여 주가에 변동이 생긴 경우에는 법원이 산정한 공정한 주식매수가격이 시장주가보다 높을 것이기 때문에 주주들이 입는 손해를 방지하기 위함이다.¹¹⁵⁾ 이를 보더라도 미국에서도 상장주식이라고 하여 일률적으로 주식매수청구권의 행사를 부인하는 것은 아님을 알 수 있다. 뿐만 아니라, 미국에서도 시장성 예외 조항을 폐지해야 한다는 주장이 있다.¹¹⁶⁾ 이 주장은 과거에는 중요한 회계 상의 이유¹¹⁷⁾로 상장주식에 대해서 시장성 예외를 인정할 필요가 있었으나, 지금은 예전과 같은 문제가 없으므로 비상장주식과 상장주식을 차별할 정당한 이유가 없음을 논거로 든다. 미국에서 처음에 상장회사 주주에게 주식매수청구권을 인정하지 않게 된 이유에 위와 같은 내용도 포함되어 있었다면 신빙성이 있는 주장이라고 생각된다. 만일 반대주주의 과도한 주식매수청구권 행사로 인해 합병의 무산이 우려된다면 당해회사는 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않는 형태, 즉 삼각합병을 적극 활용해서 반대주주의 주식매수청구권을 회피하는 것도 가능하다.

주식매수청구권의 본질은 다수주주와 소수주주의 이해관계를 조정하는 것이라는 점, 미국에서도 시장성 예외 조항을 폐지해야 한다는 주장이 있는 점, 경우에 따라 삼각합병 등을 활용해서 주식매수청구권을 회피하는 것이 가능한 점, 미국 법제와 우리나라 법제가 동일하지 않은 점 등을 고려했을 때 우리나라에 시장성 예외를 인정하는 것은 타당하지 않다. 시장성 예외 조항을 도입하는 것에 대해서는 신중을 기할 필요가 있다고 생각한다.

113) 김순석, 전계논문, 182면; 임재연, 전게서, 2017, 166면; 최민용, 전계글, 18~22면.

114) 엄세용, 전계논문, 184면.

115) 임재연, 전게서, 2017, 166면.

116) Minor Myers & Charles R. Korsmo, supra note 101, at 333.

117) Id. at 332 ; 과거 미국은 합병 대가로 일정 비율 이상의 현금을 지급하게 되는 경우 인수자로 하여금 회계처리방법 중 하나인 지분풀링법(pooling-of-interest accounting)을 사용하지 못하도록 하였다.

3. 주식매수청구권 행사 자격의 차별 철폐

우리나라는 현재 비상장회사의 경우 주주명부 폐쇄 전까지 주식을 취득한 자가, 상장회사의 경우에는 합병 등 공시일까지 주식을 취득한 자가 주식매수청구권을 행사할 수 있다. 상장회사에 이러한 규정을 둔 까닭은 상장회사는 합병 등 이사회 결의 내용을 그 사유발생일 당일 한국거래소에 신고하여야 하므로(자본시장법 제391조, 유가증권시장 공시규정 제7조 제1항 제3호 가목) 주식 취득시점에 합병 등 공시내용을 알았을 것으로 예상되는 자에게는 주식매수청구권을 인정하지 않기 위함이다. 그렇기 때문에 주식매수청구권을 행사하려는 주주는 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 해당 주식을 취득하였음을 증명하여야 한다. 이사회 결의 사실이 공시된 이후에 주식을 취득하였더라도 공시된 날의 다음 영업일까지 해당 주식을 취득하였음을 증명하면 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있다(자본시장법 제165조의5 제1항, 같은 법 시행령 제176조의7 제2항). 하지만 합병 사실에 대한 공시가 있었다고 하여 주주들이 합병 사실을 반드시 알고 있었다고 전제하는 것은 바람직하지 않다.¹¹⁸⁾ 만약 주주가 합병 사실을 알았다고 하더라도 그 주주들이 모두 주식매수청구권을 행사하기 위해서 주식을 취득하는 것이라고 단정하는 것은 타당하지 못하다.

자본시장법 제165조의5는 주식매수청구권의 남용을 감소시키기 위해서 도입된 조문으로 추측되는데,¹¹⁹⁾ Ⅱ. 주식매수청구권의 현황의 <표1>에서 살펴보았듯이, 자본시장법 시행 전후(2008~2009년)로 행사된 주식매수청구권의 숫자에 큰 차이가 없다. 뿐만 아니라 2011년 이후 주식매수청구권의 행사 추이는 계속 상승하는 형태를 보이고 있다. 이를 보면 주식매수청구권의 남용을 막기 위해서 주식매수청구권 행사 요건을 강화한 자본시장법 제165조의5 제1항의 실효성이 있다고 보기는 어려울 것이다. 상장회사라고 하여 비상장회사와 달리 주식매수청구권을 행사하기 위한 주식취득시점을 약 2주 정도(이사회 결의 공시일부터 주주명부폐쇄일까지) 앞당기고, 자신의 주식취득시점에 대한 증명자료를 제출하도록 하는 것은 불합리한 차별이라고 생각된다. 2007년 이전의 주식매수청구권 현황도 분석을 해 보아야 보다 정확하겠지만,¹²⁰⁾ 주식매수청구권 행사 자격을 강화한 것이 실효성을 거두고 있지 못하다면 상장회사 역시 주식매수청구권을 행사하기 위한 주식취득시점을 비상장회사와 동일하게 주주명부폐쇄일로 개정하는 것이 타당하다.

