

유가증권 상장폐지의 법률적 문제에 관한 고찰

안 성 포

(단국대학교 법과대학 조교수)

【초 록】

상장회사가 거래소의 거래대상으로서의 적격을 상실하게 되면 거래소는 그 대상에서 배제하는 조치를 취하게 되는데, 이를 일반적으로 상장폐지(delisting)라고 한다. 이러한 상장폐지는 발행회사의 의사와 관계없이 행하여지는 경우이고, 이와 달리 회사의 신청에 따라 상장폐지가 행하여지는 경우도 있다. 또한 증권거래법은 상장폐지에 관하여 단지 하나의 위임규정만을 두고 있다. 즉, 거래소로 하여금 상장되어 있는 유가증권의 관리를 위하여 '유가증권 상장규정'을 제정할 것을 규정하고 있을 뿐이다(증권거래법 제88조). 이 상장규정에 상장폐지에 관한 사항이 포함되어 있으나 투자자보호에 관하여는 규정하고 있는 것이 없다.

회사의 자진 신청에 의한 상장폐지의 이유로는 상장회사가 투자를 기피하고 현금 자금을 많이 확보하고 있다는 것을 이유로 들 수 있지만, 기업들이 상장과 관련한 법률적·경제적 부담으로부터 벗어나고자 하려는 것도 한 이유가 된다. 상장폐지로 인한 발행회사의 장점들은 투자주주의 입장에서 보면 반대로 불리한 점으로 작용한다. 그러나 주주의 입장에서 근본적인 문제는 상장폐지가 되면 거래소에서의 주식양도의 가능성을 상실하게 된다는 것이다. 여기서 주주의 의사에 반하여 발행회사의 결의로 상장폐지가 결정된다면 거래능력을 상실하게 되는 주식 내지 상장폐지에 반대하는 주주는 어떠한 방법에 의해서라도 그 지분의 경제적 가치를 보상받아야만 할 것이다.

이 논문에서는 상장폐지로 인한 소수과주주의 보호대책으로, 회사의 법적 기초에 구조적 변화를 가져오는 회사행위로 인하여 축출되는 소수과주주에게 보장되는 현금보상과 같은 주식매수청구권의 도입을 제안한다. 상장폐지로 인한 소수과주주의 보호책무는 상장을 폐지하려고 하는 발행회사 내지 상장폐지를 주도하는 다수과주주가 부담하여야 할 것이다. 왜냐하면 지속적인 상장에 대한 투자자의 신뢰는 회사 스스로 결정했던 공개화에 의하여 시작되었기 때문이다.

주제어: 거래소에 의한 상장폐지 / 신청에 의한 상장폐지 / 상장폐지의 요건 / 소수과주주의 보호/주식양도가능성 / 주식매수청구권

【차 례】

- I. 문제제기
- II. 상장폐지의 방법
 1. 거래소에 의한 상장폐지
 2. 발행회사의 신청에 의한 상장폐지
- III. 상장폐지를 원하지 않는 주주의 보호
 1. 문제제기
 2. 상장폐지로 인한 주주재산권의 침해와 그 구제방법
- IV. 주식매수청구권에 의한 소수과주주의 보호 가능성
 1. 현행 실정법상 주식매수청구권
 2. 상장폐지 반대주주의 주식매수청구권 인정방안
- V. 맺음말

I. 문제제기

한국증권선물거래소(이하 “거래소”라 함)에서는 기업이 발행한 유가증권에 대해 일정한 요건을 심사하여 거래소시장에서 매매될 수 있는 자격을 부여하고 있다. 이를 상장(listing)이라 하고, 이러한 증권의 발행회사를 상장회사라 한다.1) 한편 거래소는 유가증권이 상장된 이후에도 거래의 원활과 공정한 가격형성을 위해서 여러 가지의 조치를 취할 수 있고, 나아가 상장회사가 거래소의 거래대상으로서의 자격을 상실하게 되면 거래대상에서 배제하는 조치를 취하게 되는데, 이를 상장폐지(delisting)라고 한다. 이러한 상장폐지는 발행회사의 의사와 관계없이 행하여지는 것이고, 이와 달리 회사의 신청에 따라 상장폐지가 행하여지는 경우도 있다.

우리나라는 한때 내자조달을 목적으로 1968년에 “자본시장 육성에 관한 법률”을 제정하고 1972년에는 “기업공개촉진법”을 제정하여 우량기업의 상장을 강제한 바 있다. 또한 정부는 상장회사에 대해서 지속적인 입법을 통하여 각종 혜택을 주고 상장을 유도하여 왔다.2) 이러한 혜택과 함께 공개기업에게는 각종 투자정보를 효율적으로 제공하게 하여 투자판단을 도모하고 주주를 보호하기 위한 각종 제도를 도입하고 있다. 즉, 기업지배구조의 개선, 공시의무의 강화, 회계투명성의 강화 등 각종 규정이 시행되고 증권관련 집단소송법도 제정, 시행하고 있다. 그러나 1997년 말 외환위기 이후에 당시 778개였던 상장회사 수는 계속 감소 일로를 걷고 있다. 2004년 말 현재 683개사가 되었고 올해 들어서도 9월 현재 신규상장은 5개사에 불과하고 상장폐지 회사 수는 20개사에 이르고 있다. 그 중 신동방CP, 세원화성, 제일은행, 산은캐피탈은 회사의 자진 신청에 의해 상장폐지를 한 사례이다.3)

회사의 자진 신청에 의한 상장폐지의 이유로는 상장회사가 투자를 기피하고 현금 자금을 많이 확보하고 있다는 것을 이유로 들 수 있지만, 기업들이 상장과 관련한 법률적·경제적 부담으로부터 벗어나고자 하려는 것도 한 이유가 된다. 그러나 회사의 자진 상장폐지는 공개회사와 비공개회사에 대한 법적용 차별화를 통하여 공개회사에 혜택을 주어 상장을 유도하려는 입법정책의 기반을 흔들 수 있다. 즉, 상장회사에서 비상장회사로 전환하는 것의 회사법적 의미는 공개회사가 폐쇄회사로 되는 것임을(going private) 감안할 때, 회사의 자진 신청에 의하여 상장폐지가 이루어지는 경우에는, 회사가 기업지배구조의 투명성 확보를 위한 많은 상법과 특별법상의 규정을 임의로 채택할 수 있음을 암시한다. 이처럼 상장폐지가 회사법이 의도하고 있는 비공개화의 수단이 되는 것이라면 이는 일반적인 회사법상의 문제들과 결합하게 된다. 또한 상장폐지가 발행회사에 대한 조치라고 하여도, 그로 인해 실제로 피해를 입는 것은 증권의 유통성을 상실하게 되는 증권보유자들이다. 따라서 상장폐지에 대해서는 신중한 절차가 요구되며, 그에 관한 법규는 투자자의 재산권보호, 상장폐지에 반대하는 소수와 주주의 보호에 관한 내용 등을 담고 있어야 할 것이다.

그러나 우리 상법은 상장폐지에 관하여는 아무것도 규정하고 있지 않다. 거래소에 의한 상장폐지뿐만 아니라 회사의 자진 신청에 의한 상장폐지를 허용하고 있는 법제에서 최소한 어떤 회사의 기관이 상장폐지를 결정할 수 있는지, 즉 기관의 권한분배차원에서 그에 관한 상법상 최소한의 규정을 두어야 하는 것은 아닌가라는 의문을 가지게 한다. 또한 증권거래법에서도 상장에 대하여 단 하나의 위임규정만을 정하고 있다. 즉, 거래소로 하여금 유가증권 시장에 상장할 유가증권의 심사 및 유가증권시장에 상장되어 있는 유가증권의 관리를 위하여 「유가증권상장규정」(이하 “상장규정”이라 함)을 제정할 것을 규정하고 있다(증권거래법 제88조 제2항). 이러한 상장규정에는 ①유가증권의 상장기준·상장심사 및 상장폐지에 관한 사항, ②기타 상장유가증권의 관리에 필요한 사항 등을 규정하게 하고 있다. 이처럼

현행 상장폐지에 관한 법규는 상법이나 증권거래법이 아닌 거래소의 자치법규인 「유가증권 상장규정」 만이 있을 뿐이다. 이하에서는 상장규정 제77조 이하의 주권의 상장폐지에 관한 규정을 중심으로 헌법, 상법, 증권거래법 등 기타 법률들과 어느 정도의 정합성을 가지는지를 검토해 보고 개선방안을 제시하고자 한다.

II. 상장폐지의 방법

1. 거래소에 의한 상장폐지

(1) 의 의

거래소는 주권상장법인이 '상장규정'에 의한 주권의 상장폐지기준(상장규정 제80조)에 해당되었을 경우에4) 당해 법인의 신청에 의하지 아니하고 직무상 상장을 폐지할 수 있다(상장규정 제79조 제1항). 유가증권시장에 유가증권을 상장하려는 법인은 거래소와의 사이에 거래소가 제정한 '상장규정' 등을 준수하겠다는 상장계약을 체결하는 것이다. 따라서 유가증권의 상장은 거래소와 상장신청법인 사이의 상장계약이라는 사법상의 계약에 의하여 이루어지는 것이므로, 거래소에 의한 상장폐지결정 및 상장폐지확정결정의 법적 근거는 그러한 사법상의 계약관계를 해소하려는 증권거래소의 일방적인 의사표시라고 보아야할 것이다.5)

한편, 이는 거래소의 자율규제의 한 방법이라고 할 수 있다. 자율규제란 일반적으로 거래소와 그 회원인 증권업자와 유가증권 발행회사들이 공정하고 건전한 거래질서의 유지를 위해 자율적으로 규칙을 제정하고 준수할 것을 약속하고, 이를 위반한 자에 대해서 스스로 징계를 가하는 규제를 말한다.6) 그러나 이러한 자율규제가 문자 그대로 자율적인 규제를 의미하는 것이 아니라, 법에서 위임한 범위 내에서 거래소가 행하는 회원에 대한 규제를 의미한다고 할 수 있다. 따라서 거래소에 의한 상장폐지의 법적 근거는 거래소와 발행회사간의 상장계약에서 구할 수도 있고,7) 공공재인 자본시장의 관리업무라는 공공적 업무를 위탁받은 특별법상의 지위에서도 구할 수 있지만, 무엇보다도 중요한 근거는 증권시장에 투자하고 있는 투자자보호라는 대명제인 증권거래법에서 그 법적 근거를 구할 수 있을 것이다.8)

(2) 주권의 상장폐지기준

1) 공시의무 관련 사항

(가) 사업보고서 미제출 (상장규정 제80조 제1호)

사업보고서 미제출로 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 증권거래법 제186조의2의 규정에 의한 당해 사업연도 사업보고서를 법정제출기한부터 10일 이내에 제출하지 아니하는 경우.

