

盧 一 錫 教授指導

碩士學位 請求論文

轉換社債에 관한 研究

-株主 및 債權者保護를 중심으로-

2005

誠信女子大學校 大學院

法學科

金蕙梨

轉換社債에 관한 研究

-株主 및 債權者保護를 중심으로-

盧 一 錫 教授指導

이 論文을 碩士學位論文으로 提出함

2005年 6月

誠信女子大學校 大學院

法學科

金蕙梨

認 准 書

金蕙梨의 碩士學位論文으로 認准함.

審査委員_____ 印

審査委員_____ 印

審査委員_____ 印

誠信女子大學校 大學院

논문개요

전환사채는 사채권자의 선택에 의해 정해진 시기와 조건에 따라 발행회사의 주식으로 전환될 수 있는 권리가 유보된 사채이다. 이러한 전환사채는 사채권자에게 주식으로의 전환이라는 특수한 권리를 주는 법률적 성질에 의해 잠재적 주식이라 불리기도 한다.

모든 기업은 기업의 운영을 위한 자금을 필요로 하며, 기업이 그 운영자금을 조달하는 방법은 매우 다양하다. 전환사채의 발행도 기업의 운영자금 조달방법의 하나가 될 수 있으며, 전환사채는 기업에게는 자금조달의 비용을 경감시키고 투자자에게는 사채의 안정성과 주식의 투기성을 동시에 제공하는 매력적인 상품이다.

사채권자가 전환권을 행사하기 전에는 전환사채는 법률상 엄연한 사채이기 때문에 사채로서의 확정이자를 지급받으며, 전환권을 행사하여 주식으로 전환된 이후에는 사채권자는 주주로서의 지위를 가지며 그에 따른 이익배당을 받을 수 있다. 이렇듯 전환사채는 기업과 사채권자 양쪽에 자금운영상의 이점을 제공할 수 있도록 고안된 주식과 사채의 혼성적 성질로 인하여 일반투자자는 물론 기업에게도 매우 유익한 금융증권이 되고 있다. 이러한 장점이 있는 반면, 우리나라의 전환사채 발행에 있어 몇 가지 문제점이 존재하는 바 주주의 보호, 사채권자의 보호, 사채발행조건의 다양화 등이 그것이다. 따라서 본 논문에서는 우리나라 전환사채체도의 문제점을 고찰하고 그 해결방안을 제시하되, 특히 불공정한 사채발행 및 비례적 이익침해에 대한 주주 및 사채권자의 보호 문제에 대해 주고 검토하고자 한다.

<목 차>

제1장 연구의 목적과 범위	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구의 범위	2
제2장 전환사채에 관한 일반적 고찰	4
제1절 전환사채의 의의와 연혁	4
1. 전환사채의 의의	4
2. 전환사채의 연혁	4
제2절 전환사채의 법적 성질	14
제3절 신주인수권부사채와의 차이	14
제4절 경제적 기능	16
1. 발행회사의 입장	16
2. 전환사채권자의 입장	17
3. 발행회사 주주의 입장	17
제3장 전환사채의 발행	19
제1절 전환사채의 발행 결정	19
제2절 미발행수권주식의 유보	20
제3절 전환사채 발행 사항	21
1. 전환사채의 총액	22
2. 전환의 조건	22
3. 전환가액 결정방식	22
4. 전환가액의 조정	24
5. 현금추가납입	25
6. 발행가액의 제한	26

제4절 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용	26
제5절 전환을 청구할 수 있는 기간	27
제4장 전환사채의 전환	29
제1절 서설	29
1. 전환권의 의의와 법적 성질	29
2. 전환에 따른 신주발행의 법적 구성	30
제2절 전환의 청구	31
1. 전환청구의 시기	31
2. 전환청구의 방법	31
제3절 전환의 효과	33
1. 전환의 효력발생 시기	33
2. 전환의 효력	34
(1)주주의 지위취득	34
(2)질권의 물상대위적 효력	34
(3)전환에 의한 자본증가	35
제4절 전환의 등기	35
제5장 주주와 사채권자의 보호	37
제1절 서설	37
제2절 주주의 전환사채 인수권 인정여부	38
1. 각국의 입법례	39
2. 우리 상법의 태도	42
(1) 긍정설	43
(2) 부정설	44
(4) 검토	47
제2절 전환사채인수권과 주주평등의 원칙	48

1. 상법 제513조의2 제1항과 주주평등의 원칙	48
2. 수종의 주식이 있는 경우	49
3. 최저액에 미달하는 단수주가 발생하는 경우	49
4. 회사가 자기주식을 보유하고 있는 경우	50
제3절 위법·불공정한 전환사채발행에 대한 구제수단	51
1. 유지청구권	51
2. 불공정한 발행가액으로 전환사채를 인수한 자의 책임	53
3. 전환사채 발행 무효의 소 인정여부	54
(1) 긍정설	55
(2) 부정설	56
(3) 판례	57
(4) 소결	58
제4절 사채권자의 보호	62
1. 서설	62
2. 계약에 의한 이해조정	64
(1) 사채계약에 의한 이해조정	64
(2) 계약에 의한 이해조정외의 한계	70
3. 사채권자의 보호방안	72
(1) 주주명부 폐쇄기간 내의 전환허용	72
(2) 전환사채 발행 자격의 제한	73
(3) 사채발행총액의 제한	74
4. 전환권의 희석화 문제	75
(1) 전환권 희석화의 개념	75
(2) 전환권 희석화의 원인	76
(3) 전환권 희석화의 방지조치	76
5. 회사의 분할 및 합병과 전환권의 소멸 여부	82
(1) 회사의 합병과 전환권의 소멸 여부	82

(2) 회사의 분할과 전환권의 소멸여부	83
제6장 결론	85

제1장 연구의 목적과 범위

제1절 연구의 목적

기업의 자금은 기업 운영에 있어 필수불가결한 요소이다. 오늘날 경제규모의 확대는 운영자금의 수요를 대량으로 요구하게 되고 그에 따라 자금조달의 문제 또한 현대 기업의 절실한 당면과제로 대두하고 있다. 특히 기업 중에서도 물적회사의 전형인 주식회사는 고도의 자본집중기구로서 자본조달의 성부에 그 성패가 좌우된다고 해도 과언이 아니다. 이러한 주식회사의 자본조달방법은 내부금융에 의한 방법과 간접금융에 의한 방법으로 나뉘어진다. 이 중에서 상법이 규율하고 있는 것은 직접금융에 의한 방법으로, 여기에는 신주발행에 의한 자기자본의 조달과 사채발행에 의한 타인자본의 조달이 있다. 우리나라에서는 사채발행에 의하는 직접금융이 신주발행에 의한 경우보다 그 비중이 현저히 높은데, 그 이유로는 경기의 지속적인 약세와 침체된 주식시장 여건 속에서 상대적으로 안정적인 투자를 원하는 투자자들이 사채 선호 성향과 자기회사의 주식이 과소평가되어 있다고 생각하여 주식발행에 의한 자본조달을 꺼리는 경영자들의 태도를 들 수 있다.

신주발행과 사채발행은 모두 투자자로부터 직접 대규모의 자금을 조달한다는 면에서는 동일한 기능을 수행한다. 그러나 신주를 발행하는 경우에는, 확정된 이자를 지급하거나 만기에 상환하여야 한다는 의무는 없고, 새로이 회사의 구성원이 된 주주에 대하여 지속적인 배당금을 지급하여야 하는 반면, 사채를 발행한 경우에는 회사의 영업실적에 관계없이 확정된 이자를 지급해야 할 부담은 있으나 만기에 상환하면 그 책임을 면하고 그 이상의 관계를 남기지 않는다는 점에서 차별화된다. 여기서 신주발행과 사채발행의 장점을 융합하여 안정적인 투자를 바라는 투자자와 효율적인 자금조달을 원

하는 기업의 양측의 요구를 모두 충족시킬 수 있도록 고안된 제도가 바로 전환사채 제도이다. 전환사채는 사채로 존속하는 동안에는 사채로서의 확정 이자를 지급받고 전환기간에 주식으로 전환하면, 주주로서 이익배당에 참가할 수 있으므로 사채와 주식의 장점을 고루 누릴 수 있는 매력적인 투자 상품이 되는 것이다.

우리나라에서 전환사채는 1963년 최초로 발행되었는데, 이후 주식시장과 연계성을 가질 수밖에 없는 속성으로 인해 주식시장의 성장 및 침체의 과정을 함께 겪으면서 양적 성장뿐만 아니라 질적 성장 또한 이루어 왔다.

본 논문은 우리나라의 전환사채제도를 개관하여 현행법제상 전환사채제도가 안고 있는 문제점들을 지적하고 그 개선방안을 제시하여, 주식회사의 효율적인 자금조달수단으로 전환사채제도가 자리 잡도록 하는 데에 그 연구의 목적이 있다.

제2절 연구의 범위

전환사채는 그 본질이 사채이므로 상법상 사채에 관한 규정(상법 제469조 내지 제512조)의 적용을 받는다. 또한 특수사채로서의 성격을 가지므로 상법 제513조 내지 제516조의 별도 규정에 의해 규율된다. 특수한 사채란 일반적으로 주식화한 사채를 말하는 것으로, 타인자본인 사채의 법률적 성질, 즉 원금상환 및 확정이자의 지급을 약속받으면서 이와 함께 장차 주식 취득의 가능성까지 가지고 있는 형태의 사채를 말한다. 이외에도 전환사채에 관하여는 증권거래법, 증권관리위원회 규정, 증권거래소규정, 유가증권인수업무에관한규정 등 여러 관련 법규와 증권 관계규정에서 규율을 하고 있는 바, 이 논문에서는 전환사채에 관한 상법의 규정뿐만 아니라 관련법률

및 규정 전체를 연구의 대상으로 한다.

전환사채는 기업의 자금조달수단과 투자수단의 역할을 동시에 만족시킬 수 있는 유용한 제도이다. 이러한 유용한 제도로서 전환사채가 가지고 있는 딜레마는, 어떻게 발행기업에게는 자금조달의 편의를 제공하면서도 주주와 사채권자의 이익을 동시에 보호할 수 있는냐는 것이다. 따라서 본 논문에서는 주주와 사채권자의 보호하는 두 가지 문제를 축으로 하여 그 문제점과 해결방안을 제시하고, 아울러 현실적으로 전환사채의 발행과 유통을 활성화 하는 문제에 대하여도 검토하기로 한다.

제2장 전환사채에 관한 일반적 고찰

제1절 전환사채의 의의와 연혁

1. 전환사채의 의의

전환사채는 사채 발행회사의 주식으로의 전환권이 부여된 사채로써 다시 협의의 사채와 광의의 사채로 나눌 수 있다. 전자는 사채발행회사의 주식으로서 전환권이 부여된 사채를 말하며, 후자는 널리 다른 증권으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 사채를 말한다. 광의의 전환사채로는, 장기사채로의 전환권을 부여받은 단기사채, 또는 완전히 별도의 회사의 사채로의 전환권을 부여 받은 사채를 들 수 있으며 미국 등에서 인정되고 있다.¹⁾ 일반적으로 전환사채라 함은 발행회사의 주식으로의 전환권이 부여된 협의의 전환사채를 말하며 이것이 우리 상법이 인정하는 것이다.

즉, 전환사채(Convertible Bonds, Wandelschuldverschreibungen)란 사채권자에 대하여 소정의 기간(轉換期間)에 소정의 조건(轉換條件)으로 해당 사채 발행회사의 주식으로 전환하는 권리(轉換權)가 부여된 사채를 말한다.²⁾

2. 전환사채의 연혁

전환사채는 미국에서 발달하여 이미 백년 이상의 역사를 가지고 있으며

1) 최기원, 정찬형

2) 崔完鎭, 特殊社債에 대한 法的研究, 고려대학교 박사학위논문, 1988, 7면

미국에서 가장 많이 발행되고 있다. 독일의 경우 자금조달 수단의 유용성으로 제1차 세계대전을 전후해 일시적인 발행이 있었으나 미국과 법률 제도가 달라 시행에 곤란을 겪다가 1937년 독일주식법에서 미국과는 다른 형태이지만 법률적 기초가 마련되며 본격화되었다. 독일의 경우처럼 법제를 완비하지 않고 행해지다가 법제가 정비된 나라도 있으며, 별도의 입법규정 없이 전환사채를 발행하는 나라로는 영국, 캐나다, 네덜란드, 스위스 등이 있다. 일본에서는 1938년 상법 개정에서 독일법을 모방한 형태로 전환사채에 관한 법제가 정비되면서 1949년 처음으로 전환사채가 발행되었다. 또 일본상법개정으로 전환사채에 관한 법제는 미국식으로 교체되어 합리적인 운용이 가능한 법률적 기초가 확립되었고 현재에도 많이 이용되고 있다.

(1) 미국

미국에서 전환사채가 발생하게 된 원인은 19세기 중엽 미국의 일반적인 자본부족과 발전과정에 있었던 철도회사의 자본부족의 결합에 있었다. 전환사채가 처음으로 발행된 것은 1843년 New York Erie 철도회사의 전환사채였으며 잇따라 발행된 전환사채 역시 모두 철도회사에서 발행한 것이었다. 남북전쟁 이후 화폐위기와 더불어 그 발행이 현저히 증가하였지만 역시 철도회사에서만 발행되었을 뿐이다. 그 후 20세기 초에 이르기까지는 그 발행은 소강상태에 있었으며 1901년에 이르러 Southern and Northern Pacific Company의 매수를 위해 Union Pacific Company가 1억 달러의 전환사채를 발행하면서 다시 금융계의 주의를 끌게 되었다. 그 후 전환사채를 발행하는 회사는 철도회사에 한정되지 않고 일반산업회사 및 공공기업도 전환사채를 발행하게 되었다. 이와 함께 발행액도 증가하여 금융제도로서 이용과 동시에 자본시장상황에의 의존에서 탈피하여 오늘날에는 미국의 증권시장에서 불가결한 제도가 되었다. 또 거액의 장기산업신용을 주는 금융

기관이 존재하므로 산업금융에 대한 전환사채의 의의는 퇴조하는 것처럼 보이나 그것이 전환사채가 미국 증권시장에서 더 이상 발행되지 않음을 의미하지는 않는다. 미국에서 전환사채제도가 발달한 이유는 금융사무의 특이성과 회사법의 특이한 구조에 있다. 즉, 미국 회사법은 판례법으로 발달하였으므로 그만큼 탄력적이어서 성문법보다 경제발전에 적응하기 쉽고 특히 수권자본제도를 채택한 것이 전환사채 제도의 채택을 용이하게 했다고 할 수 있다.³⁾

그리고 미국의 전환사채는 각 주의 입법권에 속하는 사항이었지만 이것이 주법에 규정된 것은 20세기에 들어서이고 뉴욕, 뉴저지주를 필두로 켄터키, 메릴랜드, 미시간, 네바다, 뉴멕시코, 오하이오, 테네시 주법이 전환사채에 관한 규정을 두었고, 그 후 캘리포니아주법을 비롯하여 많은 주법이 동일한 규정을 두었지만, 이들 각 주법의 입법적 규정의 중점은 전환사채에 대한 주주의 우선인수권이 보호와 전환사채 발행대가의 합리성의 요구에 있었으며 미국 전환사채의 법률적 양상은 전환사채의 발행조건을 규정한 사채증서나 전환증서에서 찾아야 하는 것으로 보고 있다.⁴⁾

(2) 영국

영국에서도 사채를 주식으로 전환하는 선택권이 (option to exchange debenture for shares) 소지인에게 부여된 사채가 있어(convertible debentures라고 하기도 한다), 전환사채의 실질은 인정되고 있다. 즉, 사채 소지인은 채권이 표창한 사채원본의 변제기까지 언제라도 회사에 원본에 대한 권면액과 같은 금액(또는 원본가치와 동등한 금액)의 주식을 발행할 것을 청구할 수 있고, 회사는 채권의 제출이 있을 때는 이에 따라야 한다. 단

3) 鴻常夫, 「社債法の諸問題Ⅱ」, 有斐閣, 1987, 18면

4) 鴻常夫, 위의 책, 19면

소지인은 채권의 제출 시 회사 소정의 계약서에 서명하여 제출해야 한다. 전환으로 발행된 주식의 권면액은 전환사채의 금액을 초과하면 안 되고 미만인 것은 무방하다. 따라서 사채가 할인발행 되는 경우 전환조건으로 권면액에 의한 주식발행을 정하는 것은 가능하지 않다. 사채소지인에게 프리미엄부로 주식을 인수하는 권리를 부여하는 것도 있고, 인수권이 다른 서면에 표창되는 것도 있다. 어쨌든 영국에서 전환사채는 인플레이션이나 디플레이션의 경우 최선의 투자로 유익한 방법이 되었고, 전환권 가치가 인정되어 이러한 권리를 갖는 사채는 막대한 프리미엄을 가지게 된다고 한다.⁵⁾

(3) 독일

독일 전환사채의 시초는 1857년 Dortmunder Verein가 발행한 것이 유일한 예가 되었다. 1910년대 한 두명의 학자, 은행가가 전환사채 제도에 주목하였지만 실무계에서는 반영이 없었다. 독일에서 도입은 1923년 화폐가치 안정으로 인플레이션을 극복한 후 독일기업이 국내재력으로는 자금이 부족하여 외국, 특히 미국자본을 조달할 필요가 생긴 것에 기인한다. 이와 같은 상황 하에서 전환에 필요한 자본증가에 대해 미리 주주총회결의를 하여 총액 4,880만 Reichsmark의 전환사채를 발행하였다. 독일의 전환사채는 초기에는 견실한 기업에서 발행되었지만 곧 부실한 기업이 발행한 사례도 생기고 1927년 5월 13일 이래 1931년까지 계속된 시장의 공황상태로 1928년 2억 5천만 마르크의 전환사채 발행을 계획한 것을 마지막으로 1924년부터 1928년까지 10사 합계 약 2억 2천만 마르크를 발행하였으나 이후에는 발행이 중단되었다.

이와 같은 실무계가 자본부족의 시대에 전환사채의 합목적성을 인정하고 법률상의 의구심에 상관하지 않고 전환사채를 발행하던 때, 독일 학자는 전

5) 鴻常夫, 앞의 책, 19면

환의 합목적성, 도입의 정당한 이유 특히 독일법상 적법성에 관하여 활발하게 논의하였지만 그 중심은 전환의 법률적 구성, 즉 어떻게 전환사채의 전환을 적법하게 하는가 라는 것이었다. 이 점에 관하여는 제3자가 소유한 주식으로의 전환, 위약금의 약정, 제3자에 인수되어 부여된 저장주의 창설, 상법 제279조에 의한 자본증가(현물출자), 자본증가 결의에 의한 자본증가 및 이사회에의 실현의 위임 등 많은 구성이 주장되었지만 미국의 수권자본제도를 채택하지 않은 독일법의 입장에서는 어느 구성에 의해서도 운영의 곤란을 피하기 어려웠다.

이와 같이 당시 현행법에서 법률적 곤란의 해결 노력과 병행하여 주식회사법의 개정이 계획되었다. 그리고 1924년과 1926년의 독일법조회는 전환사채 및 그와 관련된 주식회사법의 개정 제안(조건부자본증가제도 도입과 같은)을 채택하였다. 그 성과는 1930년 “주식회사 및 주식합자회사 법안” 및 1931년 주식회사법 초안에 반영되어 전환사채 제도 및 조건부자본증가 제도는 1937년 주식법에 규정되었다. 조건부자본증가제도는 1934년 3월 14일 간이 형식에 의한 자본감소에 관한 명령을 위한 제8시행령으로 저장주의 폐지보다 먼저 인정되었다.

전환사채는 1937년 주식법에서 법률상으로 인정되어 규정을 두었지만 그 후에도 여전히 발행이 없었다. 전환사채가 다시 독일에 나타난 것은 1951년이다. 여러 이유가 있었지만 당시 경제정세가 1923년 후 자본시장 상황과 유사하여 1951년 독일 전환사채의 재생은 자본시장 긴축의 결과라고 말해지고 있다. 어쨌든 1951년 6월부터 1952년 4월까지 12종목 합계 1100억 마르크의 전환사채가 발행되어, 극히 단기간에 소화되었고, 이 시기 독일의 투자가는 앞다투어 전환사채에 투자하였다고 한다.

독일에서는 본래 채권발행액 중 사채의 비중이 상당히 낮다. 이에 따라 전환사채의 발행도 많지 않았기 때문에 1966년 이후 전체 채권발행액 중 전환사채가 차지하는 비중도 2% 내외에 불과하며, 발행건수도 명맥만을 유

지할 정도였고, 특히 1972년 이후에는 발행이 전혀 없었던 때도 있었다. 주로 일반산업회사가 전환사채를 발행하였지만, 금융기관에서 발행한 것도 있었으며, 건당 발행액이 큰 것이 특징이라고 할 수 있다. 그 후 약간의 발행이 있었지만 일시 중지 상태가 되고, 독일에서의 전환사채는 미국처럼 대중적이라고 할 수는 없으며 앞으로의 전망도 미지수라 한다.⁶⁾

(4) 일본

일본 전환사채 제도의 역사는 비교적 새롭다. 전환사채는 1938년 개정으로 법률상 제도로 정착되었다(1938년 개정상법 제364조~제369조). 이 개정은 1931년 독일 주식회사법 개정 초안을 모방하였고 기본적으로 대륙법계의 자본확정의 원칙을 유지하면서 부분적인 개정으로 조건부자본증가 방식을 채용하고 있으므로 현재의 미국과 같은 전환사채제도와는 상당히 다른 제도로 되어 있었다. 전환사채는 제2차 세계대전이 끝날 때까지 발행되지 않았지만 전후 채권 발행시장이 조금씩 부활한 1949년 토좌전철(土佐電鐵) 등 3사에 의해 일본최초의 전환사채가 발행되었다.

그리고 이것만이 1950년 개정 전 법률에서 전환사채 발행 사례의 전부이다. 1950년 미국법을 대폭적으로 계수한 상법개정이 있었고 수권자본제도가 채용되어 전환사채 발행에 합리적인 법률적 기초가 마련되어 개정법 시행 후 1952년 7월부터 1953년 5월까지 10개월간 6종목 합계 13억 5,000만엔의 전환사채가 발행되어 급속히 보급되었지만 그 후 10년간은 전환사채 제도의 본격적인 발전은 없었다. 그런데 1962년 9월 히타치제작소(日立製作所)가 미국에서 1,650만 달러의 달러표시 전환사채 발행에 성공한 이래 일류기업에 의한 외화표시 전환사채 발행이 잇따라 전환사채는 외자도입의 절호의 수단으로 활용되었다. 그리고 이러한 외화표시 전환사채와 일본국내

6) 鴻常夫, 앞의 책, 21면

전환사채간의 차이점은 시가전환방식을 채용한다는 것에 있었고, 사채발행시 주가의 10% 이상을 상회하는 가액을 전환가액으로 정하였으며 일본의 시가 전환사채는 이러한 외화표시 전환사채로부터 시작되었다.