4. 반대주주의 주식매수청구 철회 제한 명문화

델라웨어주는 주주의 주식매수청구권 행사 철회를 법으로 보장하고 있다. 델라웨어주 일반회사법 §262(e)는 “합병효력일로부터 120일 이내에 존속회사와 주주는 형평법원에 주식매수가액의 결정을 신청하여 주식매수청구절차를 개시할 수 있고, 흡수합병 또는 신설합병의 효력발생일 후 60일 이내라면 주주는 주식매수청구권의 행사를 철회할 수 있다.”고 규정하고 있다. 위 기간이 경과하면 주주는 존속회사의 동의를 얻어야만 주식매수청구권의 행사를 철회할 수 있다[DGCL §262(k)]. 델라웨어주 일반회사법에 의하면 일정 기간 동안 주주의 주식매수청구 의사표시 철회는 자유롭다. 주식매수청구권은 주주의 권리이므로 이를 행사하고 철회하는 것은 자유롭게 할 수 있어야 한다.

그런데, 우리나라 현행 상법에는 반대주주의 주식매수청구 철회 가능 여부에 대해서 아무런 규정을 두고 있지 않다. 이에 주주가 행사한 주식매수청구권을 철회할 수 있는지 여부에 대해서 견해가 대립하는데, 다수설은 주식매수청구권의 법적 성질이 형성권으로 이미 주식매매계약이 체결되었기 때문에 주주의 일방적인 주식매수청구 철회는 불가능하다고 본다.¹²¹⁾¹²²⁾ 현재 실무상으로는 일단 주식매수청구권

118) 송옥렬, 전거서, 953면.

119) 구 증권거래법(법률 제8985호, 시행 2008. 3. 21.) 제191조 제1항에서는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 주주의 경우 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 해당 주식을 취득하였을 것을 요하지 않았다.

120) 2007년 이전 주식매수청구권 행사 현황에 관한 자료는 구하지 못하였다.

121) 송옥렬, 전거서, 955면; 임재연, 『회사법Ⅱ』(개정3판), 박영사, 2017, 192~193면; 반대주주의 주식매수청구의

을 행사한 주식에 대해서 이를 철회할 수 없도록 주주총회의 소집통지와 공고문에 명시하는 경우가 있다.¹²³⁾ 그리고, 금융감독원 기업공시국의 기업공시서식 작성기준(2018.12.31.개정) 제12조-6-1조(주식매수청구권의 내용 및 행사 등)의 작성지침은 주식매수청구권의 행사 또는 철회절차, 방법 등에 관해서 기재하도록 하고 있다. 주식매수청구권의 법적 성질을 형성권으로 보는 이상, 주주의 주식매수청구권 행사가 있는 후에 일방적인 철회는 불가능하다고 해석하는 것이 타당하다고 생각된다.

현재 주식매수청구의 철회가 제한되는지 여부에 대해서 견해의 대립이 있으므로, 주식매수청구권 행사에 신중을 기하도록 하기 위해서는 철회의 제한을 법조문에 명시하는 것이 타당하지 않을까 싶다. 주식매수청구권의 남용을 방지하기 위해 회사의 승낙을 얻어서 철회할 수 있다는 등 주식매수청구권의 철회 제한을 명문화하는 방안을 검토할 필요가 있다.

5. 매수청구주식 이전시기의 법정화

주식매수청구를 받은 해당 회사는 매수청구기간이 종료하는 날부터 2개월 이내에 그 주식을 매수하여야 한다(상법 제374조 제2항). 대부분의 조직재편행위에서 준용되고 있는 상법 제374조 제2항의 의미에 관하여 주주의 매수청구가 있으면 회사의 승낙을 요하지 않고 주주와 회사 사이에 주식매매계약이 체결된다고 해석하는 것이 일반적이다. 위 조문을 통해서 매매계약의 체결시점을 알 수 있지만, 매수청구주식의 이전시기에 대해서는 알 수가 없다. 상법에 매수청구주식의 소유권 이전시기에 대한 별도의 규정을 두고 있지 않다. 다수설은 매매계약의 성립만으로 회사에 주식이 이전된다고 볼 수는 없고, 상법 제360조의26 제1항을 유추적용하여 매매대금이 지급되어야 주식이 회사로 이전된다고 해석한다.¹²⁴⁾

매수가액이 결정되지 않은 상태라면 회사가 주주에게 매매대금을 지급할 수가 없으므로 주식의 소유권은 계속해서 주식매수청구권을 행사한 주주에게 남아있게 된다. 즉, 매수가액이 결정되지 않았다면, 반대주주는 회사를 탈퇴할 의사를 표시하였음에도 불구하고 계속해서 이익배당을 받는 등 주주로서의 권리를 향유할 수 있다. 반대주주가 주식매수청구권 행사로 지연이자를 받는 동시에 주주로서의 권리를 행사하는 것은 타당하지 않다. 참고로, 델라웨어주 일반회사법은 합병의 효력발생일 이후 주식매수청구권을 행사한 주주는 의결권을 행사할 수 없고, 배당을 받을 수 없다고 명시적으로 규정하고 있다[DGCL §262(k)].