(나) 사업보고서, 반기보고서 또는 분기보고서 미제출 (상장규정 제80조 2호)

사업보고서, 반기보고서 또는 분기보고서 미제출로 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 증권거래법 제186조의2 및 제186조의3의 규정에 의한 사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서를 제출하지 아니하는 경우.

(다) 감사의견 (상장규정 제80조 제3호)

주권상장법인이 감사인의 감사보고서상 감사의견이 최근 사업연도에 부적정 또는 의견거절인 경우와 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 감사인의 감사보고서상 감사의견이 최근 사업연도에 감사범위제한으로 인한 한정인 경우.

(라) 공시의무위반 (상장규정 제80조 제12호)

i) 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 관리종목 지정일의 다음날부터 기산하여 1년 이내에 불성실공시법인지정 등에 해당되어 부과받은 누적벌점의 합계가 10점(관리종목 지정일 이전에 발생한 공시의무를 위반하여 불성실공시법인으로 지정되어 부과받은 벌점은 제외한다)

다) 이상인 경우

ii) 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 재차 불성실공시법인 등에 해당되어 별점을 부과 받은 경우로서, 당해 별점과 과거 2년 이내에 불성실공시법인지정 등에 해당되어 부과받은 누적별점의 합계가 30점 이상인 경우. 다만, 관리종목으로 지정된 이후 불성실공시법인지정 등에 해당되어 부과받은 누적별점의 합계가 10점(관리종목 지정일 이전에 발생한 공시의무를 위반하여 불성실공시법인으로 지정되어 부과받은 별점은 제외한다) 미만인 경우에는 그러하지 아니하다.

2) 부실화 징후에 해당되는 사항

(가) 영업활동정지 (상장규정 제80조 제4호)

주권상장법인(지주회사 제외)이 주된 영업활동을 정지하였거나 조업의 전부를 중단한 경우(주된 영업활동에 필요한 면허취소의 경우를 포함) 또는 이에 준하는 상태에 있는 사실이 확인된 날의 다음날부터 기산하여 6월 이내에 이를 해소하지 못하는 경우

(나) 최종부도발생 또는 은행거래정지 (상장규정 제80조 제5호)

주권상장법인이 발행한 어음 또는 수표가 최종부도로 처리되거나 은행과의 거래가 정지된 경우

(다) 자본잠식 (상장규정 제80조 제6호)

주권상장법인이 최근 사업연도의 사업보고서상 자본금 전액이 잠식된 경우와 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 최근 사업연도의 사업보고서상 자본금의 100분의 50 이상이 잠식된 경우

(라) 매출액 (상장규정 제80조 제15호)

관리종목으로 지정된 주권상장법인이 최근 사업연도의 사업보고서상 매출액이 50억원 미만인 경우

3) 주식의 유동성 상실에 관한 사항

(가) 주식분포상황 (상장규정 제80조 제7호)

i) 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 최근 사업연도 사업보고서상 소액주주의 수가 200명 미만인 경우

ii) 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 최근 사업연도 사업보고서상 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수가 유동주식수의 100분의 10 미만인 경우. 다만, 신규상장당시 국내외 동시공모로 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수가 70만주(액면가액 5,000원을 기준으로 한다) 이상인 경우에는 그러하지 아니하다.

iii) 관리종목으로 지정된 주권상장법인이 최근 사업연도 사업보고서상 최대주주 등이 소유하고 있는 주식의 총수가 발행주식총수의 100분의 80 이상인 경우.

(나) 거래량 (상장규정 제80조 제8호)

관리종목으로 지정된 주권상장법인이 다음 분기에도 상장규정 제75조 제1항 제6호9)에 의한 거래량 미달상태가 계속되는 경우

(다) 주식양도의 제한 (상장규정 제80조 제13호)

주권상장법인이 주식의 양도에 제한을 받는 경우. 다만, 다른 법령에 의하여 제한되는 경우로서 그 제한이 유가증권시장에서의 매매거래를 저해하지 아니한다고 인정되는 경우에는 그러하지 아니하다.

(라) 주가 (상장규정 제80조 제16호)

관리종목으로 지정된 후 90일(당해 주식의 매매거래일을 기준으로 한다)의 기간이 경과하

는 동안 보통주의 증가가 다음의 요건 중 하나라도 충족하지 아니하는 경우

i) 액면가액의 100분의 20이상인 상태가 10일 이상 계속될 것

ii) 액면가액의 100분의 20이상인 일수가 30일 이상일 것

(마) 상장시가총액 (상장규정 제80조 제17호)

관리종목으로 지정된 후 90일(당해 주식의 매매거래일을 기준으로 한다)의 기간이 경과하는 동안 상장시가총액(주식의 종류별로 상장주식수에 증가(증가가 없는 경우에는 최근 매매거래일의 증가로 한다)를 곱하여 산정된 금액을 합산한 금액을 말한다)이 다음의 요건중 하나라도 충족하지 아니하는 경우

i) 25억원 이상인 상태가 10일 이상 계속될 것

ii) 25억원 이상인 일수가 30일 이상일 것

4) 기관구성요건 관련 사항

(가) 사외이사수 미달

최근 2사업연도 계속하여 사업보고서상 사외이사의 수가 상장규정 제53조 제1항10)에서 정하는 수에 미달하거나, 관리종목으로 지정된 후 최초로 제출하는 사업보고서상 사외이사의 수가 상장규정 제53조 제1항의 규정에서 정하는 수에 미달하는 경우.

(나) 감사위원회 미설치

최근 2사업연도 계속하여 사업보고서상 상장규정 제54조11)의 규정에 의한 감사위원회를 설치하지 아니하였거나 또는 감사위원회의 구성요건을 충족하는 수를 선임하지 아니하거나, 관리종목으로 지정된 후 최초로 제출하는 사업보고서상 상장규정 제54조의 규정에 의한 감사위원회의 구성요건을 충족하지 못하는 경우.

5) 기업구조조정 관련 사항

(가) 해산 (상장규정 제80조 11호)

주권상장법인이 법률의 규정에 의한 해산사유에 해당되었을 경우

(나) 주권상장법인이 지주회사의 완전자회사(지주회사가 자회사의 발행주식총수를 소유하는 경우의 당해 자회사를 말한다)로 되고 당해 지주회사의 주권이 신규상장되는 경우 (상장규정 제80조 제14호)

(다) 회사정리절차개시신청(상장규정 제80조 제9호)

회사정리법의 규정에 의하여 정리절차(화의법에 의한 화의를 포함한다)개시의 신청을 한 경우

6) 재량사항

공익과 투자자보호를 위하여 거래소가 주권의 상장폐지가 필요하다고 인정하는 경우(상장규정 제80조 18호)

(3) 상장폐지의 절차

1) 매매거래정지

상장폐지의 일반적 절차로는 먼저 공시서류의 미제출, 자본잠식·부도발생·정리절차개시신청 등 부실화징후가 발생하는 경우 거래소는 대상 주권을 관리종목으로 지정한다(상장규정 제75조, 제76조). 이 후 일정기간, 보통 1년 이내에 동 사유가 해소되지 않은 경우 상장폐지기준에 해당하게 되며, 이 경우에 거래소는 매매거래를 정지한다(상장규정 제95조 제2항).

2) 상장폐지결정의 공시 및 최종환금기회부여

매매거래가 정지된 유가증권을 거래소가 최종적으로 상장폐지하는 것으로 결정하면, 그 사실을 공시하고(상장규정 제94조 제1항), 최종환금기회를 부여하기 위하여 일정기간 매매거

래를 허용할 수 있다. 다만 상장규정 제80조 제1호 내지 제10호 및 제15호 내지 제17호의 규정에 의하여 당해 주권의 상장을 폐지하는 경우에는 매매거래허용기간을 7일(매매거래일 기준)로 한다(상장규정 제94조 제2항).

3) 주권의 상장폐지에 관한 의견청취 등

거래소는 주권의 상장을 폐지하고자 하는 경우에 거래소가 필요하다고 인정하는 경우에는 세칙이 정하는 바에 따라 의견청취 등을 할 수 있다(상장규정 제79조 제2항). 세칙상 그 절차와 구체적인 내용은 다음과 같다(상장규정 시행세칙 제47조).

① 거래소는 주권상장법인이 i) 상장규정 제80조 제3호(감사의견)의 당해 사유가 계속기업으로서의 존속능력에 대한 불확실성에 의한 경우, ii) 상장규정 제80조 제4호(영업활동정지) 또는 제93조 제1항(상장폐지시기단축사유)에 해당하는 경우, iii) 상장규정 제80조 제16호에 해당하는 경우, iv) 상장규정 제80조 제17호에 해당하는 경우, v) 상장규정 제80조 제18호에 해당하는 경우, vi) 그 밖의 상장폐지기준에 해당하는 경우로서 거래소가 공익 또는 투자자 보호 및 시장관리상 이의신청을 허용하는 것이 필요하다고 인정하는 경우 중에 어느 하나가 정하는 상장폐지기준에 해당하는 경우에는 그 사실을 당해 주권상장법인에게 서면으로 통지하여야 한다. 이 경우 당해 주권상장법인이 주권의 상장폐지에 대하여 이의가 있는 경우에는 서면으로 이의를 제출하거나 당해 주권상장법인의 대표자가 제3항의 규정에 따른 유가증권시장 상장위원회에 출석하여 의견을 진술할 수 있다는 내용을 포함하여야 한다.

