

2015년 춘계학술대회

최근 기업금융법제의 현황과 과제

일 시 2015년 5월 1일(금) 13:30~18:00

장 소 성균관대학교 법학전문대학원 2층 207호

주최 社團 法人 韓國商事法學會



성균관대학교 법학연구소

2015년 춘계학술대회

최근 기업금융법제의 현황과 과제

일 시 2015년 5월 1일(금) 13:30~18:00

장 소 성균관대학교 법학전문대학원 2층 207호

주최 社團 法人 韓國商事法學會



성균관대학교 법학연구소

한국상사법학회 2015년 춘계학술대회 일정안내
 주제 : 최근 기업금융법제의 현황과 과제

개회식 일정

- ◆ 일 시 : 2015. 5. 1(금), 13:30~18:00
- ◆ 장 소 : 성균관대학교 법학전문대학원
- ◆ 주 최 : (사)한국상사법학회, 성균관대학교 법학연구소
 - 등 록 : 13:30~13:50
 - 개회식 : 13:50~14:00
- * 개회사 : 신현윤 한국상사법학회 회장
- * 축 사 : 최봉철 성균관대학교 법학전문대학원 원장
- * 축 사 : 이기연 여신금융협회 부회장

전체사회 : 김흥기(총무이사)
 학술사회 : 안수현(연구이사)

학술대회 일정

세션	발표자	주제	사회자	토론자1	토론자2
특별세션					
기조발제 14:00-14:20	정찬형교수 (고려대 명예교수, 금융법학회 명예회장)	경제환경의 변화와 기업금융법제의 발전			
주제발표					
제1세션 14:20-15:10	김지환 교수 (경남대)	주식의 전자등록과 대체제도 도입에 따른 주주 보호 방안	김문재 교수 (경북대)	정승화 본부장 (예탁결제원)	유주선 교수 (강남대)
제2세션 15:10-16:00	임정하 교수 (서울시립대)	상환전환우선주의 발행현황과 문제	최준선 교수 (성균관대)	조지현 교수 (한림대)	이제원 변호사 (광장)
Coffee break (16:00-16:20)					
제3세션 16:20-17:10	이미현 교수 (연세대)	현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안	임재호 교수 (부산대)	윤영신 교수 (중앙대)	오성근 교수 (제주대)
제4세션 17:10-18:00	엄세용 부장 (한국거래소)	ETN 시장의 도입 및 법적 과제	박준 교수 (서울대)	장근영 교수 (한양대)	김성용 교수 (성균관대)

- ◆ 폐회식 및 만찬 : 18:00~20:30

목 차

[기조발제]

- 경제환경의 변화와 기업금융법제의 발전 1
정찬형 교수 (고려대 명예교수, 금융법학회 명예회장)

[제1세션]

- 주식의 전자등록과 대체제도 도입에 따른 주주 보호 방안 19
김지환 교수 (경남대)

[제2세션]

- 상환전환우선주의 발행현황과 문제 45
임정하 교수 (서울시립대)

[제3세션]

- 현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안 87
이미현 교수 (연세대)

[제4세션]

- ETN 시장의 도입 및 법적 과제 119
엄세용 부장 (한국거래소)

경제환경의 변화와 기업금융법제의 발전

발표자 : 정찬형 교수
(고려대 명예교수, 금융법학회 명예회장)

경제환경의 변화와 기업금융법제의 발전

정 찬 형

(고려대 법학전문대학원 명예교수)

[목 차]

- I. 서언
- II. 상법(회사법)
- III. 자본시장법
- IV. 기타
- V. 결어

I. 서언

회사(특히 주식회사)법에서 가장 중요한 분야는 지배구조(corporate governance)와 재무(corporate finance)에 관한 부분이라고 볼 수 있는데, 이 부분은 기업경영의 투명성 및 건전성과 관련하여 끊임없이 발전하며 변화되고 있다. 또한 이 분야는 국제기준(global standards)과 경제환경의 변화에 따라서도 많은 변화와 발전을 하고 있다. 우리 회사법상 지배구조에 관한 규정의 개정에는 이해관계인들의 참여한 대립으로 큰 발전을 가져오지 못하고 있으나, 재무에 관한 규정의 개정에는 이해관계인들의 큰 대립이 없어 지금까지 많은 변화와 발전을 가져오고 있다.

회사재무에 관한 규정에서도 회사의 자금조달에 관한 기업금융법제는 그 동안 전자화·새로운 형태의 자금조달 수단의 출현 등 경제환경의 변화에 따라 많은 변화와 발전을 가져왔다. 이곳에서는 최근 경제환경의 변화에 따른 주식회사의 자금조달에 관한 규정의 변화를 살펴보겠는데, 상법(회사법)(이하 조문인용에서 ‘상’으로 약칭하고, 동법 시행령은 ‘상시’로 약칭함)·자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’으로 약칭하고, 조문인용에서는 ‘자금’으로 약칭하며, 동법 시행령은 ‘자금시’로 약칭함) 및 기타 법률로 나누어 살펴보겠다.

II. 상법(회사법)

2008년 10월 21일 정부가 국회에 제출한 「상법중일부(회사편) 개정법률안」의 내용 중 일부(자본시장법이 제정됨에 따라 동법의 시행일<2009. 2. 4>에 폐지되는 증권거래법상 상장회사의 지배구조에 관한 특례규정을 상법 회사편에 포함시키는 내용)는 2009년 1월 개정상법(2009. 1. 30, 법 9362호)에 반영되었고, 또한 동 일부(소규모 주식회사의 설립절차 간소화 및 지배구조의 개선·전자투표 등 회사경영의

정보기술<IT>화에 관한 규정)는 2009년 5월 개정상법(2009. 5. 28, 법9746호)에 반영되었으며, 그 나머지 부분에 대하여는 2011년 4월 개정상법(2011. 4. 14, 법 10600호, 시행일자: 2012. 4. 15)에 반영되었다.¹⁾

2011년 4월 개정상법에서 경제환경의 변화에 따른 기업금융법제가 많이 개정되었는데, 이의 대표적인 것으로는 다양한 종류의 주식을 도입하였고(상 344조·345조 및 346조의 개정, 344조의 2부터 344조의 3까지 신설), 무액면주식제도를 도입하였으며(상 329조 개정, 451조 개정), 주식 및 사채 등의 전자등록제를 도입하였고(상 356조의 2 및 478조 3항 등의 신설), 사채제도의 개선(상 469조 및 481조부터 485조까지 개정, 470조부터 473조까지 삭제, 480조의 2 및 480조의 3 신설) 등이다. 이하에서는 이를 주식과 사채로 나누어 살펴보겠다.

1. 주식

1.1. 다양한 종류의 주식 도입

(1) 2011년 4월 개정상법 이전에는 수종의 주식으로 “회사는 이익이나 이자의 배당 또는 잔여재산의 분배에 관하여 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있다”고 규정하였다(개정전 상 344조 1항). 이는 이익 또는 건설이자의 배당, 잔여재산의 분배에 관하여 내용이 다른 주식의 발행을 허용하여 총 3가지의 종류주식을 인정하였으나, 종류주식으로서 실질적으로 기능하고 있는 것은 이익배당을 우선적으로 받을 수 있는 이익배당우선주에 국한되었고 건설이자나 잔여재산분배에 관한 종류주식의 이용사례는 거의 없었다. 이는 기업 측에서 보면 실제로 이용할 수 있는 종류주식은 배당우선주 하나뿐이므로 자금조달수단이 그 만큼 제한적이었고, 이러한 제한으로 인하여 회사는 주식발행을 통하여 자금을 조달하는데 상당한 어려움이 있었다. 따라서 2011년 4월 개정상법은 주식발행을 통한 자금조달의 원활화를 위하여 종류주식의 법정유형을 대폭 확대하였는데, 이러한 종류주식의 다양화는 기업 측의 자금조달을 용이하게 하는 기능뿐만 아니라 투자자의 투자상품을 다양화하면서 증권회사나 자산운용업자는 그들이 취급할 수 있는 금융상품을 다양화하므로 자본시장의 발전이라는 기능도 갖는다.²⁾

(2) 2011년 4월 개정상법에서는 ‘수종의 주식’이라는 용어 대신에 ‘종류주식’이라는 용어를 사용하고, 이러한 종류주식의 개념에 상환주와 전환주를 포함시켰으며, 건설이자가 폐지됨에 따라(상 463조 삭제) 건설이자에 관한 종류주식을 인정하지 않고 있다(상 344조 1항). 또한 2011년 4월 개정상법 이전에 이익배당 우선주에 대하여 정관으로 최저배당율을 정하도록 한 규정(개정전 상 344조 2항 후단)은 이의 효율성이 별로 없고 이를 운영하는 입법레도 드물며 배당가능이익이 구체화되기 전에 최저배당율부터 정한다는 것은 비논리적이고 또한 기업 측에서는 배당압박에 대한 염려로 우선주의 활용이 부진하여 자금조달이 어렵게 되었다는 이유 등으로 2011년 4월 개정상법에서는 폐지되었다.³⁾

(3) 2011년 4월 개정상법 이전에는 의결권 없는 주식(무의결권주)은 이익배당우선

1) 정찬형, 「상법강의(상)(제18판)」(서울: 박영사, 2015), 434~435면.

2) 법무부, 「상법회사편 해설」(안양: 도서출판 동강, 2012), 125~126면.

3) 법무부, 상계 해설, 132~133면.

주에 대하여만 인정하였고 또한 이익배당우선권이 박탈되면 자동적으로 의결권이 부활되는 것으로 규정하였다(개정전 상 370조 1항). 그런데 2011년 4월 개정상법에서는 의결권이 없는 종류주식(의결권배제종류주식 또는 무의결권주식)에 대하여 이익배당 우선주에 한정하는 제한을 폐지하였고, 이에 따라 의결권 자동 부활조항은 불필요하게 되었다(상 344조의 3 1항). 따라서 보통주에 대하여도 의결권이 없는 종류주식으로 할 수 있다.⁴⁾

또한 2011년 4월 개정상법은 이러한 무의결권주식의 대상을 확대하였을 뿐만 아니라, 의결권이 제한되는 종류주식(예컨대, 이사의 선임·재무제표의 승인 등에 관해서만 의결권이 없거나 또는 있는 것으로 할 수 있는 주식)을 인정하고 이의 대상도 제한하지 않았다(상 344조의 3 1항).

(4) 2011년 4월 개정상법 이전에는 이익배당 우선주에 대해서만 상환주식을 인정하고(개정전 상 345조 1항), 상환에 대한 선택권이 회사에게 있느냐(수의상환주식 또는 임의상환주식) 또는 주주에게 있느냐(의무상환주식 또는 강제상환주식)에 대하여는 상법에 규정이 없었으므로 정관에 아무런 규정이 없으면 수의상환주식으로 해석하였다.⁵⁾ 그런데 2011년 4월 개정상법에서는 상환주식으로 할 수 있는 주식에 대하여 이익배당 우선주에 한정하지 않고 상환주식과 전환주식을 제외한 모든 종류주식으로 확대하였다(상 345조 5항). 그러나 해석상 보통주를 상환주로 할 수는 없다고 본다.⁶⁾ 또한 상법에서 명문으로 회사는 정관에서 정하는 바에 따라 회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식(회사상환주식 또는 상환사유부주식) 또는 주주가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있는 종류주식(주주상환주식 또는 상환청구권부주식)을 발행할 수 있음을 규정하고 있다(상 345조 1항 1문, 3항 1문).

또한 2011년 4월 개정상법 이전에는 상환주식의 취득의 대가에 대하여 특별히 규정하지 않았으나, 2011년 4월 개정상법은 상환주식의 취득의 대가로서 현금 외에 유가증권(다른 종류주식은 제외함)이나 그 밖의 자산을 교부할 수 있는데 이 경우 그 자산의 장부가액은 배당가능이익 범위 내이어야 함을 규정하고 있다(상 345조 4항).

(5) 2011년 4월 개정상법 이전에는 전환권을 주주에게만 인정하는 전환주식만을 인정하였다(개정전 상 346조 1항). 그런데 이는 자금조달을 위하여 전환권이 있는 우선주를 발행한 회사에 대하여 우선배당의 부담을 해소하기 어려워 정관에 일정한 기한의 도래 또는 조건의 성취로 우선주가 자동적으로 보통주로 전환된다는 조항을 두어 우회적인 방법으로 강제전환의 목적을 달성하고자 한 점, 기업공개나 기업구조조정의 과정에서 종류주식의 단순화·주주관리비용 등의 절감 등의 목적으로 회사에 의한 강제전환권을 도입할 필요가 있었던 점 등에서,⁷⁾ 2011년 4월 개정상법은 전환권을 주주에게 뿐만 아니라 회사에게도 부여하는 전환주식을 인정하였다(상 346조 1항·2항). 2011년 4월 개정상법으로 종류주식의 유형이 확대되었고 또한 전환권이 회사에게도 인정되므로 전환주식을 통한 자금조달이 보다 용이할 것이다.⁸⁾

4) 정찬형, 전게서(2015), 694면; 법무부, 상계 해설, 137면.

5) 정찬형, 「상법강의(상)(제13판)」(서울: 박영사, 2010), 644~645면.

6) 정찬형, 전게서(2015), 688~689면 주 2 ③; 법무부, 전계 해설, 148면, 150면.

7) 법무부, 상계 해설, 153면.

8) 법무부, 상계 해설, 154면.

2011년 4월 개정상법에 의하여도 전환주식의 보통주로의 전환은 당연히 인정된다.⁹⁾

1.2. 무액면주식제도의 도입

(1) 2011년 4월 개정상법은 무액면주식제도를 최초로 도입하였다(상 329조 1항·4항·5항, 451조 2항·3항). 이와 같이 무액면주식제도를 도입함으로써 주식발행의 효율성 및 자율성이 높아져 회사의 자금조달의 편의를 기할 수 있고 또한 소규모기업의 원활한 창업이 확대될 것이다.¹⁰⁾

2011년 4월 개정상법에 의하면 회사는 정관에서 정한 경우에만 주식의 전부를 무액면주식으로 발행할 수 있는데, 이와 같이 무액면주식을 발행하는 경우에는 액면주식을 발행할 수 없다(상 329조 1항). 회사가 무액면주식을 발행하는 경우 회사의 자본금은 「주식의 발행가액의 2분의 1 이상의 금액으로서 이사회(신주발행을 정관에서 주주총회에서 결정하기로 정한 경우에는 주주총회)에서 자본금으로 계산하기로 한 금액의 총액」으로 하고(상 451조 2항 1문), 주식의 발행가액 중 자본금으로 계상하지 아니하는 금액은 자본준비금으로 계상하여야 한다(상 451조 2항 2문). 회사는 정관에서 정하는 바에 따라 발행된 액면주식을 무액면주식으로 전환하거나 무액면주식을 액면주식으로 전환할 수 있는데(상 329조 4항·5항), 회사가 액면주식을 무액면주식으로 전환하거나 무액면주식을 액면주식으로 전환함으로써 자본금을 변경할 수는 없다(상 451조 3항).

(2) 참고로 2014년 5월 개정상법(2014. 5. 20, 법 12591호, 시행: 2014. 5. 20)에 의하여 무기명주식제도가 폐지되었다. 그 이유는 현재까지 무기명주식은 발행사태가 없어 기업의 자금조달에 기여하지 못하고, 소유자 파악이 곤란하여 양도세 회피 등 과세사각지대의 발생 우려가 있으며, 조세 및 기업소유구조의 투명성 결여로 인한 대외신인도를 저하시키는 원인이 되고 있고, 프랑스·일본·미국·독일 등 주요 선진국들도 무기명주식제도를 폐지하는 추세 등으로 무기명주식제도를 더 이상 유지할 실익이 없기 때문이라고 한다.¹¹⁾

1.3. 주식 및 사채 등의 전자등록제

(1) 2011년 4월 개정상법은 유가증권의 무권화(전자화)의 일환으로 주권을 발행하지 않고 주식을 전자등록할 수 있도록 하는 입법을 하였다. 우리 상법은 주식을 표창하는 유가증권으로 주권(株券)에 대하여 규정하고 있는데(상 355조~360조), 실무에서는 주권을 한국예탁결제원에 예탁하는 증권예탁제도(자금 308조~323조)와 주주가 기명주식의 주권을 소지하지 않겠다고 회사에 신고하는 주권불소지제도(상 358조의 2) 등에 의하여 권리의 발생·이전·행사 등에 주권이 실제로 이용되지 않는 경우가 많았다. 이는 증권무권화 과정의 하나의 단계라고 볼 수 있는데, 증권예탁제도나 주권불소지제도는 증권(주권)의 발행을 전제로 하나, 2011년 4월 개정상법

9) 정찬형, 전게서(2015), 688~689면 주 2 ④; 법무부, 상계 해설, 156면(이를 명확히 하기 위하여 상법 제346조 제1항과 제2항의 '다른 종류주식'을 개정전과 같이 '다른 종류의 주식'으로 하여 표현을 명확히 하는 개정을 할 예정이라고 한다).

10) 2011년 4월 상법(회사편) 개정안 제안이유.

11) 정찬형, 전게서(2015), 687~688면; 2014년 5월 상법(회사편) 개정안 제안 이유.

에서 도입된 주식의 전자등록제도는 처음부터 증권(주권)을 발행하지 않는 제도로서 증권무권화제도의 최종단계라고 볼 수 있다.¹²⁾

주식의 전자등록제도는 발행회사측에서는 실물증권의 발행과 발행될 실물주권의 관리와 관련되는 각종 절차를 간소화하고 또한 비용을 절약할 수 있는 장점이 있고, 투자자측에서는 실물주권의 보유로 인하여 발생하는 도난·분실 등의 위험이 없고 권리행사가 편리하게 되는 장점이 있으며, 금융투자업자측에서는 주권관리비용의 절감과 주권업무의 효율성을 제고할 수 있는 장점 등이 있다.¹³⁾

(2) 회사가 정관으로 정하는 바에 따라 주권을 발행하는 대신 전자등록기관의 전자등록부에 주식을 등록발행하면(상 356조의 2 1항), 전자등록부에 등록된 주식의 양도나 입질은 전자등록부에 등록하여야 효력이 발생하고(상 356조의 2 2항), 전자등록부에 주식을 등록한 자는 그 등록된 주식에 대한 권리를 적법하게 보유한 것으로 추정하며, 선의취득이 인정된다(상 356조의 2 3항).

전자등록의 절차·방법 및 효과, 전자등록기관의 지정·감독 등 주식의 전자등록 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다(상 356조의 2 4항). 상법(회사편)개정 정부안에서는 전자등록의 절차·방법 및 효과, 전자등록기관의 지정·감독 등 주식의 전자등록에 관한 사항은 “따로 법률(전자유가증권법)”로 정하기로 하였다. 그러나 전자유가증권법 제정 추진 과정에서 국제등록업무를 담당하는 한국은행의 반대에 부딪쳐 전자유가증권법안은 2년 넘게 표류하고 있었고, 그 사이 금융위원회는 기업어음(CP)을 대상으로 하는 ‘전자단기사채 등의 발행과 유통에 관한 법률’을 단독으로 제정하여 2011. 6. 23 국회본회의를 통과하였다. 따라서 법무부는 국회 법안심사 소위에 이러한 문제상황이 있음을 밝히고, 우선 대통령령인 ‘상법시행령’에서 세부사항을 정하도록 기존의 합의를 변경할 필요성을 주장하여, 국회 법안심사 1소위에서 “다른 법률”이 “대통령령”으로 수정되어 가결되었다. 이와 함께 법무부는 금융위원회와 함께 ‘전자유가증권’의 제정을 추진하기로 하였다.¹⁴⁾

(3) 주식의 전자등록제도는 신주발행시의 신주인수권(상 420조의 4)·사채(상 478조 3항)·신주인수권부사채의 신주인수권(상 516조의 7) 및 상법상의 유가증권(상 65조 2항)에도 준용되어, 상법상의 모든 유가증권을 무권화(전자화)할 수 있도록 하여, 주식의 전자등록에 관한 규정은 상법상의 유가증권의 무권화(전자화)에 관한 일반규정의 기능을 하고 있다.

2. 사채

2.1. 일반사채에 관한 규정의 개정

2011년 4월 개정상법 이전에는 회사채권자를 보호하기 위하여 회사의 사채발행에 많은 제한을 두었는데(개정전 상 470조~473조), 2011년 4월 개정상법은 이러한 사채발행에 대한 제한을 모두 폐지하여 회사의 사채발행에 대한 자율성을 증대함으로써 회사의 자금조달에 기동성을 부여하였다. 이를 개별적으로 살펴보면 다음과 같다.

12) 정찬형, 전게서(2015), 717면; 동, “전자증권제도의 도입에 따른 법적 과제,” 「상사법연구」(한국상사법학회), 제22권 3호 특집호(2003.10), 21면.

13) 정찬형, 전게서(2015), 718면; 동, 상계논문, 22면.

14) 법무부, 전계 해설, 167~168면.

(1) 2011년 4월 개정상법 이전에는 사채총액을 제한하였는데(개정전 상 470조), 이러한 사채총액의 제한은 사채발행시의 제한에 불과하고 회사가 그 후에 자본금 등을 감소하는 경우에 이러한 제한이 유지될 수 없고 또한 회사가 그 후에 개별적으로 차입하여 많은 부채를 부담하면 이러한 제한이 사채권자의 보호에 의미가 없어 사채총액을 제한하는 규정의 실효가 없다는 이유로 학설은 종래부터 이 규정을 폐지할 것을 입법론상 주장하였다.¹⁵⁾ 따라서 이러한 학설이 주장하는 점과 채권자에게 지급불능의 위험을 증가시키는 것은 부채총액이지 사채발행총액만이 아니라는 점에서 2011년 4월 개정상법은 사채총액의 제한에 관한 규정을 삭제하였다.¹⁶⁾

(2) 2011년 4월 개정상법 이전에는 “회사는 전에 모집한 사채의 총액의 납입이 완료된 후가 아니면 다시 사채를 모집하지 못한다”고 규정하여(개정전 상 471조), 사채의 재모집에 관하여 제한을 하였다. 이는 사채발행의 남용을 방지하기 위한 것인데, 이러한 제한은 회사의 자금조달의 기동성을 저해하고 또한 실제로 실효성이 없다는 이유로 2011년 4월 개정상법에서는 이 규정을 삭제하였다.¹⁷⁾

(3) 2011년 4월 개정상법 이전에는 “각 사채의 금액은 1만원 이상으로 하여야 하고, 동일 종류의 사채에서는 각 사채의 금액은 균일하거나 최저액으로 정제할 수 있는 것이어야 한다”고 규정하여(개정전 상 472조), 사채의 금액을 제한하였다. 이는 사채권자집회에서 의결권 산정을 용이하게 하기 위한 것인데, 사채권자집회에서 의결권 산정은 사채권자가 가지고 있는 미상환사채의 합계액을 기준으로 하는 것이 합리적인 점에서 사채의 금액에 대한 제한은 불필요하다는 이유로 2011년 4월 개정상법에서는 이 규정을 삭제하였다.¹⁸⁾

(4) 2011년 개정상법 이전에는 “사채권자에게 상환할 금액이 권면액을 초과할 것을 정한 때에는 그 초과액은 각 사채에 대하여 동률이어야 한다”고 규정하여(개정전 상 473조), 할증상환의 경우 권면액 초과액은 동률이어야 한다는 제한을 하였다. 이는 할증상환이 도박으로 악용되는 것을 방지하기 위한 것인데, 사행심에 대한 규제는 상법의 규율대상이 아니고 형벌규정 등으로 할 수 있는 것이므로 상법에서 이를 규제하는 것이 불필요하다는 이유로 2011년 개정상법에서는 이 규정을 삭제하였다.¹⁹⁾

(5) 참고로 2011년 4월 개정상법에서는 사채권자의 이익을 위하여 사채관리회사에 관한 규정을 신설하였다(상 480조의 2~485조). 즉, 2011년 4월 개정상법 이전에는 기채회사(사채발행회사)로부터 사채모집의 위탁을 받은 수탁회사는 한편으로는 기채회사와 위임계약을 체결하고 기채회사의 「임의대리인」의 자격에서 사채모집의 업무를 수행하였고 다른 한편으로는 사채권자와 특별한 계약관계에 있지 않으면서 사채권자의 「법정대리인」의 자격에서 사채권자를 위하여 사채의 상환을 받는 등의 업무를 수행하였는데, 수탁회사가 이해가 상반하는 기채회사와 사채권자의 대리인이 동시에 되는 것은 문제가 있다고 하여 2011년 4월 개정상법은 이 양자의 지위를 분리하여 수탁회사는 그대로 두고 사채권자의 대리인으로서 사채관리회사를

15) 정찬형, 전게서(2010), 1070면 외.

16) 법무부, 전계 해설, 361~362면.

17) 정찬형, 전게서(2015), 1180면; 법무부, 상계 해설, 363면.

18) 정찬형, 상계서(2015), 1180~1181면; 법무부 상계 해설, 364면.

19) 정찬형, 상계서(2015), 1181면; 법무부, 상계 해설, 365면.

둘 수 있도록 하였다.²⁰⁾

2.2. 특수사채의 확대

(1) 2011년 4월 개정상법 이전에는 상법상 특수사채는 전환사채(상 513조 이하)와 신주인수권부사채(상 516조의 2 이하)에 대하여만 규정하였다. 이와 같이 상법에서 사채의 종류와 발행방법을 제한하여 사채제도를 비탄력적으로 해석·운용한 결과, 자본시장에서 발행 수요가 있는 신종증권 등에 대해서는 구 증권거래법 등에서 규정하게 되었다. 따라서 2011년 4월 개정상법은 사채발행 근거를 탄력적·무제한적 규정으로 해석·운용할 수 있는 장치가 필요하므로 다양한 사채를 발행할 수 있는 근거규정을 두게 되었다²¹⁾(상 469조 2항). 이와 함께 사채발행의 기동성을 위하여 사채발행의 결정을 대표이사에게 위임할 수 있도록 하였다(상 469조 4항).

(2) 2011년 4월 개정상법은 이익참가부사채(상 469조 2항 1호)·교환사채(상 469조 2항 2호)·상환사채(상 469조 2항 2호) 및 파생결합사채(상 469조 2항 3호)의 발행근거에 대하여만 규정하고, 이러한 사채의 내용 및 발행방법 등 발행에 필요한 구체적인 사항은 상법 시행령에 위임하고 있다(상 469조 3항, 상시 21조~25조).

Ⅲ. 자본시장법

1. 주식

1.1. 주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례

(1) 자본시장법상 주권상장법인이 주주배정에 의한 신주발행의 경우에는 상법 제 416조 제5호(주주가 가지는 신주인수권을 양도할 수 있는 것에 관한 사항) 및 제6호(주주의 청구가 있는 때에만 신주인수권증서를 발행한다는 것과 그 청구기간)에도 불구하고 주주에게 신주인수권증서를 발행하여야 한다(자금 165조의 6 1항 1호·3항 본문). 이 경우 주주 등의 이익 보호, 공정한 시장질서 유지의 필요성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법(증권시장에 상장하는 방법 등)에 따라 신주인수권증서가 유통될 수 있도록 하여야 한다(자금 165조의 6 3항 단서, 자금시 176조의 8 4항).

(2) 자본시장법은 주권상장법인이 신주를 발행하는 경우에는 공모에 의한 신주를 발행할 수 있는 점에 대하여 명문규정을 두고(자금 165조의 6 1항 3호), 이 경우 정관으로 정하는 바에 따라 이사회결의로 정할 수 있는 신주배정방식의 유형을 규정하고 있는데 이 경우에는 상법 제418조 제1항(주주배정에 의한 신주발행) 및 같은 조 제2항 단서(제3자배정은 신기술의 도입·재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다)를 적용하지 아니한다(자금 165조의 6 4항). 공모발행의 경우 자본시장법에서 규정하는 신주배정의 방식에는 (i) 신주인수의 청약을 할 기회를 부여하는 자의 유형을 분류하지 아니하고 불특정다수의

20) 정찬형, 상게서(2015), 1193~1194면; 법무부, 상계 해설, 371면.

21) 법무부, 상계 해설, 357면.

청약자에게 신주를 배정하는 방식, (ii) 우리사주조합원에 대하여 신주를 배정하고 청약되지 아니한 주식까지 포함하여 불특정 다수인에게 신주인수의 청약을 할 기회를 부여하는 방식, (iii) 주주에 대하여 우선적으로 신주인수의 청약을 할 수 있는 기회를 부여하고 청약되지 아니한 주식이 있는 경우 이를 불특정 다수인에게 신주를 배정받을 기회를 부여하는 방식 및 (iv) 투자매매업자 또는 투자중개업자가 인수인 또는 주선인으로서 마련한 수요예측 등 대통령령으로 정하는 합리적인 기준(발행되는 주식의 가격 및 수량 등에 대한 투자자의 수요와 주식의 보유기간 등 투자자의 투자성향을 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 파악하는 수요예측)에 따라 특정한 유형의 자에게 신주인수의 청약을 할 수 있는 기회를 부여하는 경우로서 금융위원회가 인정하는 방식이다(자금 165조의 6 4항 1호~4호, 자금시 176조의 8 5항).

(3) 자본시장법은 실권주의 처리방법에 대하여 규정하고 있다(자금 165조의 6 2항). 즉, 주권상장법인인 신주를 배정하는 경우 그 기일까지 신주인수의 청약을 하지 아니하거나 그 가액을 납입하지 아니한 주식(실권주)에 대하여는 원칙적으로 발행을 철회하여야 한다(자금 165조의 6 2항 본문). 그러나 예외적으로 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 산정한 가격 이상으로 신주를 발행하는 경우로서, (i) 실권주가 발생하는 경우 대통령령으로 정하는 특수한 관계(계열회사의 관계)에 있지 아니한 투자매매업자가 인수인으로서 그 실권주 전부를 취득하는 것을 내용으로 하는 계약을 해당 주권상장법인과 체결하는 경우, 또는 주주배정에 의한 신주발행의 경우 신주인수의 청약 당시에 해당 주권상장법인과 주주간의 별도의 합의에 따라 실권주가 발생하는 때에는 신주인수의 청약에 따라 배정받을 주식수를 초과하는 내용의 청약(초과청약)을 하여 그 초과청약을 한 주주에게 우선적으로 그 실권주를 배정하기로 하는 경우[이 경우 신주인수의 청약에 따라 배정받을 주식수에 대통령령으로 정하는 비율(100분의 20)을 곱한 주식수를 초과할 수 없다], 또는 그 밖에 주권상장법인의 자금조달의 효율성·주주 등의 이익보호·공정한 시장질서유지의 필요성을 종합적으로 고려하여 대통령령으로 정하는 경우(자본시장법 제130조에 따라 신고서를 제출하지 아니하는 모집·매출의 경우, 법상 인정된 경우를 제외하고 우리사주조합원에게 배정하는 경우)에는 그에 따른 처리가 인정되므로 발행을 철회할 필요가 없다(자금 165의 6 2항 단서, 자금시 176조의 8 1항~3항).

1.2. 액면미달 발행의 특례

(1) 상법상 회사가 액면미달의 주식을 발행하는 경우에는 주주총회의 특별결의와 법원의 인가를 요하나(상 417조 1항), 자본시장법상 주권상장법인인 법원의 인가 없이 주주총회의 특별결의만으로 액면미달의 주식을 발행할 수 있다(자금 165조의 8 1항 본문). 다만, 액면미달금액의 총액에 대하여 상각을 완료하지 아니한 경우에는 그러하지 아니하다(자금 165조의 8 1항 단서).

(2) 상법상 회사가 액면미달의 주식을 발행하는 경우에는 주주총회의 결의에서 최저발행가액을 정하고 법원이 제반사정을 참작하여 최저발행가액을 변경하여 인가할 수 있는데(상 417조 2항·3항), 자본시장법상 주권상장법인인 최저발행가액을 주주총회의 결의에서 정하되 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한 가격 이상이어

야 한다(자금 165조의 8 2항, 자금시 176조의 10).²²⁾

(3) 상법상 회사가 액면미달의 주식을 발행하는 경우에는 발행시기가 법원의 인가를 얻은 날로부터 1월내이고 법원은 이 기간을 연장하여 인가할 수 있는데(상 417조 4항), 자본시장법상 주권상장법인의 경우에는 법원의 인가가 없으므로 주주총회에서 다르게 정한 경우를 제외하고 주주총회의 결의일부터 1개월 이내에 발행하여야 한다(자금 165조의 8 3항).

1.3. 의결권이 없거나 제한되는 종류주식의 특례

(1) 상법상 의결권이 없거나 제한되는 종류주식은 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못하나(상 344조의 3 2항), 자본시장법상 주권상장법인은 이러한 종류주식을 발행주식총수의 2분의 1까지 발행할 수 있다(자금 165조의 15 2항).

(2) 대통령령으로 정하는 방법(주권상장법인과 주식을 신규로 상장하기 위하여 주식을 모집 또는 매출하는 법인이 금융위원회가 정하여 고시하는 바에 따라 해외증권을 의결권 없는 주식으로 발행하는 것)에 따라 외국에서 주식을 발행하거나 외국에서 발행하는 주권 관련 사채권·그 밖에 주식과 관련된 증권의 권리행사로 주식을 발행하는 경우, 국가기간산업 등 국민경제상 중요한 산업을 경영하는 법인 중 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 법인(정부·한국은행·한국산업은행 등이 주식 또는 지분의 100분의 15 이상을 소유하고 있는 법인 또는 다른 법률에 따라 주식취득 또는 지분참여가 제한되는 사업을 하고 있는 법인)으로서 금융위원회가 의결권 없는 주식의 발행이 필요하다고 인정하는 법인이 주식을 발행하는 경우는 발행주식총수의 4분의 1 범위내의 의결권 없는 주식의 한도를 계산할 때에는 산입하지 아니하고(자금 165조의 15 1항, 자금시 176조의 16 1항·2항, 상 344조의 3 2항), 자본시장법상 발행주식총수의 2분의 1 범위내에는 포함된다(자금 165조의 15 2항).

(3) 자본시장법상 의결권이 없거나 제한되는 주식총수의 발행주식총수에 대한 비율이 4분의 1을 초과하는 주권상장법인은 발행주식총수의 2분의 1 범위내에서 대통령령으로 정하는 방법(주주 또는 사채권자에 의한 신주인수권·전환권 등의 권리행사 등)에 따라 신주인수권의 행사·준비금의 자본전입 또는 주식배당 등의 방법으로 의결권 없는 주식을 발행할 수 있다(자금 165조의 15 3항, 자금시 176조의 16 3항).

22) 자본시장법 시행령 제176조의 10(주식의 액면미달발행 시 최저발행가격) 자본시장법 제 165조의 8 제2항 후단에서 "대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한 가격"이란 다음 각 호의 방법에 따라 산정된 가격 중 높은 가격의 100분의 70을 말한다.

1. 주식의 액면미달가액 발행을 위한 주주총회의 소집을 결정하는 이사회(이하 이 조에서 "주주총회소집을 위한 이사회"라 한다)의 결의일 전일부터 과거 1개월간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격의 평균액
2. 주주총회소집을 위한 이사회의 결의일 전일부터 과거 1주일간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격의 평균액
3. 주주총회소집을 위한 이사회의 결의일 전일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격

2. 사채

2.1. 주권 관련 사채권의 발행에 주식 발행에 관한 규정의 준용

상법 제469조 제2항 제2호(교환사채, 상환사채), 제513조(전환사채) 및 제516조의 2(신주인수권부사채)에 따른 사채(이하 ‘주권 관련 사채권’이라 한다)을 발행하는 경우에는 자본시장법 제165조의 6 제1항(주주에 대한 배정, 제3자에 대한 배정 및 공모에 의한 배정)·제2항(실권주 처리방법) 및 제4항(공모에 의한 배정방식), 제165조의 9(제3자에 대한 신주배정 등에 주주에게 하는 통지를 생략할 수 있는 경우)를 준용하도록 하여(자금 165조의 10 1항), 신주발행의 경우와 동일하게 보고 있다.

그러나 상법상 특수사채(전환사채·신주인수권부사채 등)의 발행절차에는 특칙규정이 없으므로, 일반사채의 발행절차(상 469조 이하)와 거의 동일하게 해석한다.²³⁾

2.2. 분리형 신주인수권부사채의 발행제한

참고로 자본시장법상 주권상장법인은 분리형 신주인수권부사채를 발행할 수 없도록 하고 있다(자금 165조의 10 2항). 그 동안 분리형 신주인수권부사채는 일부 한계기업의 편법적 지분확보나 대주주 등에게 저가 매각 등을 통한 경영권 보호수단으로 악용되어 왔기 때문에 자본시장법에서 이의 발행을 금지하였다.²⁴⁾

3. 조건부자본증권

3.1. 도입배경

조건부자본증권은 금융회사의 자본규제 및 강화방안의 일환으로 2010년 12월 바젤Ⅲ에서 그 도입이 논의된 것인데, 바젤Ⅲ은 은행 등 금융기관이 독자생존이 불가능한 상황에서 공적 자금 투입 이전에 ‘자본증권은 이에 상각 또는 보통주로 전환되는 조건이 부가된 경우에만 자기자본으로 인정이 가능하다’고 규정하였다. 따라서 금융기관은 조건부자본증권을 활용하는 경우 외부 제3자가 아닌 주주 또는 채권자에 의한 구제금융이 가능하게 된다.²⁵⁾

우리나라에서는 2013년 5월 28일 개정된 자본시장법에서 기업의 재무건전성 유지와 다양한 자금조달수단을 기업에 제공한다는 차원에서 이러한 조건부자본증권을 도입하였다(자금 165조의 11, 자금시 176조의 12~176조의 13). 그런데 이러한 조건부자본증권은 금융회사의 자본규제 및 강화방안의 일환으로 바젤Ⅲ에서 그 도입이 논의된 점 등에서 볼 때, 자본시장법이 아닌 은행법 등에서 먼저 규정되었어야 한다고 본다.

23) 정찬형, 전게서(2015), 1204면, 1214면.

24) 유춘화, “자본시장법 개정에 즈음하여,” 「예탁결제」(한국예탁결제원), 제87호(2013년 3분기), 56면; 정찬형, 상게서(2015), 1247면.

25) 정찬형, 상게서(2015), 1230면; 유춘화, 상게논문, 53~54면.

이에 관한 상세는 양기진, “은행에서의 조건부자본증권 도입에 관한 연구(자본시장법 개정안의 논의를 중심으로),” 「금융법연구」(한국금융법학회), 제9권 제1호(2012), 257면 이하 참조.

3.2. 의의 및 종류

(1) 조건부자본증권이란 「사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우 주식으로 전환되거나 그 사채의 상환과 이자지급 의무가 감면된다는 조건이 붙은 사채」를 말한다(자금 165조의 11 1항).

(2) 따라서 조건부자본증권에는 주식으로 전환되는 조건이 붙은 사채인 「전환형(출자전환형) 조건부자본증권」(자금 165조의 11 2항, 자금시 176조의 12)와 사채의 상환과 이자지급의무가 감면된다는 조건이 붙은 사채인 「상각형(채무조정형) 조건부자본증권」(자금 165조의 11 2항, 자금시 176조의 13)이 있다.

이러한 조건부자본증권을 자본시장법에서는 (상법상 특수사채와는 다른) 사채로 규정하고 있으나(자금 165조의 11 1항 전단), 특히 상각형 조건부자본증권의 경우 원본의 상환과 이자지급의무가 감면된다는 점에서 사채로 부를 수 있는지는 의문이다.

3.3. 전환형 조건부자본증권의 발행에 주식 발행에 관한 규정의 준용

전환형 조건부자본증권을 발행하는 경우에는 자본시장법 제165조의 6 제1항(주주에 대한 배정, 제3자에 대한 배정 및 공모에 의한 배정)·제2항(실권주 처리방법) 및 제4항(공모에 의한 배정방식), 제165조의 9(제3자에 대한 신주배정 등에 주주에게 하는 통지를 생략할 수 있는 경우)를 준용하도록 하여(자금 165조의 10 1항), 신주발행의 경우와 동일하게 보고 있다. 또한 상법상 신주발행에 관한 규정과 전환주식에 관한 규정을 준용하고 있다(자금 165조의 11 2항, 자금시 176조의 12 7항).

IV. 기타

1. 전자단기사채

전자단기사채는 「전자단기사채 등의 발행 및 유통에 관한 법률」(이하 ‘단기사채법’이라 약칭함)(2011. 7. 14, 법 10855호)에 의하여 발생한 것인데, 2013년 1월 15일부터 시행되어 국내 자본시장에 새로운 금융투자상품의 하나로 나타나게 되었다. 단기사채법은 전자단기사채를 “자본시장법 제4조 제3항에 따른 채무증권인 사채권으로서 (i) 각 사채의 금액이 1억원 이상이고, (ii) 만기가 1년 이내이며, (iii) 사채금액을 한꺼번에 납입하여야 하고, (iv) 만기에 원리금 전액을 한꺼번에 지급한다는 취지가 정하여져 있어야 하며, (v) 사채에 전환권·신주인수권·그 밖에 다른 증권으로 전환하거나 다른 증권을 취득할 수 있는 권리가 부여되지 아니하여야 하고, (vi) 사채에 담보부사채신탁법 제4조에 따른 물상담보를 붙이지 아니하여야 하는 요건을 모두 갖추고, 전자적 방식으로 등록된 것을 말한다”고 정의하고 있다(단기사채법 1조 1항).

전자단기사채는 종래에 기업의 단기자금 조달수단으로 활용되어 왔던 무담보 유통어음(약속어음)인 기업어음(C.P.: Commercial Paper)의 문제점(실물증권이 발행되어야 하기 때문에 발행비용 외에 위조·변조 및 분실 등의 위험이 발생하는 점 등)을 해결하기 위하여 도입된 것으로서, 이의 핵심은 기업어음의 법적 형식을 약속어음에서 사채로 전환하고(기업어음의 사채화) 그 사채의 발행·유통을 완전히 전자

화 한 것이다(사채의 전자화).²⁶⁾ 따라서 전자단기사채는 기업어음(CP)과 일반사채의 전자등록(상 478조 3항)을 결합한 것이라고 볼 수 있다.²⁷⁾

2. 크라우드펀딩

크라우드펀딩(crowdfunding)이란 “온라인 웹 기반의 플랫폼을 통하여 특정 프로젝트·사업·대출 등의 목적으로 다수의 사람들로부터 소액 자금을 조달하는 행위”를 총칭하는 용어이다.²⁸⁾ 이러한 크라우드펀딩에는 대가 없는 출연을 통한 자금조달방식인 기부형 크라우드펀딩, 자금공급자의 출연의 대가로 이자·사업수익 등 금전적 보상이 아닌 다른 형태의 보상을 제공하거나 자금공급자가 출연의 대가로 창업기업이 펀딩을 통해 향후 제작하고자 하는 물품을 사후에 받기로 하는 형태인 보상형 및 선구매형 크라우드펀딩, 대출이 필요한 사람에게 크라우드펀딩 방식으로 자금을 지원하는 형태인 대출형 크라우드펀딩, 자금이 공급된 사업에서 발생하는 수익의 지분을 투자자에게 제공하는 형태인 지분투자형 크라우드펀딩이 있다.²⁹⁾

크라우드펀딩은 미국과 유럽을 중심으로 특히 대출형 크라우드펀딩이 크게 발전하여 왔는데, 우리나라의 경우는 매우 초보적인 단계로 관련 플랫폼이 많지 않으나 대출형 크라우드펀딩의 비중이 가장 크다.³⁰⁾ 크라우드펀딩이 가장 활성화된 미국에서는 증권법규의 증권 발행 및 중개에 대한 엄격한 규제로 인하여 지분투자형 크라우드펀딩은 거의 불가능하였는데, 이러한 점을 극복하고자 JOBS법(The Jumpstart Our Business Startups Act)은 크라우드펀딩에 관하여 일부 증권법규의 적용면제 조치를 단행하였는데, 이는 우리 자본시장법의 개정안에 영향을 미친 바가 크다.³¹⁾

우리나라에서의 대출형 크라우드펀딩에 대하여는 유사수신행위의 규제에 관한 법률(유사수신행위규제법) 및 대부업 등의 등록 및 금융이용자 보호에 관한 법률(대부업법)의 적용가능성이 있는지 여부가 문제된다.³²⁾ 그런데 지분투자형 크라우드펀딩에서 자금수요자는 펀딩의 대가로 자금공급자에게 지분을 제공하는데, 이러한 지분이 자본시장법상 증권에 해당한다면 자본시장법이 적용되어 공시를 하여야 하고(자금 119조) 또한 금융위원회의 인가를 받아야 하는(자금 12조) 등 여러 가지 문제점이 발생하게 되어, 크라우드펀딩을 이용할 창업기업 등에는 심각한 부담으로 작용함으로써 지분투자형 크라우드펀딩이 사실상 금지되어 왔던 결과를 초래하였으므로 자본시장법의 개정 필요성이 제기되어 왔다.³³⁾ 따라서 창업기업의 자금조달을 용이하게 하기 위한 방안으로 지분투자형 크라우드펀딩의 활성화를 위하여 2013년 9월 금융위원회는 “크라우드펀딩 제도 도입방안”을 발표하였고, 국회에서도 동일한 취지

26) 이에 관한 상세는 박철영, “전자단기사채제도의 법적 쟁점과 과제,” 「상사법연구」(한국상사법학회), 제32권 제3호(2013.11), 9~11면 참조.

27) 정찬형, 전제서(2015), 1233면.

28) 최정환, “크라우드펀딩(crowdfunding)의 규제방안에 대한 연구,” 법학석사학위논문(고려대, 2015.2), 4~5면.

29) 최정환, 상계논문, 5~9면.

30) 이에 관한 상세는 최정환, 상계논문, 18~21면 참조.

31) 미국의 크라우드펀딩 규제 현황에 관하여는 최정환, 상계논문, 22~44면 참조.

32) 동지: 최정환, 상계논문, 69~73면.

33) 최정환, 상계논문, 74면.

로 두 개의 법률 개정안(중소기업창업지원법 일부개정법률안 및 자본시장법 개정안)이 발의되었다. 자본시장법안에서는 「온라인소액투자중개업자에 대한 특례」를 신설하여 지분형 크라우드펀딩에 대하여 규정하고 있는데(동 개정안 117조의 3~117조의 15), 「온라인투자중개업자」란 “온라인상에서 ……대통령령으로 정하는 자가, 대통령령으로 정하는 방법으로 발행하는 채무증권·지분증권·투자계약증권을 모집 또는 사모하는 자”로 규정하고, 발행한도액과 투자자의 투자한도액을 제한하며, 발행인에 대하여 증권신고서 제출의무를 면제하고 별도의 간단한 공시의무를 부과하면서 허위·부실공시에 대한 손해배상책임 등을 규정하고 있다.³⁴⁾ 중소기업창업지원법 일부개정법률안에서는 크라우드펀딩에 관하여 동법이 다른 법률에 우선하여 적용한다고 규정함으로써(동 개정안 3조의 2) 자본시장법의 적용을 배제하고 있다. 동 개정안에서는 크라우드펀딩을 「소액투자금모집」이란 명칭으로 규정하면서, 발행인의 발행한도와 투자자의 투자한도를 제한하고 있다(동 개정안 30조의 7, 30조의 8).³⁵⁾

이러한 지분형 크라우드펀딩을 허용하는 자본시장법 개정안은 ‘경제활성화법’의 하나로서, 지분형 크라우드펀딩 업체들을 ‘온라인소액투자중개업자’로 합법화하여 그동안 증권사만 할 수 있었던 주식중개·주선업무를 볼 수 있도록 하고 벤처기업에 증권신고서 제출 등 각종 의무를 면제하여 주어 이를 통하여 창조적인 지식과 기술·아이디어를 가진 벤처기업들이 크라우드펀딩을 통하여 일반 소액투자자들로부터 쉽게 자금을 모을 수 있도록 하여 주자는 것이 취지이다. 그런데 야당이 투자자 보호 등을 이유로 2년여 국회에서 잠자고 있는 동 법률안의 처리를 미루고 있는데, 금융위원회는 이러한 야당의 지적을 받아들여 동 법률안 시행령에 반영할 뜻을 밝히면서 2015년 4월 임시국회에서 다시 논의하여 국회통과를 희망하고 있다.³⁶⁾

이러한 지분형 크라우드펀딩을 허용하는 자본시장법 개정안은, 청년 세대에게는 창업과 사업의 성공을, 경제에는 새로운 성장 엔드르핀이 될 수 있는 법이라는 점에서 조속히 동 법률안이 국회에서 통과되기를 기대하는 견해도 있다.³⁷⁾

3. 전자증권법

국회 이종걸 의원의 대표발의로 「증권 등의 전자등록에 관한 법률안」(이하 “전자증권법안”으로 약칭함)이 2014. 11. 27.에 발의되었다(의안번호 12722). 동 법안에서 전자화하고자 하는 “증권 등”은 (i) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조에 따른 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외함), (ii) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제3조 제1항 제1호에 따른 원화로 표시된 양도성 예금증서 및 (iii) 그 밖에 등록에 적합한 것으로서 대통령령으로 정하는 것으로 정의하고 있다(전자증권법안 2조 1호). 동 법안은 제1장 총칙(목적, 정의, 다른 법률과의 관계), 제2장 제도운영기관(전자등록기관, 계좌관리기관), 제3장(계좌의 개설 등), 제4장(증권 등의 등록 및 등록의 효력), 제5장(등록증권 등에 대한 권리 행사), 제6장(권리자 보호), 제7장(검사 및 감독), 제8장(보칙), 제9장(벌칙) 및 부칙으로 구성되어 있다. 동 법안에서

34) 이에 관한 상세는 최정환, 상계논문, 88~96면 참조.

35) 이에 관한 상세는 최정환, 상계논문, 96~99면 참조.

36) 조선경제, 2015. 3. 25(수), B11면.

37) 황영기, “청년 창업자에 날개 달아줄 크라우드펀딩,” 조선일보, 2015. 3. 27, A35면.

는 예탁결제원을 동 법안상 허가받은 전자등록기관으로 보므로(전자증권법안 부칙 9조), 자본시장법상 한국예탁결제원의 설립 근거를 폐기하는 등의 자본시장법 개정안을 동시에 발의하고 있다(의안번호 12726). 또한 동 법안에서는 「전자단기사채 등의 발행 및 유통에 관한 법률」은 폐지한다고 규정하고 있는데(전자증권법안 부칙 2조), 이는 타당한 것으로 평가되고 있다.³⁸⁾

2011년 4월 개정상법에 의하여 상법상 주권·사채권 등 유가증권은 전자등록기관의 전자등록부에 등록하여 발행할 수 있음을 규정하였다(상 65조 2항, 365조의 2, 420조의 4, 478조 3항, 516조의 7). 그런데 전자등록의 절차·방법 및 효과, 전자등록기관의 지정·감독 등 이러한 주식 등의 전자등록에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 위임하였는데(상 356조의 2 4항), 이러한 대통령령(상법시행령)이 아직 제정되지 않았다. 상법상 전자등록의 대상이 되는 유가증권이 전자증권법안상 등록대상의 증권과 일치하면 전자증권법안이 법률로서 확정되어 시행되면 동 법률의 적용대상이 되어 전자등록될 것이므로 상법 시행령의 적용이 불필요할 것이다. 그런데 전자증권법안에 의하면 증권시장에 상장하는 증권 및 대통령령으로 정하는 증권은 의무적 등록대상증권이나(전자증권법안 19조 2항), 상법상 전자등록대상 증권은 정관으로 정하는 바에 따르므로 임의적이다. 따라서 비상장회사가 주식 등을 전자등록하는 근거는 상법에 의한 것이므로 상법의 주식 등의 전자등록에 관한 규정은 의미가 있고, 또한 이에 맞게 상법시행령에서 절차 등을 규정하여야 할 것이다. 또한 전자증권법안은 다른 법률과의 관계에 관하여 “다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 이 법이 정하는 바에 따른다”고 규정하여(전자증권법안 3조), 상법상 전자증권에 관하여 상법이 우선 적용될 수 있는 점을 규정하고 있다.

2015년 3월 24일 금융위원회는 전자증권법안을 4월~5월 입법예고할 것이라고 밝히고, 동 법안의 적용범위에 대하여 금융위원회는 명확히 밝히고 있지는 않으나 상장증권에 대하여 전자등록을 의무화하는 내용에는 이견이 없는 것으로 알려지고 있으며, 인프라스트럭처 구축과 대국민 홍보 등을 위한 준비기간에 3년 내지 5년이 걸릴 것으로 예상하고 있다.³⁹⁾

4. 전자어음법

우리나라에서 전자어음의 발행 및 유통에 관한 법률(이하 ‘전자어음법’이라 약칭함)은 2004년 3월 22일(법률 제7197호) 제정되었고 동법 시행령은 2004년 12월 31일(대통령령 제18637호) 제정되었다. 전자어음이란 “전자문서로 작성되고 전자어음관리기관에 등록된 약속어음”을 말한다(전자어음법 2조 2호). 전자어음에 관하여는 전자어음법에서 정한 것 외에는 어음법에서 정하는 바에 따르는데(전자어음법 4조), 어음법과 특별히 다른 점은 전자어음의 만기는 발행일부터 1년을 초과할 수 없도록 한 점(전자어음법 6조 5항), 백지어음은 전자어음으로 발행할 수 없도록 한 점(전자어음법 6조 6항), 전자어음의 총 배서횟수는 20회를 초과할 수 없도록 한 점(전자어

38) 서울대 금융법센터, 전자증권제도 법제화방안 연구(한국예탁결제원 발주 용역 보고서)(2014. 9.21), 211~212면.

