

2025년 한국상사법학회 동계학술대회
**주주권 강화와 주주간
분쟁에 관한 상사법의 쟁점**

2025년 2월 21일(금) 13:00-18:00
한양대학교 법학전문대학원

개 회 사

한국상사법학회 회원 여러분!

안녕하십니까?

제가 한국상사법학회의 회장으로서 준비한 마지막 학술대회에 오신 회원님 여러분을 환영하면서, 새해에도 모든 회원님의 가정과 일터에 건승의 축복이 가득하시기를 기원합니다!



한국상사법학회는 매년 4차례의 학술대회를 통해 국내외 상사법 관련 법학자 및 법률가들의 교류를 활성화하고 변화하는 상거래 환경과 현실에 부합하는 연구 역량을 제고함으로써 상사법 발전에 기여하는 견인차 역할을 해왔으며, 지난 해 9월에는 이에 더하여 '주주의 충실의무'를 headline으로 하는 특별학술대회를 개최하였습니다.

오늘은 '주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점'이라는 주제로 2025년 한국상사법학회 동계학술대회를 개최합니다.

이번 학술대회는 최근의 주주권을 둘러싼 다양한 쟁점에 대한 국내외 판례와 법제에 대한 심도 있는 논의를 통해, 향후 상사법 분야 법제에 대한 개선방안 모색을 위한 다양한 전문가들의 의견을 공유하는 자리가 될 것으로, 네 세션으로 구성하였습니다.

제1세션에서는 송옥렬 교수님의 '방어수단으로서 제3자배정 신주발행'에 대한 발표와 김흥기 교수님과 강상엽 교수님의 토론, 제2세션에서는 황현영 연구위원의 '주주권 강화를 위한 주주총회 개선방안'의 발표와 박인호 교수님과 이효경 교수님의 토론, 제3세션에서는 김태진 교수님의 '최근 주주간 분쟁사례와 법적 쟁점'의 발표와 김동민 교수님과 백승동 변호사님의 토론, 마지막 제4세션에서는 김지웅 교수님의 '전환사채 발행에 관한 현황 분석 및 그에 관한 문제점과 개선방안'의 발표와 최민용 교수님과 임재혁 교수님의 토론이 진행될 예정입니다. 위 세션들은 각각 김순석 교수님(제1세션), 송양호 교수님(제2세션), 김재두 교수님(제3세션), 권재열(제4세션)의 사회에 따라 진행될 것입니다. 사회, 발표, 토론을 맡아주신 여러분께 감사드립니다.



또한 이 학술대회를 위하여 환영사를 해주실 정호경 한양대학교 법학연구소장님의 도움에 감사드립니다.

오늘의 동계학술대회의 성공적 개최를 위하여 많은 분께서 수고해주셨습니다. 이 학술대회의 준비를 위하여 애쓰신 손창완 수석총무이사님을 비롯한 모든 상임이사분들의 노고에 감사를 드립니다.

그리고 오늘의 학술대회를 끝으로 저와 상임이사단의 임무는 종료하고, 오늘의 학술대회에 이은 정기총회에서 선임될 차기 회장단에게 학회사무를 인계할 것입니다. 지난 1년간 우리 학회를 위하여 크게 애써주었던 임원들에게 힘찬 박수를 보내주시기 바랍니다.

회원님 여러분께서 올해 계획하시고 실행하시는 모든 일이 순조롭게 진행되시기를 기원합니다.

감사합니다.

2025년 2월 21일

한국상사법학회 회장 안 강 현 올림



환영사

존경하는 한국상사법학회 회원 여러분, 그리고 내외 귀빈 여러분,

안녕하십니까? 한양대학교 법학연구소 소장 정호경입니다.

먼저, 뜻깊은 2025년 동계 학술대회를 한양대학교에서 개최하게 되어 매우 기쁘게 생각하며, 바쁘신 와중에도 참석해 주신 모든 분들께 깊은 감사의 인사를 드립니다. 또한, 이번 학술대회를 위해 많은 노력을 기울여 주신 한국상사법학회와 관계자 여러분께도 진심으로 감사드립니다.

오늘 학술대회는 “주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점”이라는 주제를 중심으로, 최근 기업 지배구조와 주주권의 변화 속에서 상사법이 직면한 주요 이슈들을 심도 있게 논의하는 자리입니다. 상법과 자본시장법의 규율을 둘러싼 환경이 빠르게 변화하고 있는 가운데, 주주권 강화를 위한 입법적·해석적 과제, 주주총회의 개선방안, 최근 주주 간 분쟁사례 및 전환사채 발행 문제 등 중요한 논점들이 다뤄질 예정입니다.

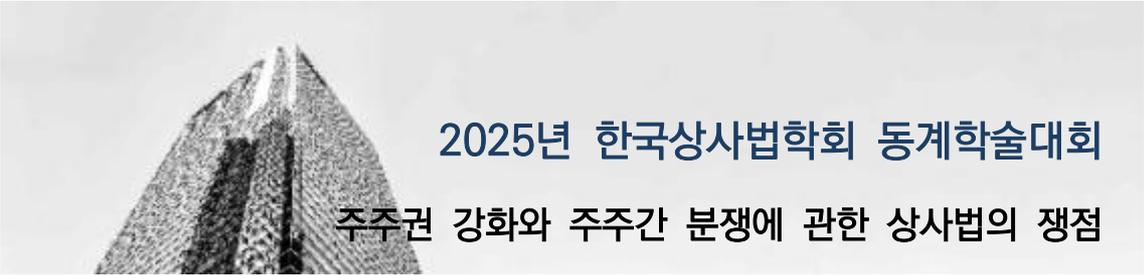
오늘 발표와 토론을 통해 기업 운영과 상사법의 발전에 있어 실질적인 시사점이 도출되기를 기대하며, 이 자리가 학계와 실무의 가교 역할을 하는 의미 있는 장이 되기를 바랍니다. 특히, 국내외에서 활발한 연구를 이어가고 계신 발표자 및 토론자 여러분께서 귀중한 학문적 통찰을 공유해 주실 것으로 기대합니다.

한양대학교 법학연구소는 앞으로도 상사법 연구와 실무적 논의의 활성화를 위해 지속적으로 노력할 것이며, 오늘의 논의가 향후 연구와 정책에 중요한 밑거름이 되기를 바랍니다. 다시 한번, 이번 학술대회를 위해 애써주신 모든 분들께 감사드리며, 오늘 이 자리가 실질적이고도 의미 있는 결실을 맺기를 기원합니다.

감사합니다.

2025년 2월 21일

한양대학교 법학연구소 소장 정 호 경 배상



2025년 한국상사법학회 동계학술대회

주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점

> 프로그램 안내

세부 내용	◆ 일 시 : 2025. 2. 21(금) 13:00 - 18:00
	◆ 장 소 : 한양대학교 법학전문대학원
	◆ 주 최 : 한국상사법학회, 한양대학교 법학연구소

> 등록 및 개회식

세부 일정	사회 권용수 교수(총무이사, 건국대)	
	13:00~13:20	등록
	13:20~13:50	개회식 • 개회사 : 안강현 회장 (한국상사법학회) • 환영사 : 정호경 소장 (한양대학교 법학연구소)
	13:50~14:00	사진 촬영

> 세부일정표

학술대회		
사회 정준혁 교수(연구이사, 서울대)		
【제1세션】 14:00-14:50	방어수단으로서 제3자배정 신주발행	
	• 발 표 : 송옥렬 교수(서울대) • 사 회 : 김순석 교수(전남대) • 토 론 : 김흥기 교수(연세대), 강상엽 교수(북경대)	
【제2세션】 14:50-15:40	주주권 강화를 위한 주주총회 개선방안	
	• 발 표 : 황현영 연구위원(자본시장연구원) • 사 회 : 송양호 교수(전북대) • 토 론 : 박인호 교수(전남대), 이효경 교수(충남대)	
coffee break (15:40 ~ 16:00)		
【제3세션】 16:00-16:50	최근 주주간 분쟁사례와 법적 쟁점	
	• 발 표 : 김태진 교수(고려대) • 사 회 : 김재두 교수(계명대) • 토 론 : 김동민 교수(상명대), 백승동 변호사(김장 법률사무소)	
【제4세션】 16:50-17:40	전환사채 발행에 관한 현황 분석 및 그에 관한 문제점과 개선방안	
	• 발 표 : 김지웅 교수(성균관대) • 사 회 : 권재열 교수(경희대) • 토 론 : 최민용 교수(경북대), 임재혁 교수(이화여대)	
> 폐회		
폐회식	17:40	연구윤리교육
	18:00	정기총회 및 폐회식
만찬 일정	18:30	만찬

제1세션	방어수단으로서 제3자배정 신주발행	3
	• 발 표 : 송옥렬 교수(서울대)	
	• 사 회 : 김순석 교수(전남대)	
	• 토 론 : 김홍기 교수(연세대), 강상엽 교수(북경대)	
제2세션	주주권 강화를 위한 주주총회 개선방안	47
	• 발 표 : 황현영 연구위원(자본시장연구원)	
	• 사 회 : 송양호 교수(전북대)	
	• 토 론 : 박인호 교수(전남대), 이효경 교수(충남대)	
제3세션	최근 주주간 분쟁사례와 법적 쟁점	79
	• 발 표 : 김태진 교수(고려대)	
	• 사 회 : 김재두 교수(계명대)	
	• 토 론 : 김동민 교수(상명대), 백승동 변호사(김장 법률사무소)	
제4세션	전환사채 발행에 관한 현황 분석 및 그에 관한 문제점과 개선방안	109
	• 발 표 : 김지웅 교수(성균관대)	
	• 사 회 : 권재열 교수(경희대)	
	• 토 론 : 최민용 교수(경북대), 임재혁 교수(이화여대)	

[제1세션]

방어수단으로서 제3자배정 신주발행

- 발 표 : 송옥렬 교수(서울대)
- 사 회 : 김순석 교수(전남대)
- 토 론 : 김흥기 교수(연세대), 강상엽 교수(북경대)

경영권방어를 위한 제3자배정 신주발행 再論

송 옥 렬*

목 차

- I. 문제의 제기
- II. 현행 법리의 형성과 이론적 문제점
- III. 현행 법리의 현실적 문제점
- IV. 경영권방어 법리의 정립
- V. 맺음말

I. 문제의 제기

최근 경영권분쟁 상황에서 대상회사의 기존 경영진이 경영권방어를 위해서 우호적인 제3자에게 신주를 발행하는 사례가 이어지고 있다. 대한항공이 아시아나항공을 인수하는 과정에서 한진칼이 산업은행에 제3자배정을 한 사례,¹⁾ 에스엠에 대한 카카오와 하이브의 경쟁 상황에서 에스엠이 카카오에 신주 및 전환사채를 제3자배정 방식으로 발행한 사례,²⁾ 고려아연에 대한 영풍·MBK의 적대적 기업인수에서 고려아연이 일반공모증자 방식의 신주발행을 시도하다가 철회한 사례³⁾ 등이 대표적이다. 우리나라는 경영권방어수단이 별로 존재하지 않는다는 것이 일반적인 인식인데,⁴⁾ 이런 상황에서 제3자배정 신주발행 또는 이와 유사한 수단은 방어측 지분비율을 증가시키는 유력한 방법으로서 실무에서도 우선적으로 검토되고 있다.

방어수단으로서의 제3자배정 또는 유사한 수단과 관련된 법리는 학계와 실무에서 널리 공유되

* 서울대학교 법학전문대학원 02-880-1449 / osong@snu.ac.kr

- 1) 서울중앙지방법원 2020. 12. 1.자 2020카합22150 결정. 이에 관한 자세한 소개는, 류지민, “한진칼의 제3자배정 신주발행 사례에 비추어 본 상법 제418조 제2항 관련 심사기준 : 서울중앙지법 2020. 12. 1. 선고 2020카합22150 결정”, 기업법연구 제35권 제1호, 2021, 131-137면; 이상훈, “한진칼, 산업은행의 투자합의와 신주발행금지 가처분 : 정부의 M&A 개입과 주주의 이익, 신주인수권 조항의 새로운 해석”, 상사법연구 제39권 제4호, 2021, 157-163면.
- 2) 서울동부지방법원 2023. 3. 3.자 2023카합10034 결정. 자세한 소개는, 윤선정, “신주의 제3자 배정에 대한 검토 : SM엔터테인먼트 가치분사건에 대한 평석을 곁하여”, 연세법현논총 제2권 제1호, 2023, 198-206면; 이상훈, “행동주의 펀드와 주주의 비례적 이익 : 에스엠 사례를 소재로”, 증권법연구 제24권 제1호, 2023, 18-23면.
- 3) 고려아연 2024. 11. 14. KIND 정정신고(보고) (주된 이유로, “여전히 일부 주주 및 시장에서 당사가 진행하고자 하는 일반공모 유상증자 방안에 대하여 부정적 의견이 충분히 해소되지 않는 상황이 지속되고 있습니다.”).
- 4) 권중호, “우리나라 경영권방어법제의 문제점과 개선방안 : 신주인수선택권과 차등의결권주식을 중심으로”, 선진상사법률연구 제72호, 2015, 103-106면.

고 있는 것으로 보인다. 이를 간단히 요약하면 다음과 같다. ① 먼저 제3자배정 방식의 신주발행은 경영권방어 목적으로는 이용할 수 없다.⁵⁾ 제3자배정을 하려면 상법 제418조 제2항 단서에서 “경영상 목적”이 필요한데, 경영권방어는 이 목적에 해당한다고 할 수 없다는 것이다. 따라서 경영권분쟁 상황에서 제3자배정이 이루어진 경우, 제3자배정의 효력은 그 주된 목적이 경영권방어에 있었는지에 크게 의존한다. 위 한진칼 사건과 에스엠 사건에서 법원의 판단이 같린 이유이다. 자본시장법에 따른 제3자배정도 마찬가지이다.⁶⁾ ② 일반공모증자는 제3자배정과 효과는 비슷하지만, 경영권방어가 주된 목적이더라도 허용된다.⁷⁾ 자본시장법 제165조의6 제4항 단서에서 “상법 제418조 제2항 단서를 적용하지 않는다”고 규정하고 있기 때문이다. 위 고려아연 사건에서 일반공모증자 방식을 선택한 것도 이런 법리를 고려한 것으로 보인다. ③ 회사가 보유하는 자기주식을 제3자에게 처분하는 것도 제3자배정과 비슷한 효과를 가져오지만, 대부분의 하급심은 경영권방어 목적으로 이루어진 경우에도 허용하는 입장을 취한다.⁸⁾ 이것은 자기주식의 처분은 제3자배정이 아니라고 보기 때문이다. 이에 대해서는 학계의 오랜 논의가 이어졌고, 다수설은 반대하는 입장으로 보인다.⁹⁾

그런데 이런 법리들은 경영권방어에 관한 어떤 이론적 또는 정책적 판단에 기초하여 형성된 것인가? 바꾸어 말하면, 기존 경영진의 경영권방어는 원칙적으로 허용될 수 없다거나 경영권방어는 원칙적으로 허용되지만 특정한 방어수단은 이용할 수 없다거나 하는 등의 판단에 기초하여 법리가 형성된 것인가 하는 질문이다. 아쉽지만 이 질문에 대해서는 부정적으로 답할 수밖에 없다. 판례는 경영권방어의 목적은 상법 제418조 제2항 단서의 경영상 목적에 해당하지 않는다고 보면서도, 그 이유로 기존 주주의 신주인수권에 대한 보호를 강화하고자 한 것이라는 정도로 설명하고 있을 뿐이다.¹⁰⁾ 그렇다고 경영권방어에 대해서 원칙적 금지의 입장을 취하는 것도 아니다. 제3자배정이 아닌 다른 조치들은 경영권방어의 목적으로 이루어지더라도 허용된다. 예를 들어, 영풍·MBK의 인수시도에 대항하여 이루어진 고려아연의 자기공개매수에 대해서도 법원은 “고려아연이 상법 및 자본시장법의 절차 및 제한을 준수한 이상, 자기공개매수의 목적에 경영권방어가 포함되어 있다고 하더라도 바로 위법하다고 단정할 수 없다”고 설명하고 있다.¹¹⁾ 고려아연의 집중투표제 주주제안을 통한 경영권방어를 허용하지 않은 결정에서도 법원은 상법 제382조의2 제1항

5) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결. 이 판결을 이렇게 이해하는 것이 일반적이다. 한국상사법학회 편, *주식회사법대계 III 제4판*, 2022, 13면 (정명재 집필부분); 이철승, *회사법강의 제30판*, 2022, 925면. 그러나 이 판결을 제한적으로 해석하면서, 기업가치를 훼손하거나 주주에게 손해를 야기할 위험이 큰 경우에는 경영권방어에도 경영상 목적이 인정될 수 있다는 견해도 있다. 김건식/노혁준/천경훈, *회사법 제8판*, 2924, 665면.

6) 수원지방법원 2024. 3. 26.자 2024카합10030 결정 (한미사이언스 사건).

7) 서울중앙지방법원 2009. 8. 19.자 2009카합2887 결정. 이에 대해서, 상법 제418조 제2항 단서를 회사에 경영상 목적에 대한 증명책임을 부과하는 정도로 이해하는 전제에서, 일반공모증자의 경우 회사가 경영상 목적의 달성에 필요하다는 증명책임을 부담할 뿐이라는 견해로는, 김건식 등, 앞의 책 각주 5, 666면.

8) 자기주식의 처분이 주주의 신주인수권 침해로 무효가 될 수 있다는 서울서부지방법원 2006. 3. 24.자 2006카합393 결정이 있기는 하지만, 다수의 하급심은 신주발행의 법리를 유추적용할 수 없다는 입장에서 처분이 유효하다고 본다. 수원지방법원 성남지원 2007. 1. 30.자 2007카합30 결정; 서울북부지방법원 2007. 10. 25.자 2007카합1082 결정; 서울중앙지방법원 2015. 7. 7.자 2015카합80597 결정.

9) 자세한 학설의 동향은, 최민용, “자기주식 처분과 신주발행이론 : 신주발행유지청구권을 중심으로”, *상사법연구 제42권 제2호*, 2023, 8-9면.

10) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결.

11) 서울중앙지방법원 2024. 10. 21.자 2024카합21491 결정.

의 문언에 반한다는 것만 지적하고 있을 뿐이고, 그 주주제안이 경영권방어의 차원에서 이루어졌다는 측면은 주목하고 있지 않다.¹²⁾ 상법이 명문으로 “경영상 목적”을 요구하지 않는 이상, 특별히 그 조치를 취한 목적을 문제삼을 수 없다는 것처럼 읽힌다.¹³⁾ 성급한 결론일 수 있으나, 이처럼 현재 법원의 태도는, 경영권방어 자체에 대한 판단은 유보한 채, 다만 신주발행의 경우 “경영상 목적”을 엄격하게 해석해야 한다는 차원에서 경영권방어를 허용하지 않고 있다는 정도로 정리할 수 있을 것이다.

그러나 과도하게 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적”이라는 문구에 주목하는 현재의 법리는 재검토가 필요하다고 생각한다. 우선 이론적인 근거가 부족하다. 경영상 목적이라는 것을 기업가치 또는 주주가치의 증진을 도모하기 위한 것이라고 생각한다면, 경영권방어도 그럴 가능성이 있다. 판례는 이런 가능성을 배제하고, 경영권방어를 기존 경영진의 개인적인 이해관계에 기초한 것으로 단정하고 있는 것이 아닌가 한다. 뿐만 아니라, 판례가 강조하는 기존 주주의 신주인수권의 보호 역시 세계적인 흐름을 감안한다면 다소 완화하여 접근할 필요가 있다.

나아가 현실적인 문제도 있다. 첫째, 제3자배정의 효력에 대한 예측가능성을 떨어뜨린다. 이 맥락에서 제3자배정의 효력은 그 주된 목적이 경영권방어에 있는지에 크게 의존하는데, 아직 이에 대한 판단기준이 마련되어 있지 않다. 최근 사건들을 보더라도 비슷한 사안에서 반대의 결과가 도출되기도 한다. 둘째, 경영권에 미치는 효과가 제3자배정과 비슷한 일반공모증자 및 자기주식처분은 심지어 경영권방어의 목적이 분명하게 드러나더라도 “경영상 목적을 요구하는 조문이 없다는 이유로” 그 효력이 인정되고 있다. 같은 효과를 가지는 행위에 대해서 정반대의 법률효과가 주어지는 것이다. 조문상 “경영상 목적”이라는 것이 그 정도의 입법적 결단을 반영한 것인지 대단히 의문스럽다. 셋째, 경영권방어가 주된 목적인지에 대한 판단 이후에는 그 조치의 효력을 문제삼을 방법이 없다. 회사법의 관점에서 더 중요한 고려요소들, 예를 들어 경영권방어가 필요한 상황이었는지, 기존 경영진과 인수시도자 가운데 누가 더 기업가치를 높일 수 있는지, 주주의 이해관계는 어떻게 반영될 수 있는지 등과 같은 쟁점은 판결에서 잘 논의되지 않는다.

이런 문제점을 요약하자면 결국 우리나라는 아직 경영권방어의 법리가 발전되어 있지 않다는 것으로 정리할 수 있다. 따라서 이 글에서 제안하는 해결책은 경영권방어의 법리, 예를 들어 경영권방어를 할 수 있는지, 그렇다면 언제 어떤 요건하에서 할 수 있는지 등을 먼저 논의한 다음, 제3자배정 신주발행을 포함한 여러 방어수단들에 대해서 모두 동일하게 이 원칙에 기초하여 그 허용 여부를 판단하자는 것이다. 제3자배정 신주발행만 다른 수단과 구별하여 경영권방어에 이용할 수 없다고 보아야 할 이유가 없다. 경영권방어를 허용할 것인지는 정책적인 문제이고 각국의 입장도 나뉘지만, 만일 허용된다고 하면 제3자배정에 대해서도 동일한 판단기준을 적용하여야 한다.

이를 위한 한 가지 해석방법은 상법 제418조 제2항 단서 “경영상 목적” 문구에 지금까지 부여된 과도한 의미를 걷어내는 것이다. 먼저 “경영상 목적” 문구 자체를 유연하게 해석하여, 경영권

12) 서울중앙지방법원 2025. 1. 21.자 2024카합21996 결정.

13) 이런 태도는 다른 맥락에서도 확인된다. 예를 들어, 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결(상법이 주식병합의 목적을 제한하고 있지 않다는 점을, 주식병합을 이용하여 소수주주를 축출한 거래의 적법성을 인정하는 하나의 논거로 제시함).

방어도 그것이 기업가치 및 주주가치의 제고를 위해서 필요한 경우에는 경영상 목적에 해당한다고 보는 것을 제안한다.¹⁴⁾ 또한 “경영상 목적”이 명문으로 요구되지 않는 경우에도 이사의 선관주의의무에 기초하여 경영권방어의 한계가 설정되는 것이기 때문에, 경영권방어의 목적으로 행하여진 조치에 대해서는 그 조치가 기업가치 및 주주가치에 미치는 효과가 더 신중하게 다루어져야 할 것이다.¹⁵⁾ 법원의 판단에서도 이런 판단과정이 드러나야 할 것이다. 결국 조문상 “경영상 목적”이 명문화되어 있는 경우와 그렇지 않은 경우가 적법성의 해석에 있어서는 사실상 큰 차이를 가져오지 않기 때문에, “경영상 목적”이라는 문구를 주의적 선언 정도로 이해하는 결과가 된다. 이런 해석을 통하여 경영권방어의 범리가 형성된다면, 이 범리는 제3자배정 신주발행에 국한되지 않고 다양한 방어수단에도 적용될 수 있다. 예를 들어, 고려아연에서 방어수단으로서 문제된 자기주식취득, 집중투표제 주주제안, 상호주 의결권제한 등의 적법성 판단도 본격적으로 경영권방어의 맥락에서 이루어질 수 있을 것이다.

II. 현행 법리의 형성과 이론적 문제점

1. 제3자배정에 대한 엄격한 사전통제로서 “경영상 목적”

경영권방어 목적의 제3자배정을 어떻게 규율할 것인지의 문제는 주주의 신주인수권(상법 제 418조 제1항)의 존재의의를 어떻게 이해하는지에 따라 입장이 나뉠 수 있다. 주주의 지분적 이익을 보호하는 방법으로는 주주에게 신주인수권을 인정하거나 주주총회결의를 요구하는 사전규제 방법과, 이사의 충실의무에 의존하여 사후적인 구제수단을 부여하는 방법이 있다. 어느 방법을 어느 정도로 중시하는지는 각국의 상황과 법적 전통에 따라 다르다.¹⁶⁾ 우리나라는 주주의 신주인수권이 배제된다고 해서 주주총회결의를 거쳐야 하는 것은 아니다. 주주총회를 거치도록 하는 것은 신주발행의 기동성이라는 측면에서 사회적 비용이 발생한다. 사후적으로 이사 또는 지배주주의 충실의무에 기초하여 제도를 설계하기에는 아직 우리나라의 현실이 다른 선진국에 비하여 미흡한 측면이 없지 않다.¹⁷⁾ 이런 점을 감안한다면 신주발행에서 일반주주의 이익이 침해되는 것을 방지하는 방법으로서 신주인수권에 의한 사전규제의 중요성을 과소평가할 수는 없다.¹⁸⁾ 제3자배

14) 同旨 : 김진식 등, 앞의 책 각주 5, 665면 (“적대적 인수세력이 경영권을 장악한 후 . . . 회사의 존립을 위협하고 주주들의 손해를 야기할 위험이 크다고 판단되어 이사들이 신주발행을 통해 경영권방어에 나섰다면 경영상 목적 달성의 필요성을 인정할 수 있을 것이다”); 정동운 편, *주식 상법 회사(IV)*, 제5판, 2014, 79-80면 (송종준 집필) (“적대적 기업인수를 허용할 경우 회사의 장기적인 존립과 발전이 저해될 우려가 현저하고, 또한 회사 및 주주의 공동 이익을 침해할 소지가 있는 특별한 사정이 있는 경우에는 경영권 방어에 제3자배정의 동기가 있다는 형식적인 이유만으로 이를 확립적으로 무효라고 단정할 것은 아니다”).

15) 이런 관점에서 경영권방어행위의 적법성을 다룬 법원의 판단은 현대엘리베이터의 경영권분쟁에 관한 두 판결 정도로 보인다. 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12.자 2003카합369 결정; 대법원 2023. 3. 30. 선고 2019다280481 판결. 자세한 논의는 이하 본문 IV.2. 참조.

16) Reinier Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd, 2017, 181-183면 [이하 “Anatomy”로 인용].

17) 김이수, “현행 상법에 비추어 본 주주의 신주인수권 제도의 당위성에 관한 고찰”, *상사판례연구* 제23집 제4권, 2010, 18-21면.



정의 요건을 엄격하게 운용하는 것은 이런 맥락에서 이해할 수 있을 것이다.

그래서인지 우리나라에서 제3자배정의 목적을 엄격하게 통제해야 한다는 서술을 발견하는 것은 어려운 일이 아니다.¹⁹⁾ 주지하는 바와 같이, 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적” 요건은 주주의 신주인수권을 강화하기 위하여 2001년 개정으로 상법에 들어온 것이다. 그 이전의 상법은 “주주는 정관에 다른 정함이 없으면” 신주인수권을 가진다는 내용만 있어서(舊상법 제418조 제1항), 정관 이외의 다른 요건은 명시되어 있지 않았다. 그러나 이 당시에도 제3자배정을 위해서는 경영상 목적을 요구하는 것이 다수의 견해 및 실무였다.²⁰⁾ 유명한 한화종금 사건에서도 경영권방어를 위하여 전환사채를 발행한 것에 대해서 “전환사채 제도를 남용하여 전환사채라는 형식으로 사실상 신주를 발행한 것이고”, “그렇다면 이 사건 전환사채의 발행은 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 위법이 있어 신주 발행을 위와 같은 방식으로 행한 경우와 마찬가지로 이를 무효로 보아야 한다”고 판시하고 있다.²¹⁾ 비슷한 맥락에서, 종업원지주제를 경영권방어에 활용한 것에 대해서 그 목적에 주목하여 배임죄의 임무위배에 해당한다는 판결도 있었다.²²⁾ 이렇게 제3자배정의 목적을 통제해야 한다는 인식은 이미 명문의 규정 이전에 존재하였다.

2001년 상법개정 이후 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적”의 해석에 관해서 처음 법리를 밝힌 것은 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결로 보이는데, 이 판결에서도 2001년 상법개정의 취지에 대하여, “그 사유도 신기술의 도입이나 재무구조의 개선 등 기업 경영의 필요상 부득이한 예외적인 경우로 제한함으로써 기존 주주의 신주인수권에 대한 보호를 강화하고자 하는 데 있다”고 판시하고 있다.²³⁾ 그리고 바로 여기에 터잡아 “경영권분쟁이 현실화한 상황에서 경영권방어의 목적을 달성하기 위한 제3자배정은 이 규정에 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것”이라고 하였다. 이 판결의 제1심 역시, “이와 같이 주주 이외의 자에게 신주인수권을 부여하는 것을 예외적으로 규정하고 있는 취지에 비추어, 회사가 신주를 기존 주주가 아닌 제3자에게 배정한 행위가 경영상 목적 달성에 필요한 경우에 해당하는지 여부는 엄격하게 판단하여야 한다”는 점을 지적하고 있다. 이 판결이 정말로 “경영상 목적”의 해석을 의도한 것인지에 대해서는 더 생각할 부분이 있으나,²⁴⁾ 실무상으로는 이제 굳어진 것으로 보인다. 여기서 등장한

18) 현재 우리나라에서 가장 중요한 사전규제는 발행가액의 통제이다. 상장회사의 경우 제3자배정은 시가의 10% 이내에서, 일반공모증자는 시가의 30% 이내에서만 할인하여 발행가액을 정할 수 있다(자본시장법 제156조의6, 동 시행령 제176조의8, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-18조 제1항). 시가발행을 강제하지 않는 것은 시장에서의 소화가능성을 감안한 것이다.

19) 예를 들어, 이철송, 앞의 책 각주 5, 924-925면.

20) 한국상사법학회 편, 주식회사법대계 III 제4판, 2022, 12면 (정명재 집필).

21) 서울고등법원 1997. 5. 13.자 97라36 결정 (한화종금 사건). 이 결정에서는 전환사채의 발행이 사실상 신주의 제3자배정이라는 점을 강조하고 있으며, 구체적으로 경영권방어 목적의 제3자배정이 왜 무효가 되는지에 대한 서술은 없다.

22) 대법원 1999. 6. 25. 선고 99도1141 판결 (“종업원지주제도 하에서 회사의 경영자가 종업원의 자사주 매입을 돕기 위하여 회사자금을 지원하는 것 자체를 들어 회사에 대한 임무위배행위라고 할 수는 없을 것이나, 경영자의 자금지원의 주된 목적이 종업원의 재산형성을 통한 복리증진보다는 안정주주를 확보함으로써 경영자의 회사에 대한 경영권을 계속 유지하고자 하는 데 있다면, 그 자금지원은 경영자의 이익을 위하여 회사자산을 사용하는 것이 되어 회사의 이익에 반하므로 회사에 대한 관계에서 임무위배행위가 된다”).

23) 2001년 상법 제418조 개정의 공식적인 개정이유이기도 하다.