② 위의 통지를 받은 주권상장법인이 당해 법인이 발행한 주권의 상장폐지에 대하여 이의가 있는 경우에는 그 통지를 받은 날부터 7일(일수의 산정시 공휴일, 토요일 및 근로자의 날은 제외) 이내에 이의신청서에 i) 변호사, 공인회계사 등 공정하고 객관적인 외부전문가의 의견서, ii) 그 밖에 이의신청과 관련하여 필요하다고 거래소가 인정하는 서류를 첨부하여 제출하는 방법으로 거래소에 이의를 신청하여야 한다.

③ 거래소는 이의신청이 있는 경우에는 특별한 사유가 없는 한 그 신청을 받은 날부터 15일 이내에 유가증권시장 상장위원회를 개최하여 당해 주권의 상장폐지 여부를 심의하여야 하며, 이 경우 당해 주권상장법인의 대표자에게 의견진술 기회를 부여하여야 한다. 다만, 당해 주권상장법인이 이의신청서 및 첨부서류를 정해진 기한 내에 제출하지 아니한 경우에는 유가증권시장 상장위원회의 심의 및 의견청취 절차를 생략할 수 있다.

④ 거래소는 유가증권시장 상장위원회의 심의일부 3일 이내에 주권의 상장폐지여부를 결정하여야 한다. 주권상장법인은 상장폐지결정에 대하여 다시 이의를 신청할 수 없다.

4) 기타 절차

(가) 상장폐지의 예고

거래소는 상장회사의 주권 등을 관리종목으로 지정하는 경우에 상장폐지기준에 아직 해당하지 않는 경우에는 당해 주권 등이 상당폐지기준에 해당할 우려가 있다는 사실을 예고할 수 있다(상장규정 제90조).

(나) 상장폐지시기의 단축

거래소는 영업활동의 정지의 사유로(상장규정 제75조 제1항 3호) 관리종목으로 지정된 법인이 i) 중요한 영업용 자산(영업권, 특허권 등 주된 영업활동에 필요한 무형자산을 포함한다)에 대한 경매신청이 있거나 그 처분계약 등이 체결된 경우, ii) 영업활동에 필요한 자산을 보유하고 있지 아니하다고 인정될 경우 또는 상법 제530조의2의 규정에 의한 분할 또는 분할합병(상법 제530조의12의 규정에 의한 물적분할은 제외)으로 중요한 영업용 자산이 분할에 의하여 설립된 법인에게 이전되는 경우에는 상장규정 제80조 제4호(영업활동정지)의

상장폐지기준에 해당하기 전에도 당해 주권의 상장을 폐지할 수 있다(상장규정 제93조 제1항).

(다) 상장폐지의 유예

거래소는 상장폐지기준에 해당하는 경우에도 상장폐지가 투자자에게 미치는 영향을 고려하여 상장의 폐지를 유예할 수 있도록 하고 있다.

i) 거래소는 외국주권상장법인 또는 외국주식예탁증서상장법인이 상장규정 제83조 제1호 내지 제4호의 상장폐지기준(형식적 요건 미달, 실질적 요건 미달, 회사정리절차개시, 주식양도의 제한)에 해당하는 경우 외국증권거래소에서 상장이 계속되고 있으면 외국증권거래소에서 상장이 폐지될 때까지 상장폐지를 유예할 수 있다(상장규정 제93조 제2항).

ii) 거래소는 주권상장투자회사가 상장규정 제84조 제1항 제1호 또는 제2호의 상장폐지기준(영업보고서 또는 결산서류 미제출, 업무의 정지)에 해당하는 경우에는 1월간 상장폐지를 유예할 수 있다. 이 경우 상장폐지유예기간의 산정기산일은 제84조 제1항 제1호의 경우 영업보고서 또는 결산서류 제출마감일 다음날로 하며, 제84조 제1항 제2호의 경우 사유발생 확인일로 한다(상장규정 제93조 제3항).

(4) 주주의 보호대책

1) 상장규정에 의한 주주의 보호

거래소의 직권에 의한 상장폐지는 발행회사의 의사와 상관없이 행하는 발행회사 자체에 대한 조치이지만, 실제로 피해를 보게 되는 것은 거래소에서의 주식양도가능성을 상실하게 되는 주주들이다. 따라서 거래소에 의한 상장폐지는 투명하고 신중한 절차가 요구된다. 거래소의 상장규정에서는 증권의 유형별로 상장폐지요건을 구체적으로 제시하고 있고, 투자자에게 미치는 영향을 고려하여 상장폐지의 예고와 유예제도 및 최종환금기회 그리고 상장폐지에 대한 이의신청제도를 두고 있다.

2) 회사법상 주주의 보호

상장규정 제80조의 상장폐지기준에는 기업이 급변하는 경영여건의 변화에 적절히 대처함으로써 지속적인 성장과 생존을 위한 기업의 구조조정을 원활히 하기 위하여 상장폐지를 하게 되는 경우를 포함하고 있다. 즉, 주권상장법인이 법률의 규정에 의한 해산사유에 해당되었을 경우(상장규정 제80조 11호), 주권상장법인이 지주회사의 완전자회사로 되고 당해 지주회사의 주권이 신규상장되는 경우(상장규정 제80조 14호)가 그것이다. 이들은 거래소가 상장회사의 의사와 관계없이 직권으로 상장폐지를 하게 되는 나머지 상장폐지기준과는 다르다고 보아야 한다. 이것은 회사법이 의도하고 있는 비공개화의 수단이라고 할 수 있으며, 이들은 일반적인 회사법상의 투자자보호의 적용을 받게 된다.

합병의 경우에 상법은 합병당사회사의 자격에 관하여 어떤 제한도 하고 있지 않기 때문에 비상장회사가 상장회사를 흡수합병하거나 또는 상장회사끼리 신설합병하면서 신설회사를 비상장회사로 하는 것은 법리적으로 가능하다(분할합병의 경우에도 마찬가지이다).¹²⁾ 이 때에 합병으로 소멸하는 상장회사는 법률의 규정에 의한 해산사유에(상법 제517조 제1호, 제227조 제4호, 분할합병의 경우에는 제517조 제1의2호) 해당되어 거래소에 의한 상장폐지(상장규정 제80조 11호)가 예정된다. 또한 주식의 포괄적 교환 및 이전으로 완전모회사가 신규상장되는 경우에 상장회사인 완전자회사는 주식분포요건을 결여하게 되어 상장이 폐지된다(상장규정 제80조 제14호).¹³⁾

이러한 상장폐지에 따른 상장법인의 주주보호 문제는 이들 상장법인의 주주총회에서의 합병(주식교환 및 이전)반대 및 주식매수청구권의 행사(상법 제522조의3, 증권거래법 제191조)를 통하여 이루어지게 된다.¹⁴⁾ 또한 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 다른 법인과 합

병하여 주권상장법인 및 코스닥상장법인이 아닌 법인이 되는 경우에는 원칙적으로 외부평가 기관에 의한 평가를 받아야 한다(증권거래법 시행령 제84조의7 제4항).

그러나 회사정리법의 규정에 의하여 정리절차나 화의법에 의한 화의절차의 개시신청으로 상장폐지되는 경우에는(상장규정 제80조 제9호) 그것이 기업의 구조조정 차원에서 이루어지는 것이라 하여도 투자자보호가 채권자보호보다 우선시 될 수 없다. 또한 소수와 주주의 보호보다는 해당 회사행위를 신속히 실행토록 하여 기업을 회생(Sanierung)시키는 것이 훨씬 더 중요하다고 보아야 한다. 따라서 회사정리절차 중의 정리회사가 정리계획의 수행을 위하여 합병, 영업양도 등을 하는 경우에는 이를 주주총회의 승인없이 할 수 있게 하면서 주주들의 주식매수청구권을 박탈하고 있다(회사정리법 제249조, 제250조, 제258조, 제258조의2 등).15)

2. 발행회사의 신청에 의한 상장폐지

(1) 상장규정의 내용

1) 발행회사의 상장폐지신청

주권을 상장한 법인은 당해 증권의 상장폐지를 거래소에 신청할 수 있다. 이 때에 주권의 상장폐지를 결의한 주주총회의사록(외국주권 또는 외국주식예탁증서를 상장한 법인으로서 주주총회의 위임 또는 정관의 규정에 의하여 이사회결의로 상장폐지신청을 할 수 있도록 한 경우에는 이사회회의사록) 사본, 그리고 채권을 상장폐지하는 경우에는 상장폐지에 대한 모든 채권자의 동의서 사본을 첨부하여 거래소에 제출하여야 한다(상장규정 제77조 제1항). 거래소는 이를 거부할 수 있다(상장규정 제77조 제2항 본문).

2) 주권의 종목별 상장폐지신청

주권상장법인은 필요한 경우 보통주를 제외한 주식에 관하여 종목별로 상장폐지를 신청할 수 있다(상장규정 제78조 제1항). 이 때에 상장폐지를 결의한 이사회 의사록 사본을 첨부하여 거래소에 제출하여야 한다(상장규정 제78조 제2항). 거래소는 공익과 투자자 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 이를 거부할 수 있다(상장규정 제78조 제3항).

(2) 발행회사의 상장폐지 신청 동기

발행회사가 자발적으로 상장폐지를 신청하게 되는 원인은 회사에 도움이 되는 3가지의 범주에서 찾아볼 수 있다.16)

1) 기업가치의 하락 방지

유가증권시장에 상장하게 되면 증권시장에서 거래를 할 수 있으므로 주식의 시장성이 높아져서 주주의 자금이전이 순위위지고 유동성이 증가해서 거래비용이 감소하게 되므로 결과적으로 기업가치가 증가한다.17) 그러나 유가증권시장의 가격변동을 적극적으로 주도하지 못하거나, 회사의 주식가치가 시장에서 다른 주식의 수익에 비하여 상대적으로 낮게 평가되는 회사가 있다면, 그 회사는 자금조달과정에서 높은 자본조달비용에 비하여 기대이하의 결과가 예상된다. 또한 이러한 회사의 주식은 자연스럽게 유동성의 문제를 가지게 되고 가격이 급락할 우려가 있다.18) 따라서 미래 전망이 좋지 않은 회사는 시장평가에 따른 기업가치의 하락을 우려하게 되어 상장폐지를 고려하게 된다.