이러한 문제를 해결하기 위해서 매수청구주식의 소유권 이전시기를 합병 등 조직재편행위의 효력발생일 등으로 특정하는 방안을 고려해 볼 수 있다.¹²⁵⁾ 위와 같이 규정함으로써, 주식매수가액이 결정되지 않았더라도 주식의 이전시기가 정하여져 있기 때문에 반대주주가 주주로서의 권리를 향유하는 것을 막을 수 있다. 다만, 특정일에 매수청구주식의 소유권이 이전되도록 하기 위해서는 매수청구주식의 예탁을 의무화하는 제도와 병행이 필요하다.

6. 주식매수가액 결정 절차의 공정성

철회가 가능하다는 견해(이철송, 전거서, 630면)도 있다.

122) 또한 주식매수청구권 행사의 법적 효과를 매매계약이 체결되는 것이 아니라, 반대주주가 회사에 대하여 자신의 주식을 매수하여 달라는 주식매수청구의 의사표시(상대방 있는 단독행위)를 한 것으로 보자는 견해(이승환, “일본회사법상 주식매수청구권에 대한 고찰”, 『경제법연구』, 제17권 제1호, 한국경제법학회, 2018, 73~74면)도 있다. 이와 같이 해석하면 주식매수청구의 의사표시는 상대방 회사에 도달한 것이고, 회사의 승낙이 없는 이상 당연히 철회할 수 없기 때문에, 회사의 동의 없이는 주식매수청구권을 철회할 수 없게 된다.

123) 임재연, 전거서, 2017, 192~193면.

124) 이철송, 전거서, 606~607면; 송옥렬, 전거서, 956면.

125) 일본은 2014년 회사법을 개정하면서 주식매수청구권의 남용을 방지하기 위해서, 주식매수청구권의 효력발생일을 주식의 포괄적 이전에 있어서는 설립회사의 성립일(일본 회사법 제807조 제6항), 그 이외 사업양도 등 조직재편행위에 있어서는 효력발생일(일본 회사법 제786조 제6항)로 개정하였다.

델라웨어주 일반회사법에 의하면 주주는 합병효력일로부터 120일 이내에 형평법원에 주식매수가액결정을 신청할 수 있다. 법원은 공정한 주식매수가액을 산정함에 있어서 모든 관련 요소들을 고려해야 하나, 모든 관련 요소들을 고려하지 않고 주식매수가액 결정을 한 사례들이 종종 발견된다.¹²⁶⁾ 앞서 살펴본 미국의 Dell 사건 역시 그러한 사례 중 하나이다. Dell 사건에서 형평법원은 시장 가격과 거래 가격, 금융 원칙 등을 고려하지 않았다. Aruba 사건에서는 형평법원이 합병 공표 전 30일간의 주식 평균 가격을 시장의 영향을 받지 않은 가격이라고 하면서 공정한 가격이라고 결정했는데, 위 가격은 회사나 신청인 어느 누구도 제시한 적이 없는 가격이다. 위 사건은 모두 법원의 재량이 폭넓게 행사된 것으로 생각된다. 이처럼 법원의 재량을 폭넓게 인정하는 것은 문제의 소지가 많으므로 이를 제한할 필요가 있다.

우리나라도 마찬가지이다. 우리나라에서 주주는 주주총회 결의일로부터 60일이 지나면 법원에 주식매수가액결정을 청구할 수 있다. 주식매수청구권 관련하여 모든 조직재편행위에서 준용하고 있는 상법 제374조의2 제5항은 법원이 주식의 매수가액을 결정하는 경우에는 회사의 재산상태 그 밖의 사정을 참작하여 공정한 가액으로 산정하여야 한다고 규정하고 있을 뿐, 공정한 가액에 관한 아무런 설명을 하고 있지 않다. 즉, 공정한 가액을 어떠한 기준으로 산정할 것인지는 전적으로 법원의 재량에 달려 있다. 그런데 주식매수청구권의 기능은 주주와 회사 간의 이해관계를 조정하는 것이므로 주식매수가액을 결정함에 있어 법원의 재량을 폭넓게 인정하는 것은 바람직하지 않다. 게다가 주식매수가액 결정 사건은 비송 사건에 해당한다. 법원은 주식매수가액의 결정에 관한 재판을 하기 전에 주주와 매도청구인 또는 주주와 이사의 진술을 들을 의무가 있지만(비송사건절차법 제86조의2 제1항), 비송사건은 직권탐지주의가 적용되기 때문에 법원이 직권으로 사실의 탐지와 필요하다고 인정하는 증거의 조사를 하도록 할 수 있다(비송사건절차법 제11조).¹²⁷⁾ 그 결과 법원은 자료의 수집방법 및 범위를 자유롭게 정할 수 있고, 법원이 사실인정에 충분하다고 판단하는 경우에는 당사자가 신청한 유일한 증거라도 배척할 수 있다. 현행 법상 주식매수가액 결정 신청사건이 비송사건으로 분류되나, 다른 비송사건과 달리 주주와 회사 간의 대립당사자 구조를 취하기 때문에 소송사건의 성격이 강하다고 할 것이다.¹²⁸⁾ 그러므로 법원의 재량을 넓게 인정하는 것은 타당하지 못하다.

