

무액면주식의 도입 관련 회사법상 쟁점 연구*

양 기 진**

목 차

- | | |
|---------------------------------------|-------------------|
| I. 머리말 | 1. 자본금 개념의 유용성 저하 |
| II. 무액면주식의 효용 및 회사법상 관련문제 | 2. 캘리포니아주 회사법제 |
| 1. 액면주식과 대비되는 무액면주식의 효용 | 3. RMBCA 법제 |
| 2. 무액면주식의 도입과 몇 가지 관련문제 | 4. 우리 법제에 대한 시사점 |
| III. 자본금의 기능저하 및 주주에 대한 배분 법제의 통일적 규율 | IV. 맺음말 |

I. 머리말

무액면주식(無額面株式, no-par stock, no-par value stock, share without par value)이란 액면주식(par-value stock, share with par value, stated value share)과 대비되는 개념으로, 일반적으로 주권에 권면액의 기재가 없으며 정관에도 최저발행가액이 정해져 있지 않은 주식을 말한다.¹⁾

구 상법(2012년 4월 15일 시행 이전)은 무액면주식의 발행을 허용하지 않았으나²⁾ 이번 2012년 4월 15일 시행된 현행 개정상법(법률 제10600호)

* 이 논문은 2012. 3. 23. 건국대 법학연구소 학술대회에서 발표한 글을 보완한 것으로, 2012년도 전북대학교 연구기반 조성비 지원에 의하여 연구되었음.

** 전북대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사.

1) 최저발행가액을 설정하지 않고 주식을 발행할 때마다 시장가격에 따라 그 발행가액을 정하는 이러한 주식을 진정무액면주식이라고 하는데 미국의 대부분의 주회사법 및 현행 일본회사법은 진정무액면주식제도를 채택하고 있다. 이 글에서는 진정무액면주식을 대상으로 검토하기로 한다.

2) 그동안 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 등에서 투자회사의 주식

은 무액면주식의 발행을 허용하면서 액면주식과 병용할 수 있도록 하고 있다. 개정상법³⁾에 의하면 회사는 무액면주식을 발행할 경우 주당 최저 발행가액을 제한하고 있지 아니하며, 회사는 액면주식 또는 무액면주식 중 어느 한 가지를 선택하여 주식을 발행하여야 한다. 개정상법이 무액면주식을 도입한 이상 무액면주식에 관하여 예상되는 관련 쟁점을 짚어 보는 것이 의미있게 되었다.

이 글에서는 개정상법이 무액면주식을 도입한 이유와 관련하여 액면주식과 대비되는 무액면주식의 효용 및 무액면주식의 도입과 관련하여 발행가액 결정의 합리성, 자본금 및 자본준비금의 계상, 준비금의 감소 절차, 자기주식의 취득, 결산기와 배당결의시점의 괴리에서 발생하는 문제, 주식분할 및 주식병합, 주식배당 및 주식매수선택권에 관한 문제를 살펴본다. 또한 향후 무액면주식제도하에서의 자본금 개념의 명목화 현상을 지적하고 회사로부터 주주에게의 부의 이전현상을 상법의 단편적인 취급에서 더 진화하여 보다 포괄적으로 취급할 필요성을 인식하고 관련 미국법제를 소개한다.

Ⅱ. 무액면주식의 효용 및 회사법상 관련문제

1. 액면주식과 대비되는 무액면주식의 효용

1.1 액면주식의 효용 저하

액면주식 제도만을 채택한 구 상법은 자본금에 관하여 이 법에서 달리 규정한 경우 외에는 발행주식의 액면총액으로 하므로(법 제451조

등 상법 외의 다른 법률에서 일부 예외적으로 허용되었다(자본시장법 제196조 등).

3) 이 글에서 구 상법과 구분하여 2012년 4월 15일자로 시행된 현행상법을 개정상법으로 부르기로 한다.

제1항), 회사의 자본금은 원칙적으로 [권면액⁴⁾ × 총발행주식의 수]의 등식에 의하여 정하여졌다. 따라서 액면주식제도 하에서 신주식을 발행할 경우 해당 권면액은 주당 발행가액의 최저한이 되며 아울러 자본금은 이익배당 등의 형식으로 회사에서 유출을 할 수 없는 최저한이 된다. 이에 의하여 액면주식이 도입된 초창기에 액면주식은 납입금을 최소 권면액 이상으로 제한함으로써 주주간 형평을 제고하는 기능(fairness function) 및 불공정한 자산이전으로 말미암아 회사 내 순자산이 자본금에 미달하는 우려를 방지함으로써 채권자의 여신 결정을 돕는 기능을 수행하였다.⁵⁾

그런데 액면주식은 오래 전부터 위와 같이 연혁적으로 기대되었던 기능을 수행하지 못하고 있다. 예컨대 권면액에 미달하는 주금을 납입하는 물탄주식 내지 희석주식(watered stock)의 책임을 지지 않기 위하여서라도 회사들은 발행할 때마다 시가를 참고하여 액면가를 넘는 발행가액을 책정하기 때문에, 권면액은 주주들의 출자액 간의 형평을 도모하는 기능을 수행하지 못한다.⁶⁾ 또한 그때그때의 회사 가치에 의하여 발행가액이 책정되기 때문에 주식의 진정한 가치를 표시하는 기능과도 관련성을 상실한지 오래이다.

또한 액면주식의 권면액은 채권자 보호 기능의 수행과도 거리가 멀다. 우리 상법⁷⁾을 비롯하여 여러 입법례에서 이미 회사 설립시에 법정자

4) ‘액면주식을 발행하는 경우 1주의 금액’(법 제356조 제4호)로도 할 수 있겠으나, 이 글에서는 개정상법의 일부조항(법 제340조의2 제4항 제1호, 법 제462조의2 제2항 및 제3항)에서 쓰는 용례에 따라서 ‘권면액’으로 통일하여 호칭한다.

5) Robert C. Clark, *Corporate Law* (Boston: Little, Brown and Company, 1986), 707-709쪽. 이에 따라서 해당 자본금(legal capital)은 불공정한 대가로 자산을 이전하는 행위로부터 채권자를 보호하는 일종의 “최저한의 담보(minimum capital)”로서의 역할을 하게 된다. 같은 책, 708쪽; 액면주식과 관련된 법적인 문제점으로는, 주식의 대가로 합법적으로 납입 가능한 종류, 납입가액, 그리고 비금전 형태로 납입되는 대가의 가치측정에 관한 것이다. 같은 책, 709-714쪽.

6) Clark, 위의 책, 714쪽.

본의 최저한도의 액수를 특정해야 한다는 제한을 폐지하였고, 오늘날의 채권자 역시 여신 여부를 결정할 때 해당 회사의 신용을 조사하고 평가하며 여신 이후의 회사 재무상태를 모니터하고 담보를 확보하는 다양한 기법을 발달시켰다.⁸⁾ 이에 따라서 오늘날의 여신 과정에서 자본금 자체는 중요한 고려요소가 아니게 되었다.⁹⁾

반면 무액면주식의 경우 권면액이 없으므로 액면주식에서 나타날 수 있는 희석주식의 문제가 발생하지 않게 된다. 또한 무액면주식의 발행가액이 적법절차에 의하여 결정된 경우 해당 발행가액을 완납한 자는 회사는 물론 회사 채권자에 대해서도 그 이상의 책임을 지지 아니하므로,¹⁰⁾ 선의의 주주보호에도 문제가 없다.

이외에도 액면주식의 권면액으로 인한 폐해로는 권면액의 존재로 인한 주식의 실질가치에 대한 오인 유발, 권면액을 내세운 주식모집에 관한 기만행위, 권면액 미만 발행이 어려워 자금조달에 불편을 야기, 재산가치의 과대한 평가로 인한 희석주 발생 등의 문제¹¹⁾가 거론된다.

1.2 무액면주식의 효용

일찍이 1954년에 미국의 Gedge 위원회는 무액면주식의 도입을 주장

7) 우리 상법은 이미 회사 설립시의 최저 자본금 요건을 폐지하고 있으며(법 제451조), 회사 존속 중의 최저자본금 요건 역시 존재하지 아니한다.

8) 액면주식을 발행할 경우 권면액과 발행가액의 차액은 잠재적인 채권자에게는 신용 제공여부와 조건을 결정하는 데 심리적으로 하나의 고려요소가 되는데에 불과하다. 정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 산업경제연구 제14권 제2호(한국산업경제학회, 2001), 297쪽.

9) Clark, 앞의 책, 714-715쪽.

10) 장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 상사법연구 제19권 제1호(한국상사법학회, 2000), 198쪽 미국에서는 발행가액을 완납한 자는 ‘전부납입된 추정불능의 주식(full-paid and non-assessable share)’의 주주가 된다고 표현된다. 같은 논문, 198쪽.

11) 상세한 것은 장지석, 위의 논문, 189-190쪽.

하면서 다음과 같은 장점이 있음을 수용한 바 있다.¹²⁾ 즉, (i) 무액면주식은 주식을 있는 그 자체로 대표하며 권면액이라는 상징적인 가치개념을 개입시키지 아니하며, (ii) 무액면주식은 명목상의 가치(nominal value)가 없으므로 배당을 권면액에 연관시킬 수 없어 오해나 오표시의 소지가 차단된다. (iii) 해당 기업체의 진정한 가치를 나타내는 것은 자본(capital)이지 납입자본금(paid-up capital)이 아니며 일반적으로 무액면주식은 지분비율 그 자체이다.¹³⁾ 또한 (iv) 무액면주식은 권면액이 없으므로 자본개편 작업(capital reorganization)이 단순해지며, (v) 무액면주식은 재무적 위기상황에 있는 회사가 지분형태로 추가적인 자금조달을 하는 것을 방해하지 않는다.¹⁴⁾

반면에 이사회가 무액면주식의 자본금의 액을 임의로 정하게 되므로 주식을 발행하는 때마다 적립되는 자본금이 매번 달라지는 결과, 수차례 주식발행이 이뤄지고 나면 회사의 자본금은 발행주식의 총수와는 무관한 임의의 숫자가 되어버리게 된다.¹⁵⁾ 따라서 액면주식을 발행할 경우와 달리 무액면주식은 발행을 거듭할수록 자본금과 괴리되게 된다.¹⁶⁾

무액면주식을 발행할 경우 액면주식의 경우와 비교하여 자본충실의 제해로 채권자의 이익을 해칠 가능성이 있겠는가? 이에 대한 우려의 표명¹⁷⁾도 있으며 따라서 회사 설립시에 무액면주식의 발행가액의 최저

12) Gedge 위원회는 M. Gedge를 의장으로 한 거래위원회(Board of Trade Committee)에서 무액면주식을 허용할 것인가의 문제에 특정하여 발표한 바 있다. E. Ferran, *Principles of Corporate Finance Law* (Oxford Univ. Press, 2008), 87쪽.

13) Ferran, 위의 책, 87쪽.

14) Ferran, 위의 책, 87쪽.

15) 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점”, 저스티스 통권 제127호(한국법학원, 2011), 48쪽.

16) 무액면주식제도 하에서는 자본금의 균등한 구성단위로서의 기준금액이 존재하지 않으므로 자본금과 주식의 관련성이 끊어지게 된다. 따라서 주식은 오직 회사에 대한 비율적 지위로 취급되며 무액면주식제도 하에서의 자본금 구성은 총래 방식을 탈피하여 주식 발행대가의 전부 또는 그 일부로서 이루어지게 된다. 장지석, 앞의 논문, 201쪽(개정상법에 맞게 자본을 자본금으로 바꿔서 인용함).