2) 지배주주에 의한 안정된 경영권 확보

상장회사의 경우 주식소유가 널리 분산되어 있어 경영에 적극적인 대주주에 의한 효율적인 경영통제가 쉽지 않다. 그러나 경영에 소극적인 소수주주 또는 기업경영에 간섭(제재)가능성이 없는 펀드형 주주로 구성되어 있고, 자금이 풍부하여 외부로부터의 자금조달의 필요성을 느끼지 않는 상장회사는 효율적인 경영통제를 통하여 고유이익을 강력하게 추구하기 위

하여 상장폐지를 고려하게 된다.19) 한편으로 주식소유가 분산되어 있는 상장회사의 주식이 낮은 가격을 형성하고 있다면 그 회사는 적대적 M&A의 위험이 상존하게 된다. 따라서 경영권을 방어하고 안정적으로 유지하기 위해서 회사는 상장을 포기하고 주식양도의 가능성을 제한할 수 있는 폐쇄회사로의 전환을 고려하게 된다.

3) 경제적·법률적 상장비용 및 주주관리의 부담제거

상장폐지는 회사로 하여금 상당한 비용을 절약하게 할 수 있다. 상장회사는 근본적으로 투자 이상으로 주가와 주주관리에 신경을 써야 된다. 즉 자사주를 매입을 하거나 배당률을 높이는 등 주가관리와 주주의 환심을 사는데 노력하게 된다. 2004년도 상장회사의 순이익은 18조 2,609억원인데 이 중에서 7조 5,800억원을 배당에 사용하고 2조 7,000억원은 자사주 매입이나 소각에 쓰고 있다. 이는 주주들이 높은 배당을 요구하고, 자사주 소각, 계열사 보유지분 매각 등의 요구가 높아져서 경영권을 압박하기 때문이다.20)

또한 상장회사가 부담하게 되는 주주관리비용으로 주요한 것은 주식발행비용, 명의개서비용 그리고 주주총회 소집비용 등을 들 수 있다. 2004년도 기준으로 상장회사의 연간 주식발행비용은 약 9억원(상장회사 평균 60만원), 명의개서 대행수수료로 연간 약 100억원(상장회사 평균 640만원) 그리고 주주총회 소집비용으로 연간 약 145억원(상장회사 평균 921만원)이 소요되고 있다.21)

기업공시제도는 정보의 효율성을 통한 증권시장의 효율화와 투자자보호라는 명제하에 계속 강화되고 있다. 회사의 경영진은 상장으로 인하여 반드시 이행해야 하는 이러한 공시제도에 대한 과도한 부담을 느끼게 된다. 특히 수시공시제도의 도입으로 회사 측은 필요한 정보를 즉각 공개해야 하는 업무에 회사 규모에 따라 직원 다수를 배치하여야 하기 때문에 많은 공시비용과 노력이 소요되게 된다. 또한 주주들의 상장회사 경영에 대한 간섭이 더욱 거세지고 있다.22) 특히 증권관련집단소송제도는 상장회사 경영에 직접적인 위협이 되고 있다.

(3) 주주 입장에서 본 상장폐지의 불리한 점

상장폐지로 인한 발행회사의 장점들은 주주의 입장에서 보면 반대로 불리한 점으로 작용한다. 그러나 주주의 입장에서 근본적인 문제는 상장폐지가 되면 거래소에서의 주식양도의 가능성을 상실하게 된다는 것이다. 먼저 발행회사의 상장폐지결정이 알려진다면, 이는 거래소에서의 매각가능성이 없어지는 것을 의미하므로 상장폐지를 원하지 않는 주주들은 그들이 보유하고 있는 주식을 상장폐지 전에 매각하려 할 것이다. 언제든지 매각할 수 있는 높은 대체성에 관심을 가지고 있던 개인투자자들에게 상장폐지가 예상되는 주식은 더 이상 매력적인 투자대상이 될 수 없다. 그 결과 일시적인 투매현상으로 시가가 폭락하고, 그로 인한 투자자들의 재산손실이 예상된다.

그러나 상장폐지가 직접적으로 간접적으로도 주주의 의결권과 같은 공익권과 신주인수권과 같은 재산권 청구관련 의결권을 침해하는 것은 아니다. 더욱이 주주의 신주인수권을 간이화된 조건으로 배제하게 하는 결과를 이끄는 것도 아니다. 결국 상장폐지와 관련하여 문제가 되는 주주의 재산권은 주식의 거래능력이라는 특성 즉, 시장에서의 주식양도자유의 보장성이다. 여기서 주주의 의사에 반하여 발행회사의 결의로 상장폐지가 결정된다면 거래능력을 상실하게 되는 주식 내지 상장폐지에 반대하는 주주는 어떠한 방법에 의해서라도 그 지분의 경제적 가치를 보상받아야만 한다는 주장이 설득력을 얻게 된다.

III. 상장폐지를 원하지 않는 주주의 보호

1. 문제제기

거래소의 직권에 의한 상장폐지의 경우에는 상장규정에 근거하여 상법, 증권거래법 등의 투

자자보호규정의 적용을 받게 되는 것과 달리, 현행 실정법 체계상 발행회사의 신청에 의한 상장폐지의 경우 그에 반대하는 주주의 보호에 관하여는 상법이나 증권거래법 등 어디에도 명백한 규정을 두고 있지 않고 있다. 단지 거래소의 상장규정으로 주주총회의 결의를 요건으로 하고 있을 뿐이다. 즉, 현행 상장규정은 “발행회사의 신청에 의한 상장폐지의 경우에 상장폐지를 결의한 주주총회의사록(외국주권 또는 외국주식예탁증서를 상장한 법인으로서 주주총회의 위임 또는 정관의 규정에 의하여 이사회결의로 상장폐지신청을 할 수 있도록 한 경우에는 이사회이사록) 사본을 첨부하여 거래소에 제출하여야 한다”(상장규정 제77조 제1항). 그리고 “거래소는 이를 거부할 수 있다”(상장규정 제77조 제2항 본문)는 규정만을 두고 있다.

이 규정으로부터 도출해 낼 수 있는 한 가지 결론은 회사가 상장폐지를 거래소에 신청하기 위해서는 주주총회의 결의를 거쳐야 한다는 것이다. 즉 상장폐지의 신청여부는 주주총회의 권한사항이라는 것을 전제로 하고 있다(상법 제361조). 그러나 이러한 권한사항이 주주총회의 보통결의사항인지 특별결의사항인지에 대하여는 언급하고 있지 않다. 또한 주주총회 결의에 의하여 회사가 상장폐지를 거래소에 신청하면 거래소의 재량에 의해서만 상장폐지를 결정하게 하는 상장규정은²³⁾ 결의에 반대하는 주주의 재산권 침해에 대하여 전혀 고려하고 있지 않다는 것을 보여주는 것이다.

헌법 제23조 제1항에 의하면 모든 국민의 재산권은 보장되고 그 내용과 한계는 법률로 정하여 진다. 여기서 “재산권이 보장된다”라는 것은 개인이 현재 누리고 있는 재산권을 기본권으로서 보장한다는 의미와 개인이 재산권을 향유할 수 있는 법제도로서의 사유재산제도를 보장한다는 이중적 의미를 가지고 있다.²⁴⁾ 그리고 여기서의 재산권은 경제적 가치가 있는 모든 공법상·사법상의 권리를 뜻하고, 그 재산가액의 많고 적음을 불문한다. 또 재산권의 보장은 재산의 자유로운 처분의 보장까지를 포함한 것이다.²⁵⁾ 이러한 관점에서 헌법 제23조의 재산권보장은 당연히 주주의 재산권에도 미치는 것이다.²⁶⁾

그렇다면 여기서 중요한 것은 상장폐지를 하는 경우에 실제로 주주의 재산권에 대한 침해가 발생하느냐 하는 것일 것이다. 다르게 표현하면 거래소에의 상장이 주식재산권의 요소로서 작용하는가 하는 것이다. 이를 긍정한다면 상법과 증권거래법은 상장으로 인한 주주의 재산권을 보장하여야 하고 상장폐지로 인한 재산권의 침해가 발생한다면 그에 대한 구제수단을 법률로 정하여야 하는 것이다.

2. 상장폐지로 인한 주주재산권의 침해와 그 구제방법

기본권으로서의 주주의 재산권에 관한 논의와 그에 관한 구체적인 법원의 판결이 없는 우리의 현실에서 그에 관한 다수의 판결을 내린바 있는 독일의 연방헌법재판소(Bundesverfassungsgericht)의 결정과 연방대법원(Bundesgerichtshof)의 판례에 의해 정립된 주주재산권의 내용과 그 침해에 대한 구제방법을 통하여 우리의 해법을 찾아보기로 한다.

먼저 주주총회의 결의를 통해 다수파에 의하여 축출되는 소수파 주주에 대한 회사의 代償(Abfindung) 내지 補償(Ausgleich)이 독일 헌법 제14조에 의하여 보장되는 주주 재산권의 보호에 충분한 것인지를 다룬 1962년 6월 7일 ‘Feldmühle’ 결정,²⁷⁾ 기업계약체결 또는 편입에 따라 모회사가 자회사의 소수파주주에 대하여 부담하는 대상이나 배당보증은 주식의 시장가격을 고려하지 않는 것은 독일 헌법 제14조 제1항의 재산권보장에 위반한다고 판시한 1999년 4월 27일 ‘DAT/Altana’ 결정,²⁸⁾ 그리고 회사재산을 모회사 산하의 자회사에 양도하는 동시에 회사를 해산하는 것에 대한 합헌성을 다룬 2000년 8월 23일의 ‘Moto Meter’ 결정²⁹⁾들로부터 도출된 내용은 다음과 같다: 주식은 헌법상 소유와 상속이 보장되

는 재산권이며, 그 내용과 한계는 법률에서 이를 정한다(독일 헌법 제14조 제1항). 헌법상 보호되는 주주재산권의 침해가 실제로 발생한다면, 법결과로서 ① 주주는 부담하게 된 손실에 대한 완전보상을 받아야 한다. ② 보상계산시에 원칙적으로 거래소가격을 고려하여야 한다. ③ 실제로 지급된 보상은 ①, ②의 기준에 의한 완전한 보상을 보장하여야 한다.