39) 매일경제, 2015. 3. 25, A23면.

음법 7조 5항), 전자어음을 발행받아 최초로 배서하는 자에 한하여 총 5회 미만으로 어음금을 분할하여 그 일부에 관하여 배서할 수 있도록 한 점(전자어음법 7조의 2 1항) 등이다.

전자금융법이 제정되었으나 전자어음이 잘 이용되지 않자, 정부는 전자어음법을 2009년 5월 8일(법률 제9651호) 개정하여(시행:2009.11.9) 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제2조에 따른 외부감사대상 주식회사(원칙적으로 직전 영업연도말 자산총액이 100억원 이상인 주식회사 및 주권상장법인)가 약속어음을 발행할 경우 전자어음을 의무적으로 발행하도록 하였다(전자어음법 6조의 2 신설). 전자어음법은 다시 2013년 4월 5일(법률 제11730호) 개정되어(시행:2014.4.6) 외부감사대상 주식회사 외에 「직전 사업연도말의 자산총액 등이 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 법인사업자」(직전 사업연도말의 자산총액이 10억원 이상인 법인사업자-동법 시행령<2014.8.6, 대통령령 제25532호, 시행:2014.8.7> 8조의 2)를 추가하여 전자어음의 의무적인 발행대상범위를 대폭 확대하였다.⁴⁰⁾

전자어음의 만기는 위에서 본 바와 같이 발행일로부터 1년 이내인데(전자어음법 6조 5항), 납품업체 등이 신속하게 자금화할 수 있도록 하기 위하여 정부(법무부)는 2014년 하반기부터 전자어음의 만기를 6월 이내로 단축하는 개정법률안을 마련하고 있다.

5. 인터넷 전문은행(은행법 개정)

2015년 4월 6일 금융위원회에 의하면, 2015년 1월 발족한 인터넷 전문은행 민관 합동 태스크포스(TF)가 동년 4월 3일 회의를 갖고, 현재 4%로 묶여있는 산업자본의 은행 지분 참여한도를 인터넷 전문은행에 한하여 30% 이상으로 늘리는 방안을 마련하였는데 삼성·현대자동차 등 공정거래위원회로부터 상호 출자 제한을 받는 자산 5조원 이상인 대기업군(61개)에 대하여는 은행 소유 지분제한을 그대로 유지하도록 하는 내용의 은행법 개정안을 마련하여 2015년 4월 16일 공청회를 거쳐 2015년 9월 정기국회에 제출할 예정이라고 한다.⁴¹⁾ 이러한 은행법의 개정은 핀테크(Fintech)산업의 활성화에 전제가 된다고 볼 수 있다.

V. 결어

세계 경제환경은 매년(또는 매순간) 많은 변화를 가져오고, 이로 인하여 기업의 국제적인 경쟁력은 그때마다 매우 심각한 국면을 맞게 된다. 따라서 우리 상법과 자본시장법 등이 이러한 국제적인 경제환경에 맞추어 기업금융과 기업활동을 원활히 할 수 있도록 하기 위하여 많은 규정을 신설하거나 개정하여 왔다.

그런데 개별 법률의 정부 소관부처 및 국회에서의 상임위원회가 다르고 또한 정치적인 정쟁에 의하여 필요한 경우 신속히 이루어지지 못하고 또한 이해관계인들의

40) 정찬형, 「상법강의(하)(제17판)」(서울:박영사, 2015), 475면.

41) 조선일보, 2015.4.7, A1면.

극단적인 반대와 정부 소관부처간 및 국회 상임위원회간 협력이 미흡하여 통일적이고 합리적인 법률안이 마련되지 못하고 있는 실정이다. 이는 바로 기업의 국제경쟁력을 떨어뜨리고 또한 국가의 경제발전에도 많은 지장을 초래하고 있다. 상법상 전자증권에 관하여 2011년에 입법이 될 때 자본시장법상 전자증권에 관하여도 함께 입법이 되어야 하였는데, 이제 자본시장법상의 증권에 대하여 다시 전자증권법을 논의하면서 제정된지 얼마 되지 않은 단기사채법의 폐지를 논의하는 경우가 이러한 대표적인 예라고 볼 수 있다. 또한 바젤Ⅲ에 의한 조건부자본증권에 관한 규정은 은행법에서 먼저 규정되었어야 하는데, 자본시장법에서 규정된 것도 적절하지 않았다고 본다.

현재 세계적으로 뜨고 있는 신생 업종인 핀테크산업을 키우기 위하여 현재의 은행법의 개정을 논의하는 것도 늦은 감이 있다고 본다. 이와 함께 비금융회사가 은행의 소유지분을 4% 초과하여 가질 수 없도록 하는 것이 현재의 시점에서 걱정할 지 여부도 재검토할 필요가 있다고 본다. 보통 입법에서는 규제를 추가하거나 강화하는 것이 일반적인데, 규제를 푼다고 소란을 떨 것이 아니라 처음부터 불필요한 규제를 하지 않도록 하고, 또한 현재에 맞지 않는 규제를 과감히 삭제하는 것이 매우 중요하다고 본다. 이를 위하여는 이해관계자·정부·국회의 충분한 이해와 협력이 절대 필요하다고 본다.

앞으로 세계 경제환경의 변화에 따른 우리의 기업법제의 발전이 우리 경제의 발전과 창업기업의 활성화 및 청년고용 창출에 크게 기여할 수 있기를 바란다.

주식의 전자등록과 대체제도 도입에 따른 주주 보호 방안

발표자 : **김지환** 교수 (경남대)
토론자 : **정승화** 본부장 (예탁결제원)
 유주선 교수 (강남대)
사회자 : **김문재** 교수 (경북대)

주식의 전자등록과 대체제도 도입에 따른 주주 보호 방안

김 지 환

(경남대 법학과 교수)

[목 차]

- I. 처음에
- II. 상법상의 주식의 전자등록제도와 주주의 보호
- III. 전자등록 주식의 대체제도와 주주의 보호

I. 처음에

증권의 무권화(dematerialization)라고 하는 세계적 추세에 따라 2011년 개정상법에서는 회사가 주권을 발행하는 대신 정관의 규정으로 전자등록기관의 전자등록부에 주식을 등록할 수 있도록 하였다(356조의2 1항). 이것은 실물증권을 발행하고 유통하는데 따르는 비용절감과 법적 리스크를 해소하기 위함이다.¹⁾ 그러나 회사는 실제로 주식을 전자등록할 수가 없는 상태이다. 상법에서 전자등록주식의 근거와 그 실체적 효력만 규정해 두었을 뿐 전자등록의 절차·방법 및 효과 등에 관한 사항은 대통령령으로 정하도록 하고 있지만(356조의2 4항), 이 사항을 대통령령으로 정할 사항도 아니고, 법적 제도 설계와 안정적 시스템 구축을 위한 여러 고려사항도 필요하여 아직까지 법제도 정비를 완성하지 못했기 때문이다.

그런데 정부는 2011년 「전자단기사채 등의 발행 및 유통에 관한 법률(이하 ‘전자단기사채법’이라 함)」을 제정하고 시행함으로써 증권·주식의 전자등록 인프라 구축 및 기본 법구조를 마련하였다. 이 전자단기사채법을 바탕으로 그 대상범위를 확대하고 주식, 사채 등 증권·주식의 전자등록과 권리의전 전반에 관한 법률체계를 완성해 나가려는 것 같다.²⁾ 뿐만 아니라 현재 전자증권제도의 도입을 위한 입법안으로는 2014년 11월 27일 이종걸의원이 대표발의한 「증권 등의 전자등록에 관한 법률안(이하 ‘이종걸의원안’이라 함)」이 있다. 일본은 「사채, 주식 등의 대체에 관한 법률(이하 ‘대체법’이라 함)」을 2003년 6월 5일에 제정하고 그 공포 때부터 5년이 경과한 2009년 1월 5일부터 상장회사는 일제 전자등록으로 전환하는 것으로 의무화하고, 기발행된 주권은 모두 무효로 하였다.³⁾

1) 경제협력개발기구(OECD)에 가입한 34개국 중 32개국이 유가증권의 무권화(dematerialization) 및 전자등록제도를 시행하고 있다.

2) 박철영, “전자증권제도와 주식의 담보”, 「금융·증권법제의 최근 과제와 전망(2015년 한국경영법률학회 정기총회 및 동계공동학술대회)」, 한국경영법률학회, 2015. 2, 47쪽.

3) 始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(Ⅱ)”, 「商事法務」 No. 1707, 2004. 9. 5, 13면.

주식의 전자등록제도를 실현하기 위해서는 복잡한 권리관계에서 발생할 수 있는 다양한 문제에 대한 사전적 법리 검토와 대책이 필수적이다. 이미 증권예탁결제제도나 전자단기사채법에서 축적한 제도적 설계가 있지만, 그것으로 미흡한 부분이 다수 존재할 것이라 생각되고, 향후 법이 미처 예상하지 못한 사례도 발생할 수 있다고 본다. 이 논문에서는 이중결의원안과 일본 대체법을 참조하여 주식의 전자등록과 대체제도의 도입 시에 예상되는 주주 보호 방안에 관해서 검토해 보기로 한다.

그런데 각 법제마다 사용하는 용어가 달라 용어 사용에 혼란이 있을 수 있다. 이 논문에서는 상법상의 용어를 중심으로 사용하면서 가급적 통일된 용어를 사용하되, 각 법제 내용을 서술할 때는 그 고유한 용어를 그대로 사용하기로 한다.

II. 상법상의 주식의 전자등록제도와 주주의 보호

상법상 주식의 전자등록제도와 그 문제점

1.1 전자등록부의 법적 성질

상법상 주식의 전자등록제도(electronic registration system of uncertificated stock)는 회사가 정관으로 주권을 발행하지 않고 전자등록기관의 전자등록부에 주식을 등록하는 것을 말한다(356조의2 1항). 전자등록제도는 주권의 무권화를 실현하여 주권발행에 따르는 비용을 절감하고 실물 유통과정에서의 법적 위험성을 제거하기 위함이다.

전자등록부(또는 전자등록부의 계좌)에는 주주권이 기재되고 표현되어 있는데 이러한 전자등록부가 유가증권의 성질을 갖게 되는가. 「전자증권제도는 유가증권의 실물발행을 부인한다고 하여 ‘권리의 증권화’에 따라 무형의 권리를 유형의 유가증권으로 바꾼 유가증권제도를 전면 부인하고 그 이전의 권리인 債權으로 다시 환원되는 제도가 아니라, 유가증권제도의 연장선상에서 새로운 형태의 권리로 파악되어야 한다」는 견해가 있다.⁴⁾ 그러나 다수설은 전자등록부가 일반 유가증권처럼 권리가 증권에 화체된 것이 아니란 점,⁵⁾ 전자등록제도는 증권상 법률관계의 발생·이전 등을 전자등록기관에서 관리하는 전자적 등록부에의 등록(registration)에 따라 인정하는 제도라는 점에서 유가증권성을 부정한다.⁶⁾

생각건대, 전자등록부상에 기재된 권리는 주권의 무권화로 이미 무권화 형태로 발

4) 정찬형, “전자증권제도의 도입에 따른 법적 과제”, 「상사법연구」 제22권 제3호, 한국상사법학회, 2003. 10, 17쪽.

5) 정경영, “전자증권의 법적 성질과 전자등록제도에 관한 고찰”, 「상사법연구」 제22권 제3호, 한국상사법학회, 2003. 10, 131쪽; 김순석, “주식 등의 전자등록제도 도입에 따른 주주 보호 방안”, 「상사법연구」 제22권 제3호, 한국상사법학회, 2003. 10, 287쪽; 김재범, “2007년 상법개정안의 주식 전자등록제도”, 「IT와 法研究」 제2집, 경북대학교 법학연구소, 2008. 1, 17쪽; 손진화, “주식 등의 전자등록제도의 도입방안”, 「상사법연구」 제22권 제3호, 한국상사법학회, 2003. 10, 87쪽; 안성포, “일본의 주권불발행제도에 관한 고찰”, 「상사법연구」 제24권 제2호, 한국상사법학회, 2005. 8, 36쪽.

6) 서울대학교 금융법센터, 「전자증권제도 법제화 방안」, 2014. 9. 7쪽.

행된 주식을 권리의 이전 등 유통을 위하여 기재한 것에 불과하다.⁷⁾ 따라서 전자등록부의 법적 성질을 유가증권성으로 파악할 수는 없다고 본다.

1.2 전자등록부와 주주명부와의 관계 설정

상법상 주주명부에 기재되는 사항이 전자등록부에 기재하는 사항과 완전히 일치하지는 않지만, 전자등록부의 기재사항에서 주주의 현황과 주주권의 귀속관계를 파악할 수 있다. 그래서 자본시장법상 실질주주명부를 전자주주명부로 작성한 것이 전자등록부라고 볼 여지도 있다. 사실 상장회사에서는 전자등록부가 주주명부 보다 더 신속하고 정확하게 주주의 현황과 권리의 귀속관계를 알 수 있게 해 준다. 더욱이 전자등록방식을 직접등록방식 형태로 하면, 전자등록부에 실시간으로 구체적 주주권 및 질권의 귀속내역을 알 수 있으므로, 주주명부제도와 명의개서제도를 존치시킬 필요성이 없게 된다. 이에 전자등록기관이 발행회사에게 주주명세를 통보하여 주주명부를 작성하게 하는 것 보다는 전자등록기관이 주주명부를 작성하여 이를 발행회사에 통보하는 것이 효율적이고 간명하다는 주장이 제기된다.⁸⁾ 즉 전자등록부를 주주명부에 갈음하는 방법이 가장 효율적이고 합리적이라는 주장이다.⁹⁾ 실제 2007년 상법개정안에서는 전자등록부를 주주명부로 본다는 규정이 있었다(동법 개정안 356조의2 1항).¹⁰⁾

주주명부는 주식의 전자등록을 도입한 경우와 그렇지 않은 경우 그리고 전자등록 특별법에 의한 경우 세 가지로 구분되고 그 법적 지위가 다른 것으로 보인다. 이것은 주식의 이전방법에 따라 주주명부의 효력이 달라지기 때문이다. 전통적으로 주권을 발행하는 회사의 경우 주권의 교부에 의하여 회사 이외의 당사자간에 권리의 이전의 효력이 발생하므로 주주명부의 명의개서는 권리취득자가 회사에 대하여 권리자임을 주장하기 위함이다. 또한 주주명부의 기재에 의해 주권의 제시없이도 적법한 권리자로 추정되어 권리행사를 할 수도 있고, 이 때 회사에게도 면책적 효력이 인정된다.

전자등록 주식의 주주명부는 전통적인 주주명부와는 다르다. 상법은 주식의 양도나 입질은 전자등록부에 기재하여야 효력이 발생하는 것으로 하여(356조의2 2항), 권리의 이전의 당사자간에도 전자등록부에 기재가 되지 않으면 양도나 입질의 효력이 인정되지 않는다. 다만 권리 양수인이 회사에 대하여 주주 또는 질권자임을 주장하기 위해서는 주주명부의 명의개서가 필요하다. 또한 전자등록부의 기재에 대해 권

7) 전자증권의 발행등록이란 용어를 사용하는 경우가 있는데, 이 용어에 의문이 있다. 실물 주권을 발행하고 예탁하는 예탁결제제도하에서는 일괄예탁제도에 의하고 예탁결제되는 주식은 예탁결제원 명의로 발행되나, 전자등록은 발행회사가 이미 무권으로 발행한 주식(무권화된 유가증권)을 주주명부에 기재하여 등록하고, 이미 발행한 사항을 권리의 이전의 편리성을 위해 전자등록부에 기재하는 것뿐이다. 이것을 발행등록이라 하면 전자증권으로 발행하는 것으로 오해할 소지가 있다.

8) 박철영, 앞의 논문, 53쪽.

9) 정승화, “전자투자증권의 법적 과제”, 전자금융의 법적 과제(I): 전자유가증권을 중심으로, 한국법제연구원, 2002, 99쪽.

10) 김재범, 앞의 논문, 13쪽.

리 추정력을 인정하는데 이 점은 주주명부의 효력과 같다. 나아가 주식 대체의 경우 주주명부의 명의개서는 기준일에 전체주주의 통지를 전자등록기관으로부터 받은 경우에 이루어지므로 그 이외의 평상시에 주주명부는 실질주주를 나타내지 못하는 형식적 장부가 되고 만다. 일본은 대체기관의 총주주통지에 의해 주주명부가 작성된 경우 명의개서가 된 것으로 간주하는 규정을 두고 있다(대체법 152조 1항). 이러한 전자등록부에 의해 주주명부에 명의개서가 이루어진다면 권리추정력이 있는 전자등록부의 기재에 의한 것이므로 당해 주주명부상의 주주가 진정한 주주가 아니라 하더라도 회사가 악의 또는 중과실이 없는 한 면책된다. 소수주주권을 행사하는 개별 주주 확정에 있어서는 전자등록기관의 개별 주주통지 또는 그 증명서에 의해 소수주주권을 행사할 수 있고 주주명부에 기재된 주주라도 개별주주통지가 없다면 권리행사가 불가능하다. 따라서 이 경우에는 전자등록부의 기재효력이 주주명부의 효력 보다 앞선다고 볼 수 있다.

그렇지만 주주명부는 회사가 작성·비치하는 회사의 장부이고 전자등록부는 전자등록기관이 작성하는 장부이며, 주주명부는 회사가 언제든지 확인 가능한 자기장부인데, 전자등록부는 법률상 근거없이 그 기록 내용을 볼 수 없는 타인의 장부이다. 또한 주주명부는 주주 및 질권자의 대 회사에 대한 효력임에 대하여 전자등록부는 유통시의 제3자에 대한 효력에 중점을 둔다는 점에서 차이가 있다. 그리고 약식질과 등록질의 구분을 위해서는 주주명부의 존치가 필요하다. 따라서 주주명부제도를 폐지하는 것은 바람직하지 않다.

1.3 전자등록과 주주의 보호

회사설립시 정관에다 규정을 두면 주권을 발행하지 않고 주식을 전자등록할 수 있다. 이 경우 회사 설립 후 주식의 양도, 질권설정, 신주발행 등의 경우에는 등록기관의 계좌간 대체 기재로 하게 된다. 따라서 상법상 주권발행전 주식양도제한규정(335조 3항), 주권에 의한 주식양도규정(336조), 주권교부에 의한 기명주식의 입질(338조), 주권불소지제도(358조의2), 주권의 선의취득(359조), 주권의 제권판결(360조)규정 등 실물을 전제로 하는 규정은 더 이상 적용되지 않는다. 이것을 분명히 하기 위해 상법에서 명문으로 배제규정을 두는 것이 바람직하다.

회사가 성립 후 지체없이 전자등록을 하지 않고 있는 경우에 주주는 주식양도나 질권설정을 어떻게 하여야 하는가. 현행 상법상은 제335조 제3항을 유추적용하여 전자등록전에는 양도나 질권설정할 수 없지만, 회사성립 후 또는 신주발행후 6월이 경과한 때에는 전자등록없이도 양도나 질권설정할 수 있다고 해석함이 타당하다.¹¹⁾ 입법론으로는 주주명부에 기재하고 양도나 질권설정할 수 있도록 하고 그 주주명부에는 회사나 제3자에 대한 대항력을 인정함으로써 전자등록전의 주주를 보호하는 것도 한 방법이라 생각된다.

기존의 회사가 정관을 변경하여 기발행 주식을 전자등록할 수 있다. 상장회사의 경우 전자등록의 계좌간 대체제도에 관한 특별법이 제정된다면 일정 시점에 일괄

11) 심인숙, “주식 및 사채의 전자등록제 도입에 관한 상법개정안 고찰”, 「상사법연구」 제 28권 제3호, 2009, 11, 228쪽.

적·의무적으로 전자등록하는 규정을 두어야 할 것이다. 일본 대체법에서는 공포 때부터 5년 경과 후인 2009년 1월 5일부터 상장회사는 일제히 전자등록으로 전환할 것을 의무화하였고 기발행된 주권은 모두 무효로 하였다.¹²⁾

주식을 전자등록한 경우에도 발행인이 실물증권을 발행하는 것은 금지하는 것은 바람직하고 주주의 청구가 있어도 마찬가지로 처리해야 한다.¹³⁾ 그렇지만 회사가 여러 종류의 주식을 발행하고 있는 경우 어느 종류주식은 실물발행하고 어느 종류주식은 전자등록하는 것은 허용되지 않는다고 본다. 이것은 실물과 전자등록의 병행 발행으로 초래되는 비용문제와 사무의 번잡 때문이다.¹⁴⁾ 일본의 경우 주식 전부에 대해 무권화한 경우 어느 종류의 주식은 대체등록하고 다른 종류주식은 대체등록하지 않아도 되도록 하고 있는데, 우리의 경우도 전자등록하지 않는 무권화 발행이 가능하다면 전자등록한 종류주식과 그렇지 않은 종류주식이 허용될 수 있을 것이다.¹⁵⁾

한편 전자등록됨으로써 기존의 규정을 변경해야 하는 경우가 많은데, 첫째 정관으로 이사가 가질 주식의 수를 정한 경우는 이사가 그 수의 주권을 감사에게 공탁하도록 하는 자격주제도는(387조), 전자등록 후 그 증명서를 공탁해 놓도록 하는 규정을 마련해야 할 것이고, 신주발행무효의 판결이 내려지면(431조 1항, 2항) 이를 곧바로 전자등록기관에 통지해서 이전을 금지하고 무효화 시켜야 하는 등의 제도 정비도 필요하다.

1.4 상법상 전자등록제도의 입법 한계와 그 방향성

주식의 전자등록제도는 실체법적인 면이 있지만, 전자등록 당사자 및 구성, 업무, 계좌간 대체 절차, 결제 시스템 등 절차법적 측면이 더 많다. 그러다 보니 각국에서는 전자등록에 대한 특별법을 제정하고 시행하고 있는 형편이다.

우리 상법은 전자등록의 실체적인 효과를 규정하면서도 전자등록의 절차·방법 및 효과 등 그 구체적인 사항은 대통령령으로 정하도록 하였다(356조의2 4항). 그런데 상법상 주식의 전자등록제도의 구체적인 모습은 특별법상의 전자등록제도와 함께 제도가 설계되어야 하는데, 아직까지 미완성이라 그 유용성이 전혀 발휘되지 못하고 있다. 그런데 상법에 주권의 무권화의 목표하에 주식의 전자등록제도를 입안한 것에는 그 방향성에 약간 의문이 든다. 왜냐하면 전자등록을 함에는 등록비용과 유지비용이 들어가고,¹⁶⁾ 전자등록의 목적이 무권화에도 있지만 실체는 주식의 양도에 중점을 두고 있는 제도라 보면 주로 상장회사나 대규모의 회사를 대상으로 한 제도라 할 수 있다. 따라서 중소기업의 경우 실체 주권을 발행하지 않는 회

12) 始關正光, 앞의 논문(II), 13면.

13) 전자등록제도가 도입된 이후에는 실물주권을 발행하는 것을 전제로 하는 증권에탁결제 제도는 폐지하고 전자등록제로 일원화하는 것이 필요하다.

14) 始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(V)”, 「商事法務」 No. 1711, 2044. 10. 25, 28면.

15) 예컨대, 보통주식을 전자등록하고 의결권제한종류주식은 실물발행하지 않고 주주명부의 기재에 의해 양도하고 대항하도록 하는 방안이다.

16) 김재범, 앞의 논문, 10쪽.

사에서 전자등록제도를 활용할 수는 없어 보인다. 그렇다면 상법상 주권의 전자등록제도는 그 근거를 입법화한 것에 의미가 있을 뿐 실제의 모습은 특별법에 모두 위임되어 있다고 해도 과언이 아니다. 만약 주권의 무권화에 의하여 회사의 비용절감과 실물의 양도에 따르는 법적 위험을 제거해 주기 위한 목적이라면 상법에서는 주권의 무권화에 관한 중점을 두고 개정하는 편이 낫지 않을까 싶다. 일본 회사법은 그러한 입법례이다. 즉 회사법은 그 회사 주식에 관하여 주권을 발행한다는 뜻을 정관에서 정한 회사(주권발행회사¹⁷⁾), 대체법의 대상이 되는 회사로 주권을 발행하지 않는 회사(동법 18조 1항, 140조, 141조)¹⁸⁾, 주권을 발행하지 않으면서 대체제도의 대상으로도 되지 않는 회사¹⁹⁾ 세가지 유형을 규정하고 있는데, 정관에 별다른 규정이 없는 한 주권을 발행하지 않는 회사가 원칙이다.²⁰⁾ 주권을 발행하지도 않으면서 대체제도의 대상이 되지도 않는 회사의 경우 주식의 양도나 입질은 당사자간의 의사표시에 의하여 효력이 발생하고, 주주명부의 명의개서가 회사나 제3자에 대한 대항요건이 된다(일회 130조 1항, 133조, 147조 1항, 148조).

Ⅲ. 전자등록 주식의 대체제도와 주주의 보호

1. 전자등록 주식의 대체제도 개요

전자등록 주식의 대체제도에 관한 법리는 전자등록 당사자 구조, 당사자간의 업무와 권한, 전자등록부의 필요적 기재사항 등이 전제가 되어야 논의를 진행할 수가 있고, 그러한 제도적 설계에 따라 법률관계도 각각 달라진다. 그러나 아직까지 정부의 입법안은 공표되지 않았다. 이에 유사한 법제로 자본시장법에서는 실물주권의 예탁과 예탁주식의 유통에 관해서 규정하고 있다(동법 294조 내지 323조). 또한 증권의 전자등록의 사전 시범적 법률이면서도 그 검증과정이라 할 수 있는 전자단기사채법이 2011년 7월 14일 제정되어 시행되고 있다. 그리고 증권의 전자등록에 관한 법률안으로는 2014년 11월 27일 이종걸의원이 대표발의한 이종걸의원안이 제안되어져 있다. 이런 법률 또는 법률안으로 추측컨대, 전자등록 대체에 대한 특별법의 구조는 다음과 같은 내용으로 요약할 수 있다. 첫째, 전자등록제도의 당사자는 발행인, 전자등록기관, 계좌관리기관, 투자자(주주, 질권자, 기타 이해관계자 포함)를 말한다. 둘째, 전자등록 주식의 대체구조는 복층식(two-tire)을 예정하고 있다. 이는 일본 대체법의 다계층식(multi-tire)과²¹⁾ 다른 것으로 판단된다. 셋째, 전자등록방식

17) 주권발행회사라도 공개회사가 아니라면 주주의 청구가 있을 때까지 주권을 발행하지 않을 수도 있도록 하였다(일회 215조 4항).

18) 일본의 대체법에 대한 소개로는, 안성포, “전자등록제도의 도입을 위한 입법론적 고찰”, 「중앙법학」 제7집 제2호, 중앙법학회, 2005. 8, 226쪽 이하; 허항진, “일본의 주권전자화제도와 주요 실무적 쟁점에 관한 고찰”, 「비교사법」 제17권 제1호, 2010, 350쪽.

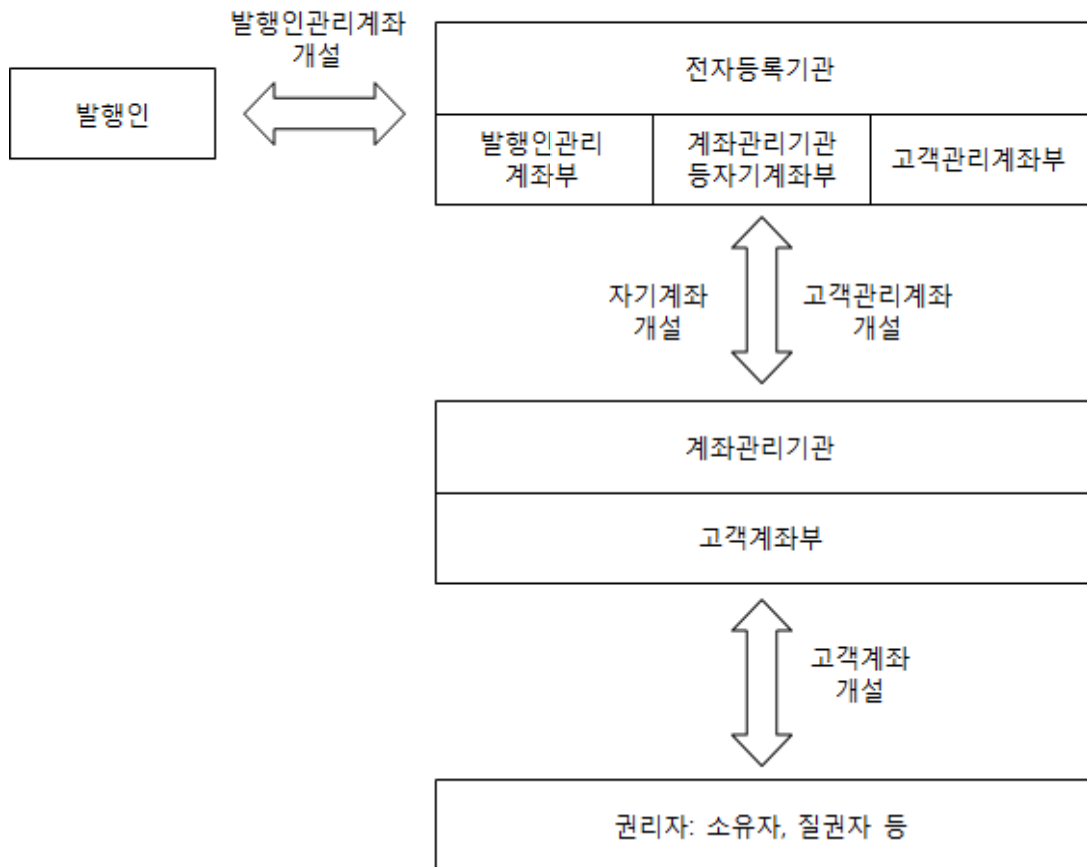
19) 始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(Ⅲ)”, 「商事法務」 No. 1708, 2004. 9. 15, 32면.

20) 江頭憲治郎, 「株式會社法」, 有斐閣, 2014. 173면.

21) 始關正光, 앞의 논문(Ⅲ), 29면.

은 간접등록방식을 원칙으로 하면서 투자자가 전자등록기관에 직접 등록하는 것도 허용하는 혼합형이다. 넷째, 발행인은 발행인계좌 개설을 하면 전자등록기관은 발행인관리계좌부를 작성하고, 투자자가 계좌관리기관에 고객계좌를 개설하면 계좌관리기관은 고객별로 고객계좌부를 작성하며, 계좌관리기관은 전자등록기관에 자기계좌 및 고객관리계좌를 개설하고 전자등록기관은 자기계좌부 및 고객관리계좌부를 작성하는 형태이다. 이하 논의에서는 기본적으로 이러한 구조를 바탕으로 하여 진행하기로 한다.

< 전자등록계좌부의 구조 >



2. 주식의 신규 전자등록과 주주의 보호

현재 예탁결제제도를 이용하고 있는 상장회사의 경우 전자등록 특별법을 제정하면, 그 시행일에 일제히 전자등록의 대상주식으로 전환되는 것으로 간주하는 것이 필요하다. 일본 대체법은 2003년 6월 5일 제정되고 그 준비과정을 거쳐 5년 후인 2009년 1월 5일부터 시행되었는데, 그 시행일에 맞추어 일제히 대체주식으로 간주한다는 규정을 두었다. 이종결의원안도 동법안 시행일에 등록대상주식으로 간주한

다는 부칙 규정을 두고 있으며(동법안 부칙 3조 1항), 나아가 발행인의 정관, 해당 주식 등과 관련된 계약 등은 주식이 전자등록된다는 취지로 변경된 것으로 간주한다(동법안 부칙 4조). 따라서 그 이후 실물주권은 무효가 되며 이것을 양도하더라도 선의취득이 되지는 않는다. 그러나 주권을 일괄 전자등록할 때 투자자가 고객계좌를 개설하여 통지하지 않은 경우 또는 공시최고절차를 밟고 있는 사고 주식의 경우에는 그 주주를 보호하는 방안이 필요하다. 일본 대체법은 특별계좌제도를 두고 그러한 주주 및 질권자를 보호하고 있고, 이종걸의원안도 발행인은 명의개서대행회사에 특별계좌를 개설하고 관리하도록 하고 있다(동법안 48조 1항). 이 특별계좌에 등록된 주식은 계좌간 대체등록이나 설정된 질권내역을 변경 등록할 수 없다(동법안 48조 2항). 특별계좌에 등록된 주주를 보호하기 위함이다.

예탁결제제도하에서는 원칙적으로 약식질만이 가능한데, 주식의 신규전자등록으로 기존의 약식질권자를 보호하는 방안이 필요하다. 왜냐하면 약식질권자는 전자등록됨으로써 질권의 성립요건인 주권의 점유가 무효화되기 때문이다. 그래서 일본 대체법은 약식질권자는 당해 질권자의 성명 및 주소를 주주명부에 기재해 줄 것을 발행회사에 청구할 수 있도록 하여 그 질권자를 보호하고 있는데, 이것을 특례등록질이라 한다.²²⁾ 특례등록질은 질권설정자의 청구에 의하여 주주명부에 기재된 것은 아니기 때문에 그 권리내용은 주권발행회사의 약식질과 동일하다. 이종걸의원안은 특례등록질 규정을 두고 질권자 단독으로 발행인에 대하여 주주명부에 등록질권 설정을 청구할 수 있도록 하고 있으며(동법안 부칙 5조 1항), 주주명부에 질권설정자 명의로 명의개서가 되어 있지 않은 경우 회사에 대해 명의개서와 함께 질권설정해 줄 것을 동시에 청구할 수 있도록 하고 있다(동법안 부칙 5조 1항, 2항). 이것은 질권설정자인 주주의 이해에 관계되는 것이므로 약식질권의 특례 신청을 하는 경우 약식질권자가 지체없이 해당 사실을 질권설정자에게 통지하도록 하고 있다(동법안 47조 4항).

그런데 약식질권자의 경우 주식의 신규전자등록 사실을 회사로부터 전혀 통보받지 못해 그 사실을 알지 못하는 경우가 다수 있을 것이라 생각된다. 특례등록질의 청구기한도 정해져 있어(이종걸의원안은 동법안 시행일의 1개월전부터 이 법 시행일의 전일까지 청구할 수 있음) 권리관계의 혼부를 둘러싸고 분쟁이 발생할 소지가 있어 보인다. 따라서 신규전자등록의 경우 주주명부 등에 나타나지 않지만 이해관계를 갖고 있는 투자자를 보호하기 위해 공고제도에 대한 정비가 필요해 보인다.

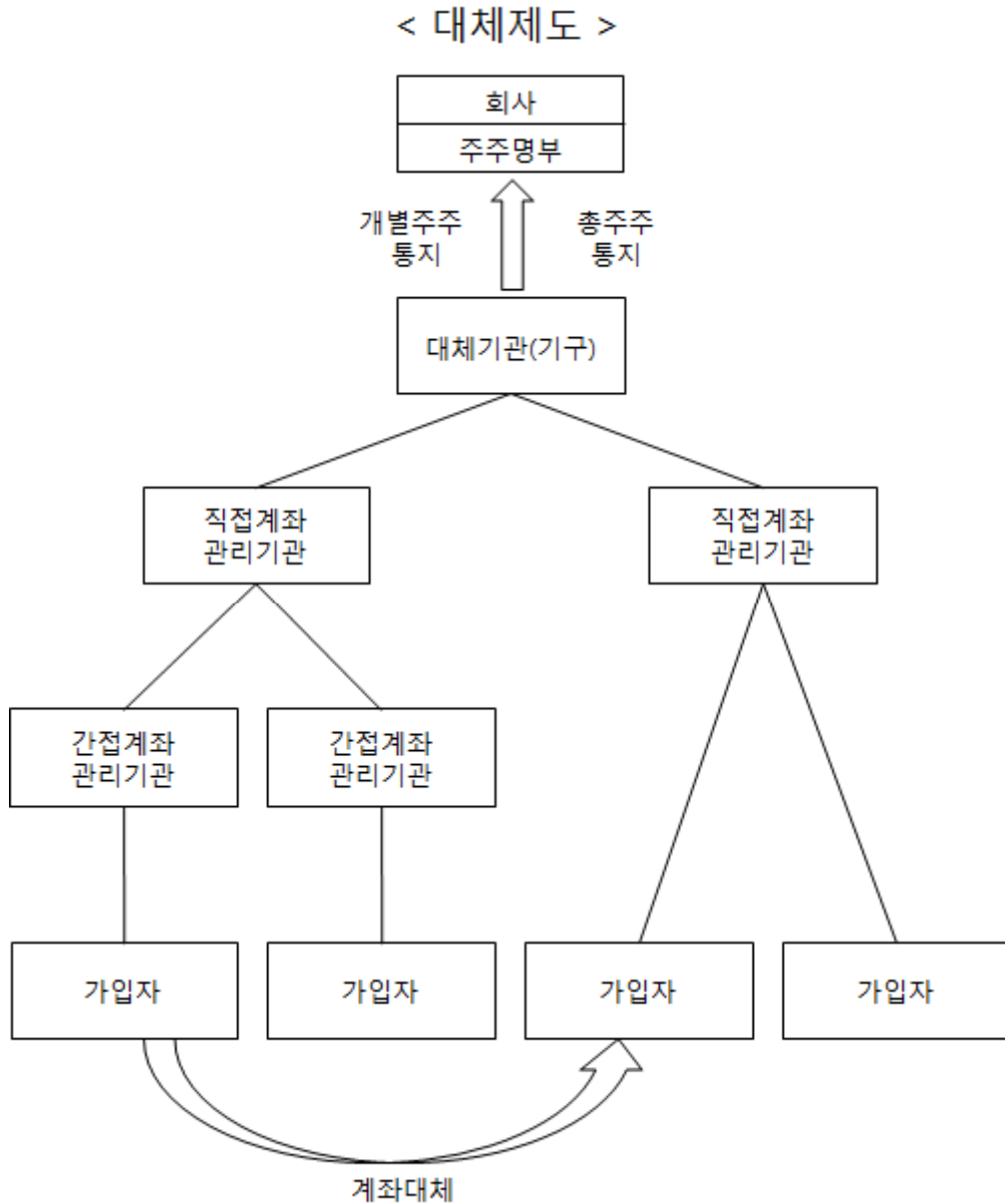
3. 전자등록주식의 권리행사 방안

3.1 전체주주 및 등록질권자의 확정과 권리행사 방안

전자등록 주식의 경우 전전유통되기 때문에 주주명부의 주주와 전자등록부의 주주가 불일치하는 것이 일반적이다. 주주총회에서의 의결권 행사나 이익배당받을 주주를 확정하기 위해서 기준일의 주주명부에 기재되어 있는 주주로 집단적·확일적인 명의개서가 필요한데, 이를 위하여 자본시장법상 예탁결제제도에서는 실질주주명부 작성 절차를 규정해 놓고 있다(동법 314조, 315조). 이종걸의원안은 발행인이 전자

22) 始關正光(II), 앞의 논문, 18면.

등록기관에 소유자명세의 작성을 요청하여 그것을 바탕으로 주주명부의 명의개서를 함으로써 전체주주를 확정하는 구도를 취하고 있다(동법안 28조 1항)²³⁾. 일본의 대체법은 총주주 통지제도로써 전체 주주 및 등록질권자를 확정하도록 하고 있다.²⁴⁾



전자등록기관이 발행인에게 하는 전체주주 통지는 정기총회의 기준일에 하게 되므로 최소한 년 1회의 통지를 하게 된다. 이 통지를 정기적으로 몇 회 하게 할 것인가

23) 이종걸의원안은 소유자명세에 질권자가 질권내역을 포함하여 통지해 달라는 신청을 하도록 하여(동법안 28조 5항), 등록질권자를 보호하고 있다.

24) 일본 회사법은 주주를 확정하는 방법으로 기존에 규정하고 있었던 주주명부의 폐쇄기간 제도를 폐지하고 기준일 제도로 일원화하였다(始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(IV)”, 「商事法務」 No. 1709, 2004. 9. 25, 28면.

가는 그 필요성과 비용의 상관관계를 고려하여 정해야 할 것이다. 일본의 대체법은 기준일에 1회, 사업연도가 1년인 경우 사업연도 개시일로부터 6월이 경과한 경우 1회를 더하여 1년에 총 2회를 원칙으로 하고 있다(대체법 31조 1항).²⁵⁾ 중간배당 등을 고려한다면 우리의 경우도 연 2회 내지 4회를 기준으로 할 수 있을 것이다. 그 외에도 전체주주 통지는 발행인이 전체주주를 파악할 필요성이 있는 경우에 수시로 할 수 있다. 이종걸의원안은 발행인이 법령 또는 법원의 결정에 따라 등록주식의 소유자를 파악할 필요성이 있는 경우나 자본시장법상 공개매수신고서가 제출된 경우에는 주식의 소유자를 파악하기 위하여 소유자명세의 작성을 요청할 수 있도록 하고 있다(동법안 28조 2항). 그러나 발행인만이 전체주주에 대한 정보를 전달받을 수 있고, 주주가 전자등록기관으로부터 전체 주주명부를 전달받도록 하는 규정은 보이지 않는다.

3.2 소수주주권 등 개별 주주로서의 권리행사 방안

3.2.1 소수주주권 행사 입법례

발행인의 주주명부에는 기재되어 있지 않지만 계좌관리기관 또는 전자등록기관에 주식 보유자로 기재되어 있는 경우 주주명부의 명의개서를 하지 않은 채 어떻게 회사에 주주임을 내세워 소수주주권을 행사하게 할 것인가. 자본시장법은 실질주주 증명서제도를 채택하고 있고(동법 318조 1항), 전자단기사채법은 채권자증명서제도(동법 16조)를 채택하고 있다. 이종걸의원안은 소유자증명서제도를 제안하고 있다(동법안 30조 1항). 일본 대체법은 개별주주통지제도를 도입하고 기준일 주주가 행사할 수 있도록 규정된 권리(일회 124조 1항, 대체법 147조 4항)이외의 권리를 행사하기 위하여 대체기관이 발행인에게 개별주주통지를 하도록 하고 있다.

그런데 개별주주통지와 관련하여 일본에서 대법원 결정이 있었고, 이에 학계의 연구도 축적되어가고 있다.

3.2.2 일본 대체법상 개별주주통지제도와 사례

3.2.2.1 문제의 제기

일본 대체법은 주주권이 집단적으로 행사되는 경우에는 발행회사가 기준일(일회 124조 1항)을 정하고 그 기준일 현재의 주주로 대체계좌부상에 기재된 주주를 회사에 통지해 달라고 요청하면, 대체기관이 총주주통지를 하게 된다(대체법 151조 1항). 발행회사는 총주주통지 사항에 따라 주주명부의 기재를 변경한다(대체법 152조 1항). 이 경우 주식 양수인은 스스로 명의개서청구를 청구하지 않아도 주주명부가 갱신되고, 주주명부의 명의개서에 의하여 발행회사에 대항요건을 갖추게 된다(대체법 161조 1항, 3항, 일회 130조). 그러나 기준일에 의하여 주주를 집단적, 획일적으로 확정하는 경우가 아닌 소수주주권 등 개별주주의 권리행사자 확정 절차와 방법은 이와 다르다. 대체주식을 양도하면 양수인이 대체신청을²⁶⁾ 하고 양수인의 계좌

25) 始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(V)”, 「商事法務」 No. 1711, 2044. 10. 25, 24면.

26) 대체주식을 시장에서 매도하는 경우에는 주문을 받은 증권회사에서 대체절차가 이루어진다. 시장외에서 매매하는 경우에는 매도하는 주주가 자기계좌를 관리하고 있는 증권

보유란에 양도받은 주식 수의 증가기재가 됨으로써 그 효력이 발생한다(대체법 140조). 대체주식에 관하여도 기본적으로는 주주명부의 명의개서가 주식양도에 따른 회사에 대한 대항요건이다(일회 130조 1항, 대체법 152조 1항, 161조 3항). 그렇지만 대체주식에 관하여는 주식취득자에 의한 주주명부의 명의개서청구는 인정되지 않고(대체법 161조 1항에 의한 일회 133조의 적용제외), 대체주식발행회사에 있어서 주주명부의 명의는 대체계좌부의 기록 등에 의한 총주주통지에 의해서만 개서된다(대체법 151조, 152조). 그러나 총주주통지는 정당한 사유가 없는 한 년 2회만 전달되므로 총주주통지 후부터 다음 주주총회 전까지 그 사이에 주식양도가 된 경우 대체계좌부의 기록과 주주명부의 기재는 일치하지 않는다. 그래서 대체법 제154조는 예외적으로 소수주주권 행사에 회사법 제130조 제1항의 규정(주주명부의 대항적 효력)은 적용하지 않고(동조 1항), 소수주주권 행사를 위해서는 개별주주통지를 요구하고 있다. 따라서 주주명부에 의하여 소수주주권 행사를 할 수는 없지만, 대체계좌부의 기록에 의하여 소수주주권 행사를 할 수 있게 되고, 통지받은 개별주주 행사의 유효기간을 4주로 제한하고 있다.²⁷⁾

그런데 개별주주통지와 관련하여 대체법상 소수주주권의 개념과 그 범위, 개별주주통지의 법적 성질, 개별주주통지의 실시시기와 그 시적 한계에 관하여 논란이 많다.

3.2.2.2 판례의 동향

【미디어 익스체인지(メディアエクステンジ)주식회사 사건²⁸⁾】

(1) 사실의 개요

Y사는 동경증권거래소 마더즈(マザーズ) 상장회사이고 그 주식은 2009년 1월 5일 이후 대체법 제128조 제1항 소정의 대체주식이 되었다. Y사는 2009년 2월 신청의 甲회사와 자본업무제휴에 의하여 Y사가 甲회사의 완전자회사가 될 것을 합의하고, 甲회사는 그 합의에 따라 Y사 주식을 공개매수하여 동년 3월까지 Y사 발행주식총수의 83.24%를 취득하였지만, 나머지 보통주식을 취득하고 완전자회사화하기 위해 전부취득조항부종류주식을 이용한 소수과주주를 축출하려고 결의하고, 6월 29일 개최 정기주주총회(이 총주주통지의 기준일은 3월 31일)에서 그것을 위한 정관변경 주주총회결의·종류주주총회결의 및 전부취득조항부종류주식의 전부취득결의가 성립되었다. 그리고 나서 전부취득조항부종류주식의 취득일의 주주를 확정하기 위한 기준일로 8월 4일로 정하고 8월 5일 전부취득조항부종류주식의 취득일로 하여 8월 7일 기준일의 총주주통지를 받았다.

X(주주, 상대방)는 본건 주주총회에 앞서서, Y(회사, 항고인)에 의한 전부취득조항부종류주식의 전부취득에 반대한다는 뜻을 통지하고, 6월 29일 주주총회에서 반대

회사에 대하여 매수인(양수인)의 계좌를 대체선계좌로 하는 대체신청을 함으로써 이루어진다.

27) 西村欣也, “少數株主權等の行使と個別株主通知の實施時期”, 「判例タイムズ」 No. 1387, 2013. 6, 38면.

28) 最三決平成22.12.7民集64卷8号, 2003면.

하는 의결권을 행사하였다. 그 후에 2009년 7월 10일에 그 당시 보유하고 있던 Y사 주식 400주에 관하여 회사법 제172조 제1항 제1호에 의한 가격결정신청을 하였다(400주에는 X가 본건 총회 후에 취득한 17주가 포함되어 있음). 그러나 개별주주통지의 신청은 하지 않았다. X는 동년 7월 29일에 이르러 대체주식 등에 관하여 개별주주통지의 신청을 하였지만(총회로부터 20일 이내 취득가격결정신청기간의 종기가 되므로 그 날자는 7월 21일(19, 20일은 공휴일)임), 다음날 30일부로 Y주식이 상장폐지되었기 때문에 개별주주통지가 이루어지지 않는 것이다. 이 사건에서는 Y사가 X의 주주자격을 다투어 가격결정신청의 적법성이 소송상 문제가 된 사안이다.

(2) 판결 요지

회사법 제172조 제1항 소정의 가격결정신청권은 그 신청기간내라면 각 주주마다의 개별적 권리행사가 예정되어 있는 것이고, 총주주통지에 의한 주주권과는 현저히 다르므로 가격결정신청권은 대체법 제154조 제1항, 제147조 제4항 소정의 소수주주권에 해당하는 것은 명백하다.

개별주주통지는 대체법상 소수주주권을 행사하는 경우에 주주명부에 갈음하는 것이므로 소수주주권등을 행사할 때 자기가 주주인 것을 회사에 대항하기 위한 요건이라 해석된다. 그렇다면 회사가 법원에 주식가격결정신청사건의 심리에 있어서 신청인이 주주인 것을 다투는 경우 그 심리의 종결시까지 개별주주통지가 될 것을 요하는 것으로 족하다.

(3) 소결

원심 결정은 대법원 결정과 다른 입장이다.²⁹⁾ 즉, 일본 회사법 제172조 제1항의 가격결정신청권은 동법 제124조 제1항에서 규정하는 권리에 해당하든지 적어도 당해 권리에 관한 규정을 유추적용해야 할 권리라고 하였다. 또한 이 사건에서 회사는 가격결정신청인이 주주자격을 갖고 있는가를 확인하는 이외의 목적으로 개별주주통지를 받을 적극적인 이익은 없고, 8월 4일이 전부취득조항부종류주식의 취득 기준일이 되므로, 그 기준일에 주주를 확인하는 것으로 족하다고 한다면, 개별주주통지는 불필요한 것으로 해석이 가능하다는 것이다. 학설 중에서도 가격결정신청권은 소수주주권에는 해당하지 않고, 8월 4일 기준일 주주가 취득대가를 받을 권리가 있는데(일회 173조 2항), 그 권리로부터 파생하는 권리라고 해석하는 견해가 있다.³⁰⁾ 더욱이 이 사건과 같이 상장폐지되어 더 이상 개별주주통지가 불가능하게 된 이후에는 전부취득결의에 대하여 반대한다는 주주의 권리행사의 일환으로서 개별주주통지는 불필요하고 주주명부의 기재 등에 의하여 대항할 수 있다고 해석하여야 한다는 것이다.³¹⁾ 그러나 대법원 결정은 가격결정신청권은 각 주주마다 개별적인 권리행사가 예정되어 있고 전적으로 기준일 주주를 권리행사자로 정하고 이러한 자에 의한 일제 권리행사를 예정하는 권리와는 현저히 다른 것이므로 소수주주권에 해당

29) 東京高決平成22.2.18(金融·商事判例 No.1360, 23면).

30) 吉本健一(1), “振替株式についての會社法172條1項に基づく價格決定の申立てと個別株主通知の要否”, 「金融·商事判例 No. 1373, 2011. 9.1, 5면.

31) 吉本健一(1), 위의 논문, 5면.

한다는 것이고, 개별주주통지는 대항요건이며, 그 통지시기는 사실심변론종결시 또는 심리종결시까지라 판시하고 있다.

【甲野太郎 대 三ツ星(株) 사건³²⁾】

(1) 사안의 개요

X(총주주 의결권의 100분의 1이상의 의결권을 가진 주주)는 Y의 대표이사에 대하여 2011년 5월 2일(月), 본건 총회에 관하여 「이사 3명 선임의 건」을 의제로 하고, X를 포함한 3명을 이사로 선임할 것을 의안으로 하는 주주제안(본건 주주제안)을 하였다(Y의 정관에는 Y의 정기주주총회는 매년 6월에 소집하고(동정관 13조), 정기주주총회의 의결권의 기준일은 매년 3월 31일로 한다는 규정이 있음). X는 계좌관리기관인 증권회사에 대하여 2011년 4월 27일에 개별주주통지의 신청을 하였다. 대체기관은 Y에 대하여 2011년 5월 9일(月)에 X에 관한 개별주주통지를 하였다. Y는 X에 대하여 5월 17일경 본건 개별주주통지가 본건 주주총회일의 8주간전까지(5월 3일, 주주의 이익을 고려하여 익일 영업일로 한 경우는 5월 6일) 통지되지 않았다는 점(본건 개별주주통지는 5월 9일에 전달됨), 그리고 본건 개별주주통지가 본건 주주제안에 선행하여 이루어지지 않았다는 점을 이유로 X의 주주제안을 본건 주주총회의 의제 및 의안으로서 취급하지 않겠다고 X에게 통지하였다. 5월 25일 개최된 Y의 이사회에서는 6월 29일에 본건 총회를 소집할 것, 이사선임 건을 의제로 할 것을 결정하고 소집통지절차를 거친 후 주주총회(본건 주주총회)를 개최하고, 본건 주주제안과는 별도의 6명을 이사로 선임하는 결의(본건 결의)를 하였다. X는 Y가 본건 주주제안을 적법한 것으로 취급하지 않은 것은 본건 주주총회 소집절차상의 법령위반에 해당한다는 이유로 총회결의취소의 소를 제기하였다.