한을 정하는 것이 바람직하다는 견해¹⁸⁾가 있다.

주권에 권면액의 기재가 없으나 정관에 권면액에 상당하는 금액을 정하고 그 액수에 미달하는 발행가액으로는 발행을 금지하는 주식을 부진정무액면주식이라고 한다.¹⁹⁾ 무액면주식의 발행을 허용하는 개정상법상 부진정무액면주식의 발행이 허용될 것인가. 개정상법은 무액면주식의 발행가액의 최저한을 규정하고 있지 않으나, 회사가 자율적으로 그 정관에서 발행가액의 최저한도에 관한 규정을 두는 것을 막을 이유는 없다. 그러나 발행가액의 최저한도를 설정하게 되면 잠재적 채권자에 대하여 심리적인 신뢰감을 줄 수 있을지 모르나, 회사 입장에서는 해당 최저한의 금액만을 자본금으로 계상하고 나머지는 감소가 가능한 자본준비금으로 적립할 가능성이 크므로 채권자 입장에서는 항상 유리하다고 볼 수 없다.²⁰⁾

액면주식에서도 권면액의 형해화 현상과 마찬가지로 부진정무액면주식의 ‘발행가액의 최저한’에도 회사의 진정한 재무상태와 유리되는 ‘형해화’ 현상이 발생할 것이므로 권면액이나 발행가액의 최저한은 채권자의 보호라는 목적에 실질적인 기여를 할 수 없다. 따라서 채권자의 보호에는 액면주식인지, 진정 또는 부진정무액면주식인지의 형식상의 차이는 크게 문제되지 않는다고 생각된다.

17) 예컨대 정쾌영, 앞의 논문, 305쪽.

18) 정쾌영, 위의 논문, 306쪽. 아울러 자본충실이 요구되는 일정한 회사에 대해서는 무액면주식의 발행을 제한하여야 한다고 한다. 같은 논문, 306쪽.

19) 부진정무액면주식은 주권에 권면액의 기재가 없을 뿐, 해당 최저발행가액은 자본금으로 계상되며, 실질적으로는 액면주식과 마찬가지로 기능을 한다. 최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 상사법연구 제20권 제1호(한국상사법학회, 2001), 167-168쪽 및 권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후과제”, 선진상사법률연구 통권 제56호(법무부, 2011), 5쪽; 부진정무액면주식은 독일 주식법에서 채택하고 있다(최저발행가액은 1999년 이후 1Euro로 책정되어 있다)(정쾌영, 위의 논문, 301쪽).

20) 또한 부진정무액면주식을 발행하는 회사 입장에서 해당 최저한도에 미달하는 주식 발행은 어려워지므로 유연한 자본조달이라는 제도의 취지가 반감될 것이다.

또한 무액면주식의 발행대가로 회사가 수령한 자산이 이로 인하여 증가한 자본금과 자본잉여금 가액에 미달하게 될 경우에는 액면주식에서의 희석주식과 유사한 문제가 발생할 수 있다. 즉 관련 이사의 책임은 물론, 통모가 있던 경우 통모주식인수인의 책임, 신주발행유지청구권, 신주발행무효의 소송 등이 검토될 수 있다(상법 제424조, 제424조의2, 제429조).

1.3 무액면주식 도입 관련 몇 가지 예상 쟁점

무액면주식제도를 채택한 회사에서는 발행가액과 자본금 계상에 관련성이 끊어지고 개정상법상의 제한(법 제451조 제2항) 하에서 발행회사의 재량에 의하게 되므로 액면주식의 경우와 달리 자본금 및 자본준비금²¹⁾의 계상에 관한 문제가 발생한다. 무액면주식의 가치는 회사에 관한 지분적 비율로만 인식되므로 권면액에 의존함이 없이 주식가치 평가를 하여야 하며, 신주발행시에 발행가액 결정의 합리성도 문제가 된다.

또한 개정상법이 허용하는 준비금의 감소는 이익배당 등 회사재산의 사외유출의 전제가 되므로 채권자 보호 문제가 제기될 수 있다. 그 외에도 상법이 자기주식의 취득이나 상환주식의 상환을 이익배당과 별개 조항에서 별도 요건으로 규정하기 때문에 생기는 문제, 주식분할 및 주식병합, 주식배당, 결산기와 배당결의시점의 괴리에서 발생하는 문제 및 주식매수선택권에 관한 해석상 또는 취급상의 문제가 제기될 것으로 생각된다. 이하에서는 이러한 문제들을 쟁점별로 살펴본다.

21) 개정상법에 의하면 [회계상 자본잉여금 = 상법상 자본준비금]의 등식이 원론적으로 성립하므로(법 제459조 제1항 및 동법시행령 제18조), 이 글에서는 의미를 해치지 않는 한도에서 우리나라 법제를 소개하는 경우 ‘자본준비금’으로 부르기로 한다.

2. 무액면주식의 도입과 몇 가지 관련문제

2.1 발행가액 결정의 합리성

무액면주식의 경우에는 그 성격상 언제나 주식의 발행가액이 자본금으로 계상되는 금액보다 높기 때문에 논리적으로 액면미달발행에 관한 규제가 적용될 여지가 없다.²²⁾ 무액면주식에는 액면미달 발행에 관한 주주총회 특별결의와 법원인가라는 상법상의 복잡한 절차를 거칠 필요가 없으므로 회사 입장에서는 편리하다.

그런데 무액면주식의 발행가액 결정에 관하여 상법은 특별히 정한 바가 없는데 이사회는 어느 정도의 재량을 가질 것인지 의문이 들 수 있다. 미국의 경우 이사회가 무액면주식의 발행가액을 결정할 경우, 이사가 부적절한 동기를 갖고 있다거나 개인적 이익을 추구했다거나 자의적인 행위를 하였거나 또는 회사 이익과 주주의 권리를 의도적으로 무시하는 사기(fraud)의 경우를 제외하면, 발행대가(약인: consideration)에 관하여 이사회가 갖는 재량은 간섭되어서는 안된다고 본다.²³⁾ 이처럼 법

22) 송옥렬, 앞의 논문, 50쪽. 개정상법은 정관이 정하는 바에 따라 액면주식과 무액면주식 간 전환을 허용한다. 그런데 설령 무액면주식을 모두 액면주식으로 전환시킨다고 하여도 무액면주식 발행가액으로부터 적립된 자본금이 전환된 액면주식의 액면총액과 같도록 액면이 낮게 정해질 것이므로, 액면미달발행의 문제는 발생하지 않는다. 같은 논문, 50쪽; 이러한 의견에 찬성한다. 무액면주식을 액면주식으로 전환하고자 할 경우에는 총발행주식수에 증감을 하지 아니하는 이상 주당 액면가액이 자연스럽게 결정될 것이다. 다만 이 경우의 액면가액은 상법의 제약에 의거하여 100원 이상이 되도록 조정되어야 한다(법 제329조 제3항).

23) Bodell v. General Gas & Electric Corp., 140 A. 264(Del. 1927) 427쪽. 이 사건에서 General Gas & Electric Corp.(이하 'GGE')사가 두 종류의 무액면 보통주를 발행하였는데 그 중 하나인 Class A 주주들에게 시장가격보다 낮은 가격에 주식을 매수할 것을 제안하자 다른 종류주주인 Class B 주주들이 자신들의 지분이 부당하게 희석된다고 주장하면서 발행에 관한 금지명령을 청구한 사건이다. 델라웨어주 대법원은 델라웨어주 회사법이 무액면주식의 발행대가(약인)에 대하여 규정한 바 없으며

원 입장에서는 이사회가 결정한 주식 발행가액에 관하여 사기가 개입되는 등의 예외적인 경우가 아닌 한 신주발행무효소송 및 관련 이사의 책임을 추궁하는 소송 등에서 사후적으로 발행가액이 위법하다고 결정되기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

따라서 이사회가 현저하게 저가발행을 하는 것을 방지하기 위하여 각 회사가 자율적으로 정관 등에서 발행가액 결정에 관한 규정을 둘 필요가 있다.²⁴⁾ 대법원의 입장²⁵⁾에 의하면 제3자배정일 경우 저가발행은 관련 이사의 책임을 야기할 수 있다. 다만 주주배정일 경우에는 저가발행이 허용되나 실권주의 배정 과정에서 사실상 주주의 이익이 침해될 수 있기 때문이다.

무액면주식의 발행가액 결정에 참고가 될 수 있는 예로, 무액면주식의 발행만이 허용되는 자본시장법의 투자회사의 경우를 들 수 있다.

로 이사회는 시장가격 이하로 약인을 정하여 주식발행을 결의할 수 있고 이로 말미암아 다른 종류주주들에게 부당한 피해를 입힐 수는 없다. 다만 시장가격(\$45)에 미달하는 약인(\$25)을 대가로 발행을 결의한 경우 이사회는 이를 정당화할 수 있는 충분한 근거가 있어야 하며 회사의 최선의 이익을 위하여 성실하게 행위하였음을 증명하여야 한다고 하였다. 임재연, 미국기업법(서울: 박영사, 2009), 188-189쪽.

24) 그러나 종류주식을 발행하는 회사의 경우 최소한 회사 설립시의 등기사항으로서 종류별 무액면주식의 액면가액을 포함하여야 한다는 견해에 대해서는 김순식, “무액면주식 제도 도입에 따른 법적 쟁점”, 저스티스 통권 제127호(한국법학원, 2011), 190쪽; 그러나 종류주식을 발행한다는 이유로 무액면주식제도의 장점을 포기하고 부진정무액면주식으로 이행할 이유는 없으므로, 이사회가 종류주식의 서로 다른 권리내용을 평가하여 발행시점마다 발행가액을 적절히 달리하여 발행하는 것으로 충분하다고 생각된다.

25) 대법원은 회사의 이사가 시가보다 현저하게 낮은 가액으로 신주 등을 발행한 경우 업무상배임죄가 성립하는지 여부에 관하여 회사가 주주 배정의 방법, 즉 주주가 가진 주식 수에 따라 신주, 전환사채나 신주인수권부사채(이하 ‘신주 등’)의 배정을 하는 방법으로 신주 등을 발행하는 경우에는 발행가액 등을 반드시 시가에 의하여야 하는 것은 아니며, 원칙적으로 액면가를 하회하여서는 아니된다는 제약 외에는 주주 전체의 이익, 회사의 자금조달의 필요성, 급박성 등을 감안하여 경영판단에 따라 자유로이 그 발행조건을 정할 수 있다고 보았다(대법원 2009. 5. 29. 선고, 2007도 4949 전원합의체 판결).

자본시장법상 투자회사는 일정한 일자를 기준시점으로 하고 그 시점의 대차대조표에 계상된 자산총액²⁶⁾에서 부채총액을 뺀 금액을 집합투자증권 총수로 나누는 방법에 의하여 발행가액을 정한다(자본시장법 제196조 제5항 및 동법시행령 제230조). 또 하나의 예로 반대주주의 주식매수청구권 행사에 의한 주식매수가액 결정의 경우를 들 수 있다. 자본시장법은 주식매수가액 산정에 관하여 자본시장법은 주주와 회사 간 협의가 성립되지 않는 경우 일정기간의 시가를 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균하는 방법에 의하여 매수가액을 결정하도록 한다(법 제165조의5 제3항).²⁷⁾ 동일한 자본시장법하에서 주식가격 산정에 관한 것임에도 불구하고 전자는 순자산 접근방식이고 후자는 시가접근방식으로 그 접근법 자체가 매우 다르다.