이러한 원칙은 발행회사의 신청에 의한 상장폐지의 전제조건을 언급한 2002년 11월 25일 독일 연방대법원(Bundesgerichtshof)의 'Macrotron' 판결³⁰⁾에서도 적용되고 있다. 먼저 연방대법원은 상장폐지를 위하여는 주주총회의 결의가 필요하다고 한다. 상장폐지의 여부는 근본적으로 경영판단(unternehmerische Entscheidung)사항이기 때문에 다수파의 재량에 속하는 것으로 보았다. 따라서 상장폐지에 반대하는 주주의 재산적 가치에 대한 보호는 이사회 권한의 권한이 아니라 주주총회의 권한사항으로 보아, 상장폐지의 결정은 단순 다수결에 의한 주주총회결의를 요하는 것이라고 한다. 연방대법원은 상장폐지의 경우에 결의방법을 가중된 다수결이 아닌 단순다수결로 완화하는 이유로, 상장폐지의 신청결의가 기업의 내부구조를 변경하는 것도 아니고, 주주의 공익권(의결권)도 침해하는 것이 아니라는 점을 강조하고 있다. 동시에 상장주식이 재산권으로서 가지는 특징을 유통상의 가치와 언제든지 그 가치를 실재화할 수 있는 양도의 가능성이라고 하면서 이러한 성격은 이미 독일 헌법 제14조의 재산권으로 보호되고 있는 것이라고 한다.³¹⁾ 따라서 상장폐지로 인한 소수파주주의 재산권 침해는 재산의 양도, 기업지배계약, 이익공여계약, 편입 그리고 squeeze-out 등의 경우에 회사로부터 강제로 축출되는 소수파주주의 재산권침해와는 그 정도가 다르다고 보는 것이다.³²⁾

또한 연방대법원은 상장폐지 신청에 관한 주주총회결의 이외에 소수파주주에게 경제적으로 완전한 보상이 행하여 질 수 있는 의무적인 주식매수(Pflichtangebot)의 방법을 제시할 것을 요구하고 있다.³³⁾ 이때 공정한 가격의 기준을 어떻게 정할 것인지가 문제되는데 연방헌법재판소에 의하면, 헌법 제14조 제1항, 주식법 제304조(지배계약 등에 있어서 적정한 보상), 제305조(지배계약 등에 있어서의 대상청구권), 제320조(다수결에 의한 편입)의 적용에 있어서 완전한 보상이 소수파주주가 입은 손실보다 낮아서는 안 되며, 헌법 제14조 제1항이 요구하는 완전한 보상은 적어도 유통가격보다 낮아서는 안 된다. 상장회사의 경우에 이러한 유통가격을 시장가격의 고려없이 결정할 수 없다. 결국 헌법상 확실한 것은 중요한 손실은 실제로 완전하게 보상되어야 한다는 것이다.³⁴⁾

독일은 1998년 4월 1일 제3차 금융시장육성법(Finanzmarktfforderungsgesetz)³⁵⁾에 의하여 증권거래소법(Börsengesetz)에 신청에 의한 상장폐지의 규정을 신설한 바 있다. 동법 제38조 제4항에 의하면 발행회사는 거래소(승인기관)에 대하여 상장승인의 철회를 신청할 수 있으며, 이 경우의 철회는 투자자보호에 반하여서는 아니된다. 승인기관은 발행인의 비용으로 지체없이 최소한 초지역적인 한 곳의 증권거래소 사보에 공고하여야 하며, 공고로부터 철회까지는 2년을 넘지 말아야 한다. 그리고 철회에 관한 자세한 내용은 증권거래소규정(Börsenordnung)에서 정하도록 하고 있다. 독일 내에 있는 8개의 증권거래소는 동법의 위임규정에 의하여 각각의 증권거래소규정에 상장폐지에 관한 자세한 규정을 가지고 있다. 프랑크푸르트와 브레멘증권거래소를 제외한 나머지 모든 증권거래소규정은 완전상장폐지의 경우에 주주에게 주식매수청구권(Kaufangebote)을 부여하는 규정을 가지고 있다. 즉, 주주에게 상장폐지 신청결정의 공고 전 6개월간의 최고가에 상응하는 매수청구가 주어진다면, 투자자 보호는 완전상장폐지의 경우에 일반적으로 상장폐지에 반하지 않는다는 것이다.³⁶⁾

소수파주주의 강제퇴출제도를 허용하지 않는 우리 회사법에는 독일의 대상청구권

(Abfindung) 또는 주식매수의무제도(Kaufangebote)와 같은 조직적인 소수과주주 보호장치는 없지만, 이와 유사한 것으로 개별적인 사안에 따라 다수과주주로부터 소수과주주를 보호하는 장치로서 주식매수청구권을 이미 도입한 바 있다. 이러한 주식매수청구권은 소수과주주의 자발적인 의사를 전제로 하는 것으로, 명문의 규정이 없는 상장폐지의 경우에도 주식매수청구권을 통하여 소수과주주의 재산권을 보호할 수 있는지 그 방안을 검토해 볼 필요가 있다.

IV. 주식매수청구권에 의한 소수과주주의 보호 가능성

1. 현행 실정법상 주식매수청구권

(1) 개 관

주식매수청구권(appraisal right)이란 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 일정한 의안이 주주총회에서 결의되었을 때, 그 결의에 반대했던 주주가 자신의 소유주식을 회사로 하여금 매수하게 할 수 있는 권리이다.³⁷⁾

상법상 인정되고 있는 주식매수청구권으로는 영업양도·양수·임대 등과 합병, 분할합병, 주식의 포괄적 교환·이전의 승인을 위한 주주총회의 특별결의에 있어서 반대주주의 주식매수청구권이 있다(상법 제360조의5, 제360조의22, 제374조의2 제1항, 제522조의3, 제530조의11 제2항). 이 밖에 회사가 양도제한주식에 대하여 양도승인을 거부한 때에도 주주의 주식매수청구권을 인정하고 있으나(상법 제335조의6), 이 경우의 주식매수청구권은 반대주주의 경우와 그 목적과 요건을 달리한다.

증권거래법상으로는 합병, 분할합병, 주식의 포괄적 교환·이전 및 영업양도 등의 경우에 인정되며(증권거래법 제191조 제1항), 금융산업의 구조개선에 관한 법률상으로는 합병, 정부 또는 예금보험공사의 부실금융기관에 대한 출자 및 자본감소시에 인정하고 있다(금융산업의 구조개선에 관한 법률 제5조 제8항, 제12조 제7항 내지 제9항). 그리고 증권투자회사가 정관을 변경하여 주식의 매수를 제한하는 때에도 반대주주들에게 이 권리가 인정된다(증권투자회사법 제58조). 그 밖에 벤처기업육성에 관한 법률은 벤처기업에 대해 전략적 제휴를 목적으로 정관에 규정을 두어 발행주식총수의 100분의 20의 범위에서 자기주식을 다른 벤처기업과 교환하여 소유하는 것을 허용하고 있다(벤처기업육성에관한법률 제15조 제1항). 이를 위해서는 당사기업들은 각기 주주총회의 특별결의를 얻어 주식교환계약을 체결해야 하며, 배당가능이익(상법 제462조 제1항)의 범위에서 자기주식을 취득해야 한다(동법 제15조 제2항, 제3항). 이에 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있다(동법 제16조).

(2) 회사의 주식매수와 처분

주주가 주식매수청구권을 행사한 경우에 회사는 그 매수청구를 받은 날로부터 2월 이내에 그 주식을 매수하여야 한다(상법 제374조의2 제2항, 제360조의5 제3항, 제360조의22, 제530조 제2항). 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 경우에는 당해 법인은 그 매수의 청구기간이 종료하는 날부터 1월 이내에 당해 주식을 매수하여야 한다(증권거래법 제191조 제2항). 이 때에 회사는 예외적으로 자기주식을 취득하게 되는데(상법 제341조 5호), 회사가 이와 같이 취득한 자기주식은 상당한 시기에 처분하여야 한다(상법 제342조). 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 경우에는 이와 같이 예외적으로 취득한 자기주식을 대통령령이 정하는 기간 내에 처분하여야 하는데, 다만 주주에게 배당할 이익으로써 그 주식을 소각할 수 있다(증권거래법 제191조 제4항, 제189조).

2. 상장폐지 반대주주의 주식매수청구권 인정방안

(1) 임의적인 주식매수청구권의 부여

주식매수청구권에 대하여 우리 실정법에서는 그 행사요건과 절차를 개별적인 사안에 따라 인정하고 있다. 즉, 회사행위에 반대하는 소수와 주주를 보호하기 위한 일반적인 제도로서의 주식매수청구권은 인정하지 않고 있다. 여기서 회사가 법령이 규정하는 요건행위 이외의 행위를 하는 경우에 자발적으로 반대주주들에게 주식매수청구권을 부여하는 방법을 생각해 볼 수 있다.³⁸⁾ 이에 대하여는 명문의 근거규정이 없는 우리 상법의 해석상 회사가 임의로 주식매수청구권을 부여하는 것은 출자환급금지의 원칙 및 자본충실의 원칙에 위배될 뿐만 아니라 주식매수청구권 발생사유를 엄격히 제한하고 있는 상법 기타 법령의 규정 및 자기주식취득사유를 한정적으로 열거하고 있는 상법 제341조의 규정에 반하기 때문에 일반적인 제도로서의 주식매수청구권을 허용하는 것은 어려워 보인다.³⁹⁾

그러나 배당가능이익을 가지고 있는 상장회사가 임의적으로 소수과주주에게 주식매수청구권을 부여하는 것은 가능하다고 보여진다. 경우에 따라서는 재원이 풍부한 상장회사는 상장폐지를 반대하는 소수주주를 상대로 공개매수의 방법으로 자기주식을 취득할 수도 있을 것이다. 이는 회사가 소수주주를 상대로 주식매도권을 행사하여 소수주주를 축출하는 결과가 된다. 이것은 상장회사의 경우에 증권거래법상 이익배당제한만 있으면 자기주식을 무한정 취득할 수 있다는 증권거래법 189조의2에 의한 당연한 결과라고 할 수 있다.