(2) 판결의 요지

회사법 제303조 및 제305조에 기한 주주제안권은 소수주주권 등에 해당한다. 따라서 그 행사를 할 때에는 개별주주통지가 필요하다. 주주제안권의 행사시에 이루어져야 할 개별주주통지는 주주제안권의 행사 전에 이루어질 필요는 없지만 주주총회일의 8주간전까지 해야 할 필요가 있다. 그렇다면 본건 주주제안을 위한 개별주주통지는 주주총회일의 8주간전인 2011년 5월 6일까지 되어야 할 필요가 있었다. 그러나 실제로 개별주주통지가 된 것은 5월 9일이었다. 따라서 본건 주주제안에 관계되는 의제 및 의안을 소집통지에 기재하지 않았던 것은 위법하지 않고, 본건 주주총회의 소집절차에 법령위반이 있다고는 할 수가 없다.

(3) 소결

이 판결에서 주주제안권은 총회의 의결권에 관한 기준일 주주에게 인정되는 권리이지만(일회 303조 1항, 304조 1항), 일정한 의결권 보유요건이 부과되어 있고 특히 의결권의 계속적 보유요건이 충족되었는지를 기준일의 주주명부에서는 확인할 수가 없으므로 주주제안권은 대체법 제147조 제4항 소정의 소수주주권에 해당한다

32) 大阪地裁平成24.2.8(金融·商事判例 No.1430, 2면).

고 해석하고 있다.³³⁾ 그리고 개별주주통지가 주주제안권에 시간 순서상 앞서서 행하여질 필요는 없고 주주제안권 행사 후에 개별주주통지가 전달되더라도 무방하다고 한다. 그 이론적 근거로는, 소수주주권의 행사는 개별주주통지가 될 것을 정지조건으로 보아 그 시점에서 적법한 권리행사로 본다는 견해³⁴⁾와 개별주주통지가 행하여짐에 의해 소수주주권의 행사의 하자가 추인 내지 보정되고 권리행사의 시점에 소급하여 효력이 생긴다는 견해³⁵⁾로 나누어져 있다.

3.2.2.3 학설의 동향

3.2.2.3.1 대체법상 소수주주권의 개념과 범위

대체법상 주식이 양도된 경우 회사와 연관없이 이루어지므로 회사로서는 누가 진정한 주주인지 알 수가 없고 회사 스스로 주주의 변동 상황을 찾아 내어 주주를 확정하는 것도 불가능하거나 곤란하다. 대체법은 회사가 주주를 파악할 수 있도록 총주주통지(대체법 147조 4항에서 회사법 124조 1항에서 규정하는 권리)제도를 두고 있다. 그러나 총주주통지는 연 2회 전달되고 예외적으로 정당한 이유가 있는 경우 대체기관으로부터 전달받을 수 있다(대체법 277조 후단). 그러므로 평상시 소수주주권을 행사하려는 자의 주주자격 여부를 확인하고 전달하는 것이 대체기관의 개별주주통지제도이다. 그런데 무엇이 소수주주권에 해당하는지 또 그 판단 기준은 무엇인지 의문인데, 「회사법 제124조 제1항에서 규정하는 권리(이하 기준일에 의하여 정하여진 권리라 함)를 제외하는 권리」를 소수주주권이라³⁶⁾ 할 수 있다.³⁷⁾ 의결권이나 이익배당청구권, 주식배당은 소수주주권에 해당하지 않은 점은 명백하다.³⁸⁾ 그러나 소수주주권 또는 기준일에 의한 권리 어느 것도 그 범위의 한계가 명확하지 않다. 소수주주권 해당성 여부를 구체적으로 따져 보아야 한다.

① 소수주주권에 해당하지 않는 권리

회사의 조직재편시 주주총회의 결의를 요하는 경우 사전반대통지는 준법률행위인 이상(의사의 통지) 실질적으로도 권리행사로서의 성격을 가지는 것이 아니므로 개별주주통지는 불필요하다. 그러나 간이조직재편의 주식매수청구권에 관계되는 공고에 대한 주주의 반대통지(일회 468조 3항, 796조 4항)는 준법률행위(의사의 통지)이지만, 공고 후 2주간 이내에 반대주식수가 일정수에 달한 경우에는 간이주식재편을 할 수 없다는 법적 효과가 생기고, 주주총회의 결의를 요구하는 일종의 집단적 권리로서의 성격을 인정할 수 있으므로 이런 반대통지는 소수주주권에 해당한다고 해

33) 吉本健一(2), “振替株式に係る株主提案權の行使と個別株主通知の期限”, 「金融・商事判例 No. 1430, 2013. 12. 15, 4면.

34) 中川雅博, “振替制度における「個別株主通知」の實務”, 「阪法」 62卷 3·4号, 2012, 593면.

35) 西村欣也, 앞의 논문, 44면.

36) 浜口厚子, “少數株主權等の行使に關する振替法上の諸問題”, 「商事法務」 No. 1897, 有斐閣, 2010. 4. 25, 39면.

37) 개별주주통지에는 소수주주권등의 요건인 계속보유요건을 충족하였는지를 발행회사에 확인시키기 위하여 보유란·질권란에 증가 또는 감소가 기재된 일자(대체법 154조 3항 1호, 129조 3항 6호)가 통지사항으로 되어 있다.

38) 浜口厚子, 위의 논문, 35면.

석한다.³⁹⁾

본점에 비치하는 임원퇴직위로금의 지급기준의 열람, 법률에 근거한 서류가 아닌 임의의 서류, 예컨대 주식취급규정 등의 임의의 공시서류에 대한 열람청구권은 소수주주권에 해당하지 않는다.⁴⁰⁾

회사법상 각종 서류의 열람청구권은 소수주주권 등에 해당하지만 실무상 EDINET에서 공시되는 정관, 계산서류, 사업보고서등이나 내용적으로 기밀성이 낮은 주주총회의사록의 열람청구는 개별주주통지를 요하지 않는다고 한다.⁴¹⁾

② 소수주주권 해당성에 다툼이 있는 권리

조직재편시에 주식매수청구권(일회 785조)은 소수주주권에 해당하기 때문에 개별주주통지를 요하지만, 그 후의 가격결정신청은(일회 785조 2항)에 관하여는 별도 개별주주통지를 요하지 않는다는 견해가 있다.⁴²⁾ 그러나 흡수합병 소멸회사에 대한 주식매수청구와 같이 효력발생 후의 잔고가 없는 경우를 제외하고 가격결정신청에서는 개별주주통지를 요한다는 반대설도 있다.⁴³⁾

의결권의 연장에 있는 권리로서 주주제안권(일회 304조)이나 총회에 있어서 설명을 요구하는 권리(일회 314조)는 소수주주권에 해당하지 않아 개별주주통지를 요하지 않고 행사할 수 있다는 견해가 있다.⁴⁴⁾ 그러나 주주제안권은 소수주주권으로 개별주주통지를 요한다고 해석하는 것이 다수설과 판례의 입장이다.⁴⁵⁾

주주명부(일회 125조)나 회계장부열람등사청구권은 소수주주권에 해당하여 권리행사시에 개별주주통지가 요구되지만 회사가 이를 거절하여 소를 제기하는 경우에는 개별주주통지 요구는 부정적으로 해석할 여지가 있다고 한다.⁴⁶⁾

3.2.2.3.2 개별주주통지의 법적 성질

개별주주통지의 법적 성질에 관하여 권리행사요건으로 해석하는 견해(권리행사요건설)⁴⁷⁾과 대항요건으로 해석하는 견해(대항요건설)와의 대립이 있다. 대항요건설이 다수설이다.⁴⁸⁾ 개별주주통지는 대체법상 소수주주권 등을 행사하는 경우에 주주명부에 갈음하는 것이므로(대체법 154조 1항), 소수주주권 등을 행사할 때에 자기가 주주인 것을 회사에 대항하기 위한 요건으로 해석하고 있다.⁴⁹⁾ 특히 대체법의 입안

39) 浜口厚子, 위의 논문, 35면.

40) 浜口厚子, 위의 논문, 36면.

41) 浜口厚子, 위의 논문, 38면.

42) 東京地方裁判所商事研究會編, 「類型別會社非訟」, 判例タイムズ社, 2009, 110면.

43) 葉正匡美·仁科秀隆, 「株券電子化ガイドブック(實務編)」, 商事法務, 2009, 338면.

44) 志谷匡史, “社債等振替法154條3項所定の通知の要否”, 「民商法雜誌」 第144卷 第6号, 2011.9, 800면.

45) 大阪地裁平成24.2.8(金融·商事判例 No.1430, 2면).

46) 志谷匡史, 앞의 논문, 800면.

47) 山下友信ほか(野村修也發言), “〈座談會〉株券不發行制度に關する論点と對應”, 「株券不發行制度·電子公告制度」, 別冊商事法務 第286号, 202면, 224면.

48) 伊藤靖史, “振替制度と株主名簿に關する課題”, 「法律時報」 第84卷 第4号, 2012. 4, 42면; 志谷匡史, 앞의 논문, 795면; 吉本健一(1), 앞의 논문, 5면.

49) 島田志帆, “振替株式の權利行使方法と今後の課題-近年の最高裁決定を中心として-”, 「立

담당자는 개별주주통지의 법적 성질을 발행회사에 대한 대항요건이라고 밝히고 있다.⁵⁰⁾ 대체법 제154조 제1항에서 주주명부의 대항력 규정인 회사법 제130조 제1항의 적용을 배제하고 있는 것으로 보아 대항요건설이 법문에 들어 맞는 것으로 해석한다.⁵¹⁾ 그러나 개별주주통지를 대항요건으로 해석하는 견해를 김의 양날에 비유하면서, 반대의 견해가 있다. 즉 개별주주통지를 요구함으로써 회사법이 정한 신청기간이 실질적으로 축소될 염려가 있다. 法文상 대항요건설을 부정할 수는 없지만, 권리행사설을 재검토할 필요가 있다는 주장이다.⁵²⁾

시간의 순서상 소수주주권의 행사 후에 개별주주통지가 된 경우 이를 허용할 수 있는가. 긍정하는 견해는 주주명부와 대체계좌부의 차이에서 그 이론적 근거를 찾는다. 즉 주주명부의 명의개서는 주식보유요건(보유비율요건 + 계속보유요건)을 충족하였는가에 대한 판단기준 그 자체를 갱신시키는 행위이다. 주주권 행사 시점에서 명의개서를 하지 않은 주주명부로 주주권을 행사하게 하는 것은 과거의 주주에게 인정하게 되는 셈이 되고, 따라서 소수주주권을 행사한 다음 주주명부의 명의개서로써 대항요건을 구비하는 것은 허용될 수 없다.⁵³⁾ 그렇지만 개별주주통지는 이미 새롭게 갱신되어 있는 주식보유요건충족성 판단의 기초가 되는 정보(대체계좌부의 기록 등의 내용)를 회사에 전달하는 행위이고, 따라서 소수주주권 행사 시점에서 개별주주통지가 미필되었다는 것은 판단기준에 대한 전달이 되지 않은 까닭에 법이 예정하고 있는 주식보유요건충족성의 판단을 내릴 수 없는 상태라 할 수 있다. 또한 소수주주권 행사시점에 아직 개별주주통지가 미필되어 있더라도 주식보유요건충족성의 판단기준이 되는 대체계좌부의 기록 등은 이미 갱신되어 있으므로 회사로서는 사후적으로라도 그 내용을 전달받을 수 있다면 법이 예정하는 판단기준에 의한 주식보유요건충족성의 판단이 가능하게 된다. 따라서 소수주주권의 행사 후에 개별주주통지가 되어도 지장이 없는 한 허용되어야 할 것이라고 한다.⁵⁴⁾

3.2.2.3.3 개별주주통지의 실시시기와 시적 한계

주주는 개별주주통지를 언제까지 하여야 할 것인가. 이것은 개별주주통지의 법적 성질에 따라 다르다. 대항요건설에 의하면 유효한 개별주주통지를 결한 상태에서 신청한 경우라도 당해 신청이 곧바로 부적법한 것이 되는 것은 아니라고 한다. 그런데 대항요건설을 취하면서도 주주가 재판상 주주권을 행사함에는(소의 제기, 비송사건이나 가처분의 신청을 행하는 경우), 회사에 대항할 수 있는 주주인 것이 당사자로서의 적격을 뒷받침하는 것으로 해석하고, 따라서 회사에 대한 대항요건을 결한 경우에는 원고적격을 인정할 수 없고 소제기는 부적법 각하되게 된다는 견해가 있기도 하다.⁵⁵⁾ 그러나 앞서 본 바와 같이 대법원은 순수하게 대항요건설을 취하고 있고,⁵⁶⁾ 따라서 법원의 사실심변론종결시 또는 심리종결시까지 개별주주통지를 구

命館法學」 第338号, 立命館大學, 2011, 284(2066)면.

50) 大野晃宏ほか, “株券電子化開始後の解釋上の諸問題”, 「商事法務」 第1873号, 51면.

51) 志谷匡史, 앞의 논문, 795면.

52) 志谷匡史, 위의 논문, 799면.

53) 西村欣也, 앞의 논문, 44면.

54) 西村欣也, 위의 논문, 44면.

55) 島田志帆, 앞의 논문, 296(2078)면.

비한다면 된다는 입장이다.

그러면 개별주주통지는 어느 시기까지 이루어져야 할까(시적 한계). 소수주주권은 재판상 또는 재판외에서 행사할 수 있다. ① 재판에 의한 경우 개별주주통지는 원고적격 또는 신청인 적격을 기초지우는 것이므로 그 존부의 판단기준도 기본적으로는 사실심의 변론종결시 또는 심리종결시까지라 해석한다.⁵⁷⁾ 또한 재판에 의한 소수주주권은 소제기 등을 거쳐 재판절차에 있어서 주장·입증활동을 통하여 행사된다. 정리하면, 개별주주통지에 의한 주식보유요건충족성이 소송요건은 아니므로 소제기시에 갖추지 못했다고 해서 소각하 사유에 해당하는 것은 아니다.⁵⁸⁾ ② 재판외의 권리행사인 경우 그 시적한계는 현실의 권리를 실현할 때까지라 한다.

구체적으로 보면, 회사법상 정관변경에 반대하는 주주에 의한 주식매수청구권(일회 116조 1항), 총회소집청구권(일회 297조), 대표소송제기권(일회 847조), 회계장부열람청구권(일회 433조)이나 이사회에 대한 위법행위유지청구권(일회 360조)은 그 시적한계를 사실심변론종결시 또는 심리종결시까지로 보아도 회사에 불이익이 없다고 한다.⁵⁹⁾ 그렇지만 주주제안권은 이와 달리 보고 있다. 주주제안권은 재판상의 권리행사가 예정되어 있지 않은 권리이다(일회 303조, 305조). 공개회사의 주주는 이사에 대하여 주주총회일의 8주간전에 의제를 제안하거나(일회 303조), 스스로 제안하는 의안의 요령을 주주에게 통지하도록 청구할 수 있다(일회 305조). 이사회설치회사의 주주총회 소집은 총회일의 2주간전에 의제를 기재한 서면 또는 전자적 방법에 의하여 이루어져야 하고(일회 299조), 이사는 적어도 총회일의 2주간 전까지는 주주에게 통지해야 할 의제 등을 결정하고 소집통지서를 작성하는 등 그 발송준비를 마쳐야 한다. 그래서 총회일의 8주간전일이 경과한 경우 총회일의 2주간 직전일까지 언제라도 개별주주통지가 있다고 해서 그 주주제안을 소집통지서에 반영하게 하는 것은 회사의 사무처리에 과대한 불편함을 주는 것으로 타당하지 않다고 한다.⁶⁰⁾ 따라서 주주제안권은 개별주주통지가 주주제안권의 행사 후에 이루어지더라도 그것은 법정 행사기간인 총회일의 8주간전일까지가 그 시적 한계라 풀이하고 있다.

3.2.2.4 일본 논의의 시사점

개별주주통지에 있어서 우리의 경우도 소수주주권 해당성 여부를 둘러 싸고 실제 분쟁이 다수 발생할 가능성이 높다고 본다. 상법 제354조 제1항의 주주명부 폐쇄나 기준일에 의하여 획일적, 집단적으로 확정되는 주주권이 아니라 개별적으로 행사하는 주주권은 소수주주권이라 할 수 있다. 문제는 그 주주의 권리 중 어느 권리를 행사할 때 개별주주통지를 요구할 것인가이다. 총주주통지에 밀접하게 연관되는 주주권은 개별주주의 통지를 요하지 않는다고 할 것이다. 의결권에 연관되는 총회에서 질문권 및 설명청구권이 그것에 해당한다. 소수주주권의 행사와 이에 이은 소제기시에는 개별주주통지를 요구하지 않는다고 본다.

56) 最高裁決 平成 22. 12. 7(民集64卷8号, 2003면).

57) 最高裁決 平成 22. 12. 7(民集64卷8号, 2003면).

58) 伊藤靖史, 앞의 논문, 41면; 西村欣也, 앞의 논문, 44면.

59) 西村欣也, 위의 논문, 48~50면.

60) 西村欣也, 위의 논문, 50면.

개별주주통지의 법적 성질에 대해서는 대항요건으로 보아야 할 것이다. 권리행사 요건설은 회사의 입장에서 유리하나, 주주의 입장에서는 불리하다. 전자등록제도가 도입된 초기에는 주주가 개별주주통지라는 제도를 잘 알지 못할 것으로 예상된다. 또한 개별주주통지의 실무에서 증권회사 직원의 개별주주통지에 대한 업무 숙련의 미숙이나 무지로 인하여 개별주주통지 신청의 안내나 수리가 지연되어 그 기간 내에 회사에 도달하지 못할 가능성도 존재한다.⁶¹⁾ 법이론적으로도 전자등록부는 주주명부를 대신하는 것이므로 동일하게 대항요건으로 해석하는 것이 합리적이라 생각한다.

소수주주권과 개별통지 행사의 시간의 순서는 개별통지 후 소수주주권행사가 이상적이겠지만, 소수주주권 행사 후에 개별통지가 된다고 해서 회사에 어떠한 불이익이 있는 것은 아니므로 이것을 부정할 이유는 없다고 본다. 소수주주권 행사 후에 개별통지를 허용한다면 그 개별통지는 재판상의 경우는 사실심의 변론종결시까지, 재판외의 경우는 현실의 권리를 실현할 때까지로 해석하는 것이 타당하다고 본다.

3.2.3 개별주주 권리행사에 관한 논점 검토

개별주주 권리행사의 입법안에 대해 검토해 보면 다음과 같다.

첫째 소수주주권행사 주주를 확정하기 위해 전자등록기관 등이 보유하고 있는 주주 정보를 확인하는 증명서를 전자등록기관이 발급하고 주주는 그 증명서로 회사에 명의개서 신청한 후에 행사하게 할 것인가, 아니면 전자등록기관이 주주의 신청을 받아 직접 발행인에게 통지하도록 할 것인가의 문제이다.

이종걸의원안은 전자등록기관이 발행하는 소유자증명서로 그 소유자가 발행인 또는 제3자에게 권리를 행사할 수 있도록 하고 있다(동법안 30조 1항, 4항). 전자등록기관이 소유자증명서를 발행하면 발행인에게 그 사실을 지체없이 통지하도록 하고 있다(동법안 30조 2항). 또한 이와 병행하여 소유자는 전자등록기관 또는 계좌관리기관에 자신의 등록주식에 대한 소유 내용을 발행인등에게 통지해 줄 것을 신청할 수 있도록 하고(동법안 31조 2항), 그 신청을 받은 전자등록기관은 소유내용 및 통지내용의 유효기간 등을 지체없이 발행인 등에게 통지하도록 하고 있다(동법안 31조 3항). 따라서 소유자가 직접 발행인에게 증명서로 권리행사하거나 전자등록기관의 통지를 통하여 권리행사하는 두 가지 방안을 모두 허용하고 있다. 이에 대하여 일본 대체법은 개별주주통지 한 가지를 인정하고 있다. 생각건대, 소유자증명서 제도를 원칙으로 하는 것은 주주에게 불편을 주게 되는 시스템이다. 소유자증명서를 발급하는데 시간이 걸리고 이를 회사에 제출하는데 또 노력이 요구된다. 그 경우 예컨대 주주제안권의 행사와 같이 그 행사기간을 도과할 우려도 있다. 따라서 계좌대체기관에다 신청하여 회사에 통지되도록 하는 개별주주통지제도를 원칙으로 하는 것이 옳다고 본다. 이 때 전자등록기관의 문제로 통지되는 기간이 지체될 수 있다. 입법적으로 합리적인 통지기간을 정하고, 그보다 더 지체되어 통지된 경우에는 그 합리적인 기간내에 통지된 것으로 간주하는 방안을 고려해 볼만 한다.

둘째, 주주가 증명서로 증명하든지, 전자등록기관이 발행인에게 개별주주를 통지하

61) 伊藤靖史, 앞의 논문, 43면.

든지간에 그에 따라 회사가 주주명부에 명의개서를 하게 할 것인가 아니면 명의개서를 인정하지 않고 단지 소수주주권 행사 주주를 확인 전달받는 것으로 할 것인가.

이종걸의원안은 여기에 대한 규정이 없으며, 일본 대체법은 주주명부 명의개서를 금지하고 있다(동법 151조, 152조, 154조). 개별통지제도를 통하여 발행인에 대한 명의개서도 가능하다고 해석하는 견해가 있다.⁶²⁾ 즉, 소유자증명서와 함께 거래 입증 자료를 제출하여 명의개서가 가능할 것으로 해석한다. 뿐만 아니라 주주명부에 주주로 기재되어 있다면 개별주주통지절차를 밟지 않더라도 주주명부의 대항력과 면책력을 근거로 소수주주권을 행사할 수 있다고 해석하자는 견해가 있다.⁶³⁾

생각건대 주주명부의 명의개서를 인정한다 하더라도 소유자증명서의 유효기간이 경과된 후나 이종걸의원안처럼 소유자증명서 발급으로 처분제한 등록이 말소된 후 소수주주권을 행사하려면 소유자증명서나 개별주주 통지를 다시 요구할 것이므로 주주명부의 명의개서가 실효성이 없을 것으로 보인다. 또한 전자등록부의 효력에 대해 권리 추정력만 인정하고 있으므로 그에 기반하여 발급 또는 통지되는 것도 권리추정력만 인정할 수 있으므로, 이를 바탕으로 주주명부명의개서를 허용할 필요성은 없을 것이다. 따라서 소유자증명서를 발급받은 경우 주주명부의 대항력(337조 1항)은 배제되어야 하며, 이는 실질주주증명서에 관한 자본시장법 제318조 제3항도 같은 취지로 규정하고 있다.

셋째, 개별주주통지가 된 이후에는 전자등록기관을 통한 주식양도나 질권설정이 제한되는가. 이종걸의원안을 보면 소유자증명서가 발급된 경우나 전자등록기관을 통하여 소유자 통지를 요청한 경우 주식의 처분을 제한하고 있다(동법안 30조 3항). 이러한 처분제한은 실질주주증명서에 관한 자본시장법 시행규칙 제32조 제3항, 채권자증명서에 관한 전자단기사채법 제16조 제3항, 채권자통지에 관한 전자단기사채법 제17조 제2항에서도 유사하게 규정되어 있다. 그러나 일본 대체법은 처분제한 규정을 두고 있지 않다. 이에 대해 처분제한을 폐지하자는 입장과 처분제한의 유지 및 보완하자는 견해가 대립되고 있다.⁶⁴⁾

생각건대, 전자등록주식을 이용하는 상장회사의 경우 소수주주권을 행사한다고 해서 주식양도를 제한하는 것은 너무 편의적인 발상이고, 주주의 재산권 행사를 침해한다. 또한 반사적으로 소수주주권 행사를 위축시킬 가능성도 있다. 더욱이 소수주주권 행사 요건을 초과하는 주식을 가진 주주가 그 초과분의 주식처분까지 제한하는 것은 과잉이다. 따라서 이 규정안은 폐기되어야 한다고 본다.

4. 전자등록주식의 선의취득

4.1 선의취득의 인정 여부 및 초과기재의 해결방안

종래 입법화 과정에서 전자등록에 대해 선의취득을 인정할 것인가 논란이 있었다. 전자등록은 유가증권으로서의 법적 성질을 갖지 않으므로 선의취득을 부인하고 전자등록부에 공신력을 부여하자는 견해가 있고,⁶⁵⁾ 실제보다 초과 기재된 경우에 선

62) 서울대학교 금융법센터, 앞의 책, 137쪽.

63) 서울대학교 금융법연구센터, 위의 책, 142쪽.

64) 서울대학교 금융법센터, 위의 책, 139~140쪽.

65) 정경영, 앞의 논문, 160쪽.

의취득을 부인하는 견해가 있었다.⁶⁶⁾ 그러나 전자등록부상의 기재에 대해 권리추정적 효력을 인정하고 있고 그러한 권리가 이전되는 것이며 그 전자등록부에 등록된 권리라는 외관을 신뢰하고 선의로 취득한 경우에는 초과기재까지 포함하여 선의취득을 인정할 수 있다고 해석할 수 있다.⁶⁷⁾ 특히 현실적으로 거래소시장에서의 다자간 집중차감방식에 의한 결제시 유효하지 아니한 주식이 누구에게 돌아갔는지 특정할 수 없다는 점에서 선의취득으로 해결할 필요성이 있다는 것이다.⁶⁸⁾ 2011년 개정 상법·전자단기사채법 및 이종결의원안 그리고 일본 대체법의 입장은 초과기재까지 포함하여 선의취득을 인정하고⁶⁹⁾ 그 해결을 시도하고 있다(356조의2 3항, 전자단기사채법 13조, 이종결의원안 26조, 대체법 77조, 144조).

실제 회사의 발행주식총수 보다 더 적은 수량의 주식이 전자등록부에 기재된 경우에는 오류계좌를 찾아 등록을 정정하는 것으로 간단히 처리할 수 있다. 문제는 초과기재된 경우이다. 일본 대체법은 각 주주는 전체 초과수에 자기가 가진 당해 주식의 종목과 종류 주식수를 그 전자등록기관 및 그 하위기관의 모든 투자자가 가진 당해 종목과 종류의 전자등록주식수에서 제외한 수를 곱한 주식수만, 회사에 대하여 대항할 수 없다고 규정하고 있다(대체법 147조 1항·2항, 148조 1항·2항, 151조 5항). 다만 전자등록기관이 기준일에 관한 총주주통지 후 2주간 이내에 소각의무를 이행하고 또한 당해 소각의무이행을 위하여 취득된 주식에 관하여 기준일 등에 있어서 주주로서의 권리를 행사할 예정인(특정피통지주주)이 회사에 대하여 자기 의결권전부를 포기하는 의사표시를 한 경우에는 소각의무가 기준일전에 이행된 것과 동일하게 취급하므로 투자자의 회사에 대한 권리제약은 생기지 않는다(대체법 147조 3항, 148조 3항).⁷⁰⁾ 요컨대, 과대기재된 경우 계좌관리기관이 소각하도록 의무를 부과하고 있으며, 주주의 권리행사는 안분비례에 의하여 행사할 수 있다. 또한 초과기재된 주식을 양도하는 경우 동일한 계좌관리기관 내에서는 초과기재된 수만큼 양도할 수 있지만, 다른 계좌관리기관으로 양도하는 경우에는 당해 계좌관리기관에 기재된 주식수 보다 초과기재된 수를 넘어서 양도하지 못한다. 예컨대 계좌관리기관(甲)이 전자등록부에 본래 200주가 기재되어 있는데, 투자자 P가 100주, Q가 300주라고 기재되어 있는 경우 P는 100주 중 50주, Q는 300주 중 150주에 관해 발행회사에 대항하지 못한다. 이 때 단주가 발생한 경우 그 단주에 대해서 일본 대체법은 예외적으로 의결권을 인정하고 있다.⁷¹⁾ 계좌관리기관은 선의취득된 100주에 대한 소각의무를 부담하게 된다. 그러나 Q가 제3자에 대하여 양도할 수 있는 주식수의 한도는 선의취득한 300주이지 150주가 되는 것은 아니다.⁷²⁾ 즉, Q와 P는 동일한 계

66) 오길영, “주식 및 사채의 전자등록제 도입에 관한 상법개정안 고찰’에 대한 토론문”, 「상사법연구」 제28권 제3호, 2009. 11, 254~256쪽.

67) 동지: 김순석, 앞의 논문, 289~290쪽.

68) 심인숙, 앞의 논문, 231쪽.

69) 始關正光, “電子公告制度·株券等不發行制度の導入(I)”, 「商事法務」 No. 1705, 2004. 8. 5, 34면.

70) 始關正光, 앞의 논문, 26면.

71) 法務省民事局參事官室, 앞의 논문, 24면.

72) 江頭憲治郎, “株券不發行制度·電子公告制度の導入に關する要綱の解説”, 「商事法務」 No. 2003. 10. 5, 22면.

좌관리기관 내이므로 Q가 P에게 300주 모두를 양도할 수 있지만, 다른 계좌관리기관에 있는 R에게 양도할 때에는 200주를 초과해 양도하지 못한다. 왜냐하면 Q가 200주를 양도하면 그 甲 계좌관리기관의 잔고는 0이 되기 때문이다.⁷³⁾ 이종걸의원안은 일본 대체법과 동일한 내용을 규정하고 있는 것으로 판단된다.

4.2 손해배상공동기금의 창설

선의취득에서의 투자자 보호를 위하여 손해배상공동기금을 창설하는 것을 검토해볼 필요성이 있다.⁷⁴⁾ 자본시장법 제394조에서는 이와 유사한 규정을 두고 있다.⁷⁵⁾ 즉 “회원이 매매거래에 따라 발생하는 채무불이행책임을 배상하기 위하여 거래소에 공동손해배상기금을 적립하고 연대하여 책임을 지도록” 규정하고 있다. 그러나 공동기금방식에 대해 이종걸의원안은 특별한 규정을 두고 있지 않다. 일본의 대체법은 가입자보호신탁제도를 마련하고 있는데, 지급금의 상한은 1,000만엔이다(동법 60조, 동법시행령 5조). 우리 정부도 금융소비자 피해를 보호하기 위해 다각적인 대책 마련을 준비하고 있는 것 같다.⁷⁶⁾

5. 질권설정과 주주의 보호

주주는 주식을 질권설정하고 필요한 자금을 조달할 수 있다. 주주가 자금조달을 쉽게 할 수 있도록 다양한 질권을 사용할 수 있도록 제도 설계를 해 주는 것이 바람직하다.

주식의 질권설정 방법에는 등록질, 약식질, 양도담보질이 있다. 현재 예탁결제제도하에서 주식의 질권설정방법은 계좌대체를 원칙으로 예정하였으나 실무에서는 전적으로 계좌부상 부기방식으로 처리하고 있다.⁷⁷⁾ 또한 계좌대체인든 계좌부상의 부기이든 그 질권은 상법상 약식질에 해당하고 등록질을 설정할 수는 없다.⁷⁸⁾ 그리고 양도담보권자의 고유재산인 주식과 양도담보로 보유하는 주식이 전혀 구분되지 않고, 실질주주명부에 양도담보권자 대신 양도담보설정자를 주주로 기재한다면 약식양도담보가 될 수 있겠지만, 그러한 방법은 예탁결제제도하에서 마련되어 있지 않다고 한다.⁷⁹⁾

73) 法務省民事局參事官室, “株券不發行制度及び電子公告制度の導入に關する要綱中間試案の補足説明, 「商事法務」 No. 1660, 2003. 4. 15, 24면.

74) 김순석, 앞의 논문, 313쪽.

75) 미국의 경우 1977년 증권투자자보호법(Security Investor Protection Act of 1970: SIPA)을 제정하고 이것을 근거로 브로커나 딜러가 파산하는 경우에 투자자에게 재정적 구제를 하고 있다(Russell A. Hakes, “UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?”, 35 Loy. L. A. L. Rev. 661(2002).

76) 안수현외 3인, 「금융소비자 피해구제기금의 도입방안」, 2013년 용역연구보고서(금감원), 2013. 4; 하홍윤·육진관, 「EU의 금융소비자 보호제도-현황 및 시사점」, 예금보험공사 금융분석부, 2007. 12.

77) 박철영, 앞의 논문, 51쪽.

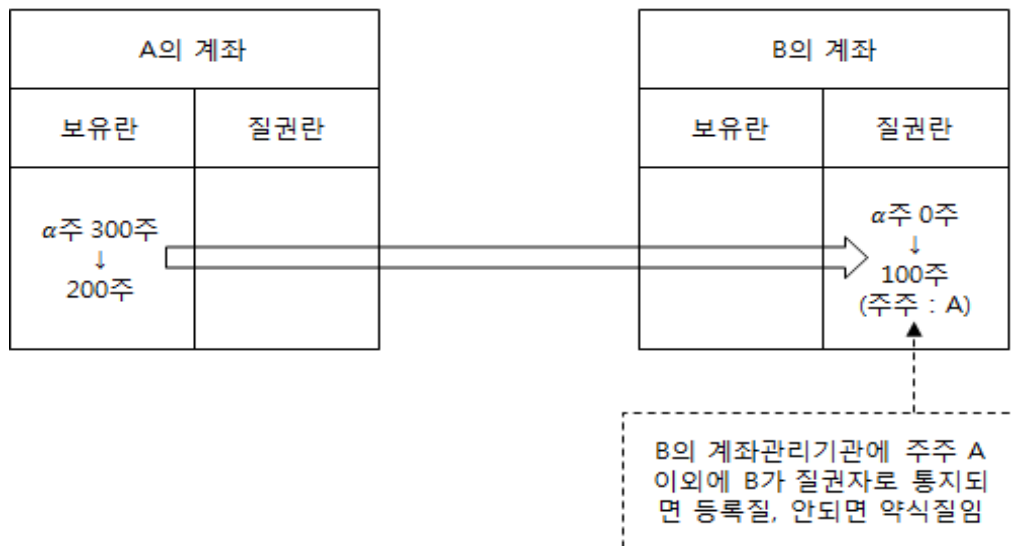
78) 박철영, 위의 논문, 51쪽; 이것은 일본의 보관대체제도하에서도 마찬가지이었음(始關正光, 앞의 논문, 24면).

79) 박철영, 위의 논문, 51쪽.

전자등록주식의 경우는 예탁결제제도와 달리 등록질과 약식질 모두 가능하다. 전자등록주식의 약식질은 계좌관리기관 또는 전자등록기관의 등록부에 기재되나 주주명부에는 기재되지 않는 형태이다. 약식질은 질권자의 익명성에 그 특징이 있다. 등록질은 기준일에 전자등록기관이 전체 주주를 통지할 때 질권자의 내역을 통지하여 주주명부에 기재되면 등록질이 된다.

전자등록주식에 있어서 질권설정방법으로 현행의 부기방식 유지를 주장하는 견해가 있기도 하나,⁸⁰⁾ 등록질과 약식질을 구분하고 편리하게 설정하게 하려면 대체기재방식으로 전환하는 것이 바람직하다.⁸¹⁾ 일본의 대체기재방식은 보유란과 질권란을 두고 대체기재방식으로 행하고 있다.

< 질권의 대체기재 >



대체기재방식을 취할 경우 전질도 가능하다고 본다. 전질에 관해서는 일본 대체법상도 명문의 규정이 없지만, 대체 주식도 전질의 대상으로 된다고 해석한다.⁸²⁾ 대체주식은 질권란의 내역으로서 질권설정자인 주주가 기록되고 또한 전질을 행하기 위하여 질권란으로부터 계좌대체를 하는 경우에는 주주를 특정하여 대체신청을 하게 된다.

주식의 전자등록에 있어서 순위를 정한 질권설정(담보권의 우선열후 관계가 설정되는 질권)은 질권자마다 질권주식수가 중복기재되어 그 결과 초과기재가 될 수 있어서 문제이다(전자등록주식총수 > 발행주식총수).⁸³⁾ 그렇지만 이것은 전자등록 주

80) 서울대학교 금융법연구센터, 앞의 책, 13쪽.

81) 동지: 박철영, 앞의 논문, 62쪽.

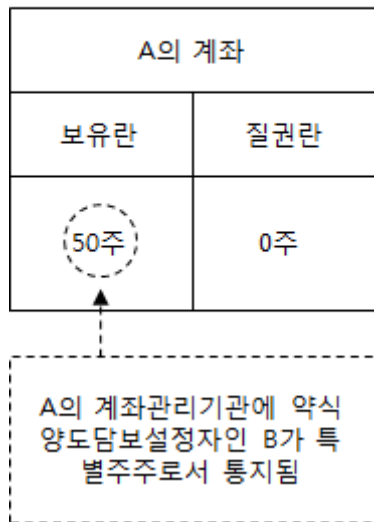
82) 小林英治, “振替債の取引における法的諸問題の検討”, 「金融法務事情」 No. 1848, 2008. 10. 15, 55면.

83) 복수의 담보권자가 동일한 증권을 담보로 취득한다는 실무상의 수요는 전자등록제도에 서도 여전히 존재할 수 있다고 한다(허항진, 앞의 논문, 375쪽).

식의 권리 성질에 있어서는 가능한 것이 전자등록제도의 설계 때문에 허용되지 않는 것은 바람직하지 않다고 본다. 더욱이 사법통일국제협회가 「간접보유증권실질법조약」(UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities) 제19조 제3항은 우선 순위의 질권설정에 대해 규정하고 이를 인정하고 있다.⁸⁴⁾

한편, 전자등록된 주식의 양도담보에 관하여는 특별한 법리를 인정할 필요성이 크지 않으므로 별도의 조항을 둘 필요성이 없다는 견해가 있다.⁸⁵⁾ 그렇지만 자본시장에서의 담보거래는 증권이 유동성을 증대시키고 자금조달비용을 절감하기 위하여 담보물을 재사용(rehypothecation)하는 것이 일반화되고 있으므로 양도담보의 필요성이 있다 할 것이다.⁸⁶⁾ 일본 대체법은 양도담보권자의 계좌로 이전 등록되면 기준일의 총주주통지시에 양도담보권자가 주주로 통지되고 따라서 양도담보권자가 의결권이나 이익배당을 받게 된다. 이 때 양도담보설정자의 신청이 있으면 보유란의 명의인인 양도담보권자가 아닌 양도담보설정자를 주주로 관리해 줄 것을 전자등록기관에 청구할 수 있고 그러면 회사는 기준일의 주주를 통지할 때 양도담보설정자를 특별주주로 해서 통지한다(대체법 151조 2항). 이로써 양도담보권자는 담보설정을 보장받고 양도담보권자는 주주로서 권리를 행사하게 된다. 실무에서의 양도담보의 활용성을 보장하고 양도담보여부를 명확히 구분할 수 있도록 하기 위해 일본 대체법상의 방안은 우리에게도 시사점이 된다고 본다.⁸⁷⁾

< 약식양도담보 >



84) 코에즈久美子, “國際取引法研究の最前線-第14回 證券振替制度における擔保權”, 「國際商事法務」 Vol. 41, No. 9, 2013, 1351면.

85) 서울대학교 금융법연구센터, 앞의 책, 13쪽.

86) 박철영, 앞의 논문, 60쪽.

87) 동지: 박철영, 위의 논문, 63쪽.

6. 주주의 정보청구권

주주명부는 주주 및 주식에 관한 사항을 기재한 장부로 중요한 정보자료이다. 그래서 상법은 주주와 회사채권자가 영업시간내에 언제든지 주주명부의 열람 또는 등사를 청구할 수 있도록 하고 있다(396조 2항). 주주가 주주명부를 열람함으로써 주주로서의 이익을 지키고 회사의 기관에 대해 감독함으로써 회사의 이익을 도모한다. 또한 위임장 권유나 소수주주권행사의 권유 등 주주 상호간의 의사연락을 통하여 경영진에 대한 통제를 할 수도 있다. 그런데 주권의 전자등록제에서는 주주정보를 관리·보관하는 전자등록기관은 회사로부터 분리·독립되어 된다(회사로부터 주주정보의 분리 현상). 회사의 경우는 전자등록기관으로부터 기준일제도에 의한 전체 주주 통지, 소수주주권 행사시의 주주정보청구, 회사가 주주의 정보청구에 정당한 사유가 있을 때 주주정보를 청구하고 전달받을 수 있다. 이종길의원안에서는 소유자명세 작성 요청(동법안 28조 1항), 회사가 법령 또는 법원의 결정에 따라 등록주식의 주주를 파악할 필요성이 있거나 자본시장법상 공개매수신고서가 제출된 경우 소유자명세청구를 할 수 있도록 하고 있다(동법안 28조 2항). 또한 소유자증명서제도에 의하여도(동법안 30조 1항) 주주정보를 입수할 수 있도록 하고 있다. 일본 대체법은 대체계좌부의 기록 내용을 회사에 전달하는 경우로 ① 총주주통지, ② 개별주주통지, ③ 회사에 있어서 가입자(주주)의 계좌 기록 등의 내용을 아는 것에 대해 정당한 이유가 있을 때 정보제공청구(대체법 277조 후단)를 할 수 있다.⁸⁸⁾ 그러나 주주가 주주정보를 보관·관리하는 전자등록기관이 가진 주주정보를 입수할 수 있도록 하는 제도적 장치가 마련되어져 있지 않다. 주주에 의한 전자등록기관에 대한 주주정보 입수 방안을 마련하는 것이 옳다고 본다.

88) 小館浩樹·仁科秀隆, “振替株式發行會社による株主情報の取得”, 「商事法務」 No. 1843, 2008. 9. 15, 13~20면.

상환전환우선주의 발행현황과 문제

발표자 : **임정하** 교수 (서울시립대)

토론자 : **조지현** 교수 (한림대)

이제원 변호사 (광장)

사회자 : **최준선** 교수 (성균관대)

상환전환우선주의 발행현황과 문제

임 정 하

(서울시립대 법학전문대학원 교수, 변호사)

[목 차]

- I. 들어가며
- II. 종류주식 관련 상법상 쟁점: 상환주식과 전환주식을 중심으로
- III. 상환전환우선주의 발행현황
- IV. 상환전환우선주 발행관련 상법상 쟁점
- V. 맺음말

I. 들어가며

2008년 미국발 금융위기는 세계 금융시장을 요동치게 만들었다. 금융시장의 경색은 실물경제에도 타격을 가해 세계 경제는 침체일로를 걷게 되었다. 미국과 EU를 중심으로 경제위기를 타개하기 위한 각종 경기부양책을 내놓고 있으나 경기가 좀처럼 회복될 기미를 보이지 않고 있다. 우리나라도 이러한 경제위기의 여파로, 특히 부동산시장이 냉각되면서 많은 건설회사들이 필요한 자금을 제때 조달하기 못해 도산하였다. 경제위기로 투자위험이 증가하고 기업의 신용도가 하락하는 상황에서 자금을 조달하기란 쉽지 않았던 것이다.

이러한 상황에서 신용과 재무상태가 악화된 기업들, 특히 건설회사들이 상환전환우선주를 발행하여 자금을 조달하는 사례가 증가하고 있다는 것은 주목할 만하다. 2014년 들어 기업들이 발행한 상환전환우선주가 1조원을 돌파했다고 한다. 한국경제신문 자본시장 전문매체인 마켓인사이트(www.marketinsight.kr)의 기업 유상증자 현황을 분석한 결과에 의하면 2014년 9월까지 상환전환우선주 발행금액은 총 1조 181억원으로 집계됐다고 한다.¹⁾ 지난해 같은 기간 3457억원보다 세 배 가까운 규모로 늘어난 것으로 2013년 한해 전체 발행금액(8883억원)보다 많은 액수라고 한다.

상환전환우선주는 최근에 갑자기 새롭게 등장한 금융상품은 아니다. 특이한 점은 과거에는 회사채 발행이 어려웠던 중소기업을 중심으로 상환전환우선주가 활용했지만 최근 대기업 그룹 계열사도 잇따라 발행에 나서면서 기업의 주요 자금조달 수단으로 부상하고 있다는 것이다. 이와 같이 최근 들어 상환전환우선주를 발행하는 사례가 급증한 것은 법률 환경의 변화도 중요한 요인으로 보인다. 2011년 상법 개정으로 다양한 종류주식의 설계가 가능해짐에 따라 기업들이 자신들의 수요에 맞게 상환전환우선주를 설계할 수 있게 된 것이 상환전환우선주의 발행이 증가하는데 기

1) 이하 한국경제, “상환우선주 발행 올 1조…기업 ‘자금줄’로 급부상”, 2014. 10. 14. <http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2014101455951>

여한 것으로 보인다.

주식의 발행이 비교적 자유로운 영미법계와 달리 우리나라는 주식의 종류와 그 발행요건이 엄격하게 규제되어 기업들의 다양한 자금 수요를 충족시키지 못한다는 비판이 있었고 이러한 요구를 종류주식에 관한 상법 개정 시 반영한 것으로 보인다. 종류주식에 관한 상법개정은 바람직하고 긍정적인 것으로 평가되나 여전히 기업의 수요를 충족하기 충분한 정도로 보기는 어렵고 또한 입법기술에 있어서도 문제가 있다는 지적이 있다. 오랜 기간에 걸쳐 개정을 준비해 온 만큼 2011년 상법 개정은 1962년 상법 제정 이후 그 어느 때 개정보다 여러 분야에 걸쳐 획기적인 내용을 새로이 도입하고 기존의 규정을 발전적으로 변경하였다. 그러나 이러한 개정이 상호간에 유기적으로 연결되지 못한 점이 있고 법조문화 과정에서 입법의도가 제대로 표현되지 못함으로써 관련 규정의 해석에 혼란을 가져오고 있다. 그 중의 대표적인 것이 바로 종류주식에 관한 규정이고, 상환전환우선주는 그 논란의 중심에 서있다고 할 수 있다.

또한, 상환전환우선주는 주식과 사채의 접근이라는 자본시장의 새로운 현상이라는 관점에서 검토할 필요가 있다. 주식의 경우 배당가능이익이 있을 때 주주에게 배당할 의무가 있을 뿐이고 이러한 배당의무도 회사의 결정에 따라 유예가 가능하다는 점에서 확정된 원리금채무가 있는 사채와는 다르다. 이러한 점에서 기업의 자금조달수단으로 주식이 사채보다 매력적일 수 있으나 주식은 기존의 주주권(경영권)을 희석할 수 있다는 점에서 발행에 제약이 있다. 뿐만 아니라 주식 관련 상법 규정은 강행법규적 성격을 지니는 것으로 주식의 발행에 있어서는 엄격한 법적 규율이 적용된다는 점에서 사적자치를 기본으로 하는 사채와 차이가 있다. 이론적으로는 이와 같이 주식과 사채가 준별되나 실제에 있어서는 주식과 사채의 성격이 혼재된 다양한 금융상품이 개발됨에 따라 기업이 발행하는 금융상품이 주식인지 사채인지의 구분이 모호한 경우가 많아지고 있다. 다양한 권리를 조합한 종류주식의 설계가 가능해짐에 따라 주식이 사채에 접근하는 현상은 더욱 가속화될 것으로 보인다. 상환전환우선주를 주식 또는 사채 무엇으로 분류해야 하는지, 또는 주식으로 볼 수 있는 한계가 어디까지인지 등에 대한 검토가 필요한 것으로 보인다.

본고는 상환전환우선주를 둘러싼 이와 같은 법률 환경의 변화와 주식성과 사채성의 혼재라는 복합적 성격에 주안점을 두고 그 발행현황과 문제점을 살펴보고자 한다. 본고는 먼저 II.에서 종류주식과 관련한 상법상 쟁점을, 특히 상환주식과 전환주식을 중심으로 살펴본 다음 상환전환우선주의 발행가능 여부에 관한 논의를 검토한다. III.에서는 상환전환우선주의 발행사례의 분석을 통하여 상환전환우선주가 구체적으로 어떠한 내용으로 설계되고 있는지를 알아본다. IV.에서는 II.에서 검토한 상환주식과 전환주식 관련 상법상 쟁점의 연장선상에서 상환전환우선주의 발행과 관련한 상법상 쟁점을 검토한다. 마지막 V. 맺음말에서는 이러한 논의를 종합하여 상환전환우선주의 발행 관련 입법방향을 제안한다.

II. 종류주식 관련 상법상 쟁점: 상환주식과 전환주식을 중심으로

1. 종류주식의 의의

2011년 개정상법은 자금조달 수단의 다양화라는 기업의 요구를 반영하여 이익배당 또는 잔여재산 분배에 관하여 우선적 내용이 있는 주식만을 허용하던 기존의 태도를 변경하여 이익의 배당 또는 잔여재산의 분배뿐만 아니라 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 있어서 보통주-기준 또는 표준이 되는 주식-와 내용이 다른 주식을 발행할 수 있는 것으로 규정하고 있다. 관련 조문을 보면 상법 제344조는 ‘종류주식’을 규정하고 있고 제344조의 2는 ‘이익배당, 잔여재산분배에 관한 종류주식’, 제344조의 3은 ‘의결권의 배제·제한에 관한 종류주식’, 제345조는 ‘주식의 상환에 관한 종류주식’ 그리고 제346조는 ‘주식의 전환에 관한 종류주식’을 각각 규정하고 있다.

상법이 이와 같이 종류주식을 발행할 수 있도록 규정한 것은 주식에 투자유인동기를 부여하여 주주의 모집을 용이하게 하고 나아가서 자금운용의 기동성을 피하기 위한 것이라 한다.²⁾ 특히 종류주식 중 의결권의 배제 제한에 관한 종류주식, 상환주식 또는 전환주식 등은 기호가 다양한 투자자를 대상으로 회사의 자금조달의 기동성을 위하여 개발된 다양한 상품이라 할 것이다.³⁾ 자금조달을 원하는 기업은 다양한 투자자의 수요에 맞춰 이익배당 또는 잔여재산분배를 다양화하거나 상환 또는 전환이 가능한 종류주식을 발행함으로써 보다 많은 자금을 조달할 수 있다. 또한 회사의 입장에서 경영권을 유지하면서도 자금조달이 가능한 의결권 배제 제한 종류주식을 유용하게 활용할 수 있다.⁴⁾

다양한 종류주식의 발행이 가능해짐에 따라 주주 간 계약을 민사상 합의에만 의존하지 않고 종류주식의 내용으로 편입함으로써 실효성을 확보할 수 있는 장치로 활용할 수 있다고 한다.⁵⁾ 의결권배제·제한 종류주식, 잔여재산분배 종류주식 등을 활용할 경우 주주 간 계약이 정관에 반영되어 이행을 확실히 담보할 수 있게 됨으로써 주주간 계약의 실효성이 확보된다는 것이다.⁶⁾ 또한, 적대적 기업인수가 우려되는 경우 의결권배제·제한 종류주식, 상환 종류주식, 다른 종류주식으로의 전환 종류주식 등을 활용하여 경영권을 방어하는 데 활용할 수 있다. 이 경영권 방어기능은 개정 상법으로 확장되고 새롭게 도입된 종류주식제도에서 가장 활용이 많이 될 것으로 전망되는 기능이라고 설명된다.⁷⁾

2) 정찬형, 「상법강의(상)」, 제17판, 박영사, 2014, 685면.

3) 정찬형, 상계서, 685면.

4) 성희환, “종류주식에 대한 법적 고찰”, 「KRX Market」, 제113호, 한국거래소, 2014. 7, 9면.

5) 최완진, “종류주식의 다양화에 관한 법적 고찰”, 「경영법률」, 제20집 제1호, 2009. 10. 262면.

6) 최완진. 상계논문, 262면.

7) 성희환, 전계논문, 9면.

2. '종류주식'이라는 용어에 대한 비판적 검토

2.1. 문제제기

2011년 개정 이전에는 상법 제344조는 '수종의 주식'이라는 제목 하에 이익배당 또는 잔여재산 분배에 관하여 우선적 내용이 있는 주식을 발행할 수 있음을 규정하고 있었으나 개정시 이를 '종류주식'이라는 제목으로 변경하였다. 추측컨대, '수종의 주식'이라는 표현이 법률용어로 사용하기에는 적절치 않은 것으로 여겨오던 차에 2005년 개정된 일본 회사법에서 '종류주식'이라는 용어를 사용하자 우리 상법도 이 용어를 도입하게 된 것으로 보인다. 그렇다면 일본 회사법상 종류주식의 의미를 살펴보는 것이 우리 상법상 종류주식의 의미를 파악하는데 도움이 될 것으로 보인다. 물론 이러한 비교는 하나의 참고사항일 뿐, 종류주식의 의미는 우리 상법상 관련 조문에 근거하여 파악하여야 할 것이다.

상법 제344조를 살펴보면 '...내용이 다른 종류의 주식(이하 "종류주식"이라 한다)'이라고 되어 있는바, 종류주식은 '내용이 다른 종류의 주식'이라는 표현을 축약한 것에 불과한 것으로 볼 여지가 있다. 법률용어도 국문법의 기본틀 내에서 이해될 수 있어야 할 터인데, 종류주식이라는 단어 자체는 그 의미하는 바가 모호하다. 우리 어법상 "종류주식"과 "종류의 주식" 간에는 거의 유사한 의미를 갖는데도 불구하고, 이를 법문에서 구분하여 규정하면서 다르게 취급하는 것은 많은 혼돈을 초래할 수 있다는 비판이 가능하다.⁸⁾ 주식과 관련한 상법 규정은 강행법규적 성격을 가지므로 그 내용이 명확할 것이 요구되는데, 종류주식의 개념 자체가 명확하지 않아 종류주식에 관한 제도 전반의 내용이 불분명해 질 수 있다는 점에 문제의 심각성이 있다고 할 것이다.