상장주식의 경우에는 시가가 존재하고, 주식매수가액의 산정 방법을 자본시장법에 제시하고 있으므로 회사는 1차적으로 위 산정 방법에 따라서 주식매수가액을 결정하면 되나, 비상장주식의 경우에는 주식가액 산정방법에 관하여 상법에 아무런 규정을 두고 있지 않기 때문에 문제가 심각하다. 비상장주식회사의 가치를 평가하는 방법으로 경제학적으로는 자산가치법이나 수익가치법 등이 논의되고, 법령에서 비상장주식의 평가방법을 정하고 있는 경우로 상증세법 제63조 제1항 제1호 나목, 같은 법 시행령 제54조 제1항이나 자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 제2호 및 제2항, 「증권의 발행 및 공시에 관한 규정」 제5-13호, 같은 규정 시행세칙 제4조부터 제7조까지가 제시되기도 한다. 현재 우리나라 하급심 법원은 비상장주식의 경우 가중산술평균법을 택하고 있는 것으로 보이는데,¹²⁹⁾ 이 방법은 분석자마다 각 요소에 얼마의 가중치를 두는지 여부에 따라서 다른 결과가 나오기 때문에 델라웨어주에서는 더 이상 사용하고 있지 않는 방법이다.

현행법에서는 주식매수가액결정 신청사건을 비송사건으로 분류하고 있고, 특히 비상장주식의 경우에는 가액산정방법과 관련된 법규정이 없기 때문에 주식매수가액을 산정함에 있어 법원의 재량이 넓게 인정될 소지가 많다. 이러한 부작용을 줄이기 위해서, 지금까지 법원은 주식매수가액결정 신청사건에 관하여 어떻게 주식의 가액을 산정할 것인지, 그 가액산정방법에 중점을 두고 결정을 하였다고 할 것인데, 향후 공정한 주식매수가액을 판단함에 있어서 그 가액의 공정성을 살피기보다는 절차적인 측면에서 공정성을 갖추었는지에 중점을 두고 판단할 필요가 있다. 사외이사, 독립적인 위원회, 혹은 주식매수가액

126) William J. Carney·Keith Sharfman, supra note 28, at 83~84.

127) 이시윤, 전게서, 334~337면.

128) 주식매수가액결정 신청사건을 입법론적으로 소송사건으로 분류해야 한다는 견해도 있다(이철송, 전게서, 605면).

129) 송옥렬, 전게서, 956~957면, 1190~1191면.

산정과 관련하여 외부전문가의 의견을 듣는 등 절차적 정당성을 확보¹³⁰⁾하는 것을 생각해 볼 수 있다. 이러한 방법을 취하면 자연스럽게 주식매수가액 산정에 있어 법원의 재량이 지금보다 축소될 것으로 판단된다.

7. 상사법정이율 변동제

우리나라 역시 미국처럼 법원의 주식매수가액 결정이 있기까지 상당한 시간이 소요된다. 매수청구기간이 종료하는 날부터 비상장회사는 2개월이 경과한 시점부터, 상장회사는 1개월이 경과한 시점부터 각 지체책임이 발생하고,¹³¹⁾ 지연이자에 대하여 연 6%의 상사법정이율이 적용된다. 그런데, 법으로 보장하고 있는 연 6%라는 이율은 시중 금리¹³²⁾보다 상당히 높은 이율이다. 헤지펀드 등이 차익을 실현하기 위해서 주식매수청구권을 행사하는 것을 방지하기 위해 상사법정이율을 시중금리에 근접하게 설계하는 방안¹³³⁾을 고려할 필요가 있다. 상사법정이율이 고정되어 있어서 만약 상사법정이율이 시중금리보다 낮아졌다면 채권자 입장에서는 손해를 보는 결과가 발생할 수 있다. 그러므로 상사법정이율을 무조건 인하하는 것이 바람직하다고 보이지 않는다. 경제상황에 맞게 법정이율을 변동시킬 필요가 있다. 실제로 현재 국회 법제사법위원회에 위 내용의 상사법정이율 개정안이 계류 중에 있다.¹³⁴⁾¹³⁵⁾

상법 개정안¹³⁶⁾의 내용은 상사법정이율을 한국은행 기준금리에 2.75%를 더한 비율로 개정하자는 것이다. 시중금리보다 높은 법정이율로 인해 채권자는 소송을 제기하더라도 최대한 대금을 늦게 받고 채무독촉을 하지 않는 기이한 현상이 나타나고 있는 점을 제안이유로 들고 있다. 1962년 상법 제정 이후 현재까지 상사법정이율은 동일하게 연 6%로 유지되어 왔다.¹³⁷⁾ 1962년 당시 예금금리는 15%, 대출금리는 17.5%로 오히려 법정이율이 시중금리보다 낮은 수준이었기 때문에,¹³⁸⁾ 당시에는 상사법정이율이 문제가 되지 않았을 것이다. 그러나 현 시점에서는 상사법정이율이 시장이율보다 높기 때문에 채무자 입장에서는 손해의 전보 측면에서 과대배상의 문제가 발생할 수밖에 없다.¹³⁹⁾ 그러므로 경제상황에 맞게 상사법정이율을 시중금리와 근접하게 변동시키는 방안을 고려해 볼 필요성이 있다. 현실적으로 50년 넘게 유지되어 온 상사법정이율을 변경하는 것은 매우 어려운 것으로 예상된다. 그렇다면 지연이자율만이라도 경제상황에 맞게 변동시키는 방안을 고려할 필요가 있다.