그런데 자본시장법이 규정하는 위 기준으로만 발행가액을 정하면 이 사회의 결정은 합리성이 있는 것으로 인정될 것인가? 반대주주의 주식매수청구권 행사에 의한 상장주식의 매수가액에 관한 최근의 대법원 결정²⁸⁾은, 상장주식의 경우에는 원칙적으로 시장주가를 참조하여 가격

26) 이때 투자회사의 자산은 자본시장법 제238조 제1항에 따른 평가방법에 의하여 원칙적으로 시가 내지 공정가액으로 평가가 되어야 한다.

27) 구체적으로 자본시장법시행령은 (i) 증권시장에서 거래가 형성된 주식일 경우 합병 등에 관한 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 각각 과거 2개월간, 과거 1개월간, 과거 1주일간 거래된 주식의 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 거래가격을 기준으로 하여 결정하며(시행령 제176조의7 제2항 제1호), (ii) 증권시장에서 거래가 형성되지 아니한 주식일 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액과 상대가치의 가액을 산술평균한 가액으로 하고, 상대가치를 산출할 수 없는 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액으로 하고 있다(시행령 제176조의7 제2항 제2호).

28) 대법원 2011. 10. 13. 선고, 2008마264 결정. 반면 비상장주식에 관한 매수가액 산정시에 대법원(대법원 2006. 11. 23. 선고, 2005마958 결정 및 대법원 2006. 11. 24. 선고, 2004마1022 결정)은 자산가치, 수익가치, 시장가치 등을 종합적으로 반영하여 산정하도록 하면서, 당해 회사의 상황이나 업종의 특성, 개별 평가요소의 적정 여부 등 제반 사정을 고려하여 그 반영비율을 정하도록 하고 있다.

을 산정하여야 하지만 자본시장법시행령 등에서 제시하는 산정방법에 지속되는 것은 아니며, 나아가 시장주가가 해당 회사의 객관적 가치를 제대로 반영하지 못할 경우에는 시장주가를 배제하거나 또는 시장주가와 함께 순자산가치나 수익가치 등 다른 평가요소를 반영하여 매수가액을 산정할 수 있다는 기준을 제시하였다. 이상의 법조문과 대법원 입장을 살펴보면 주식발행가액 결정에 관한 이사회의 재량 여지가 매우 큰 폭에서 인정될 것임을 짐작할 수 있다.

무액면주식을 인수한 자가 그 대가로 회사에 납입해야 하는 발행대가의 종류는 현재처럼 금전과 현물에 국한할 필요가 있다고 생각되며 현재·장래의 용역의 출자를 허용하는 것은 평가방법이 미흡하고 불확실성이 크므로 보수적으로 접근하는 것이 바람직하다. 일부 견해²⁹⁾는 더 나아가 무액면주식을 발행할 경우 주식사기의 가능성이 높아지고 회사채권자에게 불안을 야기하게 될 것을 예상하여 자본충실의 요청이 더욱 높아진다는 이유로, 현물출자를 할 경우에는 더욱 엄격한 규제가 요청되며 제3자에게 신주인수권이 부여될 경우 주주총회의 특별결의가 필요하다고 한다. 그러나 앞서 살펴보았듯이 권면액의 효용이 저하된 상황에서 액면주식인지의 여부는 중요한 의미를 갖지 못하므로, 무액면주식이라는 이유만으로 주식사기의 위험이 유의미하게 높아질 것으로는 보이지 않는다.³⁰⁾

2.2 자본금 및 자본준비금의 계상

무액면주식을 발행할 경우 발행가액 중 어느 정도의 금액을 회사에 ‘자본금’으로 계상할 것인가라는 문제에 대하여, 개정상법은 원칙적으로 이사회³¹⁾에 자본금으로 계상할 금액의 결정에 관한 재량권을 부여하

29) 장지석, 앞의 논문, 208쪽.

30) 오히려 제대로 진실성이 확보된 재무제표를 마련할 필요성이 시급할 것이다. 권재열, 앞의 논문, 6쪽.

31) 회사의 성립 후에 발행하는 무액면주식에 대하여 신주의 발행가액 중 자본금으로

고 있다. 회사의 자본금은 주식발행가액의 50% 이상의 금액으로서 이사회에서 자본금으로 계상하기로 한 금액의 총액이 자본금이 된다(법 제 451조 제2항 제1문). 그리고 주식의 발행가액에서 자본금으로 계상하기로 한 금액을 제(除)한 나머지 금액은 자본준비금³²⁾으로 계상되어야 한다(법 제451조 제2항 제2문).³³⁾

개정상법상 자본금의 계상에 관한 이사회 재량권은 무액면주식의 발행시마다 발동될 수 있으며 매 발행마다 발행가액의 50% 이상을 자본금으로 계상하여야 한다는 기준이 준수되어야 한다.³⁴⁾ 따라서 무액면주식을 발행하는 경우 자본금과 자본준비금 계상에 관한 이사회 재량권은 액면주식 발행의 경우보다 일견 더 많아지게 되었다.³⁵⁾ 액면주식을

계상하는 금액에 대해서는, 정관규정, 정관으로 주주총회에서 결정하도록 하는 경우에는 주주총회의 결의 또는 별도로 정한 바가 없으면 이사회가 결정권을 갖는다(법 제416조 제2의2호).

- 32) 자본준비금은 이익준비금과 함께 개정상법상의 법정준비금을 구성한다. 준비금을 적립한다는 것은 예금과 같은 어떠한 특정 형태로 보관하는 것을 강제하는 것이 아니라, 준비금에 부합하는 액수의 자산을 회사 내에 유보하라는 의미이다. 龍田節, 会社法大要(동경: 有斐閣, 2007), 370쪽.
- 33) 1969년 개정 전의 구 모범사업회사법(Model Business Corporation Act, 이하 'MBCA')는 개정상법의 자본준비금에 해당하는 납입잉여금(paid-in capital)의 한도를 발행가액의 25%으로 규정하였다. 임재연, 앞의 책, 188쪽; 그리고 1979년 개정 전의 MBCA에서는 할당에 관한 별도의 규정을 두지 않고 일반적으로 승인된 회계관행과 원칙에 따르도록 하고 있다. 장지석, 앞의 논문, 203쪽; 오늘날 미국에서 대부분의 주 회사법들은 납입잉여금 한도에 대한 제한규정을 두고 있지 않다. 임재연, 앞의 책, 188쪽.
- 34) 왜 하필 50%인가라는 질문에 대해서는 상법 개정이유에 별도의 설명이 없다(상법 개정이유에 대해서는 국가법령정보센터(<http://www.law.go.kr>)를 참조함). 일본 회사법의 경우에도 무액면주식의 발행시 회사에 납입·급부되는 총액의 50%까지는 자본금이 아닌 자본준비금으로 계상하는 것을 허용한다(일본회사법 제445조 제2항).
- 35) 무액면주식의 발행가액을 자본금과 자본잉여금으로 어떻게 할당할지에 관하여, 해당 무액면주식 발행 전의 자본금 대 자본잉여금의 비율에 따라 할당하는 것이 공평하다는 의견이 있다. 장지석, 앞의 논문, 203쪽 각주 48번 및 최병규, 앞의 논문, 174쪽; 합리적인 의견이나 다만 구체적으로 적용이 곤란한 경우가 있을 수 있다. 예컨대 제○회사 무액면주식을 발행하는 어느 회사의 자본금 대 자본준비금의 비율

발행하는 경우 자본금으로 계상되어야 하는 금액은 [액면가 × 총발행주식수]로 자동적으로 정해지는 반면, 무액면주식을 발행할 경우에는 자본금으로 계상할 금액을 발행할 때마다 발행가액 중 50% 이상을 자본금으로 적립한다는 제약을 준수한다면 이사회가 발행가액의 50%를 초과하는 부분은 자본금과 자본준비금 중 어느 것으로 계상할지를 결정할 수 있게 되었다.³⁶⁾

그러나 개정상법상 발행가액의 50%라는 기준은 무액면주식제도를 채택한 회사에게 회사 상황에 따라 이로우 수도 또는 불리할 수도 있을 것으로 보인다. 액면주식의 경우 그 주식의 시가가 권면액을 훨씬 초과하는 상황에서 시가발행을 한다면 과다한 액수가 주식발행초과금, 즉 자본준비금으로 잡힌다는 문제가 있다.³⁷⁾ 무액면주식을 발행하는 경우 자본금 계상액이 발행가액에 상응하여 증가하므로 그러한 문제점은 덜게 된다. 그러나 같은 자산규모와 재무구조를 갖고 있는 회사를 비교하면, 무액면주식 발행회사의 전망이 밝은 경우 주식의 발행가액이 높을 것이므로 액면주식을 발행할 경우에 비하여 일반적으로 자본금 적립규모가 커질 것으로 생각된다. 반면에 발행회사의 전망이 어두울 경우에는 무액면주식을 발행하는 경우에 자본금 적립규모가 감소될 여지가 있으므로 일률적으로 말할 수 있는 성격의 것은 아니다.

이 1:3이라고 할 경우 해당 제○회사 무액면주식의 발행가액을 자본금 1 대 자본준비금 3의 비율로 할당하는 것은 자본금으로 50% 이상 계상하게 하는 상법 규정에 반하게 되기 때문이다.

- 36) “회사가 무액면주식을 발행하는 경우 회사의 자본금은 주식 발행가액의 2분의 1 이상의 금액으로서 이사회(제416조 단서에서 정한 주식발행의 경우에는 주주총회를 말한다)에서 자본금으로 계상하기로 한 금액의 총액”은 개정상법상 정관에 기재되어야 할 사항도 아니며(법 제289조) 주식회사의 회사 등기부에 등기되어야 할 사항도 아니고(법 제317조 제2항), 정관에 달리 정한 바가 없다면 이사회가 그때그때마다 정하는 것이 가능하다.
- 37) 액면주식을 발행하는 회사는 자본금으로 계상하여야 할 항목이 처음부터 고정되며 이에 이사회 등이 개입할 여지가 전혀 없다. 또한 권면초과발행의 경우에는 권면초과액에 해당하는 주식발행초과금을 자본준비금으로 계상할 의무가 있다.

2.3 준비금의 감소방법

개정상법에 의하면 자본준비금과 이익준비금의 합이 자본금의 150%를 초과하면 해당 회사의 법정준비금을 감소시키는 것이 가능하여졌다(법 제461조의2). 상법개정이유는 준비금 감소조항(법 제461조의2)의 신설에 관하여, (i) 준비금의 채권자보호 역할이 감소되었을 뿐만 아니라 이익준비금의 적립한도가 주요 선진국에 비하여 지나치게 높게 설정되어 있으며 준비금의 운용이 지나치게 경직되어 있고, (ii) 자본금의 150%를 초과하는 준비금에 대하여는 주주총회의 결의에 따라 준비금을 배당 등의 용도로 사용할 수 있도록 허용하여 이에 따라 자본전입과 감자절차(減資節次)를 거칠 필요 없이 과도한 준비금을 주주에게 분배할 수 있게 되어 이익준비금과 자본준비금의 신축적인 사용이 가능하게 되었다고 한다.