2.2. 종류주식의 개념

2.2.1. '주식 종류 중의 하나'라는 의미인가 아니면 '보통주와 내용이 다른 주식'을 의미하나

상법 제344조의 종류주식이 주식의 종류 또는 분류의 하나를 의미하는 것으로 사용된 것인지, 아니면 보통주와 내용이 다른 주식만을 지칭하고 이러한 주식의 발행 근거로 규정된 것인지 불분명하다. 그러나 상법 제344조는 내용이 '무엇'과 비교하여 다른 것인지, 즉 다름의 기준 또는 표준을 제시하지 않았기 때문에 조문의 표현만으로는 종류주식이 보통주식과 내용이 다른 주식을 의미하는 것이라고 해석하기 어렵다. 따라서 문리해석으로는 회사가 권리의 내용이 다른 주식을 발행하면 권리의 내용이 같은 주식들끼리 하나의 종류를 이루게 되는 것이고 같은 종류를 이루는 주식을 각각 종류주식이라 하는 것으로 해석할 수 있다. 이렇게 해석하면 가장 일반적인 주식인 보통주도 하나의 종류주식을 이루게 된다.⁹⁾ 즉 종류주식은 당연히 2

8) 김순석, "종류주식", 「주식회사법대계 1」, 법문사. 2013, 505면.

종류 이상의 주식을 전제로 하는 것이고, 이 경우 어떠한 권리에 관한 표준이 되는 주식이 존재하게 되는데, 그것이 보통주식이 되는 것이다.¹⁰⁾

그런데 종류주식에 보통주가 포함되지 않는다는 불포함설에 의하면¹¹⁾ 보통주는 다른 종류주식의 기준이 되는 주식을 정하기 위하여 사용되는 개념이지 보통주 자체를 종류주식으로 볼 수 없다고 한다. 보통주를 종류주식에 포함시키면 사실상 모든 주식이 종류주식에 포함되므로 종류주식의 개념을 별도로 규정하는 체계와도 맞지 않는다고 한다. 다만, 346조 1항과 2항에 규정된 주식의 전환에 관한 종류주식에는 예외적으로 보통주가 포함된다고 해석하여, “다른 종류주식”이라는 문구는 “다른 종류의 주식”으로 읽을 필요가 있다고 한다.¹²⁾ 또한 상법 제435조 제1항의 경우에도 예외를 인정하여 보통주의 경우에도 종류주주총회를 개최할 수 있다고 해석한다.¹³⁾ 불포함설의 입장에서 보통주식이 상법 제344조 내지 346조에서 규정하는 좁은 의미에서의 종류주식은 아니지만 주주권 보호차원에서 넓게 보면 “어느 한 종류의 주식, 즉 하나의 종류주식”에 해당하고 또 그렇게 다루어야 할 경우가 있는 것으로 본다.¹⁴⁾

한편, 한국거래소의 유가증권시장 상장규정 제18조는 ‘보통주권’을 정의하기를 ‘국내법인이 발행한 것으로서 보통주식(「상법」 제344조의 종류주식을 제외한 주식)에 대한 주권과 특별한 법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권’이라 하고(제1호), ‘종류주권’은 ‘국내법인이 발행한 것으로서 「상법」 제344조의 종류주식에 대한 주권’이라고(제2호) 정의하고 있다(제2호). 상법 규정의 모호함에도 불구하고 실무에서는 보통주와 내용이 다른 주식을 종류주식이라 부르고 있는 것으로 보인다. 보통주와 내용이 다른 주식을 특수주식이나 특별주식 등의 용어로 부르는 것이 혼란을 방지하고 그 의미를 분명하게 할 것으로 보인다. 다만, 본고에서는 상법에 없는 새로운 용어를 사용하면 혼동을 초래할 수 있다는 점을 고려하여 논의의 편의상 특별한 언급이 없는 한 종류주식을 보통주식과 다른 내용의 주식이라는 의미로 사용하기로 한다.

2.3. 외국 입법례

2.3.1. 일본

일본 회사법 제108조는 ‘다른 종류의 주식’을 규정하고 있다.¹⁵⁾ 2005년 개정된 일

9) 정동윤, “보통주와 종류주의 개념에 관하여-개정상법의 해석과 관련하여-”, 「상사법연구」, 제31권 제1호, 한국상사법학회, 2012, 42면.

10) 박철영, “종류주식의 활용과 법적 과제-의결권제한주식을 중심으로-”, 「기업법연구」, 제25권 제4호, 한국기업법학회, 2011, 36면.

11) 이하 불포함설과 포함설에 대한 내용은 김순석, 전거서, 506~508면의 내용을 재인용하였음.

12) 송옥렬, 「상법강의」, 홍문사(제5판), 2015, 775면.

13) 김홍기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 「기업법연구」, 제26권 제1호, 한국기업법학회, 2012, 117면.

14) 권기범, 「현대회사법론」, 삼영사(제4판), 2012, 424면.

15) 본고에서 제시된 일본 회사법 조문의 내용은 주로 권종호 역, 「일본회사법 상」, 법무부, 2014에 번역된 일본회사법 조문을 참고하였음.

본 회사법에서는 종전의 ‘수종의 주식’을 ‘다른 종류의 주식(종류주식)’으로 표현을 바꾸고(동법 제108조), 둘(2) 이상의 종류의 주식을 발행하는 회사를 “종류주식발행회사”라 부르고 있다(동법 제2조 제13호).¹⁶⁾ 일본 회사법 제108조 제1항에는 「내용이 다른 둘 이상의 종류의 주식」을 발행하는 것이 가능하다고 규정하여, 주식의 내용이 다른 경우 종류가 다른 것이 된다.¹⁷⁾ 주식의 종류로서 인정할 수 있는 내용은 일본 회사법 제108조 제1항 각호에 열거되어 있다. 이들 사항 이외의 사항을 주식의 종류로서 인정할 수 없다.¹⁸⁾ 일본 회사법 제108조의 제1항 4호, 5호, 6호의 각 사항(양도제한, 취득청구권, 취득조항)에 관해서는 회사법 제107조 제1항 각호에 규

일본 회사법 제108조 다른 종류의 주식

① 주식회사는 다음의 사항에 관하여 내용이 다른 2 이상의 종류의 주식을 발행할 수 있다. 그러나 위원회설치회사 및 공개회사는 제9호의 사항에 관한 정함이 있는 종류의 주식을 발행할 수 없다.

1. 잉여금의 배당
 2. 잔여재산의 분배
 3. 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항
 4. 양도에 의한 종류주식의 취득에 관하여 주식회사의 승인을 요하는 것
 5. 해당 종류의 주식에 관하여 주주가 주식회사에 그 취득을 청구할 수 있다는 것
 6. 해당 종류의 주식에 관하여 주식회사가 일정한 사유가 발생한 것을 조건으로 이를 취득할 수 있다는 것
 7. 해당 종류의 주식에 관하여 주식회사가 주주총회결의에 의하여 그 전부를 취득하는 것
- 8-9호 생략

② 주식회사는 다음 각호의 사항에 관하여 내용이 다른 2이상의 종류의 주식을 발행하는 경우에는 각호에 규정하는 사항 및 발행가능종류주식총수를 정관에 정하여야 한다.

1. 잉여금의 배당
 2. 잔여재산의 분배
 3. 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항: 다음의 사항
 - 가. 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항
 - 나. 해당 종류의 주식에 관하여 의결권행사의 조건을 정한 때에는 그 조건
 4. 생략
 5. 해당 종류의 주식에 관하여 주주가 주식회사에 대해 그 취득을 청구할 수 있다는 것
 6. 해당 종류의 주식에 관하여 주식회사가 일정한 사유가 발생한 것을 조건으로 이를 취득할 수 있다는 것: 다음의 사항
 - 가. 해당 종류의 주식에 관하여 전조 제2항 제3호의 사항
 - 나. 해당 종류의 주식 1주의 취득과 상환하여 주주에게 주주에게 주식회사의 다른 주식을 교부하는 때에는 다른 주식의 종류, 종류별 수 또는 그 산정방법
 7. 해당 종류의 주식에 관하여 주식회사가 주주총회결의에 의하여 그 전부를 취득하는 것: 다음의 사항
 - 가. 제171조 제1항 제1호의 취득가액의 결정방법
 - 나. 주주총회결의를 할 수 있는가에 관하여 조건을 정한 때에는 그 조건
- 8-9 생략.

16) 정동윤, 전계논문, 44면.

17) 江頭憲治郎, 「會社法大系 II」, 青林書院, 2008, 74면.

18) 江頭憲治郎, 상계서, 75면.

정되어 있듯이 회사가 종류주식을 발행하지 않는 경우에도 회사가 발행하는 전부의 주식의 내용으로서 이들 사항에 관하여 다른 내용을 결정할 수 있도록 하고 있다.¹⁹⁾ 주식의 종류를 정하는 경우에 각 호에 열거된 사항을 조합하여 각 종류의 주식의 내용으로 하는 것도 당연히 가능하다.²⁰⁾

주식회사는 양도제한에 관하여 내용이 다른 수개의 종류의 주식을 발행할 수 있다(회사법 제108조 제1항 제4호). 일본 구상법 하에서는 양도제한이 있는지의 여부가 서로 다른 종류의 주식인지 판단하는 기준이 되지 못하였으나 회사법의 제정에 따라 양도제한에 있어서만 그 내용이 다른 주식도 서로 종류가 다른 주식으로 새로이 규정되었다. 그런데 양도제한과 관련하여 종류주식 발행회사가 아닌 회사의 주식에 관해서도 정하는 것이 가능하고(회사법 제107조 제1항 1호), 이와 같이 양도제한이 있는 주식을 발행할 때에 정해야만 하는 사항은 양도제한이 있는 종류주식을 발행하는 경우에 정관에서 정해야만 하는 사항과 같은 것으로 하고 있다.²¹⁾

취득청구권부주식은 당해 주식에 관하여 주주가 주식회사에 대하여 그 취득을 청구할 수 있는 주식이다(일본 회사법 제107조 제1항 제2호, 제108조 제1항 제5호). 취득청구권부 주식은 회사가 종류주식을 발행하는 경우(종류주식발행회사) 이외에도 발행하는 것이 가능하다. 종류주식발행회사 이외의 주식회사가 취득청구권부 주식의 내용에 있어 정해야만 하는 사항은 당해 주식회사의 다른 종류의 주식을 취득의 대가로 하는 것이 불가능하다는 것 외에는 종류주식으로 발행하는 회사가 정해야만 하는 사항과 같다.²²⁾

취득조항부주식은 일정한 사유가 생긴 경우에 주식회사가 당해 주식을 취득하는 것으로 하는 주식을 의미 한다(일본 회사법 제107조 제1항 제3호, 제108조 제1항 제6호). 조문 상 일본 회사법 제108조 제1항 제6호(회사법 제107조 제1항 제3호도 같은 형태임)는 취득사유가 생기는 경우에 주식회사가 [취득하는 것이 가능하다]고 규정되어 있으나, 취득사유가 생기면 자동적으로 주식회사가 당해주식을 취득한다. 따라서 경우에 따라서는 [회사가 별도로 정한 일자가 도래하는 것](회사법 제107조 제2항 제3호 나)을 취득사유로 정하는 것도 가능하다. 취득조항부주식은 양도제한주식이나 취득청구권부주식과 같이 회사가 종류주식을 발행하는 경우 이외에 어떠한 주식에 있어서도 발행이 가능하다. 그러한 경우 그 내용에 있어 정관에 정해야만 하는 사항은 취득조항부주식을 발행한 주식회사가 당해 회사가 발행한 다른 종류의 주식을 그 취득의 대가로 교부 할 수 없다는 사항 외에는 종류주식발행회사가 취득조항부주식을 발행하는 경우에 정관에 규정해야 하는 사항과 같다.²³⁾

일본 회사법상 종류주식발행회사는 회사법 제108조 제1항 각호에 정한 사항에 관하여 내용이 다른 둘 이상의 종류의 주식을 정관상 규정하고 있는 회사를 의미하는 것(제2조 13호)이고, 실제로 그 회사가 여러 가지 종류의 주식을 발행하고 있을 필요는 없다.²⁴⁾ 회사법상 「2이상의 종류의 주식을 발행하는」 주식회사(회사법 제2

19) 江頭憲治郎, 전계서, 74면.

20) 江頭憲治郎, 전계서, 75면.

21) 江頭憲治郎, 전계서, 78면.

22) 江頭憲治郎, 전계서, 79면.

23) 江頭憲治郎, 전계서, 81면.

조 제13호)와 「실제 2이상의 종류의 주식을 발행한 상태인」 주식회사(회사법 제 184조 제2항)간에는 굳이 서로 구별해서 쓰는 데서 알 수 있듯이, 서로 다른 의미를 갖고 있다.²⁵⁾

2.3.2. 독일²⁶⁾

독일 주식법(Aktiengesetz) §11에 의하면 같은 권리를 가지는 주식들은 한 종류(class)를 형성한다.²⁷⁾ 독일 법원과 법학자들은 같은 의무를 가지는 주식들도 하나의 종류(class)를 형성한다는 결론을 추가하였다.²⁸⁾ 따라서 독일법 하에서는 같은 권리와 의무를 가지는 주식이 한 종류의 주식이 된다. 이익배당, 청산, 의결권, 상환 또는 전환에 대한 특별한 권리를 가진 주식은 대부분의 경우 구별되는 종류의 주식을 형성한다. 한 종류는 단지 일(1) 인의 주주만 있을 수도 있다. 독일학자들에 의하면 주식의 명목상 가치는 주식의 종류를 구별하는 ‘권리’가 아니다. 권리와 중요한 관련이 없는 특징들, 예를 들어 발행가로 매도되는지 여부, 완전납입이 되었는지 여부, 주권이 발행되었는지 여부, 액면가가 있는지 여부, 기명 또는 무기명주식인지는 주식의 종류를 구별하는 ‘권리’가 아니다. 어느 주식이 종류에 해당하는지 여부는 법적인 관점에서 아주 중요하다. 왜냐하면 새 증권의 발행을 통해 그 종류의 권리에 변경을 가하는 경우 영향을 받은 종류의 주식의 과반수에 의해 승인을 받아야 하는 특별한 규정이 적용되기 때문이다.

독일 주식회사법은 주식은 다양한 권리를 내용으로 할 수 있다고 규정함으로써 ‘종류’를 창설할 수 있는 완전한 자유가 있는 것으로 있지만 실제로는 주식에 권리가 결합되는 방법에 관해 상세히 규제하고 있다. 회사가 1주 1의결권 원칙에서 벗어나 비우선주의 의결권을 설계하려고 하는 경우 특별한 규제가 적용된다. 새로운 복수의 의결권주를 설계하는 것은 금지되었고²⁹⁾, 같은 법에서 이미 존재하는 복수의 의결권주는 주주총회에서 출석 주주 의결권의 3/4 이상-복수의결권주는 제외-에 의해 승인 받지 않는 한 2003년 7월 1일에 소멸하는 것으로 규정하였다. 그러나 의결권제한주는 가능하다.

2.3.3. 영국³⁰⁾

2006년 영국 회사법(The Company Act of 2006)은 주식에 부가된 권리가 여러 면에서 동일한 것이면 한 종류의 것이라고 정의한다. 따라서 독일법에서 논한 바와

24) 江頭憲治郎, 전계서, 74면.

25) 江頭憲治郎, 전계서, 74면.

26) Andreas Cahn/David C. Donald, 「Comparative Company Law」, Cambridge, 2010, pp. 267~268.

27) “shares having the same rights constitutes a class”

28) Heider, in MünchKommAktG(2008: §11 mn.28), citing Regional Court of Hamburg, DB 1994(1968).

29) 독일 주식법 §12(2), Heider, in MünchKommAktG(2008: §12mn. 10).

30) Andreas Cahn/David C. Donald, supra note, pp. 270~272.

같이 이익배당, 청산, 의결권, 상환 또는 전환에 대한 특별한 권리를 가진 주식은 대부분의 경우 구별되는 종류의 주식을 형성한다. 2006년 법 이전에는 법원은 ‘종류권(the class rights)’의 정의를 정관이 특정인에게 그의 주주로서의 지위에 기인하여 부여하는 권리도 포함하였으나([1986] 3 WLR 26), 2006년 회사법은 영국의 종류권의 정의를 독일과 미국법의 조항과 유사한 것으로 만들었다. 영국 발행회사는 (i) 일부 비상환주식들이 발행되어 있고 (ii) 완전납입된 주식들만 상환된다면 상환주를 발행할 수 있다. 상환주는 보통주 또는 우선주일 수 있으며 다른 종류의 주식과 마찬가지로 상환주식의 조건은 정관에 명시되어야 한다. 회사법은 상환자금 조달에 관해 상세히 규정하고 있다(687 CA 2006).

2.3.4 미국³¹⁾

미국 주 회사법 하에서 주식의 ‘종류’는, 우선(preference)과 상대적(relative), 참가적, 선택적(optional) 또는 다른 특별권리와 자격(qualification) 또는 그들의 제한에 관해 회사의 정관에 의해³²⁾ 또는 정관이 이사회에게 권한을 위임하는 경우 이사회 결의에 의해 명시되어야 한다.³³⁾ 정관이나 이사회 결의에 명시된 권리만이 주식에 속한다.³⁴⁾ 영국법과 마찬가지로 특정 액면금액이 일련의 주식을 구별하는 요소로 작용을 하나 미국법은 하위종류(sub-class 이른바 series)를 인정하기 때문에 주식의 권리와 우선권이 동등하다면 다른 액면가는 같은 종류의 주식 내에서 다른 series를 이루게 될 것이다.³⁵⁾ 발행가나 납입가는 어느 것도 별도의 주식의 종류를 만들지 않는다. 독일과 영국법과의 중요한 차이는 정관이 이사회에게 주식의 종류나 series를 만들고 주주들의 다른 조치를 요하지 않고 그 권리의 내용을 정할 것을 이사회에 위임할 수 있다는 것이다.³⁶⁾ 이것은 이사들이 자금조달의 필요와 시장상황에 신속히 대응하고 적대적 인수에 대해 방어할 수 있는 종류의 주식(poison pill)을 설계할 수 있도록 한다. 특히 미국 회사의 주식들을 일차적으로 신주인수권이 없기 때문에 이것은 주주의 구성에 관한 중요한 권한을 이사회에 부여하는 것이 된다.

미국회사법은 독일이나 영국법과 비교할 때 일반적으로 완화된 규정으로 구성되어 있기 때문에 회사가 종류권을 설계할 때 사용가능한 선택의 범위는 아주 넓다. 정관에 명시하지 않는 한 주주의 신주인수권이 존재하지 않으므로 그러한 권리의 존재가 새로운 주식의 발행을 제한하지는 않는다. 자본유지의 법칙도 아주 유연성이 있어서 상환주를 매입하고 상환할 때 주어지는 대가도 재량의 범위가 넓다. 법은 특정 종류에 있어서 주주의 권리가 변경되고 결합되는 방법에 관해서 아무런 규정을 두고 있지 않다.

31) Andreas Cahn/David C. Donald, supra note, pp. 273~274.

32) §151(a) Delaware General Corporation Law(“DGCL”); §6.01(a) Model Act

33) §151(a) DGCL; §6.02 Model Act

34) Balotti/Finkelstein, 「The Delaware Law of Corporations & Business Organizations」 (2008: §5.4).

35) §151(a) DGCL; Balotti and Finkelstein (2008: §5.3); §6.02 Model Act

36) §151(a) DGCL; §6.02 Model Act

2.3.5. 소결

독일, 영국과 미국은 우리나라에 비해서 주식설계가 상대적으로 자유로운 것으로 보인다. 특히 그중에서도 미국은 이사회에 주식의 종류를 설계할 수 있는 권한을 위임하고 주주의 신주인수권도 존재하지 않는다는 점에서 주식설계가 상당히 자유로운 것으로 보인다. 이 세 나라에서 “종류”의 의미는 같은 권리의 내용을 가지는 주식이라는 의미로 사용되고 있는 것으로 보인다. 일본의 경우는 우리와 동일하게 종류주식이라는 용어를 사용하고 있는데 내용이 다른 2 이상의 종류주식을 발행할 수 있다고 규정할바, 내용이 다른 그 각각의 주식들-즉 기준이 되는 주식과 이와 다른 내용의 주식 각각을 종류주식이라 부르는 것으로 해석된다. 일본 회사법은 제 108조 제1항 각호에 규정된 사항에 관한 내용이 다른 2이상의 종류의 주식을 발행한 경우(종류주식발행회사)와 그러하지 아니한 경우를 구분하여 규율하고 있다. 그런데, 양도제한, 취득청구권, 취득조항에 있어서는 종류주식을 발행하지 아니하는, 즉 정관에 둘 이상의 종류주식을 규정하지 아니한 회사에서도 내용을 달리하여 정할 수 있다고 하여 보통주식만 발행하는 경우에 대해서도 이러한 내용을 달리할 수 있다는 점이 주목할 만하다. 우리 상법의 경우에는 종류주식의 의미가 명확하지 않아 다음에서 살펴보듯이 보통주식에 대해 상환권을 부여할 수 있는지 여부 등에 대해 견해가 대립하는데, 일본 회사법은 종류주식을 발행하지 않은 회사의 주식에 대해서도 취득청구권, 취득조항을 달리 정할 수 있다고 하여 입법적으로 해결하고 있다.

3. 상환주식과 전환주식 관련 쟁점

상환주식은 종류주식(상환과 전환에 관한 것은 제외한다)에 한정하여 발행할 수 있다(상법 제345조 제3항). 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 회사 또는 주주의 청구에 의하여 다른 종류주식으로 전환할 수 있는 주식을 발행할 수 있다(상법 제 346조). 이와 같이 상환주식과 전환주식은 종류주식의 일종이면서 종류주식의 개념을 전제로 정의되고 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 종류주식의 개념 또는 보통주식 포함여부에 관해 견해가 대립되고 있는 것과 마찬가지로 상환주식과 전환주식에 있어서도 유사한 쟁점이 반복된다.

3.1. 상환주식

종래 이익배당에 관한 우선주식에 한하여 그것도 회사가 상환권을 갖는 형태만 가능하였으나 2011년 상법개정으로 (i) 다른 종류주식(상환과 전환에 관한 것을 제외)에 대하여 상환조건을 붙일 수 있도록 확대되었고 (ii) 주주가 상환권을 갖는 형태도 허용되었으며 (iii) 현물상환, 즉 금전 이외에 유가증권(다른 종류주식은 제외) 기타의 자산으로도 상환할 수 있게 되었다(제345조).³⁷⁾ 개정 이전에도 실무상 주주가 상환권을 가지는 상환주식이 발행되었고 이것이 법적으로 문제된 적이 없었으나³⁸⁾

37) 권기범, 전거서, 436면.

상법 개정으로 법적 근거가 명시적으로 규정되었다. 상환주식은 종류주식에 한정하여 발행할 수 있다고 하면서 상환과 전환에 관한 종류주식은 제외하는 것으로 규정한 것이 해석상 많은 논란을 가져오고 있다. 이 쟁점은 특히 상환전환우선주의 발행가능성과 직결되는 것이므로 III.2.에서 별도로 검토하기로 한다.

3.1.1. 보통주를 상환주식으로 발행할 수 있는가

상환주식의 상환권은 회사(상법 제345조 제1항) 또는 주주(상법 제345조 제3항)가 가질 수 있는데 어느 경우이든 상환주식은 종류주식에 한정하여 발행할 수 있다(상법 제345조 제5항). 상법 제345조 제5항의 해석과 관련하여 보통주를 상환주식으로 발행하는 것은 불가능하다는 것이 다수설의 입장인 것으로 보인다.³⁹⁾ 보통주에 대해 상환조건을 붙이는 것을 허용할 경우 정관에서 정한 일정한 조건이 충족되면, 회사가 보통주를 상환하여 소각시킬 수 있는데, 이 경우 보통주는 초기 형태의 포이즌 필과 유사한 기능을 하는 것으로 본다.⁴⁰⁾ 보통주를 상환주식으로 발행하지 않는다는 점은 포이즌 필에 대한 국회의 논의과정이나, 법무부가 2009년 별개의 입법을 통하여 포이즌필을 도입하려고 추진하였던 점에 비추어 명백하다고 본다.⁴¹⁾ 그러나 이와 반대로 경영권 방어 수단으로서의 남용이 보통주를 상환주식으로 발행하는 것을 금지하는 근거가 될 수는 없다고 보는 견해도 있다.⁴²⁾

일반적으로 보통주의 상환은 자본잠식을 초래하기 때문에 금지되는 것으로 보았으나 배당가능한 이익의 한도 내에서 상환을 한다면 자본잠식의 문제는 발생하지 않는다. 보통주의 상환을 금지하는 것과 유사한 취지로 상법은 자기주식의 취득에 대해서도 엄격한 규제를 하였으나 2011년 개정상법은 배당가능 이익의 한도 내에서는 일정한 방법에 따라 자기주식을 취득하는 것을 허용하는 것으로 그 태도를 변경하였다. 이와 같은 상법개정은 보통주의 상환이 금지된다고 보았던 상법의 기존의 입장에 변화가 있는 것이라고 보아야 할 것이다. 또한 보통주의 상환권을 인정하는 경우 경영권 방어 수단으로 악용될 가능성이 있기 때문에 금지되어야 한다고 하나 경영권 방어수단으로서의 남용가능성은 보통주에 한정되는 것이 아니고 다른 종류주식의 경우에도 얼마든지 가능한 것이다. 개정상법 하에서는 의결권부우선주, 의결권

38) 정수용/김광복, “개정상법상 종류주식의 다양화”, 「BFL」, 제51호, 서울대학교 금융법센터, 2012.1, 106면.

39) 김순석, “주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-”, 「상사법연구」, 제28권 제3호, 한국상사법학회, 2009, 152면 등. 김희준, “종류주식의 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구-상환 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로-”, 「선진상사법률연구」, 통권 제54호, 2013. 10, 11면에서 재인용.

40) 송종준, “개정상법상 지배구조의 변화요소와 활용방안”, 「상장협연구」, 제64호, 한국상장회사협의회, 2011, 113면.

41) 김순석, 전게서, 511면.

42) 정동윤, 전게논문, 51~53면; 송종준 “상장회사의 자본질서의 변화와 법적 과제-개정 상법과 자본시장법 개정안상 몇 가지 쟁점을 중심으로-”, 「상사법연구」, 제31권 제2호, 한국상사법학회, 2012, 154면; 최준선, 「2011 개정상법 회사편 해설」, 한국상장회사협의회, 2011, 81면도 같은 취지임.

부전환우선주 등과 같이 다양한 내용의 종류주식 설계가 가능하다. 이와 같이 종류주식은 경영권 방어수단으로 활용될 수 있는 것임에도 상환주식으로 발행하는데 아무런 제한을 두지 않으면서 보통주식에 대해서만 상환을 금지하는 것은 논리적으로 맞지 않는다. 또한 개정상법이 종류주식이 아닌 보통주식에 상환권을 붙이는 것을 허용하지 않는 입법취지가 상환보통주식의 발행 및 그 상환을 통한 경영권 방어를 막겠다는 데 있는 것이라면, 이는 회사가 회사의 선택으로 상환주식을 상환할 수 있는 회사상환주식(강제상환주식)의 경우를 예상한 것일 뿐이지 주주에게 상환권이 있는 주주상환주식(의무상환주식)의 발행은 경영권방어와 관계가 없다는 점에서 의무상환보통주식의 발행까지 금지하는 것은 적절하지 않다고 본다.⁴³⁾

3.1.2. 상환의 재원

상환주식은 회사의 이익으로써 상환할 수 있다(상법 제345조 제1항). 여기의 이익은 상법 제462조의 규정에 의한 배당가능이익을 말하는데, 이익으로 적립한 각종의 임의준비금이 포함되는 것으로 본다.⁴⁴⁾ 상법 제345조 제1항은 회사가 상환권을 가지는 주식-강제상환주식, 동조 3항은 주주가 상환권을 가지는 주식-의무상환주식에 관한 규정이라 할 것이다. 그런데 상법 제345조 제1항은 ‘회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식’이라고 규정하여 상환의 재원을 명시하고 있으나 제3항은 그러하지 아니하다. 그러나 강제상환주식과 의무상환주식을 구별할 이유가 없으므로 의무상환주식의 경우에도 이익으로써 소각할 수 있다고 해석해야 할 것이다.⁴⁵⁾

회사가 배당가능이익에 없는데도 회사가 이를 위반하여 상환한 경우 납입금의 환급으로 보아야 할 것이다. 배당가능이익을 초과하여 행하여진 위법배당과 같이 원칙적으로 무효라고 할 것이며 회사는 상환을 받은 주주에게 부당이득의 반환을 청구할 수 있을 것이다.⁴⁶⁾

이익배당의 결정은 원칙적으로 주주총회의 전권사항으로서(상법 제449조, 제462조 제2항) 주주총회가 대차대조표와 손익계산서 등 재무제표를 승인하면 이익이 확정된다.⁴⁷⁾ 상환주식의 상환은 대차대조표상 배당가능이익이 확인되어야 할 것이다.⁴⁸⁾ 원칙적으로 재무제표의 승인은 주주총회의 승인을 요하나(상법 제447조, 제449조), 개정상법은 재무제표의 승인을 정관으로 이사회의 권한으로 할 수 있도록 규정하였다(제449조의 2 제1항). 이를 위해서는 정관에 규정이 있어야 하고, 외부감사인의 의견이 적정의견이어야 하며, 감사 또는 감사위원 전원의 동의가 있어야 한다(제449

43) 권오성, “상환주식에 관한 연구”, 「법학논총」, 제19집 제2호, 2012. 8, 525면.

44) 권기범, 전게서, 438면.

45) 이철송, 「회사법강의」, 박영사, 2012, 291면

46) 권오성, 전계논문, 536면.

47) 정찬형, 전게서, 1132면.

48) 상법 개정 전 등기실무도 상환주식의 상환에 따른 등기신청서에 첨부하는 이익의 존재를 증명하는 서면으로는 주주총회에서 승인받은 대차대조표상에 배당가능이익이 존재하면 되고 이익잉여금처분계산서에 상환예정금액이 명시되어 있어야 하는 것은 아니라는 입장이다.(상업등기선례 제200906-2호, 2009. 6. 10. 자 참조) 권오성, 전계논문, 537면에서 재인용.

조의 2 제1항 제1호, 제2호). 외부감사인의 적정의견이 있어야 하므로 이사회가 재무제표 승인을 할 수 있는 회사는 사실상 외부감사에 관한 법률의 적용대상인 회사로 제한될 것으로 보인다. 재무제표승인을 이사회가 할 수 있는 회사에 있어서는 배당가능이익여부에 관해 이사회 결의만으로 충분하고 별도로 주주총회의 승인은 필요하지 않을 것이다.

상환시기 등 구체적 요건은 정관으로 정한 바에 따르나, 상환기간이 도래하였다라고 상환을 위한 재원, 배당가능이익이 없으면 상환을 하지 못한다.⁴⁹⁾ 상환시기는 강제상환주식의 경우 정관에 정한 기간이 되며, 의무상환주식의 경우 주주가 청구한 때이다. 회사에 이익이 없어서 상환이 지연되더라도 회사나 이사의 손해배상책임은 발생하지 않고, 그 이유는 상환의 지연이 상환주식에 내재하는 본질적 위험이기 때문이라고 한다.⁵⁰⁾ 의결권부상환우선주 등 상환주식에 의결권이 결합된 경우에는 상환이 지연되더라도 주주의 보호가 크게 문제되지 않을 것이다. 그러나 무의결권부상환우선주의 경우에는 회사에 배당가능이익이 없으면 배당도 이루어지지 않고 상환도 지연되어 주주로서 아무런 권리도 행사할 수 없는 고착상태에 직면하게 된다. 이러한 경우에 대비하여 주주의 보호를 위한 조건-의결권부활 등을 정관으로 부가할 필요가 있을 것으로 보인다. 2011년 개정 전 상법 제370조는 무의결권 우선주에 대해서 배당이 이루어지지 않으면 의결권이 부활하도록 하였으나, 개정상법은 정관으로 의결권의 행사 또는 부활조건을 자유롭게 정할 수 있도록 하였다(제344조의 3).⁵¹⁾ 따라서 무의결권부상환주식의 상환이 지연되는 경우 의결권행사 또는 의결권부활의 조건을 정관으로 정하여 두는 것을 고려할 수 있을 것이다.

3.1.3. 상환대가

상환주식의 이익으로써 하는 상환대가로는 금전, 유가증권(다른 종류주식을 제외)이나 그 밖의 자산이 모두 허용된다(상법 제345조 4항).⁵²⁾ 그 밖의 자산을 교부할 수 있도록 함으로써 현물상환을 허용하고 있다. 현물상환이란 미리 정관에서 정해진 바에 따라 상환가액에 상응하는 다른 재산을 교부하는 것을 말한다. 정관에 정함이 없이 주주와 협의를 통하여 현물을 교부하는 것은 대물변제이지 상법상 현물상환은 아니다.⁵³⁾ 현물상환에서 발행회사의 다른 종류주식을 허용하지 않는 것은 이를 허용하면 전환주식과 구별되지 않기 때문이라고 설명된다.⁵⁴⁾

3.1.3.1 보통주의 지급이나 자기주식의 지급이 가능한가

개정 상법이 상환대가로서 다른 종류주식을 제외한 것은 발행회사의 사채, 모회사 또는 자회사, 계열회사의 주식이나 사채의 지급을 예정한 것이고, 상환주와 전환주

49) 권기범, 전게서, 438면.

50) 김순석, 전게서, 542면.

51) 성희활, 전게논문, 22면.

52) 권기범, 전게서, 439면.

53) 김순석, 전게서, 545면.

54) 김순석, 전게서, 545면.

의 고유한 특성을 존중하여 상호 구분하고자 하는데 그 본래 입법취지가 있다고 한다.⁵⁵⁾ 이와 관련하여 상환대가로 보통주를 지급할 수 있느냐가 문제된다. 이 문제와 관련해서는 두 가지 관점에서 검토가 필요한 것으로 보인다. 첫째는, 보통주가 종류주식에 포함되는지 여부이다. 둘째는 보통주를 상환대가로 지급하는 것이 상환주와 전환주를 구분하려고 하는 상법 제345조 제4항의 입법취지에 부합하는지 여부이다.

먼저, 보통주도 종류주식에 포함되고 다른 주식을 상환대가로 지급하는 것은 상환주와 전환주를 구분하는 취지를 몰각한다고 보는 입장에서는 상환의 대가로서 보통주의 지급은 물론, 자기주식의 교부도 허용되지 않는 것이고 그밖에 다른 종류의 주식을 지급하는 것도 금지된다고 해석한다.⁵⁶⁾

한편, 보통주식이 종류주식에서 제외된다고 보는 견해를 취하는 경우 발행회사의 '다른 종류주식'에 보통주식은 포함되지 않으므로 보통주식으로 현물상환하는 것이 허용된다고 본다.⁵⁷⁾ 상환대가로 보통주를 교부할 수 있다고 보는 견해는 회사가 보유하는 자기주식을 교부하는 것은 문제가 없다고 해석한다.⁵⁸⁾ 그러나 만일 신주발행방식으로 보통주식을 상환대가로 교부한다면 이는 전환주식이므로 당초 전환주식의 발행절차를 밟아야 한다고 본다.⁵⁹⁾ 상환주식의 상환을 통하여 주식의 전환이 이루어질 수 있어 입법의 취지가 몰각될 수 있기 때문이라 한다.⁶⁰⁾

종류주식은 물론 보통주식까지 포함하여 당해 회사가 발행한 주식 모두가 현물상환대가에서 제외된다는 취지로 해석하는 것이 입법자의 의도인지 불분명하다.⁶¹⁾ 종류주식의 개념과 관련한 견해의 대립이 상환대가에 보통주식이 포함되는지와 관련해서도 그대로 반복됨을 확인할 수 있다. 상환주식과 전환주식의 구별문제와 관련하여 이 문제를 다시 살펴보기로 한다.

3.1.3.2. 상환주식과 전환주식의 구별

상법 제345조 4항의 입법의 취지는 상환주식을 발행하고 그 대가를 다른 종류의 주식으로 하면 상환주식의 상환을 통하여 주식의 전환이 이루어지는 결과, 즉 전환주식을 발행한 것과 같아지지 때문에 이를 제한하고자 한 것이라고 본다.⁶²⁾ 그런데 상환주식을 전환주식과 구별하기 위해 어떠한 주식으로도 상환대가를 지급할 수 없다고 해석한다면 상환주식을 상환하기 위해서는 반드시 현금이나 사채 등 다른 자산을 지급해야 하는 상환대가의 비탄력성으로 인해 자금조달비용이 증가할 것으로 보인다. 이러한 결과는 기업의 자금조달의 편의를 위해 도입된 종류주식의 취지에 부합하지 않는다. 상환대가를 주식으로 교부하는 것을 허용하는 것이 상환주식의

55) 송중준, 전계논문(각주 43), 156면; 권중호, “적대적 M&A와 회사법개정”, 「기업법연구」, 한국기업법학회, 제20권 제3호, 2006, 72면.

56) 송중준, 전계논문(각주 43), 156면.

57) 권기범, 전게서, 439면; 이철송, 전게서, 291면.

58) 이철송, 전게서, 112면; 권중호, 전계논문, 69-70면.

59) 이철송, 전게서, 112면.

60) 김희준, 전계논문, 15면.

61) 권기범, 전게서, 439면.

62) 권중호, 전계논문, 72면.

본질에 반하는 것은 아니고,⁶³⁾ 회사가 상환을 위해 일종의 리파이낸싱(refinancing)을 하는 것은 허용될 필요가 있을 것이다.⁶⁴⁾

한편, 보통주식은 종류주식에 포함되지 아니하는 견해에 따라 보통주는 상환대가로 허용된다고 한정하여 해석하는 것도 일종의 전환을 허용하는 것이므로 상환주식과 전환주식과의 구별을 위해 다른 종류주식의 지급을 허용하지 않는다는 입법취지와 어떻게 조화될 수 있는지 의문이다. 보통주를 상환대가로 지급했을 경우 경영권의 향배에 영향을 줄 수 있는 경우도 있을 수 있다. 경영권 방어수단으로 남용될 수 있기 때문에 보통주의 지급을 금지해야 한다는 견해는 이러한 점을 우려하기 때문인 것으로 보인다. 그런데 이러한 우려가 보통주를 지급하는 경우에 한정되는 것일까? 만일 전환사채나 신주인수권부사채를 상환대가로 지급하는 경우는 어떠한가? 전환사채나 신주인수권부사채는 보통주로 전환되거나 신주를 인수받을 권리가 부가되어 있어 잠재적 보통주임에도 불구하고 법적으로는 사채이기 때문에 상환대가의 제한에 관한 상법 제345조 제4항의 적용을 받지 않는다. 발행회사의 보통주 또는 종류주식을 기초자산으로 하는 콜옵션 등의 파생금융상품을 대가로 지급하는 것은 또 어떠한가? 주식과 사채의 구분이 어려운 하이브리드증권 또는 혼합증권이 증가하고 있는 상황에서 주식을 상환대가로 지급하는 것을 금지한다면 주식성을 가지면서도 이러한 규제를 피할 수 있는 혼합증권이 설계될 가능성이 얼마든지 있다.

상환주식은 배당가능이익의 범위 내에서 상환가능하나 전환주식은 그러한 제한이 없이 전환될 수 있다. 이러한 점에서 상환주식과 전환주식은 구별된다. 즉 상환주식과 전환주식을 범형식상 구별하고자 한다면 상환대가의 제한을 통해서가 아니라 상환재원의 제한을 통한 구별도 가능한 것이다. 의결권주의 지급으로 인한 경영권 방어수단으로서의 남용문제는 상환주식 뿐만 아니라 전환주식에도 해당되는 것이므로 상환대가로 보통주를 허용되지 않는 근거가 될 수는 없다. 실무에서 상환권과 전환권이 결합된 형태인 상환전환우선주가 많이 발행되는 이유에는 상환주식의 상환대가에서 종류주식을 제외하였기 때문에 이러한 불편을 해소하기 위해 전환권도 같이 부가된 주식을 발행하는 것으로 보인다. 기업의 자금조달 수요와 현실을 고려하지 않고 상환주식과 전환주식을 구별하기 위해 상환대가를 제한하는 것은 범형식에 치우친 규정으로 오히려 상환주식의 종류주식으로서의 독자적 가치를 부정하는 결과를 가져올 수 있는 것으로 보인다.

우리 상법은 상환의 대가가 현금이나 유가증권이면 상환주식, 주식이면 전환주식으로 구분하고 있는데 반해 2015년 일본 회사법은 종래의 상환주식과 전환주식의 구분을 없애고 상환권자가 누구냐에 따라 취득청구권부주식(주주가 청구권자인 경우)과 취득조항부주식(회사가 상환권자인 경우)으로 구분하고 있을 뿐이다.⁶⁵⁾ 일본

63) 권오성, 전계논문, 539면.

64) 특히 회사가 신주를 발행하는 방식으로 리파이낸싱을 하는 경우에는 새롭게 조달한 자기자본으로 상환주식의 자본을 대체하는 것에 지나지 않아서 실질적으로 자본감소를 초래하지 않으므로 입법론적으로 그 도입을 고려할 필요성이 크다고 본다. 권오성, 전계논문, 537면.

65) 우리나라도 상환과 전환의 구분을 없애고 일본과 같은 분류방식을 도입하는 것이 법무부 상법개정위원회에서 논의되었으나, 일단 기존의 구분을 유지하자는 견해가 많았다고

의 경우 2 이상의 종류의 주식을 발행회사가 취득조항부주식을 발행하는 경우에는 당해 주식회사가 발행한 다른 종류의 주식을 그 취득의 대가로서 교부하는 것이 가능한데, 자기주식을 교부하거나 새로이 주식을 발행하여 교부할 수 있고 이러한 경우에는 다른 주식의 종류 및 각 종류의 수 또는 그 산정방법을 사전에 정해 놓아야 한다(일본 회사법 제108조 제2항 제6호).⁶⁶⁾ 취득청구가 있는 경우에 주식회사가 대가로서 다른 종류의 주식을 교부하는 경우에는 자기주식을 교부하는 경우나 새로이 주식을 발행하여 교부하는 경우 모두 가능하고, 둘 중 어느 형태의 주식을 교부할 것인지에 대해 정관에 정해 둘 필요는 없다. 새로운 주식을 발행하는 경우에는 모집주식의 모집 등의 절차를 거칠 필요 없이 취득청구만으로 당해 다른 종류의 주식이 발행 된다(일본 회사법 제167조 제2항 제4호).⁶⁷⁾ 취득의 대가로 다른 종류의 주식이 교부되는 형태의 취득청구권부주식은 구 상법에서의 전환예약권부 주식(구 상법 제222조 노)을 계승한 것이라고 할 수 있으나, 전환예약권부주식은 그 주식이 동일한 것인 채로 그 내용만 변하는 것이었던데 반해, 취득청구권부 주식은 대가로 교부되는 주식이 별개의 주식이다. 따라서 회사가 취득하는 주식은 회사에 있어서는 자기주식으로서 존속하고, 대가로 교부되는 주식이 새로 발행되는 경우에는 발행 총 주식수가 증가하는 등의 결과를 가져온다는 점 등의 차이가 있다.⁶⁸⁾

3.2. 전환주식

회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다(상법 제346조 제1항). 전환주식은 발행 시부터 ‘다른 종류주식’으로의 전환권이 부착된 주식을 말한다. 상환주식이 금전, 다른 종류주식 이외의 유가증권이나 자산을 대가로 하는 반면 전환주식은 이들을 제외한 ‘다른 종류주식’으로 전환된다는 점에서 차이가 있다.⁶⁹⁾

종류주식을 어떻게 해석하느냐에 따라 전환주식으로 발행할 수 있는 주식의 범위가 달라진다. 종류주식을 보통주를 포함한 여러 종류의 주식의 의미로 이해한다면 보통주에서 우선주로 또는 그 반대의 경우도 가능하다. 그러나 종류주식을 보통주와는 다른 내용의 주식으로 해석한다면 전환주식의 가장 일반적 형태인 전환으로 보통주를 발행할 수 없게 되는 결과를 가져온다. 종래 실무에서 전환주식 발행의 전형적인 경우가 무의결권 우선주를 보통주로 전환하는 형태였다는 것을 고려한다면 종래 상법에서 허용되던 전환주식 유형을 금지하는 결과를 가져오기 때문에 이러한 해석은 문제가 있다.⁷⁰⁾

한다. 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점-기업재무 분야를 중심으로-”, 「저스티스」, 통권 제127호, 2011. 12, 58면.

66) 江頭憲治郎, 「株式會社法 第5版」, 有斐閣, 2014.

67) 江頭憲治郎, 전계서(각주 18), 79면.

68) 江頭憲治郎, 전계서(각주 18), 79면.

69) 권기범, 전계서, 442면.

70) 안수현, “Hybrid Equity Finance법제의 평가와 과제-종류주식 개정 관련 이유-”, 「경영법률」, 제22집 제4호, 2012, 15면.

전환주식은 보통주식까지 포함하여 서로 ‘다른 종류의 주식’으로의 전환을 그 본질적 속성으로 하기 때문에 상법 제346조 제1항 뒷부분의 ‘다른 종류주식’은 반드시 보통주식까지 포함하는 넓은 의미로 해석하여야 한다고 한다.⁷¹⁾ 보통주식은 종류주식에 포함되지 않는다는 불포함설의 입장도 제346조 제1항과 제2항에 규정된 주식의 전환에 관한 종류주식에는 예외적으로 보통주가 포함된다고 해석하여, ‘다른 종류주식’이라는 문구는 ‘다른 종류의 주식’으로 읽을 필요가 있다고 한다.⁷²⁾

“...전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다”고 규정하고 있기 때문에 전환의 대가를 지급하기 위해서는 신주를 발행하여야 하고 자기주식은 이용할 수 없다고 본다. 그러나 자기주식과 회사가 발행한 다른 주식은 서로 대체가능한 것이므로 대가의 형태를 신주발행에 제한할 필요가 있는지 의문이다.⁷³⁾

한편, 전환종류주식의 최근 도입 동향을 보면, 2014년 주주총회에서 12개사가 전환종류주식 발행이 가능하도록 정관을 변경하는 안건을 상정하였으며, 그 중에서 회사에 전환권이 주어진 종류주식을 정관에 규정한 회사는 10개사라 한다.⁷⁴⁾ 이 전환종류주식의 특징으로는 전환사유가 대부분 “적대적 M&A가 우려되는 경우” 등으로 매우 추상적으로 표현되어 있다는 점, 심지어 일부 대기업집단계열회사들은 전환사유를 정관에 명시하지 않고, 대신 “회사가 전환을 할 수 있는 사유, 전환조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용은 주식 발행 시 이사회에 결의로 정한다”고 규정하였다는 점이다. 이처럼 전환사유를 모호하고 추상적으로 정하거나 더욱이 정관에 정하지 않고 이사회에 포괄적으로 위임하는 것은 전환사유를 반드시 정관에 명시하도록 한 상법의 규정을 위반하는 것이라는 지적이 있다.⁷⁵⁾

III. 상환전환우선주의 발행현황

1. 상환전환우선주의 의의

회사법 내에서 기업이 발행할 수 있는 주식 유형에 대한 제한을 완화하는 것은 세계적인 입법추세이다. 자금을 조달하려는 기업들은 각기 다른 종류주식을 결합하여 다양한 형태의 주식발행을 할 수 있다.⁷⁶⁾ 주주가 가지는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권 행사, 상환 및 전환 등 5개의 권리 중 어느 하나 또는 둘 이상의 권리에 관하여 조금이라도 내용이 다른 주식을 종류주식으로 발행할 수 있다.⁷⁷⁾ 이익배당에 관한 우선주에 의결권을 배제시키고 회사에 상환권을 부여하는 방법으로 종류주식을 조합하면 주식발행만으로 회사채발행과 동일한 현금흐름을 창

71) 권기범, 전계서, 443면.

72) 김순석, 전계서, 507면.

73) 안수현, 전계논문, 16면.

74) 송민정, “2014 주주총회 이슈 점검: 회사 전환 종류주식”, CGS Report, 4권 6호, 통권 제50호, 기업지배구조원, 2014. 3, 5면

75) 성희활, 전계논문, 12면.

76) 김희준, 전계논문, 2면.

77) 정동윤, 전계논문, 41면.

출해 낼 수 있기 때문에 부채비율이 높거나 신용등급이 상대적으로 저조한 기업들을 중심으로 종류주식을 통한 자금조달에 관심을 보일 것으로 예견된다.⁷⁸⁾

최근 들어 회사채 시장에서 ‘찬밥’ 신세로 전락한 비우량기업들이 자금조달을 위해 ‘상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Stock, RCPS)에 주목하고 있다고 한다.⁷⁹⁾ 건설사들이 유동성 위기를 해결하려고 상환 우선주를 찾고 있는데 최근에는 다른 업종의 기업들로 발행수요가 확대되는 추세라 한다. 2013년 STX, 동양사태를 거치면서 뚜렷해진 회사채시장의 양극화 현상이 나아질 기미를 보이지 않고 회사채 시장에서 밀려난 한계기업들은 대체 조달 방안을 찾기가 쉽지 않았다. 유동성 확보와 재무구조개선을 위해서는 유상증자가 좋은 방법이지만 낮은 주가로 유입 자금이 많지 않고 경영권 위협가능성이 크다는 한계가 있다. 이런 상황에서 한계기업들은 상환 우선주에 주목하게 되었고, 건설사를 중심으로 한 비우량기업들의 상환 우선주 발행은 앞으로도 늘어날 전망이다이라고 한다.

상환전환우선주란 일반적으로 상환권과 전환권을 동시에 가지고 있는 우선주로서, 투자자들은 상환전환우선주를 통하여 투자회사의 사업 성공시에는 상장 등과 연동하여 보통주식으로의 전환권을 가지고 사업실패 시에는 일정 기간이 지난 이후 상환하여 투자금을 효율적으로 회수할 수 있는 것으로 이해된다.⁸⁰⁾ 실질적으로 부채와 비슷하지만 요건을 충족하면 상법과 회계처리상 자본으로 분류돼 기업의 재무구조개선의 효과가 있다.

그런데 앞에서 검토한 바와 같이 종류주식 관련 조항에 관한 해석이 명확하지 않기 때문에 특히 상환 및 전환에 관한 종류주식발행과 관련하여 많은 쟁점이 제기되고 있다.⁸¹⁾ 특히 상환주식은 종류주식(상환과 전환에 관한 것은 제외)에 한정하여 발행할 수 있다는 상법 제345조 제5항의 규정은 실무상 발행되고 있는 상환전환우선주의 발행이 금지되는 것이 아니냐는 의문을 제기하였다.

2. 상환전환우선주의 구조와 발행가능성 문제

2.1. 상법 제345조 제5항 괄호안 내용(상환과 전환에 관한 것은 제외)의 의미

상환주식에 다시 상환권을 붙일 수 없다고 규정한 것은 당연한 사리를 주의적으로 규정한 것으로 보아 문제되지 않으나, 전환주식에 상환권을 붙인 것-상환권부전환주식 또는 전환상환주식을 금지한 것은 실무상 문제가 된다.⁸²⁾ 실무상 활발히 발행되고 있는 상환전환우선주가 전환상환주식의 구조로 발행될 수 있기 때문이다. 법무부는 상법 제345조 제5항 괄호안의 문구는 전환주식과 상환주식이 개념상 구별되어야 한다는 취지에서 주의적으로 삽입한 것이라 설명한다.⁸³⁾ 앞에서 본 바와 같이

78) 김희준, 전계논문, 2면.

79) 연합뉴스, “자금조달 ‘비상’ 비우량기업들 상환전환원주 주목”, 2014. 3. 6. <http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2014/03/05/0200000000AKR20140305189500008.HTML>

80) 정수용/김광복, 전계논문, 106면.

81) 김희준, 전계논문, 2면.

82) 권기범, 전계서, 437면.

상환주식의 상환대가에서 다른 종류주식을 제외하고 있는 것과 전환주식의 전환으로 발행되는 신주를 다른 종류주식으로 제한하고 있는 것과 입법취지를 같이 하는 것이다.⁸⁴⁾ 상법 제345조 제5항의 괄호안의 문구가 상환주식과 전환주식을 구분하고자 하는 입법취지에서 규정된 것이라면 상환주식에 전환권을 붙이는 것-전환권부상환주식 또는 상환전환주식도 금지된다고 해석하는 것이 입법취지상 일관된 설명일 것이다.⁸⁵⁾ 그러나 상법은 상환주식에 전환조건을 부가하는 것을 금지하는 규정을 두고 있지는 않다. 이와 관련하여 전환상환주식이든 상환전환주식이든 동일하게 발행이 금지된다는 견해⁸⁶⁾와 상환전환주식은 허용된다는 견해⁸⁷⁾가 대립한다. 나아가 전환주식에 대해서 상환권을 붙이는 것은 굳이 논리적으로 문제가 없다고 보아 모든 전환주식에 상환권을 붙이는 것이 금지되는 것이 아니라, 그 상환주식에 상환권을 붙이는 경우처럼 상환권이 무의미한 경우, 즉 전환주식의 내용이 상환주식으로 전환되는 것인 경우만을 의미하는 것으로 좁게 해석해야 한다는 견해도 있다.⁸⁸⁾

2.2. 상환전환우선주의 법적 구조

실무에서 발행되고 있는 상환전환우선주의 법적 구조를 어떻게 보느냐에 따라 제345조 제5항 괄호안의 문구에 의해 발행이 금지되는지 여부에 대한 해석이 달라질 수 있다.