24) 이 사건 회사의 정관에는 상법 제418조 제2항 단서의 “회사의 경영상 목적을 위하여 필요한 경우”를 두고 있지 않다는 점에 주목하면서, 판례가 말하고자 한 것은 단순히 “정관에서 정한 사유가 없다”는 것에 그치는 것이고, “경영권방어 목적은 제418조 제2항 단서의 경영상 목적에 포함되지 않는다”는 아니라는 해석도 있다. 김건식/천경훈/

문구는 몇 차례의 대법원 판례에서 반복하여 인용되면서²⁵⁾ 이제 하나의 법리로 자리잡았다.²⁶⁾

그러나 이 법리에는 근본적인 문제가 있다. 주주의 신주인수권에 대한 보호를 강화하고 경영상 목적을 엄격하게 판단해야 한다는 전제를 받아들여더라도, 여전히 왜 경영권방어가 주주의 이익을 해치고 회사의 경영과는 무관한 조치라는 것인지에 대한 설명이 주어지지 않았다는 것이다. 판례는 단순히 엄격하게 해석해야 하므로 그렇다는 것인데, 엄격하게 판단하는 경우에도 왜 어떤 것은 경영상 목적에 들어가고, 어떤 것은 경영상 목적에 들어가지 않는지에 관한 설명이 있어야 한다. 이런 의문은 크게 두 가지 방향에서 접근할 수 있다. 하나는 경영권방어는 주주의 이익 보호 차원에서 이루어질 수도 있다는 것이다. 다른 하나는 제3자배정을 엄격하게 접근하는 독일이나 일본에서조차 구체적으로 주주이익이 훼손되는지의 분석에 기초하여 제3자배정의 적법성을 판단하는 경향을 보이고 있다는 점이다. 이런 점에 비추면, 경영권방어를 목적으로 한다고 해서 바로 제3배정은 불가능하다고 판단하는 현재의 법리는 설득력이 높지 않다. 이하 두 가지를 차례로 검토한다.

2. 경영권방어의 논리

가. 경영권방어가 금지될 필요는 없는 이유들

경영권방어의 논리는 기업지배권시장(market for corporate control)을 전제로 한다. 기업지배권시장을 통하여, ① 기업의 자산은 비효율적인 기존의 경영진 또는 지배주주로부터 효율적인 인수자에게로 이전될 수 있고, ② 실제로 이전이 일어나지 않더라도, 그 위협만으로도 기존 경영진 또는 지배주주의 대리비용을 제약할 수 있다.²⁷⁾ 이렇게 기업지배권시장은 주주이익의 관점에서서는 대단히 중요하므로 활성화될 필요가 있다. 경영권방어는 이런 기업지배권시장의 작동을 방해한다는 점에서 주주이익이 훼손된다는 것은 너무나 자연스러운 논리적 흐름이다. 이미 50여년 전, 미국 회사법학의 전환점에서 이스터브룩과 피셸 교수는 이런 논리에 기초하여, 적대적 기업인수는 대상회사의 주주이익 또는 관련된 이해관계의 총합을 높임으로써 바람직한 결과를 가져오고, 따라서 이를 무력화시키는 경영권방어는 부정적으로 평가되어야 한다고 주장하였다.²⁸⁾ 너무나 직선적인 논리이기 때문에, 하늘이 파랗다는 것을 굳이 증명할 필요가 없다는 식으로 받아들여지기도 하였다.

그러나 하늘이 실제로 파란지는 따져보아야 할 일이다. 경영권방어가 실제로는 주주가치나 기

노혁준, 회사법 제3판, 2018, 625면. 그러나 제1심과 대법원 판결의 엄격한 접근방법에 비추면, 회사의 정관에 “회사의 경영상 목적을 위하여 필요한 경우”가 있었다고 하더라도 결론이 달라지지 않았을 것으로 보인다.

25) 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결; 대법원 2019. 4. 3. 선고 2018다289542 판결.

26) 임재연, 회사법 I 개정9판, 2024, 189면; 김흥기, 상법강의 제8판, 2024, 700면.

27) Henry G. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control”, 73 Journal of Political Economy 110 (1965).

28) 대표적으로, Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”, 94 Harvard Law Review 1161 (1981); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholder Welfare”, 36 Business Lawyer 1733 (1981).



업가치를 높일 수 있다는 실증분석도 많고, 우리나라 자료를 가지고 이루어진 실증분석도 존재한다.²⁹⁾ 물론 많은 경우 경영권방어는 기존 경영진 또는 지배주주의 이익을 도모할 목적으로, 흔히 참호구축이라고 일컬어지는 이유로, 행하여질 것이라서 평균적인 경향은 주주가치나 기업가치에 부정적이겠지만, 구체적인 사안에서 항상 그런 것은 아니다. 일반적으로 경영권방어가 대상회사의 기업가치 및 주주가치에 기여할 수 있다는 논리는 보통 다음 네 가지가 거론된다.³⁰⁾

첫째는 협상가설이다. 대상회사의 경영진은 인수회사로부터 더 많은 인수대가를 받아내기 위해서 경영권방어를 할 수 있는 가능성을 지렛대로 활용한다는 것이다. 둘째는 정보비대칭 가설이다. 경영진은 일반주주가 가지고 있지 못한 회사에 관한 정보 및 인수시도자에 대한 정보를 가지고 있다는 것이다.³¹⁾ 경우에 따라서는 인수시도자가 기업가치를 파괴하는 비효율적인 인수를 시도할 수도 있는데, 정보가 부족한 일반주주는 이에 응할 수 있다. 이 경우 경영진이 경영권방어를 통하여 기업가치의 파괴를 방지할 수 있다는 논리로서, 경영권방어의 효용을 설명하는 가장 설득력있는 주장으로 보인다. 셋째는 장기투자 가설이다. 경영진이 장기적인 투자전망을 유효하게 시장에 전달할 수 없는 상황에서 장기투자가 시장에서의 저평가를 초래할 수 있다면, 경영진은 이런 저평가 상태로 인한 적대적 기업인수의 가능성을 감수하면서까지 장기투자에 적극적으로 나서지 않는다는 것이다. 이 경우 경영권방어를 허용한다면, 경영진이 저평가의 위험을 우려하지 않고 장기투자를 하게 되어 기업가치와 주주가치가 높아진다는 것이다. 넷째는 관계적 투자 (relationship-specific investment) 가설이다. 관계적 투자란 특정 회사에 대해서만 가치를 가지는 투자를 말하는데, 경영진의 인적 자본 투자가 그러하다. 경영권방어를 허용하여 경영진의 지위를 안정화시켜야 경영진이 회사를 위한 관계적 투자를 증가시킨다는 것이다.

이렇게 경영권방어가 상황에 따라서는 기업가치 및 주주가치의 증대에 기여할 수 있다는 점을 감안한다면, 경영권방어를 “회사를 위한 경영진이라면 할 수 없는”, “회사의 경영과는 무관한”, 다시 말해서 “경영상 목적”³²⁾이 없는 행위라고 단정하는 것은 타당하지 않다. 판례가 경영권방어에 경영상 목적이 인정되지 않는다고 보는 정확한 이유는 아무 설명이 없어 알 수 없으나, 경영권방어를 기존 경영진의 개인적인 이익을 위한 행위에 그치는 것으로 단정하고 있는 것이 아닌가 하는 의구심을 지울 수 없다. 만일 그렇다면, 어떤 경영권방어는 회사나 주주의 이익을 보호하는 방향으로 이루어질 수 있다는 점을 감안하여 재검토가 이루어져야 할 것이다.

29) 김영환/송동엽, “경영권 방어수단, 경영위험, 기업가치에 관한 연구”, 재무관리연구 제38권 제2호, 2021, 179-185면 (경영권방어는 경영진의 위험선호를 감소시키지만 기업가치에 긍정적인 효과를 가져옴). 그러나 전반적으로 경영권방어는 기업의 연구개발을 감소시키고, 자기자본비용을 높이며, 기업가치를 낮추는 경향을 보인다. 송동엽, “경영권방어수단, R&D 투자의사결정, 경영자 보상에 관한 연구”, 대한경영학회지 제33권 제10호, 2020; 이아영/강윤식, “경영권방어수단의 존재가 자기자본비용에 미치는 영향”, 관리회계연구 제21권 제3호, 2021.

30) 다만 이 네 가지 논리도 이론적·실증적으로 설득력이 높지 않다는 반론도 존재한다. 대표적으로는, Lucian A. Bebchuk, “The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers”, 69 University of Chicago Law Review 973 (2002).

31) 이 논리에 기초하여 미국 델라웨어주의 경영권방어 법리를 설명한 글로는, Bernard Black & Reinier Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search of Hidden Value”, 96 Northwestern University Law Review 521 (2002).

32) 상법 제418조 제2항 단서에서 말하는 “경영상 목적”의 해석은 극히 추상적으로 폭넓게 정해질 수밖에 없다. 회사의 존립 및 발전을 위한 모든 행위에 경영상 목적이 인정된다면, 결국 주어진 문제는 경영권방어가 경영진 개인의 이익을 위한 행위인가 아니면 회사의 존립 및 발전을 위한 행위인가로 바꾸어 질문할 수 있을 것이다.

나. 경영권방어 정책의 동향

경영권방어의 긍정적 논리를 살펴보았으나, 이 글은 경영권방어를 긍정적으로 평가해야 한다거나 경영권방어에 우호적인 법리를 발전시켜야 한다고 주장하는 것은 아니다. 대부분의 사람들에게 하늘이 파랗듯이, 경영권분쟁 상황에서 기존 경영진의 경영권방어는 자신들의 지위를 유지하기 위한 측면이 있다는 점도 부정하기 어렵다. 실제로 두 요소 가운데 어느 측면에 주목하는지에 따라 외국의 제도는 폭넓은 스펙트럼을 보인다.

한 극단은 기존 경영진으로부터 경영권방어의 권한을 박탈함으로써, 지배권의 이전에 관한 의사결정을 전적으로 주주들에게 맡기는 방법을 취한다. 기존 경영진의 이해상충에 더 주목하는 것이다. 영국의 시티코드는 저지금지원칙(no frustration rule)을 규정함으로써 이런 극단적 입장을 취하고 있는데,³³⁾ 경영진은 오직 주주총회의 승인을 얻는 경우에만 경영권방어를 시도할 수 있다. 1968년 규칙 제정 당시부터 도입된 이 원칙은 현재도 그대로 유지되고 있다.³⁴⁾

그러나 영국을 제외하고는 이런 극단적인 원칙이 유지되는 유럽국가는 찾아보기 어렵다. EU 기업인수지침은 경영권방어와 관련하여 저지금지원칙과 같은 내용의 이사회의 중립의무(neutrality)를 규정하고 있지만,³⁵⁾ 지침의 성격상 그 선택권은 회원국에게 있고, 주요 유럽국가는 중립의무를 채택하고 있지 않다.³⁶⁾ 오히려 이 지침이 성립된 2004년 이후 회원국의 기업인수법이 이사회의 중립의무에서 더 멀어졌다는 지적도 있을 정도이다.³⁷⁾ 특히 프랑스는 원래 이사회의 중립의무를 채택하고 있었는데, 2014년 플로랑쥐 법(Loi Florange)의 제정으로 이 원칙이 폐기되었고,³⁸⁾ 현재는 대상회사의 이사회가 주주총회의 승인 없이 경영권방어를 위한 워런트를 발행할 수 있다.³⁹⁾ 또한 EU 기업인수지침은 이사회가 채택한 일정한 경영권방어를 사후적으로 무효화시키는 철폐원칙(breakthrough rule)을 규정하고 있으나,⁴⁰⁾ 역시 거의 대부분의 회원국에서 외면당하고 있다.⁴¹⁾

다른 한 극단은, 널리 알려진 바와 같이, 미국 델라웨어주법이다. 포이즌필은 대상회사 경영진이 자유롭게 그 권한에 기초하여 단번에 쉽게 발행할 수 있기 때문에 아주 강력한 경영권방어가 가능하다. 미국에서 경영권방어는 포이즌필에 전적으로 의존하고 있기 때문에, 여러 주에서 채택

33) 영국 City Code on Takeovers and Mergers, Rule 21.1. 여기서 저지금지원칙이란 “공개매수 과정에서, 그리고 만일 대상회사의 이사회가 선의의 공개매수가 임박하였다고 믿을 합리적인 이유가 있었다면 공개매수 이전이라도, 이사회는 주주총회의 승인을 거치지 아니하고는, 공개매수 또는 잠재적인 선의의 공개매수가 실패하거나 또는 주주로부터 의사결정을 할 수 있는 기회를 박탈하는 결과가 되는 어떠한 행위도 할 수 없다”는 원칙이다.

34) Anatomy, 212면.

35) EU Takeover Directive 2004/25/EC, 제9조.

36) Anatomy, 212면.

37) Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster, and Emilie van de Walle de Ghelcke, “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?”, in Company Law and Economic Protectionism 105면, 138면 이하 (Ulf Bernitz and Wolf-Georg Ringe eds., 2010).

38) 2014. 3. 29. No. 2014-384 플로랑쥐(“Florange”)법에 의하여 개정된 프랑스 상법 L. 233-32 및 L. 233-33 참조.

39) Anatomy, 216-217면. 다만 미국의 포이즌필과 달리 주주총회에서 미리 워런트의 발행이 승인되어 있어야 한다는 점에서 일본의 사전경고형 매수방위책과 유사하다.

40) EU Takeover Directive 2004/25/EC, 제11조.

41) Anatomy, 236면.



하는 반인수조항들은 대부분 별다른 의미를 갖지 못하며,⁴²⁾ 경영권분쟁은 점차 포이즌필의 상황을 배경으로 한 위임장경쟁으로 전환되었다. 경영권방어를 사후적으로 통제하기 위해서 1980년대 Unocal 기준이 만들어졌으나,⁴³⁾ 이것도 점차 기존 경영진의 경영권방어를 넓게 승인하는 방향으로 발전하였다.⁴⁴⁾ 따라서 미국은 기존 경영진이 가장 쉽게 경영권방어를 할 수 있는 국가로 분류될 수 있다.

양 극단 사이에서 일본은 2000년대 중반 이후 경영권방어의 적법성을 주주총회의 승인에 크게 의존하는 법리를 발전시켰다. 일본은 종래 주요목적 기준이라고 하여, 경영권분쟁 상황에서 이사회가 기존 경영진의 경영권방어를 주요목적으로 하여 신주를 발행하였다면, 이는 “현저히 불공정한 신주발행”에 해당하여 신주발행의 유지를 청구할 수 있었다(회사법 제210조 제2호).⁴⁵⁾ 여전히 주요목적 기준은 유효한 판례이기는 하지만, 2000년대 들어 새로운 경영권방어의 법리가 발전한다. 2005년 기업가치보고서 및 매수방위책 지침을 필두로, 니레코 사건,⁴⁶⁾ 라이브도어 사건,⁴⁷⁾ 불독소스 사건⁴⁸⁾ 등 굵직한 판결들이 등장하였고, 특히 라이브도어 사건과 불독소스 사건을 거치면서 주주총회의 승인이 결정적이라는 신호를 시장에 전달하게 된다. 라이브도어 사건에서 일본 방송이 우호세력인 후지TV에 발행한 신주예약권은 불공정한 발행이라고 법원이 판단하여 결국 방어에 실패했던 반면, 불독소스 사건에서는 회사가 전 주주를 대상으로 무상으로 차별적인 신주예약권을 발행하였지만 법원은 불공정한 발행이 아니라고 보아 방어에 성공하였다. 여기서 두 사건의 결정적인 차이는 누가 신주예약권의 발행을 결정하였는가에 있었다. 라이브도어 사건에서는 이사회였고, 불독소스 사건에서는 주주총회 특별결의였다. 두 사건을 거치면서 일본에서는 매수방위책을 주주총회결의로 도입하면 정당화된다는 인식이 퍼졌고, 이것이 사전경고형 매수방위책의 이론적 기초가 되었다. 나아가 2020년 이후에는 유사도입형 매수방위책이 문제된 사건들이 많이 등장했는데, 여기에서도 주주총회의 승인을 적법성의 중요한 기준으로 삼는 법리는 계속 이어지고 있다.⁴⁹⁾

이처럼 경영권분쟁 상황에서 기존 경영진의 경영권방어를 어느 수준에서 어떤 조건으로 허용할 것인지는 국가마다 다르다. 그 이유에 대해서는 다양한 가설들이 있으나,⁵⁰⁾ 모든 상황에 들어맞는 정답이 없는 것은 분명해 보인다. 그러나 어느 입장을 선택하든 최소한 입장은 정해져야 할 것이다. 우리나라는 아직 법원이나 국회에서 이 문제를 본격적으로 다루고 있지 못하다. 판례는 제3자배정이 문제된 사안에서는 “경영상 목적”이라는 문구에 주목하여 경영권방어를 승인하지 않지만, 다른 방어수단이 문제된 사안에서는 경영권방어라는 목적에 크게 구애되지 않고 상법상 기술적으로 허용되는지만 판단하곤 한다. 상법의 강행규정에 위반되지 않는 한 경영권방어의 목적

42) Emiliano Catan & Marcel Kahan, “The Law and Finance of Antitakeover Statutes”, 68 Stanford Law Review 629 (2016).

43) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

44) 예를 들어, Unitrin Inc. v. American General Corporation, 651 A.2d 1361 (1995).

45) 田中 亘, 会社法 제3판, 2021, 520면.

46) 東京高等裁判所 決定 2005. 6. 15. 判例タイムズ No.1186, 2005, 254면.

47) 東京地方裁判所 決定 2005. 3. 11. 타임즈 No.1173, 2005, 143면.

48) 最高裁判所 決定 2007. 8. 7. 商事法務 No.1809, 2007, 16면.

49) 일본의 최근 동향은, 권용수, “일본의 매수방위책 관련 논의 동향 : 경제산업성의 「기업매수 시 행동지침(안)」을 소재로”, 법이론실무연구 제11권 제3호, 2023.

50) Anatomy, 236-242면.

으로 취해진 조치도 유효하다는 것이다. 결국 판례가 어떤 경영권방어는 위법하고 어떤 경영권방어는 적법한지를 판단함에 있어서 어떤 정책적 판단에 기초하였다고 보기는 어렵고, 조문의 “경영상 목적”이라는 문구에 과도하게 의존하고 있는 것이 아닌가 한다. 정답이 없는 문제이기는 하지만, 최소한 “경영상 목적”을 요하는 문구가 있는 수단과 그렇지 않은 수단을 경영권방어의 차원에서 달리 취급하는 것은 설득력이 높지 않다고 생각한다.

3. 주주의 신주인수권에 대한 보호

가. 신주인수권에 의한 주주보호의 위상

상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적”을 어떻게 해석할 것인지는 주주의 신주인수권을 얼마나 중시하는지에 따라 달라질 수 있다. 주주의 신주인수권을 출자의 비례적 가치를 보전하는 중요한 권리라고 보는 입장에서는,⁵¹⁾ 제3자배정의 요건은 가급적 엄격하게 해석하여 “경영상 목적”을 제한적으로 보게 된다. 또한 경영상 목적이 인정되는 경우에도 수단의 적합성, 침해의 최소성, 법익의 균형성 등 비례의 원칙에 따라 제3자배정이 운용되어야 한다고 본다.⁵²⁾ 그러나 주주의 신주인수권은 주주권의 본질적인 내용이라기보다는 정책적 판단에 따라 그 보호의 정도가 달라질 수 있는 정책적인 권리에 불과하다.⁵³⁾ 영국이나 독일은 아주 엄격한 신주인수권 규정을 두고 있지만, 미국과 일본은 주주의 신주인수권을 원칙적으로 부정하고 있다. 주주의 신주인수권은 법제가 선택할 수 있는 하나의 옵션에 불과하므로, “경영상 목적”이라는 문구에 대해서도 주주이익의 보호를 내세워 너무 큰 의미를 부여하는 것은 적절하지 않다.

실제로 주주의 신주인수권은 주주이익의 보호에 중요한 한계를 가진다. 주주가 신주를 인수·납입해야만 보호를 받을 수 있도록 설계되어 있기 때문이다. 신주의 주금을 납입할 자력이 없거나 신주를 인수하고 싶지 않은 주주는 보호하지 않기 때문에, 사실상 모든 주주에게 출자를 강요하는, 다시 말해서 강압적(coercive)인 요소가 있다. 물론 주주가 출자를 원하지 않거나 신주를 인수할 생각이 없는 경우 그 신주인수권을 양도하는 방식으로 문제를 해결할 수 있겠으나, 폐쇄 회사에서는 물론이고 심지어 공개회사에서도 완전한 보호가 되기는 힘들다. 공개회사에서는 저가 발행으로 인하여 희석화된 주식을 공개시장에서 얼마든지 매수할 수 있기 때문에 제3자가 굳이 기존 주주의 신주인수권을 양수할 이유가 없고, 이런 이유에서 시장에서 신주인수권 역시 상당히 할인된 가격으로 거래되는 경우도 있다.⁵⁴⁾ 따라서 주주에게 신주인수권을 보장한다는 것이 주주의 이익을 충분히 보호한다는 것은 다소 부정확한 명제이다.

다만 경영권분쟁 상황은 주주에게 희석화로 인한 손실이 발생할 우려가 높은 상황이라는 점은

51) 이철송, 앞의 책 각주 5, 916면.

52) 김정호, 회사법 제8판, 2024, 783-784면. 이후 본문에서 설명하는 서울중앙지방법원 2020. 12. 1.자 2020카합2 2150 결정을 비례의 원칙에 따라 분석한 사례로 제시하고 있다.

53) 同旨 : 김건식 등, 앞의 책 각주 5, 663면.

54) 다만 윤평식, “신주인수권증서의 상장과 차익거래 기회”, 한국증권학회지 제48권 제3호, 2019, 358면은, 평균적으로는 주주배정 유상증자에 참여하여 신주를 배정받는 것과 신주인수권증서를 매도하는 것이 주주의 부에 차이를 가져오지 않는다는 점을 밝히고 있다.

감안할 필요가 있다. 주주보호의 핵심은 주주에게 주식을 인수하도록 만드는 데 있는 것이 아니라 희석화로 인한 손실을 보지 않도록 하는 데 있다. 그 “한 가지 방법으로” 상법이 주주에게 신주인수권을 인정했는 것이라곤 본다면, 주주의 신주인수권을 얼마나 강조할 것인지 하는 문제는 그 상황이 얼마나 주주에게 희석화로 인한 손실을 가져올 가능성이 높은가에 달려 있다고 보아야 할 것이다. 경영권분쟁 상황에서 백기사로 등장하는 제3자는 원래 회사의 신주를 인수할 생각이 없었다가 기존 경영진과의 특수한 관계 등으로 신주의 인수를 결정하였을 것이다. 제3자를 이렇게 유도하기 위해서는 가급적 발행가격이 낮아야 하기 때문에, 기존 경영진은 관련법규가 허용하는 한도에서 최대한 발행가격을 낮추려고 할 것이다. 주주에게 희석화로 인한 손실이 발생할 가능성이 높아지는 것이다.

이 문제를 접근하는 방법은 크게 두 가지이다. 하나는 현재의 법리처럼 제3자배정을 경영권방어에 이용하는 것을 원칙적으로 차단하는 것이다. 다른 하나는 제3자배정을 통한 경영권방어를 허용하면서, 다만 그 적법성 판단기준 등으로 주주가치의 희석화가 발생하지 않도록 통제하는 것이다. 이론적으로만 보자면, 주주가치의 희석화가 발생하는 것은 경영권을 누가 가지는가에 따라 달라지는 것이 아니라 발행가액에 따라 달라지는 것이므로, 방어목적 자체는 희석화 문제와 상관이 없다. 따라서 후자의 방법이 더 타당할 것이다. 그러나 현실적으로는 발행가액의 통제가 잘 기능하지 않을 수도 있기 때문에, 전자의 방법이 완전히 비합리적인 것도 아니다. 어느 방법을 택하든, 결국 정책적 판단이다.

나. 입법례

이미 자주 소개된 것이기는 하지만,⁵⁵⁾ 신주인수권에 관한 입법례는 크게 양분되어 있다. 그러나 변천의 역사나 구체적인 운용을 보면 신주인수권은 정책의 문제라는 것을 다시 한번 확인할 수 있다.

원칙적으로 신주인수권을 폐지한 국가로는 미국과 일본을 들 수 있다. 미국은 원래 보통법에서는 신주인수권을 인정하고 있었다. 1906년 Stokes 판결⁵⁶⁾은, 제정법에 아무 언급이 없더라도 주주는 신주발행시 신주인수권을 본질적인(inherent) 권리로 가진다는 법리를 다시 확인하였다. 그러다가 신주인수권이 회사의 자금조달에 부정적 영향을 미친다는 점이 부각되면서, 1930년을 전후하여 많은 논쟁이 있었다.⁵⁷⁾ 이후 점차 정관으로 신주인수권을 배제할 수 있다는 opt-out 조항들이 각주의 제정법에 등장하였고, 드디어 1964년 메사추세츠주, 1967년 델라웨어주 회사법이 원칙적으로 신주인수권을 부정하면서, 다만 정관으로 신주인권을 인정할 수 있다는 opt-in 방식을 규정하게 되었다. 현재 대부분의 주는 이 방식을 취하고 있고,⁵⁸⁾ 실제로 정관으로 신주인수권을 부여하는 미국 회사는 거의 없는 것으로 알려져 있다. 따라서 미국 회사법은 “주주가치의 희석화의

55) 예를 들어, 김이수, 앞의 논문 각주 17, 24-31면.

56) Stokes v. Continental Trust Co., 186 N.Y. 285, 78 N.E. 1090 (1906).

57) 예를 들어, Victor Morawetz, “The Preemptive Right of Shareholders”, 42 Harvard Law Review 186 (1928).

58) 델라웨어주 회사법 §102(b)(3); 캘리포니아주 회사법 §204(a)(2); MBCA §6.30(a).

우려는 신주인수권이 아니라 이사의 충실의무에 의하여 보호된다”는 사고방식의 전형으로 알려져 있다.⁵⁹⁾

일본은 경영권방어에서와 마찬가지로 주주가치의 희석화 방지에 있어서도 주주총회결의에 의존하는 제도를 두고 있다. 2005년 회사법 제정으로 舊상법의 신주인수권 제도가 폐지되었는데, 간단히 그 개요를 보면 다음과 같다. 舊상법에서는 주식양도제한회사⁶⁰⁾의 경우 주주는 신주인수권을 가지는데, 이를 배제하기 위해서는 주주총회 특별결의가 필요하였다(舊상법 제280조의5의2). 신주인수권을 opt-out 방식으로 규정한 것이다. 그러다가 2005년 회사법에서는 이를 폐지하고, 비공개회사에서는 단순히 모집사항, 즉 신주발행사항의 결정은 주주총회 특별결의에 의하는 것으로 변경하였다(회사법 제199조 제2항). 회사의 자금조달의 편의성을 우선한 것이라고 설명한다.⁶¹⁾ 그러나 주주배정에 있어서는 정관으로 모집사항의 결정을 이사회에 권한으로 할 수 있으므로(회사법 제202조 제3항 제1호, 제2호),⁶²⁾ 결국 회사법의 개정으로 약간의 차이가 생기기는 하였으나, 개정 전후로 모두 비공개회사에서 주주배정은 이사회가 할 수 있고, 제3자배정은 주주총회 특별결의에 의하는 형태라는 점에서는 큰 차이가 없다.⁶³⁾ 공개회사는 원칙적으로 모집사항에 관한 결정은 이사회에 권한이고(회사법 제201조 제1항), 이 경우 주주가치의 희석화에 대한 통제 는 유리발행에 있어 주주총회 특별결의를 요하는 방식으로 이루어진다(제199조 제3항).⁶⁴⁾ 2014년 회사법 개정으로 공개회사에서 경영권의 변동을 가져오는 신주발행⁶⁵⁾의 경우, 전체 의결권의 10% 이상의 주주가 이익을 제기하면 주주총회 보통결의를 해야 한다(제206조의2).

신주인수권을 엄격하게 규정하는 국가로는 영국과 독일이 있다. 먼저 영국은 원래 회사법에서 신주인수권을 인정하지 않고 있었고, 다만 런던거래소 상장규정으로 신주인수권을 두고 있었다.⁶⁶⁾ 그러다가 1980년 회사법에서 EU 회사법 제2지침을 국내입법화하면서 지금까지 계속 신주인수권을 유지하고 있다(2006년 회사법 제561조). 폐쇄회사의 경우에는 정관으로 신주인수권을 배제(exclusion)할 수 있으며(제567조 제1항), 공개회사는 원칙적으로 불가능하다. 나아가 정관이나 주주총회 특별결의로 이사회에 신주인수권의 배제에 관한 재량권을 부여할 수 있으며(disapplication),⁶⁷⁾ 포괄적으로 최대 5년까지 주어져거나(제570조), 특정한 신주발행에 대하여 주어질 수 있다(제571조). 상장회사에 대해서 신주인수권을 약화시킬 수 있을지에 대해서 2005년 Myners 보고서가 연구하였으나 결국 약화시키는 결론에 이르지는 못하였다.⁶⁸⁾ 그러나 상장회사 실무에서는 제571조에 따라 신주인수권의 배제를 주주총회에서 매년 결의하든가 아예 정관으로

59) Franklin A. Gevurtz, Corporation Law (2nd, 2010), 137면.

60) 일본의 舊상법과 2005년 회사법은 회사 주식의 양도가 제한되어 있는가에 따라 회사법의 적용에 차이를 둔다. 舊상법상 주식양도제한회사는 2005년 회사법상 비공개회사에 해당하는데, “모든 종류의 주식에 대하여 양도제한이 있는 회사”를 말한다. 그리고 그 이외의 회사를 공개회사로 정의한다(회사법 제2조 제5호 참조). 따라서 일부 종류의 주식에 대해서만 양도제한이 있는 회사도 공개회사에 포함된다.

61) 吉本健一, 會社法コンメンタル 제5권 株式 [3] (江頭憲治郎 編, 2013), 11면.

62) 다만 실무상 이렇게 권한을 이사회로 위임한 회사는 별로 없다고 한다. 江頭憲治郎, 株式會社法 제5판 (2014), 728면.

63) 神田秀樹, 會社法 제16판 (2014), 148면; 吉本健一, 앞의 책 각주 60, 20면.

64) 神田秀樹, 會社法 제16판 (2014), 142면.

65) 발행 후 인수인이 보유하는 의결권이 전체 의결권의 50%를 넘는 경우를 말한다.

66) Eilis Ferran, Principles of Corporate Finance Law (2008), 134면.

67) Id.

68) Paul Myners, Pre-Emption Rights : Final Report (2005).



규정하는 방식으로 사실상 유명무실화되어 있다는 평가이다.

이렇게 영국이 미국과 비슷한 경제환경과 법적 전통을 가지고 있음에도 신주인수권 제도가 반대로 발전한 것에 대해서는 기관투자자의 지분소유 패턴을 원인으로 드는 설명이 설득력이 있다. 미국의 기관들은 극도로 분산된 소유구조를 가지고 있기 때문에 서로 연합하거나 주주로서의 지위에 관심을 가지거나 하지 않음에 비하여, 영국의 기관투자자는 분산투자를 하고 있음에도 불구하고 30여개 대형 펀드의 지분을 합하면 많은 회사에서 상당한 통제권을 행사할 수 있다는 것이다.⁶⁹⁾ 따라서 미국과 달리 영국의 기관투자자는 주주로서의 지위에서 적극적으로 회사에 관여하면서, 신주인수권을 자신들의 이익을 보호하기 위한 수단으로 여기고 있다.⁷⁰⁾ 실제로 영국 기관투자자들은 신주인수권 그룹(Pre-Emption Group, PRG)를 결성하여, 상장회사들의 신주인수권 배제에 제동을 걸기 위하여 1987년 신주인수권 가이드라인(Pre-Emption Guideline)을 발표하였다. 이것은 2008년 “신주인수권 원칙(Statement of Principles of Disapplying Pre-Emption Rights)”으로 변경되어, 2015년, 2022년 차례로 개정되었다. 이 원칙은 기관들의 정책표명으로서 법적 구속력은 없지만, 그 구성원들의 지위로 인하여 사실상의 영향력을 가진다. 이 원칙은 이례적인 신주발행을 정의한 다음, 이런 경우 회사는 신주발행의 승인을 얻기 위해서 주주총회에 자금조달의 필요성 및 합리성에 관한 자료를 제출하여 주주를 설득하도록 하는 구조를 취하고 있다. 이를 통하여 회사에 대한 주주의 관여를 강화하는 기능을 한다.⁷¹⁾ 우리나라는 자본시장에서 기관의 비중이 18% 내외에 그치고 있고, 그나마 기관투자자들이 적극적으로 주주의 권한을 행사하는 것에 소극적이라는 면에서, 이런 사회경제적 배경에 관한 설명은 참고할 가치가 크다.