준비금의 과도한 적립을 막고 운용에 유연성을 주자는 개정상법의 취지에는 동감하나, 준비금은 미흡한 측면은 있어도 자본금과 함께 회사의 재무부실에 대비하여 여전히 채권자 보호를 위한 완충재(buffer) 역할을 하고 있음은 부인할 수 없다. 그러나 준비금 감소를 허용하면서 감소 가능한 기준을 자본금이라는 한 가지 기준에 의하도록 한 결과, 액면주식 발행의 경우 이익배당 등 사외유출가능성을 높이기 위하여 경영진과 주주에게는 권면액을 낮추려는 동기가 존재한다. 권면액을 낮게 잡으면 회사의 입장에서 액면미달 발행을 피하는 데에도 도움이 되며, 자본금의 50%에 달할 때까지 이익배당시마다 발생하는 이익준비금의 적립의무 역시 자동적으로 경감된다.

그러나 무액면주식을 발행하게 되면 역으로 개정상법상 발행가액의 50% 이상을 자본금으로 적립하여야 하므로, 이사회가 준비금을 감소시킬 수 있는 재량이 감소하므로 무액면주식제도를 채택한 회사에서 이익배당 등 사외유출에 관한 이사회 재량이 상대적으로 적어지게 된다.³⁸⁾

38) 오히려 액면주식제도를 채택하고 권면액이 낮게 설정하는 것이 자본준비금 비중을

그럼에도 불구하고 무액면주식의 경우에도 자본금을 최소한도로 책정하려는 경영진과 주주의 유인은 여전히 존재한다. 즉, 동일한 규모의 유상증자와 동일한 규모의 이익배당을 한다면 자본금의 계상을 최소화 하여야 그만큼 더 자본준비금의 비중이 늘어나며 이익준비금의 적립의 무액 역시 감소하게 된다. 이렇게 계상된 준비금은 주주총회의 보통결의에 의하여 비교적 쉽게(채권자의 간섭 없이 내지 채권자의 보호절차 없이) 감소시킬 수 있고³⁹⁾ 그 결과 이익배당 등 사외유출이 가능해진다.

그러나 개정상법처럼 주주총회의 보통결의만으로 준비금 감소를 허용한 것은 구체적 상황에 따라서 채권자 보호와 관련한 문제점을 야기하지 않을 수 없다. 아래 세 개의 약식 대차대조표⁴⁰⁾는 동액(100)의 총자산을 보유하고 자본금과 자본준비금의 비율이 1:1.5로 동일한 3개 회사의 재무상태를 나타내고 있다. 우측으로 갈수록 총자산 내의 부채비중이 커지고 있는데, 3개 회사 중 부채비중이 가장 큰 C 회사의 경우 상대적으로 총자산 내의 자본금과 자본준비금의 비중은 가장 적으므로 채권자 보호의 필요성이 가장 절실하다.

〈표〉 대차대조표의 비교⁴¹⁾

A 회사의 B/S		B 회사의 B/S		C 회사의 B/S	
자산: 100	부채: 70	자산: 100	부채: 80	자산: 100	부채: 90
	자본: 30 (12, 18)		자본: 20 (8, 12)		자본: 10 (4, 16)
합계: 100	합계: 100	합계: 100	합계: 100	합계: 100	100

높이는 데 유리하다.

- 39) 자본금 감소절차와 달리 준비금 감소절차에 채권자 보호절차를 거칠 필요가 없도록 한 것은, 채권자 보호의 관점에서 자본금의 1.5배라는 충분한 여유분이 있음을 고려한 것이라고 보는 견해가 있다. 송옥렬, 앞의 논문, 69쪽.
- 40) 2007년 제정되어 2011년부터 상장회사 등에 의무적으로 시행되고 있는 한국채택국제회계기준(이하 'K-IFRS')에 의하면 종전의 대차대조표는 재무상태표로 명칭이 변경되거나 개정상법은 여전히 대차대조표라는 명칭을 유지하므로 이 글에서도 '대차대조표'라는 명칭으로 통일·사용하기로 한다.

따라서 자본금의 150%에 상당하는 자본준비금을 두게 한다고 하여 구체적인 회사 상황의 고려 없이 채권자 보호가 충분한가의 질문에 일률적인 답을 줄 수는 없다. 그러나 개정상법은 근거가 명확하지 않은 기준(자본준비금 $\geq$ 자본금 $\times$ 150%)을 가지고 자본준비금 감소를 추구할 동기를 갖고 있는 해당 회사의 주주들에게 준비금 감소를 결정할 수 있는 권한을 주고 있다.⁴²⁾ 경영진과 주주의 입장에서는 준비금 감소기준과 이익준비금 적립기준이 되는 자본금 계상액을 최소화하려는 유인이 생기게 된다. 결과적으로 자본금과 법정준비금 모두 규모가 줄 수 있으므로 채권자의 보호를 해할 우려를 하지 않을 수 없다.⁴³⁾

반면, 미국의 경우 1969년 개정 전의 구 MBCA에 의하면 정관에 근거하거나 발행주식총수의 과반수⁴⁴⁾의 찬성으로 자본잉여금을 재원으로 하여 주주들에게 현금이나 재산으로 배당하는 것을 허용하고 있으나, 이로 말미암아 해당 회사가 채무변제능력을 상실하게 된다면⁴⁵⁾ 이러한

41) 자본란의 괄호안은 각각 자본금(좌)과 자본준비금(우)을 나타낸다. 편의상 3개 회사 모두 자본금의 1.5배에 상당하는 자본준비금을 적립하고 있다고 가정하였다.

42) 또한 개정상법은 준비금 감소를 결정할 권한을 주주총회에 부여하고 있으므로 준비금 감소로 인한 회사채무 상황에 차질이 생기더라도 관련 이사의 책임을 묻기가 곤란할 수 있다.

43) 미국의 경우에도 이익배당과 관련하여 주주의 손에 맡겨두는 것은 바람직하지 않다는 취지의 지적이 있었다. 액면주식에 관련된 지적이지만 소개한다. 표시자본(우리 법상의 자본금에 해당)만에 의하여 순자산을 결정하고 이를 가지고 배당 허용여부를 결정하는 기준을 삼는다면, 주주들은 당연히 정관을 고쳐서 권면액을 낮출 수 있으므로 이익배당을 결정하는 중요한 도구를 채권자와 바로 이익이 상충하는 자들인 주주들과 회사 경영진의 손에 넘겨준 것과 다름없다는 비판을 받아왔다. Alfred F. Conard, *Corporations in Perspective* 308 (1976), 311쪽; Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, "Does Corporate Law Matter—Legal Capital Restrictions on Stock Distributions", 31 *Akron L. Rev.* 175(1997), 198쪽에서 재인용.

44) 종류주식이 발행된 경우 해당 종류주식의 의결권 유무에 불문하고 이러한 결의에 참여할 수 있다. MBCA § 46(b).

45) 채무변제능력의 상실(insolvency)은 회사가 통상적인 사업과정에서 만기가 되는 채무를 갚을 수 없는 상태를 가리킨다(구 MBCA § 2(n)).

배당은 허용되지 않는다(구 MBCA § 46(a)). 또한 이러한 배당은 배당에 관하여 우선권을 갖는 모든 우선주주에게 행해져야 할 배당이 모두 이행된 경우에만 허용된다(구 MBCA § 46(d)).⁴⁶⁾ 일본의 경우에는 잉여금을 재원으로 하는 배당을 허용하면서도 해당 배당에 의하여 감소하는 잉여금액에 10%를 곱한 금액을 자본준비금 또는 이익준비금으로 계상하도록 하고 있다(일본 회사법 제445조 제4항).

위에서 살펴보았듯이 개정상법의 준비금 감소허용 규정은 미국이나 일본의 입법례와 비교하여 채권자보호대책이 결여된 것으로 평가할 수 있다. 이로 말미암아 채권자는 스스로를 보호하기 위하여 여신관련 각종 제한조항(covenants)을 삽입할 유인이 커지므로 거래비용을 초래하게 될 것이다. 준비금감소의 필요와 채권자보호 요청을 절충하기 위해서는, (i) 준비금 감소에 반대하는 채권자가 이의신청할 수 있도록 채권자 보호 절차를 부가하거나, (ii) 미국의 예를 참조하여 회사채무의 상환에 지장을 초래하지 않는 범위에서 준비금 감소가 가능하도록 개정상법 제461조의2를 수정할 필요가 있다.

2.4 자기주식의 취득

2.4.1 자기주식의 취득 관련

개정상법은 자기주식 취득과 관련하여 자본시장법상 상장회사 특례와 유사한 조항을 도입하여 기존의 법제를 대폭 수정하였다. 개정상법은 회사의 명의로 계산에 의한 자기주식 취득을 원칙적으로 허용하면서 채권자 보호를 위하여 이익배당이 가능한 한도⁴⁷⁾에서 취득이 가능하도록 하였다(법 제341조 제1항).

46) 배당에 관한 우선권을 갖는 우선주주의 채권자적 성격을 반영한 조문으로 보인다.

47) 직전 결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 제462조 제1항 각 호의 금액을 뺀 금액을 말한다.

자기주식의 법적 지위에 관하여, 회사가 보유 중인 자기주식을 기발행주식(outstanding share)으로 본다면 법령상 권리가 제한되는 점을 제외하면 다른 주식과 동일하겠으나, 자기주식을 미발행주식과 유사한 것으로 본다면 주식으로 발행(issue)되었어도 통상적인 주식에 대해 주어지는 제반 공익권과 자익권은 당연히 휴지(休止)되는 것이 당연하다.⁴⁸⁾ 후자의 시각이 타당하다. 참고로 캘리포니아주 회사법(California Corporations Code, 이하 ‘CCC’)은, 회사가 취득한 자기주식은 일반적으로 정관상 수권되었으나(authorized) 미발행된(unissued) 주식의 지위로 복귀한다고 한다(CCC § 510(a)).⁴⁹⁾

회계적 의미에서는 자기지분상품을 재취득하는 경우 이러한 지분상품은 자기주식이라고 불리며 자본에서 차감한다(K-IFRS 제1032호 개요 4). K-IFRS에서는 구 기업회계기준(K-GAAP)과 달리 자본조정이라는 하위세부항목을 별도로 규정하지 않고 자본에서 자기주식 취득액을 차감하도록 한다. 그러나 일반적으로는 회사가 자기주식을 취득하면 대차대조표 상의 자본금을 변경시키는 것이 아니라 그 외의 자본항목 중 예부(-)의 항목으로 취득가액을 계상하고 있다.⁵⁰⁾ 이러한 현상은 액면주식의 발행만을 허용하는 구 상법상 자본금은 자본감소에 의한 절차가 아닌

48) 龍田節, 앞의 책, 266쪽 각주 83번.

49) 이러한 캘리포니아주 회사법제는 이에 자기주식(treasury shares)의 개념을 배제하고 있는 것으로 설명하는 견해가 있다. Richard O. Kummert, “State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to Shareholders—Part II”, 59 *Wash. L. Rev.* 185(1983), 232쪽. 다만 해당 회사의 정관에서 취득한 주식의 재발행(reissuance)을 금지하는 경우에는 자기주식 취득행위에 의하여 수권주식수가 취득된 주식수만큼 감소하게 된다. 같은 논문, 232쪽.