먼저, 상환전환우선주의 법적 구조를 전환주식(우선주)에 상환권을 붙이는 것-상환권부전환우선주로 보는 견해가 있다.⁸⁹⁾ 그러나 이러한 법적 구조로 보더라도 상법 제345조 제5항에서 전환에 관한 종류주식을 상환주식으로 발행하여서는 안 된다는 의미는 “전환우선주가 전환권을 통하여 보통주로 전환된 이후 이러한 보통주에 대하여 상환권이 존속되어서는 안 된다는 의미(만일 보통주로 전환된 이후에도 상환권이 존속하게 되면 경영권 방어수단으로 악용될 우려가 있기 때문이라 설명한다)로 축소 해석해야 하기 때문에 상환전환우선주의 발행이 금지되는 것은 아니라고 본다.⁹⁰⁾ 벤처기업의 자본조달의 수단으로 상환전환우선주가 널리 쓰이고 있는 현실, 상환전환우선주의 발행을 금지할 만한 경제상의 부작용이 특별히 존재하지 않는 점, 당사자들은 필요에 따라 다양한 형태로 전환권과 상환권을 설계할 수 있는 점 등도 상환전환우선주의 발행을 허용해야 하는 이유로 언급된다.⁹¹⁾ 이 견해는 또한 적어도 전환권과 상환권을 선택적으로 행사할 수 있는 상환전환우선주의 발행, 즉 상환권을 행사하면 전환권이 소멸하고 전환권을 행사하면 상환권이 소멸하는 식으로 상환전환우선주를 설계하는 것은 허용된다고 보아야 한다고 한다.⁹²⁾

83) 법무부, 2011년 개정상법해설, 151면.

84) 권기범, 전게서, 437면.

85) 권기범, 전게서, 437면.

86) 최준신, 전게서, 96면

87) 이철승, 전게서, 295면, 권기범, 전게서, 437면.

88) 송옥렬, 전게논문, 59면.

89) 정수용/김광복, 전게논문, 106면, 송옥렬, 전게서 779면

90) 정수용/김광복, 전게논문, 107면.

91) 정수용/김광복, 전게논문, 107면.

한편, 상환전환우선주를 회사 또는 주주에게 상환권과 전환권을 선택적으로 행사할 수 있도록 조건을 붙인 구조로 보아(예컨대, 우선주+ 상환권 또는 전환권) 그 발행에 아무런 제한이 없다고 보는 견해가 있다.⁹³⁾ 이익배당우선주의 경우에는 상환주식과 전환주식으로 발행하는 것이 가능하므로(상법 제345조 제5항, 동법 제346조 제1항, 제2항) 개정된 상법 하에서도 현재 실무에서 발행되고 있는 상환전환우선주를 아무런 제한 없이 발행할 수 있다고 한다.⁹⁴⁾ 이 견해는 전환우선주를 상환하고자 하는 주식(전환우선주+ 상환권, 상환전환우선주)의 경우에도 전환주식의 전환에 관한 제346조 제2항에 의하여 해결될 수 있다고 본다. 즉 우선주에 상환주로 전환하는 조건을 붙인 주식을 발행하는 방법(우선주를 상환주로 전환하는 조건)을 활용하여, 우선주를 상환주로 전환함과 동시에 즉시 상환권을 행사할 수 있도록 상환조건을 붙이면 전환우선주를 상환할 수 있는 상환전환우선주의 발행도 가능하다는 것이다.⁹⁵⁾ 이 견해는 전환우선주를 상환주식(상환권부전환주식)으로 발행하는 것은 상환전환우선주와 회사법적으로 완전히 다른 유형의 주식이라고 본다.

3. 상환전환우선주의 구체적 발행사례

3.1. 해태제과식품주식회사의 상환전환우선주 발행⁹⁶⁾

3.1.1. 발행조건

해태제과식품주식회사(이하 “해태제과” 또는 “발행회사”)는 2010년 3월 의결권부상환전환우선주 393만주를 KT-LIG에이스사모투자전문회사에 주당 1만700원에 배정했다. 최저배당율은 주당 발행가액의 연 1%이고 배당의 성격은 참가적, 누적적이다. 전환청구기간은 주금납입일로부터 1개월이 경과한 다음 날로부터 상환이 완료되는 시점까지이며 전환가액은 발행가격으로 하되 유상증자, 감자 및 분할, 병합 등의 경우 조정될 수 있다. 우선주 1주당 보통주 1주로 전환된다. 상환청구기간은 변경계약 체결일(2013년 2월 28일)로부터 2년이 경과하는 날로부터 우선주 존속기간까지이며 상환가액은 발행금액을 기준으로 경과일수에 대하여 이자와 배당금을 가감한 금액(이자율 10%)으로 현금상환으로 한다.

2015. 4. 증권발행실적보고서에서 해태제과는 KT-LIG에이스사모투자전문회사가 보유한 상환전환우선주 2,354,660주의 투자자금 상환을 위한 자금으로 사용하기 위하여 무보증사채 발행금액을 사용할 예정이라고 공시하였다. KT-LIG에이스사모투자전문회사 보유한 상환전환우선주 2,354,660주에 대해 2015년 3월 17일자로 보통주

92) 정수용/김광복, 전계논문, 107면.

93) 송중준, 전계논문(각주 43), 155면.

94) 김희준, 전계논문, 20~21면에서 재인용.

95) 송중준, 전계논문(각주 43), 155면.

96) 해태제과식품의 2015년 4월 13일자 증권발행실적보고서와 한국경제, “해태제과, 기업공개 미룬다…올해 실적 개선 기대로”, 2015. 3. 9.(<http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2015030979301>)에서 발췌한 내용임.

전환등기가 이루어졌으며 발행회사는 2015년 4월 10일 자사주 매입방식을 통해 상환의무를 이행할 계획이라고 공시하였다.

발행회사는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따라 상환전환우선주(393만주)를 전환사채로 분류하여 자본금항목에서 차감하고 부채로 계상하고 있다. 그러나 반기보고서상의 총발행주식 수 및 자본금은 상환전환우선주 393만주를 포함하여 작성하였으므로 참고할 것을 투자설명서에 기재하였다.⁹⁷⁾

한편, 크라운제과의 종속회사인 해태제과는 2010년 3월의 의결권부상환전환우선주식 3,939,000주를 KT-LIG에이스사모투자전문회사에 주당 10,700원에 신주를 배정하면서 (주)선양과 (주)한진 P&C가 보유하던 해태제과의 구주 779,320주를 주당 15,000원에 KT-LIG에이스사모투자전문회사에 매각하는 양수도계약을 체결하였다.⁹⁸⁾ 이 양수도계약에는 해태제과가 2012년 9월까지 IPO를 하지 못할 경우, KT-LIG에이스사모투자전문회사의 보유분에 대해 이자와 배당금을 가감한 금액(이자율 10%)으로 상환의무를 이행하도록 되어 있고, 해태제과가 이를 이행하지 못할 경우 크라운제과가 부담하기로 하는 협약이 체결되어 있었다. 이에 따른 계약이행으로 2012. 12. 와 2013.4.에 걸쳐 구주는 모두 상환되었고, 의결권부상환전환우선주식은 총 3,939,000주중 1,575,340주를 상환하였으며, 잔여 2,354,660주에 대해 2015년 2월까지 크라운제과가 IPO를 하지 못할 경우 잔여지분에 대해 이자와 배당금을 가감한 금액(이자율 9%)으로 상환의무를 이행하도록 연장계약이 되어 있다.

해태제과는 2015년 2월말로 예정했던 기업공개(IPO)를 연기했다. 지난해 3분기까지의 누적 매출은 5137억원, 영업이익은 218억원으로 전년 같은 기간 매출(5575억원)과 영업이익(335억원)보다 줄었다. 지난해 8월 출시된 과자 허니버터칩이 큰 인기를 끌었지만 아이스크림 분야에서 가격정찰제를 확대하면서 일시적으로 판매실적이 감소해서다. 해태제과는 올해 허니버터칩 실적이 대거 반영되고 아이스크림에서도 가격정찰제에 따른 수익성 개선으로 실적이 향상될 것으로 기대하고 있다. 해태제과는 상장을 기대하고 상환전환우선주(RCPS)를 사들였던 재무적 투자자들에게 모두 상환해 주기로 하였다 한다.

3.12. 상환전환우선주의 구조

상법이 개정되기 전에 발행된 상환전환우선주임에도 의결권부상환전환우선주의 형태로 발행되었다는 것이 이례적이다. 전환권을 상환이 완료되는 시점까지 행사가능한데, 아래에서 보는 다른 회사의 상환전환우선주의 구조와 달리 회사의 상환권과 주주의 전환권이 선택적인 것이 아니라 주주가 전환권을 행사한 경우에도 회사가 상환권을 행사할 수 있는 것으로 설계되어 있다. 이에 따라 KT-LIG에이스사모투자전문회사 보유한 상환전환우선주 2,354,660주에 대해 2015년 3월 17일자로 보통주 전환등기가 이루어졌는데 발행회사는 2015년 4월 10일 자사주 매입방식을 통해 이 보통주에 대해 상환의무를 이행할 계획이라 하였다.

97) 2012. 9. 28.자 해태제과식품 [정정]증권신고서(채무증권)

98) 이하의 내용은 2015. 2. 27.자 크라운제과 투자설명서에서 발췌한 내용임.

일반적으로 상환전환우선주는 무의결권우선주의 형태로 발행되나 개정상법에서 우선주에도 의결권을 부여하는 것이 가능해졌으므로 의결권부상환전환우선주의 발행은 적법하다 할 것이나 해태제과의 상환전환우선주의 발행시점은 개정 상법 시행 이전이라는 점에서 그 효력이 문제될 소지가 있다. 실제 사례에 있어 해태제과의 상환전환우선주의 효력이 문제되지는 않았던 것으로 보인다. 보통주에 대해서는 상환주식을 발행할 수 없다는 것이 다수설의 입장이나, 본건과 같이 실제 사례에서는 보통주식에 대해 상환권을 행사하는 것이 드물지 않은 것으로 보인다. 상법 개정 전부터 이미 기업의 수요에 따라 다양한 권리를 조합하여 주식을 발행하였던 것으로 보인다.

3.2. 롯데건설의 상환전환우선주 발행⁹⁹⁾

3.2.1. 발행조건

롯데건설은 2011. 11. 25. 이사회에서 기명식 상환전환우선주 2,703,769주를 신주발행가액 55,478원으로 발행하여 유상증자하기로 결의하였다. 이 상환전환우선주는 발행일 2년째 되는 날로부터 발행일 이후 10년째 되는 날까지의 기간에 이사회결의에 의한 회사의 선택에 따라 일시상환될 예정이다. 모두 누적적, 비참가적 상환전환우선주로서 발행가액의 연 6.10%에 해당하는 금액을 누적적으로 배당받는다. 다만 발행 후 3차 회계연도부터는 발행일 해당기일 3영업일 전일의 기준금리에 발행시점 Spread+2.50%를 가산하여 배당받는다. 우선주의 상환가액은 주당 발행가액과 발행일로부터 상환기일까지 각 수익계산기간 별로 순번 1번부터 2까지는 주당 발행가액에 대하여 각 6.10%의 수익률, 순번 3부터 10까지는 발행일 해당기일 3영업일 전일의 “기준금리”+발행시점 Spread+2.50% 수익률에 본건 상환주식의 주당발행가격을 더한 금액이다. 다만, 상기 우선주의 상환가액은 발행일로부터 상환기일까지 지급된 배당금이 있을 경우 이를 차감한 금액으로 한다.

주주는 발행일로부터 3년이 경과한 시점 이후 보통주로의 전환을 청구할 권리를 가진다. 이 상환전환우선주의 존속기간은 발행일로부터 10년으로 하며, 존속기간의 만료와 동시에 보통주로 전환된다. 다만, 위 존속기간이 경과하였음에도 불구하고 상환전환우선주식에 대한 미지급배당금이 있을 경우에는 그 배당금을 모두 지급할 때까지 존속기간이 연장된다. 신주의 의결권은 없다. 배당을 하지 아니한 경우에는 그 결의가 있는 주주총회의 다음 회기(포함)부터 지급결의가 있는 정기주주총회의 종료시까지 1주당 1의결권을 행사할 권리를 가진다.

상환전환우선주식 발행 이후 상환 혹은 전환(존속기간 만료로 인한 전환을 포함) 이전에 회사가 주주전부에 대하여 유상증자로 보통주를 발행하는 경우에는 본건 주주는 보통주식의 배정을 받을 신주인수권을 가지며, 무상증자를 하는 경우에는 본건 주주는 상환전환우선주식과 같은 종류의 주식을 배정받을 신주인수권을 가진다.

99) 롯데건설의 2011. 11. 25. 주요사항보고서와 2015. 4. 15.의 증권신고서(채무증권)에서 발췌한 내용임.

2013년중 상환일이 도래한 우선주식 2,703,769주를 162,483백만원에 이익소각하였다. 이로 인해 2015. 4. 현재 발행회사의 우선주자본금은 우선주발행주식의 액면총액과 일치하지 않는다.

3.2.2. 상환전환우선주의 구조

롯데건설의 상환전환우선주는 주주에게 전환권을 회사에 상환권을 부여하고 있어 상환권과 전환권을 선택적으로 행사할 수 있는 구조이다. 주주는 발행일로부터 3년이 경과한 시점부터 보통주로의 전환을 청구할 수 있다. 주주가 전환권을 행사하지 않은 경우 회사는 상환기간 내(발행일로부터 2년째 되는 날부터 발행일로부터 10년째 되는 날)에 상환권을 행사할 수 있다. 이 상환전환우선주는 발행일로부터 10년을 존속기간으로 하는 것으로 이 기간이 경과하면 상환전환우선주는 자동적으로 보통주로 전환된다. 다만 미지급배당금이 있을 경우에는 배당이 있을 때까지 존속기간이 연장되며 상환전환우선주의 의결권이 부활된다.

3.3. 주식회사 동방의 상환전환우선주 발행¹⁰⁰⁾

3.3.1. 발행조건

주식회사 동방의 2012. 12. 12. 자 이사회에서 이익배당과 잔여재산분배에 있어 보통주에 대해 우선권이 있고 상환 및 전환에 관하여 특수한 정함이 있는 상환주식이자 전환주식이인 우선주 2,650,176주를 발행하는 유상증자로 운영자금 7,499,998,080원을 조달하기로 결의하였다. 존속기간은 발행일로부터 7년으로 하고, 존속기간 내에 보통주로 전환되지 아니한 경우 존속기간 만료와 동시에 자동적으로 보통주로 전환된다. 위 기간 중 소정의 배당을 하지 못하는 경우에는 소정의 배당을 완료할 때까지 그 기간을 연장한다. 본건 상환전환우선주는 의결권이 있으며 1주당 의결권 한표를 갖는다.

참가적, 누적적 우선주로 본 주식 주주는 우선주식을 보유하는 동안 일정한 산식에 따라 총발행금액 기준 연 5.2%의 배당을 누적적으로 우선 배당 받고, 보통주의 배당률이 우선주의 배당률을 초과할 경우에는 초과하는 부분에 대하여 보통주와 동일한 배당률로 함께 참가하여 배당받는다.

배당금의 지급시기를 주주총회에서 따로 정하지 아니한 경우 회사는 주주총회에서 이익잉여금처분계산서의 승인이 있는 날로부터 1개월 이내에 본 주식의 주주에게 배당금을 지급하여야 한다. 주식 배당의 경우 배당률은 본건 우선주식은 보통주와 동일한 것으로 보아 우선주와 보통주를 합한 발행주식총수에 대한 비율에 따라 같은 종류의 우선주주식으로 배당을 받을 권리를 갖는다. 다만 단주가 발생하는 경우에는 현금으로 지급받는다.

100) 주식회사 동방의 2012. 12. 12. 자 주요사항보고서/거래소 신고의무 사항에서 발췌한 내용임.

발행회사는 주주에 대하여 본주식의 전부 또는 일부를 상환청구할 권리를 가진다. 발행회사는 발행일로부터 1년이 되는 날부터 6년 9개월째 되는 날까지 언제든지 본주식의 전부 또는 일부의 상환을 청구할 권리가 있다. 우선적 배당이 완료되지 아니한 경우에는 상환될 수 없으며 그 사유가 해소될 때까지 상환기간은 연장될 수 있다. 주주에게는 상환권이 부여되지 않는다.

발행일로부터 3년이 경과한 날부터 존속기간 1개월 전까지 주주는 언제든지 본 주식을 보통주로 전환할 수 있는 권리를 갖는다. 전환비율은 1주당 보통주 1주로 한다.

3.3.2. 상환전환우선주의 구조

동방의 상환전환우선주는 주주에게 전환권을 회사에 상환권을 부여하고 있어 상환권과 전환권을 선택적으로 행사할 수 있는 구조이다. 상환기간과 전환기간이 정하여져 있고 우선적 배당이 완료되지 않으면 상환기간이 연장된다는 점에서 앞에서 본 롯데건설의 상환전환우선주와 다르지 않다. 다만 동방의 경우 상환전환우선주에 의결권이 있다는 점에서 롯데건설의 상환전환우선주와 차이가 있다. 동방의 상환전환우선주는 개정 상법 효력발생 이후에 발행되면서 새롭게 허용된 의결권부우선주를 상환전환우선주의 구조로 사용한 것으로 보인다. 그렇다면 주주의 입장에서는 전환하지 않고 상환전환우선주로 남아 있는 것이 의결권도 행사할 수 있으면서 우선적 배당도 받을 수 있다는 점에서 이익일 수 있으나 회사가 상환권을 행사하면 주주로서의 지위를 상실할 수 있으므로 주주로서 남기를 원하는 상환전환우선주의 주주는 전환권을 행사할 실익이 있는 것으로 보인다.

3.4. 두산건설의 상환전환우선주 발행¹⁰¹⁾

3.4.1. 발행조건

두산건설은 2013. 12. 16. 이사회에서 상환전환우선주 22, 727,272주를 발행가액 17,600원, 배당률 발행가액 기준 연 6.5%(누적적, 비참가적 조건)으로 제3자 배정방식으로 발행하기로 하였다. 발행회사는 배당가능이익이 존재함을 전제로 2016년 12월 16일에 우선주의 일부 혹은 전부를 상환할 수 있고, 이 경우 발행회사는 2016년 5월 16일 및 직전 2영업일 동안 상환의 의사 및 수량을 서면으로 우선주 주주에게 통지하여야 한다. 발행회사는 배당가능이익이 존재함을 전제로 2015년 12월 16일에 우선주의 일부를 상환할 수 있다(우선주 인수대금 총액의 30%에 상응하는 우선주를 한도).

전환기간은 2017년 3월 16일부터 2018년 3월 15일까지이며 우선주 주주는 2015년 12월 16일 및 직전 2영업일 동안 발행회사에 대해 조기전환을 청구할 수 있다. 우선주 1주를 보통주 1주로 전환한다. 우선주 발행 이후로서 전환 전에 합병, 무상증

101) 2013. 12. 16. 주요사항보고서/거래소 신고의무 사항 정정신고 (최초 제출일 2013년 12월 6일)

자, 주식분할, 주식병합 시 그에 따라 조정한다.

한편, 두산중공업(주)와 상환전환우선주 투자자는 상환전환우선주를 대상으로 한 정산 및 두산중공업의 call option 행사에 관한 주주간계약을 체결하였다.

이 계약에 의하면 두산중공업과 투자자는 투자자가 보유하고 있는 상환전환우선주 전부에 대해 2016년 12월 16일에 정산금액을 해당 지급의 주체가 현금 지급한다. 정산금액이 양(+)인 경우에는 투자자가 두산중공업에게, 정산금액이 음(-)인 경우에는 두산중공업이 투자자에게 지급한다. 여기서 정산금액이란 상환전환우선주의 순매도금액에서 발행금액을 차감한 금액을 말한다. 투자자는 일정사유 발생시 정산일 전에도 두산중공업에 정산을 요구할 수 있다. 두산중공업은 정산일 또는 조기정산일에 투자자가 보유하고 있는 상환전환우선주 전부 또는 일부에 대해 매수청구-정산 call option을 행사할 수 있다. 조기 call option은 2015년 12월 16일(3개월 전 통지, 최대 30% 한도)에 행사할 수 있다. 정산 call option은 상환전환우선주의 발행금액으로, 조기 call option은 발행금액에 일정 수준의 가산금을 더한 금액으로 매수청구한다.

본건 상환전환우선주는 비상장주식으로 발행된다. 발행회사는 2013년 11월 25일자로 당사 보통주 10주를 동일한 액면가액의 보통주 1주로 주식병합하는 무상감자에 대한 이사회결의를 하였고, 2013년 12월 13일 임시주주총회에서 무상감자를 결의하였다. 이에 따라 신주의 발행가액은 동 임시주주총회에서 결의한 무상감자를 반영하여 산정한다.

본건 상환전환우선주는 의결권은 없으며 우선주에 대해 배당을 하지 않는다는 결의가 있는 경우 그 결의가 있는 총회의 다음 총회부터 그 우선적 배당을 한다는 결의가 있는 총회의 종료시까지 1주당 1의결권이 있다.

3.4.2. 상환전환우선주의 구조

두산건설은 2014년에 만기가 돌아오는 4500억원의 회사채에 대한 상환재원을 확보하기 위하여 상환전환우선주를 발행하기로 하고 보통주의 10대 1 감자를 통해 배당재원 7000억원 확보하여 상환전환우선주를 발행한 것으로 알려져 있다.¹⁰²⁾ 두산건설은 10주를 1주로 병합하는 감자로 자본총액에는 변동이 없지만 자본금은 줄고 나머지는 감자차익이 된다. 대규모 배당재원 마련을 발판으로 상환전환우선주 투자자들을 확보한 것이다.

회사는 상환권을 가지는데 2016년 12월 16일에 우선주의 일부 혹은 전부를 상환할 수 있으며, 2015년 12월 16일에 조기상환권을 행사할 수 있다. 주주는 전환권을 가지는데 전환기간은 2017년 3월 16일부터 2018년 3월 15일까지이며 우선주 주주는 2015년 12월 16일 및 직전 2영업일 동안 발행회사에 대해 조기전환을 청구할 수 있다.

앞의 롯데건설과 동방의 사례에서는 주주의 전환권 행사기간이 회사의 상환권 행사기간 보다 먼저 도래하는 구조였던 것에 비해 두산건설은 상환기간이 경과한 이

102) 인베스트 조선, “두산건설, 최대 4000억 규모 전환상환우선주 발행”, 2013. 11. 25. http://invest.chosun.com/site/data/html_dir/2013/11/25/2013112503296.html

후 상환되지 않은 상환전환우선주에 대해 주주가 전환권을 행사할 수 있는 구조로 설계하였다. 한편, 상환된 경우 상환전환우선주의 발행대금과 상환대금을 비교하여 상환대금이 적은 경우에는 두산건설의 대주주인 두산중공업이 상환전환우선주 투자자에게 그 차액만큼을 정산(그 반대의 경우에는 투자자가 두산중공업에게 정산)하는 주주간계약이 체결되었다는 점이 주목할 만하다. 상환전환우선주는 제3자 배정 방식으로 발행되었는데 대주주가 투자자를 상대로 call option을 행사하는 경우 대주주가 상환전환우선주의 주주가 된다. 대주주는 전환권 행사를 통하여 지배권을 강화할 수 있을 것으로 보인다.

3.5. 한화건설의 상환전환우선주 발행¹⁰³⁾

3.5.1. 발행조건

한화건설은 2014. 6. 24. 이사회에서 기명식 상환전환우선주 1,913,800주를 발행가액 209,000원으로 하여 제3자 배정방식으로 발행하기로 결의하였다. 본건 상환전환우선주는 의결권은 없으며, 직전 사업연도말 주주명부에 등재된 우선주 주주에게 우선주 발행가격의 일정 비율만큼을 우선배당하고, 우선배당은 비누적적, 비참가적으로 한다.

배당가능이익이 존재함을 전제로 2017년 6월 26일(상환일)에 전환되지 않고 남아 있는 우선주의 일부 혹은 전부를 아래 상환가액으로 상환할 수 있으며 이 경우 회사는 2017년 3월 23일(상환통지일)에 상환의 의사 및 수량을 서면으로 우선주 주주에게 통지하여야 한다. 배당가능이익이 존재함을 전제로 2016년 6월 27일(조기상환일)에 전환되지 않고 남아 있는 우선주를 아래 상환가액으로 상환할 수 있으며 이 경우 회사는 2016년 3월 24일(조기상환통지일)에 상환의 의사 및 수량을 서면으로 우선주 주주에게 통지하여야 한다. 단 회사가 조기상환할 수 있는 우선주 수량은 우선주 인수대금 총액의 30%에 상응하는 우선주를 한도로 한다. 우선주 1주당 우선주 발행가격으로 상환하고, 수수료는 조기상환금액의 1%이다. 일부 상환의 경우 우선주 주주별로 안분비례를 원칙으로 하도, 안분비례의 범위 내에서 우선주 주주 간의 별도 합의가 있는 경우 회사는 그에 따를 수 있다.

전환권은 우선주 주주가 가지며 주주는 2016년 6월 27일(조기전환일)에 회사에 대해 전환을 청구할 수 있다. 이 경우 발행금액의 30%까지 전환가능하다. 2017년 6월 26일(전환일)에 전환할 수 있으며 2017년부터 2024년까지 매년 6월 전환권행사 가능하다. 전환비율은 우선주 1주당 보통주 5주이며, 우선주 발행 이후로서 전환 전에 합병, 무상증자, 주식분할, 주식병합 시 그에 따라 조정한다.

발행회사의 최대주주인 (주)한화는 본 유상증자로 발행되는 상환전환우선주를 대상으로 상환전환우선주 투자자와 주주간계약을 체결한다. 이 계약은 대주주와 투자자는 상환전환우선주를 대상으로 한 정산 및 대주주의 call option(매수청구권)행사 및 담보 제공에 관한 계약이다. 계약기간은 계약일로부터 3년간이며 투자자는 대주주

103) 2014. 6. 25. 자 한화건설 주요사항보고서/거래소 신고의무 사항

의 정산의무 부담 및 근질권 대상주식 담보제공 등에 대한 대가로서 대주주에게 3년간 72억원의 수수료를 지급한다. 투자자는 대주주의 서면동의 없이는 우선주를 제3자에게 양도하지 못한다. 대주주와 투자자는 투자자가 보유하고 있는 상환전환 우선주 전부에 대하여 2017년 7월 26일에 정산금액을 해당 지급의 주체가 현금 지급한다. 정산금액이 양(+)인 경우에는 투자자가 대주주에게, 정산금액이 (-)인 경우에는 대주주가 투자자에게 지급한다. 정산금액은 우선주의 순매도금액에서 발행가액(인수금액) 총액을 차감한 금액이다. 일정사유 발생 시 정산일 전에도 투자자는 대주주에게 정산을 청구할 수 있다. 대주주는 2017년 3월 24일 또는 조기정산기준일에서 11일 경과일로부터 20일 동안 정산대상 우선주의 전부 또는 일부에 대해 매수청구-정산 call option을 행사할 수 있다. 조기 call option은 2016년 3월 25일(인수대금 총액의 30% 한도)에 행사할 수 있다. 정산 call option은 정산대상 우선주의 발행가액으로, 조기 call option은 발행가액에 일정수준의 가산금을 더한 가액으로 매수 청구한다. 대주주는 정산금액이 음(-)인 경우 투자자에게 지급하여야 할 정산대금 지급의무의 이행을 담보하기 위하여 대주주가 보유하고 있는 한화생명보험 보통주식 51,244,795주에 대하여 투자자를 위한 1순위 근질권을 설정한다. 주주는 2014년 12월 31일까지 1회에 한하여 대주주가 보유하고 있는 한화케미칼 보통주식으로 근질권 대상주식 변경을 요청할 수 있다.

3.5.2. 상환전환우선주의 구조

회사가 상환권을 가지고 주주가 전환권을 가지는 점에서 앞에서 본 롯데건설, 두산건설의 상환전환우선주의 구조와 같다. 한화건설의 최대주주인 한화가 상환전환 우선주의 투자자와 주주간계약을 체결하여 상환일에 정산하거나 상환전환우선주를 매수청구할 수 있는 것은 두산건설의 사례와 유사하다. 앞의 발행사례와 차이점이 라면 전환기간이 상당히 장기라는 것이다. 2016년 6월 27일이 발행금액의 30%까지 전환을 청구할 수 있으며, 2017년 6월 26일(전환일)에 전환할 수 있다. 보통의 경우 1년 내지 2년의 전환기간을 두고 이 기간이 경과하면 주주의 전환권은 소멸하고 회사의 상환권만 남는 구조인데 본건의 경우에는 주주가 2017년부터 2024년까지 매년 6월 전환권행사 가능한 것으로 설계되어 있다. 본건 주식은 상환기간 또는 존속기간이 없기 때문에 2017년 6월 26일(상환일)에 상환되지 않는 주식에 대해서는 주주가 전환권을 2014년까지 매년 6월 행사할 수 있는 것이다. 상환일 이후에도 회사가 상환권을 행사할 수 있는 것인지는 불분명하다. 주주간계약에 의해 한화가 call option을 행사하여 상환되지 않고 남아 있는 상환전환우선주를 투자자로부터 매수하는 경우 전환권 행사를 통하여 최대주주의 지배권이 더욱 강화될 것으로 보인다.

한편, 상환전환우선주의 구조가 복잡해지면서 기업 위험이 커질 수 있다는 우려도 나온다. 재무구조가 취약한 계열사의 상환전환우선주에 모회사가 손실보전해주는 조건을 달 경우 계열사 위기가 그룹 전체로 퍼질 가능성이 있기 때문이다. 손실보전해주시로 한 모회사는 연결재무제표상 부채가 늘어난다는 점도 고려해야 한다는 것이 전문가들의 지적이다.¹⁰⁴⁾

4. 상환주식의 대상주식 제한에 대한 비판적 검토

앞에서 본 바와 같이 상환전환우선주 발행실무는 전환상환주(해태제과) 또는 상환전환주를 모두 포함하는 개념으로 상환전환우선주를 사용하고 있으므로 상환전환주는 허용되고 전환상환주는 불허된다는 해석은 실무와 맞지 않는다. 또한, 해태제과의 상환전환우선주의 발행실무를 보면 상환전환우선주를 먼저 전환권을 행사하여 보통주로 전환한 다음에 상환한다. 그렇다면 상법 제345조 제5항을 전환우선주가 전환권을 통하여 보통주로 전환된 이후에 이러한 보통주에 대해 상환권이 존속하여서는 안된다는 의미로 축소해석하여 상환권부전환주식 구조의 상환전환우선주의 발행이 허용되는 것으로 해석하는 것도 실무와 맞지 않는 것으로 보인다.

한편, 전환우선주를 상환하고자 하는 주식(전환우선주+ 상환권, 상환전환우선주)은 전환주식의 전환에 관한 제346조 제2항에 의하여 해결될 수 있다는 견해는¹⁰⁵⁾ 우선주에 상환주로 전환하는 조건을 붙인 주식을 발행하는 방법(우선주를 상환주로 전환하는 조건)을 활용하여, 우선주를 상환주로 전환함과 동시에 즉시 상환권을 행사할 수 있도록 상환조건을 붙이면 전환우선주를 상환할 수 있는 상환전환우선주의 발행도 가능한 것이라 한다. 앞의 발행사례에는 이러한 구조를 가진 경우는 없다. 이러한 구조의 상환전환우선주는 실무에서는 찾아보기 어려운 것으로 보인다. 이러한 해석은 전환주식에 상환권을 붙일 수 없다는 규정을 우회하기 위한 것으로 전환권과 상환권을 동시에 행사하는 것으로 구성되어 있다. 이는 결국 상환권과 전환권을 구별하기 위해 전환주식에 상환권을 붙일 수 없다고 하여도 이를 우회할 수 있는 다양한 권리의 조합이 가능하기 때문에 전환권과 상환권의 구별하려는 입법취지가 무의미해질 수 있음을 보여주는 것이라 할 것이다.

상환전환우선주의 발행가능 여부에 관한 위와 같은 논의에도 불구하고 실무에서는 상환전환우선주가 활발하게 발행되고 있는 실정이다. 이런 상환전환우선주의 효력을 무효라고 할 것인가? 특히 상법의 종류주식, 특히 상환주식에 관한 규정이 불분명하고 이에 따라 여러 해석이 가능한 상황에서 다양한 구조로 발행되는 상환전환우선주의 발행을 무효로 볼 수 있을 지 의문이다.

IV. 상환전환우선주 발행관련 상법상 쟁점

1. 자기주식취득과 상환

상환주식은 상환되는 경우에 주식이 소각되는 점에서 전환주식과 구별된다고 한다.¹⁰⁶⁾ 상환전환우선주의 발행사례에서 알 수 있듯이 발행회사는 상환 시 자기주식취득의 방식으로 상환을 하고 있다. 자기주식취득방법 규제에 관한 341조 제1항 제

104) 한국경제, “상환우선주 발행을 1조 ..기업”자금줄”로 급부상“, 2014. 10. 14.
<http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2014101455951>

105) 송중준, 전계논문(각주 43), 155면.

106) 정찬형, 전계서, 693면.

2호에서 상환주식을 제외하고 있는 이유는 상환주식에서 상환이란 그 자체가 자기주식취득과 다름이 없고 그 상환의 방법을 발행 시 개별적으로 정하였기 때문에 그에 따라 상환, 즉 자기주식취득을 하면 되기 때문이라고 설명한다.¹⁰⁷⁾ 상환주식은 발행 당초부터 배당가능이익으로써 상환하여 소각할 것으로 예정된 종류주식으로서 소각된다는 점에서 주식의 환매와 다르다고 본다.¹⁰⁸⁾

한편, 자기주식취득의 경우 종래에는 주식실효의 절차를 밟거나 합병 등 기타의 경우에는 상당한 시기에 자기주식을 제3자에게 처분하도록 하고 있었으나 개정상법은 이 규정을 삭제하여 상당한 시기에 처분할 의무가 없어졌다.¹⁰⁹⁾ 자기주식취득의 경우에도 배당가능이익을 재원으로 하여 취득할 수 있다는 점에서는 상환주식의 경우와 같다. 이와 관련하여 상환주식 또는 상환전환우선주의 상환을 이익으로써 소각하는 방식이 아니라 자기주식취득과 동일하게 취급할 수 있을지 의문이다. 상법 개정으로 회사가 자기주식을 취득한 이후 처분의무가 없어짐에 따라 자기주식을 보유할 수 있게 되었는데, 상환주식에 있어서도 회사가 반드시 주식을 소각할 필요가 있는지 의문이다. 상환과 자기주식의 취득을 별도의 제도로 규율하기보다 회사는 상환주식의 상환을 자기주식취득으로 하고, 이러한 자기주식의 처분도 다른 자기주식의 처분과 마찬가지로 회사가 소각을 하거나 보유를 하거나 회사의 결정에 맡겨도 상환주식의 본질에 크게 어긋나지 않은 것으로 보인다.

일본 회사법의 경우 취득의 대가로 다른 종류의 주식이 교부되는 형태의 취득청구권부주식은 대가로 교부되는 주식이 별개의 주식이고 회사가 취득하는 주식은 회사에 있어서는 자기주식으로서 존속하게 된다고 한다.¹¹⁰⁾ 일본의 경우 취득청구권부주식이나 취득조항부주식은 우리의 상환주식의 개념을 포함하는 주식이라 볼 수 있는데 회사가 취득한 주식은 일본 회사법 제178조¹¹¹⁾ 주식의 소각 조항에 의해 자기주식으로서 소각할 수 있는 것으로 보인다.

2. 신주발행과 신주인수권

주주는 회사의 신주발행 시 신주인수권을 가진다(상법 제418조). 신주인수권은 현존 주주들에게 회사가 발행하는 동종 신주들을 자기지분비율에 따라 인수할 권리를 말한다. 상법 제344조 제3항은 회사가 종류주식을 발행하는 때에는 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 주식의 종류에 따라 신주의 인수, 주식의 병합·분할·소각 또는 회사의 합병·분할로 인한 주식의 배정에 관하여 특수하게 정할 수 있는 것으로 규정하고 있다. 이 조항에 따라 이사회가 종류주식의 신주인수의 구체적 내용을 결정할 수 있다. 이사회가 배정할 신주의 종류와 수량, 발행가액을 정하게 될 것이다.

종류주식을 발행하는 경우 기존주주의 이익침해와 관련해서는 상환주식, 전환주식

107) 송옥렬, 전계논문, 63면.

108) 권기범, 전계서, 436면.

109) 송옥렬, 전계논문, 65면.

110) 江頭憲治郎, 전계서(각주 18), 79면.

111) 일본 회사법 제178조 ① 주식회사는 자기주식을 소각할 수 있다. 이 경우 소각할 자기주식의 수(종류주식발행회사의 경우에는 자기주식의 종류 및 종류별 수)를 정하여야 한다. ② 이사회설치회사의 경우 전항 후단의 결정은 이사회 결의에 의하여야 한다.

또는 무의결권주식 발행 시에는 보통주식의 발행과 같이 기존주주에 대하여 우선적 인수권을 부여하는 주주배정방식을 원칙으로 하여 발행하고(418조 1항), 예외적으로 정관에 정하는 바에 따라 신기술의 도입이나 재무구조의 개선 등과 같은 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 주주 외의 자에게 신주를 배정하여 발행하도록 할 필요가 있다(418조 2항).¹¹²⁾ 종류주식이 발행된 이후 신주를 발행하는 경우에도 보통주 주주와의 관계와 종류주주 상호간 관계에 있어 종류주식 주주의 신주인수권 인정여부가 문제된다.

번잡함을 피하기 위하여 상환주식을 발행하면서 향후 유·무상증자를 하는 경우 상환주식에는 신주를 배정하지 아니하기로 정할 수도 있을 것이다. 상환주식을 무의결권 우선주식으로 발행하는 경우 유·무상증자를 하는 때에 상환주식에 대하여 신주를 배정하지 않아도 상환주식의 주주에게 손실이 발행하지는 않는다.¹¹³⁾ 전환주식 발행시 신주인수권이 적용되는 경우에는 전환우선주의 발행을 복잡하게 하고 절차를 지연시킬 수 있으므로 회사는 정관변경을 하여 전환우선주 발행에 신주인수권의 적용을 배제하는 것을 고려할 수 있다.¹¹⁴⁾

롯데건설의 상환전환우선주의 발행사례를 보면 상환전환우선주식의 주주가 보통주의 유상증자시 보통주식의 배정을 받을 신주인수권을 가지고 무상증자의 경우에는 상환전환우선주식과 같은 종류의 주식을 배정받을 신주인수권을 가지는 것으로 설계한 경우가 있다. 해당 상환전환우선주식은 무의결권부주식인데 보통주식에 대한 신주인수권을 인정하는 경우 다른 주주, 채권자 등의 이해관계자와 이해가 충돌할 우려가 있다.

또한 한국채택국제회계기준상 부채로 분류되는 상환전환우선주식의 경우에도 이러한 신주인수권을 인정할 수 있을지가 의문이다. 신주인수권은 주식성의 중요한 한 요소라고 할 것인바, 전환사채 등 사채권자에는 인정되지 않는 것이다. 상환전환우선주라는 법적 형식에 따라 신주인수권을 인정하는 경우에는 사채에 의결권(위의 해태제과식품의 사례)과 신주인수권(롯데건설의 사례)를 부여하는 수단으로 상환전환우선주를 이용할 우려가 큰 것으로 보인다. 이러한 경우 신주발행의 효력이 문제될 수 있다.

대법원은 신주발행 무효의 소와 관련하여 “사후에 이를 무효로 함으로써 거래의 안전과 법적 안정성을 해칠 위험이 큰 점을 고려할 때, 그 무효원인은 가급적 엄격하게 해석하여야 하고, 따라서 법령이나 정관의 중대한 위반 또는 현저한 불공정이 있어 그것이 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 신주와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에 한하여 신주의 발행을 무효로 할 수 있을 것이다”라고 판시한 바 있다.¹¹⁵⁾

112) 정승화, 「혼합증권에 관한 법적 연구」, 고려대학교 박사학위논문, 2011. 12, 251면.

113) 한원규/이제원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 「증권법연구」, 제3권 제1호, 2002, 283~284면.

114) Anthony D. Weis, “Raising Capital Through Convertible Preferred Stock Offerings”, The Bankers’ Statement, the Summer 2014.

3. 주식과 사채의 구별

3.1. 하이브리드증권 또는 혼합증권의 의의

하이브리드 증권이란 부채와 보통주식의 중간적 성격을 갖는 증권을 총칭하는 증권으로서 부채와 주식에 대한 각각의 특징을 조합한 증권을 말한다.¹¹⁶⁾ 부채와 보통주식의 중간 형태이면 뭐든지 하이브리드 증권 또는 혼합증권에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 하이브리드는 일정한 목적을 위해서는 자본으로 취급되고 다른 목적을 위해서는 부채로 취급되는 증권을 고안하여 모든 장점을 획득하기 위해 만들어진 것이다. 하이브리드 중 일부는 오래 전부터 있어 왔던 것인 반면 일부는 자기자본 규제처럼 특별한 문제에 대응하기 위해 최근에 개발된 것이다. 우선주가 하이브리드 증권의 한 형태이다. 전형적인 우선주식 주주는 고정 배당과 자본에 대해 고정 수익에 대한 권리를 가지며 이 두 가지는 일반적으로 보통주식보다 우선하여 지급된다.¹¹⁷⁾

우선주는 회사의 관점에서는 의결권이 없기 때문에 기존의 주주권을 방해하지 않는 점에 장점이 있다. 채무의 경우 이자 등 상환금이 고정되어 있으나 우선주는 그렇지 않고 일정한 경우에는 지급할 필요가 없다. 우선주식 주주는 다양한 경우에 보통주식 주주보다 순위가 앞서며 우선배당은 다른 경우 투자자가 받을 수 있는 이자율보다 수익률이 높아야 한다. 반면에 대부분의 하이브리드 증권은 기본적으로 자본과 같은 특징을 가지고 있는 채무증권이다. 이러한 구조가 세금효율적이기 때문이다. 세금목적을 위해서는 증권이 채무로 취급되고 따라서 그에 대한 지급을 세금공제 할 수 있는 것이 이익이다.

3.2. 주식성의 판단기준

주식성 혼합증권은 주식적 특성을 바탕으로 채권성이나 파생상품성이 포함된 혼합증권이다. 주식성 판단기준의 설정이 필요한 이유는 주식회사제도 운영의 근간은 여전히 주식은 자본으로 취급되며, 채권을 부채로 취급되기 때문이다. 따라서 증권의 정의와 발행에 관한 사항이 포괄적으로 규정된다 할지라도 주식회사 제도의 운영은 여전히 자본과 부채라는 개념을 중심으로 이루어지기 때문에 주식성과 채권성에 대하여 합리적이고 객관적인 구별은 필요하다.¹¹⁸⁾ 대표적인 주식성 혼합증권은

115) 대법원 2010. 4. 29. 선고 2008다65680 판결.

116) 정승화, 전계논문, 16면.

117) Louise Gullifer and Jennifer Payne, 「Corporate Finance Law Principles and Policy」, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2011, p.44.

118) 정승화, 전계논문, 44면 .미국의 재무회계기준위원회인 FASB(Financial Accounting Standards Board)는 소유형 관계를 수반하는 증권을 주식으로 정의하고 나머지는 채권으로 분류하였다. 소유형 관계를 수반하는 증권, 즉 주식성 증권이 되기 위해서는 세 가지 요건을 충족하여야 한다.(i) 발행기업의 입장에서 의무가 수반되지 않아야 하고, (ii) 발행기업의 입장에서 의무가 존재한다 하더라도 고정된 수의 발행기업 주식을 받

종류주식이라 할 수 있다. 주식제도는 단순히 자본조달의 수단으로만 그치는 것이 아니라 기업의 구조조정이나 외부의 적대적 기업 인수에 대한 방어, 주주간의 이해관계의 조정, 주주와 사채권자의 이해조정 등 다양한 맥락에서 문제가 된다.¹¹⁹⁾

상환주식은 주식의 일종이므로 상환주식을 인수하는 대가로 납입한 주금은 회사의 자본금의 일부를 구성하지만 상환주식은 일정기간 이후에는 미리 정하여진 상환가액으로 소각될 것이 예정되어 있다는 점에서 경제적인 실질은 부채와 유사하다. 이러한 점을 고려하여 2011년부터 시행된 한국채택 국제회계기준은 상환주식의 상환에 관하여 회사가 의무적으로 이를 상환하여야 하는 계약상 의무를 부담하거나 보유자가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있는 권리를 보유하는 경우에는 상환주식을 금융부채로 인식하도록 규정하고 있다.¹²⁰⁾

전환상환우선주에 대한 회계처리(K-IFRS 제1032호, 제1039호)와 관련하여 금융감독원은 (i) 상환금액의 현재가치는 부채로 계상하고, 조기상환청구권의 경우 투자자가 행사하는 권리이면 그 가치를 부채에 가산하되 발행자가 행사하는 권리이며 부채에서 차감하고, (ii) 전환권(전환조건 재조정 포함) 가치는 자본으로 분류하며, (iii) 배당이 발행자의 재량에 따라 결정되는 경우에는 배당권의 현재가치를 자본으로, 지급의무가 존재하는 경우에는 부채로 분류한다.¹²¹⁾

한편, 상환전환우선주의 세무상 처리와 관련하여서는 상환전환우선주를 자본으로 분류할 경우에는 배당금은 이익처분에 다른 배당금으로서 비용처리하지 않으나, 부채로 분류할 경우에는 금융비용으로서 비용 산입되게 된다. 세무상 위와 같은 K-IFRS의 상환우선주 분류기준을 인정할 경우 과세 불형평 문제가 야기될 수 있고, 법인세법에서 이에 대한 규정을 별도로 두고 있지 않은 점에 비추어 볼 때, 상환우선주는 K-IFRS 도입 이전과 마찬가지로 계속하여 자본으로 분류하고 그 배당금도 이익처분항목으로 보아 손금불산입하여야 한다고 본다.¹²²⁾ 소득세법에서는 상환주식에 대한 배당지급조건이 차입금에 대한 이자지급조건과 동일한 경우에도 그 지급액은 배당소득으로 보도록 명시하고 있다(소기통 17-0...2 및 원천세과-2385, 2008.10.30.).

해태제과가 발행한 상환전환우선주의 경우 상환권이 주주에게 있고 발행일(변경계약체결일)로부터 2년이 경과한 시점부터 상환청구를 할 수 있는 것으로 설계되어 한국채택국제회계기준상 자본의 요건을 충족하지 못함에 따라 해태제과의 증권신고

행하여 결제할 것을 요구하는 의무 또는 발행기업의 선택에 따라 그렇게 할 수 있는 의무가 내장된 증권은 주식성 증권이다 (iii) 발행기업의 입장에서 변동된 수의 발행기업의 주식을 발행하여 결제할 것을 요구하는 의무 또는 발행기업의 선택에 따라 그렇게 할 수 있는 의무가 내장된 증권은 내장된 의무와 발행기업 주식의 변화방향과 변화정도가 일치할 경우에 한하여 주식성 증권으로 인정된다. 정승화, 전계논문, 49~50면에서 재인용.

119) 정승화, 전계논문, 46면.

120) 권오성, 전계논문, 521면

121) 금융감독원 회계제도실, K-IFRS 회계처리 주요 이슈 쟁점사항 및 금융감독원 의견, 2011. 12. 20.

122) 2014. 1. 1. 법, 2014. 2. 21. 시행령, 2014. 3. 14. 시행규칙을 반영. 법인세법 해설, http://www.etaxkorea.net/sub/haesul/haesul_juje_Comment_content.php?year=2014...

서(상환전환우선주 상환대금 마련을 위한 사채발행 관련 증권신고서)에서 밝히고 있듯이 이 상환전환우선주를 전환사채로 분류하여 자본금이 아닌 부채항목으로 계상하고 있다. 상환전환우선주라는 법적 형식을 갖추었지만 실질적(회계적)으로는 전환사채라는 것이다. 여기서 우리는 증권의 법적 형식과 실질(회계처리)의 괴리라는 문제에 직면하게 된다. 특히 문제가 되는 것은 이 사례의 상환전환우선주는 의결권이 있기 때문에 전환사채로 회계처리할 경우 사채에 의결권을 부여한 것과 같은 외관이 창출된다는 점이다. 두산건설과 한화건설의 상환전환우선주 발행사례의 경우 상환전환우선주의 투자자는 대주주와의 주주계약을 통해 투자위험을 대주주가 부담하게 하고 있다. 대주주의 보증 및 담보제공으로 투자자는 투자손실을 입지 않는 구조로 설계되어 있다. 이것은 주식의 특성과는 상당히 거리가 있는 것으로 보인다. 이는 주식과 사채를 구분하는 상법의 기본구조와 배치되는 현상이다. 이러한 현상을 법적으로 어떻게 해결해야 하는지가 앞으로의 과제라고 할 것이다.

4. 주주평등의 원칙

종류주식은 보통주식에 대한 상대적 개념으로서 보통주식의 권리내용에 관해 동일한 비례적 단위를 취하는 것에 대한 예외로서 법률에 의한 권리내용이 다른 주식을 말하는 것으로 의미되어 왔다.¹²³⁾ 종류주식의 내용설계와 관련하여 주주평등의 원칙상 일정한 제한이 있어야 할 것이다.¹²⁴⁾

이익의 배당, 잔여재산의 분배, 의결권, 주식의 상환과 전환 등에 있어서 특정 종류주주가 손해를 입을 수도 있고, 특정 종류주식의 신주를 발행하거나 상환 또는 전환 등이 있는 경우에는 종류주식 간에 지분율이 변경되어 종류주식의 권리가 감소할 수도 있다. 이와 같은 종류주주 간 이익충돌은 단지 어느 종류주주의 불이익으로 그치는 것이 아니라 회사 경영의 교착상태를 가져와 회사와 주주 전체에게 불이익이 될 수 있다. 상법은 종류주주 간 이해관계의 조정을 정관의 규정 또는 종류주주총회에 의하도록 규정하고 있다.¹²⁵⁾

특히 회사가 전환권 및 상환권을 가지는 주식에 대하여는 회사가 주주의 지위에 중대한 변경을 초래할 수 있다는 점에서 그 내용을 이사회에 위임하는 것이 가능한지에 관하여 의문이 있을 수 있다.¹²⁶⁾ 이러한 경우에는 전환 또는 상환의 사유, 상환 또는 전환되는 주식수의 결정방법 등을 정관에 구체적으로 기재하여 이사회에 백지위임식 위임을 하여서는 아니 될 것이다.

두산건설과 한화건설의 상환전환우선주 발행사례의 경우 제3자 배정 후 대주주가

123) 권중호, “방어수단으로서의 종류주식”, 「상사법연구」, 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008, 51면.

124) 종류주식의 내용설정은 타당하여야 하며 주주의 이익을 부당하게 침해하는 차별적 내용의 설정은 무효라고 보아야 하는 견해(이선화, “의결권 조정형 종류주식의 도입에 따른 법적 과제,” 기업법연구 제25권 제1호 통권44호, 2011. 3, 한국기업법학회, 23면, 정수용/김광복, 전계논문, 112면에서 재인용)도 같은 입장이라 할 것이다.

125) 정승화, 전계논문. 251면.

126) 정수용/김광복, 전계논문, 111면.

call option 행사하여 상환전환우선주를 매수하면 결과적으로 상환전환우선주를 대주주에게 발행한 결과가 된다. 다른 주주와의 형평성 문제가 대두될 수 있다. 더욱이 한화건설의 상환전환우선주는 전환권을 주주가 행사하면 우선주 1주당 보통주 5주가 발행되어 기존 주주의 지분율을 상당한 정도로 희석시킬 우려가 있다.