외화표시(달러표시) 전환사채의 발행은 외자도입을 위해서 주주명부폐쇄기간내 전환청구를 금지하고 있던 제341조의 6(전환주식에 관한 제22조의 5 제3항을 준용)을 개정할 필요가 있어 1966년 개정되었다. 이것이 1966년 상법개정에서 제341조의 7의 개정 및 제 341조의 6 규정의 신설이다. 또한 전환사채 발행증가에 수반하여 1970년 5월 1일부터 전환사채 상장거래가 시작되어 유통의 원활화를 도모하였으며 적정한 가격이 형성되는 등 유통시장을 갖게 되었다. 전환사채제도 발달에 획기적이었던 것은 1966년 닛본통운(日本通運)이 100억엔 시가전환사채를 일본국내에서 공모한 것이고 이것을 계기로 우량기업의 시가전환사채가 일본국내에서 자금조달 수단으로 성공하였고 일류기업에 의한 본격적인 전환사채의 발행이 잇따랐다.

전환사채는 폭넓게 증권시장에서 확고한 지위를 확립하였다. 그런데 1950년 상법개정 이래 사채는 일반적으로 이사회 결의로 발행할 수 있었고(제296조), 신주발행도 이사회 결의로 할 수 있는 것이 원칙이었다(제280의 2 제2항). 1966년 상법개정으로 신주발행에 관해서는 주주외의 자에 대하여 특히 유리한 발행가액으로 신주를 발행에 관해서만 정관규정 또는 주주총회 특별결의를 필요로 한다는 규제가 1966년에 개정되지 않았던 것은 제도상 균형의 의문이라고 지적받고 있다. 실질적으로 전환사채 발행에서 항상 주주총회 특별결의를 요하는 것은 전환사채 발행에 의한 자금조달의 기동성을 해하는 것은 분명히 부정하기 어려운 것이었다. 이미 상법이 사채발행과 신주발행에 대해 자금조달의 편의를 위한 취지로 이사회 결의만으로 족하다는 원칙을 취한 이상 사채와 주식의 중간형태인 전환사채 발행에 대해서도 원칙으로 이사회 결의가 있으면 족하다는 것에 이론상 하자가 없고 주주이익을 해할 우려가 있는 전환사채 발행에 관해서는 주주이익의 보호

차원에서 주주총회의 관여를 전제조건으로 할 필요가 있다는 점도 신주발행의 경우와 동일한 것이었다.

이상의 이유에서 전환사채 발행은 이사회 결의에 의한 것을 원칙으로 한 다음 주주외의 자에 대하여 특히 유리한 전환의 조건을 붙인 전환사채를 발행하는 경우에 한하여 주주총회 특별결의를 요구하는 것으로 개정하였고, 자금조달에 기동성을 주고 발행절차에 대해서도 신주발행 절차에 관한 규정을 두어 주주를 보호하여야 한다는 입법론이 강해졌다. 그래서 감사제도의 개정을 중심으로 한 1974년 상법개정은 중요한 개정이었다. 개정의 주안점은 전환사채 발행에 정관이나 주주총회 특별결의에 의한 수권을 요하던 것을 원칙적으로 이사회 결의로 가능한 것으로 함과 동시에 전환사채 발행절차에 대해서도 신주발행에 준해 몇 개의 규정을 마련한 점에 있다.

일본 전환사채는 1974년 개정법 시행 후 대량발행이 계속되어 시장은 확대되었다. 1996년 전환사채 발행상황은 국내에서 2조 7,320억엔, 해외에서 5,635억엔 이었고, 1999년 발행상황은 국내 5000억엔, 해외 2,707억엔이었다.

이후 일본 전환사채는 2001년 상법개정에 따라 전환사채형 신주예약권부사채로 발행되고 있다.⁷⁾

(5) 우리나라⁸⁾

우리나라는 1963년 쌍용양회가 연이자율 10%, 만기 6년 조건으로 7억원의 전환사채를 발행한 것이다. 당시 전환사채의 발행은 오늘날과 같은 일반 공모가 아니라 발행사가 금융기관으로부터 자금을 차입하기 위한 것으로 발

7) 상세한 내용은 제5장 주주와 사채권자의 보호부분 참조

8) 金斗煥, 轉換社債에 관한 法的研究 -社債權者保護를 中心으로-, 박사학위논문, 고려대학교, 2003, 18~21면

행방법이나 인수방법에서 초보적인 단계였다. 1967년에 호남정유가 합작투자를 전제로 합작관계외국회사인 미국의 Caltex Oil Co.를 인수회사로 하여 최초로 470만달러 규모의 외화표시 전환사채를 발행하였다. 이후 1967년부터 1971년까지 총 6개사가 1308만달러의 외화표시 전환사채를 발행하였다. 액면공모 전환사채 발행시기 이후 1980년부터 1982년까지 전환사채시장은 장기간의 침체기를 가졌다. 이와 같이 전환사채시장이 약세를 보인 주요인으로 주식시장의 장기침체와 대주주의 인식부족, 전환사채 발행조건의 비현실성에 기인한 것이 크다 할 수 있다. 한편 1984년 4월 10일 중외제약이 발행이율 11%, 발행금액 17억원을 전환대상 주식의 시가를 전환가격 기준으로 정하는 방식, 즉 시가(market price)공모 방식에 의한 부분전환사채를 발행하였다.

물론 사채권면액 중 20%를 전환하는 부분전환사채이기는 하였지만 국내 최초의 시가전환방식이었다는 데서 그 의미가 크다고 볼 수 있다. 1985년에도 영진약품이 발행이율 12.3%, 발행금액 30억원, 선경이 발행이율 11%, 발행금액 100억원, 그리고 한국타이어가 발행이율 11%, 발행금액 80억원 등 총 4건 210억원이 시가로 발행되었으나 이러한 시가전환사채발행 방식을 이용한 경우는 아주 미약한 실정이었다.

증권관리위원회에서는 1987년 유가증권인수업무에 관한 규정을 개정하여 전환사채 발행대상 기업을 확대하였으며 등록 법인도 우량법인에 한하여 보증부 전환사채 및 담보부 전환사채의 발행을 조건부로 허용하였다. 이러한 제반경제 및 증권시장과 채권시장의 변화 속에 1987년 한 해 동안 총 20건, 2,184억원의 전환사채가 발행되었으며 1988년 총 39건 3,372억원, 1989년 72건 11,784억원, 1990년 41건 6,921억원이 발행되어 전환사채발행이 기업의 자금조달 수단으로서 중요한 위치를 차지하게 되었으며 이로 인하여 전환사채시장의 활성화가 가속화 되었다. 동 기간 중 특기할 만한 것은 1987년 5월 26일 코오롱이 표면금리 연 6%, 전환가격 41,910원, 만

기 3년, 만기수익률 10%의 전환사채를 발행하면서 이를 주식의 공모주 청약과 같은 방식으로 일반청약매출을 실시함으로써 우리증시에서도 국내전환사채의 일반청약매출이라는 새로운 투자패턴이 생기게 되었다. 이는 본격적인 전환사채라는 측면에서 일반청약매출을 계기로 일반투자자의 관심을 모았다. 그러나 1989년을 고비로 전환사채시장은 다시 한 번 침체기를 보였으며 이는 주식시장이 장기간의 침체국면에 돌입하면서 전환사채시장에 대한 관심이 위축되었기 때문으로 풀이된다.

주식시장의 회복추세에 따라 전환사채의 발행이 다소 증가하는 추세를 보였으나 전환사채에 관한 시장정보의 공시체제가 미흡하고 전환사채의 투자자 층이 빈약하여 거래의 부진양상이 지속되었다. 또한 제3단계 금융자유화 및 시장개방계획에 따른 외국인의 직접투자 허용에 대비하여 시장정비를 통한 활성화의 필요성을 절감하였다. 이와 같은 배경 하에 정부에서는 1994년 2월 전환사채의 분산에 주안점을 둔 전환사채 시장정비계획을 발표하였다.⁹⁾ 이와 같은 전환사채시장 정비이후 발행시장에서는 소액청약자의 소규모자금이 채권시장으로 유입되는 전기를 마련했으며 기업에서는 전환사채의 발행을 통한 장기자금조달비중이 증가하였고 발행금리 하락으로 이자부담이 경감되었으며 자금조달금리 측면에서도 은행차입금과 회사채금리에 비해 상대적으로 저렴하게 되었다. 이로 인해 최근 들어 기업의 전환사채발행이 크게 증가하고 있으며 일반투자자의 관심이 제고되고 유통시장측면에서는 발전적인 방향으로 전환되고 있다. 2003년 5월 현재 증권거래소에 상장되어 있는 전환사채종목은 43종목 금액은 5,124,186(백만원)이다.

9) 주요내용으로는 전환사채의 분산을 제고하고 유통의 원활화를 도모하기 위해 i) 단일권종으로 발행한 것만 상장을 허용, ii) 상장시 신청기한을 발행 후 개월에서 2주로 단축, iii) 전환사채 매매의 증권거래소 시장집중의무화, iv) 당해기업 주가에 중대한 영향을 미치는 사실 발생시 주식과 관련한 시장조치를 취할 수 있도록 매매거래 정지 및 정지해제, 매매거래의 중단 및 재개, 가격제한폭의 적용, v) 전환청구기간 축소로 수요기반 확대를 도모하였다.

제2절 환사채의 법적 성질

전환사채는 주식으로의 전환권이 부여된 사채이지만, 전환이 있을 때까지는 법률상으로는 사채임에는 변함이 없으므로 전환사채는 사채의 일종이다. 그러므로 전환사채의 본질은 사채이고 특수한 사채로 파악된다. 그러나 전환사채는 주식으로의 전환권이 부여되어 있어 전환권자의 청구에 의하여 장차 주식으로 될 수 있는 가능성이 있는 것이기 때문에 경제적으로는 전환 전에 있어서도 이미 주식화 하고 있는 것이다. 즉 주식으로의 전환이 가능하기 때문에 전환사채 자체는 전환기간 동안은 주가와 동일한 가격으로 매매할 수 있을 뿐만 아니라 전환시기가 가까워지면 주가에 가까운 가격으로 매매할 수 있게 된다.¹⁰⁾ 그러므로 사채권자가 전환권을 행사하면 주주가 된다. 전환사채는 그 발행이후 전환권을 행사하기 전까지는 채권적 유가증권이라고 할 수 있고, 전환권을 행사하면 사원권적 유가증권이 된다고 할 수 있다. 즉, 전환사채는 잠재주주투자층에 침투하여 투자의욕을 현재화 시키는 역할을 하며 안정성과 수익성을 겸비한 유가증권으로서 사채와 주식의 혼성증권(hybrid security)이라고 할 수 있다.¹¹⁾

제3절 신주인수권부사채와의 차이

신주인수권부사채(bonds with stock purchase warrants, Aktienbezugsanleichen)란 사채권자에게 사채발행회사에 주식 발행을 청구할 수 있는 권리가 주어진 사채를 말한다. 전환사채권자는 전환권에 근거해 소정의 기간, 조건으로 발행회사의 주식을 취득할 수 있는 것에 대하여, 신

10) 崔完鎭, 앞의 논문, 8면

11) 崔基元, 新會社法論, 博英士, 2005년, 830~831면

주인수권부사채권자는 신주인수권에 근거하여 소정의 기간, 조건으로 신주 발행을 발행회사에 청구할 수 있다. 이와 같이 신주인수권부사채는 투자의 안전성과 투기성이 결합된 투자증권으로 발행회사에게도 자금조달을 용이하게 하는 점에서 전환사채와 유사한 기능을 가지고 있으나 다음과 같은 차이점도 있다.¹²⁾

첫째, 전환사채에서는 사채권자가 전환권을 행사하면 사채권이 소멸하는데 반하여, 신주인수권부사채에 있어서는 신주인수권을 행사하여도 사채권은 여전히 존재하게 된다.

둘째, 전환사채의 전환에 의한 신주발행총액은 사채발행총액과 일치하여야 하나(상법 제516조, 제348조), 신주인수권부사채에 있어서 신주인수권의 행사에 의한 주식발행총액은 사채총액의 범위 내에서 자유로이 조정할 수 있다(상법 제516조의 2 제3항).

셋째, 전환사채에 있어서는 신주발행에 따른 별도의 현금납입의 의무가 없지만 신주인수권부사채에 있어서는 대용납입이 인정되는 경우를 제외하고는 사채권자에게 현금 납입의 의무가 있다.

넷째, 권리의 이전에 있어서 전환사채의 경우에는 사채와 일체로서만 이전할 수 있는데 반해, 신주인수권부사채는 분리형을 채택할 수 있으므로 사채권과 신주인수권을 분리하여 따로 제3자에게 이전할 수 있다(상법 제516조의 5 제1항).

다섯째, 전환사채권자는 전환의 청구를 한 때에 주주가 되지만(상법 제516조 제2항, 제350조), 신주인수권부사채권자는 신주인수권을 행사한 때에 바로 주주가 되는 것이 아니라 신주의 발행가액을 납입한 때에 비로소 주주가 된다(상법 제516조의 9).

12) 金斗煥, 앞의 논문, 7면

제4절 경제적 기능

전환사채의 경제적 기능은 일반적으로 발행회사, 전환권자 및 전환으로 발행할 주식과 동일한 주식을 가지는 보통주주의 3가지 입장으로 나누어 고찰할 수 있다.

1. 발행회사의 입장

발행회사의 입장에서 전환사채의 장점은 회사의 자금조달을 용이하게 하는 점에 있다. 즉, 회사는 통상의 신주발행이나 보통의 사채발행이 불가능하거나 불리한 경우 전환사채를 발행하면 자금조달이 가능해지고 유리한 조건으로 발행할 수 있고, 전환사채를 발행한 경우 전환권이 행사되면 그 한도에서 타인자본이 자기자본으로 대체되어 회사는 원리금 지급채무를 면하므로 고정부담이 경감되고, 회사 경영권을 고려하면 신주발행을 지연시킨다는 측면도 있다.¹³⁾ 그러나 전환사채 발행은 주식의 시가를 하락시켜 자본구조를 불확실하게 하는데, 특히 전환에 의한 자기자본 증가는 이익배당과 주가에 영향을 주므로 회사 재무구조상 단점이 생길 수 있고, 전환사채권자는 전환권의 행사에 의하여 회사의 세력관계에 간여하여 회사 경영권에 영향을 줄 수도 있다.¹⁴⁾

13) 金斗煥, 앞의 논문, 9면

14) 崔完鎭, 앞의 논문, 10면

2. 전환사채권자의 입장

전환사채권자의 입장에서 보면 전환사채는 투자의 안전성과 투기성이 결합한 투자증권이다. 전환사채권자는 발행회사의 경영상태가 양호하지 않더라도 확정된 이자지급을 받고 회사가 청산되는 경우에도 주주보다 우선하여 투자자금을 회수할 수 있으며, 회사 경영상태가 호전되면 주식으로 전환하여 유리한 이익배당을 받을 수 있다. 또, 전환권의 존재에 의하여 전환권을 행사하기 이전에도 전환사채의 시가는 전환으로 인하여 부여될 주식의 시가에 따르게 된다는 점에 있어서도 유리하고, 전환사채권자는 전환권의 행사에 의하여 회사의 경영에 참여할 수도 있다. 이 외에도 법률이나 정관에 의하여 주식의 보유가 금지 혹은 제한되어 있는 일부 기관투자자들도 전환사채는 살 수 있으므로 그만큼 투자가층이 넓어진다고 할 수 있다.¹⁵⁾

3. 발행회사 주주의 입장

발행회사 주주의 입장에서 보면 회사의 이익과 주주의 이익이 합치한다고 할 수 있지만 실제로는 양자의 이익이 상반되는 경우도 있다. 주주는 회사의 이익, 순자산 및 지배의 세 가지 측면에서 이해관계를 가지고 있고, 이것은 회사가 발행한 주식에 대하여 그가 가진 주식의 수에 비례하는 것이다.¹⁶⁾ 따라서 전환으로 인하여 신주가 발행되어 주식수가 증가하면 회사의 경영이 호전되어도 이익배당이 증가되지 않고 또 주식의 시장가격도 상승하지 않는 불이익을 받게 된다. 즉, 유리한 조건으로 자금을 조달한 것에 대한

15) William A. Klein, "The Convertible Bond: A Peculiar Package", 123. University of Pennsylvania Law Review(1975. 1.)

16) 양승규, "주식회사의 자금조달과 증권발행" 「상사법연구(창간호)」, 한국상사법학회, 1980, 27면.

부득이한 대가로, 구주주는 동시에 두 마리의 토끼를 쫓을 수는 없는 것이다.¹⁷⁾

17) 田中耕太郎, 商法學特殊問題(上) [著作集 第8卷], 新青出版, 1998, 398~399면; 上柳克郎·竹内昭·鴻常夫 共著(編輯代表), 新版註釋會社法, 有斐閣, 1987, 8면, 전환으로 보통주가 증가하여 회사가 호황이더라도 이익배당이 증가하지 않고 시장가격도 상승하지 않는다는 불이익은 불황기에 유리한 조건으로 자본을 조달하였던 것에 대한 보상이며, 전환사채권자가 불황기에 불리한 조건으로 전환증권을 인수한 것은 호황이 되고 나서 유리한 배당을 받을 것을 고려하였기 때문에 호황기에 전환권자가 유리한 취급을 받고 구주주가 불이익을 받아도 불공평하다고 할 수 없다고 하고 있다.

제3장 전환사채의 발행

제1절 전환사채의 발행 결정

회사는 전환사채를 발행함에 있어서 정관에서 주주총회의 특별결의에 의하여 결정할 것을 정함이 없는 한 이사회가 결의로써, 전환사채총액, 전환의 조건, 전환으로 인한 주식의 내용, 전환을 청구할 수 있는 기간, 주주에게 주는 전환사채의 인수권 및 인수권의 목적인 전환사채액, 주주 이외의 자에게 발행하는 전환사채액 등에 관하여 결정하여야 한다.¹⁸⁾

전환사채의 발행은 원칙적으로 이사회가 결정한다.¹⁹⁾ 즉, 전환사채의 발행시기, 총액에 대해 정관의 정함이 없거나 정관으로 주주총회에서 결정하기로 정하지 않는 한 이사회가 구체적으로 결정한다.²⁰⁾ 그러나 정관에 주주총회에서 결정하기로 정하거나, 전환사채의 발행사항에 관해 정관에 정함이 있는 경우, 주주 외의 제3자에게 전환사채를 발행하는 전환조항을 주주총회의 특별결의로 정한 경우는 그렇지 아니하다.

정관이나 이사회에서 결정해야 하는 사항은 전환사채의 총액, 전환조건, 전환으로 인해 발행될 주식의 내용, 전환청구기간, 전환사채의 액, 주주에게 전환사채의 인수권을 부여한다는 내용, 주주 이외의 자에게 전환사채를 발행하는 것 등이다. 전환사채의 발행 조건 중 가장 중요한 것은 발행금리, 만기보장수익률, 전환조건이다.²¹⁾

18) 崔完鎭, 앞의 논문, 109면

19) 김대규, 전환사채에 관한 고찰, 대한민사법학회, 「민사법연구 Vol.11, No.1」, 139면

20) 신주발행이 정관에 의해 주주총회의 권한사항으로 되어 있는 경우에는 전환사채에 관해 정관에 명문의 규정이 없더라도 이사회가 결의만으로 발행할 수 없고, 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다. 대법원 1999. 6. 25. 선고, 1999다18435판결.

21) 전환사채의 발행금리는 보통 회사채 금리보다 낮으며 그 이유는 장래 주가 상승 시에 전환에 따른 주식매매차익을 누릴 수 있기 때문이라고 한다.

제2절 미발행수권주식의 유보

상법 제516조 제1항은 전환사채의 발행에 관하여 미발행수권주식의 유보를 요구한 제346조 제2항을 준용하고 있다. 따라서 전환주식을 발행하는 경우 전환으로 인하여 발행할 주식의 수를 미발행수권주식 중에 유보하여 두는 것과 같이 전환사채를 발행하는 경우에도 전환으로 인하여 발행할 종류의 주식의 수를 미발행수권주식 중에 유보하고 있어야 한다.(상법 제516조 제1항, 제346조 제2항)²²⁾ 유보를 하지 않을 경우 전환사채 발행 후 신주발행으로 미발행수권주식이 감소하면 전환청구가 있더라도 필요한 주식을 사채권자에게 교부할 수 없는 경우가 발행하기 때문이다.²³⁾ 다만 미발행주식의 유보는 전환기간 중에만 존재하면 족하고 전환사채를 발행할 당시부터 계속 유보할 필요는 없다. 따라서 전환사채를 발행한 후에 전환기간이 개시하기 전까지 정관을 변경하여 필요한 주식의 종류와 수를 확보하면 된다는 것이 다수의 견해이다.²⁴⁾ 즉, 전환기간 동안에만 수권주식이 유보되어 있으면 족하다고 보는 것이 신주발행의 경우 수권주식수를 초과한 신주발행에 대해서도 정관변경으로 수권주식수를 늘려 수권주식수의 초과라는 신주발행무효의 원인을 치유할 수 있는 것과도 균형이 맞을 것이다.

전환으로 인하여 발행할 주식은 전환기간내에는 미발행상태로 유보되어야 하므로, 이와 같이 유보된 주식에 대하여 회사가 전환사채의 전환으로 인한 주식발행 외의 신주발행을 하는 것은 허용되지 않는다. 따라서 회사가 이와 같은 전환사채의 전환을 위한 유보주식에서 전환사채와 관계없는 신주발행을

22) 전환사채는 타인자본이지만 자기자본화 할 가능성을 내포하고 있는 것이므로 미발행수권주식의 유보를 요구하는 것은 당연한 일이다. 김아름, 전계논문, 27면

23) 金斗煥, 앞의 논문, 30면

24) 이에 대하여 발행예정주식총수에 미발행부분이 있는 경우에만 전환사채를 발행할 수 있고 장래 정관변경에 의하여 발행예정주식수를 늘릴 것을 예정하고 전환사채를 발행할 수 없다는 견해가 있다; 이태로·이철송, 회사법 강의, 박영사, 1998, 909면

하는 것은, 회사가 발행예정주식(수권주식)을 초과하여 신주의 발행을 한 경우에 준하여, 사전에는 신주발행유지청구의 대상이 되며(상법 제424조) 사후에는 신주발행무효의 소(상법 제429조)의 원인이 된다고 해석할 것이다.

전환사채의 발행시에 전환청구에 의해 발행될 주식의 미발행수권주식수에 유보되어 있지 않고, 더욱이 전환기간개시 후에도 수권주식을 늘이지 않았다 하더라도, 당해 전환사채의 효력에는 영향이 없다. 이 경우 전환청구의 효력이 문제되는데, 회사는 전환청구에 대하여 적법하게 소정의 주식을 전환청구 한 사채권자에게 주식을 교부할 수 없다. 따라서 미발행수권주식이 없는 경우에는 전환청구에 의하여 당연히 전환의 효력이 발생하는 것이 아니며, 다만 회사와 이사가 전환사채권자에게 손해배상책임을 부담한다고 해석할 것이다.²⁵⁾

제3절 전환사채 발행 사항

전환사채도 사채인 이상 그 발행에 있어서 상법 제469조에 의해 전환사채에 관한 중요사항, 즉 전환사채의 금액, 이율, 상환방법 및 기한, 이자지급 방법 및 기간, 발행가액 등을 이사회에 결의하여 정해야 한다. 다만 전환사채는 특수사채의 일종이므로 상법 제513조 제2항 제1호 내지 6호에서 규정하고 있는 전환사채 특유의 발행사항에 관한 결정을 요한다. 또한 상법 제513조 제2항의 법정결의사항은 이사회에 결의하여 정하고 대표이사에게 위임하지 못한다.²⁶⁾

25) 廉美京, 轉換社債에 관한 研究 -株主 및 社債權者保護를 중심으로-, 고려대학교 석사학위 논문, 1991, 20면

26) 상법이 이사회에 결의사항으로 구체적으로 명정하고 있는 것은 정관의 규정에 의하여 주주총회의 권한으로 하지 않는 한, 하위의 기관인 대표이사나 상무회의 결정에 맡길 수 없다고 한다.