(2) 정관변경시에 주식매수청구권의 부여방안

어떤 회사행위에 주식매수청구권을 인정하느냐는 입법정책의 문제이다. 현행 상법과 증권거래법이 규정하는 주식매수청구권은 회사의 법적 기초에 구조적 변화를 가져오는 사항으로서 대주주의 진행과 그로 인한 소수과주주들의 불이익이 우려되는 사항들로 주주총회의 특별결의사항에 대해서만 인정되고 있다.⁴⁰⁾ 그러나 상장폐지의 신청으로 회사의 재산상태와 사업목적, 주주의 지분율 또는 주주로서의 지위 그리고 회사의 내부구조는 변화되지 않는다. 주식양도가능성의 제한으로 인한 보유하고 있는 주식의 가치감소가 예상될 뿐이다. 따라서 입법론적 관점에서 볼 때에 상장폐지를 주주총회의 특별결의사항으로 할 수는 없다고 본다.

상장규정 제77조 제1항 제1호에 의하면 상장폐지를 신청하는 회사는 거래소에 주주총회결의의사록을 제출하도록 하고 있다. 그러나 이 규정을 가지고 상장폐지신청 여부를 주주총회에서 결의하여야 하는 것으로 보아야 하는지는 의문이다. 사견으로는 상장폐지의 결정은 이사회 경영판단에 속하는 사항이라고 생각한다. 주식매수청구권의 요건으로 주주총회의 특별결의를 요구하는 이유가 회사의 구조적 변화를 일으키는 회사행위 때문이기도 하지만 소수주주퇴출의 절차적 공정성을 확보하기 위한 것이라는 면도 있다. 여기서 이사회 결정사항인 상장폐지를 위하여 주주총회의 특별결의를 거치게 하면서 소수과주주에게 주식매수청구권을 부여하는 방안을 생각할 수 있다. 정관변경시에 주식매수청구권을 부여하는 방법이 그것이다. 상장폐지를 하고자 하는 회사는 정관변경을 위하여 주주총회의 특별결의를 할 것이고 이때에 주식매수청구권을 부여하자는 것이다. 즉 상장폐지에 관한 사항은 이사회 권한이지만, 정관이 상장을 규정하고 있기 때문에 정관변경을 위한 주주총회의 특별결의를 필요로 하게 되는 것이다. 그러나 이 방법은 회사의 정관이 이미 상장에 관한 내용을 규정하고 있어야만 하는 제약이 따른다.⁴¹⁾

(3) 사 건

현행법상 운영되는 주식매수청구권의 테두리에서 상장폐지로 인한 소수과주주의 보호는 한계가 있다. 입법론적 관점에서 볼 때 주식매수청구권을 발생시키는 회사행위를 확대하여야 할 것이고, 그 방법은 일반적인 주식매수청구권이 아닌 명문규정에 의한 개별적인 사안에 따른 주식매수청구권의 신설이 될 것이며, 상장폐지로 인한 다수과주주에 의한 소수주주의

퇴출문제는 주주간 이해조정의 법리로 접근하여야 할 것이다. 또한 주식매수청구권에 의한 소수주주의 탈퇴는 소수주주의 자발적인 의사를 전제로 한다는 점에서 주주총회의 결의라는 요건 보다는 절차와 보상의 공정성과 적정성에 그 무게를 두어야 할 것이다.

V. 맺음말

상장폐지의 법적 근거를 거래소와 발행회사간의 상장계약에서 구할 수도 있고, 공공재인 자본시장의 관리업무라는 공공적 업무를 위탁받은 특별법상의 지위에서도 구할 수 있지만, 무엇보다도 중요한 근거는 증권시장에 투자하고 있는 투자자보호라는 대명제를 가지고 있는 증권거래법에서 그 법적 근거를 구할 수 있을 것이다. 한편 증권거래법은 거래소가 상장폐지에 관한 사항을 거래소의 규정으로 정할 것을 위임하고 있다. 여기에서 구체적인 위임의 범위는 규제하고자 하는 대상의 종류와 성격에 따라 달라지는 것이어서 일률적 기준을 정할 수는 없지만, 적어도 위임규정에 포함될 내용 및 범위의 기본사항이 구체적으로 규정되어 있어서 누구라도 당해 법률로부터 위임규정에 포함될 내용의 대강을 예측할 수 있어야 할 것이다.⁴²⁾ 이런 점에서 증권거래법상 “상장폐지가 투자자보호에 반하여서는 아니되고, 그 자세한 내용은 상장규정으로 정한다”라고 하는 것을 명문화하여야 할 것이다. 그리고 상장 규정에서는 위임된 내용에 따라 절차와 보상의 공정성과 적정성이 보장되는 주식매수청구권을 인정하여야 하는 것이다.

참고문헌

권기범, 『기업구조조정법』, 제3판, 삼지원, 2004.

_____, “현행 주식매수청구권제도의 개선방향,” 『상장협』, 제41호, 한국상장회사협의회, 2000. 3.

김건식, 『증권거래법』, 제3판, 두성사, 2004.

김순석, “주권 및 주주관리제도의 개선방안,” 『기업법연구』, 제19권 제3호(한국기업법학회, 2005), 139면.

김정수, 『현대증권법론』, 박영사, 2002.

송종준, “소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성,” 『증권법연구』, 제6권 제1호, 한국증권법학회, 2005.

신용진, “상장유지요건의 변칙적 충족과 법적 문제점에 관한 검토-유상증자 및 감자에 의한 자본잠식탈피를 중심으로-,” 한국증권법학회 2005 추계특별세미나, 2005. 10. 15.

윤계섭, “상장회사에 대한 상장효의 제고방안,” 『상장협』, 제51호, 한국상장회사협의회, 2005. 3.

이철송, 『회사법강의』, 제12판, 박영사, 2005.

정찬형, 『회사법강의』, 제2판, 박영사, 2002.

Georg Streit, Delisting Light-Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse, ZIP 29/2002.

Habersack, Matias, Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macrotron und Galatine, AG 5/2005.

Hüffer, Uwe, Aktiengesetz, 6. Auflage, 2004.

Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, 2004.

Pfüller, Markus/Anders, Dietmar, Delisting–Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NGZ 10/2003.

Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private, 2002.

Schanz, Börseneinführung, 2002.

Schwark, Eberhard, Kapitalmarktrechts–Kommentar, 2004.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 6, No. 2, 2005

Eine Betrachtung über das Rechtsproblem des Delisting von Wertpapieren

Sung–Po An

Zusammenfassung

Mit dem Delisting wird der Rückzug einer börsennotierten Aktiengesellschaft vom Wertpapiermarkt bezeichnet. Man unterscheidet einen Rückzug durch Herbeiführung des Wegfalls der Zulassungsvoraussetzung in der Person der Emittentin (sog. Delisting von Amts wegen) und durch Widerruf der Zulassung auf Antrag der Gesellschaft als Emittentin (sog. Delisting auf Antrag). Materiell schreibt § 88 koreanisches Börsengesetz lediglich vor, daß die Börsenordnung die Bestimmungen über das Delisting zu treffen hat. Aber die Börsenordnung regelt nicht über den Anlegerschutz beim Delisting.

Die Motive für ein Delisting auf Antrag können vielfältig sein und sich im Laufe der Bösegeschichte einer Gesellschaft herausbilden. Unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte können Unternehmen, für die ein Rückzug von der Böse vorteilhaft sein kann, in drei Kategorien eingeteilt werden: Unternehmen mit funktionsloser Bösennotitz, Unternehmen mit unausgeschöpften Wertpotenzialen und Unternehmen mit operativen Nachteilen auf Grund der Bösennotitz. Diesen Vorteilen des Delistings für die Emittenten stehen schwer wiegende Nachteile aus der Sicht der Anleger gegenüber. Diese verleiren vor allem die Veräußerungsmöglichkeit ihrer Aktien über die Böse. Schon die Ankündigung eines Delistings dürfte zudem die Kurse fallen lassen. Der Anlegerschutz bei einem Delisting auf Antrag sollte der Bösenordnung daher vom dem Börsengesetz als Regelungsgegenstand aufgegeben sein.

In dieser Abhandlung wird vorgeschlagen, daß ein angemessenes Kaufangebot im Fall eines Delistings auf Antrag gefordert ist. Der kapitalmarktrechtliche Schutz ist damit in Form eines an objektiven Maßstäben zu orientierenden Kaufangebots ähnlich

ausgestaltet wie der Minderheitenschutz nach der gesellschaftsrechtliche Schutz bei wichtigen Strukturmaßnahmen, bei denen für außerstehende Aktionäre ebenfalls eine Barabfindung zu gewähren ist. Diese Ausgestaltung des Schutzes ihrer Aktionäre ist rückzugwilligen Emittenten bei aner kennenswerten Rückzugsinteressen zuzumuten, da das Vertrauen der investierenden Anleger auf die fortbestehende Bösenotierung letztlich auf der vorher von der Gesellschaft selbst getroffenen Entscheidung des going public beruht.

Stichwörter: Delisting von Amts wegen, Delisting auf Antrag, Voraussetzungen eines Delistings, Schutz der Minderheitenaktionäre, Veräußerungsmöglichkeit der Aktien, Kaufangebote