독일은 1897년 상법에 주주의 신주인수권을 규정한 이래 이를 주주권의 본질적 요소의 하나로 보고 있으며,⁷²⁾ EU 회사법 제2지침보다 더 엄격한 제도를 구축하고 있다. 주주는 원칙적으로 신주인수권(Bezugsrechts)을 가지는데(주식법 제186조 제1항 제1문), EU 제2회사법 지침이 현금출자에만 신주인수권을 요구하는 것과 달리, 제186조는 이런 규정이 없어서 현물출자도 신주인수권의 적용대상이 된다고 본다.⁷³⁾ 주주의 신주인수권은 배제할 수 있다(Bezugsrechtsausschluss). 이를 위해서는 형식적으로 주주총회결의가 필요한데(제186조 제3항 제1문), 규정에는 없으나 이에 더하여 실질적 정당성을 갖추어야 한다는 것이 독일의 통설·판례로서,⁷⁴⁾ 독일 신주인수권 제도의 가장 특징적인 법리이다. 경영상 목적 이외에도, 수단의 적합성, 침해의 최소성, 법익의 균형성 등 비례의 원칙에 따라 제3자배정이 운용되어야 한다고 본다.⁷⁵⁾ 최초로 이 법리를 실시한 것이 1978년 Kali und Salz 판결로서,⁷⁶⁾ 신주인수권의 배제를 위해서는, ① 회사의 이익(Interesse der Gesellschaft)으로 근거지울 수 있는 목적이 있어야 하고, ②

69) Anatomy, 30면.

70) Ferran, 앞의 책 각주 64, 144-145면. 영국에서 스투어드십 코드가 탄생한 것도 이런 영국의 기관투자자의 속성과 무관하지 않다.

71) Id. 145면.

72) Thomas Raiser & Rüdiger Veil, Recht der Kapitalgesellschaften, 5. Aufl. 2010, §20 Rdnr. 14.

73) Katja Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2015, §10 Rdnr. 40.

74) Christine Windbichler, Gesellschaftsrecht, 23. Aufl. 2013, §32 Rdnr. 23; Raiser/Veil, §20 Rdnr. 19; Langenbacher, §10 Rdnr. 52, 53.

75) 이 법리를 우리나라 상법 제418조 제2항의 해석에도 도입하는 견해가 있다. 이철송, 앞의 책 각주 5, 916면; 김정호, 앞의 책 각주 52, 783-784면.

76) BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316.

신주인수권의 배제가 그 목적달성을 위해서 적합하고(geeignet) 필요하며(erforderlich), ③ 주주가 입은 손해 또는 불이익과 비교하여 신주인수권의 배제가 수단으로서 비례적(verhältnismäßig)이어야 한다는 세 가지 요건을 요구하고 있다.⁷⁷⁾ 그러나 이렇게 엄격한 신주인수권은 상장회사의 자본조달에 부정적인 영향을 준다는 차원에서 비판을 받기도 하였다.⁷⁸⁾ 그러다가 1997년 Siemens/Nold 판결⁷⁹⁾에서 신주인수권 배제의 실질적 요건이 획기적으로 완화되었다.⁸⁰⁾ 이 사건에서 회사의 이사회는 신주발행 수권의 주주총회에서 주주의 신주인수권 배제사유를 추상적으로만 설명하고 구체적인 근거를 제시하지 않았는데, 법원은 신속한 자본조달의 중요성을 강조하면서, 주주총회는 이렇게 주어진 정보하에서 신주인수권의 배제에 관한 수권을 할 것인지 판단할 수 있으므로 적법한 주주총회결의가 있었다고 보았다.

4. 소결

경영권방어와 신주인수권에 관한 이론과 입법례를 검토해 보면, 경영권방어 목적의 제3자배정을 인정하지 않는 판례의 태도에는 두 가지 문제가 발견된다. 먼저 전제로서 주주의 신주인수권을 엄격하게 보호해야 한다는 것이 타당한 명제인지는 확실하지 않다는 것이다. 경영권분쟁이란 주주가치의 희석화가 우려되는 상황이라는 하지만, 그렇다고 하더라도 주주보호의 방법으로 신주인수권을 사용할 것인지는 선택의 문제이다. 미국은 이사의 충실의무로, 일본은 주주총회 특별결의로, 영국은 상장회사의 경우 널리 이사에게 제3자배정의 재량을 부여하는 방법으로 이 문제를 해결하고 있다. 독일은 여전히 신주인수권을 강조하고 있기는 하지만, 과거 Kali und Salz 판결의 원칙이 약화되고 있다. 이렇게 주주의 신주인수권의 보호가 자명한 공리가 아닌 이상, 왜 우리나라에서 주주의 신주인수권을 엄격하게 보호해야 하는지는 논증이 더 필요하다.

설사 주주의 신주인수권을 엄격하게 보호해야 하고, 경영상 목적을 요구하는 것이 그 한 가지 통로라는 것을 받아들여더라도, 왜 경영권방어가 여기에 포함되지 않는지 추가적인 설명이 필요하다. “경영상 목적”이라는 불확정 개념의 범위를 명확히 정하는 것은 처음부터 불가능하겠으나, 최소한 회사의 발전, 즉 기업가치 및 주주가치의 증대를 위한 것이라면 경영상 목적이 없다고 단정하기는 힘들다. 앞서 자세히 살펴보았지만, 경영권방어의 법리는, 비록 경영권방어가 기존 경영진의 개인적인 이해관계와 필연적으로 관련될 수밖에 없겠으나, 그럼에도 불구하고 기업가치 및 주주가치의 증대에 도움이 될 수 있다는 것에 기초하여 방어행위의 적법성을 논하고 있다. 현재의 판례가 이런 가능성을 왜 배제하고 있는지는 여전히 의문으로 남는다.

77) Langenbucher, §10 Rdnr. 52.

78) 대표적으로 Kübler/Mendelson/Mundheim, “Die Kosten des Bezugsrechts”, AG 1990, 461 f. 신주인수권 대신 이사의 충실의무를 가지고 주주를 보호하자는 주장이다.

79) BGHZ 136, 133 = NJW 1997, 2815.

80) Langenbucher, §10 Rdnr. 53.



Ⅲ. 현행 법리의 현실적 문제점

1. 사례를 통해 본 방어목적의 판단기준

가. 개관

경영권분쟁 상황에서 제3자배정이 이루어진 경우, 현재 법원의 판단은 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적” 요건을 인정할 수 있는가에 크게 의존한다. 기존 경영진은 제3자배정의 다른 목적이 더 중요했다는 점을 주장하게 되는데, 이것이 법원을 얼마나 설득할 수 있는지가 쟁점이 된다. 여기서 크게 세 가지 이유에서 법원의 판단이 잘못될 가능성이 있다. 첫째, 법원이 경영진의 경영판단을 적절하게 분석할 수 있는 능력이 부족할 수 있다. 둘째, 대부분의 사건이 단행적 가치분의 형태로 진행되어 2, 3주 이내에 결론을 내려야 한다. 셋째, 무엇을 가지고 경영상 목적이 있다고 보아야 하는지 판단기준이 명확하지 않다. 여기서 첫째와 둘째는 회사법 분쟁에서 늘 지적되는 문제로서, 경영권방어 사안에서 특별히 더 심각한 것은 아니다. 경영권방어와 관련해서는 특히 셋째 문제를 논의해 볼 필요가 있다.

경영상 목적의 판단기준과 관련하여, 최근 두 사건에서 정반대의 결론이 내려져서 관심을 끌고 있다. 한진칼 사건과 에스엠 사건이다. 여기에서 기존 경영진은 신주를 인수하는 제3자와 회사 사이의 장기적 업무제휴를 주장하였는데, 한진칼에서는 인정되었으나, 에스엠에서는 인정되지 않았다. 그러나 사실관계를 보면 에스엠 사건에서 더 업무제휴에 대한 준비가 드러나고 있다. 분쟁의 양상이 더 적대적이었고 제3자배정으로 인하여 지분의 우위가 변동된 한진칼에서는 방어목적이 부정되었고, 그렇지 않았던 에스엠에서는 방어목적이 인정되었다. 결과가 균형에 어긋나는 것 같다는 느낌도 있지만, 무엇이 판단기준이었던지는 결정문을 보아도 명확하지 않다. 실제로 법원의 판단기준은 아직 흐릿하게조차도 정립되어 있지 않고, 그 결과 사전적으로 제3자배정의 효력에 대한 예측가능성은 떨어질 수밖에 없다는 현실적인 문제가 발생한다. 이하 두 사건을 차례로 살펴본다.

나. 한진칼 사건

(1) 사실관계

한진칼은 2020. 11. 6. 대한항공을 통하여 산업은행이 가진 아시아나항공의 지배지분을 인수하기로 하고, 한진칼 및 대한항공의 이사회결의를 거치게 된다. 그런데 대한항공이 아니라 한진칼이 신주를 발행하는 구조를 취하였다. 구체적인 거래 구조를 보면, ① 산업은행은 우선 한진칼에 8,000억원의 자금을 지원하는데, 5,000억원은 산업은행을 상대방으로 하는 제3자배정 방식의 신주발행으로, 3,000억원은 한진칼 발행의 교환사채를 인수하는 방식으로 지원이 이루어졌다. ②

대한항공이 2.5조원에 이르는 주주배정 방식의 유상증자를 하고, 지배주주인 한진칼은 위 자금으로 7,300억원 상당의 신주를 인수한다. ③ 대한항공은 이렇게 조달된 2.5조원 가운데 1.8조원을 투입하여 금호산업으로부터 아시아나항공을 인수한다. 인수 이후 대한항공은 아시아나항공의 63.9%를 보유하게 된다.

이 인수의 배경을 간단히 살펴본다. 아시아나항공은 항공업계의 경쟁 격화, 유가 등 원가의 상승 등 외부적 요인과 함께, 2000년대 중반 이후 금호아시아나그룹 차원의 무리한 사업확장으로 부실이 누적되어 왔다. 결국 금호산업은 보유하던 아시아나항공 지배주식을 매각하기로 하고, 2019. 7. 매각절차를 개시하여, 2019. 12. HDC현대산업개발·미래에셋대우 컨소시엄과 주식매매계약을 체결하였다. 그러나 갑작스러운 COVID-19 사태로 아시아나항공의 기업가치에 중대한 변화가 생기면서 지분취득이 무기한 연기되었고, 우여곡절 끝에 2020. 9. 결국 위 주식매매계약은 해지되었다. 이렇게 아시아나항공의 매각이 좌절되면서, 금호아시아나그룹의 주채권자로서 이 매각을 주도했던 산업은행은 다른 매수인으로서 한진칼을 접촉하게 된다. 그런데 불과 두 달도 지나지 않아 한진칼은 산업은행과의 사이에 위와 같은 합의에 따른 신주발행을 결정하였다. 이미 2년에 걸친 매각협상이 결렬된 상태에서, COVID-19 사태의 영향이 얼마나 지속될지 알 수 없고, 아시아나항공의 부실 정도에 대한 예측도 쉽지 않은 상황에서, 전격적으로 인수 결정이 이루어진 것이다.

이렇게 한진칼이 산업은행의 제안을 받아들이고, 매수자금을 산업은행에 대한 제3자배정으로 마련하기로 한 것은, 당시 진행중이던 한진칼의 경영권분쟁과 무관하지 않다는 시각이 있다. 2020. 11. 현재 지배주주 조원태 회장은 직접 한진칼의 22.44%를 보유하면서 우호지분까지 합하여 41.78%를 보유하고 있었다. 그러나 2년 전부터 행동주의를 표방하던 강성부펀드, 즉 KCGI의 지분이 20.34%에 이르고,⁸¹⁾ 여기에 반도건설 등 주주연합과 조원태 회장의 동생인 조현아가 가세하면서, 오히려 이 삼자동맹 측이 46.71% 지분에 이르고 있었다. KCGI는 이미 2020년 주주총회에서 한 차례 격전을 벌였고, 2021년 3월에는 이런 지분의 우위를 바탕으로 한진칼 이사회에의 교체를 예고하고 있었다. 이런 상황에서 위와 같은 제3자배정 신주발행이 이루어졌는데, 시기를 감안하면, 2021년 3월 주주총회의 기준일까지는 신주발행의 효력이 발생하도록 급박하게 이루어진 것이 아닌가 하는 의구심도 있다. 그 이후의 한진칼 지분구조는 산업은행이 10.66%를 차지하게 되면서 조원태 회장 측은 37.33%, KCGI 연합이 43%를 보유하게 되었다. KCGI는 2020. 11. 18. 위 산업은행에 대한 신주발행이 조원태 회장 측의 경영권방어를 주요 목적으로 한 것이라는 이유로 법원에 신주발행금지 가처분을 신청하였는데, 법원은 2020. 12. 1. 이 사건 신주발행은 경영권방어를 주된 목적으로 한 것이 아니라는 이유로 신청을 기각하였다.⁸²⁾

81) KCGI는 2018년 11월 한진칼 지분 9%를 취득하여, 2019. 3. 한진칼 주주총회부터 조원태 회장 측과 대립하고 있었고, 주주제안과 관련된 몇 개의 가처분 사건도 있었다. 이에 관한 상세한 소개는, 윤용준·강진구, “한진칼 관련 분쟁의 일지와 쟁점”, BFL 제97호, 2019, 38-52면.

82) 서울중앙지방법원 2020. 12. 1.자 2020카합22150 결정.



(2) 방어목적 부정의 근거

이 사건에서 당사자들은 모두 경영권방어가 주된 목적인 제3자배정은 무효라는 법리에 터잡고 논리를 전개하였다. 조원태 회장 측에서는 이 사건 신주발행은 아시아나항공의 인수를 통한 유일한 국적항공사의 지위 취득, 산업은행과의 전략적 자본제휴를 통한 자금조달 등이 주된 목적이라고 주장하였고, KCGI 측에서는 한진칼의 기존 경영진의 경영권방어가 목적으로서, 회사가 내세우는 자본제휴나 자금조달 등은 형식적으로 내세운 명분에 불과하다고 주장하였다.

이 사건에서 한진그룹이 아시아나항공을 인수하기로 한 의사결정 자체를 공격하기는 힘들다. 비록 아시아나항공의 부실이 크다고 하더라도, 아시아나항공을 인수함으로써 대한항공이 유일한 국적항공사가 됨에 따른 경쟁력 강화 등 긍정적 효과도 있기 때문에, 인수 의사결정 자체는 공방의 대상이 되기 어렵다. 문제는 산업은행이 바로 대한항공에 자금을 지원하면 될 것을, 그 지주회사인 한진칼에, 그것도 신주발행 형태로 지원하였는가 하는 것에 있다. 위 자금조달의 구조를 보면 산업은행이 한진칼에 신주발행으로 자금을 투입하면 이 자금은 다시 대한항공의 주주배정 유상증자로 대한항공으로 흘러간다. 그렇다면 처음부터 대한항공으로 자금을 투입하면 되는데 왜 굳이 한진칼에 자금을 투입하였는가 하는 점이다. 한진칼의 대한항공에 대한 지배력이 희석될 수 있다는 문제는 산업은행과의 우호적인 자본제휴라는 측면에서 보면 좋은 논거라고 보기 힘들다.

법원은 한진칼이 주장한 “사업상 중요한 자본제휴”와 “긴급한 자본조달의 필요성”이 주된 목적이라는 논리를 받아들였다. ① “대한항공은 산업은행을 그 주요주주로 확보함으로써 자체 재무능력으로는 감당할 수 없는 항공사 통합 및 운영에 필요한 자금을 보다 안정적으로 지원받을 수 있고” “산업은행은 주주로서 대한항공의 경영에 참여하여 항공사 간의 통합과정을 효율적으로 감독할 수 있으므로” 자본제휴를 목적으로 한 것으로 보았다. 또한 아시아나항공의 존속을 위해서는 언제라도 긴급한 자금조달이 필요하다는 점은 분명하다고 언급하고 있다. ② 신주발행 방식을 택한 것에 대해서도, “산업은행은 산업정책적 목적을 달성하기 위해 한진칼의 지분을 보유하는 것이 불가피한 측면이 있고” “대한항공으로서도 이 사건 신주발행 이후 산업은행의 지속적인 대규모 공적자금 투입이 이루어지도록 하기 위해서는 산업은행의 제안을 쉽게 거부할 수 없었던 것으로” 보았다. ③ 특히 경영권분쟁에 미치는 효과와 관련해서는, “이 사건 신주발행으로 한진칼의 지배권 구도에 변화가 생길 것으로 보이기는 하나, 그렇다고 하여 이 사건 신주발행이 채무자의 지배권 구도를 결정적으로 바꾼다고 볼 수 없다”고 한다. “산업은행이 현재의 경영진의 의사에 따라 의결권을 행사하겠다는 약정을 한 바 없고” “산업은행은 경영성과가 미흡할 경우 경영진을 교체할 수 있다는 확약을 받은 점에 비추어” 반드시 현재 경영진의 편에서 의결권을 행사할 것으로 단정하기 어렵다는 것이다. “산업은행을 우호지분으로 보더라도 현재 경영진의 지분비율이 과반수에 이르지 않으므로” 경영권분쟁이 종결된 것은 아니라는 언급도 있다.

법원의 이런 설명은 얼마나 설득력이 있는가? 우선 산업은행이 왜 대한항공이 아니라 한진칼의 지분을 보유해야 하는지가 분명하지 않다. KCGI와의 경영권분쟁을 염두에 두면 아주 쉽게 설명될 것을, 그 부분에 눈을 감고 아시아나항공의 인수를 위한 자본제휴라는 관점에서 설명하려니 어딘지 부자연스럽다. 또한 산업은행에 발행한 10.66% 지분은 조원태 회장과 KCGI 등 3자

동맹 사이의 지분경쟁의 양상을 결정적으로 변화시켰다. 이것을 어떻게 한진칼의 지배권 구도를 결정적으로 바꾼 것이 아니라도 할 수 있는지도 의문이 있다. 오히려 당시의 분위기는 2021년 3월 주주총회가 최대의 격전장이 될 것이 예고되어 있는 상황이었기 때문에, 법원의 이런 설명은 설득력이 높지 않다고 보인다.

다. 에스엠 사건

(1) 사실관계

2023년 에스엠의 경영권분쟁은 에스엠의 18.45%를 보유하는 창업자 이수만이 자신의 개인회사인 라이크기획에 일감몰아주기를 해 왔던 것이 발단이 되었다. 2021년 행동주의 펀드인 얼라인은 에스엠의 지분 0.91%를 취득하면서 이 문제를 지적하였고, 국민연금 등 기관투자자와 다른 일반주주의 지지를 이끌어냈다. 에스엠과 이수만은 2022. 10. 라이크기획과의 계약을 종결하였다고 하여 이 문제는 종결되었으나, 얼라인의 요구는 여기에서 그치지 않았다. 이어서 얼라인은 에스엠의 지배구조 개선을 제안하였고, 2023. 1. 이성수 대표이사가 이를 적극적으로 수용하여, 이사회 구성 변경, 당기순이익의 최소 20% 배당 등 12개 합의안을 발표하고, 멀티 프로듀싱 체제로 전환하였다. 에스엠의 기존 경영진과 지배주주였던 이수만의 갈등은 이렇게 점차 표면화되고 있었다.

에스엠은 2023. 2. 7. 전격적으로 카카오에 제3자배정 방식으로 신주 및 전환사채를 발행하기로 결정하는데, 기존 에스엠 발행주식총수의 약 10% 정도에 해당하는 규모로서, 발행 및 전환 이후를 기준으로 하면 에스엠의 9.05%에 해당한다. 이수만에 이어 바로 2대 주주가 될 수 있는 규모였다. 또한 이 계약에는 “에스엠이 추가로 제3자방식으로 신주 또는 주식연계증권을 발행할 경우 카카오는 이를 우선적으로 인수할 권리를 보유한다”는 규정도 들어가 있었다. 이수만은 이를 에스엠의 경영진이 자신을 배제하고 카카오를 우호세력으로 받아들여 경영권을 강화하려는 시도로 이해한 것으로 보인다. 이수만은 바로 2. 8. 법원에 신주 및 전환사채 발행금지 가처분을 신청하였고, 하이브를 설득하여 이 분쟁에 참여시켰다. 하이브는 이수만의 지분 가운데 14.8%를 주당 12만원에 매수하였고, 2. 10. 에스엠의 약 40%에 달하는 주식에 대하여 주당 12만원의 공개매수를 시작하였다. 전형적인 모습도 아니고 선후도 뒤바뀌었으나, 하이브의 에스엠에 대한 적대적 공개매수에 대한 방어로써 에스엠이 카카오에 제3자배정 신주발행을 한 모습이 되었다. 에스엠은 2. 23. 카카오와의 사이에 체결된 사업협력계약을 공개하였다. 양측의 지루한 폭로전과 성명서가 계속되는 가운데, 법원은 2023. 3. 3. 이수만의 가처분 신청을 인용하였고,⁸³⁾ 이제 사건은 카카오와 하이브의 공개매수 경쟁으로 이어지게 된다.

83) 서울동부지방법원 2023. 3. 3.자 2023카합10034 결정.



(2) 방어목적 인정의 근거

이 사건 신주발행이 적대적 기업인수에 대한 경영권방어인지는 다소 애매하다. 따라서 이수만은 단순히 상법 제418조 제2항 단서의 경영상 필요가 없다는 점만 주장하였다. 이에 대해서 에스엠은 신주 및 전환사채 발행 당시 에스엠은 “카카오와의 전략적 제휴 및 사업 확장” 및 “긴급한 자금조달”이라는 경영상 필요가 있었고, 위 신주 및 전환사채의 발행은 이를 위한 불가피한 선택이었다는 점을 주장하였다. 카카오와의 전략적 제휴를 든 것은 한진칼 사건과 비슷하다. 그런데 법원은 이런 경영상 필요를 부정하였다.

먼저 에스엠은 충분한 현금성 자산을 가지고 있었고 급하게 갚아야 할 채무도 없었으므로 긴급한 자금조달의 필요는 인정하기 어렵다고 보았다. 다음으로 에스엠은 카카오의 플랫폼을 이용하기 위한 전략적 제휴를 주장하였는데, 법원은 이를 배척하였다. 통상 법원은 경영에 대한 전문성이 부족하고 가치분의 특성상 심리기간이 짧기 때문에 회사의 경영판단 주장에 동조하기 쉬운데,⁸⁴⁾ 이례적인 판단이라 할 수 있다. 법원은 일단 전략적 제휴의 가능성은 인정하였으나, 결과적으로 그것을 주된 목적이라 하기는 어렵다고 보았다. 그 근거로는, ① 전략적 제휴라고 주장되는 사업들이 상당한 기간에 걸쳐 단계적으로 추진되는 것들이라서, 자금이 충분한 여유가 있던 에스엠이 당장 신주 및 전환사채를 발행하여 자금을 조달했어야 할 이유가 없고, ② 사업에 들어가는 비용의 검토가 에스엠이 얼라인과의 공동합의사항을 발표한 1. 20. 무렵부터 이루어진 것으로 보여, 신주 및 전환사채 발행 당시까지 충분한 검토가 이루어졌다고 보이지 않으며, ③ 에스엠이 이 사건 신주 및 전환사채의 발행 이외의 다른 전략적 제휴 및 자금조달 방안을 구체적으로 검토하였다는 입증이 없다는 점을 들고 있다.

다음으로 법원은 위 신주 및 전환사채의 발행이 에스엠의 경영권분쟁이 임박한 상태에서 이를 현실화한 행위로서, 최대주주인 이수만의 에스엠에 대한 지배력을 약화시키려는 목적에서 비롯된 것이라고 인정하였다. 당시 이수만의 지배력이 절대적이 아니었고, 얼라인이 영향을 미치기 시작했으며, 카카오가 향후 추가지분까지 확보하는 등 2대 주주로서 에스엠에 상당한 영향력을 행사할 것이라는 점이 법원의 주된 논거였다. 당시의 상황으로 보나, 카카오에 대한 신주 및 전환사채 발행의 규모로 보나, 에스엠의 지배에 영향을 줄 의도였다는 것은 부정하기 어려울 것이다.

법원의 결정은 그 자체로 보면 수긍되는 측면이 많다. 에스엠의 기존 경영진으로서 신주발행을 해야 할 긴급한 자금조달의 필요성은 없었을 것이고, 카카오를 우호세력으로 하여 지배주주인 이수만을 견제하기 위한 조치로 신주발행을 선택하였을 것이다. 그러나 이 사건 법원의 판단을 한진칼과 비교해 보면 경영상 목적의 판단에 일관성이 결여되어 있음을 알 수 있다. 두 사건의 사실관계는 크게 다르지 않다. 두 사건 모두 자금조달의 긴급한 필요성은 없었다고 보인다. 한진칼 사건에서는 아시아나항공 인수를 위한 자금조달의 필요성이 있기는 하였으나, 그것은 대한항공이 필요했던 것이지 한진칼에 필요했던 것은 아니었다. 두 사건에서 산업은행과 카카오는 모두 지분참가 방식을 선호하였을 것이다. 두 사건에서 회사는 신주발행 이외에 기존 주주에게 불이익이 발생하지 않는 다른 방식을 특별히 검토하였을 가능성은 높지 않다. 우호지분의 확보가 가장

84) 田中 亄, 앞의 책 각주 45, 521면.

중요한 요소였기 때문이다. 두 사건에서 모두 신주발행은 회사의 지배권에 결정적인 차이를 가져왔다. 이렇게 사안 자체는 정확히 무엇이 다른지 쉽게 보이지 않음에도 불구하고, 결론은 정반대가 되었다. 그 이유를 찾기는 쉽지 않다.

라. 소결

이처럼 사업제휴 등과 같이 회사가 신주발행을 하게 된 사유를 주장하는 경우, 법원이 그 실체를 정확하게 판단하여 정말로 그런 이유가 있었는지를 판단하는 것은 쉬운 일이 아니다. 한진칼 사건과 에스엠 사건을 비교해 보더라도, 한진칼 사건에서 경영권방어의 필요가 더 있었을 것으로 보임에도 불구하고, 아시아나항공의 인수와 관련된 한진칼의 논리를 그대로 법원이 인정하여 자금조달의 긴급한 필요를 인정하고 있다. 심지어 한진칼 사건에서는 경영권분쟁 상황에서 기존 경영진이 패할 가능성이 상당히 높은 상황에서 제3자배정이 이루어졌음에도 지배권에 미치는 영향을 낮게 판단하였다. 느슨한 형태의 판단기준도 마련되어 있지 않은 것이다.

2. 일반공모증자와 자기주식처분

가. 개관

현행 법리의 두 번째 현실적 문제는 경영권방어를 위해서 일반공모증자와 자기주식처분을 이용한다는 점이다. 최근 고려아연 사건에서도, 철회되기는 하였지만, 일반공모증자를 경영권방어에 이용하였다. 자기주식처분은 방어수단이 마땅하지 않은 우리나라에서 가장 유효한 방어수단으로 알려져 있다. 일반공모증자와 자기주식처분은 경영권에 미치는 효과가 제3자배정과 비슷하지만, 일반공모증자는 “상법 제418조 제2항 단서를 적용하지 아니한다”고 하는 명문의 배제조항을 근거로(자본시장법 제165조의6 제4항), 자기주식처분은 그 성질이 신주발행이 아니라 주식의 매매에 불과하여 상법 제418조 제2항 단서가 적용될 여지가 없다는 이유로 경영상 목적을 요구하지 않는다. 그 결과 두 제도는 모두 경영권방어를 위해서 이용할 수 있다.

같은 효과를 가지는 행위에 대해서 법률효과는 정반대이다. 물론 경제적 실질이 같다고 해서 법적 효과가 항상 동일해야 하는 것은 아니다. 당사자들에게 선택의 폭을 넓히기 위한 입법적 결단일 수도 있다. 그러나 일반공모증자와 자기주식처분을 경영권방어에 이용할 수 있는 것은 이런 입법적 결단이나 선택의 폭의 확대로 볼 수 없고, 단순히 잘못된 해석에 불과하다고 생각한다. 그렇다면 어떻게 교정해야 하는가? 일반공모증자에도 경영상 목적을 넣어서 읽어야 한다거나, 자기주식처분에도 제3자배정 신주발행 규제가 적용되어야 한다고 볼 여지도 있다. 그러나 문제는 일반공모증자나 자기주식처분에 있는 것이 아니라 경직적인 제3자배정의 해석에 있다. 올바른 결론은 세 제도가 모두 경영권방어에 이용될 수 있고, 다만 언제 어느 수준에서 방어수단을 활용할 수 있는지 경영권방어의 적법성에 관한 판단기준을 정립하는 것이다.



나. 일반공모증자

자본시장법 제165조의6 제4항이 일반공모증자에 상법 제418조 제2항 단서의 적용을 배제하면서, 상장회사의 일반공모증자는 경영권방어의 목적으로도 할 수 있다는 해석이 가능해졌다. 실제로 이렇게 판단한 하급심 결정도 있다.⁸⁵⁾ 이 사건은 경영권분쟁 상황에서 상장회사가 정관에 따라 일반공모증자를 추진하자 주주가 신주발행금지 가처분을 신청한 것인데, 법원은 “일반공모증자의 경우 상법 제418조 제2항 단서의 적용이 배제되므로” 경영상 목적의 제한이 적용되지 않는다고 판시하고 있다. 그러나 “경영상 목적”이라는 문구에 너무 큰 의미를 부여하는 것은 적절한 해석이라고 하기 어렵다. 이런 문구가 없더라도, 이사의 선관주의의무 또는 충실의무 관점에서 보면, 이사가 경영상 목적이 없는 행위를 한다는 것은 그 자체로 의무위반에 해당할 수 있기 때문이다.

제3자배정은 경영권방어에 이용할 수 없다는 전제하에, 이 규정에 의하여 일반공모증자는 그렇지 않다고 해석하는 것은 다음 몇 가지 이유에서 타당하지 않다. 첫째, 자본시장법 조항이 경영권방어까지 허용하겠다는 입법적 결단이라는 증거가 없다. 이 규정은 상장회사에서 법적 불확실성을 제거함으로써 자본조달의 편의성을 확보하기 위한 것인데, 경영권방어는 이런 편의성과 큰 관련이 없다. 둘째, 상장회사에 대해서만 경영권방어를 허용한다거나 비상장회사와 서로 다른 기준으로 그 적법성을 판단해야 할 아무 근거가 없다. 셋째, 기존 경영진이 제3자배정과 같은 정도의 지분상승 효과를 얻기 위해서는 일반공모증자의 규모가 제3자배정보다 훨씬 더 커야 한다. 일반공모증자를 통하여 일반대중에게 배정된 신주는 상대적인 지분상승 효과를 가져오지 않기 때문이다. 원래 신주발행이 경영권방어수단으로서 비효율적인 이유는, 경영권방어 과정에서 불필요하게 자금조달의 효과가 생기기 때문인데, 일반공모증자는 그 비효율성이 더 커지는 결과가 된다.

결국 제3자배정이 경영권방어에 이용될 수 없다면, 그보다 더 비효율이 큰 일반공모증자는 더욱 이용될 수 없어야 한다. 물론 이보다 더 바람직한 것은 일반공모증자와 마찬가지로 제3자배정도 경영권방어에 이용될 수 있게 되는 것이다.

다. 자기주식처분

자기주식처분은 2015년 5월의 삼성물산 합병에서 문제가 되었다. 2014년말 기준으로 삼성물산에서 지배주주 및 그 관계자의 주식보유 비중은 모두 합하여 16.9%에 불과하였다. 여기서 삼성물산은 우호적 지분을 확보하기 위해서 보유하고 있던 자기주식 5.8%를 모두 KCC에게 매도하였고, KCC는 합병에 찬성표를 던졌다. KCC의 찬성은 결과에 큰 영향을 주었다. 이후 삼성물산 합병의 효력을 다투는 소송에서 이 자기주식처분의 적법성이 크게 다투어졌는데, 제1심에서는 신주발행과 자기주식처분은 그 성질에 본질적인 차이가 있다는 논리에 기초하여 해석론으로 자기주식처분에 신주인수권 규정을 유추적용할 수 없다고 판단하였다.⁸⁶⁾ 제2심에서도 이를 그대로

85) 서울중앙지방법원 2009. 8. 19.자 2009카합2887 결정.

86) 서울중앙지방법원 2015. 7. 7.자 2015카합80597 결정.