8. 주식매수대금 사전 지급 제도

시중금리가 낮은 상황에서 주식매수청구대금에 가산되는 연 6%의 지연이자에 주식매수청구권을 행사하는 주주에게 법으로 높은 수익을 보장하는 것이다. 반면 회사에게는 큰 부담이 되기 때문에 주식매수청구권 때문에 합병 등이 좌절되기도 한다. 주식매수가액 결정 절차가 진행됨에 따라 가산되는 지연이자를 줄이는 방안을 강구할 필요가 있고, 그러한 방안으로 우리나라 역시 델라웨어주처럼 법원의 최종적인 주식매수가액 결정이 있기 전에 회사가 산정한 주식매수가액을 사전에 현금으로 지급하는 제도¹⁴⁰⁾

130) 김순석, 전제논문, 174면.

131) 서울고등법원 2009.8.21. 선고 2009나13851 판결.

132) 한국은행이 발표한 2019년 2월 금융기관 가중평균 금리에 의하면, 예금은행의 신규취급액기준 저축성수신금리는 연 1.93%, 대출금리가 연 3.70%로 연 6%의 상사법정이율보다 상당히 낮다; 한국은행, “2019년 2월중 금융기관 가중평균금리”, 보도자료, 2019.3.29.자.

133) 권영준, “법정이율 변동제”, 「비교사법」 제20권 제1호, 한국비교사법학회, 2013, 51면.

134) 국회의안정보시스템(<http://likms.assembly.go.kr>, 2019.3.30.확인).

135) 2015년 델라웨어주 일반회사법 개정안에는 법정이율을 인하하자는 내용이 있었는데, 의회에서 통과되지 못하였다.

136) 심재철의원, “상법 일부개정법률안(의안번호 2011034)”, 2017.

137) 법제사법위원회, “상법 일부개정법률안(심재철의원 대표발의, 제11034호)”, 검토보고, 2018, 3~4면.

138) 권영준, 전제논문, 60면.

139) 법제사법위원회, 상계 검토보고, 4면.

를 고려해 볼 수 있다. 사전에 지급할 주식매수대금을 어떻게 산정할 것인지가 문제될 수 있는데, 일반적으로 주주가 제시하는 주식매수가액이 회사측이 제시하는 주식매수가액보다 높을 것이므로, 회사가 산정한 금액을 택하는 것이 현실에 부합하지 않을까 싶다. 법원의 주식매수가액 결정이 있는 후에는 법원이 산정한 가액과 미리 지급한 금액의 차액만 주주에게 지급하면 될 것이다.¹⁴¹⁾

그런데 회사가 법원의 매수가액 결정이 있기 전에 일정 금액을 주주에게 지급해서 지연이자가 발생하는 것을 막으려면 회사와 주주 간에 일부 지급에 관한 합의가 이루어져야 한다. 그렇다면 회사와 주주 간에 일부 지급에 관한 합의가 이루어지지 않는 경우는 위 제도를 활용할 수 없는 것인지가 문제된다. 우리나라 현행법에서 고려해 볼 수 있는 제도로 변제공탁이 있다. 하지만, 변제공탁이 유효하려면 채무 전부에 대한 변제의 제공 및 채무 전액의 공탁이 필요하다.¹⁴²⁾ 원칙적으로 일부 변제공탁은 채무의 일부에 대해서도 변제의 효력이 생기지 않는다.¹⁴³⁾ 향후 주식매수청구권 행사와 관련하여 주주가 매수가액의 수령을 거부할 경우 회사가 그 가액을 일부 공탁할 수 있도록 입법적으로 보완할 필요가 있다. 입법적 보완 방법으로는 상법 제360조의26 제2항과 같은 조문을 주식매수청구권에도 제정하는 방안을 고려할 수 있다.¹⁴⁴⁾ 또한 일부 변제공탁을 회사의 의무사항으로 할 것인지 선택사항으로 할 것인지도 고려해야 하는데, 이것은 사적자치원칙에 입각해서 회사의 선택사항으로 하는 것이 바람직하다고 보인다.