1. 전환사채의 총액

전환사채의 총액이라 함은 발행할 전환사채의 액면금의 합계이다. 전환사채의 총액을 발행사항으로 하여 그에 대한 결정을 요하도록 한 것은 전환의 조건과 전환의 조건에 따라 발행하여야 할 주식의 총수가 분명히 정하여지고, 또 미발행수권주식의 범위 내의 것인지 여부를 판단하는 기준이 되며, 전환에 의하여 발행할 주식의 총수는 회사에 발행의무가 있는 신주의 총수로써 주주 및 이해관계인에게 중요한 사항이 되기 때문이다.

전환사채도 사채인 이상, 사채발행한도에 관한 상법 제470조의 제한을 받는다. 따라서 사채의 총액은 최종의 대차대조표에 의하여 회사에 현존하는 순자산액의 4배를 초과하지 못한다.

2. 전환의 조건

여기서 전환조건이란 협의의 전환조건이다. 일반적으로 광의의 전환조건은 주식의 내용, 전환가액이나 전환율, 전환청구기간 등 전환에 관한 모든 조건을 포함할 수도 있지만, 상법 제513조는 전환조건을 전환으로 발행할 주식의 내용 및 전환청구 기간과 병렬적으로 규정하므로 여기에서 말하는 전환조건은 광의의 전환조건에서 전환으로 발행할 주식의 내용 및 전환청구기간을 제외한 전환가액이나 전환율을 의미하기 때문이다.²⁷⁾

3. 전환가액 결정방식

27) 金斗煥, 앞의 논문, 32면

1) 액면등가전환방식

액면등가전환방식은 전환사채 액면 10,000원에 대하여 액면 5,000원의 주식 2주를 발행하는 것과 같이, 전환사채의 액면과 전환으로 발행되는 주식액면이 등가가 되도록 전환율이나 전환가액을 정하는 방식이다. 따라서 주가가 액면가를 상회하는 보통의 경우 사채권자는 전환을 통하여 큰 시세차익을 얻을 수 있으나 이는 사채권자에게만 일방적으로 유리한 전환방식이므로 우리나라에서는 주가가 아주 낮았던 1960년대에서 70년대에만 실시되었고²⁸⁾, 1982년 이후부터는 증권업협회에서 제정한 “신종사채발행등에 관한 요강”에서 전환가액의 기준시가를 시가로 할 수 있도록 함으로써 시가전환사채발행의 기틀을 마련하게 되었다.²⁹⁾

2) 시가전환방식

시가전환방식은 전환사채발행시에 발행회사의 주가를 기준으로 일정율을 상회하는 가액을 전환가액으로 하는 방식이다. 이 방식에 의할 경우 발행회사는 전환가액과 주가액면과의 차액을 프리미엄으로 취득할 수 있어 발행회사는 유리한 자금조달을 할 수 있다. 기준주가는 전환가액 결정일 이전의 일정기간동안 증권거래소 종가의 단순 평균종가로 하는 것이 일반적이다. 기준주가를 몇 퍼센트 상회하여 전환가액을 결정하는 것은 구체적 경우에 제반상황, 특히 주식시장 및 발행회사의 주식에 대한 일반투자자의 판단에 따라 결정된다.

시가전환방식에 의하면 주식시장의 장래가 밝고 발행회사 주식의 성장성이 있을 때 시가를 상당히 상회하는 전환가액을 정할 수 있지만, 전환사채발행시 주가를 상회하는 전환가액이 정해져 있는 경우에는 주가가 전환가액에 이르기

28) 金斗煥, 앞의 논문, 24면

29) 김아름, 앞의 논문, 31면

까지 상당한 기간이 필요하고 그 만큼 전환거치기간을 두는 것과 실질적으로 동일한 효과가 나온다.³⁰⁾

3) 전환가액체증방식

대부분의 전환사채는 상환기일까지 일정한 전환조건을 갖게 되지만 전환가액이 만기까지 꼭 일정해야만 하는 것은 아니다. 발행회사는 전환기간 중에 일정기간을 구분하여 전환가액이 점차 증가하도록 전환가액을 정할 수도 있고, 전환권이 행사된 액이 증가함에 따라 전환가액을 체증시킬 수 있다.

이처럼 전환가액이 체증하도록 전환조건을 정할 경우에는 나중에 전환을 청구하는 자는 앞서 전환을 청구하는 자보다 전환에 의하여 취득할 수 있는 주식수가 적어지게 된다. 따라서 전환가액의 체증을 전환의 조건으로 하는 것은 일부전환 및 이의상환과 함께 전환을 촉진시키는 방법의 하나가 된다. 전환가액체증방식은 전환사채의 원활한 소화를 위해서는 채택하기가 어렵지만 회사에 유리한 제도이므로 앞으로 적용될 가능성은 있을 것이다.³¹⁾

4. 전환가액의 조정

전환사채의 수익가치는 사채발행당시 주식의 자산가치와 수익가치가 복합적으로 반영되는 주식의 시가에 크게 의존하는데 사채발행 후 주가가 하락한다

30) 이에 대하여 시가를 어느 정도 하회하는 전환사채를 발행하는 것도 법률상 불가능한 것은 아니지만 그 경우 즉시 전환을 인정하면 전환사채로서 의미가 없기 때문에 필연적으로 상당한 전환거치기간을 두지 않을 수 없다고 한다.

31) 金斗煥, 앞의 논문, 35면

면 전환사채권자는 예측하지 못한 큰 손실을 입을 수 있다. 주가의 하락이 증권시장의 수급원리에 따른 것이라면 그런 결과는 처음 전환사채를 구입할 때에 이미 사채의 가격에 반영된 위험이므로 사채권자가 감수해야 할 것이나, 회사가 자본거래를 통하여 주가를 하락시킨다면, 즉 회사가 전환사채발행 후 전환가액 이하로 신주를 발행하거나, 준비금의 자본전입 또는 주식배당 등을 실시한다면 발행회사의 주식가치는 하락할 것이므로 처음의 전환조건에 따른 전환은 사채권자에게 의미를 상실할 것이고, 이러한 위험에 대하여는 제도적 해결이 필요하게 된다.³²⁾

5. 현금추가납입

전환조건을 정하는데 고려될 수 있는 또 하나의 문제는 전환청구시 사채권자로 하여금 일정율의 금액을 회사에 추가납입 하도록 하는 것이 가능한가이다. 이를 현금추가납입의 방법이라 한다. 이같은 현금추가납입에 의하면 전환에 즈음하여 회사에 현금이 새로이 들어오므로 발행회사는 추가로 자금을 조달할 수 있고, 전화사채권자들도 현금납입에 해당하는 주식을 더 발행받을 수 있으므로 전환으로 인한 시세차익을 더 늘일 수 있다. 현금추가납입에 대하여 사채권자에게 선택권을 주는 경우도 있고, 추가납입을 의무화하는 경우도 있다.³³⁾ 미국에서는 이러한 방법을 이용하여 성공한 예가 많으며³⁴⁾ 독일에서도 1951년 이후 발행된 전환사채에서 많이 이용되었다..

32) 이에 대하여는 제5장에서 살펴보기로 한다.

33) 박종철, 미국법상의 전환사채에 관한 연구, 석사학위논문, 한양대학교, 1988, 47면

34) 미국의 AT & T사는 1953년 전환사채를 발행하면서 전환가액 136달러 가운데 100달러는 사채총액 100달러와 등가전환하고 36달러는 현금추가납입 하도록 정한 바 있다.

6. 발행가액의 제한

상법은 전환사채의 발행가액총액을 전환에 의하여 발행하는 주식의 발행가액총액으로 하고 있으므로(상법 제516조 제2항, 제348조), 전환사채권자의 전환청구가 있으면 회사는 사채의 발행가액총액과 동액의 주식을 발행하여 전환가액으로 나눈 수의 주식을 사채권자에게 주어야 한다. 상법 제348조에서 말하는 발행가액이라는 것은 발행가액의 총액을 의미하는 것이므로, 동조는 양자의 발행가액총액이 일치하여야 한다는 것을 의미한다.

이와 같이 전환으로 인하여 발행되는 주식의 발행가액총액을 전환사채의 발행가액총액과 일치시키는 이유는 전환사채의 발행가액총액은 전환으로 인하여 발행되는 주식의 발행가액총액이상이어야 한다는 뜻도 있는 것으로(상법 제 330조) 회사의 자본충실을 기하고자 하는 것이다.³⁵⁾ 시가전환방식인 경우에는 액면상당액은 자본이 되고 액면을 초과하는 금액은 자본준비금으로 적립되어야 한다.(상법 제459조 제1항 제1호)

제4절 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용

전환으로 인하여 발행할 주식의 내용이란 전환으로 인하여 발행될 주식의 액면·무액면 여부, 주식의 종류(우선주인가 보통주인가 여부, 전환주식 여부를 포함)를 의미한다.³⁶⁾ 우리나라에서는 협의의 전환사채만이 인정되므로 전환의 대상은 발행회사의 주식에 한하며, 여기에서 발생할 주식의 내용이라 함은 주로 우선주인가 보통주인가가 문제된다. 발행할 주식의 내용을 의

35) 이태로·이철송, 앞의 책, 912면, 정찬형, 회사법강의, 홍문사, 1997, 620면

36) 이철송, 전환사채의 발행에 따르는 몇 가지 문제점, 사법행정, 제336호, 1988, 31면

결권이 없는 우선주로 한다면, 기존 주주의 의결권이 보장되고 회사 내의 세력관계를 유지할 수 있지만, 회사로서는 우선주에 대한 배당의 부담을 감수하여야 하고, 배당의 우선순위보다 의결권이 있는 보통주가 투자자들에게 더 상품가치가 있을 수 있으므로 발행회사의 입장에서는 이것을 고려하지 않을 수 없는 바, 전환사채의 발행목적이 궁극적으로는 발행회사의 재무구조를 개선하고 낮은 비용으로 저리의 자금을 조달하는데 있으므로 보통주로 발행하는 것이 일반적이다.³⁷⁾

제5절 전환을 청구할 수 있는 기간

전환기간(period of conversion, Umtanschzeit)이란 전환권을 행사하는 기간이다. 전환기간은 투기성 측면에서 중요한 의의를 가질 뿐만 아니라 상품으로서의 투자가치를 결정하는 중요한 요소다. 전환기간을 어떻게 결정하는가는 전환사채권자의 입장에서는 발행시부터 상환기한에 이르기까지 언제라도 전환할 수 있는 것이 바람직하지만, 발행회사로서는 회사재무상의 구속을 받으므로 이해관계를 조정하여 전환기간을 정하는 것이 보통이다. 실제로 전환기간을 정할 때에는 발행 시 일정한 전환유예기간 또는 전환금지기간을 두는데 이는 사채발행 후 즉시 전환을 청구하는 것을 막고 전환사채 발행 후 전환까지의 사무절차상 준비기간을 허용하기 위한 것이다. 전환기간의 종기를 정함에 있어서도 이를 상환기일과 일치시킨다면 상환기일에 상환하여야 할 사채액의 결정이 곤란하게 되므로 상환기일 전에 절차상 필요한 약간의 기간을 두게 된다. 다만 전환청구기간을 지나치게 짧게 정하는 것은 결국 전환권의 가치를 떨어뜨리는 결과를 가져올 수 있다. 결국 전환

37) 김용범, 전환사채시장의 정비방안, 「상장협, 통권 제35호」, 한국상장회사협의회, 1997, 135면

기간의 시기·종기, 전환기간의 장단은 각 경우에 따라 결정해야 할 문제이다.³⁸⁾

38) 金斗煥, 앞의 논문, 38면

제4장 전환사채의 전환

제1절 서설

전환사채는 사채발행회사의 주식으로의 전환권이 사채권자에게 부여된 사채이다. 즉, 이와 같은 전환권이 사채권자에게 주어지고 있다는 점이 전환사채가 일반사채와 다른 점이며, 이 전환권의 성질이 전환사채의 본질을 결정하게 되는 것이다.

1. 전환권의 의의와 법적 성질

전환권이란 전환사채에 있어서 사채권자가 가지고 있는 채권을, 발행시에 정해진 기간과 조건에 따라 발행회사의 주식으로 교환을 청구할 수 있는 사채권자의 선택권이다. 전환권은 그 전환권이 부여된 증권과 분리할 수 없지만, 증권 그 자체의 일부는 아니라는 점에서 독립적인 선택권이라 할 수 있다.³⁹⁾ 즉, 전환권의 법률적 성질은 사채권자의 일방적 의사표시(전환청구)에 의하여 사채권자가 사채권자로서의 지위를 잃고 주주로서의 지위를 취득하게 되는 형성권이라 할 수 있을 것이다.

전환권이 형성권인 것은 조건부 자본증가 방식을 취하고 있는 독일에서도 일반적으로 인정되며, 미국에서도 전환권 부여는 편무계약의 신청이므로, 회사는 전환에 응하여 신주를 발행할 수 있는 준비를 하는 동시에, 청구에 따라 신주를 발행하는 철회불능(irrevocable)의 의무를 지게 되며 따라서 형

39) 신윤정, “M&A에 대한 방어수단으로서의 전환사채에 관한 연구”, 석사학위논문, 연세대학교, 1998, 57면

성권이 되는 것이다.⁴⁰⁾ 또한 위와 같은 형성권으로서의 전환권을 가지고 있는 전환사채의 법률적 성격을 일반적 개념으로 보자면, 전환사채는 발행회사가 사채권자에 대하여 사채원리금의 지불의무를 지는데, 전환권자의 선택에 의해 발행회사는 그 지불에 대신하여 채권자에게 신주를 발행하는 의무를 지니며, 다른 선택권 행사에 의해 사채원리금 지불의무가 감소한다는 의미로 「채권자 측에 선택권이 있는 선택의무」에 가까운 것이라고 할 수도 있다고 한다.⁴¹⁾

2. 전환에 따른 신주발행의 법적 구성

전환에 의한 신주발행의 법적 구성에 대하여 미국에서는 전환사채라는 증권을 주식이라는 다른 증권으로 교환하는 교환행위라고 단순하게 이해되고 있고, 일본에서는 몇 가지 학설들이 대립하고 있는데 그 예로 i)사채권을 현물출자하여 신주를 취득하게 된다는 설 ii)금전출자지만 발행회사의 주금납입청구권과 사채권의 상계계약이 미리 발행회사와 사채권자간에 성립되었다는 설, iii)전환사채의 발행이 있을 때 그 대가로 금전출자에 따른 주식의 발행이 형성권인 전환권의 행사를 정지조건으로 하고 있으며 그러한 의미에서 특수한 신주발행의 한 경우라는 설 등을 들 수 있다.⁴²⁾ 그러나 우리 상법에서는 전환사채의 전환권에 대하여 현물출자에 관한 규제규정(상법 제 422조)의 적용이 없고, 또 매 전환마다 법원이 선임한 검사인의 검사를 요구한다는 것은 무리이며, 주금납입에 대한 상계금지의 규정(상법 제334조)에 대하여 전환사채의 경우가 그 예외가 된다고 볼 법률상의 근거가 없으며

40) 鴻常夫, 앞의 책, 60면

41) 鴻常夫, 앞의 책, 60면

42) 廉美京, 앞의 논문, 43면

로, 전환사채의 전환으로 인한 신주발행을 특수한 신주발행의 한 경우로 보면 족할 것이라고 한다.

제2절 전환의 청구

1. 전환청구의 시기

전환청구는 전환사채 발행시 이미 정해진 전환청구기간(상법 제513조 제2항 제4호) 내이면 언제든지 가능하며, 주주명부폐쇄기간 중에도 청구할 수 있다.⁴³⁾ 즉, 회사가 제354조의 규정에 의하여 의결권을 행사하거나 배당을 받을 자 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재 변경을 정지하여 주주명부를 폐쇄해도 전환사채의 전환을 제약하는 것이 아니고 그 기간 내에 전환사채권자는 전환청구를 할 수 있고 단지 그 발행된 주식에 관해서는 의결권을 갖지 않는다.(상법 제516조 제2항, 제350조 제2항)⁴⁴⁾

2. 전환청구의 방법

43) 1995년 상법개정으로 제349조 제3항을 삭제하여 주주명부폐쇄기간에도 전환이 가능하게 되었다. 다만 이 기간 중에 전환된 주식의 주주는 그 기간 중의 주주총회의 결의에 관하여는 의결권을 행사할 수 없도록 개정하였다.(상법 제350조 제2항). 이에 따라 전환사채의 경우에도 동일하게 규정하였다.

44) 이는 회사사무 처리의 편리 때문이다. 김두환, 전계논문, 52면; 이에 대해 주주명부폐쇄기간 동안 신주가 발행되거나 합병이 이루어질 경우에는 사채권자가 전환청구를 하고 바로 주식을 가지고 권리행사를 할 수 있기 때문에 회사의 주식사무에 대한 혼란이 야기될 수도 있다는 견해가 있다; 이태로·이철송, 앞의 책, 914면

전환청구는 전환사채권자의 일방적 의사표시에 의하지만, 단순한 의사표시만으로는 부족하고 반드시 전환청구서의 제출에 의하여야 하며, 채권을 첨부하여야 한다(상법 제515조 제1항). 전환청구서에는 전환하고자 하는 사채와 청구의 연월일을 기재하고 기명날인 또는 서명하여야 한다(상법 제55조 제2항). 전환청구서는 2통을 제출하여야 하는바 1통은 회사에 보존하고 1통은 전환으로 인한 등기신청서에 첨부하여야 하기 때문이다(비송사건절차법 제207조). 전환으로 인하여 사채권자는 신주를 교부받음과 동시에 사채권자로서의 지위를 상실하게 되므로 교환청구시에 유가증권으로서의 채권의 첨부를 요하는 것은 당연한 것이다.⁴⁵⁾

전환청구서를 제출할 때 채권의 첨부가 필요한 것은 전환사채가 입질되어 있는 경우에도 마찬가지이다. 따라서 이 경우에는 질권설정자인 사채권자는 채권을 점유하고 있는 질권자의 협력이 없이는 적법한 전환청구를 할 수 없다. 이러한 점에 비추어 전환사채를 입질한 사채권자가 전환을 청구하고자 할 때에는 질권자에 대하여 채권을 회사에 제출할 것을 청구할 수 있고 질권자가 채권을 회사에 제출한 때에 적법한 전환청구가 있는 것으로 인정되며, 다른 한편 채권을 회사에 제출한 질권자로서도 이 경우에는 질권의 제3자에 대한 대항요건으로서의 채권의 계속점유가 손상되지 않는 것이라고 해석해야 한다.⁴⁶⁾

전환청구서에 채권을 첨부시키는 이유는 전환사채권자의 전환청구에 의하여 즉시 전환의 효력이 발생하며 동시에 사채는 소멸하기 때문이다. 따라서 전환청구서에 채권이 첨부되지 않고 나중에 별도로 제출되는 경우에는 채권 접수시에 전환의 청구가 있는 것으로 보아야 한다.⁴⁷⁾

45) 廉美京, 앞의 논문, 45면

46) 鴻常夫, 앞의 책, 67면

47) 박길준, “전환사채 및 신주인수권부사채의 법률실무”, 「상장협」, 한국상장회사협의회, 1988, 8면; 이에 대해 일본에서는 전환청구서의 제출과 채권의 제출이 반드시 동시에 이루어져야 하는 것은 아니며, 양자가 다른 시기에 이루어진 경우에는, 양자가 회사에 구비되었을 때 적법한 전환청구가 있는 것이라고 해야 한다는 견해가 있다. 鴻常夫, 앞의 책, 67면

제3절 전환의 효과

전환사채권자가 적법하게 전환청구를 하면, 전환청구를 한 때에 전환의 효력이 발생한다(상법 제516조 제2항, 제350조 본문). 전환권은 형성권으로 전환사채권자의 일방적인 의사표시에 따라 당연히 전환의 효력이 발생하며, 회사의 승낙을 필요로 하지 않는다.

1. 전환의 효력발생 시기

전환의 효력은 전환을 청구한 때에 발생한다. 이는 전환사채의 묘미를 발휘시키기 위한 배려이다.⁴⁸⁾ 전환사채의 전환의 효력은 전환청구시마다 생기지만 이익이나 이자의 배당에 관하여는 정관이 정하는 바에 따라 그 청구를 한 때가 속하는 영업연도의 직접 영업연도 말에 전환된 것으로 할 수 있다. 이와 같은 취급을 법이 인정하고 있는 것은 한편으로 일할계산의 번잡을 피하기 위함이고 다른 한편으로는 직전 영업연도 말에 전환된 것을 인정하는 점에서 전환사채의 묘미를 발휘시키는 여지를 준 것이다.⁴⁹⁾ 이러한 규정을

48) 鴻常夫, 앞의 책, 69면

49) Hills, Convertible Securities—Legal Aspects and Draftsmanship, 9 Cal. L. Rev. P. 17-18; Pilcher, Raising Capital with Convertible Securities, 1955, p.40 et seq, 미국에서는 전환증서에 별도의 정함이 없는 한 전환으로 주주가 된 자는 전환시까지 이자를 수령할 권리는 없고, 전환과 동시에 전환사채소지인은 이자지급청구권을 포기하여, 해당 영업연도의 초부터 주주였던 것으로 하여 이익배당을 받는다. 따라서 그 후 회사는 전환일전을 배당기준일로 결정하여 전환에 의하여 주주로 된 자의 이익배당청구권을 빼앗는 것은 가능하지 않다고 한다. 그리고 전환으로 주주가 된 자는 전환전에 지급된 금전배당이나 주식배당 및 전환일전 기준일로 하여 전환후 지급된 배당에 대한 권리는 가지지 않고, 전환사채의 이자수령권은 주식으로 전환할 때에 소멸하고, 특별한 약정이 없다면 전환시까지 이자조정을 할 권리는 없다고 판결하고 있다. 그리고 전환증서로 요구되지 않는 이자나 이익배당은 조정할 필요는 없으나, 실제로는 전환증서가 주식으로 전환되는 경우에 이자조정에 관한 규정을 두고 있어 그에 따라 조정이 이루어진다고 한다.; 鴻常夫, 앞의 책, 74면에서 재인용

둔 경우에는 전환을 청구한 날이 속하는 영업연도에 관해서는 주식으로서 이익배당을 받을 수 있을 뿐 사채로서 이자를 지급받지 못하며 지급한 이자가 있다면 회사에 반환하여야 한다.⁵⁰⁾

2. 전환의 효력

(1) 주주의 지위취득

전환의 효력이 발생하면 사채권자는 주주지위를 취득하고 동시에 사채권자의 지위를 상실한다. 사채발행회사는 주주명부에 성명과 주소, 각 주주가 가진 주식의 종류와 수, 주권의 번호, 주식의 취득연월일을 기재하고(상법 제352조) 지체 없이 주권을 교부해야 한다.⁵¹⁾ 전환을 청구한 사채권자는 사채권자의 지위를 상실하므로 발행회사는 그 이후에는 이자의 지급 및 원금의 상환의무를 면한다.