50) 자기주식을 취득한 회사들은 기타 자본항목에 자기주식취득가액을 부(-)의 세부항목으로 계상하고 있다. 예를 들어 삼성전자 2011. 11. 29. 분기보고서를 보라.; 자기주식은 K-IFRS에서 지분상품의 일종으로 다루어지나, 자기주식을 재취득, 매입, 매도, 발행 또는 소각 과정에서의 손익은 해당 회사의 당기손익으로 인식하지 않으며 보유하는 자기주식의 금액은 대차대조표(재무상태표)나 주석에 별도로 공시하여야 한다. 기업회계기준서 제1032호 문단 33 및 34.

이상 감소가 될 수 없기 때문인 것으로 여겨진다. 개정상법은 준비금 감소를 허용하면서도 자본금 감소에 대해서는 구 상법과 마찬가지로 엄격한 자본금 감소절차에 의하도록 하기 때문에 개정상법 하에서도 회계처리 방식은 현행과 큰 차이가 없을 것으로 보인다.

회사에 의한 자기주식의 취득은 매도상대방인 주주에게 회사자산을 이전하는 결과를 초래하므로 회사채권자를 해할 수 있게 된다. 따라서 개정상법은 직전 결산기 기준으로 이익배당이 가능한 경우라고 할지라도 해당 영업연도에 이익배당이 불가능할 우려⁵¹⁾가 있다면 자기주식을 취득할 수 없도록 하고 있다(법 제341조 제3항).⁵²⁾

2.4.2 자기주식의 처분 관련

개정상법은 회사가 자기주식을 처분하는 경우에 처분할 주식의 종류와 수, 처분할 주식의 처분가액과 납입기일 및 주식을 처분할 상대방 및 처분방법에 대하여 정관에 정한 대로 하거나 정관에 정한 바가 없으면 이사회가 결정하도록 하고 있을 뿐이다(법 제342조).

그런데 주식을 발행한 회사가 기발행 주식 일부를 자기주식으로 취득·보유하다가 매각할 경우 경제적 기능은 새로운 주식의 발행의 경우와 동일하다.⁵³⁾ 그럼에도 불구하고 대부분의 하급심 판결은 자기주식의 처분에 신주발행의 법리를 유추적용하여 주주의 신주인수권이 있다고 보는 것에 소극적인 자세를 보이고 있다.⁵⁴⁾ 반면 일본의 경우 주주모집

51) 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조 제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는 경우를 말한다(법 제341조 제3항).

52) 다만 이 경우 이사는 해당 영업연도에 이익배당이 불가능할 우려가 없다고 판단하는 것에 관하여 주의를 게을리하지 아니하였음을 증명하여 회사에 대한 책임을 면할 수 있다(법 제341조 제4항 단서).

53) 송옥렬, 앞의 논문, 66쪽. 자기주식의 처분과 신주발행은 회사의 총자산이나 주주의 의결권에 미치는 영향은 동일하다. 따라서 이론적으로 자기주식의 처분시에도 주주의 신주인수권을 인정하는 것이 옳다. 같은 논문, 66쪽.

54) 송옥렬, 위의 논문, 66쪽. 입법례상으로도 영국은 명문으로 자기주식의 처분에 신주

에 의한 자기주식 처분방법으로 자금조달을 하려는 경우에는 신주발행과 동일한 절차가 필요하도록 규정한다(일본회사법 제199조).⁵⁵⁾ 이처럼 일본회사법은 자기주식의 처분을 ‘기발행주식의 양도’가 아니라 ‘주식의 새로운 발행’에 준하여 취급하고 있다.⁵⁶⁾

이처럼 자기주식을 재매각하는 경우에 신주발행의 경우에 준하여 주주들에게 그 보유지분의 비율에 따라서 자기주식을 매수할 기회를 주어야 할 것이다(법 제418조 제1항).⁵⁷⁾ 또한 제3자에게 자기주식을 매각하려고 하는 경우에도 신주의 제3자 배정에 관한 상법 규정의 규정에 의거하여 회사의 경영상 목적 달성이라는 실체적 요건 및 정관의 근거규정이라는 절차적 요건을 충족하도록 하여야 타당할 것이다(법 제418조 제2항).

2.5 주식분할 및 주식병합

2.5.1 주식분할

무액면주식의 경우에도 액면주식의 경우와 마찬가지로 단주발생이

인수권을 부여하며(2006년 영국회사법 제560조 제2항), 독일주식법도 법정절차에 의하지 않는 자기주식의 처분은 주주평등의 원칙에 따를 것을 요구한다(독일주식법 제71조 제1항 제8호). 같은 논문, 66쪽.

55) 자기주식의 처분과 관련하여, (i) 소각(재이용이 예정되어 있지 않은 경우), (ii) 모집에 의한 처분(협의의 처분), (iii) 신주의 대용(代用)이라는 세 가지 방법이 있다. 龍田節, 앞의 책, 265쪽.

56) 만일 자기주식을 기발행주식(share outstanding)으로 본다면 모집에 의한 처분은 주식양도의 특수한 형태가 될 것이며 이에 의하면 보유중인 자기주식을 회사가 소각하는 것이 논리적으로 설명이 가능해진다. 龍田節, 위의 책, 266쪽 각주 83번; 그러나 자기주식을 기발행주식(issued shares)이지만 社外株(outstanding shares)가 아니라고 보는 견해에서는(Peterson & Hawker, 앞의 논문, 196쪽 각주 103) 보유중인 자기주식을 ‘소각’하는 것이 가능하다.

57) 다만 비용-효익의 비교관점에서 늘 주주에게 자기주식인수권을 부여하는 것이 번거로운 경우가 있다. 예컨대 자기주식을 수시로 소량씩 처분할 경우에는 예외적으로 시장에서 매각하거나 제3자를 매각대상자로 정하는 것도 허용하지는 견해에 대해서는 송옥렬, 앞의 논문, 66-67쪽.

가능하므로 액면주식에 비하여 주식분할(share split)이 특별히 더 용이해지는 것은 아니다.⁵⁸⁾ 다만 무액면주식만을 발행한 회사에서는 액면분할이란 불가능하므로 자본금을 그대로 둔 상태에서 총발행주식수만을 늘리는 방식으로 주식분할을 하여야 할 것이다.

그런데 무액면주식을 발행한 회사에서는 주식분할을 하여도 당연히 권면액 감소 등과 같은 주식의 외관상 변화는 없고⁵⁹⁾ 액면미달을 걱정할 필요도 없으므로, 권면액과 관련된 주식분할에 대한 현행 및 개정상법의 규제는 완화될 필요가 있다. 주식분할의 성격상 회사의 재무상황에는 아무런 영향을 미치지 않으며 단순히 발행주식총수만 증가하는 것이므로 주주나 채권자에게도 경제적으로 변화가 없다.⁶⁰⁾ 따라서 현행 및 개정 상법상 주식분할에 주주총회 특별결의를 요구하는 조항(법 제329조의2 제1항)을 개정하여 무액면주식의 경우에 한하여 주주총회의 보통결의 정도로 주식분할이 가능하도록 완화시킬 필요가 있다.

2.5.2 주식병합

주식병합을 하게 되면 회사의 자본금, 자본과 자산에 영향은 없으나, 병합비율에 따라 단주가 발생하고 주당 시가가 오르게 되어 주식의 유통성에 영향을 줄 수 있다. 따라서 상법은 자본감소, 합병, 분할의 경우에 한하여 예외적으로 주식병합을 인정하는데(법 제440조, 제530조 제2항, 제530조의11 제1항), 무액면주식을 병합할 경우 단주발생의 가능성이 있으나 권면액이 존재하지 않아 정관개정과 무관하므로, 무액면주식의

58) 예컨대 1주를 1.5주로 나눈다면 액면주식과 마찬가지로 단주가 발생하게 된다. 또한 발행주식 총수가 증가하므로 회사등기를 변경할 필요성도 여전히 존재한다. 다만 액면주식의 경우에는 액면분할을 하게 되면 주주총회 특별결의를 거쳐서 정관을 변경하여야 할 필요가 있는 반면 무액면주식의 경우 그러한 필요가 없다.

59) 무액면주식에 관한 주권에 발행가액 등이 기재되지 않을 것이다.

60) 송옥렬, 앞의 논문, 49쪽. 송옥렬 교수는 주식분할에 대해서 상법이 주주총회 특별결의를 요하도록 하는 것은 액면이 정관의 절대적 기재사항이기 때문으로 이해한다. 같은 논문, 49쪽.

병합은 위의 주식분할의 경우와 마찬가지로 주주총회의 보통결의에 의하여 가능하도록 할 필요가 있다.⁶¹⁾

2.6 주식배당

무액면주식에 관한 주식배당을 실시할 경우 각 주주의 지분에 따라서 균등하게 배당을 받는다면 단주가 발생하지 않는 한 주주 입장에서 경제적 실질에 차이가 없다.⁶²⁾ 그렇긴 하지만 무액면주식의 경우에도 주식배당을 금할 이유가 없다. 문제는 개정상법은 주식배당에 관한 조항에서 주식배당은 주식의 권면액으로 하도록 하고 있는데(법 제462조의2 제2항), 무액면주식의 경우에는 액면 내지 권면액이 없으므로 개정상법에 의하면 무액면주식을 발행한 회사는 주식배당이 사실상 곤란할 수 있다.⁶³⁾ 이 점은 개정되어야 할 것이다.

또한 상법은 주식배당과 관련하여 회사가 종류주식을 발행한 때에는 각각 그와 같은 종류의 주식으로 ‘할 수 있다’고 하므로(법 제462조의2 제2항), 어느 종류주식(A class 주식)을 가진 종류주주들에 대하여 동종의 종류주식에 국한하지 않고 다른 종류의 주식(B class 주식)으로 주식배당하는 것이 가능하다. 그런데 이러한 경우에는 B class 주식의 총발행 주식수의 증가로 인하여 B class 주식을 보유한 종류주주들의 이익을

61) 반면 이사회회의 결의로 가능하도록 할 필요가 있다는 견해에 대하여는 김순석, 앞의 논문, 193쪽; 송옥렬, 앞의 논문, 49쪽.

62) 다만 1주에 0.3주를 주식배당한다는 결정이 있는 경우에는, 5주를 가진 주주의 입장에서는 0.6주의 단주가 발생하므로 단주발생 정도에 따라서 주식배당 이후 자신의 지분의 경제적 가치에 약간의 변동이 발생할 수 있다.

63) 이와 같은 의견으로, 송옥렬, 앞의 논문, 51쪽. 무액면주식의 경우에도 주당 자본금의 개념은 존재하지만 ‘권면액’은 아니기 때문에 상법 제462조의2 제2항에 반할 소지가 있다. 다만 송옥렬 교수는 상법 제462조의2 제2항은 채권자의 보호와 무관하기 때문에 동조항의 입법취지를 주식배당 허용여부의 근거로 볼 것이 아니라 주식배당시에 몇주를 발생할 것인지를 정하기 위한 규정으로 보면, 동조항이 무액면주식에도 충분히 적용될 수 있다고 본다. 자세한 것은 같은 논문, 51쪽.

해할 수 있으므로 입법적 보완이 필요하다.