VII. 결 론

지금까지 주식매수청구권의 남용을 방지하기 위한 방안을 주로 델라웨어주 일반회사법과 비교하여 검토하였다. 우리나라 자본시장법과 델라웨어주 일반회사법의 가장 큰 차이는 후자는 시장성 예외를 인정한다는 것이다. 주식매수청구권의 남용을 방지하는 것도 중요하지만 그에 앞서 주식매수청구권의 기능을 어떻게 볼 것인지가 중요하다고 생각한다. 주식매수청구권의 기능은 회사와 주주와의 이해관계를 조정하는 것이다. 그렇다면 시장의 유동성이 확보되어 있다는 이유로 상장회사의 주주에게는 주식매수청구권을 인정하지 않는 것은 부당하다. 시장 가격과 법원이 인정하는 공정한 가격이 일치하지 않고, 주식매수청구권의 기능이 다수파 주주를 보호하는 것이 아니므로, 단순히 주식매수청구권의 남용을 막기 위해서 시장성 예외 조항을 도입해야 한다는 것은 타당하지 못하다.

우리나라의 주식매수청구권 제도를 보면, 운영상 불합리한 부분이 있다. 현재 우리나라는 상장회사와 비상장회사의 주식매수청구권 행사 자격을 다르게 규정하고 있다. 상장회사의 경우에는 합병 공시일까지 주식을 취득한 주주만 주식매수청구권을 행사할 수 있다. 그런데 이는 아무런 근거 없이 상장회사와 비상장회사의 주주를 불합리하게 차별하는 것으로 보인다. 더욱이 이러한 제도의 실효성마저 의심되는 상황이라면, 상장회사 주주도 주주명부폐쇄 전까지 주식을 취득하면 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 개정하는 것이 타당하다. 그 외에 본고에서는 반대주주의 주식매수청구 철회 가부, 매수청구주식 이전시기의 법정화 등에 대해서 논하였다.

다음으로 델라웨어주 대법원의 Dell 결정은 MBO 구조를 취한 합병이라고 하더라도 절차상의 문제가 없다면 합병 가격이 공정한 가격을 산정하는 지표로 사용될 수 있다는 판시를 하였다는 점에서 참고할

140) DGCL §262(h); 일본은 2014년 회사법을 개정하면서 주식매수대금 사전 지급 제도를 도입하였다(이승환, 전제 논문, 65면).

141) 주식매수대금 사전 지급 제도는 합병 회사들이 주식매수청구액을 주주들에게 지급할 수 있도록 사전에 기금을 조성해야하기 때문에 오히려 합병 등의 계획을 갖고 있는 회사에게 장애가 될 수 있다는 견해(Craig Boyd, supra note 34, at 527)도 존재한다. 하지만, 우리나라는 상장회사의 주주가 주식매수청구권을 행사하는 경우 주식매수대금의 조달방법, 지급예정시기, 지급방법까지 함께 공시하도록 하고 있으므로(기업공시서식 작성기준 제12-6-1조), 주식매수대금 사전 지급 제도 때문에 합병 계획이 무산되는 경우는 희박할 것으로 예상된다.

142) 대법원 1996.7.26. 선고 96다14616 판결.

143) 대법원 1996.7.26. 선고 96다14616 판결; 채권자가 공탁금을 채권의 일부에 충당한다는 유보의 의사표시를 하고 이를 수령한 때에는 그 공탁금은 채권 일부의 변제에 충당할 수 있다. 하지만, 주주와 회사 간의 일부 지급에 관한 합의가 이루어지지 않는 상황에서 주주(채권자)의 일부 충당 유보 의사를 기대하기는 어려울 것이다.

144) 송옥렬, 전제서, 957면.

만하다. 형평법원의 Dell 결정, Aruba 결정 모두 형평법원의 재량이 넓게 인정된 것으로 문제가 있다고 생각한다. 우리나라 법원 역시 델라웨어처럼 주식매수가액을 결정함에 있어 모든 사정을 고려하여야 하는데, 주식매수가액 결정은 전적으로 법원의 판단에 달려있다. 주식매수가액은 통용되는 금융원칙에 따라서 산정되는 것으로, 가격을 산정함에 있어 법원의 재량권이 넓게 행사되는 것은 타당하지 않다. 향후 법원은 가격 산정 방법을 문제 삼을 것이 아니라, 가격 산정 절차가 공정성을 확보하였는지 중점을 두고 판단하는 것이 합리적이라고 생각된다. 법원의 주식매수가액이 결정될 때까지 발생하는 지연이자의 발생을 줄이기 위한 방안으로 상사법정이율 변동제, 주식매수대금 사전지급 제도에 대해서 검토하였다. 상사법정이율 변동제의 시행은 주식매수청구권 남용을 방지하기 위한 확실한 방안이라고 생각되나, 상사법정이율이 1962년 상법 제정 이후 단 한 번도 개정된 적이 없기 때문에 갑자기 이를 변경하면 무리가 따를 것이라고 생각된다. 위 제도의 시행이 어렵다면 지연이자율 변동제를 고려해 봄 직하고, 이마저도 시행이 어렵다면 미국 델라웨어주에서 시행하고 있는 주식매수대금 사전 지급 제도는 충분히 참고할 만한 제도라고 생각된다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

<단행본>

김동근·조신기·정동근, 『비송사건처리절차법 이론 및 실무』, 법률출판사, 2017.
법원행정처, 『2018년 사법연감』, 2018.
법원행정처, 『사법연감』, 2005-2017.
송옥렬, 『상법강의』(제9판), 홍문사, 2019.
이시윤, 『신민사소송법』(제11판), 박영사, 2017.
이의경, 『재무관리: 이론과 응용』(제4판), 경문사, 2010.
이철송, 『회사법강의』(제27판), 박영사, 2019.
임재연, 『미국기업법』, 박영사, 2009.
임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2018.
임재연, 『회사법 II』(개정4판), 박영사, 2017.
임흥근, 『한국 상법전 50년사』, 법문사, 2013.
정동윤, 『상법』(상)(제6판), 법문사, 2012.