(2) 질권의 물상대위적 효력

전환사채의 전환이 있는 때에 그 전환사채를 목적으로 하는 질권이 존재하고 있었던 경우에는 전환으로 인하여 사채권자가 취득한 주식을 목적으로 하여 질권을 행사할 수 있다(상법 제516조 제2항, 제339조). 사채권자가 취득하는 주식은 종전의 전환사채의 변형에 다름 아니기 때문이다.

50) 金斗煥, 앞의 논문, 52면

51) 전환사채에 질권이 설정된 경우에는 질권자에게 교부하여야 할 것이다.

(3) 전환에 의한 자본증가

전환사채의 발행은 특수한 신주발행이다. 따라서 전환으로 발행주식총수의 증가 및 사채의 감소, 즉 타인자본의 자기자본화가 초래된다. 이와 같이 발행주식총수가 증가하므로 당연히 자본증가가 이루어지며 이때 상법은 전환에 의하여 발행할 주식의 발행가액총액은 전환사채의 발행가액총액이어야 한다는 제한을 두고 있는바(상법 제516조 제2항, 제348조), 이에 따른 주식의 발행가액총액에 대하여 자본구성에 대한 상법의 일반원칙에 따라 자본 및 자본준비금을 증가시켜야 한다. 이것은 전환사채의 발행가액총액을 간접적으로 제약하고 전환 후에는 전환으로 발행된 주식에 대한 자본구성을 직접 규제하는 것이 된다.

전환사채 발행가액은 전환으로 발행될 주식의 권면액 미만은 되지 않는다. 권면액 미만의 발행은 금지되기 때문이다(상법 제330조). 따라서 전환가액은 전환으로 신주발행시 즉, 전환청구시 동종 주식의 시장가격을 기준으로 해야 하지만 전환채의 발행시 그것을 예견하고 전환가액을 정하는 것은 불가능하고 또 전환에 의한 신주발행의 결정은 조건부지만 전환사채의 발행결정에 포함되는 것이므로 전환사채의 발행가액이나 전환가액은 발행결정시 동종 주식의 시장가격을 기준으로 할 수 밖에 없으며 그 가격보다 현저하게 낮아서는 안된다.⁵²⁾

제4절 전환의 등기

전환사채의 전환이 있으면 전환으로 전환사채의 총액이 감소하고 발행주

52) 金斗煥, 앞의 논문, 54면

식의 총수 및 자본의 총액이 증가한다. 따라서 변경등기를 해야 한다. 변경 등기는 전환을 청구한 날이 속하는 달의 말일부터 2주간 내에 본점소재지에서 이를 하여야 한다(상법 제516조 제2항, 제351조).⁵³⁾

53) 이는 1995년 상법개정에 따른 것으로써 전환의 효력은 전환청구시에 발생하지만 전환청구는 개별적으로 행해지는데서 비롯되는 발행회사의 과중한 등기사무의 부담을 덜어주기 위함이다.

제5장 주주와 사채권자의 보호

제1절 서설

전환사채의 발행을 통하여 회사가 적시에 유리한 자금조달을 할 수 있다는 것은 궁극적으로 회사의 구성원인 주주에게 이익이 되겠지만, 잠재적 주식이라는 전환사채의 특성으로 인하여 전환사채의 발행이 기존주주에게 불이익을 가져올 가능성이 있다.

예견할 수 있는 가장 큰 위험은 주주외의 자에 대한 전환사채의 발행은 주주외의 자에 대한 신주발행과 같은 결과를 낳고 이로 인하여 기존주주의 신주인수권이 침해를 받아, 기존주주의 비례적 이익(proportionate interest)의 침해 -지분권 및 의결권의 희석화와 주식가치의 희석- 를 가져올 수 있다는 것이다. 이밖에도 회사가 전환사채 발행 시 정관이나 법률에 위반하거나, 발행가액을 현저히 불공정하게 정한다면 이 또한 회사의 자본적 기초를 해함과 동시에 주주에게 불이익이 될 것은 당연하다.

우리 상법은 자금조달의 편의와 주주의 보호라는 요청을 동시에 충족시킨다는 취지하에 제513조 제2항 및 제3항에서 이사회결의에 의하여 주주외의 자에게 전환사채의 인수권을 줄 수 있으며, 다만 이 경우 전환조건 등의 발행사항에 관하여는 주주총회의 특별결의를 요하도록 하고 있으며, 위법·불공정한 전환사채발행에 관하여는 신주발행 유지청구권과 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임을 준용하고 있다(상법 제516조, 제424조, 제424조의 2).

그러나 우리 상법상의 규정들이 주주보호문제에 어느 정도의 실효성을 발휘할 수 있는지는 의문이며 구체적으로 문제 되는 사안은 첫째, 주주의 신

주인수권을 인정하고 있는 상법 제418조와의 관계에 비추어 볼 때, 주주의 전환사채인수권을 법률상 당연한 권리로 인정하고 있지 않은 상법 제513조 제2항은 부당함 여부, 둘째, 전환사채 발행 시 주주평등의 원칙이 어떻게 적용되어야 할 것인지의 문제, 셋째, 우리 상법이 전환사채발행의 경우에 준용하고 있는 유지청구권과 불공정가액 인수자의 차액지급책임은 실효성이 있는 제도인가? 또 위법·불공정한 전환사채발행의 경우 신주발행무효의 소(상법 제429조)를 준용할 수 있는가의 문제 등이다.

제2절 주주의 전환사채 인수권 인정여부

전환사채발행으로 인한 주주의 비례적 이익보호문제는 “주주의 전환사채 우선인수권 인정여부”를 중심으로 논의되어 왔다. 전환사채의 발행이 연기된 자기자본조달(deferred equity financing)의 실질을 갖기 때문에, 신주발행 시 주주에게 신주인수권을 부여할 것인가와 유사한 문제가 전환사채의 발행 시에도 일어난다. 즉, 주주에게 법률상 당연한 전환사채인수권을 부여한다면 주주의 비례적 이익의 침해로부터 주주를 철저히 보호할 수 있겠지만, 한편 주주가 우선인수권을 갖는 것으로 하면 인수가능자의 범위가 주주로 국한되므로 자금조달의 편의와 기동성을 해칠 수 있을 것이다.

이처럼 전환사채의 발행에 있어서도 신주발행의 경우와 같이 한편으로는 주주보호, 다른 한편으로는 회사에 유리한 자본조달 및 기동성의 확보라는 두 개의 상반되는 요청을 어떻게 조화시키느냐 하는 것이 상법상의 큰 과제일 것이다.

이에 대한 각국의 태도는 두 가지로 구분할 수 있는데, 그 하나는 주주의 신주인수권을 인정하는 입법례로, 전환사채의 경우에도 신주발행 시와 같이

주주의 우선인수권을 인정하고, 다만 정관의 규정이나 주주총회의 결의에 의하여 주주의 우선인수권을 배제할 수 있다고 하는 입장이며, 다른 하나는, 주주의 신주인수권을 인정하지 않는 것과 같은 맥락에서 주주의 전환사채인수권도 법률상 당연한 권리는 아니나, 정관의 규정이나 이사회 결의 등에 의하여 주주에게 인수권을 줄 수도 있다고 하는 태도이다.

1. 각국의 입법례

1) 독일

독일주식법에 의하면 전환사채(Wandelschuldverschreibungen)와 이익배당부사채(Gewinschuldverschreibungen) 및 수익권(Genusrecht)에 대하여 주주는 인수권을 가지며, 이와 같은 주주의 인수권은 전환사채의 발행에 관한 결의 중에서만 그 전부 또는 일부를 배척할 수 있으며, 이 경우에는 적어도 결의 시에 표시된 자본의 4분의 3 이상의 다수가 요구되고 (동법 제 221조 제1항), 그 배제가 명시적이고 합법적으로 공고되어야만 한다(동법 제221조 제2항)⁵⁴).

2) 미국

전환사채제도가 처음 실시된 곳인 미국에서도 주주의 신주인수권을 원칙적으로 인정하고 있고, 따라서 주주에게 전환사채의 우선인수권을 인정하는 것이 각 주법과 판례의 전통적인 태도였다. 그러나 근래 미국 회사법 중에

54) D, AktG §221. (1), §221. (2)

서는 정관으로 주주의 신주인수권을 제한할 수 있게 함은 물론, 나아가서는 정관의 규정이 없으면 주주는 신주인수권을 갖지 못하는 것으로 정하고 있는 예가 늘고 있고, 이러한 경향에 따라 주주의 전환사채우선인수권을 인정하지 않는 입법례도 생겨 Delaware 일반회사법은 기본정관(the certificate of incorporation)에 회사가 추가로 발행하는 주식과 주식으로 전환되는 전환증권에 대하여 주주에게 우선인수권을 부여한다고 규정하지 않은 경우 주주는 전환사채에 대하여 우선인수권이 없다고 규정하고 있다.⁵⁵⁾

3) 일본

일본에서는 1974년 개정법에서 전환사채의 경우에도 주주 이외의 제3자에 대하여 특히 유리한 조건으로 발행하지 않는 한 이사회 결의로 전환사채를 발행할 수 있도록 함과 동시에, 회사는 정관의 규정이나 이에 기한 주주총회 결의 또는 이사회 결의로 주주에게 전환사채의 인수권을 부여할 수 있도록 하여 균형을 취하여 주주는 전환사채에 대하여 당연한 우선인수권을 가지지 않았고, 이후 2001년 개정법에서 이전 상법에서의 전환사채와 신주인수권사채를 정리하여 신주예약권부사채라는 제도를 신설하였다.⁵⁶⁾

① 전환사채와의 비교

전환사채란, 사채권자에 대해 소정의 기간 내에 소정의 조건에서 당해 사채 발행회사의 주식으로 전환하는 권리가 주어지는 사채를 말한다. 전환사채에서

55) 鴻常夫, 앞의 책, 48면

56) 河本一郎, 現代會社法, 商事法務, 2004, 332면 이하

는 사채와 전환권이 동일한 증권에 표창되어 있어 원래 이를 분리할 수 없는 성질의 것이었고 신주예약권부사채에 있어서도 사채와 신주예약권을 분리하여 양도할 수 없다. 이점에서는 종전의 전환사채와 동일하다.

전환사채에 있어서는 전환권의 행사에 의해, 사채가 주식으로 전환될 뿐이고, 사채권자는 새로 주식 납입금을 지불할 필요는 없다. 신주예약권부사채에 있어서는 신주예약권을 행사할 때 발행된 신주에 대한 납입금을 지불하는 것이 원칙이지만 사채 전액을 상환하는 대신에, 지급으로 대체할 수 있는, 이른바 대용납입제도가 정해져 있다. 게다가 여기에는 2종류가 있는데 즉 i)신주예약권을 행사하는 자가 대용불입 청구를 할 때에 대용납입이 있었던 것으로 할 것과 ii)신주예약권을 행사했을 때에 i)의 대용납입 청구가 있었던 것으로 간주하는 것의 2종류를 법으로 정해두고 있다. 이 둘 중 하나를 회사는 선택하여 발행할 수 있다. 종래의 전환사채는 ii)의 형태의 신주예약권부사채에 포함되었다. 여기서는 신주예약권의 행사가 이루어지면 당연히 사채는 주식으로 전환되는 결과가 되기 때문이다. 실무에서는 이 형태의 신주예약권부사채에 대해서 나아가 사채와 신주예약권이 제각각 단독으로 존재하는 것이 있을 수 없도록, 미리 사채요강 등에서 명확하게 정해서 발행한 것을 ‘전환사채형 신주예약권부사채’로 부르고 현재 일본에서 발행되는 신주예약권부사채는 모두 이러한 형태이다.

② 신주인수권부사채와의 비교

신주인수권부사채란, 사채권자가 사채발행 후에 소정의 기간 내에 소정의 신주를, 소정의 발행가격으로 인수하는 권리를 회사에 대해 행사할 수 있는 사채를 말하는 것으로, 인수권만 양도할 수 있을지의 여부에 따라 비분리형과 분리형으로 나눌 수 있다. 개정법에서는 신주예약권부사채에서는 신주예약권

과 사채를 분리하여 양도하는 것을 허락하고 있지 않다. 그 대신에 개정법에서는 신주예약권을 독자적으로 발행하는 것이 가능하게 되었기 때문에 사채와 신주예약권을 분리하여 양도하는 것을 허락하고 있지 않다. 그 대신에 개정법에서는 신중예약권을 독자적으로 발행하는 것이 가능하게 되었기 때문에 사채와 신주예약권을 분리하여 양도할 수 있게 하기 위해서는 사채와 신주예약권의 규정이 동시에 적용된다. 따라서 신주예약권부사채는 종래의 비분리형 신주인수권부사채에 해당된다고 볼 수 있다.

신주예약권부사채제도에서도 역시 이사회가 발행결의로 주주에게 인수권이 주어질 수 있다고 하고 있어 주주의 신주예약권사채의 인수권을 법률상 당연한 권리로 규정하고 있지 않다.⁵⁷⁾

2. 우리 상법의 태도

우리의 구상법은 이사회중심제도와 수권자본제도를 도입하여 신주발행의 결정을 이사회가 권한으로 하였으나, 1995년 상법개정에서는, 신주인수권은 구상법에서와 같이 주주의 권리로 하고, 다만 정관의 규정에 의해 달리 정할 수 있게 하였으며(상법 제418조 제2항), 전환사채에 관해서는 사채의 발행자채를 주주총회의 특별결의 사항으로 하는 구상법의 태도를 유지하며 현재에 이르고 있다(상법 제513조 제2항).

상법은 신주발행에 관하여 원칙적으로 주주에게 신주인수권이 있음을 선언한 제418조 제1항을 두고 있는 것과는 달리 전환사채 발행에 관하여는 같은 내용의 규정을 두지 않고 있다. 그리고 발행에 관하여 정관에 규정이 없거나 정관으로 주주총회에서 이를 결정하기로 정한 경우가 아닌 한 주주

57) 河本一郎, 앞의 책, 356면

에게 인수권을 준다는 뜻과 그 전환사채의 액, 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 것과 그 전환사채의 액을 이사회에서 결정하도록 규정하고 있다(상법 제513조 제2항). 다만 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우에 그 발행할 수 있는 사채의 총액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간에 관하여 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로써 이를 정하여야 한다고 규정하고 있다(상법 제513조 제3항). 회사정관에 규정이 없는 경우에도 주주의 전환사채인수권을 인정할 것인가에 대하여는 학설이 대립한다.

(1) 긍정설

전환사채의 발행 시 주주 외의 자에게 배정하고자 하는 경우에는 이사회 의 결의에 의할 수 없고 주주총회의 특별결의에 의하여야 한다고 하고, 이는 상법 제418조에서 정관에 의하여서만 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있게 한 것과 균형을 맞춘 것이라고 한다. 즉 주주총회의 특별결의로 제3자에게 전환사채의 인수권을 부여한다면 이는 정관을 변경하여 제3자에게 인수권을 부여한 것과 같이 볼 수 있기 때문이라고 한다.⁵⁸⁾ 그러므로 원칙적으로 기존주주가 전환사채의 우선적인수권을 갖는다고 해석한다.⁵⁹⁾ 즉 전환사채발행과 신주발행을 동일하게 보는 견해에 의하면 전환사채는 잠재적 주식이므로 전환사채와 신주 사이에 인수권의 원칙적 귀속을 달리할 이유가 없고, 전환사채를 주주 이외의 자에게 발행할 경우에는 정관의 정함이나 주주총회의 특별결의를 요구하는 점을 근거로 주주는 전환사채에 대하여도 우선적 인수권을 가진다고 한다.⁶⁰⁾ 상법의 규정상으로 전환사채발행과 신주발

58) 金斗煥, 앞의 논문, 92면

59) 이철송, 앞의 논문, 33면

행 사이에 그 인수권의 원칙적 귀속을 달리한 듯이 보이는 것은 단순한 입법의 미숙이고⁶¹⁾, 실제로 양자의 발행 사이에는 아무런 차이가 없다는 것이다. 따라서 전환사채 발행 그 자체를 신주발행에 준하는 것으로 보고 주주의 신주인수권에 대한 문제와 동일하게 해석하여야 한다는 것이다.⁶²⁾

(2) 부정설

지배적인 견해에 의하면 상법은 신주발행의 경우와는 달리 기존주주에게는 제418조가 의미하는 법률에 의한 우선적인수권을 원칙적으로 인정하지 않는다고 해석한다. 상법규정의 명백한 문리해석상, 즉 전환사채인수권을 주려면 정관이나 이사회 결의를 필요로 한다는 법문의 해석에 충실하여야 한다고 하고, 주주총회의 특별결의를 요하는 것은 주주에게 그 인수권을 부여할 지 여부의 결정이 아니라, 주주 이외의 자에게 인수권을 부여하는 경우에 그 발행사항의 결정에 관한 것이다. 따라서 명백한 것은 전환사채의 발행에 있어 기존주주의 전환사채인수권 부여 또는 배제결정은 원칙적으로 (정관에 달리 정함이 없을 경우) 이사회 결의에 의하므로 제418조가 의미하는 주주의 우선적 인수권은 주어지지 않는 것으로 본다.⁶³⁾

실무상으로도 상장회사의 경우 신주발행시에는 예외 없이 주주배정방식을 취하여 온 것에 비하여 전환사채는 예외 없이 공모 또는 제3자 배정방식을

60) 이철송, 앞의 논문, 33면

61) 김교창, “M&A의 방어수단으로 발행된 전환사채의 효력”, 인권과 정의, 1998. 3., 120면.
우리 상법이 전환사채의 발행에 관한 규정을 두면서 일본의 것을 그대로 도입하여 결과적으로 신주발행에 관한 일본의 상법을 닮은 것이데, 우리는 원칙적으로 주주에게 신주인수권을 부여하고 있으므로 전환사채에 관해서도 신주와 마찬가지로 해석하는 것이 옳다고 한다.

62) 崔完鎭, 앞의 논문, 96면

63) 이준섭, 주주의 신주인수권 배제-정당화요건을 중심으로-, 상사법연구, 한국상사법학회, 제13집, 1994, 241면

취하여 왔는데 이것은 주주에게 신주인수권은 인정되나 전환사채의 경우는 그렇지 않다는 해석에서 비롯된다는 것이다.⁶⁴⁾ 또 상장회사 표준정관을 보면 신주발행의 경우에는 비교적 엄격한 요건 하에서 제3자 배정을 허용하는 반면 전환사채의 경우는 상대적으로 간편한 요건으로 제3자 배정을 허용하고 있는바, 이것 역시 상법의 해석상 전환사채의 우선적인수권이 인정되지 않는데서 기인한다고 한다. 즉 전환사채발행과 신주발행의 양자를 다르게 보는 견해에 의하면 상법에서 신주발행과는 달리 명문의 규정이 없음에도 불구하고 주주에게 전환사채인수권을 부여한다는 것은 상법의 문언에 반하고 이사회로 하여금 누구에 대하여 전환사채를 발행할 것인가를 포함한 사채발행사항을 정할 수 있도록 한 점에서 주주의 전환사채인수권을 인정할 수 없다고 한다.⁶⁵⁾ 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우 정관의 정함이나 주주총회의 특별결의가 있어야 한다는 것은 전환사채의 인수권부여에 관한 규정이 아니라 제3자에게 전환사채를 부여한 경우에 그 발행사항의 결정에 관한 것으로 이해한다.⁶⁶⁾ 상법이 전환사채발행에 대하여 신주나 사채발행과는 달리 특별히 규정하고 있으므로 주주에게 전환사채인수권을 부여할 필요는 없다⁶⁷⁾고 한다.

(3) 판례

-
- 64) 정준영, 일반공모증자제도의 도입과 대책-주주의 신주인수권배제를 중심으로-, 상장협, 한국상장회사협의회, 제33호, 1996, 190면
 65) 정동윤, 경영권을 지키기 위한 신주 및 잠재적주식의 발행, 회명 박길준교수 화갑기념논문집 「기업구조의 재편과 상사법 I」, 1998, 668면
 66) 유영일, M&A에 대한 방어수단으로서의 전환사채발행의 적법성, 상사판례연구, 한국상사판례연구회 제8집, 1997, 104면; 김택주, 지배권 쟁탈전하에서의 전환사채발행의 적법성, 동아법학 제25호, 1999, 210면
 67) 유영일, 위의 논문, 104면

서울고등법원은 한화종금사건에서 “전환사채의 발행이 경영권 분쟁 상황에서 열세에 처한 구지배세력이 지분 비율을 역전시켜 경영권을 방어하기 위하여 이사회를 장악하고 있음을 기화로 기존 주주를 완전히 배제한 채 제3자인 우호세력에게 집중적으로 '신주'를 배정하기 위한 하나의 방편으로 채택된 것이라면, 이는 전환사채 제도를 남용하여 전환사채라는 형식으로 사실상 신주를 발행한 것으로 보아야 하며, 그렇다면 그러한 전환사채의 발행은 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 위법이 있어 신주 발행을 그와 같은 방식으로 행한 경우와 마찬가지로 무효로 보아야 하고” (서울고등법원 1997.5.13. 선고, 97라36 결정)라고 판시한 바 있다. 이 판결에 대해서는 주주의 전환사채인수권을 인정하는 것이라고 보는 것이 대체적인 견해이다. 이를 볼 때, 서울고등법원의 본판결은 기본적으로 전환사채는 잠재적 주식이므로 신주와 같이 취급해야 한다는 취지로 파악할 수 있다고 할 것이다.

한편 대법원은 최근의 삼성전자사건에서 “원고는 또, 피고 회사가 자금조달의 긴급한 필요가 없었는데도 피고 회사 지배주주의 장남인 이재용 등에게 이 사건 전환사채를 배정한 것은 기존 주주들의 주식가치를 희석화시키는 한편, 편법적인 사전 상속 또는 증여에 의하여 피고 회사의 경영권 내지 지배권을 이양하려는 목적이었음이 분명한다는 점도 이 사건 전환사채 발행의 무효원인의 하나로 주장하고 있는바, 기록상 당시 피고 회사에 자금조달의 필요가 없었다고 단정하기 어려울 뿐만 아니라, 설령 이 점에 관하여 의심의 여지가 있다고 하더라도 그러한 사유만으로 전환사채의 발행을 무효로 볼 수는 없고, 기존 주주들의 주식가치가 희석될 수 있다는 것은 구 상법과 피고 회사 정관이 주주 외의 자에 대한 전환사채의 발행을 허용한 데 따른 당연한 결과라고 할 것이며” (대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결)라고 판시하였다.

대법원의 판결은 그 판시 자체로는 명확하지 아니하나 적어도 법률상, 즉 상법상의 주주의 전환사채인수권은 부정한 것이라고 봄이 타당할 것이다.