- 1) 김정수, 『현대증권법원론』, 2002, 209면; 김건식, 『증권거래법』, 2004, 314면.
- 2) <http://sm.krx.co.kr>은 상장의 혜택과 효과에 대하여 다음과 같이 설명하고 있다. 먼저 기업에 대한 혜택으로 ① 자금조달방법의 다양화, ② 주식 및 사채발행한도 확대, ③ 주주총회 소집절차의 간소화, 주주에 대한 혜택으로 ① 주주의 배당소득에 대한 분리과세, ② 주식양도소득에 대한 비과세, ③ 증권거래세의 탄력세율 적용, ④ 상속 및 증여재산에 대한 시가평가를 들고 있다. 상장의 효과로는 ① 필요자금의 조달의 용이, ② 기업인지도 제고, ③ 기업구조조정의 원활한 추진을 제시하고 있다.
- 3) <http://sm.krx.co.kr> 상장폐지현황 참조. 송종준, “소수주주 강제퇴출법제의 국제적 신조류와 그 입법론적 수용 가능성,” 『증권법연구』, 제6권 제1호 (한국증권법학회, 2005), 3면 이하. 이러한 상장폐지(탈상장)는 주로 상장회사의 지배주주가 공개매수의 방법을 통하여 소수주주의 보유주식을 전부 취득하거나, 모회사가 공개매수에 의하여 100% 지분을 취득하는 방법으로 행하여진다. 2004년 한미은행에 대한 씨티은행의 공개매수, 조흥은행에 대한 신한금융지주의 공개매수와 넥상스코리아와 극동전선에 대한 넥상스의 공개매수 등을 예로 들 수 있다. 이처럼 공개매수에 의한 탈상장은 소수주주 강제퇴출제도를 인정하고 있지 않는 우리나라에서 사실상 소수주주를 퇴출시키는 효과를 가져오고 있다.
- 4) 거래소의 상장규정은 주권이외에 발행회사와 증권의 유형별로도 상장폐지요건을 규정하고 있다. 제81조(주권상장부동산투자회사의 상장폐지기준), 제82조(주권상장선박투자회사의 상장폐지기준), 제83조(외국주권 또는 외국주식예탁증서의 상장폐지기준), 제84조(투자회사 주권의 상장폐지기준), 제85조(신주인수권증권의 상장폐지기준), 제86조(신수인수권증서의 상장폐지기준), 제87조(수익증권의 상장폐지기준), 제88조(채권의 상장폐지기준), 제89조(외국채권의 상장폐지기준)가 그것이다.
- 5) 헌법재판소 2005. 2. 24. 선고 2004헌마442. 따라서 증권거래소의 상장회사에 대한 상장폐지확정결정은 헌법소원의 대상이 되는 공권력의 행사에 해당하지 아니하고 이를 대상으로 한 심판청구는 부적법한 것이 된다.
- 6) 김정수, 앞의 책, 35면.
- 7) 대법원 2004. 3. 4. 결정 2001무49.
- 8) 신용진, “상장유지요건의 변칙적 충족과 법적 문제점에 관한 검토 - 유상증자 및 감자에 의한 자본잠식탈피를 중심으로-,” 한국증권법학회 2005 추계특별세미나, 2005. 10. 15.

발표문, 2면; 거래소와 주권발행회사 간에 상장승인을 위하여 체결하였던 공법적 이용관계의 반대행위(actus contrarius)에 대한 일종의 재량적 행정행위라는 견해도 있다(Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2004, § 38 BörsG Rdnr. 20).

9) [상장규정 제75조 제1항 제6호] :

주권상장법인의 유가증권시장을 통한 거래량으로서 다음 산식에 의하여 산출된 분기의 월평균거래량(병합, 분할, 증자 또는 감자로 유동주식수가 변경된 경우에는 변경상장 또는 신주상장 전의 거래량은 병합, 분할, 증자 또는 감자비율로 조정하여 계산한다. 이하 이 호에서 같다)이 당해 분기말 현재의 유동주식수의 100분의 1 미만인 경우. 다만, 다음 각목의 1에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.

*월평균거래량=[(분기중 매매거래일/분기중 당해법인의 매매거래일)×분기중 총거래량] /3

가. 분기의 월평균거래량이 10만주(액면가액 5,000원을 기준으로 한다) 이상인 경우

나. 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수가 유동주식수의 100분의 20 이상으로서 당해 소액주주의 수가 500명 이상인 경우. 이 경우 소액주주 소유주식수 및 소액주주수의 산정은 최근 사업연도의 사업보고서(최근 사업연도말 이후 주주명부를 폐쇄한 경우에는 그 폐쇄시점 현재의 주주명부 및 법 제174조의8 제1항의 규정에 의한 실질주주명부를 기준으로 하되, 동 서류를 거래소에 제출한 경우에 한한다)를 기준으로 한다.

다. 신규상장법인의 경우(신규상장일이 속하는 분기에 한한다)

라. 분기 중 매매거래정지일수가 당해 분기의 매매거래일수의 100분의 50 이상인 법인의 경우

10) [상장규정 제53조 제1항] :

주권상장법인(기업구조조정부동산투자회사는 제외한다)은 사외이사의 수를 이사총수의 4분의 1 이상이 되도록 하여야 한다. 다만, 증권거래법 제191조의16제1항 단서에서 정하는 주권상장법인의 경우에는 사외이사의 수를 3인 이상으로 하되, 이사총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.

11) [상장규정 제54조] :

①주권상장법인(부동산투자회사는 제외한다. 이하 이 조에서 같다)으로서 법 제191조의17제1항에서 정하는 법인은 감사위원회를 설치하여야 하며, 총위원의 3분의 2 이상을 사외이사로 구성하여야 한다.

②법 제191조의17제2항의 규정은 제1항의 규정에 의한 감사위원회의 구성에 관하여 이를 준용한다.

12) 권기범, 『기업구조조정법』, 제3판(삼지원, 2002), 71면. 여기서 권교수님은 실제로 주권비상장법인이 주권상장법인을 흡수합병하는 사례는 거의 볼 수 없을 것이라고 한다. 설령 추진되더라도 주권상장법인에 있어서는 합병 후의 주식의 환금성 하락 등을 우려하여 합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사하는 주주가 대부분일 것이므로, 합병이 가결되더라도 당사회사는 엄청난 주식매수대금을 부담을 지게 되므로, 결국 특별한 사정이 없는 한 실행되기가 거의 불가능하다고 본다.

13) 2004년도 공개매수에 의하여 상장법인인 조흥은행을 완전자회사화하고 신한금융지주회사가 신규상장한 경우를 예로 들 수 있다.

14) 권기범, 위의 책, 70면. 상법은 주식의 교환 및 이전의 경우에 합병과 달리 채권자보호절차에 관한 아무런 규정을 두고 있지 않다. 이는 주식교환의 경우 ①완전자회사로 되는 회사의 입장에서는 자본과 재산에 전혀 변동이 없어 회사채권자에게 전혀 영향을 미치지 아니

하고, ②완전모회사로 되는 회사의 입장에서는 자본과 재산이 증가하여 오히려 회사채권자에게 유리하다는 점을 감안한 것이다. 이는 주식이전의 경우에도 마찬가지로 완전자회사로 되는 회사의 자본과 재산에 전혀 변동이 없기 때문이다.

15) 정찬형, 『회사법강의』, 제2판(박영사, 2002), 491면; 권기범, 위의 책, 226면.

16) Pfüller/Anders, Delisting-Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NGZ 10/2003, S. 460.

17) 상장회사는 정관에 정하는 바에 따라 이사회의 결의로써 주주 이외의 자를 대상으로 신주를 모집할 수 있고 전환사채와 신주인수권부사채 이외에도 교환사채와 이익참가부사채 등 신종사채를 발행할 수 있는 등 다양한 방법으로 필요한 자금을 조달할 수 있다. 의결권 없는 주식은 발행주식총수의 2분의 1까지 발행할 수 있고(증권거래법 제191조의2 제2항), 사채는 순자산액의 4배를 초과할 수 없으나, 상장회사는 외국에서 발행한 주식 및 해외전환사채 등 주식관련 증권이나 증서의 권리행사로 발행되는 의결권이 없는 주식을 주식발행한도에 산입하지 않을 수 있다. 전환사채와 신주인수권부사채 중 주식으로 전환 또는 신주인수권의 행사가 가능한 부분에 해당하는 금액을 사채발행한도에 산입하지 않을 수 있기 때문에 이에 해당되는 부분만큼 주식 또는 사채를 발행할 수 있다(윤계섭, “상장회사에 대한 상장효익 제고방안,” 『상장협』, 제51호, 2005/3, 7면).

18) Schanz, Börseneinführung, 2002, § 17 Rdnr. 98.

19) Richard, in : Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private, 2002, S. 27 f.

20) 윤계섭, 앞의 논문, 9면.

21) 김순석, “주권 및 주주관리제도의 개선방안,” 『기업법연구』, 제19권 제3호(한국기업법학회, 2005), 139면.

22) 예를 들어 삼성전자(주)의 본사이전요구와 삼성물산에 대한 삼성전자 보유지분 매각요구, SK(주)에 대한 경영권쟁탈전 등 공개기업이기 때문에 당하는 문제가 현실적으로 발생하고 있다(윤계섭, 앞의 논문, 11면).

23) 그러나 회사가 종목별 상장폐지를 신청하는 경우에 거래소는 공익과 투자자 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 이를 거부할 수 있다(상장규정 제78조 제3항).

24) 현재 1993. 7. 29, 92헌바20, 민법 제245조 제1항에 대한 헌법소원: 민법 제245조 제1항 소정의 점유로 인한 부동산취득시효제도에 의하여 원소유자가 보상도 받지 못하면서 소유권을 상실하게 되더라도 합헌이다.

25) 현재 1992. 6. 26, 90헌바26, 정기간행물의 등록에 관한 법률 제10조 제1항 등에 대한 헌법소원.

26) 현재 1995. 2. 23, 92헌바12, 징발재산정리에 관한 특별조치법 제6조 등에 대한 헌법소원: 환매권도 헌법 제23조 제1항이 보장하는 재산권의 내용에 포함된다; 현재 1998. 12. 24, 96헌바73: 공무원연금법상의 급여수여권도 재산권이다. 그 외에 헌법재판소가 확인한 헌법상 재산권으로 민법상 소유권·물권·채권 및 특별법상의 광업권·어업권·특허권·저작권과 공법적 성격을 갖는 수리권·하천점유권 등이 있다.