원용하였는데, ① **상법 제342조에 아무런 제한이 없고**, ② **명문의 규정이 없음에도** 주주평등을 강요하는 것은 회사의 자산에 관한 처분권한을 부당하게 제한하는 것이고, ③ 상법 개정과정에서 자기주식처분에 관하여 신주발행 절차를 준용하는 규정을 두는 방안이 검토되었으나 반영되지 않았다는 논거들이 추가되었다.⁸⁷⁾ 여기서 일반공모증자의 해석과 마찬가지로, 과도하게 문구에 주목하는 해석을 하고 있음을 알 수 있다.

앞서 지적한 바와 같이, 자기주식처분의 경제적 실질이 신주발행과 같다고 하더라도, 이로부터 바로 양자에 대해서 동일한 규제가 적용되어야 한다는 결론이 도출되지는 않는다. 그러나 신주발행에서는 허용되지 않는 경영권방어가 자기주식처분으로는 가능하다는 것은, 양자의 경제적 실질이 같다는 점을 감안할 때, 설득력이 높지 않다. 이런 이유에서 학계에서는 종전부터 자기주식처분을 신주발행과 같은 틀에서 규제해야 한다는 것이 다수설의 지위를 차지하고 있다. 그러나 이 문제에 대한 가장 적절한 해결방법은, 위 일반공모증자의 경우와 마찬가지로, 제3자배정도 자기주식처분에 맞추어 경영권방어에 사용할 수 있도록 하는 것이다.

라. 고려아연 경영권분쟁

경영권방어의 허용 여부를 “경영상 목적”이라는 문구에 과도하게 의존한 결과 우리나라에 아직 경영권방어의 법리가 정립되지 못하였다는 점은 최근 고려아연 경영권분쟁에서 분명하게 드러난다. 미국과 일본 등 외국에서는 적대적 공개매수가 시작되면 포이즌필 등과 같은 방어수단이 발동되고, 그 방어수단의 발동이 적법한지에 관한 법리가 작동하게 된다. 경영권분쟁이 지분취득 경쟁으로 격화되는 것을 막는 측면도 있고, 당사자들도 협상은 이런 방어수단이나 방어법리를 배경으로 한다. 그러나 고려아연이 분명하게 경영권방어의 목적을 가지고 다양한 방어수단을 사용하였음에도 불구하고, 법원에서 배당가능이익이나 집중투표제, 상호주, 공정거래법 위반 등과 같은 기술적인 해석이 이루어지는 동안 고려아연의 일반주주의 일반주주의 이해관계, 즉 어느 쪽이 더 고려아연의 기업가치 및 주주가치를 높일 수 있는지에 대한 논의는 주변부로 흘러가 버렸다.

예를 들어, 고려아연은 2024. 10. 2. 경영권방어를 위하여 대규모의 자기공개매수를 결정한다. 이에 영풍·MBK는 이를 금지하는 내용의 가처분을 신청하였고, 법원은 이를 기각하였다. 그런데 그 근거는 모두 기술적인 절차나 제한에 위반되지 않는다는 취지였다. 이런 거래가 경영권방어의 수단으로 이루어졌다는 점, 다시 말해서 “경영권방어를 위해서 이루어진” 거래이기 때문에 금지되어야 하는지에 대해서는 판단하지 않았다. 영풍·MBK 측에서는 고려아연의 자기공개매수가 “경영권분쟁이 현실화된 상황에서 오직 기존 경영진의 경영권방어를 목적으로 한 것”이라고 주장하기도 하였으나, 법원은 “고려아연이 상법 및 자본시장법의 절차 및 제한을 준수한 이상, 자기공개매수의 목적에 경영권방어가 포함되어 있다고 하더라도 바로 위법하다고 단정할 수 없다”고 판시하고 있다.⁸⁸⁾

고려아연이 상호주를 이용하여 영풍의 의결권을 부정한 사안도 외국회사나 유한회사에 상법상

87) 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정.

88) 서울중앙지방법원 2024. 10. 21.자 2024카합21491 결정.



상호주 규정이 적용되는지와 같은 기술적 쟁점을 중심으로 논의가 이루어지고 있다. 상호주가 유효하게 성립한다고 하더라도 그것을 고려아연에서 경영권방어 목적으로 사용할 수 있는지는 별개의 쟁점이다. 경영권방어의 법리가 만들어질 수 있는 상황이지만, 목적에 관하여 아무 규정도 없는 상호주에서 법원이 경영권방어의 목적을 감안하여 의결권 유무의 판단으로 나아갈 수 있을지는 여전히 비판적이다. 정답은 없겠지만, 이제는 이런 논의가 우리나라에서도 시작되어야 할 시점으로 생각한다.

3. 경영권방어와 이사의 의무

조문의 “경영상 목적”에 주목하는 접근의 마지막 현실적 문제는 경영권방어를 주된 목적으로 했는지에 따라 일도양단적으로 결론이 난다는 것이다. 경영권방어를 목적으로 하였다는 허들을 넘은 다음에는 그 조치의 적법성을 판단할 아무 장치가 없다. 예를 들어, 기존 경영진의 개인적인 이익을 보호하기 위하여 경영권방어를 하더라도, 일반공모증자나 자기주식처분은 적법하게 허용될 것이다. 경영권방어에 이용될 수 있다는 허들을 넘은 다음에는 그 경영권방어를 할 수 있는 상황인지와 같은, 회사법적으로 더 중요한 요소들은 논의되지 않고 있다. 경영권방어가 기업가치를 증대시키더라도 제3자배정은 이용할 수 없다는 것도 비슷한 맥락이다. 회사법의 관점에서 더 중요한 고려요소들, 예를 들어 경영권방어가 필요한 상황이었는지, 기존 경영진과 인수시도자 가운데 누가 더 기업가치를 높일 수 있는지, 주주의 이해관계는 어떻게 반영될 수 있는지 등과 같은 쟁점은 아직 우리나라에서 본격적으로 논의되고 있지 않다.

IV. 경영권방어 법리의 정립

1. 제3자배정의 합리성과 경영상 목적

이 글에서 경영권방어의 법리를 제시하려는 것은 아니다. 경영권방어 자체는 각국의 정책이 차이가 나고, 반드시 미국식 Unocal 기준이나, 일본식 주주총회결의 기준이 우월한 것도 아니다. 그러나 경영권방어가 항상 금지되어야 하는 것도 아니고, 반대로 아무 제한 없이 허용되어야 하는 것도 아니라는 점은 최소한 합의될 수 있다. 경영권방어가 기존 경영진의 개인적 이해관계를 반영한 것이 아니라 기업가치 및 주주가치에 긍정적으로 기능하기 위해서 어떻게 법리를 구성해야 할 것인지 생각할 시점이다.

그 첫 단추는 “경영상 목적”이라는 문구에서 해방되는 것이다. 이 문구 자체를 유연하게 해석하여, 경영권방어도 그것이 기업가치 및 주주가치의 제고를 위해서 필요한 경우에는 경영상 목적에 해당한다고 보아야 한다. 또한 “경영상 목적”이 명문으로 요구되지 않는 경우에도 이사의 선관주의의무에 기초하여 경영권방어의 한계가 설정되는 것이기 때문에, 경영권방어의 목적으로 행하여진 조치에 대해서는 그 조치가 기업가치 및 주주가치에 미치는 효과가 더 신중하게 다루어져

야 할 것이다. 결국 조문상 “경영상 목적”이 명문화되어 있는 경우와 그렇지 않은 경우가 적법성의 해석에 있어서는 사실상 큰 차이를 가져오지 않는다. 이런 전제에서 제3자배정 신주발행을 포함한 여러 방어수단들에 대해서 모두 동일하게 적용될 수 있는 경영권방어의 법리를 발전시킬 필요가 있다.

2. 현대엘리베이터 사건에서 등장한 경영권방어의 법리

경영권방어의 법리를 구축함에 있어 첫 단계는 경영권방어가 기업가치 및 주주가치의 증대에 기여할 수 있고, 또 오직 그런 경우에만 허용될 수 있어야 한다는 점을 명확하게 선언하는 것이다. 2000년대 일본의 기업가치보고서가 전형적인 예이다.⁸⁹⁾ 물론 어떤 표지를 가지고 판단할 것 인지는 쉽지 않은 문제이지만, 어떤 판단기준을 채택하든 그 기본적인 정신은 동일하다. 예를 들어, 만일 우리나라 상황에서 경영권방어가 기업가치 및 주주가치를 증대시키는 방향으로 작동될 가능성이 현저히 적다면, 최소한 당분간은 경영권방어는 허용되지 않는다는 식으로 영국식 접근 방법을 채택할 수도 있을 것이다. 경영권방어의 법리를 정립하고자 한다면, 어쨌든 이 원칙을 선언한 다음, 구체적인 판단기준을 어떻게 제시할 것인지 모색할 일이다.

아직 우리나라 판례는 이런 법리를 채택하고 있지 않은데, 최근 현대엘리베이터 판결에서는 이런 점을 인식하는 듯한 언급이 등장하였다.⁹⁰⁾ 비록 그룹의 경영권방어라는 다소 이색적인 쟁점을 다루고 있고, 구체적인 판단기준의 제시까지 나아간 것은 아니지만, 최소한 판례에서 경영권방어를 바라보는 관점이 드러난 그 자체로 충분히 주목할 필요가 있다. 우연히도 현대엘리베이터는 이미 2000년대 초반에 경영권분쟁에 휘말렸던 기억이 있다. 그 당시 하급심에서 경영권방어의 적법성에 관하여 미국의 Unocal 기준과 비슷한 판단기준을 제시함으로써⁹¹⁾ 학계 및 실무의 많은 관심을 받았던 기억이 있다. 20여년이 흘렀으나 여전히 고찰해 볼 의미가 있다.

가. 대법원 2023. 3. 30. 선고 2019다280481 판결 제2심

이 사건에서 문제는 현대그룹의 순환출자 구조였다. 당시 현대그룹은 현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대로지스틱스 → 현대엘리베이터로 이어지는 순환출자 구조를 가지고 있었고, 이 가운데 어느 한 고리에 문제가 생기면 그룹의 소유구조가 흔들리게 되어 있었다. 현대상선을 두고 일어난 경영권분쟁과 관련하여, 현대엘리베이터는 현대상선 지분의 확보를 위해 여러 증권회사와 TRS 계약을 체결하는데, 계약의 상대방이 현대상선의 보통주를 취득하면, 이를 기초자산으로 하여 현대엘리베이터와 주식스왑계약을 체결한 것이다. 이 계약에서 현대엘리베이터는 상대방의 주식취득에 소요되는 금융비용을 보전하여 주고, 만기에 기초자산의 가격 등락을 반영하여 현금 또는 현물로 정산을 하게 된다. 다시 말해서, 계약 상대방이 명의주주로서 현대상선 보통주를 보유 하면서 현대엘리베이터에 우호적으로 의결권을 행사하되, 현대엘리베이터는 그 금융비용을 보전

89) 企業価値研究会, 企業価値報告書: 公正な企業社会のルール形成に向けた提案, 2005.

90) 대법원 2023. 3. 30. 선고 2019다280481 판결.

91) 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12.자 2003카합369 결정.



하여 주면서 실질적으로 주가가 하락하는 등락에 따른 위험을 부담하는 것이다. 문제는 현대상선의 주가가 하락하면서 현대엘리베이터가 부담해야 하는 손실의 규모가 막대하게 커진 것이다. 이에 현대엘리베이터 이사가 회사에 대한 손해배상책임을 지는지 문제가 된 사건이다.

이 사건 제1심⁹²⁾은 현대상선을 단순히 현대엘리베이터의 자산으로 보고, 일반적인 자산관리의 관점에서 경영판단의 원칙을 적용하였다. 그러나 제2심⁹³⁾에서는 현대상선의 지분 확보가 현대엘리베이터의 지배, 나아가 현대그룹 전체의 지배와 관련되어 있다는 점에서, 현대엘리베이터 이사의 경영권방어라는 구조를 가지고 이사의 의무를 판단하고 있다. 법원은 문제된 현대엘리베이터의 TRS 계약이 현대상선에 대한 경영권방어임과 동시에, 순환출자 관계의 유지를 통하여 현대엘리베이터의 기존 지배주주의 경영권을 유지한다고 보면서, 그 적법성의 기준에 대해서 다음과 같이 판시하고 있다.⁹⁴⁾

“한편 위와 같은 파생상품계약 체결행위가 . . . 경영권을 유지하기 위한 것이라는 측면에서 보면, **현 지배주주가 경영권을 행사하는 경우와 현 지배주주가 경영권을 상실하여 다른 주주가 경영권을 행사하게 될 경우를 상정하여** 어느 쪽이 회사와 일반 주주에게 이익이 될 것인지가 검토되어야 할 것이다.” “적대적인 기업인수합병의 경우 일반적으로 그로 인한 대상회사 및 주주의 이해가 항상 일치되는 것으로 보기 어려워 일률적으로 위법하다거나 허용되지 않는다고 단정할 수 없으므로 대상회사의 이사회가 취하는 경영권 방어행위 또한 일률적으로 그 허용 여부를 말할 수 없다.” “어떠한 경영권 방어행위가 정당화되기 위해서는 기업인수합병을 시도하는 자본의 성격과 기업인수합병 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 기업문화, 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성, 다른 주주들이 경영권을 취득할 경우 종래의 사업이 지속될 수 있을지 등을 종합하여 현 지배주주의 경영권이 유지되는 것이 **회사와 일반 주주에게 이익이 되거나** 특별한 사회적 필요가 있다고 인정될 수 있어야 할 것이다.” “기업인수합병의 경우 일반적으로 경영진이 교체되는 경우가 많기 때문에 **대상회사의 이사로서는 기업인수합병의 성사 여부에 개인적인 이해관계를 갖게 된다.** 이사가 자신의 지위를 보전하기 위하여 **회사나 전체 주주의 이익과 상반되는 방어행위를 하는 경우에는** 이사의 충실의무 위반이 된다는 점도 아울러 고려되어야 할 것이다.”

이 판시사항에서 전형적인 미국의 Unocal 기준의 논리가 보인다. Unocal 기준은 기존 경영진이 경영권방어는 이해상충의 문제가 있다는 인식에서 출발한다. 기존 경영진이 개인적인 이해관계로 인하여 경영권방어를 할 수 있다. 다만 그것이 회사가치 및 주주가치의 증대를 가져온다면, 그리고 그러한 경우에 한하여, 경영권방어가 허용될 수 있다는 것이다. 현대엘리베이터 제2심 판결은 그룹 차원의 경영권방어를 다루면서, 그 기초가 되는 일반적인 경영권방어의 법리에

92) 수원지방법원 여주지원 2016. 8. 24. 선고 2014가합10051 판결.

93) 서울고등법원 2019. 9. 26. 선고 2016나2063874 판결.

94) 이하 판시사항에서 순환출자의 유지를 통하여 기존 지배주주가 기업집단 전체에 대해서 지배권을 유지하는 것과 관련된 판시는 제외하고, 일반적인 경영권방어에 관한 판시만 인용한다.

대해서 위와 같은 설시를 하고 있다. 결국 경영권분쟁 상황에서 기존 경영진은 인수시도자보다 자신이 더 당해 회사의 기업가치 및 주주가치를 증대시킬 수 있다는 점을 보여야 한다는 것이다. 이런 일반적인 법리를 선언한 것은 우리나라 판결에서 처음 보이는 것이 아닌가 한다.

이후 대법원에서도 이사가 경영권방어를 하기 위해서는, “소속 회사의 계열회사에 대한 경영권 유지와 상실에 따른 이익과 불이익의 정도”, “기업집단의 변경이나 지배주주의 지배권 상실에 따른 소속 회사의 사업지속 가능성” 등을 고려해야 한다고 실시하여 제2심의 판단기준을 인용하고 있다. 아쉽게도 위와 같은 제2심의 법리가 대법원의 판시사항에서 반복되지는 않고 있다. 그러나 제2심의 판단을 그대로 따르고 있기 때문에, 위 일반적인 법리도 대법원에서 인정되었다고 볼 수 있다.

나. 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12.자 2003카합369 결정

이 사건 역시 현대엘리베이터의 경영권분쟁 사건이다. 사건 당시 KCC는 현대엘리베이터의 47.54% 지분을 보유하면서 경영권을 위협하고 있었고, 기존 경영진의 우호적 지분은 30.3% 정도였다. 현대엘리베이터 이사회는 경영권방어를 위하여 대규모의 일반공모증자를 실시하였는데, 이에 대하여 KCC는 ① 위 일반공모증자는 회사의 경영상 목적과 상관 없이 경영권방어를 목적으로 한 것이어서, 주주의 신주인수권을 위법하게 침해하고 있고, ② 이 사건 일반공모증자는 일반공모 부분의 대량 미인수사태가 예상되고, 회사는 이를 우리사주조합 등 기존 경영진에 우호적인 세력에게 배정함으로써 기존 경영진의 지배권을 강화하는 것을 목적으로 하여, 발행방법이 현저하게 불공정한 것이라는 이유에서 신주발행금지를 구하는 가처분을 신청하였다. 이에 대한 법원의 판단 가운데 다음과 같이 주목할 판시사항이 등장한다.

“신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사회의 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도, 적대적으로 기업취득을 시도하는 자본의 성격과 기업취득의 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속 전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 **대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나** 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고, 한편 이러한 신주발행행위가 그 결의 당시의 객관적 사정에 의하여 뒷받침되고, 그 결의에 이르기까지의 과정에 대상회사의 경영권 분쟁 당사자인 기존 지배주주가 아닌 **일반 주주의 의견과 중립적인 전문가의 조언을 듣는 절차를 거치는 등** 합리성이 있는 경우라면 상법 제418조 제 2항 및 이와 동일한 내용의 규정을 둔 대상회사의 정관 규정이 정하는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 해당한다고 보아 허용되어야 할 것이다.”



이미 20여년 전에 하급심 판단에서 경영권방어는 기업가치와 주주가치를 증대시키는 경우 허용될 수 있다는 설시를 하면서, 그 구체적인 고려사항까지 제시하고 있다. 이 사건 자체에서는 결과적으로 이런 요소들이 인정되지 않았지만, 경영권방어의 법리를 혁신적으로 제시하고 있다. 내용을 보면 위 2023년 현대엘리베이터 판결과 일맥상통하고 있기 때문에, 20여년이 지난 지금에도 충분히 의미가 있다고 하겠다.

V. 맺음말

돌이켜보면, 경영권방어에 관한 논의는 2000년대 초반 몇몇 경영권분쟁이 학계와 실무의 관심을 끌면서, 주로 방어수단의 도입을 중심으로 이루어졌다. 당시 신주인수선택권이라고 하여 미국식 포이즌필의 도입을 위한 입법안까지 만들어질 정도로 상당한 수확도 있었던 것으로 기억한다. 그러나 그 이후 경영권방어에 관한 논의는 제자리를 맴돌면서 별다른 진전이 없었던 것 같다. 이웃인 일본과 달리 본격적인 적대적 기업인수가 아직도 등장하지 않은 것이 그 하나의 이유일 것이다. KCGI가 기존 경영진에게 도전한 한진칼 사건을 제외한다면, 최근의 에스엠이나 고려아연 역시 대주주들 사이의 경영권분쟁의 성격이 강하고, 여기에 기업지배권시장의 기능을 기대하는 것은 다소 성급한 느낌도 있다. 우리 판례가 경영권방어에 대한 부정적 시각에서 제3자배정의 법리를 정립하고 지금까지 유지해 온 것도 이런 맥락에서 어느 정도 이해할 수 있는 측면이 있다.

그러나 앞에서 자세하게 논증한 바와 같이, 상법 제418조 제2항 단서의 해석은 경영권방어의 사회적 기능을 고려하지 않은 채, 너무 “경영상 목적”이라는 문구에 큰 의미를 부여하고 있다. 이론적인 문제뿐만 아니라, 실제 경영권분쟁 사건에서 여러 현실적인 문제를 야기하고 있다. 경영권방어의 법리가 발전되지 않았기 때문에 생기는 불공정성 또는 비효율성인 것이다. 이 글에서 살펴본 두 건의 현대엘리베이터 사건에서 법원이 제시한 프레임이 정답일 수도 없고, 아직 제대로 기능하기에는 더 세련된 판단기준이 제시되어야 할 것이지만, 그래도 경영권방어 법리의 단초를 제공할 수는 있다고 생각한다. 최근 우리 자본시장은 행동주의 펀드의 활동도 활발해지고 있고, 여러 측면에서 주주의 목소리가 거세지고 있어서, 조만간 본격적인 적대적 기업인수의 등장도 기대된다. 그렇다면 미리 경영권방어에 관한 균형잡힌 법리를 준비하는 것은 단순히 이론적 유희에 그치지 않는 것을 것이다. 학계의 선제적인 논의를 기대하며 이 글을 마친다.

【 토론문 】

경영권방어를 위한 제3자배정 신주발행 再論에 대한 토론문

김 홍 기*

1. ‘경영권 방어’의 허용 여부

가. 경영권 방어의 허용 (미국, 일본) v. 이사회에의 중립 (영국, 유럽 등)

경영권 방어 수단의 허용 여부는 기업 지배구조와 관련된 중요한 문제임

개인사업자와 달리 주식회사에서는 회사의 의사결정을 하는 경영진(이사)과 이익의 귀속 주체(주주)가 분리되어 있어 경영진의 방어조치 허용 여부가 논란이 됨

경영진 교체는 원칙적으로 주주총회 다수결로 결정될 사안이나, 현 경영진이 우호적 제3자에게 신주를 배정하는 등 방어수단을 사용할 수 있는지 문제됨

‘경영권 방어’라는 개념 자체가 현 경영진의 시각에서 나온 용어이며, 유럽에서는 이사회에의 중립성을 요구하는 반면, 미국과 일본에서는 경영진의 방어수단 동원을 허용하는 경향이 있음
 공정성 측면에서는 유럽의 입장이 타당하지만, 기업 경쟁력과 경제 활성화를 고려할 때 미국과 일본의 입법례가 더 현실적이라고 판단됨. 지금 미국의 경제는 매우 좋은데, 기업 친화적인 회사법도 영향을 미친 듯함. 글로벌한 기업 경쟁의 현실에서 기업이 경쟁력을 갖추어야 결국 주주와 국민에게 도움이 된다고 생각함

다만, 미국이나 일본의 태도에 따라서, 이사에게 경영진에게 방어수단을 허용하기 위해서는 이사가 그 이익의 귀속주체인 회사(전체주주)를 위하여 선량하고, 충실하게 그 직무를 처리할 것이라는 믿음, 즉 이사의 선관의무와 충실의무가 확실하게 정착되어 있어야 함

나. 경영권방어 조치 허용의 기준

발표자는 신주 제3자 배정을 위한 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적” 해석 시에, 단순히 경영권방어를 배제하는 것으로 해석하기보다는, ‘기업가치 또는 주주가치의 제고’에 중점을 두어서 해석해야 하고, ‘기업가치나 주주가치에 도움이 된다’면 경영권방어 목적이라도 ‘경영상 목적’에 해당할 수 있다는 취지로 주장함

영리단체인 회사의 속성상 ‘기업가치 또는 주주가치의 제고’가 원칙적인 기준이 되어야 한다는 것에 동의함

다만, ‘기업가치 또는 주주가치의 제고’의 개념이 추상적이고, 보는 사람의 시각에 따라서 그 차이가 커서, 개별 주체의 이해관계에 따라 분분하게 해석될 수 있다는 것이 우려됨. 기업가치(주식가치) 평가가 문제된 삼성바이오로직스 사건이 대표적인 사례임

제3자배정 등 각종 경영권 방어수단이 주주가치의 희석화를 초래하지 않도록 통제하는 것이 중요한데, 이를 위해서는 결국 주식의 공정한 가액 평가, 공정한 발행가액, 합병가액의 통제가 핵심이 됨

현실적으로는 발행가액의 통제가 잘 기능하지 않을 수도 있기 때문에, 이사의 사후적인 책임

* 연세대학교 법학전문대학원 교수

을 강화하고, 시간이 걸리더라도 법원을 통해서 공정한 가액에 대한 통제를 강화하는 것이 최종적인 해결수단이라고 생각함

결국 상법, 자본시장법이나 하위법령을 통해서 시장 전체에 적용될 수 있는 일반적인 기준을 제시하되, 개별 사안에 대한 최종 판단은 시간이 걸리더라도 법원에 맡기는 것이 타당함
 이와 관련하여, 한진칼 사건에서는 ‘경영상 목적’이 인정되었고(경영권 방어목적 부정), 에스엠 사건에서는 ‘경영상 목적’이 부정되었는데(경영권 방어목적 인정), 두 사건의 사실관계는 크게 다르지 않음에도 불구하고, 서로 다른 결론에 이른 것은 구체적 타당성을 반영한 것이라고 생각함

법원은 에스엠사건에서 ‘카카오에 대한 제3자 배정’을 네거티브하게 보았지만, 반면에 한진칼 사건에서는 국책은행인 산업은행의 출자를 포지티브하게 보지 않았나 생각함. 법리적으로는 별다른 차이가 없다는 것에는 동의함

2. ‘경영권방어’에 관한 체계적인 해석의 필요성

아래와 같은 발표자의 주장에 동의함

- (1) 경영권방어를 할 수 있는지, 어떤 요건 하에서 할 수 있는지, 3자 신주발행을 포함한 여러 방어수단들에 대해서 같은 원칙에 기초하여 판단하자는 주장
 - (2) 최상위 가치로서 ‘기업가치 및 주주가치 제고를 위해서 필요한 경우’에는 경영권방어가 가능하다는 주장
 - (3) 이사의 선관의무, 충실의무에 기초하여 경영권방어의 한계를 설정하자는 주장
- 위와 같은 원칙 하에 경영권방어에 관한 사전규제와 사후규제가 이루어져야 하겠지만, 개별법령 등 세부적인 내용에서는 차이가 생길 수밖에 없음

가. 사전규제

사후적으로 이사의 선관의무, 충실의무에 기초하여 사전적인 규제를 완화하기에는 아직 우리나라의 현실이 다른 선진국에 비하여 미흡한 측면이 없지 않음

제3자에 대한 신주발행 시 ‘경영상 목적’, 자기주식의 처분, 자본시장법상 일반공모증자 등에 대한 사전규제의 중요성을 과소평가할 수 없음

신주 제3자 배정이 기업가치 및 주주가치의 제고에 도움이 될 수도 있으므로, 상법 제418조 제2항 단서의 ‘경영상 목적’ 요건에서, 경영권방어는 경영상 목적에 해당하지 않는다는 일반적인 해석은 수정의 여지가 있다고 생각함

각종 사전규제 수단을 해석하는 경우에는 문구도 중요하겠지만, 체계적 정합성 하에서 합목적적으로 해석되어야 할 것임

나. 사후 규제

사전규제, 사후규제 수단 모두 의미가 있지만, 일단 경영권 방어조치를 원칙으로 허용하면, 위에서 설명한 것처럼, 이사의 선관의무, 충실의무 등 사후규제 수단이 확립되어야 하고, 실제로 작동해야 할 것임

경영권방어의 가치가 ‘기업가치 및 주주가치의 제고’이므로, 경영권 방어수단은 파산 등 특별한 사정이 없는한 ‘주주(주주 전체)의 가치 제고’를 위하여 행하여야 하고, 선택한 방어수단으로 인하여 주주의 이익이 훼손되어서는 아니됨



최근 상법상 이사의 충실의무 논의에서, 회사와 주주의 이해관계가 다를 수 있다는 주장이 많은데, 이러한 견해 하에서는 '기업가치 및 주주가치의 제고'를 위한 이사의 선관의무, 충실의무가 제대로 정착되기 어려움

사후적인 규제수단인 이사의 선관의무, 충실의무가 확실하게 작동하지 않는다면, 사전 규제수단인 주주의 신주인수권 등이 엄격해질 수 밖에 없음

판례는 독립적인 법인격을 중시하여 회사와 주주의 이익을 달리보고 있음. 그러나 이는 법인격이 분리되어 있어 회사와 주주는 독자적인 권리의무의 주체가 된다는 뜻이지, 회사와 주주의 이익이 다를 수 있다는 뜻은 아닌데 그에 대한 고민이 부족한 듯 보여서 아쉬움이 있음

3. 상법과 특별법의 내용 간 상치 문제의 해결

신주 제3자 발행, 주권상장법인의 주식의 공모 발행, 자기주식의 처분, 상호주, 공개매수, 우 리사주조합원에 대한 우선배정 등 경영권방어에 사용되는 여러 가지 수단들이 다양한 법령에 규정되어 있음

각종 법령의 입법취지와 목적, 상황 등을 반영한 것으로서 어느 정도 불가피한 측면이 있지만, 기본법인 상법의 원칙을 지키면서도 특별법의 입법취지(니즈)를 반영하여야 하는데, 상법의 원칙에 어긋난 내용이 많고, 특별법 우선의 원칙에 따라 특별법의 세부적인 내용이 구체적인 사건에 적용되고 있어서 혼란이 초래되고 있음

예를 들어, 고려아연 사건에서는 분명하게 경영권방어의 목적을 가지고 다양한 방어수단이 사용되었음에도 불구하고, 법원은 배당가능이익이나 집중투표제, 상호주, 공정거래법 위반 등에 대해서 문구의 기술적인 이익이 시도되었고, 어느 쪽이 더 고려아연의 기업가치 및 주주가치를 높일 수 있는지에 대한 논의는 주변부로 흘러가 버렸음(발표문 21면). 이 부분 발표문의 내용에 동의함

이는 법원이 지나치게 법조문의 문구에 과도하게 의존하는 태도의 문제라고도 볼 수 있지만, 각종 특별법에 흠어져 있는 법조문의 문구들이 서로 상치된 것에서 발생하는 문제임

특별법 우선의 원칙으로 인해서, 상법에서 논의한 원칙적인 내용이 전부 뭉개지고, 특별법의 세부적인 규정으로 경영권의 향방이 달라지기도 함

따라서 기술적이고 세부적인 내용은 권리의무관계를 직접 규율하는 법이나 시행령에 규정함으로써 융통성의 여지를 줄이기 보다는, 자율규정이나 가이드라인에서 규정함으로써 기술적이거나 지도적인 의미를 가지는 정도에서 그 효력을 한정할 필요가 있음. 자본시장법령에서는 자율규정에 규정하더라도 그 효력이 상당하기 때문에, 법원에 대해서 시장의 상황화 구체적인 타당성을 반영한 해석의 여지를 열어둘 필요가 있음 (* 영미의 판례법적인 성격)

예를 들어, 다툼을 줄이기 위해서 구체적인 합병가액 기준을 제시할 수는 있으나, 이를 법이나 시행령에서 규정하게 되면, 시간의 변화 등으로 공정하지 않은 상황이 되더라도 법원은 이를 따를 수밖에 없으나, 이를 가이드라인이나 자율규정에서 규정하면, 법원은 합병가액에 대한 계산방식을 참고하되 해당 사건의 실질적인 내용을 고려하여 공정한 가액을 산정할 수 있음

【 토론문 】

“방어수단으로서 제3자배정 신주발행”에 대한 토론문

강 상 업*

I. 들어가며

송옥렬 교수님의 정치한 이론에 입각한 설명과 발표에 감사드립니다. 그 중요성에 비하여 우리나라에서 그다지 발전하지 못하였던 경영권 분쟁과 방어수단에 대해 방대한 연구를 통해 논의의 물꼬를 터주신 점은 학계의 토론 과정에서 지대한 공헌을 할 것이라고 생각합니다. 또한 많은 지점에서 교수님의 의견에 동감하고 비슷한 견해를 가지고 있습니다.

경영권 분쟁 등 적대적 기업인수 상황은 회사법의 주요 의제 중 하나입니다. 다만, 우리나라에서 경영권 방어수단은 지극히 제한적이어서 경영권을 방어하는 측에서는 그나마 제3자 배정 신주발행과 이에 유사한 수단 정도를 사용할 수 있습니다. 그러나, 이에 대한 입법론이나 판례의 발전과 논의는 거칠게 말하면 조문의 용어(그 용어에 대한 분석은 차치하고)에만 매몰되어 있어 보입니다. 특히 우리나라에서는 적대적 기업인수가 거의 발생하지는 않고 있지만, 최근 들어 주주 행동주의의 부상과 더불어 그 시도가 나타하고 있으며, 적대적 기업인수가 성공한다면 우리나라 특유의 대기업 기업집단 구조 등으로 인해 경제 전반에 그 파급효과가 상당할 것이라고 생각합니다.