<논문>

강동욱·박성민, “상사비송사건의 소송화와 문제점”, 「인권과 정의」 431호, 대한변호사협회, 2013.
권영준, “법정이율 변동제”, 「비교사법」 제20권 제1호, 한국비교사법학회, 2013.
권재열, “미국 델라웨어 주회사법의 최근 개정동향”, 「상사법연구」 제31권 제1호, 한국상사법학회, 2012.
김순석, “주식매수청구권 제도의 검토”, 「기업법연구」 제32권 제1호, 한국기업법학회, 2018.
김정호, “주식매수청구권에 관한 연구”, 「경영법률」 제25권 제4호, 한국경영법률학회, 2015.
김정호, “주식매수청구권과 시너지-미국 델라웨어법과 일본법의 비교를 중심으로”, 「증권법연구」 제18권 제2호, 한국증권법학회, 2017.
김희철, “주식매수청구권 매수가액 결정기준에 관한 비교법적 고찰-미국 델라웨어주 판례와 우리 대법원 판례의 비교를 중심으로-”, 「법학연구」 제19집 제2호, 인하대학교 법학연구소, 2016.
남도운, “주식매수청구권에 대한 매수가액 산정에 관한 고찰-2017년 Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd. 판례를 중심으로”, 「증권법연구」 제19권 제1호, 한국증권법학회, 2018.
노혁준, “주식매수청구권 행사 이후의 법률관계에 관한 연구”, 「인권과 정의」 461호, 2016.
손영화 외 2인, “주식매수청구권 행사에 관한 몇 가지 논점에 관한 고찰”, 「법학연구」 제19권 제4호, 인하대학교 법학연구소, 2016.
손영화 외 2인, “상장회사의 주식매수청구권 제한에 관한 연구-동북아 3국 및 미국과의 비교를 중심으로”, 「법학연구」 통권 제51호, 전북대학교 법학연구소, 2017.
엄세용, “주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구”, 「증권법연구」 제14권 제2호, 한국증권법학회, 2013.
오창석, “주식매수청구권의 행사와 매수가액결정에 관한 연구”, 「법학논총」 제24집, 숭실대학교 법학연구소, 2010.
이승환, “일본회사법상 주식매수청구권에 대한 고찰”, 「경제법연구」 제17권 제1호, 한국경제법학회, 2018.

<기타>

구정한·김석기, “글로벌 금융위기 전후의 기업구조조정 성과 차이 분석”, 한국금융연구원, 2016.

금융감독원, “상장회사의 주식매수청구권 행사현황 분석”, 보도자료, 2011.5.3.자.

김효진, “미래에셋·옛 대우증권 주가, 매수청구가 밀돌아”, 한겨레신문, 2016.10.4.자 기사.

법제사법위원회, “상법 일부개정법률안(심재철의원 대표발의, 제11034호)”, 검토보고, 2018

삼성엔지니어링(주), 주요사항보고서, 2014.11.19.

심재철 의원, “상법 일부개정법률안(의안번호 2011034)”, 2017.

최민용, “반대주주의 주식매수청구권 사례 검토와 시사점: 미국의 경우”, 「KERI Insight」, 16-07, 2016.

한국예탁결제원, “2010년 M&A 회사 소폭 증가, 주식매수청구대금은 대폭 감소”, 보도자료, 2011.1.24.자.

한국예탁결제원, “‘14년 상반기 상장법인 주식매수청구대금 전년 반기 대비 2,724억원(75%) 감소”, 보도자료, 2014.7.17.자.

한국예탁결제원, “2017년 M&A 건수 전년 대비 감소, 주식매수청구대금은 대폭 증가”, 보도자료, 2018.1.23.자.

한국예탁결제원, “‘18년 상반기 주식매수청구대금 전년 동기 대비 대폭 증가”, 보도자료, 2018.7.17.자.

한국은행, “2019년 2월중 금융기관 가중평균금리”, 보도자료, 2019.3.29.자.

델라웨어주 법원 (<https://courts.delaware.gov/chancery/jurisdiction.aspx>)

렉시스 (<https://www.lexisnexis.com/legalnewsroom/securities/b/securities/posts/perfection-of-delaware-appraisal-rights>)

일본 전자정부 종합창구 (http://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=417AC0000000086#5301)

2. 외국문헌

<단행본>

Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Boston: Little, Brown & Co., 1976.

Stephen M. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, 3rd edition, Foundation Press, 2012.

<논문>

Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223, 1962.

Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public company M&A*, 92 Washington University Law Review 1551, 2015.

Craig Boyd, *Appraisal Arbitrage: Closing The Floodgates on Hedge Funds and Activist Shareholders*, 65 U. Kan. L. Rev. 497, 2016.

Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 Am. B. Found. Res. J. 875, 1983.