(4) 검토

긍정설에 대해서는 상법규정의 해석상 받아들이기 힘들다는 비판이 있다. 즉, 정관 또는 주주총회의 특별결의를 요하는 것은 주주에게 전환사채의 인수권을 부여할 지 여부의 결정이 아니라 주주 외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우 그 발행사항의 결정에 관한 것에 그치는 것일 뿐이고 발행사항을 정관 또는 특별결의에 의하도록 하는 것은 전환사채는 잠재적인 주식으로서 주주 외의 자에 대한 전환사채의 발행은 실질상 주주 외의 자에게 신주인수권을 부여하는 것과 같아 기존주주의 이익을 침해하는 결과가 발생하기 때문에 이를 견제하기 위한 것이라고 한다.

부정설에 대해서는 상법을 문리적으로만 해석하여 잠재적인 주식인 전환사채의 발행을 신주발행과 달리 취급하는 것은 지나치게 형식적인 해석이고 주식과 주식 유사증권을 구분하지 않고 동일하게 처리하고 있는 다른 나라들과의 입법례를 고려하더라도, 목적론적 해석상 상법은 주주에게 전환사채 인수권을 인정하는 것으로 해석하여야 한다는 반론이 가능하다.

생각건대 전환사채를 잠재적 주식으로 이해하는 한 전환사채의 인수권을 미래의 신주인수권으로 이해할 수 있을 것이다. 또한 우리 상법이 법률상 당연한 신주인수권을 인정하고 있는 이상 전환사채의 경우에도 주주에게 우선인수권을 인정하는 것이 마땅하며 따라서 상법 제513조의 경우에 제418조를 배제할 특별한 이유가 없다고 본다.

전환사채는 잠재적인 주식으로 보아야 하기 때문에 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우에 중요내용에 관하여 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로써 이를 정하도록 한 규정에 비추어 그보다 더 중요한 주주의 비례적 이익에 직결되는 문제, 즉 누구에게 인수권을 줄 것인가의 문제를 이사회가 결정에 일임하고 있다고 보는 것은 모순이라는 점, 우리 상법이 신주인수권에 관한 기본 입장이 일본과 다른데도 주식관련사채의 발행에

관한 규정을 두면서 그 차이를 염두에 두지 않고 일본 상법과 비슷한 규정을 둠으로써 입법 상 틈새를 보이게 된 것으로 볼 여지가 있는 점 등을 종합적으로 고려할 때, 전환사채에 대한 주주의 우선적 인수권을 인정할 수 있다고 보아야 할 것이다. 그리고 상법 제513조 제3항 단서는 신주발행에 관한 제418조 제2항 단서를 준용하고 있는데 이러한 상법의 신설규정(동 단서는 2001년 7월 24일 신설됨)을 보면 우리 상법에서도 주주에게 우선적으로 전환사채의 인수권을 부여한 것으로 풀이해야 할 것이다.

그러므로 전환사채를 발행할 때 정관에 주주의 우선권을 제한하는 정함이 없을 때에는 이사회가 주주 외의 자에게 인수권을 임의로 부여할 수 없고, 신주발행과 마찬가지로 보아 정관이나 주주총회의 특별결의에 의한 제한이 있을 때는 그에 따르고 그것이 없을 때에는 주주에게 우선권을 부여하는 결정을 하여야 한다고 본다.⁶⁸⁾

제2절 전환사채인수권과 주주평등의 원칙

1. 상법 제513조의2 제1항과 주주평등의 원칙

상법 제513조의 2 제1항은 전환사채인수권을 갖는 주주는 주주가 보유하는 주식 수에 따라서 전환사채를 배정받을 권리를 갖는다고 규정하고 있으며, 이는 우리 상법이 주주의 전환사채인수권에도 주주평등의 원칙이 적용됨을 명시한 규정이라 풀이해야 할 것이다. 따라서 주주의 전환사채인수권에 관하여 주주평등의 원칙에 반하는 정관규정, 주주총회의 결의, 이사회 결의는 모두 무효라 할 것이다. 이하에서는 주주평등의 원칙이 문제되는 구

68) 金斗煥, 앞의 논문, 93면

체적인 경우들을 살펴보기로 한다.

2. 수종의 주식이 있는 경우

주주평등의 원칙은 같은 수종의 주식 사이에서 적용되는 원칙이므로, 발행회사가 수종의 주식을 발행하고 있는 경우에는 정관에 규정이 없더라도 그 주식의 종류에 따라 전환사채의 배정을 달리할 수 있다고 할 것이다.

우리 상법 제344조 제3항은 회사가 수종의 주식을 발행하는 때에는 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 주식의 종류에 따라 신주의 인수, 주식을 병합·분할·소각 또는 회사의 합병·분할로 인한 주식의 배정에 관하여 특수한 정함을 할 수 있다고 규정하고 있을 뿐, 전환사채의 배정에 관하여는 명시하고 있지 않지만, 잠재적 주식으로서의 전환사채의 본질에 미루어, 제344조 제3항을 주주에 대한 전환사채의 배정에도 유추적용 시킬 수 있을 것이다. 입법론으로는 제344조 제3항에 전환사채의 배정도 첨가시켜 이에 관한 법률관계를 명확히 하는 것이 좋을 것이다.⁶⁹⁾

3. 최저액에 미달하는 단수주가 발생하는 경우

주주의 전환사채인수권을 규정하고 있는 상법 제513조의 2 제1항 단서는 각 전환사채의 금액 중 최저액에 미달하는 단수에 대하여는 주주의 전환사채인수권이 배제됨을 규정하고 있다.

그런데 각 전환사채의 금액에 대하여 상법 제472조는, 각사채의 금액은

69) 廉美京, 앞의 논문, 62면

1만원 이상이어야 하고, 동일종류의 사채에서는 각 사채의 금액은 균일하거나 최저액으로 정제할 수 있어야 한다고 규정할 뿐, 그 상한선을 제한하고 있지 아니하므로 만약 전환사채금액의 최저액의 결정방법에 따라서 주주가 전환사채인수권을 갖지 못하는 단수가 많이 발생할 수 있다. 즉, 각 전환사채의 최저액을 높게 함으로써 대주주만이 전환사채의 배정을 받고, 소액주주는 1매의 전환사채도 배정받지 못할 수 있다. 소액주식투자가가 많은 우리나라의 현실에 비추어 보아도 이러한 경우 소액주주가 당하는 불이익은 클 것이다. 따라서 단수가 많이 생기도록 전환사채금액의 최저한을 지나치게 높게 정하는 것은 제513조의 2 제1항에도 불구하고 위법이라 할 것이나, 어떠한 경우가 이에 해당하는가의 판단은 전환사채의 실질적 가액의 상한이 경제계의 통념상 지나치게 높다고 인정되는 여부에 따라야 할 수 밖에는 없을 것이다.⁷⁰⁾

단수가 되어 주주배정이 되지 않는 전환사채의 처리에 관하여는 공모 또는 제3자 배정의 방법으로 인수시킬 수 있으며, 사채청약서에 기재된 사채의 총액에 응모총액이 미치지 못하는 경우에도 사채를 성립시킨다는 뜻이 사채청약서에 기재된 경우에는 그 단수부분에 대하여 꼭 사채를 발행할 필요는 없다.

4. 회사가 자기주식을 보유하고 있는 경우

회사가 상법 제341조에 기하여 자기주식을 보유하고 있을 때 회사가 주주에게 전환사채의 인수권을 부여한다면, 회사도 그 자기주식에 대하여 전환사채의 인수권을 갖게 되는가? 이 문제는 결국 자기주식의 법률적 지위를

70) 廉美京, 앞의 논문, 63면

어떻게 해석하는가의 문제로 귀결한다.

회사는 자기주식에 대하여 공익권 및 자익권 모두를 행사할 수 없다는 견해에 의하면 회사의 자기주식에는 당연히 전환사채인수권이 없다고 할 것이다. 그러나 공익권은 행사할 수 없으나 자익권을 갖는다는 견해에 의하면 전환사채인수권을 갖는다 할 것이고 다만 그 인수권의 행사는 상법 제341조 자기주식취득금지의 취지에 위배되므로 그 인수권의 행사는 허용되지 않고 인수권을 양도하여 환매하는 것은 가능할 것이다.⁷¹⁾

회사의 자기주식취득 금지를 규정한 상법 제341조의 취지에 비추었을 때, 회사가 조건부 자본증가의 실질을 갖는 전환사채를 발행하면서 스스로 사채금을 납입하고 전환사채를 유상인수하는 것은 인정될 수 없을 것이며, 또한 주주에게 전환사채인수권을 부여할 때 발행회사의 자기주식에는 인수권을 부여하지 않는다고 하더라도 이를 주주평등의 원칙에 위배된다고 볼 수는 없을 것이다.⁷²⁾

제3절 위법·불공정한 전환사채발행에 대한 구제수단

1. 유지청구권

회사가 법령, 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 전환사채를 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에 그 주주는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(상법 제516조 제1항, 제424조). 전환사채는 법률상 사채이지만 전환가능성으로 인하여 주

71) 廉美京, 앞의 논문, 64면

72) 독일 주식법 제71조 제6항에서는 자기주식에는 어떠한 권리도 인정되지 않음을 명시하고 있다.

식으로 취급할 필요성을 상법이 인정하고 이에 신주발행유지청구권을 전환사채의 경우에도 준용하여 전환사채발행에 관하여도 신주발행의 경우와 같이 주주에 대한 사전적 구제를 보장하고 있는 것이다. 이러한 유지청구권은 회사에 직접적인 손해가 없더라도 전환사채발행으로 인하여 개인적으로 불이익을 당할 염려가 있는 주주는 누구라도 행사할 수 있는 단독주주권이라는 점에서 소수주주권인 이사의 위법행위유지청구권과 비교된다(상법 제 402조).

유지청구의 요건은 전환사채의 발행이 법령·정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 이루어지고, 그로 인해 특정의 주주가 불이익을 받을 염려가 있어야 한다.

전환사채의 발행이 법령에 위반한 예로서는 전환사채발행이 이사회 결의를 거치지 않은 경우, 주주회의 자에 대한 전환사채발행사항이 정관에 규정되어 있지 않은 때 그에 관하여 주주총회의 특별결의를 거치지 않은 경우, 주주배정을 할 때 주주에게 실권예고부통지를 하지 않는 경우 등이 있고, 정관에 위반한 예로서는 정관에서 인정한 주주의 전환사채인수권을 무시한 경우 등이 있다. 다만 미발행수권주식의 유보는 전환기간중에 유보되어 있으면 족하므로 전환사채발행시에 미발행수권주식수가 유보되어있지 않더라도 발행과 동시에 전환청구기간이 개시하지 않는 한 유지청구의 대상이 되는 것은 아니다.

전환사채발행유지청구권은 불이익을 받을 염려가 있는 주주 모두에게 인정되는 권리이고 그 청구대상은 회사이다. 발행유지청구를 위한 요건의 하나로 주주가 불이익을 받아야 하는데, 이때의 불이익에 간접적 불이익도 포함되는 것인지가 논의된다. 지배적인 견해는 유지청구의 남용을 우려하여 직접적인 불이익을 받을 우려가 있는 경우에 한하여 유지청구를 긍정하며, 유지청구권은 단독주주권으로서 남용의 가능성이 크다는 점에서 주주는 간접적인 불이익을 이유로 해서 유지청구를 할 수 없다고 보는 것이 타당하

다고 생각된다⁷³⁾. (p.109)

유지청구의 실효성을 확보하기 위하여는 전환사채발행사항을 공고·통지하도록 의무 지움으로써, 주주가 전환사채 발행 전에 사채발행이 정관이나 법령에 위반하는가 여부 및 현저하게 불공정한 방법에 의하여 발행되는가를 판단할 기회를 주는 것이 입법론으로 가능할 것이다. 또한 유지청구는 사전적 구제방법에 불과하므로 법원의 가치분을 받는 것이 주주에게는 확실한 구제가 될 것이다.⁷⁴⁾ 즉 유지청구에도 불구하고 회사가 이를 실행하지 않는 경우에 주주는 전환사채발행유지의 소를 제기할 수 있으나, 이 또한 유지를 위한 소송 계류 중에 회사가 전환사채의 발행을 완료하게 되면 소의 이익이 상실되어 본안소송을 유지할 수 없게 되므로 이러한 문제를 예방하기 위하여는 전환사채발행금지의 가치분을 허용해야한다는 것이 대체적인 견해이다. 요컨대 불이익을 받을 염려가 있는 주주는 재판 외의 방법으로 그 발행의 유지를 청구할 수 있고, 필요에 따라 회사를 피고로 하여 전환사채발행유지의 소를 제기할 수 있으며, 이 소를 본안으로 하여 소제기 전이라도 전환사채발행유지의 가치분을 신청할 수 있다(민사집행법 제300조 이하)⁷⁵⁾. (p.109, 최기원, 802면)

2. 불공정한 발행가액으로 전환사채를 인수한 자의 책임

이사와 통모하여 불공정한 발행가액으로 전환사채를 인수한 자는 공정한 발행가액과의 차액에 상당하는 금액을 지급할 의무가 있으며, 그 지급청구에 관하여 대표소송이 인정되고 이사의 손해배상책임이 발생하는 등 신주를

73) 全三鉉, 전환사채발행시의 주주보호, 상장협, 제48호, 2003, 109면

74) 이철송, 앞의 논문, 43면

75) 全三鉉, 위의 논문, 109면

불공정하게 인수한 경우의 책임과 동일한 책임을 진다. 차액지급의 책임은 대표소송의 방법으로 비상장법인의 경우에는 100분의 1(상법 제403조 제1항, 제516조 제1항, 제424조의2 제2항), 상장법인의 경우에는 10000분의 1(증권거래법 제191조의13 제1항) 이상의 지분을 소유하고 있는 소수주주가 추궁할 수 있으며, 이 경우에 통모한 이사는 개인적으로 회사 또는 주주에 대하여 손해배상책임도 지게 된다(상법 제516조 제1항, 제424조의2 제1항). 그리고 전환사채의 경우는 발행가액이 현저하게 불공정한 경우뿐 아니라 전환의 조건 또는 전환에 의하여 발행할 주식의 내용이 현저하게 불공정한 경우도 그 인수권자는 차액지급의무를 진다고 보아야 한다⁷⁶⁾.

이러한 책임이 주주배정에 의한 전환사채 발행 시에도 발생하는가에 대하여는 견해가 대립하는바, 주주들만이 전환사채를 인수하는 경우에는 어떠한 가격으로 인수하든 그들이 소유하고 있는 주식의 가치가 희석되므로 불공정한 가액이 있을 수 없다하며, 이 책임은 주주외의 자가 전환사채를 인수하거나 주주가 인수하더라도 제3자의 지위에서 인수하는 경우에 적용된다는 주장⁷⁷⁾이 있으나, 주주외의 자에 대한 발행의 경우는 물론 주주배정의 경우에도 통모인수인의 책임을 인정하는 것이 타당할 것이다. 왜냐하면 이 책임은 주주보호를 위한 것임과 동시에 회사의 자본충실을 위한 것이기 때문이다.

3. 전환사채 발행 무효의 소 인정여부

우리상법은 전환사채의 발행에 관하여 신주발행의 경우에 준하는 규정들을 다수 두고 있고, 특히 위법·불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책

76) 全三鉉, 앞의 논문, 111면

77) 이철송, 앞의 논문, 33면

임을 준용하고 있다.

그러나 현실적으로 위법·불공정한 전환사채의 발행이 행하여 졌을 때 그 발행자체의 효력을 어떻게 볼 것인가에 대하여는 아무런 언급이 없으며, 신주발행의 경우에 인정되는 신주발행무효의 소(상법 제429조 이하)를 준용한다는 규정이 없다.

전환사채발행의 효력이 다투어 질 수 있는 경우를 구체적으로 살펴보면, i) 이사회결의를 거치지 않거나 그 결의에 위반한 대표이사의 전환사채 발행, ii) 주주총회의 특별결의를 흠결한 전환사채의 발행, iii) 유지청구를 무시한 전환사채의 발행, iv) 현저하게 불공정한 방법에 의한 전환사채의 발행 등이 있으며, 이러한 문제는 결국 거래의 안전보호와 주주보호라는 두 가지 요청을 어떻게 조화시킬 것인가 하는 문제로 귀착한다.⁷⁸⁾

(1) 긍정설

전환사채의 경우는 전환권의 행사에 의하여 장차 주식으로 전환될 수 있어 이의 발행은 사실상 신주발행으로서의 의미를 가지므로 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조 이하의 규정을 유추적용하여 전환사채발행무효의 소를 인정할 필요가 있다고 본다.⁷⁹⁾ 전환사채는 잠재적 주식의 성질을 가지고 있어 전환사채를 발행하는 것은 실질상 신주를 발행하는 것과 같고 또 전환사채의 발행에 무효의 원인이 있는 경우에 상법 제429조를 유추적용하지 않고 전환사채의 발행을 개별적으로 무효로 하면 전환사채관계의 획일적 처리와 무효주장의 소급적 제한을 기할 수 없으므로, 전환사채의 발행에는 상법 제429조를 유추적용하여야 한다고 한다.

78) 廉美京, 앞의 논문, 68면

79) 유영일, 앞의 논문, 98면

즉 상법 제429조를 준용하지 않으면 전환사채의 발행에 아무리 중대한 하자가 있다 하더라도 이를 시정할 방법이 없어 주주의 이익을 해하게 되거나, 그렇지 않으면 무효주장의 일반원칙에 따라 누구든지 언제라도 어떠한 방법으로도 무효를 주장할 수 있다고 한다면 거래안전을 해할 가능성이 있으므로 상법 제429조를 준용하는 것이 바람직하다는 것이다. 그리고 전환사채의 발행에 무효의 원인이 있는 경우에 그 무효의 주장은 이사·주주 또는 감사가 전환사채의 발행일부터 6월내에 소제기의 방법에 의하여서만 할 수 있다고 보는 것이 타당하다고 한다.

(2) 부정설

사채발행은 본질적으로 발행회사와 자금대여자간의 채권관계이기에 회사의 내부적인 사정을 이유로 거래법적 채권관계를 무효로 하는 것은 채권자의 이익을 해하여 거래안전을 위협하게 되므로 상법 제429조를 준용할 필요가 없다고 한다. 또 전환사채는 전환되지 않고 있는 동안은 일반사채와 같은데도 전환사채가 잠재적 주식의 성질을 가진다고 하여 전환사채의 발행을 신주발행과 동일시하는 것은 부당하다고 하여, 전환사채의 발행에 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조를 유추적용할 수 없다고 한다.⁸⁰⁾

또 채권 거래의 안전보호를 제1차적으로 중시하고, 전환사채의 발행절차의 하자에 관해서는 무효의 소를 부정하는 취지로 신주발행의 무효의 소 규정을 준용하지 않는 것이라고 해석한 것이 타당하다고 한다. 부정설에 의하면 전환사채의 발행에 무효원인이 있는 경우에 그 무효는 소에 의하여서 뿐만 아니라 단순한 항변에 의하여서도 주장할 수 있다고 보아야하지만, 부정

80) 송종준, 회사지배권의 쟁탈과 자본구조변경에 의한 방어책의 효력, 법조 1997. 4호, 123면

설이 반드시 그렇게 보는 것인지는 의문이다. 왜냐하면 사법 일반의 원칙에 따라서 무효주장이 가능하다고 본다면 부정설이 주장하는 취지가 몰각되는 결과가 되기 때문이다. 따라서 부정설의 취지를 선택하자면, 상법이 전환사채발행 무효의 소를 규정하지 않는 취지는 신주발행무효의 소를 준용하지 않는 것은 물론이고 사법 일반의 원칙에 따라 그 무효를 주장하는 것도 허용하지 아니하는 취지라고 해석함이 상당하다고 할 것이고, 불공정한 전환사채의 발행에 대하여 신주발행무효의 소에 대응하는 전환사채발행무효의 소는 인정되지 않는다고⁸¹⁾ 해야 한다.

또한 부정설은 전환사채의 발행은 전환권이 행사되기 이전까지는 일반사채와 유사하고 그 본질은 발행회사와 자금대여자의 채권재무관계로 거래법적 성격이 강하므로 일반사채에 관하여 주주가 회사 내부적인 사정을 이유로 그 발행을 무효화시킬 수 없는 것과 같은 이치로 전환사채발행무효소송을 인정할 수 없다고 하며, 상법의 이념상 거래의 안전보호를 위해서는 전환사채발행무효소송의 수단보다는 발행 전에 발행유지청구권을 행사하거나, 발행 후에 이사에게 손해배상을 청구하거나 불공정가액으로 인수한 자에게 그 차액을 청구하는 방법 등으로 주주보호를 함께 도모할 수 있다고 본다.

(3) 판례

최근 대법원은 삼성전자 사건에서(2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결), 상법상 전환사채발행무효의 소가 허용되는지 여부에 대하여

「상법은 제516조 제1항에서 신주발행의 유지청구권에 관한 제424조 및

81) 金斗煥, 앞의 논문, 104면

불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임에 관한 제424조의 2 등을 전환사채의 발행의 경우에 준용한다고 규정하면서도 신주발행무효의 소에 관한 제429조의 준용 여부에 대해서는 아무런 규정을 두고 있지 않으나, 전환사채는 전환권의 행사에 의하여 장차 주식으로 전환될 수 있는 권리가 부여된 사채로서, 이러한 전환사채의 발행은 주식회사의 물적기초와 기존 주주들의 이해관계에 영향을 미친다는 점에서 사실상 신주를 발행하는 것과 유사하므로, 전환사채의 발행의 경우에도 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조가 유추적용 된다고 봄이 상당하고, 이 경우 당사자가 주장하는 개개의 공격방법으로서의 구체적인 무효원인은 각각 어느 정도 개별성을 가지고 판단할 수밖에 없는 것이기는 하지만, 전환사채의 발행에 무효원인이 있다는 것이 전체로서 하나의 청구원인이 된다는 점을 감안할 때 전환사채의 발행을 무효라고 볼 것인지 여부를 판단함에 있어서는 구체적인 무효원인에 개재된 여러 위법 요소가 종합적으로 고려되어야 한다.」

라고 하여 전환사채발행에 무효사유가 있는 경우에는 신주발행무효의 소에 관한 사업 제429조 이하의 규정을 유추적용하여 전환사채발행무효의 소를 제기할 수 있다고 봄이 상당하다고 보고 있다.

(4) 소결

먼저 주주의 전환사채인수권과의 관계에서 고찰해 볼 때, 일반적으로 주주의 전환사채인수권을 긍정하는 견해에서는 전환사채발행무효의 소를 긍정하고, 전환사채인수권을 부정하는 견해에서는 부정하는 경향이 있다. 논리적으로 본다면 주주의 전환사채인수권을 부정한다면 주주에게 특별히 무효의 소를 인정할 이유는 없다(그러나 이때에도 이사나 감사의 소제기 가능성은

완전히 배제되지 않는다고 볼 것이다). 주주의 전환사채인수권을 긍정하는 견해에서는 다시 거래안전과의 관계상 신주발행무효의 소 유추 여부에 대하여 견해가 대립할 수 있을 것이다. 이에 대하여 한화중금사건의 고등법원 판결(서울고법 1997. 5. 13. 자 97라36 결정)은 기본적으로 긍정설이 입장에서 있는 것으로 파악할 수 있을 것이며, 삼성전자사건의 대법원 판결(대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결)은 법률상 주주의 전환사채인수권을 부정하는 취지라는 점은 이미 살펴본 바와 같다. 이 논문의 기본입장은 주주의 전환사채인수권을 긍정하는 쪽에 서있으므로, 다시 거래안전과의 관계상 전환사채무효의 소를 인정할 수 있는지를 논의해 보아야 할 것이다.