II. 대상회사 경영진의 경영권 방어에 대한 논의

1. 경영권 분쟁에 대한 부정적 인식

* 북경대학교(국제법학원), 정교수; 법학박사(J.S.D., Columbia Law School); European Corporate Governance Institute (ECGI), 정회원(Research Member); 미국 변호사; Chartered Financial Analyst (CFA); Financial Risk Manager (FRM). 본 토론문과 토론자의 토론내용은 논문으로 발전될 예정입니다. 본 토론문과 토론을 인용하실 경우, [강상업 토론, “방어수단으로서 제3자 배정 신주발행”에 대한 토론문, 한국상사법학회 학술대회(2025년 2월 21일)]으로 인용해 주시기 바랍니다. 한편, 본 토론문은 단시간에 상당히 촉박한 상황에서 완성되었습니다. 이로 인하여 논리 전개 과정이 세밀하지 못하거나 문장이 매끄럽지 못하고 오타자 등이 있을 수 있는 점은 널리 양해해 주시면 감사하겠습니다. 또한, 이 토론문에는 토론자가 이전에 발표하였던 내용이나 출판하였거나 working paper에 있는 내용이 들어간 경우가 있습니다. 인용도 형식에 구애받지 않고 소량화하였습니다.

우리나라에서는 적대적 기업 인수에 대하여 공격과 방어 양 측면에 대해 부정적인 태도를 보이는 경우가 자주 발견됩니다. 우선 인수 희망자에 대하여 ‘기업 사냥꾼’ 혹은 ‘먹튀’라는 용어가 자주 사용되는데, 정작 인수가 해당 기업의 주주와 이해관계자에게 미치는 영향에 대한 특별한 분석 없이 사용되는 경우도 많습니다. 재미있는 현상은 인수 희망자의 반대 측에 있는 경영권 분쟁의 대상기업(target company)을 방어하는 경영진에 대해서도, 역시 별다른 설명을 생략하면서 방어 행위의 정당성을 근본적으로 부정적으로 보는 경향도 자주 발견된다는 점입니다. 이는 사회적으로 적대적 기업 인수에 대한 구체적이고 논리적인 논의가 상당히 결여되어 있다는 단편적인 증거라고 볼 수 있습니다.

법원의 입장 역시 크게 다르지 않은 것으로 보입니다. 대상회사의 현 경영진이 전개하는 경영권 방어전략에 대하여, 항상 그런 것은 아니지만 대체적으로 법원은 ‘일응 위법’하거나 사회적으로 바람직하지 않을 수 있다는 견해를 전제하는 듯 합니다. 이는 경영권 분쟁이 발생할 때, 결과적으로는 대상회사의 경영진은 능동적으로 방어 행위를 추구하여서는 안되고 수동적(예를 들어 board passivity in the context of hostile takeovers)이어야 한다는 입장과 완전히 등치하지는 않지만 어느 정도 유사하다고 볼 여지도 있습니다. 만약, 법원이 이러한 태도를 기본적으로 취하고 있다면, 다음과 같은 이유에서 이러한 태도는 재고의 여지가 있지 않을까 생각합니다.

첫째, 미국의 사례가 항상 타당한 것은 아니지만 경영권 분쟁과 관련하여 다양한 논의가 이미 진행된 Delaware 판례는 우리나라에 중요한 함의를 전달합니다. 미국에서는 경영권 분쟁 상황에서 기본적으로 경영권 방어 행위를 금지하지 않습니다. Unocal 원칙에 의해서도 두 가지 조건(‘threat’ + ‘reasonable in relation to threat posed’)을 대상회사 경영진이 보이기만 하면 경영판단(business judgment rule)의 원칙으로 돌아가는 형식으로 경영권 방어 행위를 인정하였습니다. 다만, Revlon 모드가 발생하는 경우에는¹⁾ 대상회사의 경영진은 ‘neutral auctioneer’로서 주주가치 극대화를 추구하여야 하는 의무가 발생하기 때문에 대상회사 경영진의 재량권이 제한되는 경우가 있습니다. 또한, Blasius 판결에서 나타나듯 주주의 의결권을 방해하는 것이 경영권 방어의 주요한 목적인 경우, 그러한 방어 행위가 인정받으려면 ‘compelling justification’이 필요하다는 제한 사항이 있을 뿐입니다.

Blasius 판례와 관련하여, 일반적으로 대상회사 경영진의 방어 행위에는 ‘compelling justification’이라는 Unocal 판례에서 설정된 기준보다 훨씬 더 강화된 ‘enhanced scrutiny’가 필요하다는 해석이 주로 많습니다. 즉, 회사에서 최종적 결정권을 가지는 주주의 의결권을 방해하는 것을 주요한 목적으로 하는 경영진의 방어 행위는 사법심사의 기준을 높인다라고 평가됩니다. 그러나, 반대로 해석하면 미국에서는 심지어 주주의 의결권을 방해하려는 것을 ‘주요한 목적’(primary purpose)으로 하는 경영진의 방어 행위도 당연위법은 아니며 ‘compelling justification’을 보여주면 인정된다고 평가할 수도 있습니다. 그렇다면, 주주의 의결권을 방해하는 것이 ‘주요한 목적’이 아니라 ‘부차적 목적’이라면 ‘compelling justification’ 조차 필요하지 않을 수도 있다는 주장도 이론적으로 가능합니다. 경영진의 경영권 방어 행위에 대해 광범하게 포용하는 듯한 이러한 Delaware의 입장은 우리나라의 입장과 사뭇 다르다고 생각됩니다.

1) Revlon 판례 (1985) 참조.

이후에도 다시 설명하겠지만, ‘경영상 목적’과 ‘경영권 방어 목적’을 대별하여 서로 정확히 구분하는 듯한 우리나라의 태도는 방어 행위를 상황별로 세분하여 그에 대하여 다른 기준을 적용하는 미국의 태도(Unocal, Revlon, Blasius 등으로 그 scrutiny의 정도가 높아지는 현상)에 비하여 세부적 분석이 상당히 부족하거나 모든 방어 행위를 몽뚱그려서 판단할 우려가 있습니다. 이는 경영권 분쟁 상황에서 대상회사 경영진의 방어 행위는 본질적으로 바람직하지 못한 것이라고 전제한 결과가 아닌가 하는 점과도 연결됩니다.

둘째, 경영권 분쟁 상황에서 대상회사의 경영진은 ‘이해상충’(conflicts of interest)이라는 ‘omnipresent specter’²⁾의 문제에 노출됩니다. 그러나, 경영진은 ‘일반 투자자에 대한 정보의 우월성’(asymmetric information)³⁾과 ‘준강형 효율적 시장가설’(semi-strong form efficient market hypothesis)⁴⁾로 인해, 대상회사의 진정한 가치에 대하여 ‘시장’보다 더 자세하고 정확하게 알고 있을 가능성이 높습니다. 이를 더 자세히 분설하자면, ‘강형 효율적 시장가설’(strong-form efficient market hypothesis)⁵⁾에서는 공시 등으로 투자자에게 알려진 공개된 정보(publicly available information) 외에도 내부정보까지 대상회사의 주식 시장가치에 반영되어 있습니다. 그러나, 준강형 효율적 시장가설에 따르면 정보의 비대칭성에 따라 시장 전반에 알려진 publicly available information만 대상회사의 주식 시장가치에 반영되어 있고 ‘공개되지 않은 중요 정보’(non-public, material information)는 주가에 반영되지 않습니다. 그러므로, 준강형 효율적 시장가설에서는 대상회사 주식의 ‘진정한 가치’(이하 ‘가치’)와 현재 주식 ‘가격’ 사이에 차이가 발생할 수 있습니다. 이러한 차이는 내부정보에 의해 대상회사의 현 경영진만이 알 수 있습니다. 다음 subsection에서 간단한 예(hypothetical example)를 들어 설명해 보겠습니다.

2. 경영권 분쟁과 경영진의 방어: 예시

가상의 예를 제시해 보겠습니다. X회사의 현재 주시가격은 10,000 원입니다. 그러나, 이는 publicly available information만 반영된 주시가격입니다. 가령, X회사가 신약 개발을 하고 있는데 경영진은 그 성공 가능성이 95%라고 평가합니다. 이러한 평가 정보는 ‘중요 정보’(material information)⁶⁾입니다. 그러나, 이러한 평가 정보는 아직 시장에 발표되지 않았으며 발표 이전에 여러 행정적 조치를 이행하는 것이 필요하고 관련 규제에 의해 그 정보가 공개되는데 1년의 기간이 필요하다고 합니다. 만약, 신약 개발이 성공하였을 때 회사의 주시가격은 기존의 가격에서 20,000 원 만큼 상승할 것으로 예상됩니다. 그렇다면, 신약 개발이 실패할 위험(risk)을 고려하지 않고 단순히 성공 가능성을 가중하여 반영한 현재의 주시가격은 강형 효율적 시장가설에서는 29,000 원이어야 합니다. 기존의 10,000 원 이외에도 신약 개발이 최종적으로

2) Unocal 판례 (1985) 참조.

3) Asymmetric information에 대하여, Akerlof 참조.

4) Brealy et al 참조.

5) Ibid.

6) Material information에 대해 TSC Industries, Inc. (1976) 판례 참조. Material information에 대한 probability/magnitude test에 대해 Basic Inc. (1988) 판례 참조.

성공하였을 때 상승하는 20,000 원의 95%에 해당하는 19,000 원이 더해져야 하기 때문입니다 (앞에서 논의한 바대로 위협에 따른 선호나 회피는 반영되지 않았습니다).

즉, 현재 주주는 현재 29,000 원의 '가치'가 있는 주식을 10,000 원의 '가격'에 보유하고 있습니다. 이때, 현 시점에서 경영권 분쟁이 발생한다면 인수 희망자는 공개매수 등을 진행할 수 있습니다. 공개매수에 30% 프리미엄이 붙는다면 인수 희망자는 주당 13,000 원에 대상회사의 주주에게 공개매수를 하는 셈입니다. 만약 경영권 분쟁 상황에서 법원이 경영진의 경영권 방어를 인정하지 않으려는 법률해석을 하는 경우(예를 들어, '경영권 방어 목적'은 '경영상 목적'에 전혀 해당되지 않는다는 입장 등), 이는 경영진에게 경영권 방어에 대하여 소극성(passivity)을 요구하는 것이라고 볼 수 있습니다. 그 경우, 신약 개발 여부와 그 성공 확률에 대하여 정보를 알 수 없는 대상회사의 주주는 29,000 원의 가치를 내재하고 있는 주식을 13,000 원의 가격에 파는 현상에 직면하게 됩니다.

위의 예에서는 신약 개발(혹은 유전 개발)과 같은 '한 번에 발생하여 대규모 영향을 일으키는 사건'을 예를 바탕으로 설명하고 있지만, 반드시 그러한 예에서만 '가치'와 '가격' 사이 간극이 발생하는 것은 아닙니다. 가령, 회사의 내부 관리체제나 의사결정 체제, 혹은 위협에 대한 관리 등 질적 향상이 누적적으로 발생하였음에도 이러한 정보의 내용과 가치가 공시 등을 통하여 시장에 제대로 반영되지 않을 수도 있습니다. 이 경우에도 '가치'와 '가격' 사이 차이가 발생할 수 있습니다. 그러므로, 법 자체나 법원의 법에 대한 해석이 대상회사 경영진에게 경영권 방어를 되도록 자제하도록 요구하거나 해석되는 경우에는 대상회사의 주주가 피해를 볼 수 있습니다.

물론, 대상회사의 주식 '가치'와 '가격' 사이에 간극이 발생하지 않더라도 법이 금지하지 않는다면 그 경영진은 자신의 이익을 위해 경영권 방어를 할 유인은 충분히 있습니다. 심지어, 대상회사의 주식 '가치'가 '가격'보다 낮은 경우라도 그 경영진은 경영권 방어를 할 것이라 예상됩니다. 이는 지배구조 학계에서 우려하는 Unocal 상 'omnipresent specter'(대상회사 경영진의 이해상충)의 존재 때문입니다. 또한, 이러한 내용의 토론은 대상회사 경영진에게 '어느 정도의 self-interest를 법적으로 허용할 수 있는가'의 문제와 직결된다고 보입니다. 그렇다고 해서 이러한 우려를 이유로 대상회사 경영진에게 방어 행위를 자제하도록⁷⁾ 요구하는 입장에 선 듯한 법률 해석을 통해 제3자 배정 신주발행을 경영권 방어 기제로 사용할 수 없도록 한다면, 이는 이론적으로 발생할 수 있는 다른 반쪽(즉, 주식 '가격'이 '가치'보다 낮은 경우)을 처음부터 배제하는 경직적인 태도이며 사회 경제적 효율성 증진에 역행할 수도 있습니다.

요약하자면, 제3자 배정 신주발행을 경영권 방어 수단으로 사용하지 못하게 하는 방향으로 '경영상 목적'을 해석한다면 이는 법정책적으로 방어에 대한 사전금지와 유사하게 됩니다. 이러한 태도는 입법이든 아니면 법원의 해석이든 대단히 경직적인 것으로서 바람직하지 못하다고 생각됩니다. 법정책적으로는 경영진의 방어권을 보장하고 duty of care와 duty of loyalty를 포함한 신인의무(fiduciary duty)를 통해 그 경영진의 방어 행위에 대한 사법심사를 진행하는 방식을 채택해야 할 것으로 보입니다. 이는 외국과 달리 우리나라의 방어 기제가 자기주식 취득과 처분에 사실상 국한되어 상당히 제한적이라는 사실에 연계된 결론입니다.

7) 일반적으로 대상회사 board의 passivity 문제에 대하여, Easterbrook and Fischel 참조.

III. 상법 제418조 제2항, “경영상 목적” 과 관련하여

1. 상법상 법문: “신기술의 도입이나 재무구조의 개선 등 경영상 목적”

제3자 배정 신주발행과 관련하여 상법의 법문에 나타나는 ‘경영상 목적’의 의미가 정확히 무엇인지 상법에서 설명된 바는 없습니다. 다만, 상법 제418조 제2항은 회사가 제3자에게 신주를 배정하는 경우, “신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다”라고 정하고 있습니다. 기업은 신기술을 도입할 때 자금이 소요되므로 신주를 자금력이 풍부한 제3자에게 기대어 발행할 필요가 있으며, 제3자에게 신주를 발행하여 회사에 가용한 자금을 증가시키고 부채비율을 낮추어 재무구조를 개선할 필요도 있습니다. 이는 신주발행이라는 행위가 기본적으로 기업이 자금을 동원하기 위한 수단이라는 점에서 착안한 것으로 보입니다.

2. 경영권 방어의 전통적 토대로서 신주발행

그러나, 전통적으로 신주발행(특히, 우호적 제3자에게 배정하는 방식의 신주발행)은 자금 동원 수단 이외에도 핵심적 경영권 방어 기제로서 여러 나라에서 사용되고 있었습니다. 이러한 관점에서, 미국에서 적대적 기업인수 방어전략으로서 가장 영향력이 있는 포이즌 필(poison pill)을 살펴보는 것도 우리의 논의에 도움이 됩니다. Flip-in이나 flip-over, 그리고 triggering event 등은 대단히 중요하지만 본 토론의 논지와는 다소 동떨어진 사안입니다. 이러한 부분을 제외하고 간략히 설명하자면, 포이즌 필이란 인수 희망자의 인수와 관련하여 일정 조건을 만족하는 사안(예를 들어, 인수 희망자가 대상회사 지분의 15%를 매입하는 경우)이 발생하면 회사는 인수 희망자를 제외한 주주에게 증권(securities: 이 경우, securities란 반드시 ‘대상회사’의 ‘주식’은 아니어서 신주발행의 정황과 정확히 일치하지는 않지만)을 대폭 할인된 가격에 매입할 수 있는 권리를 주는 것입니다. 즉, 결국 포이즌 필이라는 방어 기제도 추상화하여 살펴보면, 할인하여 발행되는 신주에 대한 인수권과 형식상 유사한 프레임에 놓여 있습니다.

여기에서 주의할 점은 본 토론문에서는 포이즌 필이 ‘sham securities’인지 여부를 논의하는 것이 논점은 아니라는 점입니다. 다만, 방어기제 중 가장 강력하고 효과적이라고 평가받는 포이즌 필도 형식상으로 보자면 신주발행과 신주인수권과 관련이 있으며, 그러한 측면에서 경영권 방어와 관련된 전반적 체제에서 신주발행이 가지는 중요성을 강조하려는 것입니다. 또한, 포이즌 필이 존재하지 않는 국가라 하더라도 신주발행이 경영권 방어수단으로 허용되는 경우는 세계적으로 그리 드문 것은 아닙니다. 즉, 신주발행은 기업의 부족한 자금 소요를 위하여 이루어지는 때도 있지만 경영권 방어를 위하여 일어나기도 합니다.

3. '경영상 목적'과 '경영권 방어 목적'의 상호 배타성 배제

한편, 우리나라 판례는 대체로 '경영상 목적'과 '경영권 방어 목적'을 구분하여 이 두 용어를 '상호 배타적'(mutually exclusive)으로 바라보는 것으로 보입니다. 발표자께서 지적하셨듯이 우리나라 법원은 '경영상 목적'의 의미를 너무 강조하는 경향이 있는데 이 용어를 주의적으로 볼 필요도 있습니다. 그러나, 또 다른 방향에서 해석해 보자면, '경영상 목적'과 '경영권 방어 목적'이라는 두 가지 용어가 상호 배타적이지 아니며 교집합이 존재하는 개념이라고 볼 수도 있을 것이라 생각합니다. 즉 '경영권 방어 목적'이 완전히 '경영상 목적'과 분리되는 개념도 아니고 완전히 포섭되어 전자가 후자의 부분집합인 것도 아니고, 두 개의 집합이 공통분모로서 교집합을 어느 정도 공유하는 경우라고 보는 것도 자연스러운 해석이 아닌가 생각됩니다. 그렇다면, 제3자 배정을 통해 신주를 발행하여 경영권을 방어하더라도 대상회사의 경영진이 신인의무를 위반하지 않는다면 법원은 이를 제한할 수 없게 될 것입니다.

물론, 경영권 분쟁 상황은 omnipresent specter의 존재로 인하여 신인의무에 대한 사법적 심사의 척도가 강화되어야 할 것입니다. 이는 미국의 Unocal 원칙이 enhanced scrutiny로서 기능하는 것과 유사한 논리입니다(물론, Unocal 기준은 Unitrin 이후 상당히 약화되어 business judgment rule과 유사한 기준으로 변모하였다는 평가도 존재합니다). 우리나라가 반드시 미국의 원칙을 따라야 할 필요는 없지만, 미국은 경영권 분쟁이 강하게 분출되고 법원의 법리가 정치하게 발달한 곳이므로 참조할 필요는 충분히 있습니다.

4. 상법 제418조 제2항 '등'의 의미와 역할

특히, 상법 법문에 나타나는 '등'의 존재가 중요하다고 보입니다. 상법 제418조 제2항에 따르면, "회사는 . . . 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다"고 정하고 있습니다. 즉, '경영상 목적'이라는 문구 앞에서 '경영상 목적'을 보다 구체적으로 설명하는 것은 '신기술의 도입'이나 '재무구조의 개선'인데, 이는 '경영상 목적'의 내용이나 의미를 '자금 소요 및 투자자금 마련의 목적'으로 제한하는 역할도 할 수 있습니다. 그러나, '등'의 역할이 결정적으로 중요하다고 보입니다. 이는 '등'을 통하여 그 제한적 역할이 일정 부분 풀릴 수 있기 때문입니다.

물론, 위 조항을 입법할 때 '경영상 목적'이라는 용어에 방점을 두지 않거나 그다지 신경을 쓰지 않고 했을 가능성도 있습니다. 그러나, '경영상 목적'이라는 용어에 방점을 두고 입법을 했다고 하더라도, 만약 제3자 배정 신주발행의 정당성을 기업의 자금 소요 및 투자자금 마련이라는 측면에서만 찾는 것이라면 '경영상 목적'이라는 용어 대신 '자금 소요의 목적' 혹은 '투자자금 마련의 목적'이라고 한정하였을 것인데, 이보다 더 개방적인 '경영상 목적'이라는 용어를 사용하였다는 점은 주목할 만합니다. 이를 '등'과 연결하면, '자금 소요의 목적'이나 '투자자금 마련의 목적' 이외에도 더 넓은 개념인 '경영상 목적'에 해당할 수 있는 '경영권 방어 목적'의 제3자 신주



발행도 가능하다는 해석도 충분히 가능하지 않을까 생각됩니다. 왜냐하면, ‘등’에 의해 ‘신기술의 도입’이나 ‘채무구조의 개선’과 관련된 ‘자금 소요의 목적’이나 ‘투자자금 마련의 목적’ 이외의 목적도 가능하다는 의미를 내포할 수 있기 때문입니다.

5. 상법 제360조의24 제1항의 ‘경영상 목적’과 비교

한편, 상법에서 ‘경영상 목적’이라는 표현은 제360조의24(지배주주의 매도청구권) 제1항에서도 발견됩니다. 즉, “회사의 발행주식총수의 100분의 95 이상을 자기의 계산으로 보유하고 있는 주주(이하 이 관에서 ‘지배주주’라 한다)는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 회사의 다른 주주(이하 이 관에서 ‘소수주주’라 한다)에게 그 보유하는 주식의 매도를 청구할 수 있다”라고 하는데, 이 때 ‘경영상 목적’이 상법 제418조 제2항의 ‘경영상 목적’과 동일한지 여부도 관심이 될 만합니다. 만약, 동일하지 않다면 상법상 ‘경영상 목적’이란 보다 개방적인 개념일 가능성이 커지거나 혹은 법문에 놓인 수사적 표현일 가능성도 있습니다. 그렇다면, ‘경영상 목적’에 의미를 두는 현재의 판례 태도는 재고할 필요가 있을 것 같습니다.

6. 제3자 배정 신주발행과 자기주식의 처분의 유사성과 그 법적 효과

제3자 배정 신주발행과 자기주식의 처분을 비교하자면, 전자의 방법을 통하는 경우 회사의 자본금이 증가하지만, 후자의 방법을 통하는 경우 그렇지 않다는 차이가 존재합니다. 이는, 제3자 배정 신주발행은 주식을 새로이 발행하는 것(‘created’)이고 자기주식의 처분은 회사가 가지고 있던 재고(inventory) 성격의 주식을 회사 밖의 투자자에게 처분(‘transferred’ 혹은 ‘disposed’)하는 것이기 때문입니다. 그 외에는 제3자 배정 신주발행과 자기주식의 처분은 기능적으로 대단히 유사합니다. 즉, 자기주식을 대상회사 경영진에 우호적인 상대에게 처분을 허용하는 것은 주주가 신주를 인수할 권리를 침해하는 것과 유사한 상황을 만듭니다.

그러나, 판례에 따르면 제3자 배정을 통한 신주발행은 경영권 방어 조치를 추구할 수 없고 자기주식 처분을 통한 경우에는 경영권 방어 조치를 할 수 있는 정반대 결과를 가져오게 됩니다. 실질적으로 동일하거나 유사한 두 사안에 대하여 일관되고 통일된 법적 효과를 인정하는 것이 법정책적 입장에서 보다 바람직할 것으로 보입니다. 그렇다면 두 가지 선택지가 존재하게 됩니다. (i) 두 가지 사안 모두 경영권 방어의 효력을 인정하지 않거나, (ii) 두 가지 사안 모두 경영권 방어의 효력을 인정하는 경우가 그 두가지 경우입니다. 토론자는 (ii)의 선택지를 따르는 것이 보다 타당하다고 생각합니다. 왜냐하면 (i)을 선택하게 되면 우리나라에서 방어 기제가 거의 존재하지 않게 되는 결과를 가져오기 때문입니다.

Ⅲ. 우리나라 경영권 방어 기제의 구조적 문제

1. 지배구조의 질이 높은 기업에 불리한 경영권 방어 체제

우리나라에서 경영권 분쟁이 일어나는 경우, 대상회사의 경영진이 실질적으로 취할 수 있는 효과적인 방어 기제는 자기주식의 취득 이후 처분하는 방법이 주축인 것으로 보입니다. 물론, 이외에도 이론적으로는 ‘시차임기제’(staggered board)⁸⁾ 혹은 ‘시차임기제 + 집중투표제’가 방어적 기능을 가질 수 있습니다. 보다 원론적으로는 피라미드 구조나 순환출자가 실질적으로는 ‘1주 1표결’(one-share-one-vote) 원칙에 대한 예외 역할을 하여 기업의 소유구조 그 자체에 내포된 ‘built-in-defensive measure’로 작동할 수도 있습니다.

즉, 방어기제를 전체적으로 보면 그렇게 약해 보이지 않습니다. 문제는 피라미드 구조나 순환출자로 인하여 ‘controlling minority structure’ (CMS)⁹⁾ 체제와 voting leverage가 현격히 존재하는 기업은 일반적으로 기업지배구조의 수준이 낮은 편인데, 그들의 방어 기제는 강력해지게 됩니다. 반면, 그러한 voting leverage가 낮은 기업은 일반적으로 기업지배구조의 수준이 높은 편인데 그러한 기업은 방어 기제가 약하다는 점입니다. 이는 ‘기업의 지배권 시장’(market for corporate control)에서 ‘시장실패’(market failure)의 일종인 ‘역선택’(adverse selection) 혹은 ‘Gresham의 법칙’(the bad drives out the good)이 나타날 수 있다는 점을 의미합니다.

우리나라 기업은 위에 언급한 CMS 체제와 voting leverage로 인하여 대체로 경영권 방어 능력이 높다고 볼 수 있는 것은 사실입니다. 그러나, 이러한 대체적인 경향을 바탕으로 우리나라 법제 전체적으로 방어 기제의 폭과 깊이를 제한하는 것은 오히려 ‘평균의 함정’에 빠질 수 있습니다. 즉, 평균보다 좋지 못한 지배구조를 가진 기업이 가진 보다 강력한 경영권 방어 기제가 ‘평균 수준’으로 인식되면 우리나라 기업의 평균적인 경영권 방어 수준이 강력하다고 볼 수 있는 착시현상이 경우에 따라 발생할 수도 있습니다. 즉, CMS와 voting leverage를 활용하지 못하거나 다른 평균적인 기업보다 덜 활용하는 기업은 전체적으로 낮은 수준의 경영권 방어 기제를 가지게 되어 오히려 기업의 지배권 시장에서 ‘제재를 받는’(disciplined) 효과를 받게 됩니다. 이는 지배구조의 수준이 높은 기업이 오히려 불리한 대우를 받는 역설적인 현상입니다.

물론, 지배구조의 수준이 높은 기업은 주식의 가격이나 그 회사의 가치(firm value)가 높기 때문에 경영권 분쟁의 대상기업이 되기가 본질적으로 힘들어서 높은 수준의 방어 기제가 애초부터 필요하지 않다는 주장이 제기될 수 있습니다. 그러나, 기업지배의 수준이 높은 기업이기 때문에 경영권 분쟁의 위협에 노출이 안될 것이고 결과적으로 더 노출되어도 어쩔 수 없다라는 전제가 내포된 이러한 주장은 정당성이 강해 보이지는 않습니다. 또한, 자본시장(capital market)과 제품시장(product market)에 정보의 비대칭성, 산업조직적 특성(예: 독과점), 정부의 지원 및 계열사 지원, 자본시장에서의 제한(중요 정보의 유통이 원활하지 못하거나, 공매도에 대한 과도한 규제 등 시장의 price discovery 기능을 약화하는 제도나 규제의 존재) 등의 방해물이 존재한다면

8) Bebchuk, Coates, and Subramanian 참조.

9) CMS에 대하여, Bebchuk et al. 참조.



Henry Manne이 생각하는 순수한 기업 경영권 시장이 제 역할을 하기 힘들 수 있습니다.¹⁰⁾ 즉, 이 경우, 지배구조의 질이 높더라도 주식의 가격이나 회사의 가치가 상대적으로 낮은 ‘왜곡현상’이 발생할 수 있고, 이에 따라 그러한 기업들이 오히려 경영권 분쟁의 매력적인 대상이 될 수 있기 때문에 이 문단의 첫 부분에 소개된 주장은 약화될 수 있습니다.

2. 기업의 자금 조달 및 자본구조 왜곡 가능성

만약, 법원의 현행 입장처럼 제3자 배정 신주발행을 경영권 방어 목적으로 사용하는 것을 현격히 제한한다면 기업의 자금 조달 및 자본구조는 심각하게 왜곡될 수 있습니다. 왜냐하면, 이 경우 우리나라 기업들은 확정적이지는 않지만 미래에 닥쳐올지도 모를 경영권 위협에 대비하기 위하여 일단 신주를 발행하고 어떤 시점에서 자기주식으로 취득한 이후 이를 우호적인 제3자에게 처분하려는 전략을 취할 것이기 때문입니다. 이러한 전략은 여러 가지 문제점을 낳습니다. 우선, 회사의 자금 소요나 투자금 마련 혹은 R&D 투자 계획 등이 없음에도 불구하고 이러한 필요성을 일부러 만들어 내면서 신주발행을 피할 수 있습니다. 이러한 필요성을 일부러 만들어 내어야만 향후 우호적인 제3자에게 자기주식을 처분할 수 있기 때문입니다. 또한, 신주발행 이후에는 어떤 시점에서 시장에 있는 주식을 자기주식으로 흡수하여야 합니다. 이러한 자기주식은 유사시 백기사 등 우호세력에게 처분하여 사용할 수 있는 ‘예비 상비군’의 역할을 합니다. 그러나, 신주발행을 할 진실한 자금 소요 및 투자를 할 계획이 없음에도 신주발행을 하였다가 다시 자기주식으로 이를 자본시장에서 회수하여 회사 내부에 묶어두는 행위는 상당히 비효율적으로 보이며 별다른 이유없이 자본구조의 변화를 최소한 두 차례 일으키게 됩니다.

문제는 현 경영진의 입장에서는 이러한 행위가 회사의 직간접적 경제적 부담과 효율성의 왜곡을 일으키는 ‘외부화’(externalization) 문제와 직결되지만, 경영진 개인(특히, 지배주주)의 입장에서는 자기 지분만큼의 내부화(pro-rata based internalization)만 발생시키는데 그치는 데 있습니다. 즉, 자본구조의 변화와 관련하여 현 경영진은 회사에 그 비용과 부담을 떠 넘길 수 있습니다. 지배주주가 CMS형 지배주주라면 그가 보유하는 지분이 적기 때문에 그가 부담하는 비용 역시 최소화할 수 있습니다. 경제학적으로 보자면, 이 상황에서 현 경영진은 경영권 방어라는 ‘보험’을 대부분 회사 비용으로 충당할 수 있으므로 그러한 ‘보험’을 ‘과다하게 매입’(여기에서 ‘보험’을 과다하게 매입한다’는 것은 향후 과다하게 신주를 발행한 이후 과다하게 자기주식을 취득하고 이후에 우호 세력에게 이를 처분할 것을 계획하는 것을 의미함)하고 ‘도덕적 해이’(moral hazard: 여기에서는 ‘보험을 과다 매입’하여 자신의 경영권을 참호 구축할 수 있어서 이전보다 비효율적으로 회사를 경영하여도 경영권을 뺏기는 확률이 낮아지는 현상)에 빠질 수 있습니다.

이러한 문제점은 포이즌 필과 비교해 보면 돋보입니다. 포이즌 필은 triggering event가 발생해야 작동됩니다. 그러나, 포이즌 필이 작동하면 대체로 인수 희망자는 그가 보유한 주식의 경제적 가치와 의결권이 모두 하락하게 됩니다¹¹⁾(토론자의 용어로 ‘dual dilution effects’ or

10) Sang Yop Kang, The Inefficiency of Hostile Takeovers as a Disciplinary Mechanism: A Theoretical Analysis 참조.