5. 상환전환우선주의 투자자보호

5.1. 공시

일반적으로 증권과 관련한 공시는 당해 증권 투자자를 위한 공시이지만 상환전환우선주의 경우 인수자는 주로 소수의 기관투자자로서 상환전환우선주 투자에 따른 위험의 분석과 감수가 가능하다는 점에서 상환전환우선주 투자자보다는 다수의 소액 보통주 주주 또는 채권자에 대한 보호 필요성이 큰 것으로 분석된다.¹²⁷⁾

금융감독원은 상환우선주의 상환과 관련된 정보를 사업보고서 등의 공시사항으로 추가하는 한편 그 외 회사가 발행한 다양한 주식의 세부권리내용에 관한 공시도 대폭 정비하여 왔다.¹²⁸⁾ 금융감독원은 이를 통해 투자자가 특정 증권의 발행, 상환 또는 전환이 회사의 재무상태 및 현금흐름 등에 미치는 영향에 관한 정보를 상시 투자판단자료로 이용 회사채 관련 발행 및 상환정보는 감사보고서상 재무제표에 대한 주석사항으로, 전환사채 및 신주인수권부사채는 주식사항 및 자본금변동상황에 상세히 제공, 예컨대 이익배당이나 잔여재산분배에 관한 특별한 정함, 상환 또는 전환주식의 경우 상환조건, 방법, 기간, 전환조건 및 전환청구기간 및 권리내용 등을 상세히 공시되고 있다.

상환전환우선주를 발행한 회사별로 상환전환우선주의 발행조건으로서의 의결권, 상환권과 전환권의 내용이 다를 수 있다. 회사가 어떠한 내용의 상환전환우선주를 발행했는지를 알 수 있는 방법은 회사의 기업공시를 통해서이다. 그런데 사업보고서 등의 정기보고서, 주요사항보고서 등을 제출하여야 하는 유통공시의 대상법인은 주권 등이 상장되어 있거나 증권이 모집·매출된 적이 있거나 외부감사대상법인으로 투자자수가 500인이 넘는 발행인 등으로 제한되어 있다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제159조 제1항). 증권신고서를 제출하여야 하는 발행공시는 증권을 모집·매출-다수(50인을 기준으로 함)를 대상으로 증권을 발행하거나 증권을 매도하는 발행인에게 적용된다.

이와 같이 공시대상이 아닌 주식회사의 경우 어떠한 내용으로 상환전환우선주를 발행하는 지 알기 어렵다. 더구나 종류주식의 개념, 특히 상환주식과 전환주식의 내용에 관해 여러 견해의 대립이 있는 상황에서는 회사의 자의적 판단 하에 회사의 필요에 따라 권리내용을 설계할 것으로 예상된다. 다양한 종류주식의 설계를 허용하되, 기존의 주주와 채권자 등의 이해와 크게 충돌하지 않는 범위 내에서 설계할

127) 금융감독원, 상환우선주 등 주식에 대한 권리내용 공시 강화 주요 내용, 공시감독국 정례 브리핑자료, 2005. 11. 1.

128) 금융감독원, 전계자료.

수 있도록 할 필요가 있다. 공시대상법인의 상환전환우선주 등 종류주식의 내용은 공시대상이 아닌 회사가 종류주식을 설계할 때 참고하는 가이드라인의 역할을 할 것으로 본다. 따라서 공시대상법인이 발행하는 상환전환우선주의 발행조건과 그 효력에 관한 모니터링과 분석을 제공하는 것이 필요한 것으로 보인다.

5.2. 상장요건

비상장회사의 종류주식에 대한 투자의 경우 실무상 매우 자세한 내용의 주주간계약이 함께 체결되고 이러한 주주간계약에는 투자자보호를 위한 다양한 내용의 조항들이 들어가는 것이 보통이므로, 비상장회사의 경우 투자자보호를 위한 특별한 입법적 조치가 필요하지 아니한 것으로 볼 수도 있겠다. 하지만 소액의 불특정 다수의 투자자가 존재하는 상장회사의 경우에는 종류주식의 공모 발행 또는 상장과 관련하여 일반 투자자를 보호하기 위한 입법적 조치가 필요하다 할 것이다.¹²⁹⁾

앞에서 본 상환전환우선주의 발행사례에 있어서는 상장회사가 발행한 경우에도 상환전환우선주의 특성을 고려하여 비상장으로 발행하였다. 상환전환우선주가 소수의 기관투자자 등에게 그 투자자의 요구에 맞추어 인적 특성이 강하게 설계되는 경우에는 비상장으로 발행할 것이다. 그러나 이익배당에 관한 우선권, 상환권과 전환권을 결합한 상환전환우선주는 시장이 불황일 때는 이익배당 또는 상황에 의해 투자를 회수할 수 있고 활황일 때는 보통주로 전환할 수 있는 점에서 투자자들에게 상당히 매력있는 투자상품이라 할 것인바, 다수의 투자자들이 투자하기 적합하게 설계한다면 상장을 고려할 여지도 충분한 것으로 보인다.

(보통)주권이 거래소시장에 상장되어 있는 상장회사의 경우에도 종류주식의 상장 여부는 별도로 상장적격성 심사를 거쳐야 한다. 유가증권시장 상장규정 제61조는 종류주식의 신규상장요건을 규정하고 있다.¹³⁰⁾ 상장예정인 주식수가 50만주 이상,

129) 정수용/김광복, 전계논문, 113면.

130) 유가증권시장 상장규정 제61조(신규상장 심사요건) ① 종류주권의 신규상장신청인은 상장하려는 종류주권의 종목별로 다음 각 호의 요건을 모두 충족해야 한다. 이 경우 상장예비심사를 신청한 후에 모집·매출을 하는 법인은 상장신청일을 기준으로 제3호부터 제6호까지를 판단한다.

1. 신규상장신청인이 다음 각 목의 어느 하나에 해당할 것
가. 보통주권 상장법인 또는 외국주권등 상장법인
나. 보통주권 또는 외국주권등의 신규상장신청인
다. 보통주권의 재상장신청인
2. 상장예비심사 신청일 현재 신규상장신청인의 보통주권 또는 외국주권등이 관리종목 지정 사유에 해당하지 않을 것
3. 상장예정인 주식 수가 50만주 이상일 것
4. 기준시가총액이 20억원 이상일 것
5. 모집(법시행령 제11조제2항에 따라 모집으로 보는 경우를 제외한다) 또는 매출로 발행하거나 매각한 주식의 총수가 발행주식 총수의 100분의 25 이상일 것
6. 주주 수가 300명 이상일 것. 이 경우 주주 수 산정 방법은 세칙으로 정한다.
7. 전환청구권 등의 잔존 권리행사기간 또는 만기가 상장신청일 현재 1년 이상 남아

주주가 300명 이상일 것, 모집 또는 매출을 하는 주식의 총수가 발행주식 수의 25/100 이상일 것 등을 요건으로 하여 종류주식 거래량이 충분할 것을 상장으로 하고 있다. 이러한 상장이 규정되기 전에 상장된 종류주식, 특히 우선주의 물량이 충분하지 못하여 시세조종에 노출되었던 문제점을 해결하기 위해 보완된 것으로 보인다. 한편, 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식의 총수는 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못하고, 만일 발행주식총수의 4분의 1을 초과하여 발행된 경우에는 회사는 지체 없이 그 제한을 초과하지 아니하도록 하기 위하여 필요한 조치를 하여야 한다(상법 제344조의 3 제2항). 상장회사는 발행주식총수의 2분의 1로 완화되었다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 15 제2항). 그런데 이러한 제한이 무의결권부상환전환우선주에도 적용되는지 의문이다..

종류주식의 상장요건의 하나로 전환청구권 등의 잔존권리행사기간·만기가 상장신청일 현재 1년 이상 남아 있을 것을 요건으로 하고 있다. 상환전환우선주의 상환권 또는 전환권을 회사가 가진 경우에도 상장이 가능한지, 상장이 가능하다면 주주가 청구권을 가지는 경우와 동일한 요건이 적용되는지 의문이다. 상법개정으로 상환권과 전환권을 회사와 주주가 행사할 수 있게 되었음에도 불구하고 상장요건에 있어서는 아무런 차이를 두지 않고 있는데 권리행사에서는 크게 차이가 있으므로 별도로 요건을 규정할 필요가 있어 보인다. 또한 상장요건의 하나로 경영권 방어수단으로 남용되거나 기존주주의 이익을 침해할 우려가 있다고 인정되는 경우로서 세칙으로 정하는 사유에 해당하지 않을 것을 들고 있다.¹³¹⁾ 종류주식의 중요한 기능 중의 하나가 경영권 방어수단이라 할 것이고, 종류주식을 발행한 경우 종류주주들 사이 뿐만 아니라 기존 주주와의 관계에서 이해조정이 필요하다는 점은 앞에서 언급한 바와 같다. 그런데 이러한 필요성에도 불구하고 경영권 방어수단으로 남용되거나 기존 주주의 이익을 침해하는지 여부를 판단할 객관적 기준을 설정하는 것은 어려운 일이다. 그럼에도 불구하고 이러한 사유가 상장요건으로 어떻게 작동할 수 있는지 의문이다.

있을 것

8. 주식의 양도에 제한이 없을 것. 다만, 법령(외국종류주권은 본국의 법령으로 한다)에 따라 주식양도가 제한되는 경우로서 그 제한이 유가증권시장의 매매거래를 해치지 않는다고 거래소가 인정하는 경우에는 이 호를 적용하지 않는다.
 9. 종류주권의 발행이 경영권 방어수단으로 남용되거나 기존 주주의 이익을 침해할 우려가 있다고 인정되는 경우로서 세칙으로 정하는 사유에 해당하지 않을 것
- 131) 유가증권시장 상장규정 시행세칙 제58조(신규상장 심사요건의 적용방법)
- ② 규정 제61조제1항제9호에서 “세칙으로 정하는 사유”란 다음 각 호의 어느 하나를 말한다.
 1. 해당 종류주식이 기존 지배주주의 경영권 방어 수단으로 남용될 수 있는 경우
 2. 출자지분과 회사지배에 관한 비례적 이익 간 불균형이 발생하여 주주의 이익을 침해하는 경우
 3. 이익배당이나 상환을 위한 재원이 충분히 유보되어 있지 않은 경우
 4. 그 밖에 공익 실현과 투자자 보호에 위배되는 것으로 인정되는 경우

V. 맺음말

이상으로 종류주식의 개념에서부터 상환주식과 전환주식 각각의 특성과 문제점을 살펴보고 상환전환우선주식의 발행사례를 통해 의결권, 상환권과 전환권이 구체적으로 어떠한 형태로 결합하여 작동하는지를 살펴보았다. 이를 기초로 하여 상환전환우선주의 발행현황과 문제점을 정리해 보았는데, 상환전환우선주는 우선주, 상환주, 전환주 등 여러 종류주식이 결합되어 해당 각 종류주식의 특성과 문제점이 그대로 내포되어 있다는 점에서 상환전환우선주만의 고유한 특성과 문제점이라 하기는 어려울 것이다. 다양한 자금조달수단과 자금조달에 있어서의 편의를 요구하는 기업의 수요를 충족하기 위해 상법은 다양한 종류주식의 설계를 허용하는 등 진일보하였으나 그 기본구조에 있어서는 예전의 보통주와 우선주의 엄격한 구별, 상환조건과 전환조건을 주식의 권리내용이라기 보다 다른 주식에 부가되는 조건에 불과한 것으로 보는 관점에서 완전히 벗어나지 않았기 때문에 종류주식의 규정과 해석에 많은 문제가 발생하고 있다. 상법은 상환전환우선주 등 기업의 필요에 따라 다양한 권리의 조합에 의한 주식의 설계가 가능할 수 있는 법적 근거를 제공할 수 있어야 할 것이다. 주식발행과 관련하여 상법상 규율은 주주 또는 투자자의 권리보호와 다양한 이해관계자들의 이익보호를 위한 기준을 제시하되, 그 구체적 발행조건과 내용에 대해서는 기업에 재량을 인정하는 방향으로 나아가야 할 것으로 본다.

참고문헌

- 권기범, 「현대회사법론」, 삼영사(제4판), 2012.
- 김순석, “종류주식”, 「주식회사법대계 1」, 법문사, 2013.
- 송옥렬, 「상법강의」, 홍문사(제5판), 2015.
- 이철송, 「회사법강의」, 박영사(제20판), 2012.
- 임재연, 「회사법 I」, 박영사, 2012.
- 정찬형, 「상법강의(상)」, 박영사(제17판), 2014.
- 구승모, “상법 회사편 입법과정과 향후과제”, 「선진상사법률연구」, 제55호, 법무부, 2011.
- 권오성, “상환주식에 관한 연구”, 「법학논총」, 제19집 제2호, 2012. 8.
- 권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후 과제”, 「선진상사법률연구」, 56호, 법무부, 2011.
- 권중호, “적대적 M&A와 회사법개정”, 「기업법연구」, 한국기업법학회, 제20권 제3호, 2006.
- 권중호, “방어수단으로서의 종류주식”, 「상사법연구」, 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008.
- 江頭憲治郎, 권중호 역, 일본의 신회사법상에 의한 주식제도의 개정, 증권법연구 제7권 제1호, 2006.
- 김순석, “종류주식”, 「주식회사법대계 1」, 법문사, 2013.
- 김순석, “주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-”, 「상사법연구」, 제28권 제3호, 한국상사법학회, 2009.
- 김지환, “종류주주간의 이해조정에 관한 연구”, 「상사판례연구」, 제22집 제2권, 한국상사판례학회, 2009. 6.
- 김태진, “주주평등의 원칙에 관한 소고”, 「기업법연구」, 제22권 제3호(통권 제34호), 한국기업법학회, 2008. 9.
- 김홍기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 「기업법연구」, 제26권 제1호, 한국기업법학회, 2012.
- 김희준, “종류주식의 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구-상환 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로-”, 「선진상사법률연구」, 통권 제54호, 2013. 10.
- 문준우, “미국 회사법상 종류주식에 관한 소고”, 「강원법학」 제33권, 강원대학교 비교법학연구소, 2011. 6.
- 박철영, “종류주식의 활용과 법적 과제-의결권제한주식을 중심으로-”, 「기업법연구」, 제25권 제4호, 한국기업법학회, 2011.
- 박철영, “종류주식의 확대와 주주간 이해조정”, 「상사법연구」, 제24권 제2호, 한국상사법학회, 2005.
- 배윤정, “의결권배제·제한에 관한 종류주식 도입 현황 및 영향”, CGS Report, 제3권 9호, 통권 제32호, 기업지배구조원, 2013.5
- 성희활, “종류주식에 대한 법적 고찰”, 「KRX Market」, 제113호, 한국거래소, 2014. 7.
- 송민경, “2014 주주총회 이슈 점검: 회사 전환 종류주식”, CGS Report, 4권 6호, 통권 제50호, 기업지배구조원, 2014. 3.
- 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점-기업재무 분야를 중심으로-”, 「저스티스」, 통권 제127호, 2011. 12
- 송종준, “개정상법상 지배구조의 변화요소와 활용방안”, 「상장협연구」, 제64호, 한국상장회사협의회, 2011.

송중준 “상장회사의 자본질서의 변화와 법적 과제-개정 상법과 자본시장법 개정안상 몇 가지 쟁점을 중심으로-”, 「상사법연구」, 제31권 제2호, 한국상사법학회, 2012.

심영, “개정상법상 종류주식에 대한 고찰”, 「일감법학」, 제22호, 2012.

안수현, “Hybrid Equity Finance법제의 평가와 과제-종류주식 개정 관련 이유-“, 「경영법률」, 제22집 제4호, 2012.

양만식, “종류주식의 다양화가 기업지배에 미치는 영향”, 「상사법연구」, 제30권 제2호, 한국상사법학회, 2011.

이승환, “종류주식의 활용방안에 관한 고찰”, 「법학연구」, 제23권 제1호, 연세대학교 법학연구원, 2013. 3.

정동윤, “주식제도에 관한 연구-종류주식을 중심으로-“, 학술원논문집 제49집 제1호, 2010.

정동윤, “보통주와 종류주의 개념에 관하여-개정상법의 해석과 관련하여-“, 「상사법연구」, 제31권 제1호, 한국상사법학회, 2012.

정수용/김광복, “개정상법상 종류주식의 다양화”, 「BFL」, 제51호, 서울대학교 금융법센터, 2012.1.

정승화, 「혼합증권에 관한 법적 연구」, 고려대학교 박사학위논문, 2011. 12.

최완진, “종류주식의 다양화에 관한 법적 고찰”, 「경영법률」, 제20집 제1호, 2009. 10.

한원규/이제원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 「증권법연구」, 제3권 제1호, 2002.

江頭憲治郎, 「株式會社法 第5版」, 有斐閣, 2014.

江頭憲治郎, 「會社法大系 II」, 青林書院, 2008,

Andreas Cahn/David C. Donald, 「Comparative Company Law」, Cambridge, 2010

Louise Gullifer and Jennifer Payne, 「Corporate Finance Law Principles and Policy」, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2011

Patricia Ann Metzger, “The Impact of Section 306 Upon Convertible Preferred Stock Issued in A Corporate Reorganization”, University of Pennsylvania Law Review, Vol.116 No.5, March 1968.

Anthony D. Weis, “Raising Capital Through Convertible Preferred Stock Offerings”, The Bankers’ Statement, the Summer 2014

현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안

발표자 : **이미현** 교수 (연세대)

토론자 : **윤영신** 교수 (중앙대)

오성근 교수 (제주대)

사회자 : **임재호** 교수 (부산대)

현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안

이 미 현

(연세대 법학전문대학원 교수)

[목 차]

- I. 머리말
- II. 이슬람금융의 개요 및 특성
- III. 수쿠크(Sukuk)의 특성 및 발행구조
- IV. 현행 법제하에서 국외 SPV를 이용한 수쿠크 발행가능성
- V. 현행 법제하에서 국내 SPV를 이용한 수쿠크 발행가능성
- VI. 결론

I. 머리말

전통적으로 금융이란 부의 시간적 이동(the transfer of wealth across time)이고, 자본시장은 부의 시간적 이동이 가능할 수 있도록 오늘의 현금과 장래의 현금을 교환하는 장소(a market where people trade between dollars today and dollars in the future)로 이해되고 있다.¹⁾ 이러한 금융을 지배하는 가장 기본적인 두 가지 원칙은 다음과 같다.²⁾

(i) 오늘의 1달러는 내일의 1달러보다 더 높은 가치를 지닌다. 왜냐하면, 오늘의 1달러는 즉시 이자를 벌어들일 수 있기 때문이다. (A dollar today is worth more than a dollar tomorrow, because the dollar today can be invested to start earning interest immediately)

(ii) 안전한 1달러는 위험한 1달러보다 더 높은 가치를 지닌다. (A safe dollar is worth more than a risky one)

그렇다면, 오늘의 현금과 장래의 현금이 맞교환되기 위해서는 이러한 가치차이를 메워주는 요소가 필수적으로 수반되어야 하는데, 그것이 곧 이자이다. 이렇게 볼 때 금융에서 이자란 필수적인 요소가 된다. 그런데, 이런 통념을 완전히 뒤엎는 것이 이슬람율법이다. 이슬람율법에서는 시간의 경과를 금전적 가치로 인식하지 않고 채무의 지급도 사전에 고정된 것으로 보지 않는다.³⁾ 그 결과 돈의 시간가치에 기초한

1) Richard A. Brealey/Steward C. Myers, 「Principles of Corporate Finance (4th ed.)」 (McGraw-Hill, Inc., 1991) 15면.

2) 위의 책, 12-13면.

3) 한동훈/이원삼/안수현, 「이슬람법이론 및 금융법제」 (한국법제연구원, 2009), 105면.

이자의 수수는 허용되지 않는다.⁴⁾ 결과적으로, 이슬람 진영에서의 자금거래는, 서구 세계의 전통적 금융방식과는 다른 방식으로 행하여질 수밖에 없다. 따라서 이슬람국가들에서는 경제활동의 영위에 필요한 금융활동의 수행을 위하여, 소위 이슬람금융이라 불리는, 이자를 요소로 하지 않는 대체적 자금조달기법이 발달하였다.

일반적으로 기업이 자본시장으로부터 직접 자금을 조달하는 직접금융의 가장 보편적인 방식은 증권발행이다. 그런데, 상법과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)등으로 구성된 현행 기업금융법체계는 서구세계의 전통적 금융방식에 기초한 법체계인 까닭에 증권발행과 관련된 규정들 역시 주식이나 전통적인 회사채(conventional bond) 또는 여기에 약간의 변형을 가한 전환사채, 교환사채 등 서구금융시장에서 유통되는 금융상품들을 염두에 두고 제정된 것들이다. 그러다보니 현행 법규의 문언들은 통상 이슬람채권(Islamic bond)이라고 불리는 수쿠크(sukuk)를 포섭한다고 보기에에는 문제가 있으므로, 현행법 체계하에서 우리 기업들이 수쿠크를 발행할 수 있는 것인가에 대하여 논란이 발생하게 된다. 본고에서는 우선, 수쿠크의 법적 특성에 대하여 검토한 후, 수쿠크 발행과 관련된 현행법상의 제약 및 그 해결방안에 대해 중점적으로 다루어보기로 한다.

II. 이슬람금융의 개요 및 특성

1. 이슬람금융의 특성

이슬람 국가에서도 자금의 조달과 운용을 위한 금융기능은 필요할 수밖에 없으므로, 이슬람 율법인 샤리아(sharia)⁵⁾의 준수라는 제약하에서 그러한 수요를 충족시키는 수단으로 발달해 온 대체적인 자금조달수단으로 바로 이슬람금융이다. 그러니까, 이슬람금융은, 전세계적으로 보편화된 전통적인 금융(conventional finance)의 요소 중 샤리아가 금지하는 요소들의 수정 내지는 대치(代置)를 추구하는 것이므로, 금지(禁止)가 만들어 낸 산업(a prohibition-driven industry)이라고 할 수 있다.⁶⁾ 서구의 금

4) 엄밀히 말하면, 이슬람율법이 금하는 것은 riba이나, 대부분의 금전거래에서 금지되는 riba의 실질적인 성격은 곧 이자이므로, 이슬람금융은 이자를 허용하지 않는 것으로 일반적으로 이해되고 있다. 자세한 사항은 아래 II항 참조.

5) Sharia는 아랍어로 ‘샘에 이르는 길(the way to the fountain)’이라는 뜻으로, 이슬람 경전인 꾸란(Quran)과 무함마드(Muhammad)의 언행인 순나(sunna)를 통해 계시된 聖法(revealed divine law in Quran and Sunna)을 말한다. 한편, 순나(sunna)를 기록한 문서를 하디스(hadith)라고 한다. 그러니까, 하디스는 마호메트의 언행록인 것이다. Mahmoud A. El-Gamal, 「Islamic Finance - Law, Economics, and Practice (1st paperback ed.)」 (Cambridge University Press, 2009), Glossary and Transliteration부분 xv-xvii면; Rahail Ali 편저, 「Sukuk and Islamic Capital Markets: A Practical Guide」 (Globe Business Publishing Ltd., 2011), 174면 (Glossary).

6) Mahmoud A. El-Gam al, 위의 책, 8면.

융과 마찬가지로 이슬람금융 역시 금융기관을 통해 조달하는 간접금융과 증권 발행 등을 통해 자본시장으로부터 직접 자금을 조달하는 직접금융으로 나뉘는 바, 수쿠크(sukuk)는 후자에 속하는 것이다. 직접금융이나 간접금융이나에 따른 차이를 제외하고는, 양자는 동일한 이슬람금융 법칙의 적용을 받게 된다.

가. 이슬람 금융의 기본원칙

이슬람 사회는 믿음이 법으로서 규범화되어 있는 정교일치 사회이다. 즉, 이슬람 사회는 종교와 세속적 사항들이 뒤섞여 있는 사회인 것이다. 이슬람율법인 샤리아의 적용대상은 개인의 종교적 수행에 국한하지 않고 생활양식, 습관, 문화 등 이슬람교도들의 일상생활과 사회 모든 측면을 규율한다. 출산억제, 인간복제, 장기이식과 같은 윤리적 문제뿐 만 아니라 신용카드나 이슬람보험인 타카풀(takafu) 등과 같은 상업적 문제 등 인간 생활의 모든 분야에 있어 코란이나 순나에 직접 언급되지 않은 새로운 변화나 발전과 관련된 사항에 대해서는, 명망높은 샤리아 학자들이 법률적 추론 등의 방법을 통해 제공하는 일종의 유권해석인 파트와(fatwa)를 통해 규율한다.⁷⁾ 그 결과 이슬람금융 역시 다음과 같은 두 가지 기본원칙의 지배하에 있게 된다.⁸⁾

● 계약의 형평성과 사회정의 (Contractual Fairness and Social Justice)

꾸란(quran)은 인간사회의 근간을 이루어야 하는 것은 형평, 정의, 공정, 도덕, 사회 복지 등이라고 규정하고 있다. 이것이 이슬람의 원칙이다. 세상 모든 것은 알라신이 모든 것을 창조하였고 소유하고 있으며, 인간은 알라의 신탁(amanah)을 받아 부(富)를 소유하는 것에 불과하므로, 모든 것은 알라가 규정한 이슬람의 원칙에 부합하게 소비되고 사용되어야 한다. 그런데, 이러한 신탁의 수익자는 전체 인간사회(collective community of humans)이므로, 결과적으로 돈이란 전체 인간사회에 이익이 되는 방향으로 소비되고 관리되어야 하는 것이다.

● 허용가능성(Permissibility)

꾸란(quran)은 믿음의 영역을 제외한 인간생활의 거의 모든 면에서 자유를 허용하고 있다. 하지만, 그러한 자유는 인간이 세상의 모든 부와 창조물을 알라신으로부터 수탁받았음을 전제로 하는 것이므로, 그 범위 내에서만 허용된다는 제약을 받는다. 따라서, 계약의 자유는 당사자간의 형평성 및 사회정의의 범위내(within the ambit of fairness as between the parties and social justice)에서만 허용되는 것이다. 이러한 원칙에서 파생되는 기본적인 법칙은, 그 어떤 거래에도 리바(riba)와 가라(gharar)가 존재하면 안 된다는 것이다.

7) 특정 사항에 대하여 샤리아학자들 간에 논의결과 합의에 도달함으로써 내려진 종교적 결정을 파트와(Fatwa)라고 부르는데, 해당 파트와는 즉시 샤리아의 일부가 된다. 그러니까, 파트와는 일종의 판례법에 해당한다. 한동훈/이원삼/안수현, 앞의 책, 15면 및 83-84면.

8) Maha-Hanaan Balala, 「Islamic Finance and Law: Theory and Practive in a Globalized World」, (I.B. Tauris Co., Ltd. 2011), 23면.

나. 리바(riba)의 수취금지

통상 리바(riba)는 이자라고 이해되고 있으며, 그래서 일반적으로 이슬람 금융의 특징은 이자를 금지하는 것이라고 설명되곤 된다. 하지만, 이러한 주장은 지나친 단순화로 인해 핵심을 흐리게 만드는 문제가 있다. 리바(riba)란 증가시키다(to increase)라는 뜻을 가진 아랍어 동사 라바(raba)에서 파생된 말로써, 이슬람 율법학자들은 일반적으로 리바를 ‘같은 종류의 재화를 서로 다른 양으로 교환함에 있어 그러한 양적인 증가가 적절한 보상의 범위를 넘어서는 경우(trading of two goods of the same kind in different quantities, where the increase is not a proper compensation)’라고 설명한다.⁹⁾ 꾸란에서 리바라는 용어는, 대출에 대한 언급부분에서가 아니라, 부당(unjustified)하게 - 즉, 위법하거나 불합리하게(illegitimately or illicitly)- 타인의 부를 취하는 경우에 대해 일반적인 언급을 하는 과정에서 등장한다. 그렇다면, 리바의 금지는 단순히 대출시 이자를 받을 것이냐 말 것이냐 하는 차원의 문제가 아니라 불법적인 이득(unlawful gain)과 합당한 이득(legitimate gain)을 구분하는 문제이며, 리바의 개념은 대출이든 매매이든 임대이든 가리지 않고 모든 거래에 동일하게 적용되는 것이다.¹⁰⁾ 그러므로, ‘합당한 보상’(legitimate compensation)과 ‘금지된 리바’를 구분하는 것이 이슬람금융의 가장 기본적인 특색이라고 하겠다.¹¹⁾

무함마드의 언행록인 하디스(hadith)에는 무함마드가 구체적으로 다음과 같은 두 종류의 리바를 금지한 것으로 기록되어 있다.¹²⁾ 즉, riba of increase 또는 riba of excess라 번역되는 리바 알 파들 (riba al fadl)과 riba of delay라고 번역되는 리바 알 나시아 (riba al nasia)¹³⁾이다. 전자는 보통 동종 동량(like for like, equal for equal)의 현물교환(on spot)이 아닌 교환을 금지하는 것이다.¹⁴⁾ 그러므로, 동종의 재화를 교환함에 있어서는, ‘손에서 손으로’(hand to hand)¹⁵⁾ 및 ‘같은 양’(equal

9) Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 49면.

10) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 62-65면. 따라서, 리바는 종종 부당한 재물의 축적 (unjust enrichment)라고 번역되기도 한다. Omar Salah, “Islamic Finance: The Impact of the AAOIFF Resolution on Equity-Based Sukuk Structures”, TISCO Working Papers Series on Banking, Finance and Services No. 02/2011 (Tilburg Law School, 2011.3.), 8면. <http://www.ssrn.com/link/Tilburg-TISCO-Banking-Financing.html>

11) Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 49면.

12) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 72면.

13) nasia는 미루다(to defer) 및 잊다 (forget)라는 뜻을 가진 과거형 동사 nasiya에서 파생된 단어이므로, 이런 종류의 리바는 시간적 요소 (연불지급)를 포함됨을 암시하고 있다. Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 201면.

14) 하디스에는 무함마드는 “금은 금으로 지급하고, 은은 은으로, 밀은 밀로, 보리는 보리로, 대추는 대추로, 소금은 소금으로 지급하라.- 동종 동량으로, 즉시 지급하라. 만일 종류가 다르다면, 원하는 가격에 팔되, 대금은 즉시 지급하라. (Gold is to be paid for by gold, silver by silver, wheat by wheat, barley by barley, dates by dates and salt by salt - like for like, equal for equal, payment being made on the spot. If the species differ, sell as you wish provided payment is made on the spot.)”라고 말했다고 기록되어 있다. Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 72.

amount)이라는 요건이 충족되어야만 *riba al fadl*에 해당하지 않는다.¹⁶⁾ 이는 협상력의 차이 또는 교환대상의 형평성을 판단할 객관적인 수단의 부재가능성을 고려하여 공평한 교환을 확보하고자 하는 것이다. 반면, 후자는 대출금 만기 연장의 결과로 얻어내는 추가적인 대가(an increased charge)로 이해되고 있다. 그 결과 고리대금이 금지되는 것은 물론이고 빌려준 자금에 대해 그 어떤 종류의 추가적인 수익(any increased returns on money lent)도 리바 알 나시아에 해당되어 허용되지 않는다.¹⁷⁾ 즉, 전자는 동종 재화 교환시 부당한 양적 증가만을 언급하고 있으나, 금전대출과 관련된 후자에는 시간적 요소가 포함되어 있다. 이것은 금전에 대한 이슬람 특유의 인식을 반영하는 것으로 보인다.

이슬람세계관에서는, 일반적으로 현금이나 금융자산은 내재적 가치(intrinsic value)가 없다고 보기 때문에 단지 가치교환의 수단일 뿐 거래대상인 상품(commodities that can be traded in)은 아니다. 자산(property)이라고 보지 않는 것이다. 그 결과 통화의 매매(sale of currency)는 허용되지 않으며 실물경제에 투하되지 않으면 금전자체가 가치를 창출할 수 없다고 보기 때문에 돈 자체는 정당한 이윤의 근원이 될 수 없다. 돈의 궁극적인 목적은 의식주와 같은 기초적인 수요충족을 위한 것에 불과하다.¹⁸⁾ 그래서, 샤리아는, 대출은 자선행위(an act of charity)이어야 하며¹⁹⁾, 차주로부터 이자를 지급받음으로써 이익을 얻는 것은 부당한 행위로 규정한다. 그렇다고, 이슬람에서는 이윤의 획득이 금지되는 것은 물론 아니다. 이슬람세계에서도 이윤의 창출은 권장의 대상이지만, 이윤은 거래(trade)를 통해서 창출되어야 하며, 투자수익(a return on investment)은 투자자가 상업적 위험(commercial risk)을 감수한 경우에만 정당화 될 수 있다.²⁰⁾ 하지만, 단지 돈을 빌려주는 것만으로는 상업적 위험을

15) 상호간에 동시이행이 요구되므로, 결과적으로 선물거래는 금지된다.

16) Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 52면.

17) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 74면.

18) Maha-Hanaan Balala, 위의 책, 26면; Rahail Ali, "An Overview of the Sukuk market", 「Sukuk and Islamic Capital Market」 (Consulting Editor: Rahail Ali) (Globe Business Publishing Ltd. 2011), 10면; 정순섭, "이슬람채권 수륙의 구조", 「BFL」 제30호 (2008.7.), 42면; Reimout M. Wibier/Omar Salah, "The Credit Crunch and Islamic Finance: Shari'ah-compliant finance against the backdrop of the credit crisis" TISCO Working Papers Series on Banking, Finance and Services No. 01/2011 (Tilburg Law School, 2011.1.), 8면. <http://www.ssrn.com/link/Tilburg-TISCO-Banking-Financing.html> (최종방문: 2015. 4. 22.)

19) 만일 대출을 '금전을 교환하는 쌍무계약'(즉, 원금 상환을 빌려준 돈에 대한 대가의 지급이라고 해석)으로 보게 되면, 이자를 받지 않더라도, 대가를 즉시 지급하라는 요건을 충족하지 못하므로 이는 리바 알피들에 해당하여 금지대상이 된다. 그럼에도 불구하고 대출이 허용되는 것은 대출에는 자선적인 성격이 있다고 보기 때문이다. 즉, 대주는 대출을 통해 차주에게 돈의 시간가치를 공여하는 것이지만, 원금상환가능성의 존재로 인해, 돈이 필요한 차주는, 다른 자선행위의 경우에 비해, 자존심을 지키는 것이 가능하다는 것이다. Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 57면.

20) Reimout M. Wibier/ Omar Salah, 앞의 논문, 8면; 정순섭, 앞의 논문, 42면.

부담한 것으로 해석되지 않으므로²¹⁾, 대출금에 대한 이자는 리바에 해당하여 수취가 금지된다. 이윤은 오로지 진정한 상업적 위험을 떠안을 때에만 정당화될 수 있다.

이와 같이 리바가 금지되는 결과 손익분담(profit-and-loss-sharing)은 이슬람금융의 핵심적인 개념이 되며, 전통적 금융에서의 이자는 손익분배라는 개념으로 대체될 수밖에 없다.²²⁾ 그런데, 일반적으로 자본을 제공하는 자가 투자위험을 인수하는 경우라면 투자수익이 보장되거나 사전에 금액이 확정될 수는 없기 때문에, 자금제공에 대한 어떤 형태의 수익이든²³⁾ 사전에 금액이 확정되어 있다면(any return on money that is predetermined in amount), 이는 리바에 해당한다고 해석된다.²⁴⁾ 즉, 금전을 제공한 후 돌려받는 과정에서 회수할 금액의 증가분이 사전에 확정되어 있다면, 이는 위험의 부담을 수반하지 않고 자산을 증식시키는 것이므로 그러한 증가분은 부당한 이득이라고 보고 금지하는 것이며, 그렇기 때문에 오늘날 이자를 기반으로 하는 전통적인 금융거래²⁵⁾의 상당부분은 리바에 해당된다.²⁶⁾ 그러므로, 리바를 금지하는 샤리아에 부합하기 위해 이슬람금융에서는 자금제공자에게 이익과 손실에 모두 참여함으로써 투자위험을 분담할 것을 요구하는 손익분담이 기본이 될 수밖에 없으며, 그 결과 자금을 제공할 것인지 여부에 대한 판단에 결정적인 영향을 미치는 것은 차주의 신용보다는 해당 사업의 타당성과 경영진의 경영능력이 된다.²⁷⁾

요약하면, 샤리아가 대출금에 대한 이자수령을 금지한다는 점에 대해서는 이슬람의 모든 종파가 한 목소리를 내고 있다.²⁸⁾²⁹⁾ 하지만, 이자의 성격을 ‘자금의 사용기간 및 수반되는 위험의 대가’로 파악한다는 전제하에서는, 이자는 대출금에 대해서만 발생하는 것은 아니라, 다양한 금융거래의 구조에 따라 다양한 형태로 발생한다. 하지만, 현재 가장 보수적인 이슬람율법학자들조차도, 자금거래와 관련된 모든 형태의 이

21) 대출행위란 차주의 신용위험을 인수하는 것이기는 하지만, 신용위험을 인수하는 정도만으로는 이윤을 정당화할 수 있는 상업적 위험을 인수한 것으로 보지 않는다.

22) Omar Salah, 앞의 글, 9면. 반면, 전통적인 금융에서는 차주가 지급하여야 할 이자액에 위험요소를 반영시킨다. Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 25면 및 27면.

23) “이자”라는 형태로 지급하는 경우로 한정되지 않는다.

24) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 25면; 정순섭, 앞의 논문, 42면.

25) 이자란, 정해진 이자율에 따라 반환되는 시점까지 경과된 기간에 비례하여 계산되며, 제공된 금전의 사용결과로 인해 수익이 발생하였는지 여부와 관계없이, 무조건 지급되어야 하는 금액이므로, 사전에 액수가 확정되어 있는 수익이다. 샤리아의 관점에서 보면, 이러한 이자를 기반으로 하는 전통적 금융거래란, 대출자가 확정이자에 의해 자기 몫을 확보하고 사업가는 이윤의 잔여분만 차지하는 불공평한 분배기준에 따른 것이 된다. 한동훈/이원삼/안수현, 앞의 책, 88면.

26) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 25면.

27) 정순섭, 앞의 논문, 42면.

28) 손태우/김홍배/정태우, “이슬람 금융의 무이자 제도에 관한 연구”, 「충남대학교 법학연구」 제25권 제1호 (충남대학교, 2014. 6.), 202면.

29) 다만, 리바의 수취금지는, 상업적 거래(Commercial transaction)에는 적용이 되지 않으므로, 상업적인 대출의 경우에는, 가라(ghara)에 해당하지 않는 한, 이자 자체가 금지되는 것은 아니라는 입장이 있다. Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 62-65면.

자지급이 다 금지대상인 리바에 해당한다는 입장을 취하지는 않는다. 적절한 이윤을 추가하여 재판매하는 소위 cost-plus-financing에 해당하는 무라바하(murabaha)나 리스금융의 형태를 취하는 이자라(ijara)는 현재 리바의 부존재가 공인된 이슬람금융 기법이지만, 실제로는 성격상 이자에 해당하는 금원을 수령하고 있다.³⁰⁾ 이것만 보더라도, 모든 형태의 이자가 다 금지되는 리바는 아니라는 것을 알 수 있다. 반대로 리바 알피들이 금지되는 이상, 이자의 성격을 갖지 않는 수익도 여전히 리바에 해당될 수 있다.³¹⁾ 결론적으로, 이슬람 금융의 핵심은 단순히 이자를 받을 것이냐 말 것이냐 하는 문제는 아니다. 리바를 금지함으로써 이슬람올법이 궁극적으로 추구하는 것은 거래당사자간의 지나친 불공평(excessive inequity)을 막자는 것이다.³²⁾

다. 과도한 gharar (excessive gharar) 금지

가라(gharar)³³⁾는 흔히 불확실성(uncertainty)이라고 번역되지만, 사실 이슬람올법이 금지하는 gharar는 단순한 불확실성 정도가 아니라 투기(speculation), 과도한 위험(excessive risk), 무지(ignorance)를 포함하는 보다 포괄적인 개념이다.³⁴⁾ 꾸란에는 명시적으로 가라를 금지하는 규정은 없으며, 가라(gharar)의 금지는, 도박을 금지하는 꾸란의 규정 및 무함마드가 gharar sale을 금지³⁵⁾하였다는 하디스의 기록을 근거로 추론된 것에 불과하다. 그러다보니 율법학자에 따라 계약에서 금지되는 가라의 구체적인 개념에 대해 다소 차이가 있으나³⁶⁾, 일반적으로 가라(gharar)는 ‘계약조건

30) 실제로, 대금업자들로 하여금 신용거래의 실제 비용을 진술하도록 규정하고 있는 미국의 대금업 진상관련 규정(truth-in-lending regulations)은, 이러한 유형의 금융거래에서 자금제공자가 고객에 적용하는 내재 이자율(implicit interest rates)을 보고하도록 요구하고 있다. Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 51-52면. 그럼에도 불구하고, 이러한 형태의 거래가 샤리아를 준수하고 있다고 공인된 것은, 거래구조상 자금제공자가 자금과 함께 일정한 용역을 제공하거나 사업위험을 부담하는 등의 방법으로, 이익의 정당성을 확보하고 있기 때문이다. 위의 책, 28-29면.

31) 만일 오늘의 금 10g의 대가를 금10g으로 정하되, 다만 지급시기를 1년 후로 정하면 이자율은 0이지만, 여전히 riba al fadl에 해당한다. 왜냐하면, ‘hand-to-hand’제한을 위반하였기 때문이다. Mahmoud A. El-Gamal, 위의 책, 52면.

32) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 74면.

33) gharar의 문자적인 의미는 위험(risk or hazard)이며, 그 어원은 사기라는 뜻의 ‘gha-rra’이다. gharar의 동사적 명사(verbal noun)인 ‘taghreer’란 ‘모르고 자신의 재산을 위험에 처하게 함(unknowingly expose one’s property to jeopardy)’이라는 뜻이다. 위의 책, 37면.

34) 위의 책, 26면.

35) 하디스에 따르면, 무함마드가 아직 검게 익지 않은 포도, 도망간 노예나 동물, 공중에 떠 있는 새, 바다에 있는 고기, 매도인이 인도할 수 없는 목적물 등의 매매를 gharar sale이라는 이유로 금지하였다고 기록되어 있다. 위의 책, 36면.

36) Ibn Ruschd라는 율법학자는 gharar를 “계약의 어떤 면, 질, 목적물 또는 특성에 관한 지식의 부족 또는 무지에서 초래된 협상력의 불평등(the inequality in bargaining power that arises from ignorance (jahl) or lack of knowledge pertaining to an aspect, quality, subject matter or feature of the contract)”라고 정의한다. 위의 책, 37면. 반면,

이나 매매 목적물의 중요한 특성뿐 아니라 매매목적물의 존재 및 획득가능성(availability)에 관한 무지 내지는 지식의 부족'이라고 설명된다. 물론 어느 계약이나 다소의 위험 내지는 불명확성, 불확실성은 존재하는 바, 이슬람계약이 이러한 일체의 위험을 금지하는 것은 아니다. 즉, 계약을 무효로 만드는 gharar란 결국 정도의 문제로서, 투기적 성격이 거의 도박이나 다름없을 정도(akin to gambling)로 심각한 경우를 말한다.³⁷⁾ 결과적으로, gharar sale 로 분류되어 계약이 무효가 되려면 다음과 같은 4가지 요건이 충족되어야 한다.³⁸⁾

- (i) gharar의 정도가 지나칠 것 (excessive);
- (ii) 해당 계약은 재산권에 관한 쌍무계약(예:매매)일 것;
- (iii) 계약의 주된 요소(가격, 매매목적물 등)가 gharar의 영향을 받을 것; 및
- (iv) 다른 방법에 의해 계약의 목적을 달성하는 것이 가능할 것 (만약, 과도한 gharar가 수반된 계약의 목적을 다른 방법으로는 달성할 수 없다고 판단되는 경우에는, 그러한 계약은 gharar를 이유로 무효로 되지 아니한다.)

이와 같이 excessive gharar를 수반하는 계약은 무효로 되는 까닭에, 이슬람 계약은 거래당사자간의 권리의무에 관한 모든 사항이 명확하게 규정되어야 하며, 모든 투기적 요소는 배제되어야 한다. 따라서, 이슬람금융에선, 미래 현금흐름이 계약 당시에 명확히 규정되어 있지 않고 우발적인 사항에 따라 수익이 달라지는 파생상품거래(예를 들면, 헷지 거래, 선물거래등) 내지 우발채무거래(예: 보험)는 원칙적으로 금지된다.³⁹⁾

라. 소결

이슬람금융이란, 자금제공자가 자금을 제공한 대가로 이익을 수취하면서도 샤리아에 저촉되지 않도록 하기 위해, 오랜 역사적 과정을 거치는 과정에서 율법학자들의 해석을 통해 고안해 낸 샤리아에 부합하는 자금거래방식이다. 샤리아에 따르면, 자본의 사용대가에 대하여, 그 자본이 실제 실물경제에 투자됨으로써 발생한 수익의 일부를 당사자간에 사전에 합의한 비율에 따라 지급하는 것은 허용되나, 손익과 무관한 금액을 사전에 확정된 후 자본사용대가로서 지급하는 것은 리바에 해당되어 금지된다. 이에 따라, 이슬람금융에서는, 자금제공자가 누리는 수익은, 결국 그 자금이 투자된 사업 또는 자산의 관리, 운용, 처분 결과 발생하는 이익의 일부에 불과하며, 자금제공자는 수익과 함께 손실도 부담하여야 하므로, 기초 자산 내지는 사업의 운용성과 무관하게 확정된 금액을 회수할 권리는 보장되지 않는다. 즉, 이슬람금융거래의 핵심은 기초자산에 대한 투자자의 손익분담인 것이다. 결과적으로, 단순히 자금

Mahmoud A. El-Gamal은 gharar를 “어떤 형태의 불완전한 정보 내지는 사기뿐만 아니라 계약의 목적물에 내재하는 위험 및 불확실성까지도 포함하는 개념’이라고 정의한다. Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 58면.

37) Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 37-40면.

38) Mahmoud A. El-Gamal, 앞의 책, 58-59면.

39) 한동훈/이원삼/안수현, 앞의 책, 85면; 김정렬, “한국과 일본의 이슬람금융 도입에 관한 비교 연구”, 「대한경영학회지」 제24권 제2호(통권85호) (대한경영학회, 2011.4.), 1227면.

의 제공만으로 구성되는 전통적 금융거래와 달리, 이슬람 금융거래에서는, 자금의 제공과 함께 그 자금이 투자되는 실물거래가 항상 수반될 수밖에 없다. 제공된 자금이 구체적으로 어떤 방식으로 어떤 사업 내지는 기초자산에 투자되는지 여하에 따라 이슬람금융은, 무사라카(musharaka)⁴⁰⁾ 무다라바(mudharaba)⁴¹⁾, 무라바하(murabah a)⁴²⁾, 이자라(ijara)⁴³⁾ 등 다양한 종류의 거래로 구성된다.

III. 수쿠크(Sukuk)의 특성 및 발행구조

1. 수쿠크란?

이슬람금융기법 중 자본시장으로부터 자금을 조달하기 위하여 발행되는, 전통적인 금융의 사채에 상응하는 증권이며, 흔히 이슬람채권이라고 불린다. 하지만, 수쿠크는 샤리아를 준수하는 선에서 전통적인 사채를 대신하는 대안으로서 고안된 구조화 증서(structured instruments)이지만, 사채처럼 부채를 표창하는 증서(IOU)는 아니므로, 전통적인 의미에서의 사채(bond)와는 분명한 차이가 있다⁴⁴⁾. 수쿠크의 핵심은 기초자산에 대한 투자손익분담이기 때문이다.

이슬람금융기관회계감독기구인 AAOIFI⁴⁵⁾는 샤리아에 적합한 수쿠크를 ‘다음의 자

40) 복수의 당사자가 각각 자본 혹은 노무를 출자하여 특정한 사업을 수행하는 계약을 말하며, 계약조건은 매우 융통성있게 정할 수 있다. 즉, 동업(partnership)계약을 통해 지분 참여(equity participation) 내지는 이익을 공유(profit sharing)하는 것이며, 무다라바 등 여러 형태의 동업계약을 포함하는 포괄적인 이슬람금융거래구조라고 할 수 있다. 손태우/김홍배/정태우, 앞의 글, 214면-217면; Maha-Hanaan Balala, 앞의 책, 27면.

41) 복수의 당사자 중에 한 당사자가 자본을 제공하고 다른 당사자가 이를 운용하여 이윤을 창출하고 그 이윤을 각자 정해진 비율에 따라 분배받은 방식이다. 자세한 사항은 손태우/김홍배/정태우, 위의 논문, 207면-211면 참조.

42) 금융기관이 고객이 지정하는 부동산 혹은 물품 등 목적물을 스스로 구매하고 이를 고객에게 일정한 수수료를 덧붙여 재판매하는 방식이다. 금융기관은 단순히 자금만 제공하는 것이 아니라 해당 목적물의 구매라는 매매계약에 수반되는 노무를 제공하고, 대신 그러한 노무제공에 대한 수수료를 챙김으로써 수익을 올린다. 위의 논문, 211-214면 참조.

43) 서구 금융제도 중 리스의 기능을 수행하는 거래방식이다. AAOIFI에서 제정한 회계표준인 금융회계표준(Financial Account Standard)의 정의에 따르면, 이자라는 ‘타인으로 하여금 재화를 사용할 수 있게 하거나 노무를 제공하고 그 대신 일정한 대가를 지급받는 행위로서 그 대가가 샤리아에 적합한 것’이다.

44) Rahail Ali/Imran Mufti, “Legal and strucurual anatomy of a sukuk”, 『Sukuk and Islamic Capital Markets: A Practical Guide (Rahail Ali편저)』 (London: Globe Business Publishing Ltd., 2011.) 51면. 저자들은 그렇기 때문에 이슬람채권(Islamic bond)이라는 용어는 부적절한 명칭(misnomer)라고 하고 있다.

45) AAOIFI란 ‘The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial

산에 대한 비분할 소유지분(undivided shares in ownership)을 표창하는, 동등한 가치의 증서: (i) 유형자산의 소유권, 용익권 또는 관련 용역 또는 (ii) 특정 프로젝트의 자산에 대한 소유권 또는 특별투자활동'라고 정의하고 있다.⁴⁶⁾ 여기서 비분할 소유지분이란, 권리의 목적물은 대상 자산의 전체이지만 권리의 행사는 자신의 지분에 상응하는 비율만큼만 허용된다는 의미이므로, 민법상 '공유지분'에 상응하는 개념이다.⁴⁷⁾ 그러므로, 어느 특정 수쿠크 보유자가 기초자산의 특정부분을 오로지 자기 몫이라고 주장하는 것은 허용되지 않는다.⁴⁸⁾ 수쿠크 보유자는, 수쿠크 발행을 통해 조달된 자금이 당초 예정대로 투자된 이후에는, (i) 투자결과 취득한 유형자산, 용익권 및 용역⁴⁹⁾ 또는 (ii) 투자대상인 특정 사업 내지는 특정투자활동에 대한 지분(이하 (i)(ii)를 통칭하여 '기초자산'이라고 한다)에 대해, 각자 보유하는 수쿠크 액면금액에 상응하는 공유지분에 따른 지분소유권⁵⁰⁾을 보유하게 된다. 그 결과 기초자산의 실적 내지는 자산가치 상승으로 인한 이익과 가치하락으로 인한 손실은 모두 수쿠크 보유자에게 귀속되는 것이 원칙이다. 하지만, 기초자산과 관련된 상업적 위험을 투자자에게 부담시키면, 전통적인 사채에 비해 상대적으로 투자자의 위험이 커지므로, 금융상품으로서의 매력도는 떨어진다. 그렇기 때문에 실제로 2007년 이전에 발행된 수쿠크의 경우에는, 자본시장에서의 경쟁력을 확보하기 위하여, 여러 가지 방법으로 사실상 어느 정도의 수익을 보장하는 구조를 취한 경우가 많이 있다. 이러한 관행에 대해 샤리아 율법학자이자 AAOIFI Sharia Council의 president인 Judge M.T.Usmani는 2007년 발표한 글⁵¹⁾을 통해 당시 시장에서 거래되는 수쿠크의 85%가 샤리아를

Institutions'의 약자로, 이슬람금융기관의 회계기준(auditing standards) 및 지배구조기준(governance standards), 윤리기준(ethics standards) 및 샤리아적격기준 (Sharia Standards)등 이슬람금융과 관련된 통일기준을 마련하기 위해 설립된 비영리기구이다. <http://www.aaofii.com/>

46) 다음과 같은 AAOIFI Sharia Standard No.17, Article 2 참조.

"Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after the receipt of the value of the Sukuk, the closing of the subscription and employment of funds received for the purpose for which the Sukuk were issued."

47) 민법상 공유자는 공유물의 전부를 지분의 비율로 사용, 수익할 수 있다. (민법 제263조)

48) Rahail Ali, "An Overview of the Sukuk market", 「Sukuk and Islamic Capital Market」 (Consulting Editor: Rahail Ali) (Globe Business Publishing Ltd. 2011), 8면; Rahail Ali/ Imran Mufti, "Legal and Structural Anatomy of a Sukuk", 같은 책, 53면.

49) 수쿠크 발행의 기초가 되는 계약상 용역을 청구할 수 있는 계약상 권리 및 용역의 결과로 인한 경제적 이익이 기초자산인 경우를 염두에 둔 표현이다.

50) 민법상 공유자는, 목적물의 어느 특정 부분에 대한 권리를 보유하는 것이 아니라, 자기의 고유 지분에 비례하여 전체 목적물에 대한 소유권을 행사할 수 있으므로, pro rata and undivided shares in ownership이란 결국 공유지분에 상응하는 지분소유권에 해당하는 개념이다.

51) M.T.Usmani, "Sukuk and their Contemporary Applications", (Bahrain, AAOIFI Sharia Council, 2007) <http://www.kantakji.com/media/7747/f148.pdf> (최종방문:2015. 4. 22.)