이 점에 관하여 미국 개정 MBCA(이하 ‘RMBCA’)의 입법례가 참고할 만하다. RMBCA의 경우 종류주식의 종류주주들의 이익을 해할 우려를 감안하여 한 종류의 주식은 다른 종류주식 측면에서 주식배당으로서 발행될 수 없도록 하는 것을 원칙으로 하며(RMBCA § 6.23(b)), 다만 예외적으로 (i) 정관에서 허용하거나, (ii) 발행예정인 종류주식을 가진 종류주주들이 다수결로 승인하거나, 또는 (iii) 발행예정인 종류주식이 현재 전혀 발행된 바가 없는 경우에는 예외적으로 주식배당이 가능하다(RMBCA § 6.23(b)).

2.7 주식매수선택권

개정상법은 주식매수선택권에 관한 그 행사가액의 최저한을, 신주를 발행하여 주식을 교부할 경우 주식매수선택권의 부여일을 기준으로 볼 때 주식의 실질가액과 주식의 권면액 중 높은 금액으로 정하고 있다(법 제340조의2 제4항 제1호 본문).

다만 무액면주식을 발행한 경우에는 “자본으로 계상되는 금액 중 1주에 해당하는 금액”을 액면주식의 권면액에 상당하는 것으로 보아 행사가액의 최저한을 결정한다(법 제340조의2 제4항 제1호 단서). 개정상법의 취지는 무액면주식에 대해서 액면주식의 권면액과 준하는 것을 가리키는 것으로 보이므로, 개정상법 제340조의2 제4항 제1호 단서의 ‘자본’은 ‘자본금’의 오기(誤記)로 보아야 할 것이다.

2.8 발행대가

상법은 주식납입의 대가로 금전과 현물만이 출자가능하도록 하고 있다. 이는 주주의 유한책임 하에서 금전과 현물 외의 것에 관한 가치평가

가 곤란하고 금전과 현물 외의 것이 주식발행의 대가로 납입될 경우 자본충실이 저해될 수 있다는 우려와 관련된 것으로 생각된다.

무액면주식을 발행한 경우 액면주식과 달리 출자재산의 가치와 권면액을 비교하는 것은 불가능하지만 출자재산의 가액이 해당 무액면주식의 발행가액에 미치지 못하는 경우에는 희석주식의 문제가 발생하게 된다.⁶⁴⁾ 다만 권면액이라는 장애물은 없어지므로 미국의 경우를 참조하여 향후 출자가능한 재산객체를 좀더 자유화하는 것을 고려할 수 있을 것이다. 참고로 미국 RMBCA는 현금은 물론, 약속어음(promissory note), 기제공 용역(services performed), 장래의 용역계약(contracts for services to be performed), 기타 다른 증권(other securities of the corporation)로 출자할 수 있도록 하고 있다(§ 6.21(b)). 그러나 장래의 용역계약이나 약속어음 등은 그 자체로 약속(promise)에 가까우며 은행보증 등의 특별한 사정이 있지 않은 한 장래 지급의 불확실성이 크므로 발행대가로 인정하는 것에 대해서는 신중해야 한다.⁶⁵⁾ 물적 회사의 자본충실 요청상 출자가 가능한 대상은 그 가치평가가 원활하여야 하며, 나아가 회사내 이사회와 감사(위원회) 등의 엄격한 감시의무가 수행되는 것으로 전제해야 할 것이다.

Ⅲ. 자본금의 기능저하 및 주주에 대한 배분법제의 통일적 규율

1. 자본금 개념의 유용성 저하

무액면주식을 도입한 개정상법은 액면주식제도와 무액면주식제도의

64) 임재연, 앞의 책, 189쪽.

65) 미국의 경우에도 다수의 주회사법이 장래이행용역 또는 약속어음을 출자대상으로 하는 것을 허용하지 않고 있다. 임재연, 위의 책, 191쪽.

비용을 허용하고 있으나, 액면주식제도의 효용 저하 및 회사가치에 대한 왜곡 우려를 감안하면 장기적으로 무액면주식으로 통일·채택할 가능성이 있다. 앞서 살펴보았듯이 액면주식의 권면액은 주주가 출자한 재산 가치와 연관성이 없는 자의적인 숫자에 불과하게 되어⁶⁶⁾ 주주간 형평을 도모하는 기능을 상실한지 오래이다. 채권자 보호 측면에서도 주주들이 권면액만큼 출자하지 못할 경우 채권자들의 보호기제로는 파산법이나 여신관련 채무자의 행위제한조항(covenants) 등이 자본금 제도에 의한 배당제한보다 훨씬 효과적일 수 있다.⁶⁷⁾

무액면주식제도 하에서 그리고 설령 액면주식제도가 현행처럼 병존되는 경우라 하더라도, 유용성이 저하된 ‘자본금’ 개념을 계속 유지하여야 하는지가 문제된다. 오늘날 액면주식에서의 권면액에 별로 의미가 없듯이 자본금도 역시 그 자체로 큰 의미가 없다. 주주에 대한 이익배당을 규제함에 있어서도 자본금의 개념은 의미가 없고, 회사채권자에게는 자본금의 크기가 아니라 순자산에 해당하는 자기자본의 크기가 훨씬 더 중요하다. 따라서 회사가 자본금 이상의 순자산을 보유하여야 한다는 데에서 출발한 자본금 개념(concept of legal capital)⁶⁸⁾을 계속 유지할 것인지가 문제된다.

특히 무액면주식을 발행할 경우 그 발행가액은 이사회에 의하

66) Peterson & Hawker, 앞의 논문, 199쪽.

67) Peterson & Hawker, 위의 논문, 199쪽; 일본의 경우 1950년 개정상법에서 무액면 주식제도를 도입하여 액면주식제도와 병용하다가 2001년 개정상법에서 무액면주식 제도로 일원화하였다. 김순석, 앞의 논문, 181-185쪽.

68) 미국에서 legal capital이란 회사가 그 채권자를 보호하기 위하여 최소한 표시자본(stated capital) 이상의 순자산을 보유하여야 한다는 것이다. Kummert, 앞의 논문, 194쪽; 표시자본은 (i) 액면주식일 경우 총발행주식의 액면총액, (ii) 무액면주식의 경우 발행가액으로 그중 자본잉여금으로 할당되지 아니하는 금액, 그리고 (iii) 위의 (i) 또는 (ii)의 금액은 아니지만 주식배당 등의 경우에 주식발행으로 인하여 표시자본으로 전입된 금액의 합계액을 의미한다. 같은 논문, 197-8쪽; 표시자본은 법정자본(legal capital)으로 불리기도 한다. 龍田節, 앞의 책, 368쪽 각주 62.

여 자본금과 자본준비금에 할당·계상되게 되므로, 무액면주식제도 하에서 자본금의 액수는 상법의 허용한도에서 이사회의 재량에 의하게 된다. 또한 자본준비금은 자본금의 결손보전 용도로만 사용될 수 있고 이익배당의 재원으로 사용될 수 없으며 회사 내 유보가 강제됨은 자본금의 기능과 동일하다.⁶⁹⁾ 이러한 논리에 의하면 무액면주식제도 하에서 자본금과 자본준비금을 구분·계상할 필요가 있는지 의문이다.

미국의 경우 주주에 대한 이익배당액을 제한할 목적으로 표시자본(stated capital) 등 법정자본(legal capital) 개념에 의존하는 것은 의미를 상실하였다는 비판이 제기되어 왔다.⁷⁰⁾ 이러한 비판은 오히려 법정자본(legal capital) 개념은 회사 경영진과 주주들에게 상당정도의 거래비용을 부과시키는 의미없는 원칙에 불과하다고 한다.⁷¹⁾

이러한 입장을 수용한 입법례로, 미국의 1979년 RMBCA와 1977년 캘리포니아주 회사법은 주식의 발행대가를 대차대조표의 대변란에 기입할 때 표시자본(stated capital)과 잉여금(surplus)⁷²⁾으로 구분·계상함이 없이 권면액(par value) 및 표시자본의 개념을 폐지하고 단일한 계정⁷³⁾으로 기입한다.⁷⁴⁾ 무액면주식제도로 장차 일원화될 경우, 자본금 개념의 유지가 꼭 필요한 것은 아니므로 이하에서는 앞서서 법정자본

69) 물론 자본금의 경우 자본금감소절차를 통하여(법 제439조), 그리고 개정상법에 의하여 신설된 준비금의 감소조항에 의하여, 자본준비금은 적립된 자본준비금 및 이익준비금의 총액이 자본금의 1.5배를 초과하는 경우에 주주총회의 결의에 따라 그 초과한 금액 범위에서 자본준비금과 이익준비금을 감액한 뒤 이익배당하는 것이 가능하다(법 제461조의2).

70) Peterson & Hawker, 앞의 논문, 197쪽.

71) Conard, 앞의 책, 311쪽; Peterson & Hawker, 위의 논문, 198쪽에서 재인용.

72) 잉여금(surplus)은 회사의 순자산과 표시자본의 차액을 말하며(구 MBCA § 2(k)), 이중 자본잉여금(capital surplus)은 이익잉여금(earned surplus)이 아닌 잉여금을 말한다(구 MBCA § 2(m)).

73) 'contributed capital', 'capital shares' 또는 'capital'로 기입된다. 장지석, 앞의 논문, 203쪽.

74) 장지석, 위의 논문, 203쪽; 정쾌영, 앞의 논문, 299쪽.

(legal capital) 개념을 폐지한 미국 캘리포니아 주법과 RMBCA의 관련부분을 살펴보기로 한다.

2. 캘리포니아주 회사법제

캘리포니아주 회사법(CCC)은 주주에 대한 회사재산의 사외유출을 제한하기 위한 목적으로 배당(dividend)이 아니라 배분(distribution)의 개념을 정하고 있다. CCC상의 배분(distribution)은 대가 없이 회사가 그 주주들에게 현금이나 현물을 이전하는 것으로 정의되며 그 이전방법은 어느 하나의 방법에 국한되지 않으므로 배당(dividend) 뿐만 아니라 자기 주식의 취득(purchase)이나 주식의 상환(redemption) 등도 배분에 해당된다(CCC § 166). CCC상의 배분 개념은 해당 회사뿐만 아니라 그 자회사에 의하여 해당 회사의 주주에게 재산이전이 행해지는 것도 포함한다(CCC § 189(a)).

CCC 하에서 회사가 배분을 하기 위하여는 우선 다음의 두 기준 중 하나를 만족시켜야 한다(CCC § 500). 즉 (a) 배분을 하기 직전에 회사가 해당 배분액에 상응하는(적어도 동액 이상의) 유보잉여금(retained earning)을 보유하거나, ‘또는’ (b) 회사가 해당 배분을 한 이후에 (b1) 총자산이 최소한 그 총부채의 125% 이상이어야 하고 (b2) 회사의 유동자산(current assets)이 최소한 그 유동부채(current liabilities)보다 크거나 같아야 한다. 이처럼 선택적으로 제시되는 두 기준((a) 또는 (b))은 각각 유보잉여금기준(retained earning test)과 잔존자산기준(remaining assets test)이라고 한다.⁷⁵⁾

아울러 위 (a) 또는 (b) 기준과 함께 해당 회사나 자회사가 배분을 실시한 후 채무의 만기 때에 채무를 상환할 수 없게 된다면 배분이 허용되지 않는다는 채무상환자력기준(insolvency limitation) 역시 만족시켜야

75) Kummert, 앞의 논문, 228쪽.