11) Sang Yop Kang, ‘Transplanting a Poison Pill to Controlling Shareholder Regimes-Why It Is So Diffi

‘double dilution effects’). 그러므로, 거의 대부분의 경우에 포이즌 필을 사용하는 방어 기제에서는 애초부터 triggering event가 발생하지 않습니다.¹²⁾ 그로 인하여, 포이즌 필은 회사의 재무구조를 바꾸지 않습니다. 이는 Unocal 판례에서도 잘 보여줍니다. Unocal (Del. 1985)판결은 경영권 방어 법리의 기본 틀을 제공한 중요한 판례이지만 포이즌 필에 직접 연관된 판례는 아닙니다.¹³⁾ Unocal은 경영권 분쟁이 발생할 때 적용되는 사법심사의 ‘원칙’으로서 포이즌 필이 직접 연관된 Moran (Del. 1985) 판결에 영향을 줍니다. Unocal에서는 방어 조치로 인하여 대상 회사의 재무구조가 급격하게 변화하였습니다(selective self-tender 비용 조달을 위한 채무의 증가).¹⁴⁾

이는 포이즌 필을 사용하지 않은 회사가 자본구조의 급격한 변화로 인하여 그 매력도나 회사 가치가 훼손될 수도 있다는 점을 보여줍니다. 또한, 회사의 자본구조—예를 들어 debt-equity 비율—는 이론적으로 회사의 자금 조달 비용을 최소화하거나 회사의 가치를 최대화할 수 있는 최적 비율이 존재하는데, 포이즌 필 이외의 방어 기제(예를 들어, 우호적 제3자 신주 배정이나 자기주식 처분)는 이러한 최적 비율을 왜곡시킬 수 있습니다. 요약하자면, 포이즌 필은 사용결과 ‘핀셋’처럼 인수 희망자의 공격만 정확히 제거하는 역할을 하고 다른 부분에서 ‘부수적 피해’(collateral damage)를 발생시키지 않습니다.

그러나, 본 토론에서 토론자는 포이즌 필을 우리나라에 도입하자고 주장하는 것은 아닙니다.¹⁵⁾ 이는 다른 기회에 더 논의해 보아야 할 중요한 사안입니다. 토론자가 이 토론에서 환기하는 바는 제3자 배정 신주발행이 경영권 보호 목적으로 사용할 수 없다면 규제에 대한 풍선효과로 인하여 대상회사의 경영진은 신주를 발행한 이후 자기주식을 취득하고 처분하는 방향으로 전환할 것이며, 이는 결국 회사의 자본구조를 왜곡시킨다는 점입니다.

IV. 토론을 맺으며

이상 논의한 바와 같이, 토론자는 발표자와 그 논리 전개 과정은 다를 수 있으나 결론에서는 대부분 동의하고 있습니다. 이번 학회의 논의가 우리나라 경영권 분쟁과 방어 법제에 중요한 전기를 마련하기를 기원하면서 이만 토론을 마칩니다. 다시 한번 좋은 발표를 해주신 발표자 송옥렬 교수님께 감사드리며 토론을 해주신 여러분께도 감사드립니다.

cult’, Northwestern Journal of International Law & Business (2013) 참조.

12) Sang Yop Kang, ‘The Vanke-Baoneng Case and Beyond: Hostile Takeover and Corporate Governance in China’, Peking University School of Transnational Law Research Paper (SSRN)(2018) 참조.

13) Ibid 설명 참조.

14) Ibid 설명 참조.

15) 같은 취지: Sang Yop Kang, ‘Transplanting a Poison Pill to Controlling Shareholder Regimes-Why It Is So Difficult’, Northwestern Journal of International Law & Business (2013) 참조.



[제2세션]

주주권 강화를 위한 주주총회 개선방안

- 발 표 : 황현영 연구위원(자본시장연구원)
- 사 회 : 송양호 교수(전북대)
- 토 론 : 박인호 교수(전남대), 이효경 교수(충남대)

우리나라 상장회사의 주주총회 관련 실무 현황과 주주권 강화를 위한 제도 개선 과제

황 현 영*

목 차

- I. 서 론
- II. 주주총회 의결권 행사 관련 현황과 주주권 강화를 위한 과제
- III. 임원보수 관련 현황과 주주권 강화를 위한 과제
- IV. 나가며

I. 서 론

2024년 한 해 동안 상법 분야에서 가장 화두가 되었던 이슈는 ‘충실의무’이다. 학계는 물론이고 국내외 자본시장 투자자들 사이에서 가장 화제가 되었던 말이고, 국회에서도 관련 법안이 수십 건 발의될 정도로 관심이 집중되는 상황이다. 법안의 내용별로 또 이를 주장하는 사람에 따라 구체적인 내용은 조금씩 다를 수 있으나, 핵심은 이사가 회사의 업무를 집행할 때 지배주주만을 위한 의사결정으로 일반주주¹⁾에게 손해를 입히지 않도록 해야 한다는 것이다. 다수당인 민주당이 당론으로 발의한 내용처럼 ‘회사와 주주에 대한 충실의무’의 개정이든, 정부가 발표한 ‘합병 등 M&A시 주주의 정당한 이익을 보호하는 의무’의 개정이든 이사의 의무를 강화하는 방향의 개정이 이루어질 것으로 전망된다. 그러나 이러한 ‘의무’가 이사들에게 부여된다고 하여도, 이사들의 실제 업무 집행에서 어떤 변화를 가져올 수 있을지는 불확실하다. 어떻게 하는 것이 주주의 정당한 이익을 보호하는 것이며, 회사를 위한 충실의무와 회사와 주주를 위한 충실의무가 어떻게 다른지에 대해 기업의 실무와 법원의 판례가 축적되기까지는 시간이 걸릴 것으로 생각된다.

그런데 현행 법제하에서도 이사들이 지배주주의 이익을 배제하고 회사와 일반주주의 이익을 보호하는 의사결정을 내린 사례들이 존재한다. 그리고 일반주주의 권익을 훼손한 경우 이사의 업무

* 자본시장연구원 연구위원

1) 그동안 학계에서는 ‘일반주주’라는 말이 사용되지 않고, ‘지배주주’나 ‘최대주주’에 상대되는 용어로 ‘소수주주’나 ‘소액주주’가 사용되었다. 그러나 최근 자본시장에서는 지배주주를 제외한 개인이나 기관투자자를 통칭하는 용어로 ‘일반주주’, ‘일반투자자’라는 말을 흔히 사용하고 있다. 정부의 보도자료에서도 주주 보호나 권익 강화를 강조할 때 ‘일반주주’라는 표현을 사용한다(2023년 11월 24일 법무부 보도자료, 2024년 12월 2일 금융위원회 보도자료 등).

집행이 정지된 사례도 최근 등장하고 있다. 주주총회를 통한 주주들의 의결권 결집이 결국 이사의 행동의 변화를 이끌어낸 것이다. 대표적인 예가 SM 사례이다.

SM과 SM의 최대주주 이수만의 개인회사인 라이크기획 사이에 이루어진 인세계약은 20년 넘게 이어져 왔다. 2021년 한 해 동안 라이크기획에 지급된 금액은 240억원으로, 같은 해 SM 영업이익인 675억원의 35%에 해당한다. 매출액을 기준으로 인세를 산정하였기 때문에 영업이익 적자에도 불구하고 인세를 수취한 해도 있었다. 이는 상법 제398조가 적용되는 전형적인 이사의 자기거래 사안으로 그동안 여러차례 투자자들의 문제제기가 있었고, 2019년에는 SM주식의 6.6%를 보유한 KB 자산운용이 공개서한을 보내어 해당 계약을 지적하였으나, 이사회는 해당 계약에 문제가 없다고 답변하였다. 그런데 2022년 3월 주주총회에서 SM 발행주식총수의 0.91% 밖에 보유하지 못한 얼라인 파트너스가 소액주주와 기관투자자들의 지지를 얻어 상근감사를 선임하고 이후 회계장부열람권 신청 등 적극적 주주권 행사를 한 결과 2022년 12월 31일자로 SM과 라이크기획의 계약은 조기종료되었다.

또한 2023년 3월 차파트너스의 주주제안으로 남양유업의 주주총회에서도 독립된 감사가 선임되었고, 이후 감사는 최대주주인 이사가 자신의 보수를 정하는 결의에서 의결권을 행사한 문제를 지적하며 이사보수한도승인결의 취소소송을 제기하였다. 해당 사건은 1심과 2심에서 모두 취소판결이 내려졌고, 현재 대법원의 판단을 기다리고 있다.

2024년 3월 셀리버리의 주주총회에서는 소액주주연대가 플랫폼 액트를 통해 2,474명의 주주들로부터 함께 10,207,866주(발행주식총수의 25.61%)를 위임받고 사내이사를 주주제안하였으나, 주주총회 당일 이사회 의장이 해당 의결권을 인정하지 않고 회사가 추천한 A 후보를 이사로 선임하였다. 이에 소액주주연대는 A 이사에 대한 직무집행가처분을 신청하였고, 2024년 12월 2일 법원은 해당 가처분을 인용하였다.

이러한 사례를 통해서도 알 수 있듯이 주주총회를 통한 주주들의 행동이 이사의 선임과 이사의 보수에 직접적인 영향을 끼칠 수 있다. 더불어 이러한 사례들이 늘어갈수록 이사로 하여금 회사와 주주를 위해 충실히 업무를 집행할 수 있도록 하도록 유도할 수 있다. 우리나라 상장회사의 지분구조를 살펴보면 여전히 최대주주와 우호주주의 지분이 높은 편이나,²⁾ 그동안 소극적이었던 개인주주들과 기관주주들이 적극적인 목소리를 낼 때 이사들에게 미치는 영향은 클 수 있다. 사안에 따라 영향력이 다를 수 있으니, 일반 주주들의 의견을 결집하려면 그만큼 합리적인 주주제안이 있어야 함은 물론이다.

이러한 관점에서 주주권을 실질적으로 강화하기 위해 주주총회 관련 제도를 어떻게 개선해야 하는지 살펴보고자 한다. 그동안 주주총회 관련 제도 개선 과제는 학계에서도 많이 논의되어 왔다. 본 고에서는 실제 상장회사의 주주총회 개최 관련 실무 현황을 분석하고, 주주권 강화를 위한 과제를 제안하고자 한다. 먼저 우리나라 상장회사 주주총회 의결권 행사 관련 현황과 이를 통한 제

2) 국내 상장회사의 소유구조를 최대주주 우호지분(최대주주, 특수관계인, 우리사주, 자사주 지분의 합계)으로 계산한 집중도 측면에서 살펴보면, 국내 상장회사의 최대주주 우호지분 평균은 43.07%(유가증권시장 상장회사의 경우 49.34%, 코스닥시장 상장회사의 39.93%)로 계산된다. 또한 국내 상장회사의 64.9%(유가증권시장 상장회사의 경우 77.2%, 코스닥시장 상장회사의 경우 55.8%)가 주주총회 출석지분을 70%으로 가정할 경우 최대주주 우호지분을 활용하여 주주총회 안건을 단독으로 의결할 수 있는 것으로 분석된다. 이성복, 「국내 상장기업의 소유구조 현황과 특징」, 『이슈보고서』 24-20(자본시장연구원, 2024), 3~10쪽.

도 개선 과제를 검토하고, 다음으로 이사들의 이해관계와 직접적인 연관이 있는 임원보상결정과 관련하여 주주권 강화를 위한 과제를 검토한다.

II. 주주총회 의결권 행사 관련 현황과 주주권 강화를 위한 과제

2024년 2월과 3월에 정기주주총회를 개최한 2,480개 상장회사(유가증권시장 810개사, 코스닥 시장 1,670개사)의 주주총회 관련 공시를 분석하여,³⁾ 주주권의 보호의 관점에서 문제점을 지적하고 향후 과제를 제안하고자 한다.

1. 주주총회 개최일 현황과 개선과제

우리나라의 경우 과거 ‘슈퍼 주총데이’라는 신조어가 만들어질 정도로 주주총회의 특정일 집중도가 매우 높았고,⁴⁾ 이로 인해 주주들의 의결권 행사에 제약이 있다는 문제가 오랫동안 지적되어 왔다.⁵⁾ 주주총회 개최일이 집중될 경우, 여러 회사에 투자하는 주주들이 주주총회 현장에 직접 참여하는 것은 물리적으로 어려울 뿐 아니라 각 회사의 주주총회 안건을 충분히 검토하기 어렵다는 문제가 있다. 이를 분산하기 위한 정부정책의 일환으로 자발적인 주주총회 분산프로그램이 운영되고 있고 2019년 집중도가 잠시 줄었으나, 여전히 특정 3일에 50% 이상의 상장회사가 주주총회를 개최하고 있다. 또한 여러 차례 법 개정을 통해 3월 말까지 정기주주총회를 개최해야 하는 제도적 걸림돌이 사라졌음에도,⁶⁾ 여전히 3월 하순에 개최되는 관행은 달라지지 않고 있는 현실이다.

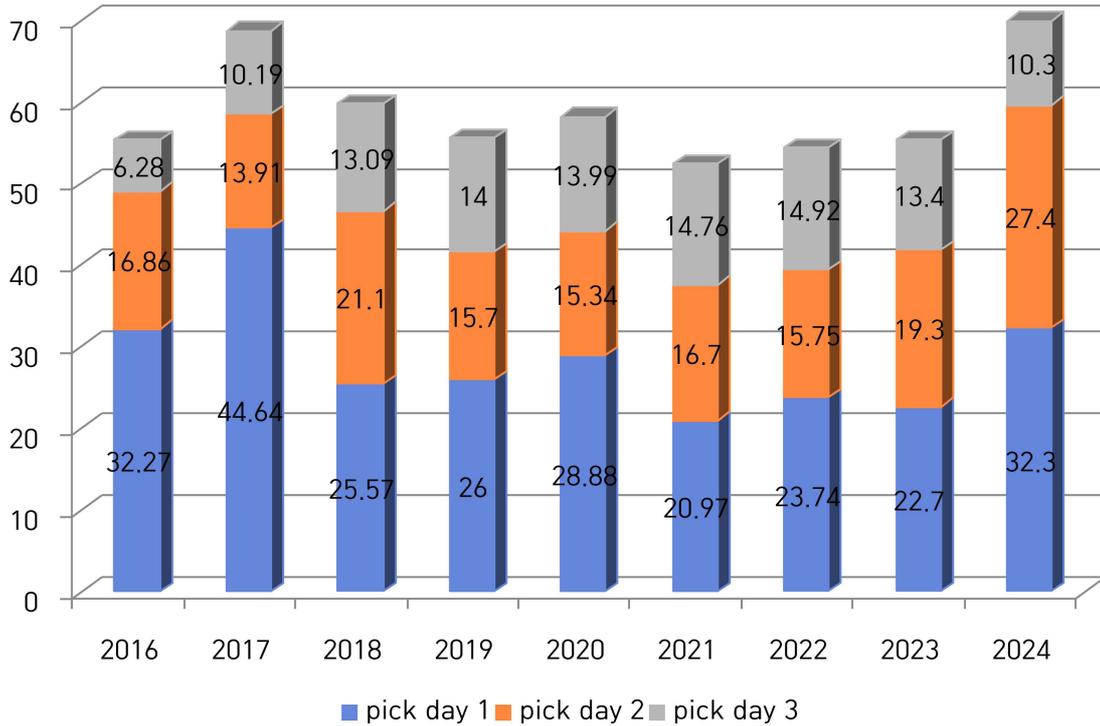
3) 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 자료를 토대로 분석하였다.

4) 2017년에는 12월말 결산 상장회사의 44.64%가 하루에 주주총회를 개최하였다.

5) 금융위원회, 상장회사 주주총회 활성화 방안 마련, 2018. 2. 1 보도자료.

6) 자본시장법 제159조 제1항에 따라 사업연도 경과 후 90일 이내에 주주총회에 승인받은 재무제표를 첨부한 사업보고서를 제출하도록 한 규정 때문에 3월까지 주주총회를 개최하여야 한다는 사실상 제약이 있었다. 그런데 2020년 1월 상법 시행령 개정을 통해 주주총회 개최 이전에 사업보고서 및 감사보고서를 공시하도록 하였고, 2020년 12월 상법 개정을 통해 일할배당에 관한 규정인 상법 제3450조 제3항을 삭제함으로써 주주총회를 3월에 개최하여야 하는 것으로 해석될 여지를 두지 않게 되었다.

〈그림 1〉 연도별 주주총회 집중개최 현황

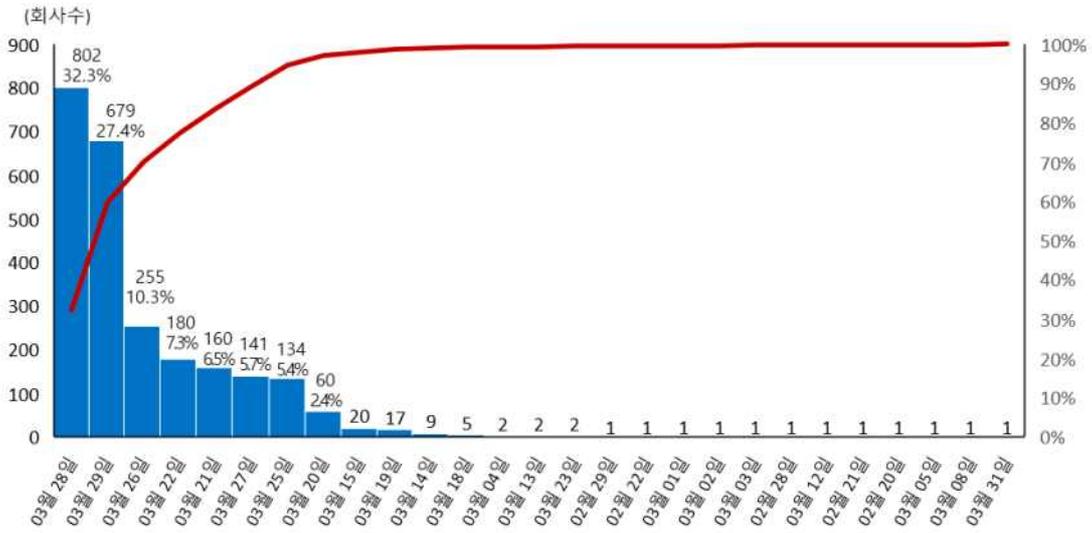


자료 : 한국예탁결제원 주주총회 관련 보도자료, 저자 정리

주 : pick day 1은 가장 많은 상장회사가 주주총회를 개최한 날이고, pick day 2는 주주총회 집중도가 두 번째로 높았던 날이고, pick day 3은 집중도가 세 번째로 높은 날임

2024년에는 상장회사의 주주총회 개최일 집중도가 다시 높아졌음을 볼 수 있다. 가장 집중된 날은 3월 28일(pick day 1)로, 2월과 3월에 주주총회를 개최한 2,480개사 중 32.3%에 해당하는 802개의 상장회사(유가증권시장 217개사, 코스닥시장 585개사)가 동일한 날에 주주총회를 개최하였다. 3월 29일(pick day 2)에는 27.4%에 해당하는 679개의 상장회사(유가증권시장 172개사, 코스닥시장 507개사)가 주주총회를 개최하였고, 3월 26일(pick day 3)에는 10.3%인 255개의 상장회사(유가증권시장 87개사, 코스닥시장 168개사)가 주주총회를 개최하였다. 3월 22일에 180개사, 21일에 160개사를 더하면, 83.7%에 해당하는 상장회사의 주주총회일이 5개 날짜에 집중되어 있다. 3월 27일에 141개사, 25일 134개사, 20일 60개사를 합산하면, 3월 하순인 20일부터 29일 사이에 2월과 3월에 주주총회를 개최한 상장회사의 97.2%가 집중적으로 주주총회를 개최한 것이다.

〈그림 2〉 2024 상장회사 주주총회 개최일 현황



자료 : DART, 저자 정리

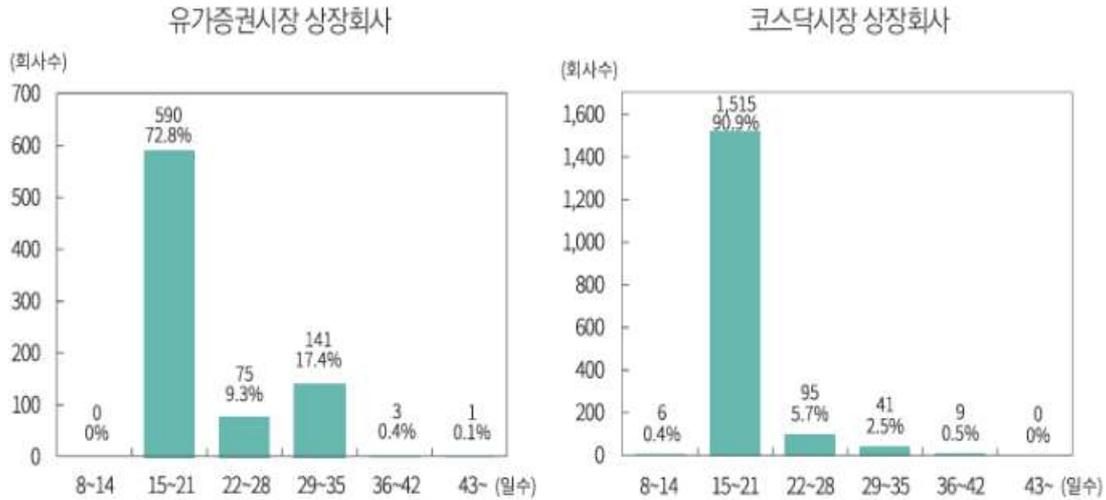
과거에는 주주총회 개최일 집중으로 인해 주주총회 참석이 물리적으로 어렵다는 문제를 지적했었는데, 최근에는 전자투표를 채택하는 상장회사들이 늘어가면서 이 문제는 다소 해결되고 있다. 2024년 2월과 3월에 주주총회를 개최한 2,480개사 중에 전자투표를 채택한 회사는 유가증권시장 상장회사의 72.3%인 586개사, 코스닥시장 상장회사의 55.9%인 931개사이다. 주주총회 개최일도 집중된 상황에서 안전 관련 통지 및 공시기간도 짧아서 안전을 충실히 검토할 수 없다는 것이 더 큰 문제이다. 상장회사에 대하여 주주총회 분산 개최를 법으로 강제할 수 없지만, 지금과 같은 집중도가 계속된다면 주주총회 소집통지 기한을 연장하는 제도 개선을 검토해야 한다.

2. 주주총회 안전 관련 통지/공시 현황과 개선과제

주주들이 자신의 권리인 의결권을 제대로 행사하기 위해서는 구체적인 정보가 사전에 충분한 검토의 시간을 두고 주주들에게 제공되어야 한다. 3월 하순(20~29일)에 97.2%의 상장회사가 집중적으로 주주총회를 개최하는 상황에서 소집통지라도 미리 이루어져야 안전에 대한 세부적인 검토가 가능한데, 상당수의 상장회사가 법에서 요구하는 기한에 맞춰서 안전을 통지하고 있다.

법에서는 주주총회일 2주 전에 각 주주에게 서면으로 주주총회 소집을 위한 통지를 발송하거나 각 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하도록 정하고 있다(상법 제363조 제1항). 1% 이하의 주식을 소유한 주주들에게는 금융감독원의 공시사이트 등에 공시하는 것으로 통지를 갈음할 수 있다(상법 제542조의4 제1항). 2024년 2월과 3월의 주주총회 관련 공시를 분석한 〈그림 3〉를 보면, 법에서 요구한 주주총회 2주 전에 맞추어 소집공고를 한 회사의 비중은 유가증권시장의 경우 72.8%, 코스닥시장의 경우 90.9%이다. 법에서 정한 기한보다 훨씬 앞서 3주전, 4주전에 공시한 경우도 있으나,⁷⁾ 대다수의 회사가 법에서 정한 시점에 맞추어 공시를 하는 것을 볼 수 있다.

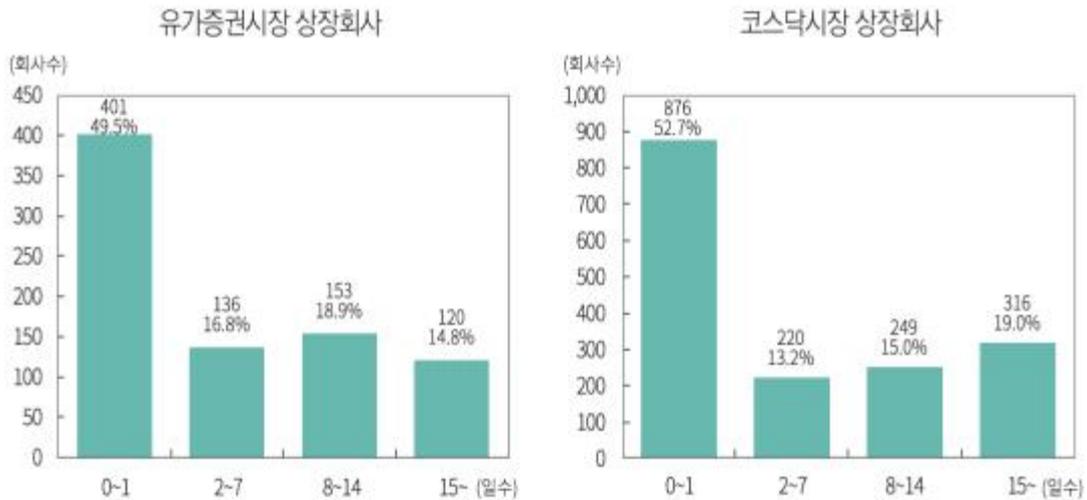
〈그림 3〉 주주총회일과 소집공고일의 차이



자료 : DART, 저자 정리

그런데 소집공고일 기준이 아니라 회사에서 주주총회 개최를 위하여 이사회 결의를 한 소집결의 일 기준으로 보면, 이러한 공고 시점을 더 앞당길 수 있을텐데 실무에서는 법에서 정한 날짜를 기준으로 공고가 이루어지는 실정이다. 〈그림 4〉를 보면, 소집결의일과 소집공고일의 차이가 1주 이상 되는 상장회사가 유가증권시장 상장회사의 경우 33.7%, 코스닥시장 상장회사의 경우 34%이다.

〈그림 4〉 주주총회일과 소집공고일의 차이

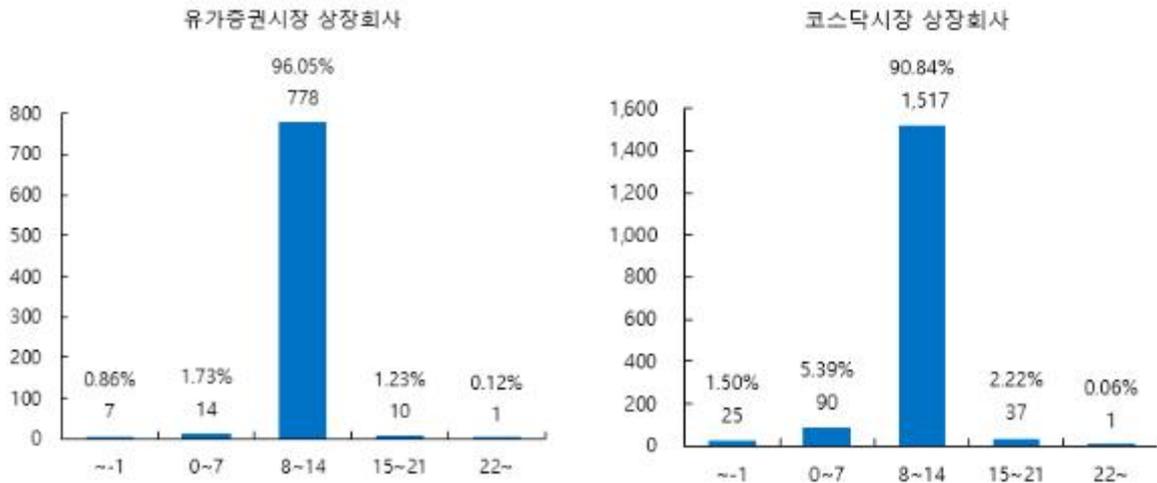


자료 : DART, 저자 정리

7) 연결재무제표 기준 자산총액 5천억원 이상인 상장회사는 매년 5월 31일까지 기업지배구조 보고서를 거래소에 신고하여야 하고, 보고서 항목 중에 주주총회 소집 '공고' 일로부터 주주총회일까지의 기간이 4주를 초과하지 못한 경우 그 사유 및 향후 계획을 설명하도록 하고 있다(세부원칙 1-①).

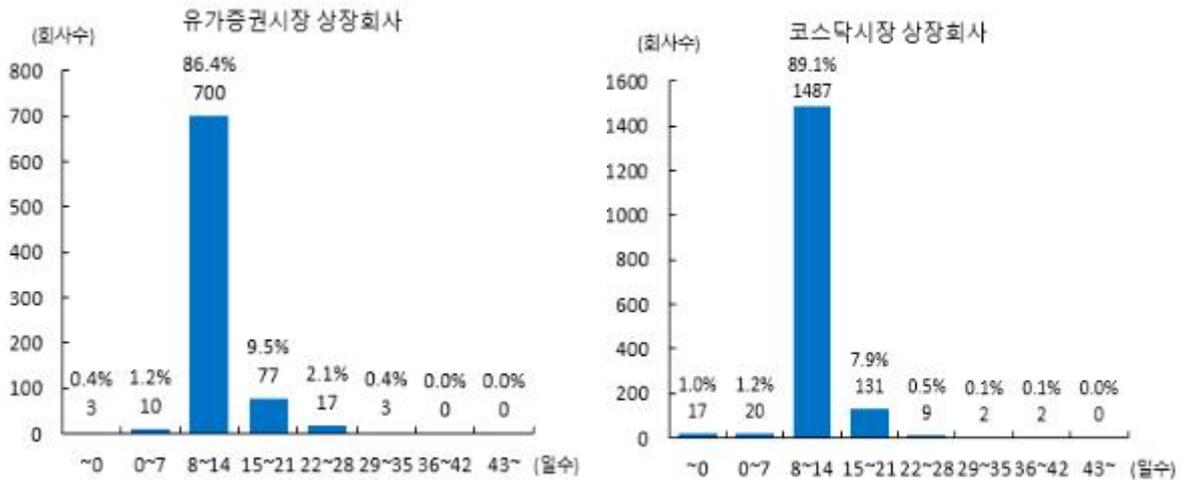
회사의 재무상태나 임원보수의 세부내역 등을 파악할 수 있는 사업보고서와 외부감사인의 감사보고서 공시 시점은 주주총회 소집통지일 보다 더 늦다. 법에서 주주총회 1주 전까지 공시하도록 하고 있다 보니(상법 시행령 제31조 제4항 제4호, 외부감사법 시행령 제27조 제1항 제1호), <그림 5>와 <그림 6>을 보면 약 90%의 회사가 법에서 정한 기준에 맞추어 공시를 하고 있다. 여러 회사에 투자하는 개인 및 기관투자자의 경우 3월 하순 주총을 위해 3월 중순에 몰려서 나오는 사업보고서와 감사보고서를 검토해야 하니 충실한 검토가 어려운 것이 현실이다.

<그림 5> 주주총회일과 사업보고서의 공시일 차이



자료 : DART, 저자 정리

<그림 6> 주주총회일과 감사보고서의 공시일 차이



자료 : DART, 저자 정리

<그림 7>을 보면 OECD 국가중 39%는 사전통지 기간이 22일 이상이고 51%는 15일에서 21일이며, 우리나라를 포함한 5개 국가(10%)만이 15일 미만이다. 우리나라와 같은 구간에 있는 일본

의 경우 14일 전에 주주총회 세부안건에 대한 설명이 포함된 보고서와 감사보고서가 함께 제공된다는 점에 비교해 볼 때 우리나라가 가장 짧다고 볼 수 있다.

〈그림 7〉 주주총회일과 소집통지시기의 차이에 대한 국제비교



자료 : OECD Corporate Governance Fact Book 2023

주주총회 개최일이 집중된 상황에서 2주 전 소집통지, 1주 전 감사보고서/사업보고서 공시 관행은 주주들에게 의안 분석을 위한 충분한 시간을 제공하지 못한다는 문제가 있다. 2023년 12월 말 기준으로 개인주주들이 투자하는 평균종목은 5.97이고, 법인주주는 7.74이며, 외국인은 10이다. 평균적으로 복수의 상장회사에 투자하고 있음을 알 수 있다. 연기금이나 자산운용사와 같은 기관투자자들의 경우 수백개의 상장회사의 주주총회 의안을 검토하고 의결권을 행사해야 하는데, 국민연금의 경우 2024년 기준 2월과 3월 정기주주총회에서 602개의 상장회사에 의결권을 행사했다. 민간 기관투자자의 경우 예를 들어 삼성자산운용은 2024년 2월과 3월 정기주주총회 기준 332개 상장회사에 의결권을 행사했고, 한국투자신탁운용의 경우 314개 상장회사에 의결권을 행사했다.