Kevin R. Shanon & Christopher N. Kelly, *Ckx Decisions Reveal Developments in Delaware Stock Appraisal Rules*, 28 WESTLAW J. DEL. CORP. 1, 2, 2014.

Mary Siegel, *BACK TO THE FUTURE: APPRAISAL RIGHTS IN THE TWENTY-FIRST CENTURY*, 32 Harv. J. on Legis. 79, 1995.

Melvin A. Eisenberg, *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision making*, 57 Calif. L. Rev. 1, 1969.

Minor Myers & Charles R. Korsmo, *Reforming Modern Appraisal Litigation*, 41 Del. J. Corp. L. 279, 2017.

- Robert B Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule : Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 Geo. L.J. 1, 1995.
- S. Michael Sirkin, *For Whom Dell Tolls: What the Delaware Supreme Court's Latest Appraisal Decision Portends for the Future of Public Company M&A Litigation*, Vol.22, No.1, M&A Lawyer, 2018.
- S. Samuel Arsht, *A HISTORY OF DELAWARE CORPORATION LAW*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 1, 1976.
- Weijiang·Tao Li, Danqing Mei, Randall Thomas, *Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage?*, Journal of Law and Economics, Vol. 29(3), 2016.
- William J. Carney-Keith Sharfman, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 Del. J. Corp. L. 61, 2018.

<기타>

- Berger Harris LLP., 2018 Delaware General Corporation Law Amendments, 2018(<https://www.bergerharris.com/2018-amendments-to-the-delaware-general-corporation-law>).
- Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137 (Del. Sept. 5, 1989).
- Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., A.3d, 2017 WL 6375829 (Del. Dec. 14, 2017).
- DFC GLOBAL CORPORATION v. MUIRFIELD VALUE PARTNERS L.P., 172 A. 3d 346, 2017 WL 3261190 (Del. Aug. 1, 2017)
- Ernst Folk Report on Delaware Corporation Law, 1967, available at <https://delawarelaw.widener.edu/files/resources/folkreport.pdf>.
- Global GT LP v. Golden Telecom, 993 A. 2d, C.A. No.3698-VCS (Del. Ch. Apr. 23, 2010).
- Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, available at <https://www.wsgr.com/attorneys/BIOS/PDFs/berger-022118.pdf>.
- Huff Fund Investment partnership v. CKx, Inc., NO. 6844-VCG, 2013 WL 5878807 (Del. Ch. Nov. 1, 2013).
- In re Appraisal of Dell Inc. (Dell Trial Fair Value), 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016).
- In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc., No. Civ.A. 1554-CC, 2007 WL 1378345 (Del. Ch. May, 2, 2007)
- Jeffrey R. Wolters & James D. Honaker, *Analysis of the 2016 Amendments to the Delaware General Corporation LAW*, Morris, Nichols, Arsht & Tunnel LLP, 2016.
- S. Michael Sirkin, *For Whom Dell Tolls: What the Delaware Supreme Court's Latest Appraisal Decision Portends for the Future of Public Company M&A Litigation*, 22 No.1 M&A Law, NL 2, 2018.
- Verition Master Fund Partners, Ltd. v. Aruba Networks, Inc. C.A. No. 11448-VCL, 2018 WL 922139 (Del. Ch. Feb. 15, 2018).
- Zachary J. Schnapp, *The 2018 Amendments to DGCL § 262*, Del. J. Corp. L. (Sep. 13, 2018, available at <http://www.djcl.org/archives/6748>).

한국상사법학회 임시총회

특별안건 : 다음에 대한 추인에 관한 건

(사)한국상사법학회 회원의 회비에 관한 규정 제정(안)

(사)한국상사법학회 회원의 회비에 관한 규칙

2019. 3. 1. 제정

제1조 (규칙의 목적) 본 규칙은 사단법인 한국상사법학회 정관 제18조 제2항에 따라 회원의 회비에 관한 사항을 정하는 것을 목적으로 한다.

제2조 (일반·특별회원의 회비) ① 일반회원 및 특별회원의 회비는 연 5만원으로 하며, 신입회원의 경우 입회비는 3만원으로 한다. 다만, 만 65세 이상인 일반회원의 연회비는 1만원으로 한다.

② 일반회원 및 특별회원은 40만원의 종신회비를 납부할 수 있으며 종신회비를 납부한 경우 연회비가 면제된다.

제3조 (법인·도서관회원의 회비) ① 법인회원의 회비는 연 300만원으로 한다.

② 대학 및 연구기관 소속 도서관회원의 회비는 연 20만원으로 한다.

③ 대학 및 연구기관 이외의 법인 소속 도서관은 연 30만원의 회비를 납부하여 도서관회원이 될 수 있다.

제4조 (임원의 회비) ① 임원의 회비에는 일반회원의 회비가 포함된 것으로 하며, 회장의 회비는 연 100만원으로 한다.

② 수석부회장의 회비는 연 30만원으로 하며, 부회장의 회비는 연 20만원으로 한다.

③ 상임이사 및 이사의 회비는 연 10만원으로 한다.

④ 감사의 회비는 연 20만원으로 한다.

⑤ 종신회비를 납부한 임원의 회비는 반액으로 감액한다.

부칙

이 규칙은 2019년 3월 1일부터 시행한다.