위배하고 있다고 비판한 바 있다⁵²⁾. 그가 주로 거론한 문제점은 (i) 수쿠크 보유자들에게 기초자산에 대한 진정한 소유이익이 귀속되고 있지 않다는 점 (ii) 수쿠크 보유자에 대한 정기적인 지급이 기초자산의 실적(performance)에 근거한 것이 아니라는 점 및 (iii) 매입약정을 통한 수익 보장의 세 가지로 요약된다. AAOIFI의 샤리아위원회(Sharia Board)는, 이러한 비판을 수용하여, 2008년 샤리아감독위원회(Sharia Supervisory Board)와 이슬람금융기관에 대한 권고문⁵³⁾ (이하 ‘AAOIFI 2008 결의문’)을 채택하였는데, 동 결의문의 첫 번째 항목은 수쿠크 기초자산에 대한 소유권을 특히 강조하면서, 수쿠크가 시장에서 거래되기 위해서는 수쿠크 보유자가 수쿠크 기초자산의 소유를 위한 권리의무를 샤리아기준 No.17의 제2조 및 제5/1/2조에 따라 보유한다는 것이 전제조건이라고 선언하고 있다.⁵⁴⁾

다만, 여기서 수쿠크 보유자들이 보유하여야 하는 소유권이란, 소유권자로서의 법적인 외관(legal title)⁵⁵⁾까지 충족된 완전한 소유권일 필요까지는 없으며, 소유자가 보유하는 모든 실질적인 권능과 책임을 의미하는 것으로 이해되고 있다. 따라서, 수쿠크 발행자가 기초자산을 소유하되, 기초자산에 대하여 수쿠크 보유자를 위한 신탁을 설정할 것을 선언함으로써, 수쿠크 보유자들에게 기초자산에 대한 수익적 소유권(beneficial ownership)을 귀속시키고, 수쿠크는 이러한 수익적 소유권 표창하는 증권으로 발행하면 충분하다. 실제로, 국제금융시장에서 대부분의 수쿠크는 특별목적법인(SPV)이 기초자산을 소유하면서, 수쿠크 보유자를 위한 신탁을 선언하고, 이러한 신탁

52) 그의 주된 비판의 대상은 무사라카(musharaka), 무다라바(mudarabah)와 같은 지분투자형 수쿠크 거래구조(equity-based sukuk structure)이었다. 그 결과 2008년 이후 수쿠크 발행(특히 지분투자형 수쿠크의 발행)은 현저하게 감소되었다. 2008년 이후 수쿠크 발행은 대부분 이자라 수쿠크(리스거래와 유사한 구조)이며, 지분투자형 수쿠크의 발생실적은 미미한 편이다. Omar Salah, 앞의 글, 21-23면.

53) Shariah Board AAOIFI, AAOIFI Shariah Resolutions: Issues On Sukuk, (Bahrain, AAOIFI Shariah Council, February 2008) http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf (최종방문일: 2015.4.20.)

54) AAOIFI 2008결의문의 첫 번째 항목은 다음과 같다.

“First: Sukuk, to be tradable, must be owned by Sukuk holders, with all rights and obligations of ownership, in real assets, whether tangible, usufructs or services, capable of being owned and sold legally as well as in accordance with the rules of Shari’ah, in accordance with Articles (2) and (5/1/2) of the AAOIFI Shari’ah Standard (17) on Investment Sukuk. The Manager issuing Sukuk must certify the transfer of ownership of such assets in its (Sukuk) books, and must not keep them as his own assets.

샤리아 기준 No. 17의 제2조는 각주)참조. 제5/1/2조는 다음과 같이 규정하고 있다.

“Article (5/1/2) It is permissible to issue certificates for (to securitize) assets that are tangible assets, usufruct and services by dividing them into equal shares and issuing certificates for their value. As for debts owed as a liability, it is not permissible to securitize them for the purpose of trading.”

55) 소유권자로서의 실질적 권능인 equitable title에 대비되는 개념으로, legal title은 소유명의자에게 귀속된다.

탁의 수익자로서 수익적 소유권을 표창하는 증서를 발행하는 방식으로 발행되고 있다. 그러니까, 수쿠크 보유자들은, 신탁의 공동수익자로서, 신탁재산인 기초자산에 대한 수익권을 공유하게 되는 것이므로, 권리의 대상은 전체 기초자산(의 수익권)에 대하여 미치지만 권리의 행사는 자신의 지분에 상응하는 비율만큼만 허용되는 비분할적 권리(undivided interest on the underlying assets)를 보유하는 것이다. 즉, 수쿠크의 법적인 성질은 기본적으로 기초자산에 대한 수익적 소유권을 표창하는 신탁증서에 해당한다.⁵⁶⁾

2. 수쿠크의 특성

수쿠크는 기초자산에 대한 수익적 소유권을 표창하므로, 수쿠크 보유자는 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름을 수령할 권리를 보유하게 된다. 따라서, 기초자산으로부터 고정적인 현금흐름이 발생하도록 설계되어 있는 구조에서는, 수쿠크 역시, 외관상으로는 전통적인 사채와 마찬가지로, 고정적인 현금수입이 발생하는 증서(fixed-income instrument)로서 기능하는 것은 사실이다. 그러나, 이러한 외관의 유사성에도 불구하고, 수쿠크는 다음과 같은 면에서 전통적인 사채와는 차이가 있다.

가. 수쿠크 보유자에게 지급되는 정기적인 금액은 기초자산에서 발생하는 수익의 수취권에 근거한 것이므로, 기초자산의 실적에 연동된다. 수쿠크 발행자는, 수탁자로서, 수쿠크의 조건에 따라 신탁재산인 기초자산으로부터 발생하는 모든 수입을 수쿠크 보유자에게 전달하는 의무를 부담할 뿐, 기초자산과 별도로 독자적인 금전지급의무를 부담하지는 않는다. 따라서, 사채권자와는 달리 수쿠크 보유자에게는, 고정적인 수입이 보장되지 않을 뿐 아니라 기초자산의 실적이 저조할 경우에는 지급자체가 이루어지지 않는다.⁵⁷⁾

나. 원금의 상환은 만기 또는 조기상환사유(default) 발생시, 기초자산을 매입할 의무⁵⁸⁾를 부담하는 회사, 금융기관 또는 국가가 이를 매입함으로써 행하여진다. 만기 또는 조기상환사유 발생시 수쿠크 보유자들이 현실적으로 행사할 수 있는 거의 유일한 권리는, 매입의무자에게, 자산에 대한(엄밀하게는, 수익적 소유권에 대한) 매입청구권(put option)을 행사하는 것이므로⁵⁹⁾, 수쿠크의 신용평가는 이러한 매입의무자(통상 obligor라고 불림)의 신용에 사실상 좌우된다.⁶⁰⁾

⁵⁶⁾ Manuela Belmontes/Tahir Jawed, “The Role of the SPV issuer”, 「Sukuk and Islamic Capital Markets: A Practical Guide (Rahail Ali편저)」(London: Globe Business Publishing Ltd., 2011.), 57-63면; Rahail Ali/ Imran Mufti, “Legal and structural anatomy of a sukuk”, 같은 책, 51-53면; 정순섭, 앞의 논문, 45면.

⁵⁷⁾ Omar Salah, 앞의 논문, 16-17면; Yavar Moini, 앞의 글, 35-36면; Rahail Ali/Imran Mufti, 앞의 글, 53면.

⁵⁸⁾ 통상 취소불가(irrevocable) 매입의무를 부담한다.

⁵⁹⁾ 기초자산의 성격상 또는 기초자산의 점유와 관련된 법적인 또는 현실적은 문제로 인해 매입의무자가 아닌 제3자에게 매각할 수 있는 가능성은 사실상 배제되어 있는 경우가 대부분이다.

다. 기초자산에 대한 소유위험(ongoing ownership risk)은 수쿠크 보유자에게 귀속된다. 따라서, 만일 기초자산이 멸실되면, 매입의무자의 매입의무는 소멸하고, 그 손실은 수쿠크 보유자에게 귀속된다.⁶¹⁾ 또한 기초자산의 가치감소위험 역시 수쿠크 보유자에게 귀속된다.⁶²⁾ 따라서, 기초자산가치가 감소하면, 수쿠크의 액면금을 회수할 수 없게 된다. 2007년 이전에는, 매입의무자에게 수쿠크의 액면금액으로 매입할 의무를 부담시킴으로써, 사실상 원금의 회수를 보장하는 거래들이 행하여졌었으나, AAOIFI 2008 결의문 제4항은 무다라바(mudarabah) 등과 같이 기초자산이 공동사업약정에 관한 권리로 구성되어 있는 경우에는, 그러한 기초자산을 수쿠크 액면가로 매입하는 것을 금지하고 순자산가(net value of assets), 시가(market value), 공정가(fair value) 또는 실제 매입당시 당사자들이 합의하는 금액으로 매입하는 것만을 허용하고 있다.⁶³⁾ 단, 이자라 거래의 경우 임차인은 이자라 대상인 기초자산을 액면가로 매입하는 것은 허용된다.⁶⁴⁾

3. 수쿠크의 거래구조

수쿠크는, 해당 거래에 수반되는 실물거래의 내용 및 투자구조에 따라, 매우 다양한 형태로 발행될 수 있지만, 실제 수쿠크 발행시장의 90% 이상을 차지하고 있는 것은 5종류 (이자라(ijara) 무다라바(mudarabah), 무사라카(musharaka), 무라바하(murabaha) 및 이스티스마(istithmar))이며, 이 중에서는 이자라 수쿠크의 발행이 가장 활발하게 진행되고 있다.⁶⁵⁾ 이하에서는, 상대적으로 시장점유율이 높은, 이자라 수쿠크, 무다라바 수쿠크 및 쿠라바하 수쿠크를 중심으로 수쿠크의 거래구조를 검토하기로 한다.

60) 대부분의 구조에서는 SPV가 매입의무자에게 매입청구권(put option)을 보유함과 동시에 매입의무자도 매도청구권(call option)을 보유하는 구조로 설계된다. 매입청구권/매도청구권이 행사되면, 매입의무자가 매매대금을 지급할 의무가 기초자산에 되므로, 이 시점부터는, 수쿠크는 매입의무자에 대한 금전채권을 표창하는 셈이 된다. 따라서, 결과적으로는 사채의 경제적인 특성을 보유하게 된다. Rahail Ali, 앞의 글, 8면; Yavar Moini, 앞의 글, 36면 및 42면.

61) Rahail Ali/Imran Mufti, 앞의 글, 54면.

62) Omar Salah, 앞의 논문, 16-17면.

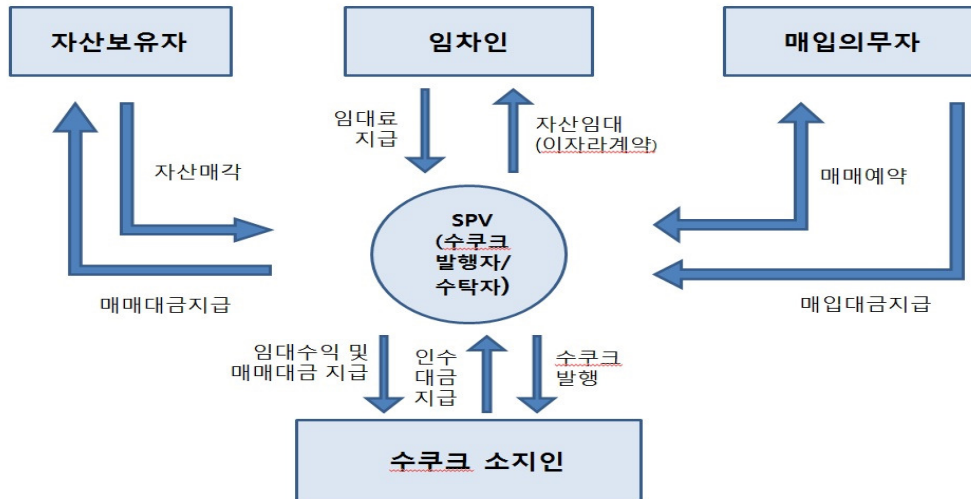
63) 위의 논문, 23면.

64) AAOIFI 결의문 제5항.

65) Moinuddin Malim & Mashreq Al-Islami, "The Future of Sukuk: Islamic Capital Markets," in Sukuk and Islamic Capital Markets: A Practical Guide, ed. Rahail Ali (London: Globe Business Publishing Ltd., 2011), 167면.

가. 이자라 수쿡(Sukuk-al-ijara)

이자라(ijara) 수쿡은 자산임대료를 자금운용수익의 원천으로 하는 거래이며, 전형적인 구조는 아래와 같다. 66)



① SPV가 수쿡발행

② 수쿡 발행자금으로 자산보유자로부터 자산을 매입한 후 매입자산에 대하여 수쿡 보유자를 수익자로 하는 신탁을 설정하고, 자산은 임차인에게 임대함.

③매입의무자와 기초자산에 대해 매매예약 - SPV와 매입의무자 각각 예약 완결권 (put option & call option) 보유

④ 임차인으로부터 수령한 임대료를 정기적으로 수쿡 보유자에게 분배.

⑤ 임대기간 종료시 또는 조기상환사유 발생시 매입의무자에게 예약완결권 행사하여 수령한 매매대금을 수쿡 보유자에게 분배.

※ sale-and-leaseback 거래의 경우에는, 자산보유자, 임차인 및 매입의무자는 동일인임.

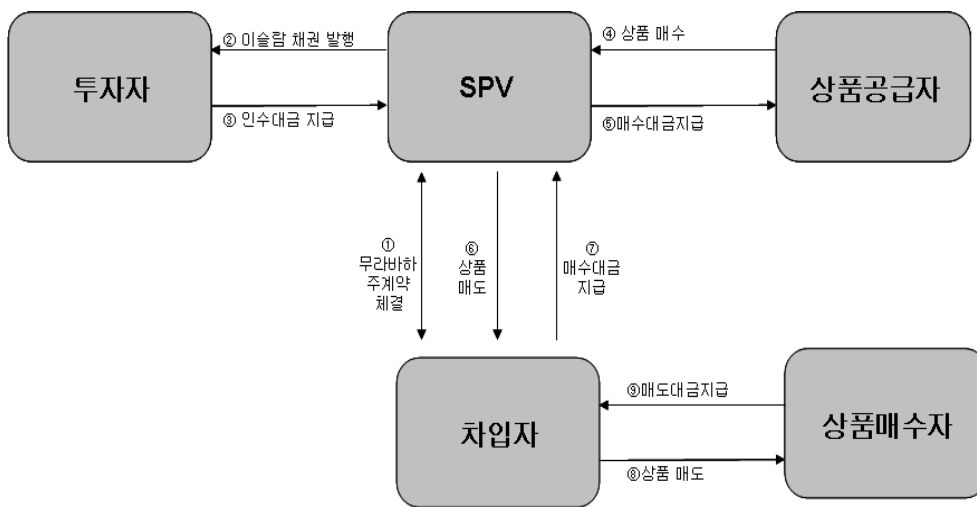
이자라는 외형상으로는 서구식 리스와 유사하나, “그 대가가 샤리아에 적합한 것”이라는 제약을 받는 까닭에, 서구식 리스의 경우처럼 물건가격에 리스기간동안의 이자를 가산하여 임대료를 산정하는 것은 허용되지 않으므로, 구체적인 리스료의 산정근거는 서구식 리스와 차이가 있다. 또한, 서구식 리스에서 적용되는 국제회계표준(IAS)은 임대료의 불이행 또는 지연에 대비해 임대료를 유동적으로 정할 것을 권장하고 있으나, 이슬람금융에서는, 가라(garah)의 금지로 인해, 불확정한 계약은 허용

66) 이자라 구조에 관한 상세한 설명은, Rahail Ali, 앞의 글, 13면; Maha-Hanan Balala, 앞의 책, 29면; 손태우/김홍배/정태우, 217-220면 참조.

되지 않기 때문에 고정임대료를 계약시 확정하여야 하고 이후에 임대인의 선택에 따라 이를 변경하거나 변경할 수 있는 권한을 부여하는 계약을 체결할 수 없다.

나. 무라바하 수쿡 (sukuk al-murabaha)

무라바하는 실물자산의 재매대로 발생하는 매매차익을 이용하여 자금수요자에게 자금을 공급하는 이슬람금융방식인 바, 거래당사자가 매입후 매각하는 실물자산 자체 보다는 즉각적인 매각을 통해 얻을 수 있는 자금이 더 관심이 있는 경우이며, 전형적인 거래구조는 아래와 같다.⁶⁷⁾



① SPV가 수쿡발행

② 상품수요자와 SPV간에, SPV가 일정한 금원(이하 “상품가격”)을 지급하고 상품을 매수한 후 이를 자금수요자에게 이윤(profit)을 붙여 매도하고 매매대금은 연불로 지급받는 것을 주된 내용을 하는 무라바하 주계약(Master Murabaha Agreement)을 체결함.

③ SPV는 무라바하 계약상 소유하는 모든 권리에 대해 수쿡 투자자를 수익자로 하는 신탁을 설정함.

④ SPV는 수쿡 발행자금으로 상품가격을 상품 공급자에게 지급하고 상품을 매입한 후 다시 상품수요자에게 이윤을 더한 금액으로 연불지급조건으로 매도함.

⑤ 상품수요자가, 해당 상품보다는 자금을 필요로 하는 경우에는, 상품수요자는 해당상품을 상품매수자에게 일시불로 매도하여 자금을 확보함.

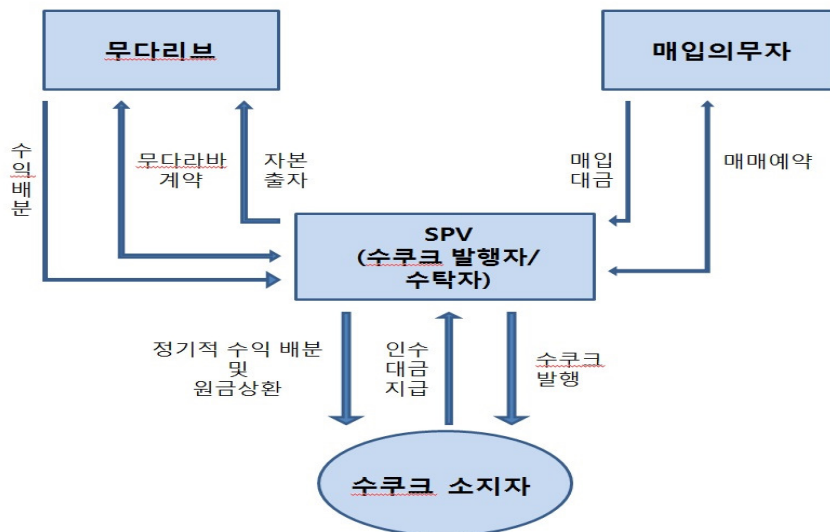
⑥ 상품수요자가 연불로 지급하는 매매대금을 수쿡보유자에게 정기적으로 지급함.

67) 무라바하 구조에 관한 상세한 설명은, Rahail Ali, 앞의 글, 11면; Maha-Hanan Balala, 앞의 책, 28-29면; 손태우/김홍배/정태우, 앞의 논문, 211-214면 참조.

무라바하 수쿠크의 경우 재판매이윤을 통한 이득이 정당한 것으로 해석되는 것은, SPV가 일차적으로 상품의 소유권을 취득함으로써 상품에 대한 위험을 인수하기 때문이다. 즉, 이러한 상업적 위험의 인수가 이윤을 정당화하는 것이다. 하지만, 무라바하 수쿠크는 최초 발행만 가능할 뿐 그 이후 유통시장(secondary market)에서 거래하는 것은 허용되지 않는다. 일단 무라바하 수쿠크가 발행되고 기초 무라바하 계약이 체결되고 나면, 그 이후에는 수쿠크는 무라바하 계약에 따른 금전채무(이슬람에서는 금전과 동일하게 취급)에 대한 소유권을 표창하는 것이 되어 결과적으로 리바 금지 원칙에 위반하기 때문이다. 즉, 무라바하 수쿠크가 유통시장에서 매매될 경우 실질적으로는 상품수요자의 채무가 새로운 투자자에게 이전되는 결과가 되는데, 이러한 경우 상품수요자와 새로운 투자자 간에는 실물자산의 거래가 없고 금전채무만이 남게 된다는 점에서 새로운 투자자의 이윤은 실질적으로 이자의 수취와 동일한 것으로 해석되기 때문이다.

다. 무다라바 수쿱 (sukuk al-mudharabah)

무다라바(mudharabah)는 투자를 원하는 당사자인 rabb al mal이 무다리브(mudharib 펀드매니저와 유사한 역할)에게 자금을 맡기고 무다리브는 자산운영에 필요한 전문 지식과 경험에 기반한 노무를 제공하는 특별한 형태의 공동사업으로, 사실상 투자자에게 자산관리서비스를 제공하는 수단으로 활용되고 있다. 그 전형적인 거래구조는 아래와 같다.⁶⁸⁾



- ① SPV가 수쿠크발행
- ② SPV가 rabb al mal로서 무다리브(Mudharib)와 무다라바 계약을 체결하고

68) 무다라바 구조에 관한 상세한 설명은, Rahail Ali, 앞의 글, 15면; Maha-Hanan Balala, 앞의 책, 27-28면; 손태우/김홍배/정태우, 앞의 논문, 207-211면 참조.

수쿠크 발행대금을 지급하고, 무다라바 계약상 소유하는 모든 권리에 대해 수쿠크 투자자를 수익자로 하는 신탁을 설정

③ 무다리브는 무다라바계약에서 사전에 약정된 투자계획에 따라서 SPV로부터 지급받은 인수대금을 투자함.

④ 무다리브는 정기적으로 투자로 인하여 발생한 이익을 사전에 약정된 비율에 따라서 rabb al mal인 SPV에게 분배하고, SPV는 분배받은 이익 중 수쿠크 보유자와의 약정비율에 따른 금원을 다시 수쿠크보유자에게 지급함. 만약 SPV에게 분배된 이익이 SPV가 수쿠크 보유자에게 지급하기로 되어 있는 정기적 지급금보다 많을 경우에는, 초과분은 무다리브에게 인센티브(incentive)로 지급됨.

⑤ 매입의무자는 수쿠크의 만기 또는 조기상환사유 발생시에는 (수탁자인) SPV로부터 무다라바 계약상 권리를 매입하기로 확약서 제공⁶⁹⁾ (통상 매입의무자는 무다리브와 동일함)

무다라바의 핵심은 모든 손실을 rabb al mal이 자신이 제공한 자본의 범위 내에서 부담한다는 것이다. 다만, 이 경우 무다리브는 자신의 노무를 제공한 대가를 청구하지 못하므로, 그런 점에서는 무다리브도 손실에 대한 책임을 일정 부분 부담한다고 할 수 있겠다.

IV. 현행 법제하에서 국외 SPV를 이용한 수쿠크 발행가능성

수쿠크 발행자인 SPV를 해외에 설립하는 경우에는, SPV가 어떠한 종류의 유가증권권을 발행할 수 있는가 하는 문제는 설립준거지법에 따라 결정되므로, 국내법과는 관계가 없다. 따라서, 설립준거지에서 그러한 종류의 유가증권 발행이 허용된다는 전제하에는, 일단 국외 SPV를 이용한 수쿠크 발행을 불가능하게 만드는 법적 장애물은 없다. 다만, 국내기업이 국외 SPV를 이용하여 수쿠크를 발행하려면, 발행하고자 하는 수쿠크의 종류에 따라 국외 SPV가 국내기업과 기초자산과 관련하여 이자라(ijara)계약, 무라바하(murabaha)계약, 무다라바(mudarabah)계약 등 수쿠크 기초계약을 체결하여야 하는데, 외국환거래법상 국외 SPV는 비거주자에 해당하므로, 수쿠크 기초계약은 외국환거래법상 거주자와 비거주자간의 계약으로서 외국환거래법상 적절한 신고절차가 이행되어야 하므로, 국내 SPV를 사용하는 경우에 비해 일단 절차상 번거롭다는 단점이 있다. 또한, 국외에 SPV를 설립하고 유지하기 위해 현지 전문인력의 도움을 받는 과정에서 비용이 발생할 수밖에 없다. 또한, 기초자산과 관련하여, 자산보유자인 국내기업이 실물자산을 외국법인인 SPV에게 매도하거나 재매입하는 과정, 그리고, 기초자산과 관련하여 국내기업이 SPV에게 정기적으로 지급하는

⁶⁹⁾ AAOIFI2008결의문은 무다리브(Mudarib)가 액면가로 기초자산을 매입하는 것은 허용되지 않는다고 명시하고 있다.

금액과 관련하여 각종 조세⁷⁰⁾가 발생할 가능성이 있다. 이러한 조세는 실물자산거래를 수반하지 않는 전통적인 사채의 경우에는 발생하지 않는 추가적인 부담이므로, 수쿠크는 기본적으로 이러한 면에서 전통적인 사채에 비해 추가적인 조세비용이 수반될 수밖에 없는 태생적인 약점을 갖고 있다.

수쿠크 발행과 관련된 조세상 불이익은 여기에 그치지 않는다. 현재 조세특례제한법 제21조 제1항은 내국법인이 발행하는 외화표시채권에 대하여 지급하는 이자에 대해 조세감면혜택을 부여하고 있다. 하지만, SPV가 해외에 설립되면, SPV가 수쿠크 보유자들에게 지급하는 정기적인 지급액은, 세법상 그 실질적 성격을 무엇으로 보든, 국내 세법 적용대상이 아니므로 조세특례제한법 제21조의 혜택을 누릴 여지가 없다. 또한, 수쿠크로 조달한 자금의 실제 수요자인 국내기업은 수쿠크 기초계약의 당사자일 뿐 외화표시채권 발행자가 아니므로, 국내기업이 수쿠크 기초계약에 따라 SPV에게 지급하는 금액에 대해서도 조세특례제한법 제21조 제1항이 적용될 여지가 없다. 그 결과 국내기업이 국외SPV에게 지급하는 금액은 국내 세법에 따른 원천징수 대상이며, 따라서, 수쿠크 소지자에게는, 한국 세법에 따라 원천징수를 하고 남은 순수익금만이 수익금으로 지급되게 된다. 그러므로, 해외SPV를 이용한 수쿠크 발행의 경우에는, 수쿠크 소지자에게 지급되는 투자원본을 초과하는 수익액⁷¹⁾은, 사실상으로는 한국세법에 따른 원천징수대상이 되는 셈이다.

결과적으로는, 해외 SPV를 이용한 수쿠크 발행의 경우에는, 실물거래를 수반할 수밖에 없는 수쿠크의 태생적인 약점에 더하여, 전통적인 사채에 대해 부여되는 이자소득에 대한 조세감면의 혜택조차도 누리지 못하기 때문에, 전통적인 사채와의 조세부담격차는 더욱 벌어지게 된다. 이런 조세부담격차가 해결되지 않는 한 수쿠크 발행의 경제적 효율성을 확보하기가 어렵다. 법적인 장애사유가 없음에도 국내기업의 국외SPV를 이용한 수쿠크 발행실적이 거의 없는 이유는 바로 여기에 있다. 2009년 수쿠크 발행과 관련된 조세감면과 관련하여 법안 제6159호로 국회에 처음 제출되었던 조세특례제한법 수정안(이하 ‘수쿠크 법안’이라고 한다.)은, 국외 SPV를 이용한 수쿠크 발행과 관련된 현존하는 조세상 불이익을 해소함으로써, 조세부담이라는 면에서 수쿠크와 전통적 사채가 동등하게 취급될 수 있도록 하기 위한 것이었다.⁷²⁾ 하지만, 이러한 법안 제정 취지가 제대로 전달되지 못하고 예상치 않은 이슬람채권에 대한 특혜시비가 발생하면서, 동 법안은 2009년부터 2011년 임시국회이 이르기까지

70) SPV가 취득하는 실물자산과 관련하여 발생하는 취득세, 등록세, SPV가 기초자산 운영과 관련하여 재화 또는 용역을 제공하는 경우 발생하는 부가가치세, 자산보유자가 SPV에 실물자산을 양도하는 경우 부담하여야 하는 자산의 양도차익에 상응하는 법인세 등 전통적인 사채의 경우에는 부담할 필요가 없는 각종 조세부담이 수반된다.

71) 전통적 사채의 이자에 해당하는 금액이다.

72) 동 법안은, 조세특례제한법에 이자라 수쿠크 및 무라바하 수쿠크와 관련된 제21-2조를 신설하여, 기초거래 및 수쿠크 발행 전체를 하나의 거래로 간주하고, 동 거래의 수익의 성격을 이자로 보아 외화표시채권과 마찬가지로의 조세감면을 부여하며, 아울러 등록세 및 취득세 면세대상을 규정하는 제 119조 및 제120조에 이자라 수쿠크 및 무라바하 수쿠크와 관련하여 발생하는 취득세와 등록세를 감면대상으로 추가하는 것을 골자로 하고 있었다.

무려 4차례에 걸친 거듭된 시도에도 불구하고, 결국 국회를 통과하지 못하고 사장되고 말았다.⁷³⁾

V. 현행 법제하에서 국내 SPV를 이용한 수쿠크 발행가능성

1. 유가증권 법정주의

법적 장애는 없지만 경제적 비효율성으로 인해 활용도가 높지 않은 국외 SPV 이용 구조와는 달리, 국내 SPV를 이용하는 거래구조의 경우에는, 과연 그러한 발행이 가능한 것인가 자체가 논란의 대상이었으며, 그러한 논란의 핵심에는 유가증권 법정주의가 자리 잡고 있었다. 국외 SPV와는 달리 국내 SPV는 상법상 회사에 해당하므로, 국내법의 적용을 받기 때문이다. 따라서, 유가증권 법정주의⁷⁴⁾를 엄격하게 적용하는 입장에서는, 명확하게 수쿠크 발행을 허용하는 국내법규가 미비한 상황에서는, 수쿠크 발행이 불가능하다는 결론에 도달하게 된다. 유가증권 법정주의 원칙 하에서는 어떤 특정한 증서에 개념상 유가증권성⁷⁵⁾이 인정되더라도 법에 의해 그 발행이 허용되는 것이 아니라면 유가증권으로서의 법률효과가 인정되지 않기 때문이다.⁷⁶⁾

국내에서 수쿠크의 발행가능성에 대한 논의가 본격화된 것은 2008년 글로벌 금융위기로 인한 국내기업들의 자금조달의 어려움을 겪으면서부터이지만, 사실 유가증권

73) 2009년 9월 처음 법안이 제출되었을 당시에는, 국회 기획재정위원회 산하 조세소위원회 조차 통과하지 못하였다. 동 법안은 2010년 2월 임시국회에 다시 상정되었고, 이번에는 세정시 정국에 밀려 표류하다가 제대로 논의조차 되지 못하고 회기가 종료되고 말았다. 2010년 정기국회에 세 번째로 출되었을 때에는 무사히 조세조위는 통과하였지만, 결국 기획재정위원회에서 부결되었다. 마지막으로 2011년 2월 임시국회에 제출되었지만, 한나라당은 2. 22. 대변인을 통해 원내대책회의에서 이슬람채권법을 이번 회기 내에 처리하지 않기로 결정했다 라고만 짚막하게 밝힌 채 법안의 심의를 유보해버렸으며, 결과적으로 수쿠크 법안은 사장되고 말았다. 유영규/김민희, “국회에 가로막힌 이슬람머니 유치”, 2009.12.29. 서울신문 기사; 윤진섭, “이슬람 채권 ‘수쿠크’ 2월 국회서도 처리무산”, 2010.2.23. 이데일리 기사; 장용석, “이슬람채권 과세특례 조특법 개정 ‘불발’”, 2010.12.7. 아주경제기사; 도병욱/박성민, “‘수쿠크법’ 또 연기...與, 이번 회기 논의 않기로”, 2011.2.22. 머니투데이 기사 참조.

74) 유가증권은 무형의 권리를 유체화시켜 그 권리의 존재와 내용을 확실하게 함과 동시에 법의 특별한 보호를 부여한 것으로서, 유가증권제도의 남용을 막기 위해서는 유가증권의 종류와 내용을 제한할 필요가 있으므로, 법이 인정하는 경우에만 유가증권으로 인정하게 되는데, 이 제도를 유가증권 법정주의라 한다. 안성포, “증권적 채권과 유가증권 법정주의”, 비교사법 제17권 4호 (통권 51호), (2010.12. 한국비교사법학회), 347-348면.

75) 유가증권의 속성으로는 보통, 요식증권성, 제시증권성, 상환증권성, 문언증권성, 지시증권성, 면책증권성 등이 거론된다.

76) 안성포, 앞의 논문, 348면.

법정주의상 회사가 상법에 근거규정이 없는 형태의 유가증권을 발행할 수 있는가 하는 문제와 관련하여서는, 상법에 규정되지 않는 신종사채의 발행을 둘러싸고 이미 오래 전부터 논의가 진행되어 왔다. 2011년 상법 개정 이전에는 상법상 회사가 발행할 수 있는 유가증권으로 명시되어 있던 것은 주식, 사채, 전환사채 그리고 신주인수권부 사채뿐이었다. 한편, 민법은 제523조-제526조에서 무기명채권에 관한 일반규정을 두고 있으며, 나아가 자본시장법 제165의 11은 상장법인의 이익참가부 사채와 교환사채발행에 관한 규정을 두고 있었다.⁷⁷⁾ 이들 규정간의 관계를 해석함에 있어, 일부 학자들은 민법상 무기명채권에 관한 규정만으로도 무기명채권 발행과 관련하여 유가증권 법정주의의 요건은 충족된 것으로 보아, 상법 기타 다른 근거 법에 특정 형태의 무기명채권 발행에 관한 명시적 규정이 없더라도, 회사의 무기명채권 발행은 허용되는 것이라고 해석하였다. 이와 같은 입장에 선다면 자본시장법상 이익참가부 사채 등에 관한 규정은 상장법인의 발행상 편의를 제공하기 위하여 둔 것일 뿐 그러한 규정이 없더라도 발행은 가능하다고 해석하게 된다.⁷⁸⁾ 하지만, 그간 금융감독당국의 입장은, 유가증권 법정주의를 엄격하게 적용하여, 법률에 명백하게 근거가 있는 형태의 사채발행만이 가능하다는 것이었다. 발행가능한 사채의 종류에 대한 이와 같은 비탄력적인 해석 및 운용은 자본시장에서 발행수요가 있는 상품의 발행에 장애가 되었고,⁷⁹⁾ 2011년 상법개정 이전에는, 자본시장 실무상 상장법인만이 실제로 교환사채나 이익참가부사채를 발행할 수 있었다.⁸⁰⁾ 하지만, 비상장법인의 경우에도 교환사채나 이익참가부사채의 발행을 통한 자본시장에의 접근성을 확보할 필요성이 있었으므로, 자본시장에서는 오래전부터 비상장법인도 교환사채나 이익참가부사채를 발행할 수 있도록 상법을 개정하여야 한다는 목소리가 높았다. 그럼에도 불구하고 상법개정이 지연되자, 교환사채 등의 발행을 통한 자금조달 필요성이 절박한 벤처기업들의 어려움이라도 일단 먼저 해결할 필요가 있다는 이유로, 상법 개정시까지의 잠정적인 기간 동안 적용될 수 있는 벤처기업을 위한 특별법을 제정하자는 제안까지 제기되기에 이르렀다.⁸¹⁾ 이러한 배경 하에 마침내 2011년 상법이 개정되면서 상법 제469조는 다음과 같이 수정되었다.

77) 당시 자본시장법 제165조의11 제 1항은 “① 주권상장법인은 전환사채 및 신주인수권부사채와 다른 종류의 사채로서 이익배당에 참가할 수 있는 사채, 주식이나 그 밖의 다른 증권과의 교환을 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사채를 발행할 수 있다.”라고 특례조항을 두고 있었으며, 이에 따라 시행령 176조의 12 제 1항은 이익참가부사채에 관하여, 176조의 13 제1항은 교환사채의 발행에 관한 근거규정을 두고 있었다.

78) 운영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 「상사법연구」 제22권 제1호 (한국상사법학회, 2003), 471- 472면 및 481-483면; 최병선, “우리 기업의 해외증권 발행:교환사채를 중심으로”, 「증권법연구」 제3권제2호 (한국증권법학회, 2002) 6-7면; 안성포, 위의 논문, 367-268면.

79) 김건식 외 6인, 「회사법」, (박영사, 2013), 444면.

80) 최완진, 「주석회사법」 (법문사, 2013), 129-130면.

81) 김형태, 「구조설계채권(structured bond)활성화를 위한 제도개선 방안(연구보고서)」 (한국증권연구원, 2001) 60-61면.

제469조(사채의 발행) ①회사는 이사회 결의에 의하여 사채(社債)를 발행할 수 있다.

② 제1항의 사채에는 다음 각 호의 사채를 포함한다.

1. 이익배당에 참가할 수 있는 사채
2. 주식이나 그 밖의 다른 유가증권으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채
3. 유가증권이나 통화 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채

그 결과, 현재는 비상장법인이라도 교환사채, 이익참가부 사채 등 상법 제469조 소정의 사채를 발행하는 것이 가능하다는 점에 대하여서는 이론의 여지가 없게 되었다. 하지만, 이러한 개정으로 인해, 결과적으로 회사는 법에 명시적인 근거규정이 없는 형태의 사채는 발행할 수 없다는 주장에 더 힘이 실리게 된 것은 사실이다. 이런 배경 하에서는 수쿠크의 발행가능성을 검토함에 있어서도 엄격한 유가증권 법정주의가 적용될 가능성이 높아지게 되었다.

2. 수쿠크 발행가능성과 관련된 그간의 논의

앞서 본 바와 같이 수쿠크는 전형적인 사채와는 많은 점에서 차이가 있다. 따라서, 사채발행에 관한 상법상 규정을 발행근거규정으로 삼을 수는 없다. 그렇다고, 달리 상법상 수쿠크 발행의 근거가 될 만한 법조항이 없는 상황에서는, 신종사채에 관한 과거의 논의는 수쿠크에도 그대로 적용된다고 할 수 있다. 그렇다면, 2011년 상법개정을 통해 상법에 몇 종류의 신종사채에 관한 규정이 추가된 상황에서는, 상법에 명시적인 규정을 두지 않은 수쿠크의 경우는, 결국 별도의 발행근거규정이 있어야만 발행이 가능한 것으로 해석될 가능성이 더 높아졌다고 보인다. 이와 관련하여, 현행 법규상 수쿠크의 발행근거규정으로 삼을 만한 법규정이 존재하는가를 검토하기에 앞서 2009년에 수쿠크 법안이 마련되는 과정에서 진행되었던 수쿠크 관련 논의를 먼저 짚어보기로 한다.

2009년 초 국내기업의 수쿠크 발행방안에 대한 논의⁸²⁾가 진행되는 과정에서 금융당국은, 당시 법상으로는 국내법인의 수쿠크 발행은 허용되지 않으며, 국내 법인이 수쿠크를 발행하려면 자본시장법 제165조의 11에 규정된 상장법인의 신종사채발행과 유사한 특례규정이 필요하다고 보았다. 그런데, 이러한 특례를 부여하려면, 그 전제조건으로써 수쿠크가 일단 자본시장법상 증권에 해당하여야 하나, 다음과 같은 이유로, 수쿠크는 자본시장법상 증권에 해당하지 않는다는 것이 당시 금융당국의 입장이었다.

⁸²⁾ 2009년 초 기획재정부는 금융위기타개책의 일환으로 국내자본시장에 수쿠크를 도입하고자 하였으며, 그 준비작업을 위하여 기획재정부 및 금융감독원의 담당공무원들과 민간분야의 금융, 회계, 법률전문가로 구성되는 task force team을 발족하여 논의를 진행하였다. 필자도 당시 이 task force team에 참여한 바 있다.

자본시장법 제4조 제1항은 자본시장법상 ‘증권’을 ‘내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것’이라고 정의하고 있으며, 나아가 같은 조 제2항은 이러한 증권이 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 여섯 가지로 구분된다고 규정하고 있다. 자본시장법상 증권의 정의규정은 매우 포괄적인 문언으로 되어 있기 때문에, 증권의 정의에 수쿠크가 포함된다고 해석하는데 별 무리가 없다. 문제는 이러한 정의규정과 제2항과의 관계에서 발생한다. 현재의 통설은 자본시장법이 증권을 제4조 제2항에 규정된 여섯 가지 유형으로 구분하고 있으므로, 이러한 여섯 종류의 증권 외에 다른 유형의 증권은 인정되지 않는다는 입장이며, 금융당국 역시 이러한 통설을 지지하는 입장이기 때문이다.⁸³⁾ 이렇게 되면, 수쿠크가 자본시장법상 증권에 해당하기 위해서는, 반드시 이 여섯 가지 유형의 증권 중 어느 하나에 포섭되어야 하나, 당시 금융당국의 입장은, 수쿠크는 이 여섯 가지 유형중 어디에도 해당하지 않는다는 것이었다. 이렇게 되면, 자본시장법상 증권의 개념을 확장하지 않는 한, 수쿠크 발행을 위한 특례규정을 두는 것은 불가능하므로, 결국 자본시장법의 개정 없이는 국내 SPV를 통한 수쿠크발행은 불가능하다는 결론에 도달하게 된 것이다.

이러한 문제의 해결과 관련하여서는, 마침 그 무렵, 수쿠크 문제와는 별도로, 자본시장법에 대한 전반적인 개정작업이 진행 중이었고⁸⁴⁾ 자본시장법상 증권의 개념이 너무 경직되어 새로운 금융기법이 반영된 신종 금융투자상품들이 시장에 도입되지 못하고 있다는 비판을 수용하여, 여러 가지 새로운 대체투자증권을 포섭할 목적으로 “신종투자증권” 내지는 “대체투자증권”이라는 항목(이하 “신종투자증권”으로 지칭하기로 함)으로 새로운 유형의 증권을 신설하는 방안을 검토 중이었으므로, 금융감독당국에서는, 신종투자증권의 개념을 정의함에 있어 수쿠크까지 포섭할 수 있도록 탄력적으로 규정한 후 상장법인은 이러한 신종투자증권도 발행할 수 있도록 허용하는 특례조항을 두는 것으로 구체적인 방향을 잡았다.⁸⁵⁾ 문제는 자본시장법이 워낙 방대한 분량의 법이다 보니 그 전반적인 개정작업에는 상당한 시간이 걸릴 수밖에 없다는 점이었다. 그러나, 2009년 당시 우리 기업들은 자금조달에 상당히 심각한 어려움을 겪고 있었으므로, 그렇게 오랜 시간을 기다릴 수 있는 상황은 아니었다. 이에 기

83) 임재연, 「자본시장법」(박영사, 2012) 35면; 김도경/윤용희, “탄소배출거래법 도입에 따른 자본시장법상 문제점과 개선방안”, 증권법연구 제11권 제1호, (한국증권법학회, 2010), 202면; 변제호 외4인, 「자본시장법」(지원출판사, 2009) 84면.

84) 2007.8.3. 제정된 자본시장법은 2년반에 걸친 유예기간을 거쳐 2009.2.4.부터 시행되고 있었으나, 유예기간 동안에 변화된 사정을 추가적으로 반영하고 시행과정에서 드러난 문제점들을 시정할 목적으로 자본시장법 전반에 대한 개정작업이 이미 진행되고 있는 상황이었다.

85) 실제 전형적인 수쿠크발행은 SPV를 이용하는 구조가 사용된다는 점을 고려하여, 상장법인이 SPV를 이용하여 수쿠크를 발행하는 경우에는 자본시장법 적용목적상 상장법인이 발행한 것으로 보는 것으로 간주하기 위하여 필요한 기술적인 조항도 함께 둘 예정이었다.

획재정부에서는, 자본시장법 개정은 추진하되, 동시에, 일단 법적 장애물이 존재하는 않는 국외 SPV를 이용한 수쿠크 발행이라도 먼저 추진할 목적으로, 위와 같은 수쿠크 법안을 국회에 제출하게 된 것이다. 그러나, 기획재정부의 예상과는 달리, 동 법안은 엉뚱하게 특정 종교에 대한 특혜시비에 휘말리면서 정치적인 쟁점으로 변질되었고, 결국 실패하고 말았다. 가장 심각한 문제는 그러한 실패로 인한 파장이 너무 크다 보니, 그 이후에는 수쿠크 발행과 관련한 일체의 시도가 모두 중단되었고, 자본시장법은 현재까지도 여전히 증권법의 유형을 위와 같은 여섯 가지로만 규정하고 있다는 것이다.

이와 관련하여, 유가증권 법정주의는 물권과 사원권을 체화하는 유가증권에 관하여만 엄격하게 적용되는 것일 뿐이며, 채권을 표창하는 유가증권의 경우에는 민법의 규정을 근거로 지시식이나 무기명식의 유가증권을 발행할 수 있다는 점 및 수쿠크의 경제적 실질은 여전히 사채로서의 성격을 띠고 있다는 점을 근거로, 유가증권법정주의를 이유로 수쿠크 발행을 허용하지 않는 것은 적절하지 않다는 주장이 제기되고 있다.⁸⁶⁾ 그러나, 이러한 주장은 결국 수쿠크를 민법상 무기명채권(無記名債券)의 일종으로 보는 것을 전제로 한다. 하지만, 수쿠크가 민법상 무기명채권(無記名債券)에 해당된다고 하려면, 수쿠크가 표창하는 권리는 수쿠크 발행자에 대한 금전채권(金錢債權)으로 해석하여야 한다. 수쿠크 소지자는, 기초자산에 대한 수익적 소유자로서, 기초자산으로부터 발생하는 수익을 누릴 권한을 통해 정기적인 금전지급을 수령할 권한을 보유한다는 점에서 수쿠크가 금전청구권을 표창하는 면이 있는 것은 사실이다. 하지만, 이러한 금전청구권은 기초자산의 실적에서 파생되는 것에 불과할 뿐이며 수쿠크 발행자는 확정적인 금액에 대한 지급의무가 없다는 점을 고려할 때, 과연 수쿠크가 표창하는 주된 권리를 수쿠크 발행자에 대한 금전청구권이라고 해석함으로써 수쿠크를 단순한 무기명채권(無記名債券)으로 파악할 수 있는가 하는 점에 대해서는 논란의 여지가 있다고 생각한다. 그런데, 국제금융거래 실무상으로는, 외화표시 금융상품이 발행되어 외국투자자들에게 매각되는 과정에서는, 그러한 발행이 한국법상 적법하며, 금융상품으로서 완전한 법적 효력을 갖는다는 내용의 법률의견서가 요구되는 것이 확립된 관행이다. 하지만, 민법상 무기명채권에 관한 규정을 유가증권 발행근거로 삼을 수 있는지 및 수쿠크가 무기명채권에 해당하는지에 대한 의견의 합치가 없는 상황에서는, 민법상 무기명채권에 관한 조항만을 근거로 한 수쿠크 발행이 법적으로 아무런 문제가 없다는 법률의견서가 발행되기는 현실적으로 어렵다고 본다. 아마도, 최대한 얻어 낼 수 있는 것은, 의견서 작성자의 입장에서는 법적인 문제가 없다고 보지만 금융당국이나 법원에서는 다른 입장을 취할 가능성이 있다는 정도의 유보적 의견서(qualified opinion) 정도일 것이다. 하지만, 국제금융실무상으로는, 유가증권 발행이 이러한 유보적 의견서만으로 진행되는 경우는 흔치 않을 뿐더러, 만약 진행되더라도, 법적 불확실성은 해당 금융상품의 신용등급평가에 직접적인 영향을 미침으로써 발행비용을 증가시키는 요인으로 작용하게 된다. 따라서, 민법상 무기명채권에 관한 규정만으로도 수쿠크 발행이 가능하다는 이론이 다수설로 확립되고

⁸⁶⁾ 이상철, “이슬람채권 수쿠크의 도입에 대한 검토”, 「법과 정책」, 제17집 제2호, (제주대학교 법과 정책연구소, 2011.8.30.) 315-319면.

그것이 금융당국의 공식적 입장⁸⁷⁾으로 채택되는 상황이 아니라면, 민법 제523조-제526조만을 근거로 수쿠크 발행을 추진하는 것은 현실적으로 쉽지 않을 것으로 보인다. 나아가, 수쿠크를 민법상 무기명채권의 일종으로 분류하여 발행을 추진하는 것은 사실 수쿠크라는 이슬람금융상품을 고안해 낸 본래의 목적과는 다소 상충되는 면도 있다고 생각된다. 기본적으로 수쿠크는, 리바(riba)와 가라(ghara)를 금지하는 샤리아의 요구사항에 부합하기 위하여 고안된 금융상품이다. 앞서 살펴본 바와 같이 리바가 금지하는 것이 단순한 이자수취만은 아니고, 이익의 수취를 정당화할 정도의 위험부담이 수반되지 않는 수익을 금지하는 것이며, 이러한 맥락에서 샤리아는 수쿠크 보유자가 기초자산에 대한 소유권(최소한 수익적 소유권)을 보유할 것을 요구하고 있는 것이므로, 수쿠크가 민법상 무기명채권에 해당하도록 거래구조를 짜는 경우에는 샤리아 적합성 판정에 상당히 불리한 요소로 작용할 것으로 생각된다. 특히 앞서 살펴본 2008 AAOIFI 결의문과의 관계에서 고려할 때, 수쿠크를 무기명채권의 일종으로 취급하는 것은, 현실적으로 여러 가지 문제를 초래할 수 있다고 생각된다.

3. 개정 신탁법하에서의 수쿠크 발행 가능성

앞서 본 바와 같이 SPV를 이용한 수쿠크 발행시, SPV는 기초자산에 대하여 수쿠크 보유자를 위하여 신탁을 설정하므로, 수쿠크가 표창하는 것은 결국 기초자산에 대한 수익권이다. 즉, 수쿠크의 법적 성질은 수익권을 표창하는 증서인 것이다. 그런데, 이러한 수익권을 표창하는 증서가 자본시장법상 수익증권에 해당하느냐에 대하여 과거 금융당국은 부정적인 입장을 취한 바 있다. 자본시장법 제4조 제5항은 수익증권을 “제110조의 수익증권, 제189조의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것”이라고 규정하고 있다. 여기서 제110조의 수익증권은 신탁업자가 발행하는 금전신탁계약에 의한 수익권이 표시된 수익증권을 지칭하며, 제189조의 수익증권이란 투자신탁을 설정한 집합투자업자가 발행하는 투자신탁의 수익권을 표창하는 수익증권을 지칭한다. 어느 쪽도 SPV가 발행하는 수익증서인 수쿠크를 포섭하는 개념으로 사용하기에는 무리가 있다. 결국 수쿠크는 수익증권에 관한 정의 조항의 마지막 부분인 ‘그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것’에 해당한다고 보아야 한다. 그런데, 2011년 신탁법이 개정되기 전에는, 수익증권은 아무나 발행할 수 있는 것이 아니었다. 개정 전 신탁법에는 수익증권의 발행에 관한 규정은 아예 존재하지 않았으며, 다만 구 신탁법 제17조의2 제 1항에서 “신탁회사는 금전신탁계약에 의한 수익권을 표시하는 수익증권을 발행할 수 있다.”라고 규정함으로써, 원칙적으로는 신탁회사만이, 그것도 금전신탁계약에 의한 수익권을 표시하

⁸⁷⁾ 자본시장법상 채무증권은 “국채증권, 지방채증권, 특수채증권, 사채권, 기업어음증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것”을 말한다. 따라서, 민법상 무기명채권은 자본시장법상 채무증권에 해당되는 것으로 보인다. 그렇다면, 수쿠크가 자본시장법상 채무증권에 해당하지 않는다는 금융당국의 기존 입장 자체가 바뀌지 않는 한, 금융당국에서, 수쿠크가 민법상 무기명채권에 해당하므로, 별도의 근거규정이 없어도 발행할 수 있다고 해석할 가능성은 별로 없다고 보여진다.

는 수익증권만을 발행할 수 있었으며⁸⁸⁾, 그러한 수익증권의 발행은 같은 조 제2항에 따라 금융위원회 보고사항이었다. 그 결과 2011년 이전에는 실제로는 은행의 불특정 금전신탁, 투자신탁, 유동화증권신탁 등과 같이 특별법에 정함이 있는 경우에 한해 수익증권의 발행이 허용되었을 뿐이다.⁸⁹⁾ 즉, 신탁회사가 아닌 경우에는 수익증권 발행의 근거가 되는 법규 자체가 존재하지 않았기 때문에, 자본시장법 제4조 제5항의 ‘그 밖에 이와 유사한 것으로 신탁의 수익권이 표시된 것’은 사실상 발행될 여지가 없었던 것이다. 그러니까, 2009년 당시에는 신탁회사가 아닌 SPV가 기초자산에 관하여 수익증권 형태의 수쿠크를 발행하는 것 자체가 허용되지 않는 상황이었으므로, 수쿠크를 자본시장법상 수익증권으로 볼 여지는 없었다.