27) BVerfGE 14, 263. 여기서는 1956년 구조직변경법(Umwandlungsgesetz)의 합헌성이 쟁점이였다. 구조직변경법 제15조에 의하면 주식회사의 자본의 4분의 3을 초과하는 주식이 다수과주주에게 보유되어 있는 경우에는 소수과 주주가 반대하는 경우가 있어도 회사는 총회결의를 통하여 이 주식회사의 전재산을 이 다수과 주주에게 양도하여 회사를 해산시킬 수 있다. 이 경우 모든 소수과주주는 강제적으로 회사로부터 축출당하는 것이 되나, 소수과주

주는 회사에 대하여 상당한 대상을 청구할 권리를 가진다(동법 제12조). 따라서 구조직변경법 제15조가 독일 헌법 제14조의 소유권보장에 위반되는지 여부가 최대 쟁점이 되었다. 먼저 연방헌법재판소는 주식이 재산권으로서 독일 헌법 제14조의 보호를 향유한다고 판시(BVerfGE 14, 277)한다. 독일 헌법 제14조 제3항의 수용은 국가나 국가적 강제력이 수여된 기업가의 손에 의하여 행하여지고 입법자가 총회에 과반수로 조직변경을 결의하는 권한을 주어도 이는 수용권한을 준 것이 아니고 주주간에서 사법상의 관계를 형성하는 권한을 총회에 준 것에 불과하다고 하여 구조직변경법 제15조가 독일 헌법 제14조 제3항의 수용에는 해당되지 않는다고 판시하였다. 그렇다면 구조직변경법 제15조의 합헌성판단의 결정자는 독일 헌법 제14조라는 것이 된다. 독일 헌법 제14조 제1항은 소유권과 상속권을 보장하며 그 내용 및 한계는 법률에서 이를 정한다고 규정하고 있다. 연방헌법재판소는 주식은 재산권이며 동시에 사원권이기도 하여 복잡한 성격을 가지고 있다고 본다. 주식의 이 양면의 어느 것을 입법자의 결정의 본질적인 기준으로 하는가는 입법자에게 위임하는 길 외에는 다른 것이 없다고 지적(BVerfGE 14, 278)하고, 입법자의 이러한 평가가 허용되는 전제로서 퇴사를 강제당한 소수파의 정당한 이익이 보호되고 있다는 것이고, 그것을 위하여 한편으로는 경제력의 남용에 대하여 유효한 법적수단이 이용된다는 것이며 다른 한편으로는 법적지위를 잃는 소수파주주에 대하여 경제적으로 완전한 보상이 행하여 지도록 배려하지 않으면 안 된다고 하는 것이다. 과반수에 의한 조직변경에서 이러한 조건은 충족되고 있다고 판시(BVerfGE 14, 283)하였다. 헌법이 요구하는 완전한 보상이 구조직변경법의 틀에서 실행되는 것인가라는 점에 대하여 연방헌법재판소는 구조직변경법 제12조가 퇴사하는 주주에 대하여 상당한 대상을 청구하는 권리를 주고 있다고 한다.

28) BVerfGE 100, 289. 주식법에 있어서 헌법상 허용된 소유권의 내용 및 한계규정의 해석과 적용은 민사법원의 역할이다. 민사법원은 기본권의 법적용차원에서의 가치를 정립하는 의의를 지키기 위하여 사법상의 규범에 의하여 형성되고 제한되는 헌법을 고려하지 않으면 안된다. 소수파주주 또는 퇴사하는 주주에 대한 보상과 대상에 관하여는 헌법 제14조 제1항, 주식법 제304조, 제305조, 제320조의 적용에 있어서 완전한 보상이 소수파주주가 입은 손실을 하회하여서는 안 된다는 것을 요구한다. 헌법 제14조 제1항이 요구하는 완전한 보상은 적어도 유통가격을 하회하여서는 안 된다. 이러한 유통가격은 상장기업에서 시장가격의 고려없이 결정할 수 없다. 완전한 보상이라는 말에서 무엇을 이해할 것인가에 대하여는 연방헌법재판소는 펠드뮐러판결에서 상세하게 정의하고 있지 않다. 그러나 확실한 것은 헌법상 중요한 손실은 완전하게 보상되어야 한다는 것이다. 주식의 소유권으로서의 특징은 주식이 사원으로서의 지배권과 재산권을 매개하고 있다는 점이다. 여기서는 재산적 요소가 전면에 나타난다. 특히 기업정책에 대하여 항상 중요한 영향을 미치는 것이 되지 못하는 주식을 주로 투자하고 있는 소액주주의 경우가 여기에 해당한다. 한편으로는 소유권으로서의 주식은 재무상의 관점에서 개인의 자유영역을 판단하게 한다. 이 자유의 영역은 특히 주식의 유통가능성에 근거하고 있다. 여기서 주식회사에의 지분은 기타 기업에의 지분과 구별된다. 이것은 상장주식회사에 해당한다. 상장주식회사는 자본시장이 기능하고 있는 때에는 사원에게 자본을 자유로 투자 또는 재투자할 것을 인정하고 있다. 주주는 자본을 장기적으로 구속하는 것이 아니라 주식을 항상 재양도할 수 있기 때문에 소수주주의 관점에서 주식은 매력적이다. 주식의 소유권으로서의 특색인 유통가능성은 소유권의 목적물의 가치의 산정에서 무시되어서는 안된다.

29) BVerfGE WM 2000, 1948. 연방헌법재판소는 종래의 판례에 따라 주식에 화체되어 있

는 지분소유권은 헌법의 보호영역에 속한다고 한다. 헌법의 보호는 주식소유권이 매개하고 있는 사원으로서의 지위에도 또는 재산법상의 청구권에도 미친다고 지적하고 소수의 소수과주주를 회사로부터 축출하는 것에 대하여 입법자는 예컨대 편입에 관한 제규정에 의하여 기본적으로 정당한 것을 인정하고 있다. 이것은 소수과주주가 주요주주의 과반수의 의결권에 반하여 기업결정을 실행하는 것은 통상 이를 저지할 수 없으나, 소수과주주의 존재가 대주주에게 출자, 잠재적 문제, 대주주에게 의미있는 기업조치의 지체를 초래할 것이라는 추측에 의거하고 있다고 판시하여 소수과주주의 존재자체가 대주주에게 부담이 되는 것을 근거로 하여 소수과주주를 회사로부터 축출하는 조치의 정당성을 확인하였다. 그러나 이와 같이 대주주의 이익을 소수과주주의 이익에 우선적으로 취급하는 것을 허용하는 것은 소수과주주에게 충분한 보호가 주어지는 경우에 한정된다. 여기서 연방헌법재판소는 본건에서 소수과주주의 보호가 충분하게 행하여지고 있는가를 검토한다. 연방헌법재판소는 대주주가 자기의 이익을 위하여 될 수 있는 대로 낮은 가격으로 회사재산을 매수하는 경우에 이익상반이 생기나, 이러한 이익대립을 대주주가 사법심사없이 자의적으로 해소할 수 있다고 하면 퇴사를 강제당하는 소수과주주의 보호이익은 위헌으로 침해되는 것이라고 판시하여 고등지방법원이 총회 결의취소절차에서도 또는 이의신청인이 적정한 대상을 신청하는 절차에서도 피고가 회사재산에 대하여 활동하는 기업가치에 대응한 대가를 취득한 여부를 심사하지 않은 것은 헌법상 의문이라고 판시하였다.

30) BGH v. 25. 11. 2002 - II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54 = AG 2003, 273 = NZG 2003, 280, 282 = NJW 2003, 1032.

31) BVerfGE 100, 289.

32) Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, § 119 Rn. 85; Hüffer, Aktiengesetz, 6. Auflage, § 119 Rn. 24.

33) Georg Streit, Delisting Light - Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse, ZIP 29/2002, S. 1282,

34) BVerfGE 100, 304.

35) Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, BGBl I 1998, 529ff.

36) 그러나 증권거래소규정은 누가 주식매수 의무를 부담하는 것인지 분명히 규정하고 있지 않고 있다. 발행회사가 주식을 매수하는 경우 독일 주식법 제71조에 의하여 자기주식취득의 제한을 받기 때문에 완전상장폐지신청을 결의한 다수과주주가 매수자가 되어야 한다는 견해도 있다. 실무상으로도 다수과주주가 매수하는 것으로 문제를 해결하고 있다.

37) 이철송, 『회사법』, 제12판(박영사, 2005), 468면; 권기범, 앞의 책, 222면. 연혁적으로 볼 때 미국에서 처음 제도화된 주식매수청구권은 전원일치의 법리가 현실적 필요에 의해 점차 완화·수정됨에 따라 다수과주주에 의한 회사행위를 가능케 하면서 동시에 반대하는 소수과주주를 다수결의 남용이나 당해 회사행위가 초래할 위험으로부터 보호한다는 관점에서 출발하고 있다.

38) 이에 대한 입법례로는 미국 모범회사법이 있다. 동법 제13.02조 제(a)항 제5호는 동법이 규정하는 요건행위 이외의 행위에 대하여도 회사가 임의로 주식매수청구권을 부여할 수 있도록 허용하고 있다.

39) 권기범, 위의 책, 225면; 同, “현행 주식매수청구권제도의 개선방향,” 『상장협』, 제41호 2000/3, 12면에서는 일반적인 제도로써 주식매수청구권을 허용하는 방법으로 회사에 의

한 임의적인 주식매수청구권의 부여를 제시한다. 이를 인용하면 다음과 같다: “무엇보다도 이를 활용함으로써 다수와 주주와 소수와 주주 사이의 불필요한 분쟁을 사전에 막을 수 있기 때문이다. 이는 주식매수청구권을 발생시키는 회사행위에 해당하느냐 여부에 대한 해석상의 어려움을 극복하는 데에도 큰 도움이 된다. 예컨대 무엇이 ‘영업의 중요한 일부’ 혹은 ‘기타 이에 준하는 계약’이냐에 대한 판단이 어려운 때에 아예 회사가 자발적으로 이를 주주총회의 특별결의에 회부하면서 주식매수청구권을 부여하는 것이 바로 그것인데, 설령 추후에 당해 영업양도 내지 계약체결이 제374조 제1항이 규정하는 것에 해당하지 아니한다고 밝혀지더라도 주식매수청구권을 부여한 것 자체는 적법한 것이기 때문이다. 또한 이러한 근거규정을 명문으로 두는 때에는 현행과 같이 소규모합병·중요한 정관변경 등의 경우에 주식매수청구권을 부여하지 않더라도 큰 문제가 없는 것으로 된다. 회사가 탄력적으로 대응할 여지가 있기 때문이다. 다만, 이처럼 회사가 임의로 주식매수청구권을 부여할 수 있도록 하는 것은 자본충실 및 자본환급금지의 원칙에 반하는 바가 크므로, ‘적어도 이 때에 한하여는 그 재원을 배당가능이익으로 제한’하는 것이 반드시 필요하다고 생각된다”.

40) 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제12조 제8항은 부실금융기관이 정부의 출자를 받을 경우 이사회 결의로 자본을 감소할 수 있게 하면서 반대주주의 매수청구권을 인정하고 있다.

41) Habersack, Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macrotron und Galatine, AG 5/2005, S.141.

42) 대법원 2005. 3. 25. 선고 2004다30040 판결 참조.