〈표1〉 국내 기관투자자의 2월, 3월 정기주주총회 의결권 행사 대상 상장기업 현황

		2020	2021	2022	2023	2024
연기금	국민연금공단	628	598	617	585	602
	공무원연금	32	30	31	38	35
	사학연금	74	98	111	115	99
	교직원공제회	30	9	7	11	6
민간 기관투자자		762	686	774	896	873

자료 : KCGS 김선민(2024)

주 : 국내 민간 기관투자자의 의결권 행사 대상 기업수는 적어도 한 곳 이상의 민간 기관투자자의 의결권 행사 이력이 있는 기업 수를 의미함

주주총회 개최일이 집중된 상황에서 소집통지 및 사업보고서 공시시기가 몰려있다 보니, 일주일

안에 수백개의 회사를 분석해야 하는 상황이다. 반복되는 주주총회이고 안건도 비슷하다 생각할 수 있으나, 각 회사의 경영실적이나 재무상황, 선임되는 이사 또는 감사의 후보는 모두 다르기 때문에 매년 개별 회사 단위로 분석해야 하는 문제가 있다.⁸⁾ 충실한 안건 검토가 현실적으로 어렵고, 이는 주주들의 중요한 권리인 의결권 행사에 제약이 된다.

더욱이 상임대리인을 통해 의결권을 행사하는 해외 기관투자자들의 경우에는 의안 검토시간이 3-5일에 불과하다는 문제가 있다. 법에서는 해외 기관투자자들의 의결권 행사 시기에 대해 정하고 있지 않으나, 해외 기관투자자들의 의결권 행사를 대행하는 한국예탁결제원의 주식·사채 등의 전자등록업무규정에 따라 5영업일 전까지 의결권이 행사되어야 한다.⁹⁾ 한국예탁결제원에 5영업일 전까지 도착하기 위해서는 실질적으로는 주말을 포함해 7영업일까지 도착해야 하고, 이를 위해 국내 상임대리인에게 1-2일 전에 도착해야 하며, 그 전단계인 해외 상임대리인에게 1-2일 전에 의결권을 행사해야 하기 때문이다. 결국 해외 기관투자자들은 주주총회 개최일로부터 9-11일 이전에 의결권을 행사해야 하고, 2주 전 소집통지한 회사에 대한 의안분석기간은 3-5일에 불과하게 된다. 이런 상황에서 1주 전에 감사보고서와 사업보고서가 공시되고 있어, 해외 기관투자자들은 재무제표에 대한 외부감사의 의견을 확인하지 못한 채 재무제표 승인 안건에 찬반 투표를 해야 하고, 사업보고서에 기재된 임원보수 관련 구체적인 정보를 확인하지 못한 채 소집통지서에 기재된 보수의 총 한도만 확인하고 찬반투표를 한다는 문제가 있다. 또한 주주총회 소집통지 이후 안건이 변경되는 경우가 있는데, 해외 기관투자자들이 주주총회일 전 약 9일-11일 사이에 의결권을 행사한 이후 안건에 대한 수정이나 변경이 있으면 재투표가 불가능하는 문제가 있다.

〈표2〉 2024년 주총 소집통지 이후 안건 수정 공시 건수

수정공시일 (주총일 전)	유가증권시장		코스닥시장	
	수	비율(%)	수	비율(%)
1~7	14	10.9	41	17.7
8~14	100	78.1	153	65.9
15~21	9	7.0	33	14.2
22~28	4	3.1	4	1.7
29~	1	0.8	1	0.4
합계	128	100	232	100

자료 : DART, 저자 정리

주주들이 회사의 결산서류와 주주총회 안건에 대해서 사전에 충분히 검토할 수 있도록 제도 개선이 필요하다. 12월 말 결산 상장회사가 반드시 3월까지 정기주주총회를 개최하고 이후 승인받은 재무제표를 첨부해 사업보고서를 제출해야 했던 과거와 달리 이제는 법 개정을 통해 4월 주총도 가능해진 상황에서, 결산의 어려움 때문에 감사보고서를 늦게 제출할 수 밖에 없다는 주장

8) 송옥렬, “상장회사 정기주주총회 5월 개최에 대한 이론적 검토”, 「상사법연구」 제38권 제3호(한국상사법학회, 2019), 86쪽.

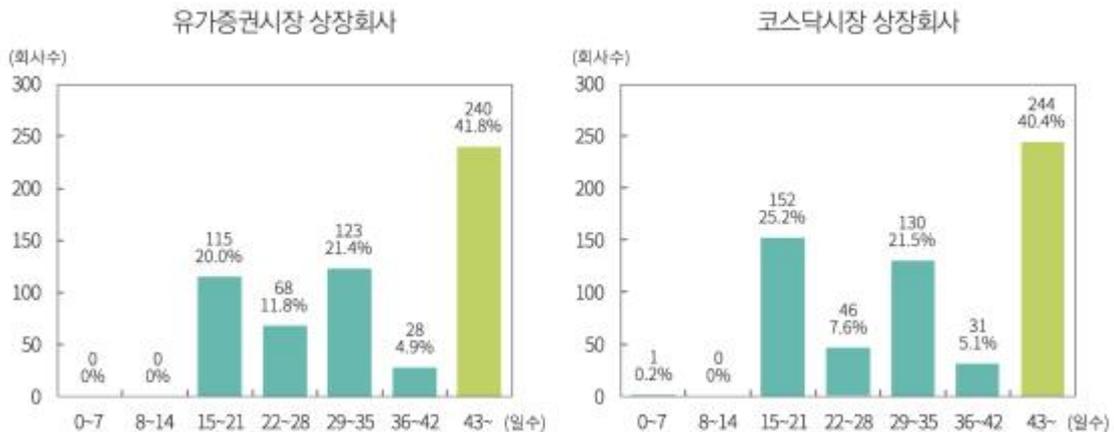
9) 상법 제368조의2에서는 의결권불통일 행사시 주주총회일의 3일 전에 회사에 대하여 통지하도록 하고 있으므로, 해외 기관투자자가 의결권을 불통일행사할 경우 예탁결제원은 3일 전까지 회사에 불통일행사에 대한 내용을 통지해야 하기 때문이다.

도 설득력이 없다. 그러함에도 기업 실무에서는 법에서 정한 기한에 맞추어 소집통지와 사업보고서/감사보고서를 공시하고 있는 상황이므로, 주주의 권익보호를 위해서는 회사의 자발적인 노력을 강조하기 보다 제도 개선이 필요하다. 단기적으로는 주주총회 소집통지시기에 맞춰 최소한 주주총회 2주 전에는 사업보고서/감사보고서가 제출되도록 상법과 외부감사법 시행령을 개정해야 한다. 더 나아가 장기적으로는 주주총회 개최일이 분산되지 않는다면 소집통지시기도 주주총회 개최일 3주 전으로 앞당길 것을 제안한다. 다만 현행 상법상 소집통지 규정은 모든 주식회사에 적용되고 있는데, 사실상 주주 등 이해관계자가 많은 상장회사에 대해서만 소집통지시기를 앞당기도록 상장회사 특례규정을 개정하는 것이 합리적이라 생각된다.

3. 배당 관련 공시 현황과 개선과제

주주환원에 대한 관심이 높아지고 있지만, 2024년 주주총회에서 유가증권시장 상장회사의 28.8%(234개사)와 코스닥시장 상장회사 63.8%(1066개사)가 배당을 하지 않았다. 회사의 이사회에서 무배당을 결정할 경우, 주주들은 회사에 대해 배당을 요구할 수 없을 뿐만 아니라 회사가 배당하지 않는 이유조차 알 수 없다. 더욱이 현행법상 주주가 배당에 대한 주주제안을 하기 위해서는 주주총회 6주 전까지 회사에 배당안을 제안해야 하는데, 2024년 주주총회에서 주주제안권을 행사할 수 있는 기한 내에 회사의 배당결정을 공시하는 회사가 절반도 채 되지 않는다. <그림 8>를 보면, 유가증권시장 상장회사의 경우 41.8%인 240개사, 코스닥시장 상장회사의 경우 40.4%인 244개사만이 주주제안이 가능한 주주총회 6주 전에 배당결정을 공시하였다. 회사의 배당결정 공시 전에도 주주제안을 할 수 있으나, 회사의 배당결정에 대해 정확히 알고 주주가 배당제안을 하는 것이 합리적이다. 배당을 할 것인지 사내 유보를 통해 재투자를 할 것인지 여부는 회사의 사업계획 및 경영전략과 밀접한 관련이 있으므로, 회사가 결정한 배당금액이나 사업계획을 모른 채 일방적으로 요구하는 일부 주주의 배당제안은 전체 주주나 회사의 장기적 이익을 위한 관점에서 타당하지 않을 수 있기 때문이다.

<그림 8> 배당결정 공시일



자료 : DART, 저자 정리

회사의 배당 관련 정보를 기존 주주나 신규 투자자들이 사전에 충분히 알고 의사결정을 할 수 있도록, 결산일 이후 주주총회일 6주 전에 이사회 의 승인을 받은 재무제표를 감사에게 제출할 때 배당 관련 내용은 별도로 공시하도록 하는 제도 개선이 필요하다. 해당 공시에서는 배당정책, 배당 여부, 배당결정에 대한 이사회 의견, 배당가능이익한도, 배당금액 등 배당과 관련한 주요 정보가 포함되도록 한다. 이를 통해 주주들에게 배당에 대한 합리적 주주제안을 할 수 있는 기회를 제공할 수 있고, 배당에 대한 예측가능성도 제고할 수 있어 주주권의 보호와 기업가치 제고에 도움이 될 것이다.

한편 2011년 상법 개정으로 정관에 정하는 바에 따라 회사의 배당을 이사회에서 정할 수 있고, 이 경우 주주들이 주주제안을 할 수 없게 된다는 문제가 있다. 과거 회사의 결산배당 결정기관은 주주총회였으나, 2011년 상법 개정으로 이사회에서 배당을 결정할 수 있도록 하였음회사의 배당은 재무정책에 따라 이루어진다는 점에서 전문성이 결여된 주주가 판단하기보다는 이사회에서 판단하도록 한 것이다. 이를 위해서는 ① 정관에 이사회에서 재무제표를 승인한다는 정함이 있어야 하고, ② 재무제표의 각 서류가 법령 및 정관에 따라 회사의 재무상태 및 경영성과를 적정하게 표시하고 있다는 외부감사인의 적정의견이 있어야 하며, ③ 감사 또는 감사위원 전원의 동의가 있어야 한다(상법 제449조의2 제1항). 만약 이사회에서 배당을 결정하게 된다면 주주들은 배당안건에 대해 주주제안을 할 수 없는데, 우리 상법에서는 주주총회 목적사항에 대해서만 주주제안을 할 수 있기 때문이다(제363조의2). 또한 주주총회 결의 여부가 주주총회 1주 전에 외부감사의 적정 의견을 받은 다음에 결정되므로, 주주총회 6주 전에 주주제안을 하였음에도 해당 제안이 주주총회 상정될지 여부는 주주총회 1주일 전에 결정된다는 문제가 있다. 이러한 실무로 인해 실제 상장회사에서도 배당결정을 ‘이사회’에서 할 수 있도록 규정하고 실제로는 주주총회에서 하는 비율이 상당히 많다.

〈표 3〉 배당결정기관에 대한 규정과 실제 비교(유가증권시장 상장회사)

(단위: 개사, %)

정관규정	실제 의사결정	2022년		2023년 3월까지	
		회사 수	비율	회사 수	비율
주주총회	주주총회	295	52	294	53
이사회	주주총회	209	37	210	38
이사회	이사회	60	11	53	10

자료: DART, 저자 정리

〈표 4〉 배당결정기관에 대한 규정과 실제 비교(코스닥시장 상장회사)

(단위: 개사, %)

정관규정	실제 의사결정	2022년		2023년 3월까지	
		회사 수	비율	회사 수	비율
주주총회	주주총회	223	37	221	37
이사회	주주총회	346	58	336	57
이사회	이사회	30	5	34	6

자료: DART, 저자 정리

배당에 대해 주주들이 주주제안을 할 수 있도록 제도적으로 보장할 때, 기업들도 적극적으로 배당을 하게 되고 주주환원이 늘어날 것이므로, 재무제표 승인과 배당 안전에 대해 주주제안이 있는 경우에는 재무제표를 이사회에서 승인할 수 없도록 제도를 개선하여야 한다. 상법 제449조의 2 제1항에서 정하는 이사회가 재무제표를 승인할 수 있는 조건에 배당에 대한 주주제안이 없을 것을 포함하는 방안을 제안한다.

Ⅲ. 임원보수 관련 현황과 주주권 강화를 위한 과제

1. 임원보수 한도 결의의 현황과 개선과제

상법 제388조에서는 이사의 보수에 대해 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정한다고 규정하고 있다. 상법에서 이사 보수의 결정을 정관이나 주주총회 결의에 의하도록 한 것은 보수 결정 과정에서 주식회사의 주인인 주주들의 적극적 개입을 통해 능력에 상응한 적정 보수를 지급하도록 하기 위함이다. 그런데 이사의 보수액을 구체적으로 정관에 규정할 경우 보수액을 증감할 때마다 매번 정관을 개정해야 하는 문제가 있어, 실무상 주주총회에서 결의하도록 하고 있다.

이사의 보수는 직무집행의 대가로 지급되므로 적정수준의 보수가 지급되어야 하고, 보수와 관련하여 우리 법원은 주주총회의 결정을 중요시 여기고 있다. 정관의 규정이나 주주총회의 결의에 의하지 아니한 이사에 대한 보수의 약정이나 지급은 무효이고,¹⁰⁾ 정관이나 주주총회 결의로 정해진 보수는 이사의 선임행위의 내용을 이루므로 같은 이사에 관한 한 정관변경이나 주주총회결의에 의해서도 정해진 보수를 박탈하거나 감액하지 못한다.¹¹⁾ 정관의 규정이나 주주총회 결의 없이 이사에 지급된 보수는 부당이득이므로 이사는 이를 회사에 반환하여야 한다.¹²⁾

그러나 문제는 주주총회에서 형식적으로 한도 승인만 하고 있어 주주의 의사를 존중하고자 하는 입법취지에 맞지 않다. 총액한도에 대한 결의는 보수제도의 가장 중요한 근간이 되는 경영성과에 상응하는 보수지급이라는 요소를 전혀 중요시하지 않고 있는 것이다.¹³⁾ 또한 총액한도 승인 특고정급에 기반한 총액승인은 경영성과에 따라 합당한 보수가 지급되어야 한다는 당위성과 보수가 갖는 인센티브 기능을 중시하면 정당화하기 어려움이 있다.¹⁴⁾

더욱이 우리나라 상장회사의 실지급 보수액은 주주총회에서 승인받은 보수 한도액의 50% 정도에 불과하다는 점이 문제이다. 유가증권시장 상장회사의 경우 실지급률 평균이 51.5%이고, 코스닥시장 상장회사의 경우 실지급률 평균이 44.8%이다. 실지급률이 50% 미만인 유가증권시장 상

10) 대법원 2020. 6. 4. 선고 2016다241515,241522 판결.

11) 대법원 2017. 3. 30 선고 2016다21643판결.

12) 대법원 2010. 3. 11 선고 2007다71271판결.

13) 문상일, “이사보수 개별승인제도의 도입필요성에 관한 연구”, 『법학연구』 제24권 제2호(연세대학교 법학연구원, 2014), 549쪽.

14) 권중호, “이사의 보수제도에 관한 소고 - 개별승인제와 보수환수제를 시야에 넣어”, 『일감법학』 제 54호(건국대학교 법학연구소, 2023), 41쪽.



장회사가 51.3%에 달하고, 코스닥 상장회사의 경우는 67.3%에 해당한다.

<표 5> 상장회사의 임원보수한도에 대한 실지급률

실지급률	코스피		코스닥	
	회사 수	비율	회사 수	비율
0~10%	22	2.6%	47	2.8%
10~20%	51	6.1%	184	10.8%
20~30%	109	13.1%	282	16.5%
30~40%	119	14.3%	349	20.4%
40~50%	127	15.2%	287	16.8%
50~60%	130	15.6%	214	12.5%
60~70%	103	12.4%	148	8.7%
70~80%	59	7.1%	85	5.0%
80~90%	49	5.9%	42	2.5%
90~100%	22	2.6%	31	1.8%
100~	42	5.0%	40	2.3%
총합계	833	100.0%	1709 ¹⁵⁾	100.0%
실지급률 평균	51.5%		44.8%	

주 : 2024년 4월까지 제출된 사업보고서의 기재 내용을 토대로 하여, 승인받은 보수한도와 실지급액의 차이를 분석함

자료: DART, 저자 정리

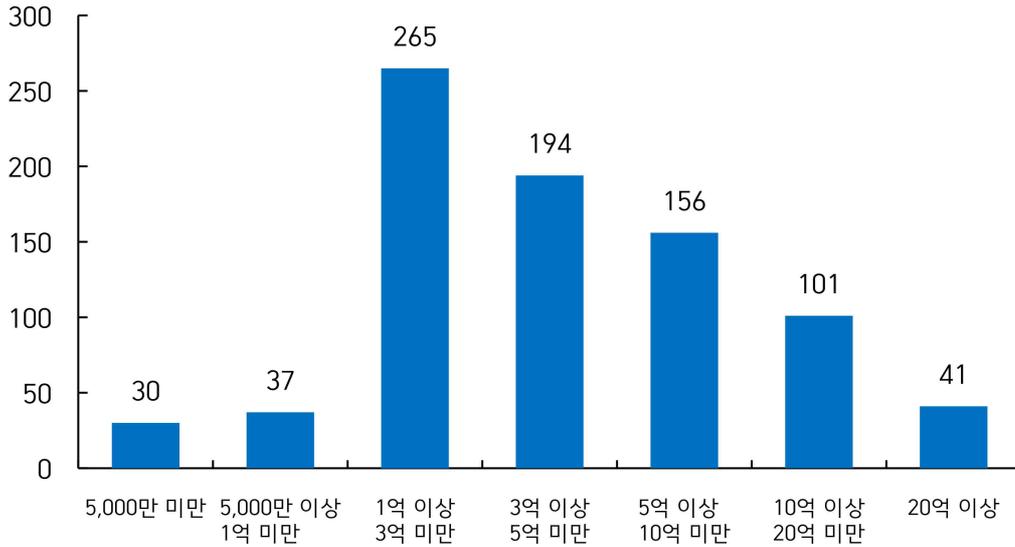
형식적인 결의라 하더라도 총액한도 승인을 해야 하는 주주총회에서 주주들에게 임원보수의 적정성을 판단할 수 있는 자료가 적시에 제공되지 못하는 문제가 있다. 사업보고서에 이사의 보수 산정근거와 고액보수 5인이 공개되나, 앞서 언급한 바와 같이 대부분의 상장회사에서 사업보고서를 주주총회 1주 전에 공시하고 있어 충분한 검토시간이 부족하다. 또한 회사의 경영성과를 기반으로 해서 이사 보수가 결정되어야 하는데, 회사의 경영성과를 정확히 알 수 있는 외부감사를 받은 감사보고서 역시 주주총회 1주 전에 공시되는 현실이다.

2024년에 제출된 상장회사의 사업보고서에 공시된 1인당 평균보수를 조사하였으나, 산정 근거에 대해서는 공시되지 않아 확인하기 어렵다. 유가증권시장 상장회사의 경우 사내이사 평균 급여는 6억 1천만원이고, 상위 10% 회사의 평균 급여는 23억 2천만원이며, 하위 10% 회사의 평균 보수는 6천만원이다.

15) 코스닥 상장회사 중 5개사의 통계가 제외되어 있다. 동신건설, 셀리버리, 애닉의 경우는 주주총회 승인금액은 없고 실제 지급액은 있어서 실지급률이 계산되지 않았고, 상상인제3호스팩과 상상인제4호스팩은 승인금액과 보수총액이 공시되지 않았다.

<그림 9> 유가증권시장 상장회사의 사내이사 평균 급여

(단위 : 개사)

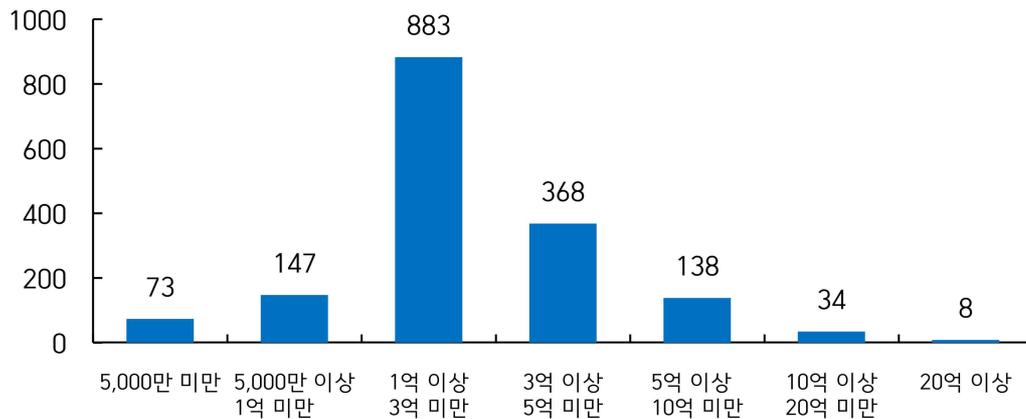


자료: DART, 저자 정리

코스닥시장 상장회사의 경우 사내이사 평균급여는 2억 9천만원이고, 상위 10% 회사의 평균 급여는 9억 4천만원이며, 하위 10% 회사의 평균 급여는 4천 6백만원이다.

<그림 10> 코스닥시장 상장회사의 사외이사 평균 급여

(단위 : 개사)

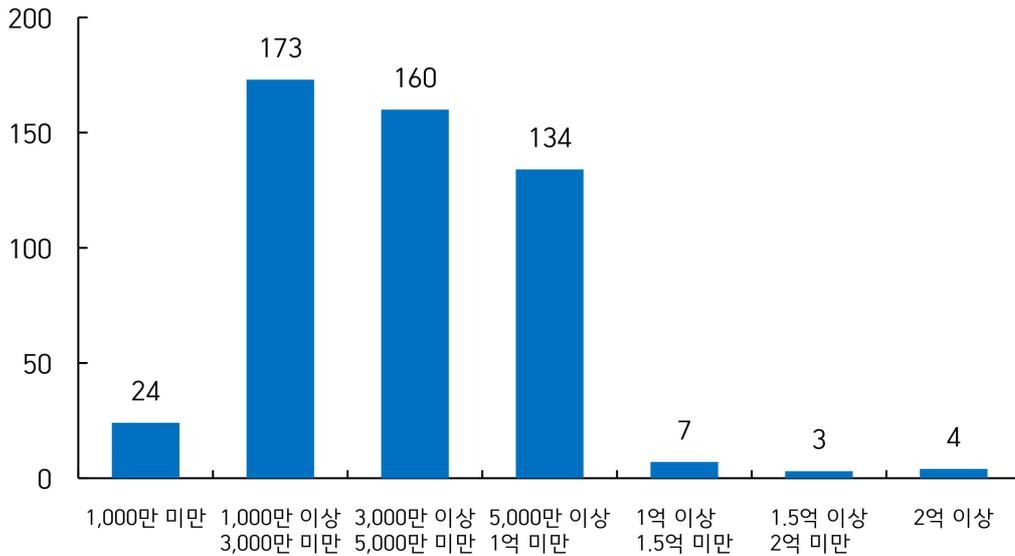


자료: DART, 저자 정리

유가증권시장 상장회사의 경우 사외이사 평균 급여는 4천만원이고, 상위 10% 회사의 평균 급여는 1억 2천만원이며, 하위 10% 회사의 평균 보수는 9백만원이다.

<그림 11> 유가증권시장 상장회사의 사외이사 평균 급여

(단위 : 개사)

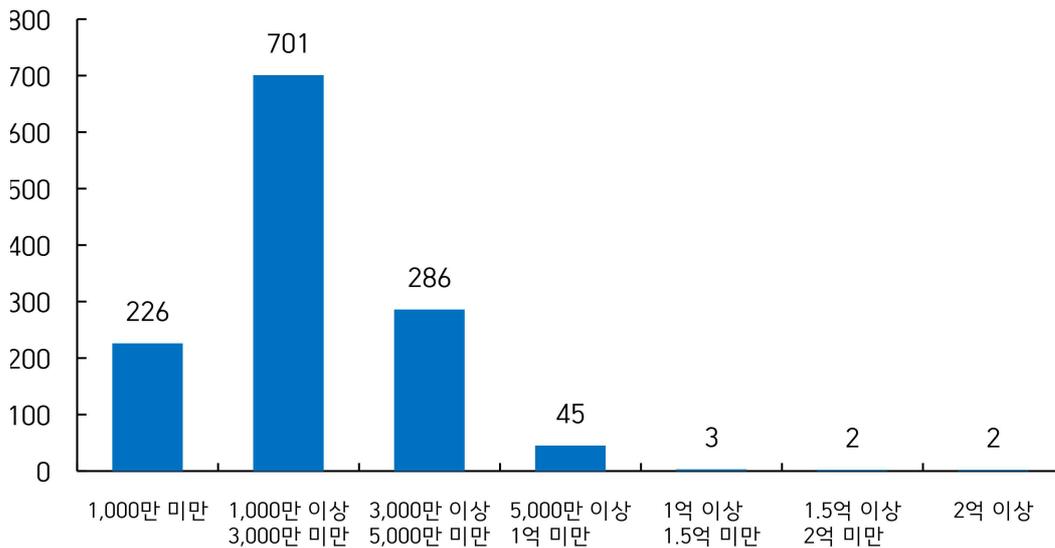


자료: DART, 저자 정리

코스닥시장 상장회사의 경우 사외이사 평균 급여는 2천만원이고, 상위 10% 회사의 평균 급여는 7천만원이며, 하위 10% 회사의 평균 보수는 4백만원이다.

<그림 12> 코스닥시장 상장회사의 사외이사 평균 급여

(단위 : 개사)



자료: DART, 저자 정리

회사별 사내이사, 사외이사의 급여 수준 차이가 큰데, 이는 획일적으로 판단할 수 있는 것이 아니므로 구체적인 산정기준을 통해 그 적정성을 판단할 수 있어야 한다. 보수액이 직무행위에 대한 대가로 적정한지 판단하기 위해서는 보수의 산정기준이 중요한데,¹⁶⁾ 이사 보수의 구체적 산정 기준 및 방법에 대한 법적 기반이 마련되어 있지 않고, 금융감독원의 가이드라인도 제대로 준수되고 있지 않은 실정이다.¹⁷⁾

상법에서는 보수에 대해 주주총회의 결의를 받도록 하고 있으나 실무 관행적으로 ‘한도’에만 국한하여 결의하고 있던 방식을 변경하여 주주들에게 보수에 대한 통제권을 부여한 입법취지를 달성할 필요가 있다. 보수결정에 대한 주주 의견이 보수한도를 통해 간접적으로 반영되는 것보다 보수 지급액 자체에 보다 직접적으로 반영될 수 있도록 하는 제도 개선이 필요하다.¹⁸⁾

보수 결정과 관련 주주총회 결정권한 확대를 위한 방안으로 크게 두가지가 제시되는데, 주주총회 결의로 개별 이사의 보수를 정하도록 하는 방안과 이사회에서 이사 개인별 보수를 정하되 주주총회의 통제를 받도록 구체화하는 방안이다. 주주의 이익보호라는 측면에서 개별 이사의 보수를 정관이나 주주총회로 정하자고 하는 의견이 있으나,¹⁹⁾ 개별 이사의 업무나 전문성을 고려하여 이사회에 위임하는 것이 효율적일 수 있다.²⁰⁾ 다만, 개별 이사에 대한 보수액 결정권을 이사회에 위임하는 경우에도 주주총회 결의 내용은 과다 보수에 대한 통제가 가능하도록 구체적인 필요가 있다.²¹⁾ 즉 이사의 개별적인 보수한도를 산정하기 위한 합리적 기준을 제시하거나 일정한 한계를 설정하여 통제할 필요가 있다.²²⁾ 주주총회 결의에서 단순히 총액 한도만을 정하는 방법 외에 장기성과급이나 주식기준 보상 등에 대해서 보다 유연하고 다양한 방식으로 결의를 하는 것이 가능하므로 이를 적극적으로 고려할 필요가 있다.²³⁾

개별 이사의 보수는 이사회에서 결정하더라도, 주주총회 결정권한을 어느 정도로 강화할 것인가에 대해서도 다양한 개선의견이 제시된다. 보상체계 내 성과 연동성, 목표 대비 달성 실적 등 보수 적정성 판단에 필요한 주요 정보들을 주주총회 소집공고에 공개하고,²⁴⁾ 보수의 구체적인 산정 기준을 주주총회에 결의하도록 하는 방안이 제시된다.²⁵⁾ 보수 승인 범위를 보수 총액 뿐만 아니라 보수설계, 보수결정절차 등을 포함한 총체적인 보수 정책으로 하는 방안도 있다.²⁶⁾ 한편 보수

16) 문상일 앞의 논문, 268쪽.

17) 김희철, “영국의 상장회사 이사 보수규제에 관한 연구 - 우리법의 문제점과의 비교를 중심으로”, 「기업법연구」 제29권 제4호(한국기업법학회, 2014), 263쪽; 이다원, “임원 보수 공시에 관한 현황 분석 및 제도 점검”, 「CGS Report」 제5권 제7호(한국기업지배구조원, 2015), 2쪽.

18) 박소희·정선문, “임원 보수 한도는 효과적인 지배구조 장치인가? 보수한도와 성과대비 보수 수준과의 관계”, 「회계저널」 제32권 제2호(한국회계학회, 2023), 56쪽.

19) 권중호, 앞의 논문, 41쪽.

20) 권재열, “이사보수의 결정을 둘러싼 몇 가지 쟁점의 검토”, 「법학논고」 제57호(경북대학교 법학연구원, 2017), 158쪽.

21) 문상일 앞의 논문, 531쪽.

22) 정준우·조동선, “이사의 보수에 관한 최근 판례상 쟁점 검토”, 「상사법연구」 제40권 제4호(한국상사법학회, 2022), 187면.

23) 김지평, “주식회사 임원 보상의 실무상 쟁점”, 「사법」 통권57호(사법발전재단, 2021), 59쪽.

24) 임자영, “이사보수한도 승인 제도의 한계 및 개선방향”, 「KCGS Report」 제12권 제5호(한국기업지배구조원, 2022), 21쪽.

25) 임정하, “이사의 회사에 대한 책임의 관점에서 바라 본 보수규제”, 「서울법학」 24권 제3호(서울시립대학교 법학연구소, 2016), 209쪽.

의 유형에 따라서 금전보수로 금액이 확정된 경우는 그 액, 변동보수는 산정방법, 금전 이외의 보수는 그 내용을 주주총회에서 결정하도록 하는 방안도 있다.²⁷⁾

이러한 점을 종합적으로 고려하여, 보상정책은 사업보고서에 공시되도록 하고 주주총회 결의에서는 보수의 한도만이 아니라 보수의 구체적인 내용을 승인받게 할 필요가 있다. 미국이나 영국식 say on pay를 도입하자는 주장이 있으나, 우리나라의 주주총회의 권한에 비추어 볼 때 반영하기 어렵다는 생각이 든다. 미국의 주주총회 보수심의제는 임원 보상의 통제에 있어서 법령상 아무런 권한을 가지고 있지 못하던 주주총회에 대해 사후적, 비구속적 결의의 형태로 제한적으로나마 개입할 권한을 부여한 것이다.²⁸⁾ 반면에 우리나라는 이미 주주총회에서 이사 보수에 대해 사전적으로 구속력 있는 결정을 내릴 수 있는 강력한 권한이 있으므로 이를 구체적으로 보완하는 방향이 실효성 있다. 또한 이사회를 구속하지 않는 주주총회 결의라는 것이 현행법의 체계와 정합성이 맞지 않는 제도라는 문제도 있다. 이러한 점에서 일본식 임원보수 결의에 대한 회사법을 참고할 수 있다. 일본은 보수의 총액 뿐 아니라 구체적인 보수의 내용에 대해서 결의해야 한다는 점에서 우리나라와 차이가 있다.