한다(CCC § 501).

이상의 기준(CCC § 500(a) 및 § 501)에 따라 배분에 관한 사항을 결정할 경우 CCC는 배분의 공정성을 기하기 위한 제약을 두고 있다. 즉, 이사회의 배분결정에 앞서서 재무제표가 해당 상황에서 합리적인 회계관행과 원칙에 입각하여 준비되어야 하며, 공정한 가액평가를 하였어야 하고, 해당 상황에서 합리적인 기타 다른 방법을 준수하여야 한다(CCC § 500(c)).

이 때 CCC상의 배분 기준시점은 배당의 경우에는 해당 회사의 이사회가 배당을 선언하는 날이 되며(CCC § 166), 자기주식취득이나 상환에 의한 배분의 경우에는 계약일과 상관없이 일반적으로 현금이나 재산이 주주에게 실제로 이전되는 일자가 된다(CCC § 166).

3. RMBCA 법제

1979년 개정된 RMBCA⁷⁶⁾ 역시 주주에게의 회사 재산의 유출을 제한하기 위한 목적으로 배분(distribution) 개념을 사용하고 있다. RMBCA에서의 배분은, 주주에게 또는 주식의 종류를 불문하고 어느 주주의 이익을 위하여 회사가 현금 또는 기타 재산을 직·간접적으로 이전하거나 채무를 지는 행위(incurrence of indebtedness)로 정의된다(RMBCA § 1.40(6)). 이처럼 배분은 포괄적인 형식을 띠고 있는데, 배당의 선언이나 지급, 주식의 취득⁷⁷⁾이나 상환, 또는 다른 방식에 의한 주식취득, 채무(indebtedness)의 배분⁷⁸⁾ 등을 포함한다(RMBCA § 1.40(6)).

76) 이 글에서는 RMBCA에 관하여 2002년도에 세 번째로 개정된 버전을 참조하였다.

77) 배분의 결과 회사가 자기주식을 취득할 경우 해당 주식은 수권되었으나(authorized) 미발행된(unissued) 주식으로 된다(RMBCA § 6.31(a)). 다만 회사의 정관이 취득한 자기주식의 재발행(reissue)을 금지하는 경우에는 자기주식은 취득시점에 실효하며(cancelled) 수권주식 수는 취득된 자기주식의 수만큼 감소한다(RMBCA § 6.31(b)).

78) 회사가 배분을 원인으로 하여 주주에게 채무를 지는 경우에 해당 채무는 계약에 의하여 후순위로 하지 않는 이상 일반·무담보 채권자에 대한 회사의 채무와 동순위로 한다(RMBCA § 6.40(f)).

RMBCA상 주주에 대한 배분은 정관상의 제한 및 RMBCA상의 배분 제한조항(§ 6.40(c))에 의한 제한을 받는다(RMBCA § 6.40(a)). RMBCA의 배분제한조항은 구체적으로 다음과 같이 정하고 있다. (i) 회사는 배분에 의하여 일상적인 사업과정에서 만기가 도래하는 채무변제능력에 차질이 없어야 하거나(RMBCA § 6.40(c)(1)), ‘또는’ (ii) 회사의 총자산액이 총부채 및 일정한 액수(이 금액은 정관에서 달리 정할 수 있다)의 합계보다 많거나 적어도 같아야 하는데, 이 때의 일정한 액수란 해당 회사가 배분시점에 해산한다고 가정할 경우에 그 배분을 수령하는 자들보다 선순위의 권리를 갖는 주주들이 해산에 직면하여 갖는 우선적 권리를 충족시키는데 필요한 금액을 말한다(RMBCA § 6.40(c)(2)).⁷⁹⁾

배분을 결정함에 있어서 이사회는 (i) 해당 상황에서 합리적인 회계관행과 원칙에 의거하여 준비된 재무제표 또는 (ii) 공정가액 평가 또는 해당 상황에서 합리적인 기타 방법에 의거하여 볼 때 위 배분조항(RMBCA § 6.40(c))에 위반되지 않도록 하여야 한다(RMBCA § 6.40(d)). 이사회는 배분을 받을 주주를 결정하는 기준일을 정할 수 있는데 만일 정해지지 않았다면 해당 이사회가 배분을 결정하는 일자가 된다(RMBCA § 6.40(b)).

RMBCA는 배분의 효과가 측정되는 기준시점에 대한 규정도 두고 있다. 우선 (a) 자기주식의 취득, 상환 기타의 매입의 경우에는, (a1)회사가 현금이나 기타 재산을 이전하거나 채무를 지는 날 또는 (a2)주주가 매입된 주식에 관하여 주주의 지위를 상실하는 날 중 먼저 도래하는 일자에 의거한다(RMBCA § 6.40(e)(1)). (b) 기타 유형의 채무 배분의 경우에는 해당 채무가 배분되는 일자이며, (c) 그 외의 경우에는 (c1)지급이 배분결정일로부터 120일 이내에 행해진 경우 해당 배분이 결정된 일자, 또는 (c2)지급이 배분결정일로부터 120일을 경과하여 행해진 경우에는 해당

79) 만일 해당 회사가 배분시점에 해산을 할 경우에는, 해당 배분을 받는 자들보다 선순위의 우선권을 갖는 주주들의 우선권을 만족시켜야 한다는 추가적인 조건이 붙는다(RMBCA § 6.40(c)(2) 후단).

지급일자를 기준으로 측정한다(RMBCA § 6.40(e)(2)&(3)). 다만 배분 효과의 측정에 관한 기준시점의 예외로서, 배분의 결과 발생한 채무를 포함하여 회사가 채무를 지는 것이 RMBCA상 배분의 관점에서는 부채로 간주되지 아니하는 경우로는, 주주에 대한 배분의 지급이 RMBCA의 배분조항에 의하여만 가능하며 및 RMBCA의 배분조항이 정하는 범위에서 그 원본과 이자가 지급된다고 규정되는 때이다(RMBCA § 6.40(g)).

4. 우리 법제에 대한 시사점

이상에서 살펴본 미국 캘리포니아주 법과 RMBCA의 법제는 주주에게로의 회사재산의 유출을 통일적인 개념(배분)에 의하여 규율함으로써 동일한 실질을 갖는 것은 동일한 취급을 한다는 명제를 매우 충실하게 수행하고 있다고 평가할 수 있다. 이처럼 단일한 개념으로 규율하는 것이 바람직하며 향후 우리의 입법방향에 관하여 참고가 될 것으로 생각된다. 이하에서는 우선 현재 시점에서 회사에 의한 자기주식 취득과 상환주식의 상환에 관한 우리 상법 규정에 대해 살펴본다.

4.1 자기주식의 취득

회사에 의한 자기주식 취득은 매수상대방인 주주에게는 회사로부터 주주에게 자산이 이전된다는 점에서 이익배당과 동일한 경제적 효과를 갖는다. 개정상법은 자기주식 취득을 일정한 절차와 방법을 거치는 경우 이익배당 가능한도액에서 자기주식 취득을 허용한다(법 제341조 제1항 단서). 개정상법은 자기주식 취득허용금액을 직전 결산기말 기준으로 직전 결산기 대차대조표상 순자산액에서 이익배당 불가항목⁸⁰⁾을 차감

80) 개정상법 제462조 제1항 각호에 의하면, 이익배당 불가항목은 (i) 자본금의 액, (ii) 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, (iii) 그 결산기에 적립하

한 금액으로 하고 있다.

그런데 결산기 이후 자기주식 취득을 하는 경우는 이익배당에 어떠한 영향을 미칠까? 자기주식의 취득분을 미발행주식인 것처럼 취급한다면 이에 상당하는 자본금과 자본준비금을 각각 취득비율만큼 깎아야 하겠지만, 자기주식 취득을 임시적인 것으로 보아 회계처리상으로는 자본금과 자본준비금 항목은 건드리지 않고 기타 자본항목에 부(-)의 항목으로 계상하게 된다.⁸¹⁾

따라서 자기주식을 취득하더라도 상법상 법정적립금 금액을 감소시키지 못하므로 이론적으로 이익배당에는 영향이 없다. 즉 직전 결산기 이후 취득된 자기주식액만큼 이익배당액이 줄어들어야 맞겠지만 상법 제462조 제1항 각호의 이익배당 불가항목에 영향을 미치지 않으므로 해당 회사는 이익배당액을 줄이지 않을 수 있다고 해석된다.⁸²⁾

개정상법에는 자기주식 취득에 관한 또다른 규율장치로서, 자기주식 취득행위가 있는 영업연도의 결산기 기준으로 [대차대조표상의 순자산액 <이익배당불가항목의 합계액>]의 우려가 있는 경우에는 자기주식 취득을 금지한다는 안전장치(법 제341조 제3항)가 있으나 이 안전장치가

여야 할 이익준비금의 액, (iv) 대통령령으로 정하는 미실현이익이다.

81) 액면주식을 발행한 삼성전자 재무제표의 예를 참조하면, 자기주식을 취득하더라도 자본준비금에 해당하는 주식발행초과금은 그대로 두고 기타자본항목에 부(-)의 항목으로 계상되는데, 기타 자본항목은 법정적립금 항목(임의적립금 등과 함께 이익잉여금 항목으로 계상됨)과 별개의 항목으로 취급된다.; 참고로, 구 기업회계기준서(K-GAAP 제21호)에서는 자본계정을 자본금, 자본잉여금, 자본조정, 기타포괄손익누계액, 이익잉여금(또는 결손금)으로 구분하고 그 세분류 항목의 구분 및 통합표시에 대해서 구체적으로 규정하고 있으나, K-IFRS 기준서에서는 크게 자본금, 이익잉여금 및 기타자본구성요소의 3가지로 분류하고 있고 자본의 개별항목에 대해서는 구체적으로 예시하지 않고 있다. K-IFRS 제1001호(재무제표 표시) 중 기업회계기준서 제1001호와 '현행의 기업회계기준'과의 비교 중 4번(재무상태표 자본항목의 표시)에서 인용.

82) 실무적으로는 상법의 방식에 의하지 않고 이익잉여금처분계산서를 수시로 작성하여 동 계산서에 의하여 자기주식 취득가능한도액을 결정한다고 한다.

충분하게 작동할지는 의문이다. 직전 결산기를 기준으로 하는 결산주주총회(또는 정관이 정하는 바에 따라 이사회가 재무제표를 승인하는 경우의 이사회)⁸³⁾에 의한 이익배당결의시점이 직전 결산기와 시차가 있기 때문이다. 직전 결산기 이후 아직 이익배당 결의가 행해지지 않은 상황에서, 주주총회 결의 또는 이사회의 결의로 수권받은 범위 내에서 자기주식취득을 결정한 이사는 그 결정당시에는 아직 이익배당 액수가 결정되지 않았고 또한 해당 영업연도의 결산기까지는 시일이 많이 남아서 해당 영업연도의 최종재무제표를 예측하기 곤란하다는 이유로 이를 악용할 소지가 있다. 즉, 자기주식 취득 후 해당 영업연도의 결산기에 [대차대조표상의 순자산액 <이익배당불가항목의 합계액]의 상황이 현실화되더라도 이사 자신은 경영판단의 원칙 등을 주장하여 책임을 지지 않을 가능성이 있다(법 제341조 제4항 단서).