그런데, 2011년 신탁법의 개정으로 인해 이러한 해석은 이제 변경될 필요가 있다. 개정 신탁법은 제78조 제1항에서 ‘신탁행위로 수익권을 표시하는 수익증권을 발행하는 뜻을 정할 수 있다.’라고 명시하고 있기 때문이다. 따라서, 신탁행위로 정하기만 하면 수익증권 발행을 위한 별도의 요건을 정할 필요가 없이 수익증권을 발행할 수 있게 되었다.⁹⁰⁾ 또한 개정 신탁법은 수익증권을 발행할 수 있는 수탁자의 자격에 관하여는 아무런 규정이 없으므로, 수익증권을 발행할 수 있는 수탁자의 자격에 아무런 제한이 없다고 해석하는 것이 합리적이다.⁹¹⁾ 따라서, 개정 신탁법하에서는 신탁회사가 아닌 SPV라 하더라도 수익증권의 발행은 가능하다고 보아야 한다. 한편 자본시장법은 신탁업자의 영업행위에 관하여는 제102조 이하에서 규정하고 있지만, 신탁업자가 아닌 수탁자에 대하여는 별다른 규정을 두지 않고 있다. 또한, 자본시장법 제7조 제1항⁹²⁾에 따르면, 수탁자가 수익증권을 발행하는 것만으로는 투자매매업에 해당하지 않는다. 따라서, 신탁업자가 아닌 수탁자가 신탁행위로 정한 바에 따라 수익증권을 발행하는 경우에는, 이러한 수탁자는 자본시장법상의 신탁업자에 대한 규제는 물론 투자매매업자에 대한 규제도 적용받지 않게 된다.⁹³⁾ 또한, 자본시장법상 신탁업자가 발행하는 수익증권은 금전신탁계약에 따른 수익권을 표시하여야 한다는 제약을 받으나⁹⁴⁾, 신탁법 제78조 제1항은 ‘수익권을 표시하는 수익증권’이라고만 규정하고 있으므로, 신탁법상 수익증권은 신탁설정방법 및 신탁재산의 내용에 대하여 제약을 받지 않는다고 해석된다.

그렇다면, 개정 신탁법하에서는 SPV가 샤리아에 부합하는 기초자산을 보유한 후,

88) 신탁업법을 흡수한 자본시장법은 제 110조 제 1항에서 동일한 내용을 규정하고 있다.

89) 광장신탁법연구회, 「주식 신탁법」(박영사, 2013), 320면.

90) 김상용 감수, 「신탁법 해설」, (법무부, 2012. 4.), 614면; 수익권의 양도성 증대와 거래 비용 감소의 필요성은 몇몇 영리신탁에 국한된 것이 아니므로, 수익증권의 법적 근거를 명확히 하여 부동산개발신탁 등에서 자산유동화 수단으로 널리 활용될 수 있도록 수익증권에 관한 일반적 규정을 마련한 것이다. 광장신탁법연구회, 위의 책, 320면.

91) 광장신탁법연구회, 위의 책, 321면.

92) “자기가 증권을 발행하는 경우에는 투자매매업으로 보지 아니한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 증권은 그러하지 아니하다.”라고 규정하고 있다. 한편, 투자신탁의 수익증권이 아닌 수익증권은 각호의 예외사유에 해당하지 않는다.

93) 광장신탁법연구회, 앞의 책, 321면.

94) 자본시장법 제110조 제1항.

그러한 기초자산에 대하여 신탁법 제3조 제1항 제3호의 규정에 따라 자신을 수탁자로 정하는 선언을 하는 방식으로 신탁을 설정하고 수익증권을 발행하는 방식으로 수쿠크를 발행하는 것이 가능하다고 해석된다. 또한, 이러한 수익증권은 자본시장법 제4조 제5항 소정의 ‘그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것’이므로 자본시장법상 수익증권으로서, 증권발행에 관한 자본시장법의 적용을 받게 된다. 따라서, 현행 신탁법과 자본시장법의 관련 조항을 종합하면, 현재로서는, 추가적인 자본시장법 개정이 없더라도 국내 SPV를 이용한 수쿠크 발행은 가능하다고 해석된다.

4. 소결

2011년 신탁법의 개정을 통해 수익증권을 발행할 수 있는 자에 대한 자격제한이 사라진 이상, 이제는 유가증권법정주의와 관련된 논의와 관계없이, 내국법인은, 신탁법을 근거로, 자신이 수탁자로 되어 있는 신탁재산에 대하여 수익증권을 발행할 수 있게 되었다. SPV를 이용한 수쿠크 발행에서 수쿠크의 법적 성격은 기초자산에 대한 수익권을 표창하는 증서로서 신탁법상 수익증권에 해당하므로, 현행 신탁법하에서는, 국내 SPV를 이용한 수쿠크의 발행이 가능하다. 하지만, 그렇다고 해서 자본시장법의 개정이 무익하다고 할 것은 아니다. 국외 SPV를 이용한 구조와 마찬가지로 국내 SPV를 이용한 수쿠크 발행 역시 조세부담이라는 측면에서 전통적인 사채와 비교할 때 훨씬 불리한 상황이다. 국내 SPV가 수쿠크 소지인에게 지급하는 원본초과금액은 법인세법 제 93조 제1호 소정의 신탁의 이익에 해당되어 원천징수대상이다. 하지만, 이 금액은 사실상 전통적 사채의 이자에 해당하는 금액인 바, 외화표시 사채의 경우에는 현재 조세특례제한법에 따라 원천징수가 면제되어 있다. 이와 같이 조세부담측면에서 전통적 사채와 수쿠크 간에 현격한 괴리가 존재하는 한, 우리 기업의 수쿠크 발행은 효율성이 떨어져 활성화를 기대하기 어렵다. 수쿠크 발행에 필수적으로 수반되는 실물거래와 관련하여 발생하는 취득세, 등록세 등의 부담은 수쿠크의 속성상 어쩔 수 없는 조세라 하더라도, 최소한, 원본을 초과하여 회수하는 수익금에 대한 과세문제와 관련하여서는, 수쿠크와 전통적 사채가 동일선상에 놓이도록 하는 것이 바람직한 조세정책이다. 하지만, 현재로서는 외화표시 사채의 수익금에 대해서만 조세감면을 규정하고 있는 까닭에, 비록 의도한 것은 아니지만, 결과적으로는 수쿠크의 발행을 억제하는 조세정책이 되어 버렸다.

하지만, 신탁법상 수익증권의 발행은 다양한 신탁자산과 관련하여 다양한 거래구조하에 발행될 가능성으로 인해 조세특례제한법에 국내기업이 발행하는 외화표시 수익증권의 수익금과 관련하여 일률적인 조세감면을 규정하는 것은, 자칫 신탁을 이용한 조세포탈의 기회를 제공하는 결과로 이어질 수 있으므로, 조세정책상 전혀 바람직하지 못하다. 하지만, 2009년-2011년 수쿠크 법안과 관련하여 발생한 일련의 사태를 고려하면, 현재로서는, 수쿠크만을 콕 찍어서 조세감면을 규정하는 것은 거론조차 불가능한 상황이다. 그러므로, 기존의 수쿠크 법안처럼, 수쿠크에 해당하는 특정수익증권에 대해서만 조세감면을 부여하는 별도의 법조항을 두는 것은 적어도 현재로서는 실현가능성이 없다고 보여진다.

반면, 2009년 당시 금융당국이 의도하였던 것처럼, 자본시장법에 신종투자증권에 관한 조항이 신설하면서, 외화표시 신종투자증권 일반에 대해 외화표시채권과 동일한 조세감면을 부여하고자 하는 시도에 대해서는 별다른 저항이 없으리라고 생각된다. 우선, 신종투자증권의 발행허용이라는 고도로 전문적이고 복잡한 금융문제가 정치쟁점화 될 가능성도 없거니와, 외화표시 신종투자증권이나 외화표시 채권이나 사실상 자금조달의 기법차이에 불과하므로, 이미 후자에 부여된 조세감면혜택을 전자에도 적용한다고 해서 저항이 있을 것으로 보이지는 않기 때문이다.⁹⁵⁾

현재 외화표시채권에 관한 조세제한특례법 제21조는 다음과 같이 규정되어 있다.

제21조(국제금융거래에 따른 이자소득 등에 대한 법인세 등의 면제) ① 다음 각 호의 어느 하나의 소득을 받는 자(거주자, 내국법인 및 외국법인의 국내사업장은 제외한다)에 대해서는 소득세 또는 법인세를 면제한다. <개정 2010.1.1., 2011.12.31., 2014.12.23.>

1. 국가·지방자치단체 또는 내국법인이 국외에서 발행하는 외화표시 채권의 이자 및 수수료

....이하 생략....

자본시장법에 신종투자증권에 관한 조항이 신설되는 경우에는, 단지 위 제21조 제1항 제1호를 “국가·지방자치단체 또는 내국법인이 국외에서 발행하는 외화표시채권 또는 외화표시 신종투자증권의 이자, 수익 및 수수료”로 수정하기만 하면, 현재 외화표시 채권에 부여되고 있는 세제혜택을 신종투자증권에도 동일하게 부여하는 것이 가능해진다. 수쿠크 법안처럼 별도로 장황한 조항을 신설할 필요조차 없는 것이다. 그렇다면, 자본시장법상 신종투자증권의 개념을 정의함에 있어, 수쿠크도 포함되도록 포괄적으로 정의하면, 수쿠크를 위한 별다른 조세감면조항을 두지 않더라도, 사실상 수쿠크에 대해서 외화표시채권과 동일한 조세감면을 부여할 수 있게 된다. 자본시장법은 각각의 증권 개념에 따라 별도의 구체적인 규정을 두고 있지만, 개별 증권에 따라서는 두 개 이상의 유형에 중복하여 해당하는 것은 문제되지 않는다.⁹⁶⁾ 그러므로, 수쿠크가 신종투자증권이면서 신탁증권으로서의 속성도 갖고 있는 경우에는, 투자자 보호를 위해 양쪽의 규제를 모두 적용받도록 하거나, 또는 신종투자증권과 관련된 규제만으로 투자자 보호에 충분하다면, 이 경우에는 신탁증권의 규제는 적용을 배제하는 것으로 규정하면 될 것이다. 따라서, 수쿠크의 속성으로는 자본시장법상 수익증권에 해당하여, 별도의 법개정 없이 발행가능하다고 하더라도, 효율적인 수쿠크 발행을 위해서는, 수쿠크를 신종투자증권의 일종으로 포섭하는 방향으로 자본시장법을 개정하는 것은 여전히 필요하다고 생각된다.

95) 최소한 특정 종교에 대한 특혜부여라는 시비에 휘말리지는 않을 것이다.

96) 임재연, 앞의 책, 35면; 변제호 외4인, 앞의 책, 84-85면.

VI. 결론

이슬람 금융은 리바(riba)와 가라(ghara)를 금지하는 샤리아의 요구에 부합하기 위해 실물거래를 필수적으로 수반하는 까닭에 전통적 금융과 비교할 때 상대적으로 비용이 많이 드는 거래방식이다. 따라서, 경제적 효율성은 전통적 금융에 비해 다소 떨어진다고 하겠다. 하지만, 2007년 서브프라임 파동으로 촉발된 글로벌 금융위기의 주범으로 꼽히는 CDO의 발행 및 투자은행들의 투기적인 거래행태들은 적어도 샤리아가 준수되는 한 발생할 수 없었던 것들이었다는 점을 생각하면, 역설적으로 이슬람 금융의 비효율성이야말로 거래당사자간의 공평을 유지함으로써 사회정의를 실현하고 투기적 거래를 방지함으로써 금융시장의 안정성을 지키는 기능을 하고 있다고 할 수 있다. 실제 글로벌 금융위기시 이슬람금융부분은 금융시스템의 안정성 면에서 상대적으로 우월한 모습을 보여주었으며 이에 따라 빠른 증가세를 보이는 오일머니를 안정적인 자금조달원으로 활용하자는 인식이 세계적으로 확대되고 있는 상황이다.⁹⁷⁾ 세계 각국은 이미 이슬람 금융을 유치하고자 적극적인 제도의 개선에 나서고 있으며 최근에는 일본도 자국의 법령을 개정해 수쿠크 발행을 위한 환경을 정비한 바 있다.⁹⁸⁾ 우리나라의 경우, 2011년 이전에는 수쿠크라는 유가증권 발행의 근거가 될 만한 법규의 부존재로 인해 국내기업의 수쿠크 발행은 해외 SPV를 이용하는 길밖에 없었다. 하지만, 해외 SPV를 이용하는 구조는 각종 조세부담으로 인한 비효율성으로 인해 활용도가 떨어지는 상황이었다. 2011년 신탁법 개정을 통해 신탁업자가 아닌 경우에도 수익증권 발행이 허용됨에 따라 국내 SPV를 통한 수쿠크 발행의 길이 열리기는 했지만, 이러한 발행구조 역시 조세부담으로 인해 실제 활용가능성은 그다지 크지 않다고 보여진다. 수쿠크는 전통적인 사채에 비해, 구조적으로 조세부담이 높을 수밖에 없는데, 수쿠크 투자수익의 경우에는, 전통적 사채 이자에 대해 부여되고 있는 조세감면 혜택마저도 부여되지 않는 까닭에, 양자 간의 조세부담의 괴리는 더욱 벌어졌기 때문이다. 수쿠크 발행이 활성화되려면, 전통적인 사채에 부여되고 있는 조세감면 혜택을 수쿠크에도 부여함으로써, 투자원본을 초과하는 수익에 대한 조세만이라도 양자가 동일선상에 놓일 수 있도록 할 필요가 있다. 그것이 양자간의 형평성에도 부합한다. 하지만, 수쿠크법안과 관련된 종전의 시행착오를 고려할 때, 현재로서는 드러내놓고 수쿠크에 대한 조세감면을 추진할 수 있는 상황은 아니며, 보다 섬세하고 세련된 접근방식이 필요하다고 본다. 현재 그런 방식으로 고려해 볼 수 있는 것 중 하나가 자본시장법에 신종투자증권에 관한 규정을 두는 것이다. 어차피 자본시장의 경쟁력을 고려할 때 자본시장법에 규정되어 있는 증권유형에 포섭되지 못하는 다양한 대체투자증권을 도입할 필요성은 존재하므로, 이러한 대체투자증권들에 관한 일반적인 발행근거규정을 자본시장법에 규정하면서 그 규정이 수쿠크까지 포섭할 수 있도록 개념을 탄력적으로 정의하자는 것이다. 자본시장법에 이러한 규정이 도입된 후에는, 조세특례제한법상 외화표시채권의 이자에 대한 조세감면대상을 이러한 신종투자증권의 투자수익에까지 확장하는 방향으로 조세특례제한법의 규정을 수

97) 김정렬, 앞의 논문, 1226면.

98) 손태우/김홍배/정태우, 앞의 논문, 199면.

정하는 것은, 특별히 수쿠크에만 새로운 조세감면을 부여하는 것이 아니므로 큰 저항이 없으리라고 생각된다. 따라서, 수쿠크 발행이 활성화되려면, 여전히 자본시장법의 개정은 필요하다고 생각한다.

ETN 시장의 도입 및 법적 과제

발표자 : **엄세용** 부장 (한국거래소)
토론자 : **장근영** 교수 (한양대)
 김성용 교수 (성균관대)
사회자 : **박 준** 교수 (서울대)

ETN 시장의 도입 및 법적 과제

2015. 5. 1

한국거래소(KRX)
엄세용 부장

목 차



I. 도입배경

II. ETN 개관

III. ETN 시장 및 거래제도

IV. 법적 과제 및 결어

I. 도입배경

도입의 배경

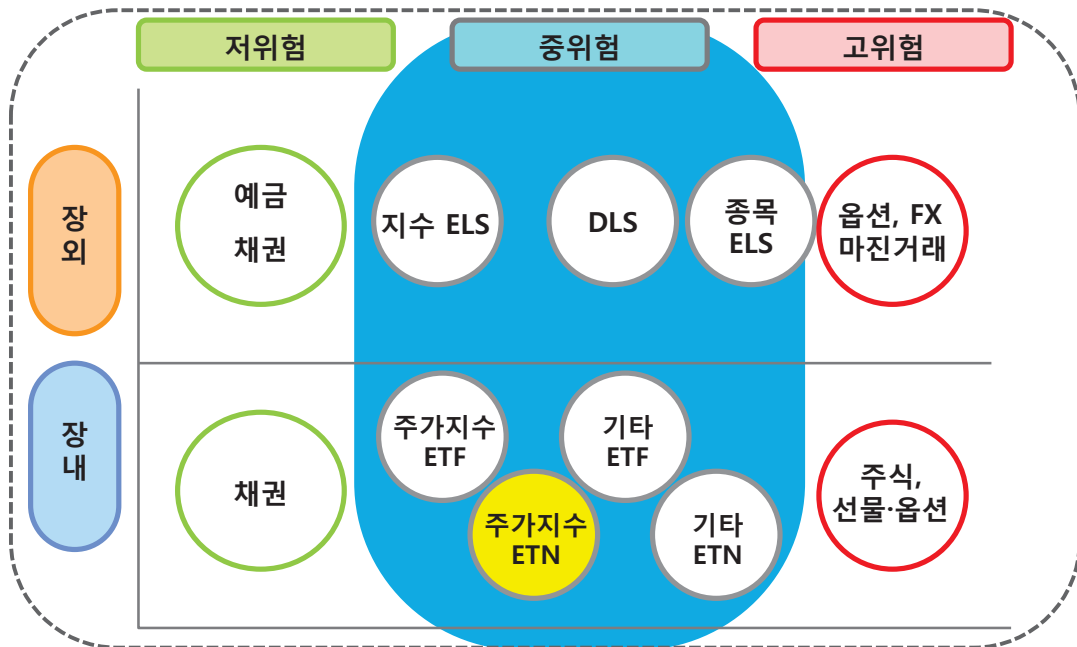


● ETN의 도입 환경

	과 거	현재 / 미래
경제 상황	고성장(5~10%) 고금리(5~7%)	저성장(3% 이하) 저금리(3% 이하)
증시 상황	08년 금융위기 이후 지속 상승 (1,000→2,200)	최근 3~4년간 박스권 장세 (1,800~2,100)
투자 자산	부동산(75%), 금융자산(25%)	선진국 사례 : 부동산(40%), 금융자산(60%)
금융 투자 상품	주식, Active fund	간접 투자(ETF, ELS 등) 알파 투자(초과수익 추구)
소득대체율 (공적연금)	50%	40% (2028년)

▷저금리 · 저성장 환경 속에 투자자 니즈에 부합하는 다양한 투자수단
제공을 위해 ETN 시장 개설

● 투자위험별 금융상품 분류 : **ETN은 중위험상품**



5

ETN 시장의 기능

① 자본시장 발전 및 활력 증진

- (투자자) 수수료 비싼 해외 직접투자 대신 저렴한 ETN 투자
- (증권업계) 상품개발, 자산운용 경험 과정을 통해 금융 혁신
- (자본시장) ETN 위험관리를 위한 거래 창출로 유동성 제고

② 국내·외 우량기업 투자 수단

- 기초지수 구성 종목 수를 5종목으로 완화하여, 국내·외 우량 기업에 소액 분산투자 가능

☞ 소액으로 고가의 대형우량주에 분산투자 효과

☞ 국내에서 해외 우량주 투자 및 우량기업 상장유치 효과

6

③ 투자대상의 다양화 및 접근성 확대

- 증전에 접근하기 어려웠던 투자대상 · 전략을 일반투자자가 활용

☞ (투자대상 확대) 해외지수, 원자재, 금리, 변동성 등

☞ (투자전략 발굴) 롱숏, 섹터 로테이션, 옵션매도 등

④ 시장수요에 맞춘 상품의 신속 제공

- ETN은 상장심사 기간이 15영업일로 신속한 상장을 통한 거래

* ETF는 약 20영업일 소요

☞ 다양한 투자수요 및 시장의 최신 트렌드 적시 흡수

II. ETN 개관

ETN의 법적 개념

● ETN(Exchange Traded Note, 상장지수증권)의 개념 정의

“자본시장법 §4⑦에 따른 **파생결합증권**으로서 법 §4⑩에 따른 **기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수의 변동과 연계하여** 미리 정하여진 방법에 따라 이익을 얻거나 손실을 회피하기 위한 계약상의 권리를 나타내는 증권” (상장규정 제138조제2호)

- 자본시장법(§4⑩)상 「파생결합증권」 및 소득세법(영 §26-3①3)상 「상장지수증권」 정의를 사용하여 ETN을 정의
- 기초지수의 변동에 연계하여 사전에 정해진 수익을 지급하는 증권
 - (발행자) : 증권사, (유통시장) : 거래소에 상장하여 불특정다수가 거래 참여



● 자본시장법상 「파생결합증권」 vs. 상법상 「파생결합사채」

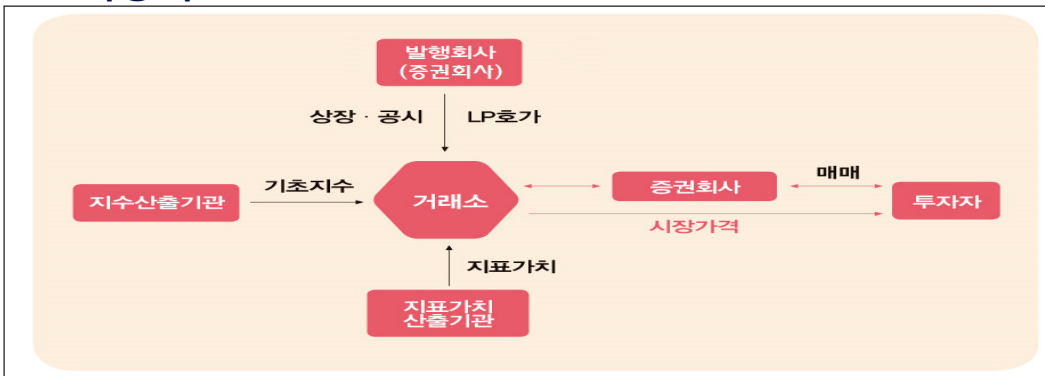
	파생결합증권	파생결합사채
개념	기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것	유가증권이나 통화 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채
법적 성격	파생결합증권	사채권
발행 주체	소정의 자격을 갖춘 「증권회사」	상법상 주식회사
발행 목적	금융상품 (투자수단 제공, 판매이익 추구)	일반회사의 자금조달 수단

● ETN의 상품 수익 구조

- 투자기간 동안의 기초지수 수익률에서 약정보수 등 제비용을 차감한 금액을 투자자에게 지급

$$\text{ETN의 실질가치} = \text{기초지수 누적 수익} - \text{제비용}$$

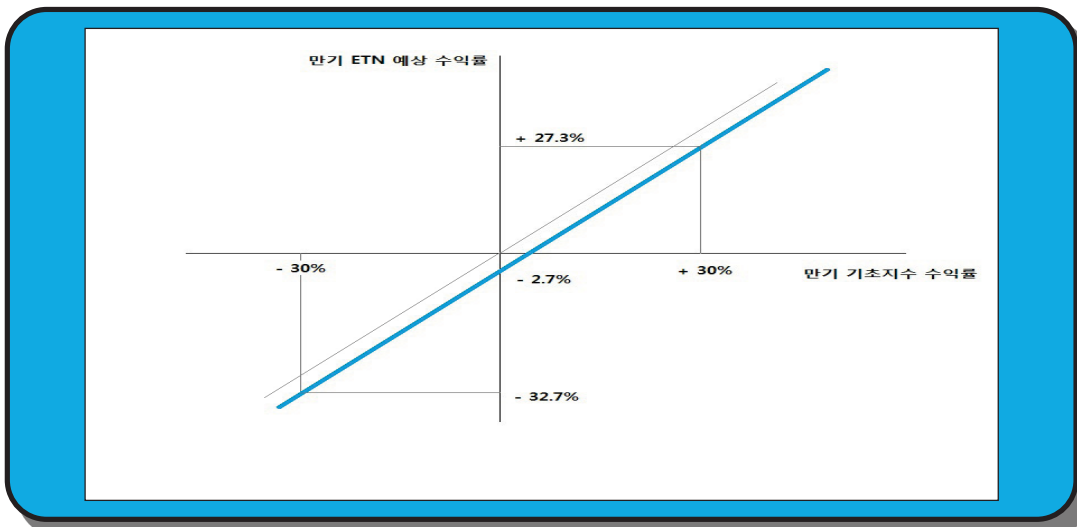
● ETN 시장 구조



11

(ETN 수익 구조 : 예시) : 삼성증권 발행 「Prefex 유럽 고배당주식 ETN」

- 1) 만기일에 기초지수 수익률이 30%인 경우
 - 수수료 등 비용(2.7%)를 제외한 27.3% 수익을 지급
- 2) 만기일에 기초지수 수익률이 -30%인 경우 : 마찬가지로 방식으로 -32.7% 수익률



12

ETN의 발행 및 유통

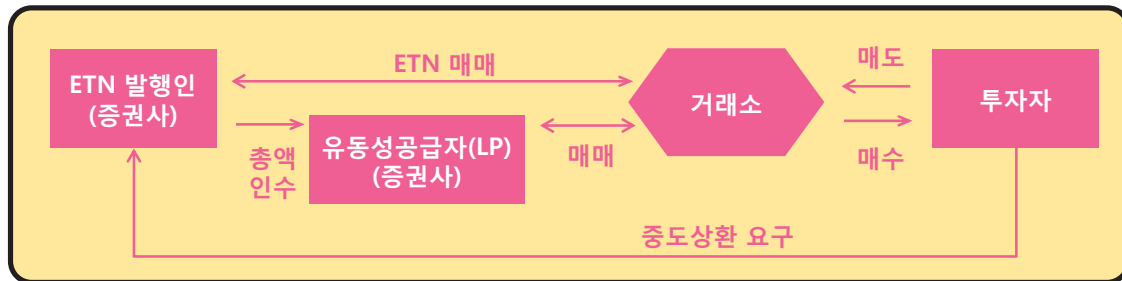


● 발행시장

- 신용도가 높은 증권사에 의해 발행
- 발행 증권사 본인 또는 제3의 유동성 공급자가 인수 후 장내 매각(모집)
- 신규 발행 후 시장 수요에 따라 추가 발행

● 유통시장

- 거래방식은 주식과 동일
- 유동성공급자(LP)가 실시간 매수·매도 호가 제시 (스프레드 1%: 국내주식)
- 지표가치를 실시간으로 제공 (장중 가격 발견 지원)



13

ETN 기초지수



● 기초지수

- (성격) 다양한 투자전략 구사가 가능한 **맞춤형 지수**
- (구성 종목수) : **5종목 이상**
 - 동종자산 : 주식·채권 각 5종목 이상(국채의 경우 3종목)
 - 이종자산 : 파생상품과 주식을 혼합(파생상품 기초자산 5종목 이상)
 - ☞ 상품구성의 용이성으로 ETF(10종목 이상)보다 다양한 상품 개발 가능
- (제한 대상) 시가총액 가중방식의 **시장 대표지수, 섹터지수 (ETF와 차별화)**
 - 각 구성종목의 비중은 30% 이내

※ (기초지수 구성의 예시)

기초지수 구성	사 례	가능 여부
지수선물 + 주식 1종목	코스피 200선물 + 삼성전자	○
주식선물 5종목	삼성전자선물 + 현대차선물 + SK하이닉스선물 + 한국전력선물 + POSCO선물	○
주식선물 1종목 + 주식 1종목	삼성전자선물 + 현대차	X

14

타 금융상품과의 비교

● ETF - ETN의 비교

□ 공통점

- ① 기초지수 수익률과 연동
- ② 거래소 상장

□ 차이점

- ① (발행주체) **ETN은 증권회사, ETF는 자산운용사가 발행**
- ② (신용위험) **ETN은 증권회사의 무보증·무담보 상품, ETF는 펀드보유자산을 신탁재산으로 별도 보관**
- ③ (기초지수) **ETN은 5종목 이상, 다양한 전략·구조 등 맞춤형 지수**
ETF는 10종목 이상, 시장추종형 지수
- ④ (자산운용) **ETN은 운용제한이 없으나, ETF는 운용 제한 있음**
- ⑤ (상품구조) **ETN은 약정된 기초지수 수익 제공, ETF는 운용실적에 따라 투자수익 상이**
- ⑥ (만기) **ETN 만기는 1년 이상 20년 이하, ETF는 만기 없음**

< ETN · ETF 비교 >

구분		ETN (Exchange Traded Note)	ETF (Exchange Traded Fund)
법적 성격		파생결합증권	집합투자증권
만기		1년 이상 20년 이하	없음
발행자	주체	증권사	자산운용사
	신용위험	있음	없음 (신탁재산으로 보관)
기초지수	성격	맞춤형 지수	시장추종형 지수
	구성종목 수	5종목 이상	10종목 이상
	자산 운용제한	없음	있음
투자 수익		지수수익	운용수익

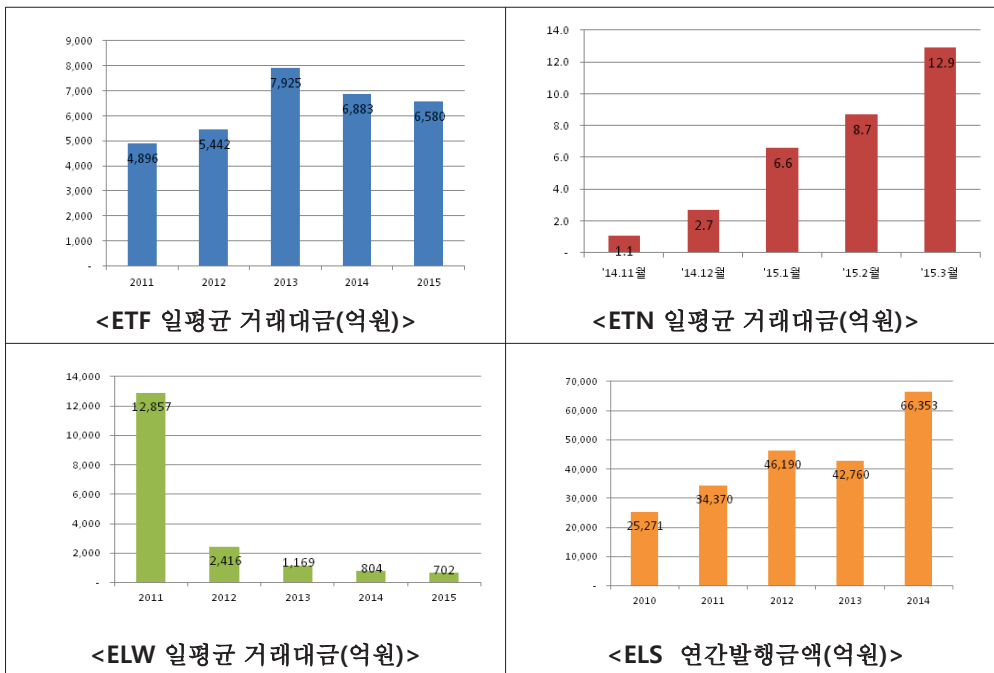


● ELS-ELW와 비교

- ◆ (공통점) ① 증권사가 자기신용으로 발행하는 파생결합증권
 ② 원금비보장형이 다수 ③ 자산운용 제약이 적은 편
- ◆ (차이점) ① ETN/ELW : 상장 상품 vs ELS : 장외 상품
 ② 경제적 실질에 있어 차이

구 분		ETN (상장지수증권)	ELW (주식워런트증권)	ELS (추가연계증권)
공통점	법적성격	파생결합증권		
	발행자	증권사		
	발행자 신용위험	있음		
차이점	장내/장외	거래소 상품	거래소 상품	장외 상품
	경제적 실질	인덱스상품	옵션상품	조건부 확정수익상품

(참고) : 주요 파생결합증권 거래 현황



(참고) : 미국의 ETN, ETF, 개방형 인덱스펀드 비교



	ETN	ETF	개방형 인덱스 펀드 (open-ended index mutual fund)
발행종류	SEC에 등록된 채권 (debt security)	등록된 투자회사(TRUST, 파트너쉽도 존재)	등록된 투자회사가 발행
소유 (ownership)	발행자의 senior, unsec ured, debt securities	기초자산에 대해 소유권	기초자산에 대한 소유권
신용위험	발행자의 지불능력	없음	없음
유동성	장중거래 및 환매	장중거래 및 환매	일중 시장마감 시 순자산가치 (NAV)에 의한 환매
트래킹에러	발행자는 해당인덱스의 수익률 제공	펀드매니저는 청산 시 수수 료를 제외한 NAV를 제공	펀드매니저는 환매 시 수수료를 제외한 NAV를 제공
연간 수수료	0.40% ~ 1.25%	0.14% ~ 0.82%	0.01% ~ 1.59%
가격결정	장중(intraday)	장중(intraday)	장 마감시의 NAV
만기	일반적으로 15~30년	없음(영구적)	없음(영구적)

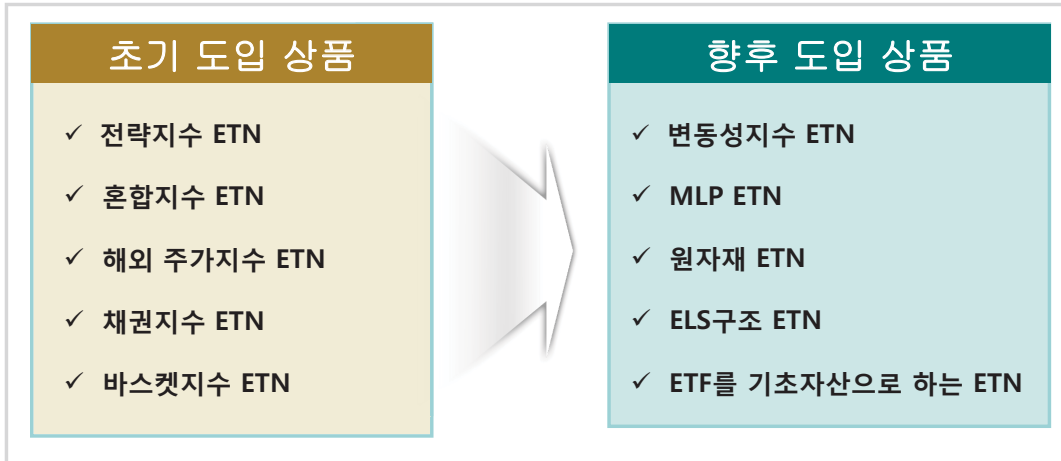
19

III. ETN 시장 및 거래제도



ETN 상품의 종류

- ◆ (도입 초기) 익숙하고 이해하기 쉬운 상품 위주
- ◆ (향후 도입) 변동성, 원자재 등 다양한 상품으로 확대



ETN 시장 현황 및 상장종목

ETN 시장 현황('15.3.20)

종목수	발행 증권사	발행원본액	지표가치총액
11종목	7사	5,200억원	5,435억원

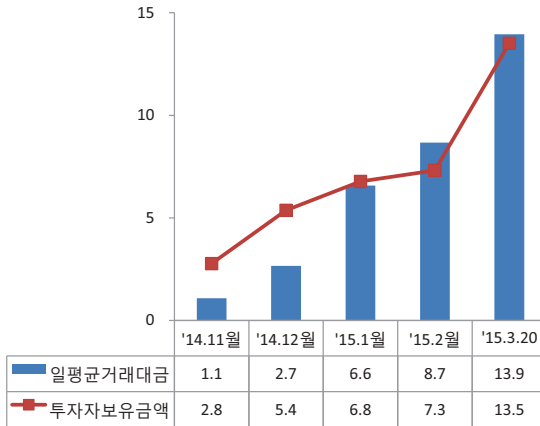
상장종목 현황('15. 3월 기준)

발행사	종목명	상품유형
신한	신한 K200 USD 선물 바이셀 ETN	국내 혼합
	신한 USD K200 선물 바이셀 ETN	국내 혼합
대우	대우 로우볼 ETN	국내 주식
삼성	Perfex 유럽 고배당 주식 ETN(H)	해외 주식
우리투자	octo Big Vol ETN	국내 주식
	octo WISE 배당 ETN	국내 주식
한국투자	TRUE 코스피 선물매수 콜매도 ETN	국내 주식
	TRUE 코스피 선물매도 풋매도 ETN	국내 주식
현대	able 코스피200선물플러스 ETN	국내 혼합
	able Quant비중조정 ETN	국내 주식
미래에셋	미래에셋 미국 바이백 ETN(H)	해외 주식

ETN 거래 동향



월별 거래 및 투자자 보유 규모(억원)



투자자별 일평균거래대금(백만원)

	'14.11	'14.12	'15.1	'15.2	'15.3.20
개인	54 (50.1%)	134 (50.2%)	350 (53.2%)	489 (56.4%)	773 (55.4%)
LP	54 (49.7%)	132 (49.8%)	305 (46.4%)	373 (43.0%)	617 (44.3%)
그 외	0.2 (0.2%)	0.04 (0.0%)	3 (0.4%)	5 (0.5%)	4 (0.3%)

▪ 거래규모 및 투자자보유(매출) 금액 증가

▪ 주로 "LP와 개인" 위주로 거래
▪ 개인 거래 비중 증가 추세

23

상장·퇴출 제도



● ETN 상장 요건

□ 발행자 자격요건

[발행자 상장·퇴출 요건 비교]

	상장 요건	퇴출 요건
투자매매업	인가 3년 이상	인가 취소 시
자기자본	1조원 이상	5천억원 미만
신용등급	AA- 이상	투자적격등급 미만 (BBB-)
NCR	200% 이상	150% 미만 3개월 지속 또는 120% 미만
감사의견	적정	부적정, 의견거절

□ 지수 요건

- 거래소 또는 외국거래소 시장에서 거래되는 기초자산 가격변동을 종합적으로 나타내는 지수
- 기초지수에 주식, 채권 포함 시 **최소 5종목 이상**

24

□ 상품 요건

- 공모로 발행
- 발행규모 : 종목당 발행총액 200억원 & 발행증권주 10만주 이상
- 발행한도 : 자기자본의 50% 이내
- 만기 : 만기가 1년 이상 20년 이내
- 지수에 대한 법적 권한을 가진 자(S&P 등)와 지수 사용계약 체결

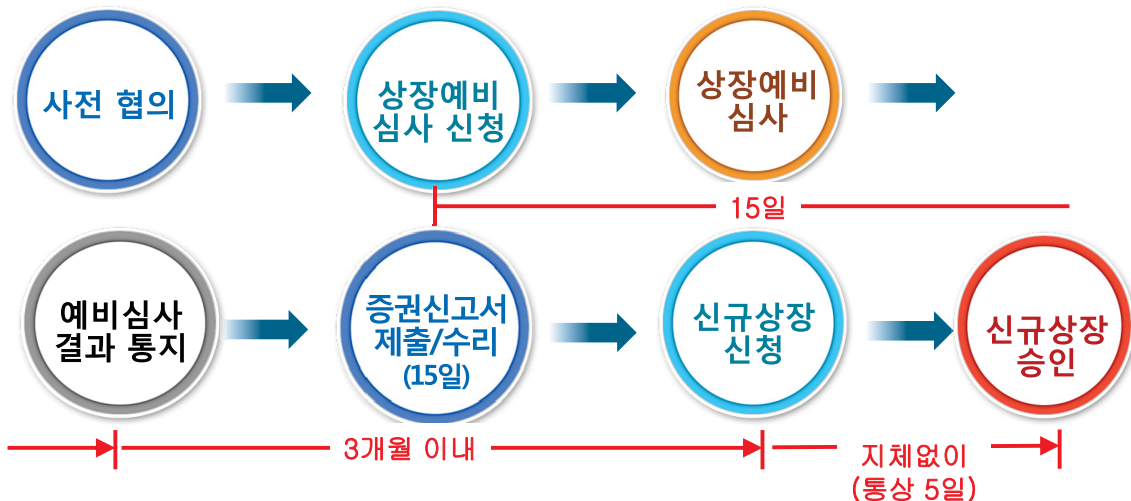
● 퇴출 제도

□ 상품 요건

- 지수의 산출·이용이 불가능하거나 산출기준 변경 시
- 발행규모(50억원) 또는 거래대금(500만원) 기준 2분기 연속 미달
- 유동성공급자 자격요건 미달·교체사유 발생 후 1개월간 교체가 없는 경우
- 그 밖에 만기상환, 고의·중과실 신고의무 위반, 발행사 전부보유에 따른 자진 상장폐지신청 등의 경우

(참고) : ETN 상장 절차

- ◆ 상장적합성 심사를 위해 신규상장신청 전 상장예비심사 (15일)
- ◆ 심사승인 후, 금감원 증권신고서 제출 및 신규상장신청 절차 진행



매매 제도



구분	내용
매매거래시간	· 정규시장 (09:00~15:00) · 시간외시장(07:30~08:30, 15:10~18:00)
호가 종류	· 지정가, 시장가, 조건부지정가, 최유리지정가, 최우선지정가
매매수량단위	· 1증권
가격제한폭	· 기준가격의 상하 15% * 기준가격 : 전일종가(신규상장시에는 지표가치)
결제	· 거래성립일로부터 2일(T+2) 후 결제

27

과세 제도 : ETF와 동일



- 증권거래세 : 비과세 [증권거래세법]
- 배당소득세 [소득세법]

		국내주식형 ETN (국내주가지수)	국내주식형 이외의 ETN (채권, 해외, 상품지수 등)
현금 분배금**		배당소득세 과세 · 현금분배금 【시행규칙 §14①1.】	배당소득세 과세 · Min (분배시 과표 - 매수시 과표 ± 과세유보금, 현금분배금) 【시행규칙 §14①2.】
매매 차익	환매 (중도 · 만기상환)	배당소득세 과세 · 상환시 과표 - 분배 직후 과표 【시행규칙 §14②1.】	배당소득세 과세 · 상환시 과표 - 매수시 과표 ± 과세유보금 【시행규칙 §14②2.】
	장내 매도	비과세 【시행령 §26-3②】	배당소득세 과세 · Min (매도시 과표 - 매수시 과표 ± 과세유보금, 매도가 - 매수가 ± 과세유보금) 【시행규칙 §14③】

* 과세유보금 : 직전 결산 · 분배 시 발생한 과세처리 되지 아니한 투자자별 손익

28

IV. 법적 과제

1. 파생성 증권에 대한 상법과 자본시장법 적용



● '11년 상법 개정시 도입 : 상법상 「사채」의 한 종류로 규정(상법 §469②3)

- 이사회 결의만으로 발행 가능하며, 이사회에서 발행조건과 방법 결정 (상법 §469①)
- 발행시 사채청약서에 기초지표, 상환 및 지급금액 결정방법을 기재 (상법시행령 §24,25)

< 파생결합사채와 파생결합증권 비교 >

구 분	파생결합사채	파생결합증권
성 격	사채	파생결합증권
발행자	주식회사 일반	금융투자회사(소정의 증권회사)
발행한도	없음 (중전에는 현존 순자산액의 4배 이내)	파생결합증권별 한도 설정
공시	사채청약서	증권신고서
투자자 보호	특별한 법적 장치 없음	LP제도, 증권사 규제, 거래소 시장관리

● 자본시장법의 원금보장형 파생결합증권의 성격 조정

- '13. 8월 자본시장법 개정 : 동법 제4조제7항제1호 개정

- 파생결합증권 개념을 **경제적 실질, 발행목적 등을 감안**하여 채무증권과 구별

○ **이자연계 파생결합증권**을 파생결합증권에서 제외(채무증권화)

1호. 발행과 동시에 투자자가 지급한 금전등에 대한 **이자, 그 밖의 과실(果實)에 대하여만 해당 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계된 증권**

○ 기타 제외 증권 : 옵션, 조건부 자본증권, 신주인수선택권증권, CB, BW, EB

● 파생성 상품에 대한 상법/자본시장법의 시각

(1) 상법상 파생결합사채

○ 파생결합사채는 **“원본보장형 + 원본비보장형”**도 모두 포함되는 것으로 해석(최광의 사채)

(※ 참고) 상법상 사채의 범위(학설)

- ◆ **협의** : 만기에 원본 + 이율에 의한 이자 (원본 보장)
- ◆ **광의** : 원본 상환의무를 포함한 채무 (원본 보장)
- ◆ **최광의** : 증권화된 채무 (원본 비보장)

(2) 자본시장법상 파생결합증권

○ 원본까지 **“파생성”이 연계된 경우**만 파생결합증권으로 인정

⇒ “이자 등 과실에만 연계하는 증권(원본보장형)”은 채무증권으로 분류

● 파생성 증권에 대한 자본시장법과 상법의 분류

① 원본손실 가능성 있는 파생결합증권

- 상 법 : 법무부 유권해석
 - ELS : 파생결합사채 해당
 - ELW : 원본이 없어 상법상 파생결합사채 해당하지 않음
- 자본시장법 : 파생결합증권

② 원본손실 가능성 없는 파생결합증권

- 상 법 : 파생결합사채
- 자본시장법 : 채무증권

● 파생성 상품에 대한 상법과 자본시장법 적용 문제

① 상법상 파생결합사채와 자본시장법상 파생결합증권 요건을 충족하는 증권은 양법 모두 준수 필요

- 파생결합사채 공모시 : 자본시장법상 공모 규제 적용
- ELS 발행시 : 상법의 발행절차(이사회 결의 등), 사채원부 및 사채청약서 작성(상법 제474조, 제488조) 등

② 공모 파생결합사채에 대한 상법 규제 적용 배제 필요성

- ELS(상법상 파생결합사채, 자본시장법상 파생결합증권) 공모시
 - 상법상 사채청약서, 사채원부 ↔ 자본시장법상 증권신고서, 등록 발행
 - * 상법 요건 위반시 : 과태료 처분 대상
- 상법 규정은 자본시장법의 정교한 투자자 보호절차 감안시 중복 부담
 - ⇒ 자본시장법상 투자자보호요건 준수시 상법 규제의 적용 배제 근거 필요

(개선과제)

- 상법상 파생결합사채에 대한 규제 : 한도 규제, 취득자 보호(공시 등)
- 공모 파생결합사채에 대한 "상법 규정" 적용 면제 근거 마련
- 상법과 자본시장법간 인위적 증권 분류의 혼란 해소
- 중장기적으로 일반 주식회사의 파생결합사채 허용 실익 평가 검토

2. 발행주체의 제한 및 한도규제 문제

● 파생결합증권 종류에 따라 발행자격 요건이 다기화

- 파생결합증권은 다수 투자자를 대상으로 금융투자업자의 영업대상 상품으로서 취급되므로 영업질서 및 투자자 보호를 위해 발행 및 운영 규제 필요

※ 자본시장법은 기본적으로 영업적 파생결합증권 발행을 「투자매매업(dealing)」으로 규제

- | | |
|----------------------------------|-------------|
| - ELS : 장외파생상품 인가 증권사 (자시법 시행령) | 장외상품 |
| - ETN : 소정의 증권사 (거래소 상장규정) | 장내상품 |
| - ELW : 장외파생상품 인가 증권사 (거래소 상장규정) | 장내상품 |

< 미국 NYSE의 ETN 발행 >

- ETP(Equity Holder Trading Permit) : 34년법 §15에 따른 등록 브로커-딜러 [NYSE Rule 5.2(j)(6)]
- 발행자의 유형자산(tangible asset) : 2억 5천만불 이상

< ELW · ETN · ELS 및 ETF의 발행자 요건 비교 >

상품	상품별 발행자 요건	근거
ELW (파생결합증권)	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 증권 · 장외파생상품 투자매매업 인가 ◇ 영업용순자본비율 200%이상 및 순자본비율 100% 이상 	유가증권시장 상장규정 제140조
ETN (파생결합증권)	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 증권 · 장외파생상품 투자매매업 인가 3년 이상 ◇ 자기자본 1조원 이상 ◇ 신용등급 AA- 이상, 영업용순자본비율 200% 이상, 순자본 비율 100% 이상 및 최근 3년간 감사의견 적정 	유가증권시장 상장규정 제149조의3
ELS (파생결합증권)	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 증권 · 장외파생상품 투자매매업 인가 	자본시장법 시행령 [별표1] 각주
ETF (집합투자증권)	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 집합투자업 인가(자산운용사) * (지정참가회사) 법 시행령 제247조 각 호의 업무를 수행 하계 하려고 집합투자업자가 지정한 자(증권사) 	자본시장법 제12조(업 인가) 법 제234조제2항

● 파생결합사채의 위험성 및 규제 필요성

- 이론상 기초자산 변동폭에 따라 파생결합사채의 상환 또는 지급 금액의 확대 가능성
- 파생결합사채 발행한도에 대한 규제 장치 미흡
- 발행회사의 지급불능(파산) 및 이로 인한 「사채권자 피해」 가능성
- 자본시장법의 파생결합사채 발행에 대한 공시 및 발행 규제 취지 참조 필요
 - ☞ 상법 도입후 일반 기업의 파생결합사채 발행 사례는 거의 없는 것으로 파악

(참고) 금융투자회사의 파생결합증권 규제 (금투협이 “금융투자회사영업및업무규정” 제5장)

- 1) 단기물 발행 제한 : 만기 3개월 이상
- 2) 기초자산 제한 : 기초자산은 유동성, 신뢰성, 접근성, 이해가능성 구비
- 3) 구분관리 : 헤지자산의 고유자산과의 구분관리 및 모니터링
- 4) 내부통제 및 위험관리, 불공정거래 예방

● ETN, ELS, ELW 등 발행규모에 대한 통합 관리 미흡

- 신용위험을 안고 있는 다량의 파생결합사채 발행에 따른 리스크 종합 관리 필요

(개선과제) 파생결합증권 발행자격요건의 통일
파생결합증권 발행규모에 대한 종합 통제 시스템 마련

3. 구조화상품으로서 투자자 보호 문제



● 공시 규제 : 높은 정보 비대칭성 극복

- 증권신고서 : 구조화 증권에 적합한 별도 서식 제시
- 적정 가격의 제시 : 가격 산정 근거, 산출가격의 실시간 제공, 변동성과 같은 핵심 파라미터에 대한 공시 등
- 수수료 공시 : 발행인과 투자자의 이해상충 완화 측면

● 상품 구조의 규제 : 원금 손실 가능성에 따른 투자자 보호 필요성

- 원금 비보장 구조, 이색옵션 등에 대한 일반투자자 접근 제한 문제 (노르웨이, 프랑스)
- 원금비보장 상품의 원본손실 한도를 일정비율로 제한(예, 30%) (독일은 장내거래 구조화상품의 63%가 원금보장형 ('10년도 기준))

39



● 상품 판매의 규제 : 상품 이해의 어려움 및 상품간 비교 기간 고려

- 계약후 해지(숙려기간) 허용 가능 여부
 - ▷ 불특정 투자자가 참여하는 시장내 매각방식을 택하고 있어 숙려기간 도입 곤란

● 불공정거래의 규제 : 연계상품에 대한 불공정 감시 필요

- ELS 등 비상장증권과 상장 기초자산이 연계된 불공정거래도 규제 가능하나 (법 제176조제4항), **장외상품의 속성상 연계시장감시에 어려움**
- ETN은 상장증권이므로 기초자산과 연계한 불공정거래 감시가 용이

(개선과제)

- 투자자를 보호하기 위한 선진국의 공시, 상품구조, 판매 등의 규제 도입 검토

40

4. ETN 과세의 형평성 문제



● 매매차익에 대해 기초자산의 국내/역외 간 상이한 과세

- 펀드의 경우, **국내·역외** 여부에 상관 없이 모두 **배당소득세**로 과세
 - 그러나 **역외 ETF(ETN)**는 **매매차익에 대해 양도소득세** 부과

	펀드		ETN(ETF)	
	국내	역외	국내	역외*
세목	배당소득세		배당소득세	양도소득세
세율	15.4%		15.4%	22%
종합과세	종합과세 (최고 41.8%)		종합과세 (최고 41.8%)	분리과세

* 역외 ETF 대부분이 '신탁형'이 아닌 '회사형'임

41



● ETN 과세 형평성 제고 필요

- 경제적 실질이 같은 국내·외 ETF간 과세 차이로 국내 상장 상품이 상대적으로 불리
 - **국내펀드**는 상장여부, 판매장소 등에 따라 상관없이 **배당소득세**를 부과하나, **역외펀드**는 **상장여부**에 따라 **세금이 상이**
 - ▷ 과세 차이로 인해 **ETF 거래수요(특히 고액자산가)의 외국 유출 증가**

(개선과제) **역외 ETN의 매매차익에 대해 배당소득세 부과**

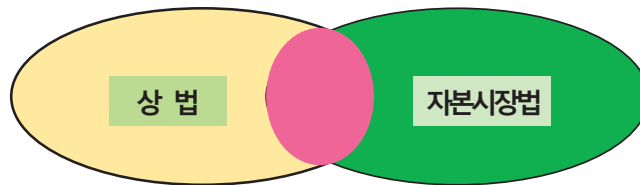
42

6. 종합

◆ ETN 등 파생결합증권은 상법의 파생결합사채 도입으로 자본시장법과 상법간 의미있는 교류의 대상으로 주목할 만한 증권 분야

- 증권의 **일반적 구조 및 성격, 규제 기본 틀은 상법**에서 담당
- 금융산업의 수요 및 금융혁신, 공시, 불공정거래 규제 등 투자자 보호 부분은 **자본시장법**이 역할

▷ 법리와 현실감각이 조화된 증권 설계 및 규제를 위해서는 **양법의 지속적이고 활발한 교류와 역할 분담 필요**



감사합니다

최근 기업금융법제의 현황과 과제