대법원 판례에서 볼 수 있듯이 우리 법원의 기본 입장은 전환사채의 발행이 객관적 합리성을 잃은 경우 신주발행무효의 소의 규정을 유추적용하여 전환사채발행의 무효의 소를 인정한다는 것이다. 그 객관적 합리성의 판단에 있어서는 제3자 인수에 관한 정관 또는 주주총회의 특별결의가 있다고 하더라도 제3자 배정이 불가피하다고 인정될 수 있을 경우, 즉 회사 발전을 위해 필요하고 주주배정의 방법만으로는 같은 목적을 달성할 수 없는 경우 등을 상정할 수 있다. 또한 한화중금사건 결정에서 볼 수 있는 바와 같이 “현저하게 불공정한 방법에 의한 전환사채의 발행의 경우”도 객관적 합리성을 벗어나는 것으로써 무효의 원인이 될 수 있을 것이다.⁸²⁾

82) 한화중금사건 서울고등법원결정 97. 5. 13. 97라36 (서울지방법원결정 97. 2. 6. 97카합18-의결권 행사금지가처분신청기각-에 대한 항고기각); 고등법원은 전환사채에 있어서도 일정한 경우에 그 발행의 무효를 인정하여야 하고 그 방법은 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조를 유추적용할 수 있다고 보아야 한다고 전제하면서 위 전환사채의 발행은 경영권 분쟁상황 하에서 열세에 처한 구 지배세력이 지분비율을 역전시켜 경영권을 방어하기 위해서 기존주주를 완전히 배제한 채 제3자인 우호세력에게 집중적으로 신주를 배정하기 위한 하나의 방편으로서 이는 전환사채제도를 남용하여 전환사채라는 형식으로 사실상 신주를 발행한 것으로 보아야 하며, 이 사건의 전환사채의 발행은 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 위법이 있어 신주발행을 위와 같은 방식으로 한 경우와 마찬가지로 이를 무효로 보아야 한다고 판시하였다. 그 외에도 철저히 비밀리에 발행한 점, 전환기간에도 제한을 두지 않아 발행 즉시 주식으로 전환될 수 있도록 한 점 등의 이유를 들어 현저하게 불공정한 방법에 의한 발행으로서도 무효라고 하였다. 또한 위법의 정도가 위와 같이 중대한 이상 이미 발행 및 전환이 끝나버린 일이니 거래의 안전을 위하여 무효화시켜서는 안 된다는 주장은

학설로서 전환사채발행 무효의 소 인정여부에 대하여 부정설에서는 상법 제516조에 상법 제429조를 준용하는 규정이 없다고 하나 전환사채는 잠재적 주식으로서 전환사채 발행에 신주발행에 관한 규정을 유추적용할 수 있고, 또 전환사채는 전환하지 않고 있는 동안은 일반사채와 같다고 하나 전환사채가 일반사채와 같다고 보면 상법 제516조 제1항에서 전환사채의 발행에 주주의 신주발행유지청구권(상법 제424조)과 불공정가액주식인수인의 책임(상법 제424조의 2)에 관한 규정을 준용하고 있는 것을 설명할 수 없다. 또한 전환사채의 발행에 무효원인이 있는 경우에 일반상법상의 원칙에 따라 누구든지 언제든지 전환사채발행무효를 주장할 수 있다고 하면 전환사채의 발행을 전제로 이루어진 거래의 안전을 해하게 되므로, 이에 신주발행 무효의 소에 관한 규정(상법 제429조)을 유추적용하여 전환사채 발행 관계의 획일적 처리와 그 무효 주장의 소급적 제한을 기하는 것이 타당하다. 그러므로 긍정설과 같이 전환사채의 발행에 무효의 원인이 있는 경우에 그 무효의 주장은 이사·주주 또는 감사가 전환사채의 발행일로부터 6월내에 소제기의 방법에 의하여서만 할 수 있다고 보아야 할 것이다.

또한 신주발행무효의 소의 경우에 있어서도 유가증권의 고도의 유통성과 법적 안정성을 고려하여, 신주발행에 하자가 있더라도 일반적으로는 유지청구의 대상으로 하거나(상법 제 424조) 이사의 손해배상책임의 발생원인(상법 제399조, 제401조)이 되게 함에 그치고 무효의 원인을 되도록 좁게 해석하여 주식회사의 본질에 반하는 중대한 위법이 있는 경우에만, 신주발행의 무효의 원인으로 보는 이유가 이미 신주가 유통되어 그 유효를 전제로 하여 이루어진 거래의 안전을 보호하기 위한 것이라는 점을 고려할 때, 명문규정이 없는 전환사채에 있어 신주발행무효의 소를 준용하여 그 무효를 주장하게 한다는 것은 그만큼 입지가 줄어들 수도 있다는 점을 고려할 필요

채택할 수 없다고 하였다. 따라서 이 사건의 전환사채의 발행은 무효이고 이를 바탕으로 한 신주발행 역시 무효이다라고 하였다.

가 있다. 그러나 전환사채의 발행은 신주발행의 실질을 가지고 있으며, 더욱이 전환사채의 발행권한을 이사회에 부여한 현행상법 하에서는 이사회가 자유로운 활동에 의하여 자금조달의 기동성이 있게 되는 반면 이사회가 권한 남용으로 인한 불공정한 전환사채발행의 가능성을 배제할 수 없으므로 이에 대한 대응조치가 필요할 것이다. 또한 한화중금사건에서 본 바와 같이 경영권의 분쟁이 있는 경우 전환사채의 발행 및 전환된 주식에 있어서도 보호할 거래의 안전이라는 것이 존재하지 않게 되므로 이러한 경우를 대비하여 제한적으로 신주발행무효의 소를 준용 내지는 유추적용하는 것이 타당하다고 보며, 입법론적으로는 전환사채발행무효의 소를 규정하거나 또는 신주발행무효의 소의 준용규정을 두는 것이 바람직할 것이라고 생각한다.

4. 증권거래법상의 주주보호

증권거래법시행령 제84조의25 제1항 제6호와 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제62조 등에서는 상장법인이 전환사채를 발행한 경우에는 그 발행 후 3월이 경과한 후에 전환할 수 있는 조건으로 발행하도록 하였으며, 사모의 방법으로 발행하는 경우에는 발행 후 1년이 경과한 후에 전환할 수 있는 것을 조건으로 발행하도록 제한하였다. 이는 1997년 이후부터 전환사채 인수후 즉시 전환권을 행사함으로써 경영권 방어나 지배권 승계의 목적 및 상장폐지의 회피수단으로 이용한 것에 대한 문제점들이 지적되면서 이를 해결하기 위한 방법으로 개정된 사항들이다.

이러한 상장법인의 전환사채 전환기간의 규제에 관하여 가해지는 특별한 제한이 타당한 것인가에 대하여 의문을 표시하는 견해가 있다. 우선 금융감독위원회가 전환기간의 제한을 가할 수 있는 법적 근거가 부족하다는 점(증권거래법 제192조 제1항의 "건전한 재무처리를 위한 사항"이라고 보기 어

럽다는 점), 그리고 이러한 제한이 "투자자를 보호하고 공정한 거래질서를 확립"한다는 재무관리기준의 목적에 적합하지 않다는 점, 제3자에 대한 사모전환사채의 발행은 회사와 제3자 간의 사법상 계약이고 증권거래법이 관심을 가져야 하는 투자자의 보호와도 무관하다는 점, 적대적 M&A가 활성화되고 외국인의 기업사냥이 문제되는 시점에서 건전한 방어수단을 원천적으로 봉쇄한다는 점 등을 그 논거로 제시하고 있다⁸³⁾. (p. 120, 정동윤 논문 676)

생각건대 원칙적으로 주주의 전환사채인수권을 인정하는 이 논문의 입장에 따르면 위의 비판들을 그대로 수용하기에는 어려움이 있다. 왜냐하면 위의 비판적 견해들은 기본적으로 주주의 전환사채인수권을 부정하는 전제에서 주장되는 것이기 때문이다. 하지만 사채발행을 제한하기 위해서는 당해 발행이 "건전한 재무처리에 악영향"을 미쳐야 한다는 요건을 충족시켜야 함에도 불구하고 건전한 재무처리에 아무런 영향을 미치지 않는 사채발행까지 일률적으로 제한함에는 문제가 있다. 더군다나 SK 주식회사 사건에서 보듯이 외국의 투기자본에 의한 적대적 M&A가 성행하고 있는 오늘날, 몇 건의 남용사례 때문에 사채시장의 중요한 일부분이던 전환사채시장을 위 규정들로 하여금 크게 위축되게 한 것은 과잉금지원칙에 위반된 제한이 아닌가 하는 의심이 들게 한다.

제4절 사채권자의 보호

1. 서설

83) 全三鉉, 앞의 논문, 120면

사채는 상환기간이 장기인 것이 통상이고 그동안 경영전략이나 사업재편 등으로 사채권자의 이익이 영향을 받을 가능성이 크다. 전환사채의 경우 전환권으로 보유함으로써 전환권의 가치저하가 발생할 수도 있다. 이러한 전환권의 가치저하가 발생하는 문제에 대해서는 두 가지 보호방법이 가능하다. 회사의 자본거래로 주식의 실질적 가치가 하락하는 경우 사후적으로 전환가액을 조정하는 방법과 전환사채권자를 보호하기 위해 일정 수준의 재무상태를 유지하기 위한 사채계약서상의 특약과 사채의 수탁제도가 있다.

최근에는 주식시장의 침체로 전환사채를 주식으로 전환하지 않고 만기까지 보유하여 채권으로 상환 받는 경우가 많아지고 있다. 이러한 이유로 주식과 사채의 성질을 지닌 전환사채의 보유자를 사채권자로서 보호해야 할 필요성이 증가하고 있다.⁸⁴⁾ 발행회사가 과도한 채무부담이나 투자로 사업실패의 가능성이 커진 경우 전환사채권자는 재무상 특약위반을 이유로 기한이익을 상실시켜 사채를 상환 받을 수 있다.

전통적으로 회사채권자는 개별적인 계약에 의해 보호된다고 보는 미국에서는 발행회사에 지급능력이 있다면 사채권자의 이익을 해하지 않는 것으로 보아왔다. 그러나 1980년대 매수자산을 담보로 하는 차입자본에 의한 매수(Leveraged Buy-Out, LBO)⁸⁵⁾로 자본을 재구성하였지만, 결국 사채신용가치가 폭락하고 채무불이행은 없었으나 사채권자들에게 막대한 손실을 가져왔다. 이것은 종래의 계약조항으로는 대처할 수 없는 거래였다. 이러한 기업

84) 상장기업이 발행한 전환사채 중 전환되지 않는 물량이 2003년 3월말 현재 5조 3,521억원에 이르는 것으로 조사됐다. 그러나 이 가운데 주식으로 전환해 수익을 올릴 수 있는 물량은 3.1%인 1,650억원에 불과한 것으로 집계됐다. 4월 30일 증권거래소는 12월 결산 상장법인 571개사를 대상으로 전환사채발행과 주식전환현황을 조사한 결과 88개사가 발행한 5조 3521억원 규모 전환사채가 채권형태로 남아있다고 밝혔다. 매일경제신문, 2003년 5월 1일자.

85) 회사의 경영진이 포함된 일단의 투자자가 자신의 출자는 소액으로 하고 상당한 액수의 부채를 부담하여 회사를 매입하는 것을 말한다. 이 때 부채를 통한 자금조달은 대개 Mortgage 또는 Junk Bond 라고 알려진 고위험 고수익의 증권발행 방식을 통해 이루어진다. 이러한 부채에 대해서 일부는 LBO의 대상이었던 회사의 자산에 대하여 담보권을 설정하고, 일부는 거래가 완결된 후에 대상회사의 자산을 매각하여 상환하는 것이 일반적이다.

매수현상이 가라앉은 후에도 기업분할의 방법인 Spin Off라는 새로운 거래 유형이 발전하여 회사자산이 감소하고 전환사채의 대상인 주가가 하락하고 결국 전환사채의 가격이 하락하여 전환사채권자들은 이중의 손해를 볼 위험성을 갖게 되었다. 이러한 새로운 위험은 발행회사에 지급능력이 있는 동안 발행하고 사채가 채무불이행에 빠지지 않기 때문에 종래 계약에 의한 대처방법에 한계가 있음을 보여주었다. 이를 계기로 미국에서는 발행회사에 지급능력이 없는 경우 사채권자의 이익보호방안에 관한 논의가 광범위하게 이루어졌고, 이것은 우리나라의 사채 유통시장에도 적용될 수 있을 것이다.

2. 계약에 의한 이해조정

(1) 사채계약에 의한 이해조정

채무제한조항의 기본적 목적은 사채권자의 채권을 계약으로 보전하는 것이다. 채무제한조항은 사채권자가 채권을 보전하기 위해 발행회사의 재무상태, 변제능력에 따라 설정하는 것이고, 그것으로 신용력의 평가가 좌우되면 사채발행조건의 중요한 요소가 될 수 있다. 채무제한조항이란 사채권자를 보호하기 위해 발행회사의 차입, 담보설정, 배당의 사외유출, 보증행위 등 기업 채무내용의 일정사항을 설정한 사채권자 보호규정이다. 채권에 대응하는 기업보유자산가치가 부당하게 희석화 하는 것을 방지할 목적으로 설정된다는 견해에서는 채무제한조항을 담보부사채에 설정할 수도 있지만 대부분은 무담보사채에 관계된다.⁸⁶⁾ 무담보사채권자는 담보사채권자와 달리 채무

86) 기업의 채무변제능력은 일반적으로는 수익성과 보유자산에 의한 담보능력에 의해 좌우된다. 전자는 부채와 관련된 원리금 변제능력이고, 후자는 청산의 경우 지급능력을 나타낸다고 할 수 있다. 따라서 경제정세와 기업경영이 전반적으로 안전되면 유담원칙에 구애될 필요성은 적어진다고 할 수 있고, 서비스업이나 기술집약형 산업의 비중이 높아짐에 따라 유

불이행시 담보자산을 매각하여 채권을 회수할 수 없다. 따라서 기업청산을 전제로 무담보사채권자가 채권을 회수할 수 있는 것은 기업소유자산처분가액이 채무액을 상회하는 경우이므로 발행회사에게 적절한 재무제한을 부과할 필요가 있다. 예를 들어 순자산액유지조항 등은 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 재무제한조항은 법률적으로 발행회사가 이것에 저촉되면 기한이익 상실의 효력을 갖는다.

1) 미국

미국에서는 사채(Bond, Debenture) 발행시 사채발행회사와 수탁회사간엔 신탁증서가 체결된다. 신탁증서에는 만기, 이자율, 이자의 지급방법 등 기본적으로 발행조건 외에도, 발행회사의 일정한 행위의 제한, 채무불이행(default)시 구제방법, 발행회사·사채권자·수탁회사의 각각의 권리와 책임 등에 대하여 규정한다.⁸⁷⁾ 또한 신탁증서 상 규정되는 여러 가지 특약 가운데 사채의 지급불능위험성을 증가시키는 행위를 제한하거나 위험성의 증가를 경고함으로써 사채권자가 손해의 발생을 예방할 수 있도록 해 주는 특약을 재무제한특약(financial covenant)라고 한다. 재무제한특약은 일종의 표준조항으로서 거의 모든 사채발행의 경우 규정되는 것도 있고 그야말로 당사자간의 협상에 의해 특약의 규정 여부와 내용이 정해지는 것도 있다.⁸⁸⁾

담원칙은 자본시장을 통한 자본조달을 과도하게 제약한다는 지적도 있다.

87) 尹榮信, 社債權者保護에 관한 研究 - 株主와 社債權者의 利益均衡을 中心으로 -, 서울대학교 박사학위논문, 1997, 35면

88) 특약의 내용 중 일부는 표준조항으로서 규정되고, 여기에 당사자의 협상에 따라 추가적인 제한을 더하는 경우도 있다. 예를 들어 합병에 대한 조항은 거의 모든 신탁증서에 규정되는데 경우에 따라 일정한 재무상의 기준이 충족되어야만 한다는 조건을 부가하는 경우도 있다.

① 자산유출에 대한 제한

자산유출을 제한하기 위한 목적을 가지는 특약으로는 이익배당 등 주주에게로 자산을 분배하는 것을 제한하는 특약이 있고,⁸⁹⁾ 주주나 기타 회사의 관련자와의 거래가 공정하게 이루어지도록 함으로써 자산의 유출을 방지하고자 하는 특약이 있다.⁹⁰⁾

② 채무담보에 대한 제한

채무부담에 대한 제한은 담보채무를 부담하는 것을 제한하는 것(negative pledge clause, limitation on liens)과 기타 일반적인 부채를 부담하는 것을 제한하는 것(limitation on debt)으로 나눌 수 있는바⁹¹⁾ 담보채무를 부담하는 것을 제한하는 것으로는 법정우선권이 부여된 채무의 부담, Sale and Leaseback,⁹²⁾ 기존의 담보가 설정되어 있는 채산의 인수, 자회사의 채무부담 등이 있고, 일반적인 부채를 부담하는 것을 제한하는 것으로는 자회사의 부채, 자회사의 우선주, 모회사와 자회사·자회사간의 채무부담, 자회사의 주식이나 자산의 매도, 새로운 자회사 등이 있다.

③ 발행회사의 위험도를 변경시키는 행위에 대한 제한으로써 합병 및 자산

89) 모자회사 관계에서의 이익배당 제한 등을 들 수 있다.

90) 사채발행회사가 주주나 기타 회사와 특수관계에 있는 자와의 거래 시 거래조건을 불공정하게 설정한다면 발행회사의 자산이 유출됨으로써 사채의 지급불능위험이 높아질 가능성이 썩다. 따라서 이를 제한하는 경우도 있다.

91) 尹榮信, 앞의 논문 43면

92) 부동산 등 고정자산을 매각한 매도인이 매각자산을 대상으로 매수인과 리스계약을 체결하여 그 자산을 계속 사용하는 거래로써 환매조건부인가 여부와 관계없이 리스채권자가 사채권자보다 우선한다는 점에서는 그 재산에 대하여 담보가 설정된 것과 동일한 효과를 가져온다. 물론 회사는 자산매각에 대한 대가를 받으나 이는 대부분 회사외부로 유출되기 쉬운 형태의 현금이라는 점에서 사채권자의 이익침해의 우려가 있다.

양도에 대한 제한, 투자에 대한 제한, 運轉資産(working capital)⁹³⁾의 維持/純資産(net worth)의 維持 등이 있다.

2) 일본

일본에서는 1996년 1월 적채기준 및 재무제한조항 설정의무철폐로 발행회사, 인수증권회사, 사채관리회사인 은행, 그리고 신용평가기관의 역할과 책임이 보다 중요해졌다. 즉, 발행회사는 투자자에게 정보제공노력, 인수증권회사나 은행은 투자가 보호를 염두에 둔 건전한 재무상특약의 설정, 그리고 신용평가기관에는 적절한 신용평가유지가 요구되고 있다. 또한 가장 중요한 것은 투자가 판단에 의한 자기책임의 확립이다. 유통시장 환경정비가 일본의 사채시장 발전에 불가결한 것도 물론이다. 한편, 적채기준의 철폐와 더불어 재무제한조항이 재무상특약으로 명칭이 변경되었는데 이러한 재무상특약은 상환자금의 보전, 채무불이행시 사채권자를 위한 잔여재산의 보전, 채무불이행에 대한 경고기능이 있다. 그러나 재무제한조항이 발행회사의 입장에서 적채기준에 따라 의무적으로 설정된 어떤 것에 대해 재무상특약은 어디까지나 사채권자의 입장에서 시장의 요청으로 설정되는 것이다. 일본의 재무상특약의 내용과 설정상황을 살펴보면, 사채권자의 지위보전을 위한 담보제공제한조항은 일부예외는 있으나 보통사채, 전환사채 거의 전종목에 설정되어 있고, 자유화 후에도 중요성은 변하지 않았다. 또한 기한이익상실에 관계된 이익유지, 순자산액유지, 배당제한의 조항 설정은 높은 신용등급에서

93) 운전자산은 두 가지 의미로 사용된다. 하나는 대차대조표상에 나타나는 모든 유동자산을 말하는 것이며, 다른 하나는 순운전자산으로서 유동자산에서 유동부채를 뺀 금액을 뜻한다. 일반적으로 운전자본이라 할 때는 후자인 순운전자산을 지칭하는 것이 보통이다., 朴廷寔, 제5판 現代財務管理, 茶山出版社 1993, 527면; 尹榮信 위의 논문 57면에서 재인용

는 적고, 낮은 신용등급에서는 일반적으로 변하지 않았다. 그러나 특징적인 것은 설정내용의 변화인데, 담보제공제한조항에서 대상범위를 “국내사채”로 한정된 것이 압도적이고 종래의 “국내채무”라고 넓게 설정한 종목을 소수이다. 또 이익유지, 순자산액유지, 배당제한의 3조항은 A등급 이상은 설정비율이 극단적으로 적고 재무건전성이 요구되는 BBB등급은 80%정도로 설정하고 있다. 동일한 경향은 사채관리회사의 설치상황에서도 나타나는데, 보통 사채에서 A등급 이상 종목으로 부설치채가 대세를 차지한 반면 BBB등급은 전부 설치채이고, 평가등급으로 그 차이가 분명하고 전환사채 특성상 설치율은 100%이다.

3) 우리나라

현재 우리나라에서 무보증사채를 발행하는 경우 발행회사는 주간사회사와 ‘總額引受 및 賣出契約’, 사채모집의 수탁회사와 ‘募集受託契約’, 은행과 ‘社債元利金支給代行契約’을 맺게 된다. 그러나 「有價證券申告등에 관한 규정」 제10조에서 모집위탁계약을 체결한 경우는 그 계약서 사본을 有價證券申告書에 첨부하여 제출할 것을 요구하고 있는 것을 감안하여 실무상 예외 없이 사채모집의 수탁회사를 두고 있다. 사채모집의 수탁회사는 主幹社會社가 겸하고 있고 대개 主去來銀行이 사채원리금지급대행사무를 처리하는 것이 일반적이다. 우리나라에서는 사채의 위험도 등에 따라 서로 다른 내용의 계약이 체결되는 것이 아니고 일종의 표준적인 양식의 계약서에 사채의 금액이나 할인발행가액 등의 중요사항만을 메꾸어 넣는 식으로 사채의 발행이 이루어지고 있다. 발행회사와 모집의 수탁회사간에 체결하는 모집위탁계약에서 수탁회사의 권한 등과 함께 채무제한에 관한 특약을 규정하고 있는데, 발행회사의 특성과는 관계없이 내용이 동일한 실정이고 위반에 대해서도 거

의 관심이 없는 상황이다.⁹⁴⁾

모집수탁계약에 의하면 발행회사는 i)자기자본비율 ii)담보제공⁹⁵⁾ 및 채무보증비율 iii)차입금의존도를 당해사채 발행시 적용된 대한증권업협회의 ‘社債發行適格基準表’상의 해당등급 수준 이상으로 유지하여야 한다.