따라서 자기주식취득과 이익배당에 관한 각 규제를 하나로 통합할 필요성이 있다. 미국법제 부분에서 이미 살펴보았듯이 캘리포니아주 회사법과 RMBCA의 경우처럼 자기주식 취득과 이익배당 등과 같이 회사로부터 주주에게 현금이나 기타 재산이 이전되는 상황을 통일적으로 규율하는 것이 채권자 보호에 보다 효과적일 것이다.

4.2 상환주식의 상황

CCC에서도 배분의 범위는 포괄적인데 나아가 RMBCA에서는 회사가 주주에게 채무를 부담하는 것 또한 배분으로 정의하여 규율대상으로

83) 개정상법에 의하여 정관이 정하는 경우 이사회가 주주총회 대신 재무제표를 승인할 수 있으며(법 제449조의2 제1항) 이 경우 이사회의 결의로 이익배당에 관한 사항을 정할 수 있다(법 제449조의2 제1항). 그러나 이사회가 이익배당에 관한 사항을 정하는 경우에도 결산기 종료후 재무제표가 작성되어야 하며 이에 관한 외부감사인의 적정의견 등이 필요하므로 결산기 시점과 이익배당 결의시점에는 상당한 시차가 있을 것이다.

삼고 있다. 이와 달리 우리법은 회사로부터 주주에게 재산이 이전되는 통로를 일률적으로 규제하지 않고 배당과 자기주식취득, 상환주식의 상환 등을 별도로 규율하고 있다. 이 중 배당과 자기주식의 취득의 재원(財源)은 통일화가 되어 있으나 결산기 이후 배당결의 이전에 자기주식을 취득하는 경우에는 문제가 있을 수 있음을 위에서 지적하였다.⁸⁴⁾

반면에 상환주식의 경우 상환주식 자체가 “회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식”으로 정의되므로 회사의 ‘이익’을 재원으로 회사가 상환주식의 대가를 지급할 수 있도록 되어 있으나 구체적으로 어떠한 ‘이익’인지는 언급이 없다(법 제345조 제1항).⁸⁵⁾ 개정상법상 회사로부터 주주에게 지급 가능한 대가의 유형으로는, 배당의 경우에는 금전, 현물, 주식에 의한 배당이 가능하나, 자기주식의 취득에는 명시적으로 대가에 관한 언급이 없으며,⁸⁶⁾ 상환주식의 경우에는 현금 외에 유가증권(다른 종류주식은 제외)이나 그 밖의 자산을 교부하는 것도 가능하다(법 제345조 제4항). 다만, 이 경우에는 그 자산의 장부가액이 제462조에 따른 배당가능이익을 초과할 수 없다(법 제345조 제4항 단서).

이상에서 살펴보았듯이 상환주식의 경우 (i) 그 대가를 현금으로 지급할 때에는 다소 의미가 불분명한 ‘이익’을 재원으로 하도록 하고 있고 (ii) 대가를 현금이 아닌 자산⁸⁷⁾으로 교부할 경우에는 그 자산의 ‘장부가

84) 주식배당은 새로이 발행하는 주식으로써 이익배당총액의 50% 이내에서 할 수 있는 데(법 제462조의2 제1항), 주식배당의 경우 회사 밖으로 실질적으로 유출되는 자산이 없고 자산총계나 부채총계를 전혀 변화시키지 않으므로 채권자 보호를 위하여 규율되어야 하는 행위에 해당하지 않는다.

85) 세전 이익인지 세후 이익인지, 미실현이익을 제외하는 것인지 포함하는 것인지 등 ‘이익’을 두고 많은 논란이 발생할 수 있다.

86) 자기주식 취득의 대가로 통상적으로 금전을 지불할 것이나 취득계약의 내용에 따라서 기타 유형의 재산에 의한 대가지급도 가능할 것이다.

87) 상환주식의 취득대가로 다른 종류주식을 제외한 ‘유가증권’을 지급하는 것도 가능한데(법 제345조 제4항), 이 유가증권이 같은 조항 단서의 장부가액 제한을 받는 ‘자산’에 해당하는지가 불분명하다. 유가증권은 가치를 표창하는 것이긴 하지만 해당 증권상의 액면가와 해당 증권의 거래계에서의 실가치가 다른 경우가 비일비재하기 때문이다.

액'이 상법에 의한 배당가능이익을 초과할 수 없도록(법 제345조 제4항 단서) 하고 있다. 장부가액은 취득가액으로 계상된 경우에는 시장가치로 평가한 공정가액(fair value)와 상당히 괴리가 있을 수 있으므로, 회계처리 면에서도 공정가액 평가가 가능하면 공정가액으로 평가하도록 하고 있다.⁸⁸⁾ 이처럼 상환주식의 상환에 관하여는 배당과 자기주식 취득과 비교할 때 대가로 지급될 수 있는 재산의 종류는 물론 대가 산정방식도 다르다. 그러나 배당과 자기주식 취득과 실질은 같으므로 합리적인 근거에 기한 차별인지는 의문이다.

IV. 맺음말

이상에서 2012년 4월 15일에 시행된 개정상법에서 도입된 무액면주식제도의 효용성 및 회사법 관련 법적 쟁점들을 살펴보았다. 액면주식이 그 권면액의 기능을 사실상 상실하고 권면액이 오히려 재무상태가 부실한 기업이 자기자본 방식에 의하여 자금을 조달하려고 할 때에 방해가 될 수 있으며 주주간 납입금액의 형평 도모나 채권자 보호에도 더 이상 유의미한 역할을 수행하지 못하므로, 무액면주식제도의 도입은 의미가 있다고 생각한다.

그런데 무액면주식제도의 도입과 관련하여 몇가지 회사법적 관련 문제를 살펴본 결과, 발행가액 결정의 합리성, 자본금 및 자본준비금의 계상, 준비금의 감소절차, 자기주식의 취득, 결산기와 배당결의시점의 괴리에서 발생하는 문제, 주식분할 및 주식병합, 주식배당 및 주식매수

88) K-IFRS에 의하면 유형자산의 인식은 인식시점의 현금가격상당액을 원가로 측정·계상하며(제1016호 문단 23), 유형자산의 인식시점 이후에는 해당 유형자산의 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 있다면 재평가일의 공정가치에서 이후의 감가상각누계액과 손상차손누계액을 차감한 재평가금액을 장부금액으로 한다((K-IFRS 제 1016호 문단 30).

선택권에 관한 개선사항이 발견되었다.

나아가 무액면주식제도 하에서 회사의 주식은 해당 회사에 대한 단순한 지분비율에 불과하게 되며 자본금 개념의 명목화 현상이 심화되므로 자본금 제도의 가장 중요한 기능, 즉 채권자 보호를 위하여 패러다임의 전환을 생각해볼 필요가 있다. 즉 채권자 보호 장치로서 현행과 같은 자본금과 법정준비금 장치에 천착하는 것은 기업금융기법이 발달하면서 회사로부터 주주에게 다양한 형태로 자산이 이전되는 수단이 마련되는 추세에서 점점 의미를 상실하고 있다고 보인다. 미국의 관련 법제에서 이미 다뤄지고 있듯이 회사로부터 주주에게의 부의 이전현상을 현행과 같이 단편적으로 취급하는 태도에서 장기적으로는 하나의 개념으로 포섭하고 포괄적·통일적으로 취급할 필요성이 있음을 살펴보았다.

또한 이사회에 의한 발행가액의 자의적인 결정을 규제할 필요는 무액면주식제도하에서도 여전히 부채비율과 무관하게 자본준비금을 이익배당의 재원으로 사용할 수 있도록 함으로써 발생할 회사 재무구조의 부실화 가능성에 대한 대비책을 마련하여야 할 것이다.

(투고일 2012년 4월 24일, 심사(의뢰)일 2012년 5월 10일, 게재확정일 2012년 5월 31일)

주제어 : 무액면주식, 권면액, 채권자보호, 자본금, 자본준비금, 이익배당

참고문헌

1. 단행본

임재연, 미국기업법, 박영사, 2009.

龍田節, 会社法大要, 有斐閣, 2007.

Clark, Robert C., *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Company, 1986.

Ferran, E., *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford Univ. Press, 2008.

2. 논문

권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후과제”, 선진상
사법률연구 통권 제56, 법무부, 2011.

김순석, “무액면주식 제도 도입에 따른 법적 쟁점”, 저스티스 통권
제127호, 한국법학원, 2011.

송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점”, 저스티스 통권 제
127호, 한국법학원, 2011.

장지석, “무액면 주식에서의 발행가액과 자본구성”, 상사법연구 제19
권 제1호, 한국상사법학회, 2000.

정쾌영, “무액면주식제도의 도입에 관한 연구”, 산업경제연구 제14권
제2호, 한국산업경제학회, 2001.

최병규, “무액면주식제도의 도입가능성 연구”, 상사법연구 제20권 제
1호, 한국상사법학회, 2001.

Kummert, Richard O., “State Statutory Restrictions on Financial Distributions
by Corporations to Shareholders-Part II”, 59 *Wash. L. Rev.* 185, 1983.

Peterson, Craig A., Hawker, Norman W., “Does Corporate Law Matter-Legal Capital
Restrictions on Stock Distributions”, 31 *Akron L. Rev.* 175, 1997.

3. 기타

日本会社法, available at <http://law.e-gov.go.jp/>

MBCA(2002), available at <http://law.jnu.edu.cn/>

California Corporations Code, available at <http://www.leginfo.ca.gov/>

[Abstract]

Legal Issues in Commercial Act about Adoption of No-Par Stock

Gi-Jin Yang*

This paper aims to study some legal issues under no-par stock system adopted in revised Commercial Act enacted on April 15th 2012 (hereinafter, new Commercial Act).

The old Commercial Act allowed issuance of only par-value stock probably because it had trusted that the par value or face value in par-value stock system had played useful roles in enhancing both equity among shareholders and protection of the creditors of the corporation which issued such par-value stocks. However, in reality the par-value stocks haven't functioned efficiently as expected. Therefore, new Korean Commercial Act has adopted no-par stock system and allows corporations to choose between these two stock systems.

The adoption of no-par stock system by new Commercial Act raises legal issues in determining issue price, capital and capital reserves, reduction of statutory reserves, and acquisition of repurchased stock. In addition, under newly introduced no-par stock system, a few problems still remains unsolved which arise from gap between a corporation's settlement term and its resolutions of dividend, stock split and reverse stock split, stock dividend, and stock option.

* Doctor of Law, Associate Professor, at School of Law, Chonbuk Nat'l Univ.

Furthermore, under the no-par stock system, a stock of a corporation just means a proportionate rate of such a corporation. As a result, the total amount of issued prices of stocks gets more isolated from the independent concept of capital.

Today, insistence on capital system has been losing its ground in that today so various methods are devised which function for asset transfer from a corporation to its shareholders. Some legal systems in USA have already begun experiments in which various methods for transfer of wealth from corporation to its shareholders are dealt uniformly.

In light of nominal functions of capital, this paper suggests conversion of paradigm about capital system in Korean new Commercial Act. This paper suggests that Korean Commercial Act needs to provide an uniform standard in which dividend, acquisition of repurchased stock and redemption of redeemable share are handled based on the same standard in prohibiting the excessive transfer of wealth to shareholders.

Key Words : no-par stock, par value, protection of creditor, capital, capital reserves, dividend