社債發行適格基準表에 의하면 자기자본비율이란 (자기자본/총자본)×100을 의미하고 담보제공 및 채무보증비율은 (담보제공 및 채무보증액/자기자본)×100이고, 차입금의존도는 (차입금/총자본)×100으로서 이들을 모두 5등급으로 나누고 있다. 이들 세 가지 비율이 사채 발행 시의 해당되었던 등급보다 하락하는 경우는 사채전액에 대하여 기한이익을 상실한다.

그 외에도 모집수탁계약상 재무제한특약으로 분류되어 있지는 않지만 주주와 사채권자 사이의 이익충돌의 조정역할을 하는 제한이 규정되어 있다. 모집위탁계약에 따르면 발행회사가 일정한 행위를 하려는 경우 사채모집의 수탁회사의 동의를 얻어야 하고 이를 위반하면 사채 전액에 대하여 기한이익을 상실한다. 사채모집의 수탁회사의 동의를 얻어야 하는 사항은 i)발행회사가 사업의 전부 또는 일부를 휴업 또는 폐업하거나 타인에게 이전하고자 할 때 ii)발행회사가 다른 회사를 인수하거나 다른 회사와 합병하고자 할 때 iii)발행회사가 자본을 증가 또는 감소하고자 할 때 iv)발행회사가 당해 사채 이외의 사채를 발행하고자 할 때 v)발행회사가 배당사항을 결정하고자 할 때 vi)발행회사가 타법인 출자와 관련하여 증권관리위원회의 「상장법인 재무관리규정」 제12조 제1항⁹⁶⁾의 규정에 의한 주주총회의 승인을

94) 尹榮信, 앞의 논문, 78면

95) 여기서 담보제공이란 타인의 채무에 대하여 담보를 제공하는 것을 의미하고 발행회사가 담보부채무를 부담하는 것을 뜻하지는 않는다.

96) 상장법인은 그 재산을 증여하거나 비상장계열회사(「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제14조의 규정에 의하여 지정된 대규모 기업집단에 속하는 기업으로서 동법 제2조 제3호의 규정에 의한 계열회사를 말한다)의 출자지분을 처분(처분손실이 발생하는 경우에 한한다)하고자 하는 경우에는 건별로 미리 주주총회의 승인을 얻어야 한다. 다만, 연간 동일인에 대한 증여금액 또는 연간 동일 비상장계열회사의 출자지분의 처분금액(장부가액을 기준으로 한다)이 상장법인의 자본금의 100분의 10에 미달하거나 법령 등에 의하여 그 처분이 불가

언고자 할 때이다.⁹⁷⁾

(2) 계약에 의한 이해조정의 한계

재무제한특약이란 주주와 사채권자의 근본적인 이해충돌을 조정하기 위하여 규정되는 것이다. 주주에게로의 부의 이전의 결과 사채의 지급불능위험성이 증가하는 것을 방지하고, 지급불능위험성의 증가의 경우 미리 조치를 취함으로써 사채권자가 손해를 예방할 수 있도록 하는 목적을 달성하기 위한 것이다. 그러나 현재 우리나라에서 관행상 요구되는 재무제한특약은 이러한 특약을 약정하는 취지에 대한 이해가 부족하여 일관된 논리가 없이 이루어지고 있는 것으로 보일 뿐 아니라, 우리나라 사채발행회사의 재무상황에 대한 이해에도 기초하지 않고 있는 것으로 보인다⁹⁸⁾. 그 구체적인 문제점으로는 ①사채발행적격기준표상의 등급하락 기준의 문제점, ②수탁회사의 동의 방식의 문제점, ③담보제공 및 채무보증제한의 문제점 등을 들 수 있다.

① 사채발행적격기준표상의 등급하락 기준의 문제점

현재 모집위탁계약에서는 사채발행적격기준표상의 세가지 항목의 등급이 발행당시보다 떨어지는 경우를 기한이익상실사유로 삼고 있다. 그러나 사채발행적격기준표에 의한 평점이 사채의 지급불능위험도 측정의 정확한 기준이 될 수 있는 가에는 의문이 있으며 따라서 사채발행적격표에 의거하여 재

피한 경우에는 그러하지 아니하다.

97) 尹榮信, 앞의 논문, 79면

98) 尹榮信, 앞의 논문, 80면

무제한특약을 규정하는 것은 불합리하고, 이와 같이 지급불능위험성을 정확히 측정하지 못하여 실무에서 완전히 형식으로 전락한 기준을 가지고 재무제한특약의 기준으로 삼는 것은 사채권자와 주주의 이익충돌을 방지하고자 하는 재무제한특약의 취지를 전혀 살리지 못한다는 것⁹⁹⁾이다.

② 수탁회사의 동의 방식의 문제점

현행 모집수탁계약서를 보면 일정한 사항에 관하여 사채모집의 수탁회사의 동의를 얻어야 하고 동의를 얻지 않고 행위를 하면 사채전액에 대해 기한의 이익을 상실하는 것으로 규정하고 있다. 동의를 얻어야 할 사항은 대개는 미국에서 재무제한특약으로 제한할 수 있는 행위의 범주에 속하는 사항이다. 우리나라에서는 미국과 같이 일정한 기준을 세워서 제한을 하는 방식이 아니라 사채모집의 수탁회사의 동의를 얻어야 하는 사항으로 규정하고 있다. 이론상으로는 모집의 수탁회사에 강력한 권한을 인정하여 줌으로써 모집의 수탁회사가 그 권한을 얼마나 엄격하게 행사할 것인가의 여하에 따라서는 사채권자의 이익보호를 철저히 할 수도 있을 것이나, 반면에 동의가 형식적으로 취급되는 결과 어떠한 제한도 없는 것과 마찬가지로 운용될 수도 있고, 현재 우리나라 실무도 이렇게 운용이 되고 있다¹⁰⁰⁾는데에 문제점이 있다.

③ 담보제공 및 채무보증제한의 문제점

99) 尹榮信, 앞의 논문, 81면

100) 尹榮信, 앞의 논문, 82면

현재의 모집위탁계약에서는 발행회사가 스스로 담보부채무를 부담하는 경우는 제한하지 않으면서도 제3자를 위하여 담보를 제공하는 것과 채무보증을 하는 것은 제한한다. 즉 모집위탁계약서에서는 담보제공과 채무보증 액수를 합하여 계산한 등급의 변화를 기한이익상실사유로 하고 있다. 그러나 우선 우리나라와 같이 담보부채무의 비율이 높고 특히 근저당이 광범위하게 이루어지는 금융관행하에서 사채권자에게 가장 위험이 되는 것은 사채발행회사가 사채발행 이후 담보부채무를 부담하는 것이라 할 수 있을 것이다. 그런데 막상 이러한 사채발행회사의 담보채무부담은 제한하지 않으면서 제3자의 채무에 대한 담보제공과 채무보증을 제한하는 것에는 문제가 있다.¹⁰¹⁾

3. 사채권자의 보호방안

(1) 주주명부 폐쇄기간 내의 전환허용

회사는 의결권을 행사하거나 이익 또는 이자의 배당을 받을 자 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 정하기 위하여 일정기간 주주명부의 기재를 정지할 수 있는바(사업 제354조 제1항 전단), 이 기간에 전환사채의 전환을 청구할 수 있는지가 문제된다. 종전 상법에서는 제516조에서 제349조 제3항을 준용함으로써 전환주식의 전환과 마찬가지로 전환사채의 전환청구도 주주명부폐쇄기간에는 할 수 없도록 규정하고 있었으나, 1995년 개정 상법은 이 규정을 삭제하여 주주명부 폐쇄기간에도 전환을 청구할 수 있도록 하고 다만 이 기간 중에 전환된 주식의 주주는 그 기간 중의 주주총회의

101) 尹榮信, 앞의 논문, 83면

결의에 관하여는 의결권을 행사할 수 없도록 하였다(상법 제516조, 제350조 제2항).

주주명부의 폐쇄제도는 사무처리의 번잡 및 의결권 행사 처리 등의 곤란한 문제를 극복하고자 고안된 제도이나 장기간 전환청구가 금지될 경우 전환사채권자는 전환이익의 감소를 가져올 수 있고 적시에 전환하지 못하게 되므로 주가의 상승이 있는 경우에도 전환이 불가능해 손해를 입을 수도 있다.

개정 상법은 전환사채권자의 이익을 보호하는 방향으로 제도를 개선하는 한편 의결권 행사에 관하여도 그 기간 중의 주주총회 결의에 관하여는 행사할 수 없다고 명백히 함으로써 문제의 소지를 불식시켰다.

(2) 전환사채 발행 자격의 제한

현행 상법에서는 전환사채를 발행할 수 있는 회사의 자격에 대하여 별다른 규정을 두고 있지 않으나 증권거래법 기타 관련 규정들은 전환사채 발행 회사에 대하여 일정한 요건을 요구하고 있다. 즉 앞에서 언급한 바와 같이 증권거래법이 정하는 모집의 방법으로 전환사채를 발행하기 위해서는 동법에 따라 금융감독위원회에 유가증권발행인으로 등록한 법인이어야 하며, 전환사채를 무보증으로 발행하는 경우에는 일정등급 이상의 신용평가등급을 받은 기업의 전환사채만을 인수기관이 인수하도록 함으로써 신용도가 낮은 기업의 전환사채발행을 간접적으로 제한하고 있다.

이와 같이 전환사채를 발행할 수 있는 자격요건에 제한을 두는 이유는 전환사채는 주식발행을 전제로 하여 발행하는 것이므로 전환될 주식의 유동성이 전환사채발행의 중요한 요소가 되기 때문이며 또한 전환사채의 전환권이 가치를 가지기 위해서는 전환사채발행회사의 장래주가가 일정수준 이상을

유지해야 할 것이므로 그러한 가능성이 있는 회사에 대하여만 발행자격을 부여하여 사전적으로 전환사채권자의 불이익 발생을 예방하려고 하는 것이다.

(3) 사채발행총액의 제한

사채의 총액은 최종의 대차대조표에 의하여 회사에 현존하는 순자산액의 4배를 초과하지 못한다(상법 제470조 제1항) 이러한 제한은 사채권자의 이익을 보호하기 위하여 회사가 현존하는 자력의 4배 이상의 채무를 부담하는 것을 방지하기 위한 것이다.¹⁰²⁾ 주식회사가 일반적으로 소비대차의 방법으로 금전을 차입하는 경우에 대하여는 그 액의 다소에 불문하고 상법은 대주의 보호를 위하여는 아무런 규제를 하고 있지 않다. 그 이유는 소비대차의 경우에는 금융업자인 대주가 기업의 재무구조를 분석할 수 있는 능력이 있는 것으로 보아 특별히 채권자의 보호를 위한 장치를 필요로 하지 않기 때문이라고 볼 수 있다. 상법이 사채의 발행에 대하여만 제한을 두고 있는 것은 사채의 공정성과 단체성을 고려한 것이다.¹⁰³⁾ 전환사채도 사채의 일종이므로 동일한 제한을 받는다.

최종의 대차대조표란 사채모집의 직전의 정기주주총회에서 승인한 대차대조표를 말하고 순자산액이란 대차대조표의 자산총액으로부터 부채총액을 공제한 액이다. 사채총액이란 어느 시점에서 발행하는 사채의 총액을 가리키는 것이 아니라, 이미 발행한 사채의 금액도 포함하는 사채잔고를 의미한다.

102) 증권거래법 제191조의 5에 의하여 주권상장법인의 경우 전환사채 또는 신주인수권부사채 중 주식으로의 전환 또는 신주인수권의 행사가 가능한 분에 해당하는 금액에 대하여는 상법 제470조의 규정에 의한 사채발행한도의 제한을 받지 않는다.

103) 崔基元, 앞의 책, 809면

4. 전환권의 희석화 문제

(1) 전환권 희석화의 개념

투자자가 일반사채보다도 높은 발행가액과 낮은 이율에도 불구하고 전환사채에 투자하는 것은 전환권이라고 하는 투자유인요소가 있기 때문이다. 그런데 전환권의 행사로 인하여 취득할 주식의 가치는 전환사채 발행 이후 발행회사의 주식구성의 변경, 특히 주식분할·주식배당 및 주식의 추가발행 등에 의하여 변동할 수 있으며 그 실질가치가 저하 될 수도 있다. 이렇게 전환사채의 발행 이후 발행회사의 주식가치가 하락하는 것을 전환권의 희석화라고 하며, 이처럼 전환할 수 있는 전환대상주식의 실질가치가 저하되는 경우 전환권의 가치와 밀접한 관계를 가지는 전환율 내지 전환가액은 실제 무의미하게 되고 투자자는 부당한 손해를 입게 된다.

발행회사의 주식의 실질적 가치저하가 증권시장의 수급원리에 따른 것이라면 이는 투자자 자신이 감수해야 할 일이고, 회사의 경영부진에 의한 것이라면 이사의 퇴임이 거론될 수 있는 것은 별론으로 하더라도 전환사채제도와 결부시켜 논할 것은 아니다. 그러나 회사가 자본거래를 통하여 주가를 하락시킨다면 이에 관하여는 전환사채권자에 대한 제도적 보호가 필요하게 된다. 전환사채권자는 전환권행사 이전에는 법률상 사채권자에 불과하여 회사의 경영에 참가하거나 영향력을 행사할 수 없으므로 회사의 자본거래를 통한 전환권의 희석화 더 나아가 전환권의 소멸이라는 위험에 무방비상태로 노출되게 되고 이러한 위험을 투자자의 투자부진에 의한 책임으로 돌리는 것은 부당하기 때문이다.

전환사채권자는 보통의 사채권자와는 달리 장차 전환권의 행사에 의하여 주주가 될 수 있는 지위에 있으므로 그러한 지위에 상응하는 특별한 보호가

필요하게 된다.

(2) 전환권 희석화의 원인

발행회사의 주식구성에 변경이 생기는 경우에는 전환사채권자가 전환에 의하여 취득할 주식의 실질가치가 저하되어 전환권의 희석화가 발생한다. 즉 전환가액은 한번 결정되면 원칙적으로 불변이지만 전환사채발행 후에 회사의 자본거래에 따라 발행회사의 1주당 순자산 등이 감소하여 주식의 실질가치가 변화할 경우에는 미리 정해진 전환가액으로 그 발행회사의 주식을 취득하게 되는 전환사채권자의 전환권의 가치가 희석화되는 것이다.

이러한 전환권의 희석화의 원인은 다음과 같은 것을 들 수 있다. ①주식 배당 ②준비금의 자본전입 등으로 인한 무상증자 ③전환가액 이하의 발행가액으로 신주를 발행하는 것 ④주식분할 ⑤회사의 정리·흡수합병·신설합병 ⑥비정상적으로 과다한 현금배당 ⑦재산분배 ⑧기발행 전환사채의 전환가액 보다 낮은 전환가액으로의 추가적 전환사채발행.

(3) 전환권 희석화의 방지조치

전환가액 하락으로부터 사채권자를 보호하는 조치는 두 가지 형태로 존재한다. 그 하나는 전환사채를 발행한 후 전환가치의 하락을 가져올 회사의 자본거래를 금지하는 방법이고, 다른 하나는 회사의 자본거래로 인하여 주식의 실질가치가 하락하는 경우 전환가액을 하향조정하는 방법이다. 이러한 조치들은 사채계약서상의 특약의 형태로 존재하는 것이 일반적인데 이러한

특약을 ‘회석화 방지조항’이라고 한다. 영국과 프랑스는 회석화 방지를 위한 법률상의 규정을 두고 있는 반면에 우리나라와 일본 및 미국은 특별한 법률상의 보호없이 계약에 의한 회석화방지조항을 통하여 사채권자의 보호를 도모하고 있다.¹⁰⁴⁾ 우리나라의 경우 계약에 의한 회석화방지 방안 중에서도 특히 사후적인 전환가액의 조정 방식이 주를 이루고 있다.

1) 법률에 의한 회석화방지조치

① 영국

영국에서는 전환권의 회석화방지를 위하여 유가증권상장규칙(Rules on Admission of Securities to Listing)에서 다음과 같이 규정을 두고 있다.

전환권에 대한 적절한 조정이 이루어지지 않는 한, 회사는 자본환급 등의 방법으로 자본을 감소시키거나 이익이나 준비금을 자본에 전입하는 것이 금지되고(제1조 a항, c항), 발행조건에 정해진 기간 내에는 신주의 발행이 금지 또는 제한되며 (동조 b항), 회사가 주주들에게 그 회사 또는 타회사의 주식이나 사채에 청약할 수 있는 권리를 부여하는 경우에는 회사는 동시에 전환사채권자에게도 전환비율에 따라 청약할 수 있는 권리를 부여하여야 한다(동조 d항). 전환사채의 일정한 비율이 전환완료된 경우에는 회사가 선택에 따라 전환사채를 상환하거나 전환시킬 수 있다는 규정이 있는 경우에도 상환 또는 전환하기 위해서는 전환사채권자의 전환권이 소멸된 이후부터 1개월 이내에 그러한 취지를 통지를 하여야 하며 전환에 의한 신주발행은 전환통지의 마지막 날로부터 14일 이내에 하여야 한다(동조 g항, h항).

104) 우리나라에서는 「유가증권인수업무에 관한 규정」 제37조 제2항 제2호에서 전환사채발행회사가 유상증자, 주식배당, 준비금의 자본전입 또는 합병 등을 하는 경우 그 전환가액의 조정에 관하여 주권사회사와 약정을 하도록 규정하고 있다.

② 프랑스

1983년 개정된 프랑스 상사회사법은 회석화방지에 관하여 다음과 같은 규정을 두고 있다. 회사는 전환사채의 발행을 결정한 주주총회의 결의일 이전부터 1개 또는 수개의 청구기간이 종료하기까지는 새로이 전환사채를 발행하거나 상환의 방법으로 원금을 소각·감소시키거나, 준비금을 금전 또는 증권으로 배당하거나 이익배당을 하는 것이 금지된다(동법 제195조 제5항). 그러나 무의결권우선주식은 조건에 따라 사채권자의 권리를 유보하고 발행할 수도 있도록 하고 있다(동법 제196조). 또한 전환사채를 발행한 회사가 전환사채가 발행된 날로부터 1개 또는 수개의 청구기간이 만료하기 전에 다른 회사와 합병하는 경우에는 이해관계가 있는 사채권자의 특별총회에 의한 승인을 받아야 하며(동법 제197조 제1항), 이 경우 전환사채권자는 그 기간 내에 신설회사 또는 존속회사의 주식으로 전환을 청구할 수 있다. 그리고 이 경우의 전환조건은 존속회사 또는 신설회사의 주식에 대한 발행회사의 주식과의 교환비율에 따라 그 계약이 정한 교환비율을 수정하여 정하여지며(동조 제2항), 존속회사 또는 신설회사는 전환율의 조정, 기타의 전환조건에 관한 규정의 적용에 관하여는 발행회사를 대위한다(동조 제4항). 마지막으로 이상의 규정에 위반한 결의는 무효로 하고 있다(동법 제198조).¹⁰⁵⁾

2) 계약에 의한 회석화방지조치

법률에 의하여 전환권의 회석화를 방지하는 영국, 프랑스와는 달리 우리나라와 미국, 일본의 경우에는 계약에 의하여 전환권의 회석화를 방지하도록 하는 태도를 취하고 있는 바, 이에선 전환가액을 조정하는 방식과 재무제한

105) 崔完鎭, 앞의 논문, 61-62면

조항을 두어서 일정한 재무거래를 금지하는 방식이 있는데 주로 전환가액을 조정하는 방법이 사용되고 있다.

① 전환가액의 조정

전환가액을 조정하는 방법에는 전환가액방식과 시가방식이 있다. 양 방식의 기본적인 차이는 전환가액을 조정함에 있어서 전환가액방식은 사채발행 당시의 전환권의 실질가치를 기준으로 함에 반하여 시가전환방식은 현재의 전환권의 실질가치를 기준으로 한다는 것이다.

예컨대 신주발행의 경우 전환가액방식에 의하면 신주의 발행가액이 시가를 넘더라도 전환가액을 하회하게 되면 그 하회하는 만큼에 대하여 전환가액이 조정되며, 시가방식에 의하면 신주의 발행가액이 현재의 시가를 하회하는 경우에만 전환가액의 조정이 이루어지게 된다.

양 방식의 상위는 전환가액방식의 경우에는 시가에 관계없이 조정 후 가격이 항상 일정한데 대하여 시가방식의 경우에는 그것이 시가의 수준 여하에 따라 좌우된다는 점이다. 즉 장래의 증자시에 있어서의 주가수준을 포함시키는가 그렇지 않은가 하는 점에 차이가 있으며 그만큼 시가방식의 경우에는 투기성이 강한 것이 된다.

양 방식을 비교하면 동일한 증자조건을 전제로 하여 일반적으로 다음과 같이 말할 수 있다. ①시가가 조정 전 전환가액을 하회하고 있을 때에는 조정 후 전환가액은 시가방식의 경우가 높고 전환가액방식이 낮게 산출되기 때문에¹⁰⁶⁾ 투자자 측에서는 전환가액방식이 유리하게 된다. ②시가와 조정

106) 신주발행가액이 시가보다는 높으나 전환가액보다는 낮은 경우, 전환가액방식에 의하면 전환가액의 조정이 이루어지나, 시가방식에 의하면 전환가액 조정의 필요가 없다. 따라서 이 경우 시가방식에 의할 때가 전환가액방식에 의할 때보다 조정 후 전환가액이 높게 책정되는 것이다.

전 전환가액이 같은 때에는 조정 후 전환가액은 양자가 같게 된다.¹⁰⁷⁾

전환가액방식이 미국에서의 전환가액조정 주류를 이루고 있으나 전통적인 전환가액방식과 시가방식 중 어느 것이 적절한가에 대하여 1960년대 학자들 간의 논쟁이 있기도 하였다.¹⁰⁸⁾ 즉, 시가방식이 주주와 사채권자에게 평등한 위험을 부담하게 하는 방식이라는 주장에 대하여 전환사채권자는 전환기간의 존재를 감수해야 하는 등 처음부터 불리한 지위에 있었고 따라서 시가방식에 의하여는 평등한 조정이 실현될 수 없다는 반론이 제기되었다. 이에 대하여 다시 전환가액방식으로 할 것인가 시가방식으로 할 것인가는 어차피 전환사채의 발행가격에 반영되어 해결될 문제이며, 일반투자자들이 이해하기 쉽다는 점에서 시가방식이 바람직하다는 주장이 제기되기도 하였다.

일본에서도 미국에서와 같이 전환사채의 발행 후 신주의 발행 등이 있는 경우에는 전환가액을 조정하는 방식을 취하고 있는데 일본에서 발행된 회화표시전환사채의 대부분과 1966년 이래 일본 국내에서 발행된 전환사채의 전부는 시가방식에 의하여 전환가액을 조정하고 있다. 전환사채의 발행 후 주식의 무상교부나 주식분할 등이 있는 경우에도 전환가액을 조정하는 방법을 정하고 있는 것이 보통이다.

우리나라에서는 회사가 사채발행 후 전환가액을 하회하는 발행가액으로 유상증자를 하거나 주식배당, 준비금의 자본전입을 하는 경우에는 입수업자들의 협의에 의하여 다음과 같은 산식으로 조정된 가액을 전환가액으로 한다.

$$\text{조정후 전환가액} = (\text{조정전 전환가액} \times \text{기발행 주식수} + 1\text{주당 발행가액})$$

107) 발행회사와 투자자 각각의 입장에서 주가전망이 좋을 때는 발행회사 측에서는 전환가액 방식, 투자자 측에서는 시가방식이 유리하고 주가전망이 흐릴 때는 그 반대이다.

108) Kaplan, Stanley A, "Piercing the Corporate Boilerplate: Anti-dilution in Convertible Securities", (1965) 33 U. CHI. L. Rev. 1

× 신발행주식) ÷ (기발행주식수 + 신발행주식수)

위 산식은 계산과정에서도 볼 수 있듯이 신주발행으로 희석화된 주식의 가치를 새로운 전환가액으로 하기 위함이다.¹⁰⁹⁾

② 재무제한 조항

전환가액의 조정이 전환가치의 하락에 대한 사후적 구제방법임에 반하여 전환가치의 하락현상을 미리 방지하기 위하여 배당이나 증자 등 회사의 재무거래를 제한하거나 일정수준 이상의 재무상태를 유지할 의무를 부담시킴으로써 사채 원리금상환을 보장하기 위한 특약 등을 하기도 하는데 이러한 규정을 재무제한조항이라고 한다.

재무제한조항의 내용으로는 담보제고제안, 이익유지, 배당제한 등을 들 수 있다. 미국의 경우 담보화 금지조항, 추가재무부담제한조항 배당제한조항 등이 발행회사의 재무내용에 따라 사채증서에 규정되어 있으며, 일본의 경우에는 재무제한조항이 전환사채발행의 적격기준으로 사용되기도 한다.

우리나라에서는 재무제한조항을 희석화방지의 관점에서보다는 무보증사채의 사채권자 보호라는 취지에서 활용하고 있다. 따라서 무보증전환사채의 모집위탁계약서에 기재되는 자기자본비율, 담보제공 및 채무보증비율, 차입금 의존도 등을 증권업협회가 정한 사채발행적격기준표의 해당등급수준 이상으로 유지하게 하여 사채의 원리금 상환이 확실시되는 재무상태를 유지할 것을 정할 뿐이고 배당제한조항 등의 적극적인 재무제한조항은 활용되고 있지 않다.

109) 위 산식은 유상증자를 할 때는 타당하나 주식배당이나 준비금을 자본전입할 때에는 실제 주식가치의 변동을 반영하지 못한다고 한다. 주식배당이나 준비금을 자본전입하는 경우에는 새로 발행하는 주식수 만큼 자금이 유입되는 것은 아니기 때문이다; 이태로·이철송, 앞의 책, 814면

5. 회사의 분할 및 합병과 전환권의 소멸 여부

(1) 회사의 합병과 전환권의 소멸 여부

현행 상법의 해석론으로는 흡수합병시 발행회사가 존속회사로 되는 경우와 신설합병시 신설회사가 소멸회사인 발행회사와 동일성이 인정되는 경우는 전환권이 존속한다는 것에 문제가 없으나, 합병에 의하여 발행회사가 소멸회사가 되는 경우에 소멸회사의 전환사채권자가 존속회사 또는 신설회사에 대하여 그 전환사채의 전환을 청구하기는 어렵다. 왜냐하면 전환사채권자는 발행회사가 합병이나 해산 기타의 방법에 의하여 그 존재가 소멸하는 것에 대하여 아무런 권리도 가지고 있지 않기 때문이다.

전환사채 발행회사의 합병에 의하여 전환사채권자의 전환권이 소멸되는지에 관한 각국의 태도를 살펴보면 다음과 같다.

미국의 경우에는 전환사채의 발행회사가 흡수 또는 신설합병의 결과 소멸하게 되면 존속회사가 전환의무를 승계한다는 특약을 합병계약에 포함하지 않는 한 전환권은 소멸한다고 보는 것이 관례의 입장이다.¹¹⁰⁾ 따라서 합병으로부터 사채권자를 보호하기 위하여 전환사채를 발행할 때 신탁증서에 회사의 합병 시 소멸회사의 전환사채권자는 합병의 효력발행 전에 전환하였다면 받을 수 있었던 소멸회사의 주식의 수에 따라 존속회사의 주식이나 현금으로 전환할 수 있음을 규정하여야 한다는 조항을 두고 있다.

프랑스의 경우에는 전환사채를 발행한 회사가 전환사채가 발행된 날로부터 1개 또는 수개의 청구기간이 만료되기 전에 다른 회사와 합병하는 경우에 이해관계 있는 사채권자의 특별총회에 의한 사전승인을 받아야 한다. 그

110) Parkinson v. West End Ry., 173 Mass. 446. 53 N.E. 891(1899): 이 사건에서 법원은 “전환사채를 발행한 회사가 사채의 상환일 또는 그 이전에 자신의 법인격을 소멸시킨 경우 사채권자의 전환권은 소멸한다”고 판시하였다.

리고 이 경우에 그 기간 내에 신설회사 또는 존속회사의 주식으로 전환을 청구할 수 있다(프랑스 상사회사법 제197조).

우리나라의 경우 모집위탁계약서 등에 존속회사의 전환의무의 승계에 대하여 기재하도록 하는 규정은 없으며, 합병하려고 하는 발행회사는 합병 전에 수탁회사의 동의를 얻어야 하고, 발행회사와 주간사회사¹¹¹⁾가 협의하여 전환가액을 조정할 수 있도록 하고 있다.

합병에 있어서 전환채권자를 보호하기 위하여 합병계약서 등에 소멸회사의 전환사채권자가 가지고 있는 전환권을 존속시킨다는 취지의 내용을 첨부하도록 할 수도 있겠지만, 좀 더 확실한 사채권자 보호를 위해 프랑스상사회사법에서와 같이 존속 또는 신설회사의 전환권승계의무를 법정하는 것이 바람직할 것이다.

(2) 회사의 분할과 전환권의 소멸여부

회사분할의 경우 전환사채권자는 전환청구기간 내에 언제나 분할당사회사를 상대로 전환권을 행사하여 당해 회사의 주주가 될 수 있기 때문에 일반 주주보다는 유리한 입장에 있다고 할 수도 있다. 그러나 이들은 전환권을 행사하는 방법과 행사의 상대방에 따라 다른 회사의 주식을 취득하게 되는 유동적 지위를 갖고 있기 때문에, 오히려 수혜회사의 분할신주를 지주비율대로 교부받는 일반 주주보다 불리한 입장에 있다고 할 것이다. 그리하여 회사분할에 의해 피분할회사의 영업재산이 수혜회사에 부분적으로 포괄승계되어 복수의 분할당사회사가 존재하게 되므로, 전환사채권자가 분할 전 피

111) 금융감독위원회에서 마련한 「유가증권인수업무에 관한 규정(1998. 8. 21 개정)」 제2조 제10항에 따르면, “간사회사”라 함은 유가증권을 인수함에 있어서 인수회사를 대표하는 발행회사와 인수조건 등을 결정하고 인수 및 청약 업무를 통할하며 기타 동 규정에서 정하는 업무를 영위하는 자를 말한다.

분할회사에 대하여 보유하고 있던 전환권을 어떠한 방법으로 어느 회사에 대하여 행사해야 하는지가 문제된다. 왜냐하면 전환사채권자는 그 전환권의 행사에 의하여 당해 사채가 주식으로 전환된 이후에 주주로서의 지위를 취득하게 되는데, 이들이 피분할회사와 수혜회사 중에서 어느 회사를 상대로 이를 행사하느냐에 따라 취득하게 되는 주주의 지위가 달라지기 때문이다.

그리고 피분할회사가 열악한 재무구조를 갖고 있는 기존의 수혜회사와 분할합병을 하는 경우, 또는 불량자산을 피분할회사에 존속시키고 우량자산만을 출자하여 수혜회사를 설립하는 단순분할을 하면서 연대책임을 배제하는 경우, 분할 이후에 이들 사채권자는 어느 회사를 상대로 전환권을 행사하여 당해 회사의 주주가 되느냐에 따라 주식가치의 하락에 따른 경제적 손실을 볼 수도 있다. 물론 이러한 경우 당해 사채권자집회의 이의제출권의 행사에 의하여 분할의 실행단계에서 구제받을 수도 있지만, 이의제출효과는 변제 또는 상당한 담보를 제공받거나 상당한 재산이 신탁회사에 신탁되는 것뿐이므로(상법 제530조의 9 제4항, 제527조의 5, 제232조), 당해 사채권자의 입장에서는 이러한 전환사채의 인수목적은 달성하지 못하는 불이익을 감수해야 한다. 왜냐하면 전환권의 행사에 의하여 사채발행회사의 주주가 되고자 하는 사채권자는, 분할에 대한 이의를 제출하더라도 변제나 담보제공을 받을 뿐이고 원래 책임재산이 충실한 것으로 파악하고 있던 피분할회사와는 전혀 다른 회사의 주주가 될 수밖에 없기 때문이다.

제6장 결론

국내 전환사채시장은 발행시장을 중심으로 성장하여 왔으나, 유통시장의 미비로 제대로 활성화되지 못하고 있는 실정이다. 즉 주식시장의 성장에도 불구하고 전환사채시장은 폭넓은 수요기반을 확보하지 못하고 있다. 우리나라의 전환사채제도는 선진외국에 비해 아직은 미숙한 단계에 있는 것이 사실이다. 그러나 짧은 발행 역사에도 불구하고 발행회사에게는 자금조달의 편의를, 전환사채권자에게는 투자의 안정성과 투기성을 함께 제고할 수 있다는 이점 때문에 전환사채의 발행은 점차 증가해가고 있으며, 전환사채의 특성과 우리나라 회사채시장의 발전 추세를 고려해 볼 때 앞으로 전환사채의 발행이 더욱 확대될 것으로 전망되고 있다.

그러나 앞에서 논의한 바와 같이 전환사채의 전환을 통한 발행주식수의 증가로 인하여 주주의 비례적 이익이 침해될 수 있다는 문제와 발행회사의 자본거래를 통한 전환사채의 가치 하락에 대한 사채권자의 보호가 미흡하여 투자를 주저하게 되는 점, 그리고 발행제도 및 발행시장 불완전으로 인하여 기업의 입장에서 전환사채의 발행이 용이하지 않다는 점은 전환사채의 발행과 유통의 활성화에 장애가 되고 있다.

일반적으로 개인투자자들의 채권투자에 있어서 문제가 되는 것은 채권의 수익률 계산방법이 복잡하여 이를 명확히 이해하기 힘들 뿐 아니라, 전환사채에 있어서 전환권에 대한 가치분석이나 주가와의 관계에서 전환권에 대한 가치분석이나 주가와의 관계 등은 더욱 복잡하다는 것이다.

또한 전환사채권자가 현금이 필요한 경우 또는 유리한 투자기회가 있을 경우에는 즉시 보유전환사채를 매각, 현금화할 수 있어야 한다. 그러나 현재 유통시장이 정착되지 못하여 환금성이 떨어지고 일반투자자들의 외면을 받는 등 수요기반이 빈약하다. 전환사채를 통한 기업의 자금조달이나 투자자

들의 저변확대를 위해서는 무엇보다도 유통시장에서 거래의 활성화가 뒷받침되어야 하며 전환사채의 환금성을 높이고 투자자들이 시장참여를 유도하기 위한 보완책이 마련되어야 한다.

또한 전환사채는 전환권의 부여로 인하여 전환사채권자에게 전환권의 가치하락이라는 커다란 위험을 가져올 수 있다. 이러한 전환권 희석화의 위험은 전환사채권자가 전환에 의하여 취득할 주식의 실질가치의 하락에 기인한다. 따라서 전환사채가 그 본래의 기능을 발휘하고 보편적인 자금조달 수단으로 자리 잡기 위해서는 자금조달의 편의라는 전환사채제도의 취지를 살리면서 동시에 현행 제도상의 사채권자 및 기존주주의 보호에 대한 문제점을 개선하는 것이 시급한 과제라 하겠다. 상법은 전환사채권자의 보호를 위한 규정을 두지 않고 다만 유가증권인수업무에관한규정에서 발행회사의 몇 가지 자본거래행위나 전환가액 조정에 대하여 규제를 가하고 있을 뿐이다. 따라서 사모발행의 악용을 방지하는 한편 발행시장에 있어서도 다양한 종류와 다양한 조건을 가진 전환사채가 발행될 수 있는 여건이 마련되어 일반투자자들의 폭넓은 투자를 유도하기 위한 개정이 필요하다.

즉, 현행 상법은 정관이나 주주총회의 규정이 없으면 주주에게 전환사채우선인수권을 부여할 것인지의 여부를 이사회에서 결정할 수 있도록 하고 있는바 주주의 전환사채우선인수권을 법률로 인정하여야 할 것이다. 궁극적으로는 상법을 개정하여 명문으로 주주의 전환사채우선인수권을 규정함으로써 법체계상의 논리적 모순을 제거하고 주주 보호의 실질적 정당성을 도모하여야 할 것이다. 또한 수종의 주식을 발행하는 경우 주식배정에 대하여 다른 정함을 할 수 있도록 한 상법 제344조 제3항에 전환사채의 배정도 첨가하여 이에 관한 법률관계를 명확히 하는 것이 좋다고 본다.

전환가액을 기준 주가 이하로 결정할 경우에는 전환사채의 공모에 있어서 주주우선공모방식을 채택하도록 규정하고 전환가액을 기준주가이상으로 결

정하는 경우에는 기존주주의 피해가 없으므로 공모방식을 자유롭게 하는 것이 바람직할 것이다. 그리고 전환사채의 발행은 신주발행의 실질을 가지고 있으므로 신주발행무효의 소의 경우와 마찬가지로 전환사채발행의 위법이 중대할 경우 이를 무효로 할 수 있도록 하여야 할 것이다. 이를 위하여 상법에 전환사채발행무효의 소를 규정하거나 또는 신주발행무효의 소의 준용 규정을 두는 것이 합리적이라고 생각된다.

합병에 의해 발행회사가 소멸하는 경우, 전환사채권자의 전환권이 소멸되는 피해를 방지하기 위해 프랑스상사회사법에서와 같이 존속 또는 신설회사의 전환권승계의무를 법정하는 것이 바람직하며, 회사가 분할되는 경우 사채권자에게 전환권 행사의 상대방에 관한 사항을 분할계획서에 구체적으로 기재하여 충분한 정보공시가 이루어지도록 할 필요가 있을 것이다.¹¹²⁾ 그리고 우리나라에서 전환권의 희석화에 대한 사채권자의 보호장치는 전환가액의 조정에 의한 것과 재무제한조항에 의한 것이 있으나 전환권의 희석화 방지를 위한 규정을 상법전에 신설함이 바람직하다.

제도 운영 및 정책적인 면에서는 다음과 같은 개선이 가능할 것이다. 먼저 전환으로 발행할 주식의 무의결권우선주로 하도록 유도함으로써, 기존주주의 의결권 희석화를 방지하고 새로 주주가 되는 전환사채권자에게는 우선적 이익을 배당하게 함으로써 양자의 이익을 조화시킬 수 있다고 본다. 그리고 일반인들의 전환사채에 대한 인식을 제고시키기 위하여 전환사채의 기능과 투자방법에 대한 해설 및 홍보활동을 강화해야 할 것이다. 또한 앞으로 전환사채시장의 안정적 확대와 개인 투자자에 대한 보급증대를 위해서는 증권회사의 역할이 특히 중요하다고 판단된다.

또한 무보증전환사채의 발행을 확대함으로써 회사의 보증부담을 줄여 전환사채의 발행비용을 절감하는 한편 투자자에게는 무보증전환사채에 대한 신뢰를 확보하는 수단이 강구되어야 할 것이며, 이를 위해서 신용평가기관

112) 金東民, 앞의 논문, 140면

의 기능 활성화가 요청된다. 전환사채를 무보증으로 발행하여도 투자자들이 합리적으로 그 신용등급에 따라 종목을 선별하는 판단을 할 수 있기 위하여는 사채의 평가 및 등급제도발전이 필수적이며 이것이 전환사채는 물론 일반사채의 발행과 유통확대에 미칠 영향은 지대하다 할 것이다. 그리고 전환권을 첨가하였다는 것 이외에도 채권조기상환권이나 발행자조기상환권 등을 첨가하여 전환사채를 다양하게 발행하는 것이 필요하다. 국내에서 발행되는 일부 전환사채는 이미 채권자조기상환권을 부여하여 주가의 침체로 전환권 행사가 어려운 경우 채권자가 만기 전 상환을 요구할 수 있도록 하고 있다. 이는 채권자들의 안정적 수익률을 보장하고 환금성을 부여하여 전환사채에 대한 수요를 진작시킬 수 있을 것이다.

참고문헌

1. 국내문헌

- 李泰魯, 李哲松 共著 會社法講義(제7판), 博英社, 1998
- 崔基元, 新會社法論(제12판), 博英社, 2005
- 鄭東潤, 會社法(제7판), 法文社, 2001
- 鄭燦亨, 會社法講義, 弘, 文社, 2000
- 鄭燦亨, 商法講義(上)(제6판), 博英社, 2003
- 김교창, M&A의 방어수단으로 발행된 전환사채의 효력, 인권과 정의 1998. 3.
- 김대규, 전환사채에 관한 고찰, 대한민사법학회, 민사법연구 Vol.11, No.1
- 金東民, 會社分割을 통한 企業構造調整에 관한 研究 -小數株主 및 債權者保護를 中心으로- 서울대학교 박사학위논문, 2003
- 金斗煥, 轉換社債에 관한 法的研究, 고려대학교 박사학위논문, 2003
- 김아름, 전환사채발행에서 주주와 사채권자 보호에 관한 연구, 연세대학교 석사학위논문, 2003
- 김용범, 전환사채시장의 정비방안, 상장협 통권 제35호, 한국상장사협의회, 1997
- 김택주, 지배권 쟁탈전하에서의 전환사채발행의 적법성, 동아법학 제25호, 1999
- 박길준, 전환사채 및 신주인수권부사채의 법률실무, 상장협, 한국상장사협의회, 1988
- 박병호, 사채권자 보호제도에 관한 연구, 단국대학교 석사학위논문, 1997
- 박종철, 미국법상의 전환사채에 관한 연구, 한양대학교 석사학위논문, 1988
- 송종준, 회사지배권의 쟁탈과 자본구조변경에 의한 방어책의 효력, 법조 1997 제4호
- 신윤정, M&A에 대한 방어수단으로서의 전환사채에 관한 연구, 연세대학교 석사학위논문, 1998

- 안길룡, 국내 전환사채시장의 문제점, 상장협, 한국상장사협의회, 1995
- 양승규, 주식회사의 자금조달과 증권발행, 상사법연구(창간호), 한국상사법학회, 1980
- 廉美京, 轉換社債에 관한 研究 -株主 및 社債權者保護를 중심으로-, 고려대학교 석사학위논문, 1991
- 유영일, M&A에 대한 방어수단으로서의 전환사채발행의 적법성, 상사판례연구, 한국상사판례연구회 제8집, 1997
- 윤성원, 국내 전환사채시장의 활성화 방안에 관한 이론적 연구, 명지대학교 보험증권대학원 논문집 Vol. No.2, 1998
- 尹榮信, 債權者保護에 관한 研究 -株主와 社債權者의 利益均衡을 中心으로- 서울대학교 박사학위논문, 1997
- 이준섭, 주주의 신주인수권 배제 -정당화 요건을 중심으로-, 상사법연구 제13집, 한국상사법학회, 1994
- 이철송, 주주 및 특수사채의 제자 배정의 법리, 법률신문 제2587호, 법률신문사, 1997
- 이철송, 전환사채의 발행에 따르는 몇 가지문제점, 사법행정, 제336호
- 진삼현, 전환사채발행시의 주주보호, 상장협, 제28호, 한국상장사협의회, 2003.
- 정동윤, 경영권을 지키기 위한 신주 및 잠재적 주식의 발행, 회명 박길준교수 화갑기념논문집, 기업구조의 재편과 상사법 I, 1998
- 정준영, 일반공모증자제도의 도입과 대책- 주주의 신주인수권배제를 중심으로- 상장협 제33호, 한국상장사협의회, 1996
- 崔完鎭, 特殊社債에 관한 法的研究, 고려대학교 박사학위논문, 1988

2. 외국문헌

- 鴻常夫, 「社債法の諸問題Ⅱ」, 有斐閣, 1987
- 田中耕太郎, 商法學特殊問題(上) [著作集 第8卷], 新青出版, 1998

上柳克郎・竹内昭・鴻常夫 共著(編輯代表), 新版註釋會社法, 有斐閣, 1987

江頭憲治郎, 주식회사・유한회사법(Laws of Corporations and Limited Liability Companies, 제3판, 有斐閣, 2004

河本一郎, 現代會社法, 商事法務, 2004

Kaplan, Stanley A, "Piercing the Corporate Boilerplate: Anti-dilution in Convertible Securities", 33 U. CHI. L. Rev. 1, 1965

William A. Klein, "The Convertible Bond: A Peculiar Package", 123. University of Pennsylvania Law Review(1975. 1.)

Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, Hornbook series, West Group, 2000

Parkinson v. West End Ry., 173 Mass. 446. 53 N.E. 891(1899)(판례)

ABSTRACT

A Study of Convertible Bonds

Kim, Hye Ri

The Department of Law

Sungshin Women's University

Graduate School

Corporate bonds are a kind of debts which companies limited by shares issue the bonds to supply collectively the capital for comparatively long period from the public. Besides general corporate bonds, the commercial law settles convertible bonds and bonds with stock purchase warrants which are specific corporate bonds added a kind of option. Moreover, there are participating bonds, exchangeable bonds and security bonds on securities and exchanges law and mortgage bonds on trust act.

Convertible bonds give the right of conversion to bondholders which make it possible to compare and choose the reliability of corporate bonds or the speculation of stocks in the investor's view. And in a company's point of view, they get the effect for the redemption of corporate bonds through a conversion. The cost of the capital supply is downward, so it makes the corporate bonds collection smooth. That's why many companies issue these bonds. In addition, national companies issue the depositary receipt or convertible bonds to the overseas financial market for capital supply from abroad and the response is also perspective.

Convertible bonds are called potential stocks by legal characters which give a conversion right to stocks to bondholders. Therefore, commercial law explains two cases as a basis for methods of issue; one is the case for the issue of convertible bonds by allocation of stockholders and the other is to a person beyond shareholders. The latter contains allocations to the third party and public issuances.

On the issuance of convertible bonds, it's important to protect the right of bondholders, but in case of allocations to the third party of public issuances which come under in case of the issuances of convertible bonds beyond shareholders with consideration for potential stocks could encroach existing stockholders' preemptive right. Therefore the protection for stockholders should be considered.

As a rule, commercial law makes it a principle for shareholders to give a subscription right, permitting to decide issuance, and making to be needed a general meeting of shareholders' special resolution when others beyond stockholders get the issuance of convertible bonds in the event of induction of the new technology or induction of foreign capital.

However, if the convertible bonds issued with allocation to the third party or issuances are converted into stocks, the existing shareholders' dominant interests and property interests must have been diluted in accordance with economic effects. Therefore, the conditions of the issuances should be discussed as essential conditions for the issuances of convertible bonds to the third party. It should be conferred the preliminary ways of protections for shareholders and the means of salvations for the illegal and unfair issuances of convertible bonds as to the carrying into the effects of the right of conversion.