〈표6〉 일본 회사법상 임원 보수의 종류와 정해야 할 사항

보수의 종류	정해야 할 사항
확정 금액 보수	그 금액 (회사법 361조 1항 1호)
인센티브 등 불확정 금액 보수	구체적인 산정 방법 (회사법 361조 1항 2호)
주식 보수	모집 주식의 수 상한 등 (회사법 361조 1항 3호·5호 1, 회사법 시행규칙 98조의2 각호·98조의4 제1항 각호)
신주 예약권 보수	모집 신주 예약권의 수 상한 등 (회사법 361조 1항 4호·5호 1, 회사법 시행규칙 98조의3 각호·98조의4 제2항 각호)
비금전 보수	구체적인 내용(회사법 361조 1항 6호)

우리나라 역시 개별 임원보수가 아닌 총한도로 결의하되, 그 한도의 내용을 구체적으로 열거하여 주주총회 승인을 받도록 하는 방향으로 개정을 검토해야 한다. 즉, 확정 급여액, 상여금의 금액과 산정방법, 주식보상의 상한, 기타소득의 한도 및 내용 등을 나누어 승인받도록 제도를 개선할 필요가 있다.

1.2 주주총회 특별이해관계인 의결권 제한 현황과 개선과제

이사의 보수에 관한 주주총회 결의에서 특별이해관계가 있는 이사인 주주는 의결권을 행사할 수 없다. 총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하는데(제368조

26) 송화윤, 상장회사의 임원보수규제에 관한 법적 연구, 연세대학교 박사학위 논문, 2016, 205쪽.

27) 김성곤, 주식회사 임원 보수 규제에 관한 법적 연구, 성균관대학교 박사학위 논문, 2018, 129쪽.

28) 김종욱·오주현, “임원 보상의 적정성과 주주총회 보수 심의제(Say on Pay)”, 『BFL』 114호(서울대학교 금융법센터, 2022), 38쪽.

제3항), 이사의 보수를 정하는 결의에서 이사인 주주는 이에 해당하기 때문이다. 관련 대법원 판결은 없으나 하급심 판결에서 임원 보수총액의 한도가 정해지면 주주인 대표이사, 사내이사로써 그 보수총액의 한도 내에서 보수를 받을 수 있게 되는 지위에 있으므로 보수 안전에 대한 주주총회 결의에서 의결권이 제한된다고 판시한 바 있다.²⁹⁾ 법무부 유권해석에서도 이사 또는 감사의 보수를 결정하는 결의에서 이사 또는 감사인 주주가 과도한 보수금액을 결정한다면 이로부터 회사의 손해가 발생할 수 있으므로 그는 특별이해관계인이 되어 의결권을 제한받는 것이 타당하다고 회신하였다.³⁰⁾ 다만 법무부는 주주 전원이 이사 또는 감사에 해당하는 경우에 대해 이러한 회사에서는 보수결정으로 다른 주주들에게 손해를 끼칠 염려가 없기 때문에, 이와 같은 경우에는 예외적으로 이사 또는 감사인 주주가 의결권을 행사할 수 있다고 판단된다고 회신하였다.³¹⁾

보수 결의에 관한 주주총회에서 특별이해관계인인 이사는 의결권을 행사할 수 없으나, 실제 주주총회에서 이를 반영한 결의 결과를 확인하기 어렵다는 문제가 있다. 주주총회 결과공시에서 안전별로 의결권의 찬반을 공시하지 않고, ‘원안대로 승인’이라고만 기재되어 있어 의결권에 반영되었는지 여부를 확인하기 어렵다. 최근 금융감독원에서 주주총회 논의결과가 투자자에게 적시에 충실히 제공될 수 있도록 개선한다고 발표하였으나,³²⁾ 여전히 찬반 비율에 대해서 구체적으로 공시하도록 하지 않고 안전의 가결여부와 논의 내용에 대해서만 공시하도록 하고 있다. 기업지배구조 보고서를 제출하는 상장회사의 경우 안전별 의결권 있는 주식의 수와 찬성, 반대 비율을 제출하고 있으나, 해당 보고서에도 특별이해관계인의 의결권 제한 여부에 대해 명시한 기업은 소수이다. 경제개혁연구소가 지난 1월 332개 회사의 기업지배구조 보고서를 분석한 결과에 따르면 2020~2023년 열린 722회의 주주총회에서 특별이해관계인의 의결권을 제한해 이사 보수한도 승인 안전을 표결한 주주총회는 3개 회사의 주주총회 4건으로, 전체 분석 대상의 0.6%에 불과하였다.³³⁾

이로 인해 실무에서 주주총회 임원보수결의에서 이사인 주주의 의결권을 제한하지 않은 사례가 발생하고 있고, 최근 주주행동주의 펀드에 의해 선임된 남양유업의 감사가 회사를 대표해 주주총회결의취소소송을 제기한 바 있다. 이에 대해 법원은 남양유업의 등기이사 겸 지배주주가 자신의 급여와 퇴직금 등 보수를 직접 결정한 것은 위법이라고 판단하였다.³⁴⁾ 상법에서는 주주총회 결의를 통해 이사의 보수에 대한 견제를 하도록 하고 해당 결의에서 이사들의 의결권을 제한하여 공정성을 확보하도록 하고 있으나, 실무에서 이러한 입법취지가 제대로 구현되지 못하고 있는 현실이 문제이다.

임원 보수에 대한 주주총회 결의에서 이사인 임원은 특별관계인으로 의결권을 행사할 수 없는 것이 현행 법과 판례의 태도이므로, 이러한 제도가 실효성 있게 작동하도록 할 필요가 있다. 사

29) 서울고등법원 2015. 4. 23. 선고 2014나2035141 판결; 서울고등법원 2016. 1. 8. 선고 2015나2042528 판결.

30) 상사법무과-1375(2013. 5. 2); 상사법무과-530(2014. 2. 7).

31) 상사법무과-1643(2013. 5. 23).

32) 금융감독원, 주주제안권 행사현황 및 주주총회 논의 결과가 투자자에게 적시에 충실히 제공될 수 있도록 개선됩니다. 2024. 4. 11 보도자료.

33) 노종화·이수정, “이사 보수한도에 대한 주주총회 결의 시 특별 이해관계자 의결권 제한”, 「ERRI 이슈&분석」 2024-01(경제개혁연구소, 2024).

34) 서울중앙지방법원 2024. 5. 31. 선고 2023가합66328 판결; 서울고등법원 2025. 1. 22. 선고 2024나2027590 판결.



전적으로 이사인 임원의 주식 수를 제외한 발행주식총수를 공개하도록 할 수도 있으나, 실제 주주총회에서 의결권 행사와 직접적 연관성을 고려할 때 주주총회 결과에 대한 공시를 보강할 필요가 있다. 미국, 일본, 독일, 프랑스 등 해외 주요국에서는 찬반 비율까지 공시하도록 하고 있으므로³⁵⁾ 우리나라도 주주총회 결과를 ‘원안대로 승인’이 아니라 찬반 비율까지 공시하는 것이 필요하다. 금융회사지배구조법 제41조에 따르면 금융회사는 주주총회와 관련하여 주주의 참석율, 안전에 대한 찬반비율 등을 공시하도록 하고 있고, 연결기준 자산총액 5천억원 이상의 상장회사가 거래소에 신고하는 기업지배구조보고서에도 주주총회 찬반비율을 구체적으로 기재하도록 하고 있다. 이러한 제도가 상장회사 전체가 적용되도록, 상법이나 기업공시서식을 개정하여 주주의 참석율과 안전에 대한 찬반비율을 공시하도록 하는 것이 필요하다. 그리고 이 때 특별이해관계인의 의결권 제한여부에 대한 공시를 명확히 할 필요가 있다.

1.3 이사회 결의 및 보수위원회 관련 현황과 개선과제

주주총회에서는 이사 전원에 대한 보수의 총액이나 상한액만을 정하고 개별 이사에 대한 보수액은 이사회에 위임할 수 있다. 상법에서는 이사의 보수를 정하도록 하고 있을 뿐 개별 이사의 보수를 정하도록 하고 있지는 않아서 해석상 이사회에 위임할 수 있다고 보고 있기 때문이다. 기업 실무에서도 주주총회에서 보수의 총액이나 상한액을 결의한 후, 개인별 지급액과 구체적인 사항에 대해서는 이사회에 결정에 위임하고 있다. 금융회사의 지배구조에 관한 법률에 의해 금융회사의 경우 사외이사를 과반수로 하고, 위원장을 사외이사로 하는 보수위원회를 의무적으로 설치해야 하나(제16조), 그 외 주식회사에 대해서는 특별한 규제가 없다.

우리나라 상장회사의 보수위원회 설치 비율은 유가증권시장 상장회사의 19.93%, 코스닥 상장회사의 3.91%에 불과하다.

<표 7> 상장회사의 보수위원회 설치 비율

	설치	미설치	전체
유가증권시장	166	667	833
	19.93%	80.07%	100%
코스닥시장	67	1647	1714
	3.91%	96.09%	100%

주 : 2024년 4월까지 제출된 사업보고서의 이사회 내 위원회 현황을 조사함
 자료: DART, 저자 정리

이사 보수의 총액만 주주총회에서 정하고 개인별 지급액은 이사회가 정하다 보니, 이사들 스스로 자신들이 받는 보수를 결정하게 되어 이해상충의 문제가 있을 수 있다. 뿐만 아니라 이사의 지위를 겸하고 있는 대주주의 영향이 크게 작용할 수 있다는 문제도 있다.³⁶⁾

35) OECD, OECD Corporate Governance Factbook 2023, 2023, p.98-99.

36) 정준우, “주주총회의 실효적 운영을 위한 개선방안 검토”, 「기업법연구」 제33권 제3호(한국기업법학회, 2019), 12

개별 임원의 보수를 주주총회가 아닌 이사회에서 결의하는 구조에서 결정 절차의 공정성 담보를 위해 보수위원회의 역할이 강화될 필요가 있다.³⁷⁾ 미국에서는 상장회사의 경우 독립이사로 구성된 보수위원회를 설치하여서, 보수위원회에서 이사 보수를 결정하도록 하고 있다(도드프랭크법 제952조). 영국의 기업지배구조모범규준에서는 회사가 3인(소규모 회사의 경우에는 2인) 이상의 독립적인 사외이사로 구성된 보수위원회에서 이사 보수를 결정할 것을 권고하고, 런던증권거래소 상장규칙에서는 기업지배구조모범규준에 대하여 ‘준수 또는 설명(Comply or Explain)’ 의무를 부과하고 있다. 또한 상장회사의 보수위원회는 매년 이사보수보고서를 주주총회에 제출하여야 한다(회사법 제437조).

우리나라 역시 보수위원회의 역할 및 기능 강화를 위해서 구성적 측면과 운영적 측면에 대한 보완이 필요하다.³⁸⁾ 먼저 보수위원회의 위원들이 경영진의 간섭없이 업무를 수행할 수 있어야 한다. 미국과 같이 전원 사외이사가 바람직하나, 상법상 이사회 내 위원회 구성의 최소 인원인 3인의 사외이사가 없는 회사가 있을 수 있으므로 금융사지배구조법과 같이 과반수 이상을 사외이사로 구성하고 위원장을 사외이사로 하는 방안을 검토할 수 있다. 또한 미리 수립한 보수 정책에 따라 임원들의 실적을 공정하게 평가하고 그 결과에 따라 보수를 결정하도록 절차가 보장되어야 한다. 임원 보수에 대한 상세한 산정기준을 마련하도록 하고, 보수위원회의 전문성 확보를 위해 회사의 비용으로 전문가의 자문을 받을 수 있도록 보장해 주어야 한다. 한편 일정 규모 이상의 상장회사에 대해 보수위원회 설치 의무화를 검토해 볼 수 있다. 현행 상법상 자산 2조 이상의 상장회사에 대해서는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회가 의무화되어 있으므로, 이에 균형을 맞추는 것도 가능하다.

1.4 주식기준 보상 관련 현황과 개선과제

상법에서는 주식기준 보상의 유형 중 주식매수선택권에 대해서만 규제하고 있는데 주식매수선택권을 임원에게 부여하기 위해서는 정관에 근거 규정이 있어야 하고, 주주총회의 특별결의가 있어야 한다(제340조의2 제1항). 또한 상법에서는 최대주주와 특수관계인에 대해서는 주식매수선택권을 부여할 수 없도록 정하고 있다(제340조의2 제2항). 그런데 주식매수선택권을 제외한 주식형 보상에 대해서는 상법에 별도의 규제가 없고, 이로 인해 RS(Restricted Stocks) 등 주식형 보상의 부여 기준에 대한 문제제기가 있었다. RS는 법적 근거 규정이 없어 이에 따라 부여수량·대상 등에 대한 규정이 없고 지배주주에도 부여할 수 있어 경영권 승계에 활용된다는 지적이 있었다. 이와 관련하여 21대 국회에서는 주식매수선택권과 유사하게 RS의 개념, 부여방법, 대상, 한도 등을 규정하는 상법 개정안³⁹⁾과 이를 공시하도록 하는 자본시장법 개정안⁴⁰⁾이 발의되었으나 임기

4쪽.

37) 김화진, “주식회사 이사의 보수와 상법 제368조 제4항의 해석”, 「저스티스」 통권 제102호(한국법학원, 2008), 62쪽.

38) 남윤경, “임원보수규제방안으로서의 보수위원회에 관한 연구”, 「법학논집」 제23권 제1호(이화여자대학교 법학연구소, 2018), 194~196쪽.

39) 이용우 의원 대표 발의 상법 개정안(의안번호 2124404)

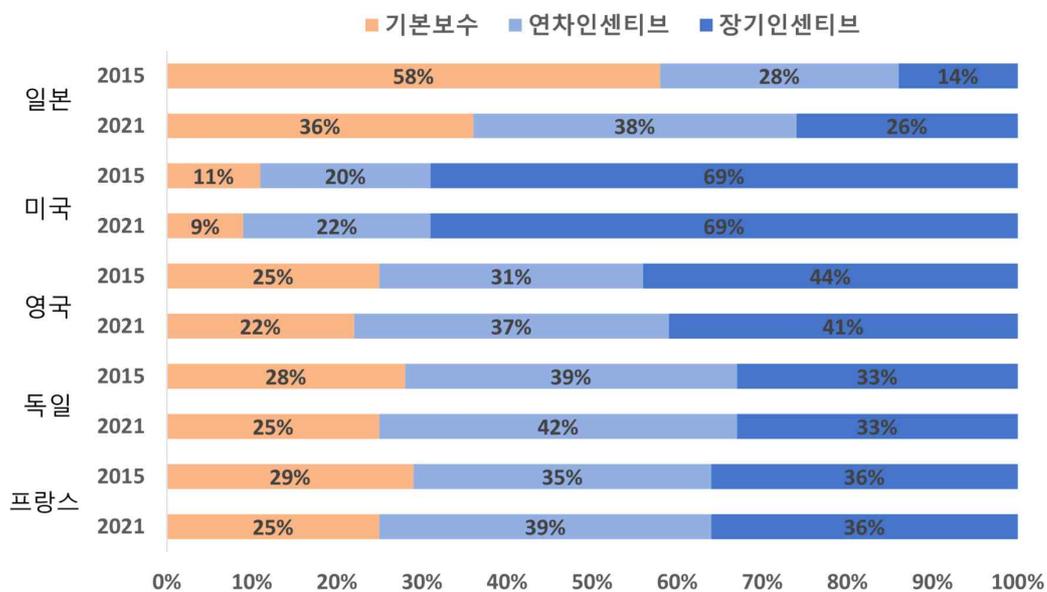
40) 이용우 의원 대표 발의 자본시장법 개정안(의안번호 2125205)



만으로 폐기되었다.

주식 보상을 통해 경영진에게 장기 인센티브를 주는 것은 국제적인 경향으로, 이런 관점에서 볼 때 우리나라 기업들의 RS 지급 자체가 문제라고 보기 어렵다. 일본 경제산업성 경제산업정책국에서 2023년 4월에 주식보상에 대해 발표한 자료에 따르면, 여전히 일본은 장기인센티브(주로 주식보상)이 낮다는 문제를 지적하고 있다.⁴¹⁾ 미국의 경우 2021년 기준으로 주로 주식보상인 장기인센티브 비중이 69%이고, 영국도 41%, 독일과 프랑스도 각각 33%와 36%로 상당히 높은 비중을 차지하고 있다.

<그림 13> CEO 보수의 유형에 대한 나라별 비교



더욱이 아직 우리나라의 경우 주식기준보상이 활발하지 않은 상황이다. 2023년 12월말 기준 2,492개 상장회사 중 103개사인 4.1%가 스톡옵션 외 주식기준보상을 부여하였으며, 유가증권시장 상장회사는 58개사(2.3%), 코스닥시장 상장회사는 45개사(1.8%)이다. 다만 주식기준보상 부여는 증가 추세인데, 2017년에는 1개사(유가)에서 2020년 7개사(유가 6, 코스닥 1), 2023년 31개사(유가 13, 코스닥 18)가 주식기준보상을 부여하였다. 앞으로도 주식기준보상은 늘어갈 전망이나 주식보상과 관련하여 제도간 정합성이 이루어지지 않는 부분, 주식보상도 임원 보수 한도에 포함되어야 하는데 그 점에 대해 주주들에게 정확히 통지가 되지 않는 부분에 대한 제도 개선이 필요하다. 금융감독원은 2023년 12월 기업들의 주식기준보상 관련 정보가 충분히 공시될 수 있도록 ①사업보고서, ②주요사항보고서, ③대량보유 및 ④주식소유상황 보고 서식을 개정하였으나, 보수 공시와 주식기준 보상을 별도로 공시하도록 서식이 마련되어 있어서 1인의 임원에게 가는 보수를 정확히 알 수 없다. 즉 임원보수내용과 스톡옵션, 그 외 주식형 보상이 별도의 공시서식으로 되어 있고, 특히 주식형 보상의 경우 개인별 부여, 지급 내역이 보수 한도 안에 포함되는지 정확한 기재가 되지 않는다는 문제가 있다.

41) 經濟産業省, 「コーポレート・ガバナンス改革における 株式報酬導入の意義と展望」, 2023.

미국, 일본, 독일 등 해외 주요국에서는 주식형 보상도 전체 임원 보수 안에 포함시키되, 이미 발행된 주식으로 부여하는 보상과 앞으로 조건이 성취되면 신주로 부여될 보상으로 나누는 방식으로 전체 주식형 보상을 포함하고 있다. 또한 해당 주식의 부여될 당시의 가치를 환산하여 임원 보상 한도에 포함시키고 있다. 그러나 우리나라의 경우 스톡옵션과 RS 등 주식형 보상에 대해 법상 규율이 다른데, 이에 대해서 다양한 의견이 주장된다. 회사경영을 지배하는 주주와 그 관련자를 배제하는 취지는 스톡옵션의 남용을 막기 위한 것인데, 경영자에게 주주가치를 존중할 인센티브를 준다는 스톡옵션의 취지에 비추어 이들을 배제하는 것이 옳은 것인지에 대해 의문을 제기하는 의견도 있다.⁴²⁾ 주식매수선택권과 관련하여 지배주주에게 배정을 금지하는 것이 아니라 상한을 두어 주주를 보호하고, 기업의 상황에 따라 다양한 성과연동형 보수 가운데 적절하게 선택하거나 혼합하여 구성하도록 하는 방안을 제한하는 견해도 있다.⁴³⁾ 한편 RS의 경우에도 대주주에게 부여하는 것은 제한하는 입법을 하자는 주장이 있다. 이는 기업승계에 악용될 수 있다는 우려를 종식시키기 위해 양도제한조건부 주식을 대주주와 특수관계인에게 부여하는 것은 제한되어야 한다는 견해이다.⁴⁴⁾ 지배주주에게 부여시 등기이사를 불문하고 주주총회 개별 의결 대상이 되도록 하고 주식의 부여 수량 및, 전체 발행주식수에서 차지하는 비율과 가득조건으로 설정된 성과조건 등의 상세한 내용을 사전에 통지하도록 하자는 견해,⁴⁵⁾ 대주주에게 부여하는 것은 허용하더라도 발행주식총수의 10% 이내로 설정하도록 법을 개정해야 한다는 견해도 있다.⁴⁶⁾

이와 관련하여 스톡옵션과 RS 등 주식보상을 장기적으로는 하나의 규율로 하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 스톡옵션 역시 자기주식으로 교부될 수 있고 RS도 자기주식을 활용한다는 측면에서 같으므로, 스톡옵션만 대주주에게 부여를 제한하는 것은 규제의 정합성이 맞지 않기 때문이다. 스톡옵션 역시 대주주에게 부여될 수 있도록 하되, 대주주에게 부여되는 주식 보상에 대한 주주의 견제가 가능하도록 하는 방향으로 제도를 개선하는 것이다. 신주발행형의 경우 스톡옵션과 같은 규제를 하되, 자기주식교부형에 대해서는 주주총회 승인에 포함하고 취득 및 처분에 대한 공시 규제도 같음하도록 하는 방안이다. 주주총회에서는 주식의 상한과 현재가치에 대하여 승인을 받도록 하되, 등기임원이 아닌 최대주주나 특수관계인에 대한 주식부여의 경우에도 주식의 상한과 현재가치에 대하여 승인하도록 하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 소유집중도가 높은 우리나라에서 대주주에게 주식이 부여될 경우 기업지배구조의 왜곡이 있을 수 있다는 관점에서, 대주주에게 부여되는 주식보상은 주주들이 정확히 알고 승인할 수 있어야 한다는 점을 고려해야 한다.

더불어 스톡옵션이나 RS 등 주식보상도 이사의 보수한도에 포함되어야 하고, 부여계약시 이미 회사재산의 유출규모는 확정적이므로 그 시점에서의 보수의 한도와 자기주식의 가액을 기준으로 이루어져야 한다.⁴⁷⁾ 부여계약체결 전에 주주들에게 주요내용을 알리고 승인을 받는 것이 바람직

42) 김건식 외 2인, 「회사법(제6판)」, 박영사, 2022, 475쪽.

43) 문병순·권재현, “지배주주의 주식매수선택권 금지에 관한 소고”, 「상사법연구」 제38권 제3호(한국상사법학회, 2019), 312~316쪽.

44) 김정은, “양도제한조건부 주식제도의 도입과 활성화를 위한 제언”, 「상사법연구」 제42권 제4호(한국상사법학회, 2024), 161쪽.

45) 이나래, “지배주주 일가인 이사 또는 경영진에 대한 양도제한조건부 주식 부여의 절차적 통제 강화”, 「경제법연구」 제23권 제2호(한국경제법학회, 2024), 74-75쪽.

46) 안태준, “주식회사 임원에 대한 주식연계 보상수단으로서의 양도제한조건부 주식에 관한 연구”, 「선진상사법률연구」 제107호(법무부, 2024), 36쪽.

하므로, 주식의 지급 기준과 산식을 명확히 알리고 승인을 받도록 한다.⁴⁸⁾ 또한 주식형 보상 관련 조건과 부여 당시 가치까지 모두 포함하여 공시하도록 하는 것이 필요하다. 개별 회사들이 구체적인 경영상황에 따라 최적화된 주식연계형 보수형태를 자율적으로 설계해서 활용할 수 있도록 제도적으로 보장하고, 공시제도를 활용하여 견제와 감시가 이루어지도록 하여야 한다.⁴⁹⁾ 앞서도 언급한 바와 같이 우리나라의 경우 임원의 보수 내용에 대한 공시, 주식형 보상의 종류별 공시가 별도로 이루어지고 있어, 1명이 어느 정도의 보수를 받는지 알 수 없으므로 주식 보상을 포함하여 종합적 공시가 이루어지도록 하여야 한다. 특히 주식형 보상의 경우 현재 공시서식이 제공되지 않아서 각 회사마다 다르게 공시하고 있는데, 이에 대한 통일적 양식이 제공되도록 하고 기재해야 할 내용에 대해 구체적인 가이드라인을 제공하는 것도 필요하다. 더불어 신주발행으로 이루어지는 주식보상에 대해서는 법상 규율이 있는 반면 자기주식의 처분으로 이루어지는 주식보상에 대해서는 공정성을 담보하기 위한 안전장치가 미흡하므로 이에 대한 보완이 필요하다. 자기주식 처분에 있어서도 신주의 제3자 배정과 유사한 경영상 목적, 주주들에 대한 사전 공시, 유지청구권, 무효의 소에 대한 규정을 함께 마련해야 한다.

IV. 나가며

주주총회는 주식회사 최고 의사결정기관이며, 사실상 주주들이 경영에 참여할 수 있는 유일한 통로이기도 하다. 그럼에도 실제 현실에서 주주총회는 형해화 되어 있다는 문제가 오래전부터 제기되어 왔고, 이를 개선하기 위한 법의 개정, 정부 정책 추진, 관련 연구도 꾸준히 이어져 왔다. 이에 대해 본 고에서는 다양한 이해관계자가 존재하는 상장회사 주주총회의 실무 현황을 통제로 보여주고, 이를 통해 기존에 논의되어 왔던 우리나라 주주총회 문제점에 대해 한번 더 강조하고 추가적으로 개선하고자 하는 바를 제안하였다.

우리나라의 경우 지배주주를 포함한 특수관계인의 지분이 상당수를 차지하고 있어, 특별한 이슈가 없는 주주총회에서는 이사회가 제안한 안건이 통과되는데 큰 문제가 되지 않았다. 그러나 최근 개인투자자 수의 급증 및 의결권 위임을 위한 플랫폼 등장, 행동주의펀드의 적극적 활동으로 주주총회에도 조금씩 변화가 찾아오고 있다. 2022년, 2023년 행동주의펀드의 주주제안으로 감사위원회 위원이나 사외이사 선임되는 회사들이 나타났고, 2024년에는 사내이사까지 주주제안으로 선임되기도 하였다. 이러한 상황에서 진정한 주주권 강화는 주주총회의 변화를 통해 이루어낼 수 있다는 생각을 하게 된다. 배당, 임원보수, 이사회 관련 정보 등 주주총회 안건에 대한 구체적인 내용이 사전에 충실히 제공되고, 이를 바탕으로 주주들이 적극적으로 의결권을 행사하게 된다면 이사회 역시 일반주주들을 의식한 업무집행을 하게 될 것이다. 이사회 역시 자신들의 선임과

47) 이철송, “신중 성과급여성 양도제한조건부 자기주식양도의 법리분석”, 『증권법연구』 제25권 제1호(한국증권법학회, 2024), 206쪽.

48) 윤소연, “주식연계보상의 법적 쟁점”, 『상사법연구』 제42권 제2호(한국상사법학회, 2023), 83쪽; 문상일, “RSU의 인센티브 보수로서의 실효성 제고방안”, 『경제법연구』 제23권 제2호(한국경제법학회, 2024), 37쪽.

49) 문상일, 앞의 논문(2024), 42쪽.

보수를 결정하고 영향을 줄 수 있는 주체가 누구인가에 따라 행동하게 마련일 것이다.

이를 위해서는 본 고에서 제안한 제도 개선이 뒷받침 되어야 한다. 주주총회 소집통지 시기, 사업보고서/감사보고서 공시시기 등 법에서 정한 최소한의 기준에 따라 회사들의 실무 관행이 형성되어 오고 있음이 통계를 통해 보여지기 때문이다. 본 고에서 주장한 바가 '정답'은 아닐 수 있으나, 주주총회의 '내실화'에 기여할 수 있을 것이고 주주권 강화 방안 중 하나가 될 것으로 기대한다.

【 토론문 】

우리나라 상장회사의 주주총회 관련 실무 현황과 주주권 강화를 위한 제도 개선 과제에 대한 토론문

박인호*

1. 발표문은 주주총회의 개최일의 집중, 사업보고서 및 감사보고서의 늦은 제출 시기에 따른 정보 부재로 인한 실질적 주주권 행사의 곤란과 배당에 대한 주주제안의 곤란 등 문제점과 임원보수의 결정상 주주총회의 권한 행사 방식의 문제점 등 주주의 이해관계에 영향을 미치는 제도의 문제점을 잘 지적하고 주주총회를 활성화하고 실질적으로 주주권을 강화할 수 있는 방안을 잘 제시하고 있어서 토론을 준비하면서 주주총회를 통한 주주권의 실질적인 강화 방안에 대해 더욱 심도있게 이해할 수 있는 좋은 기회를 얻었습니다.

주주제안권과 주주총회를 통한 주주권 강화의 사례는 주주총회 관련 제도 개선의 필요성에 대해 직접적으로 느낄 수 있게 해주었고 또한 우리나라 상장회사의 주주총회와 관련한 구체적인 통계분석은 평소 파악하지 못했던 주주총회 등 운용현황에 대해 파악할 수 있는 자료로서 상당히 흥미로웠으며, 주주총회 운용의 실태와 개선의 필요성을 이해하는데 많은 도움이 되었습니다.

2. 주주총회 개최일 집중의 문제점과 관련하여

주주총회일의 집중 문제는 주주권의 실질적 행사를 곤란하게 하므로 오래전부터 그 문제점이 지적되어 왔습니다. 그 문제를 해소하기 위해 도입된 주주총회분산 자율준수프로그램과 상장협의회가 사전 발표한 주주총회 집중일에 주주총회를 개최하려면 그 사유를 신고하도록 하는 주주총회개회사유신고의무제도는 형식적 신고만 하면 그 개최에 따른 불이익이 없고 자율준수에 따른 인센티브는 기업에 대한 유인책이 될 수 없어서 그 실효성을 거두지 못하고 있습니다.

기업들은 집중일 개최 신고 사유로 외감법에 따른 재무제표의 작성 및 주총 1주전 감사보고서 제출 등 사유를 주로 들고 있는데, 회사에 민감한 이슈가 있는 경우 일부러 슈퍼주총개최일에 주총을 개최하여 다른 회사의 뉴스에 묻히기를 의도하는 경우도 많은 등 오히려 역효과를 내고 있어 개선이 필요하다고 봅니다. 정관에 정하도록 한 주주총회일을 강제하는 것은 사적자치의 관점에서 바람직하지 못하므로 결국 불이익을 부과하거나 유인이 될만한 실효적인 인센티브를 주는 방안 정도를 고려해야 할 것 같습니다.

한편, 주주총회일을 강제할 수 없으므로 집중개최에 따른 문제점의 보완책으로 발표자께서

* 전남대학교 법학전문대학원 교수

제안하신 주주총회 소집통지를 3주 전으로 앞당기는 것과 사업보고서와 감사보고서의 제출 시한을 총회 2주 전으로 앞당기는 것은 주주총회의 준비를 위해 필요한 시간을 제공하여 실질적 의결권 행사가 가능하도록 보완하는 점에서 부득이한 선택이 될 수 있을 것이라고 생각합니다.

한편, 첨언하면 상법은 기준일을 3월 이내로 제한하고 있어서 결산기의 주주에게 배당하기 위해서는 배당기준일을 12월로 정하게 되면 3월에 정기주총을 개최해야 하는 점에서 3월 주총을 유발하는 요인이 되고 있어서 정기주총의 분산을 위해서는 기준일 3월 제한의 개선이 필요하다고 봅니다.

3. 이익배당과 관련하여

이익배당에 관한 적정한 결정과 주주제안을 위해서는 주주총회일 6주전 이사회가 재무제표 등 자료를 감사에게 송부할 때 배당 관련 내용을 공시하도록 하여야 한다는 발표자의 제안에 전적으로 동의합니다.

첨언하면, 주주제안을 총회 6주 전에 하도록 하고 있는데, 주주총회 소집 전 1주 내지 2주 정도면 이사회가 검토가 가능하고 주주총회 소집 절차를 이행할 수 있을 것으로 생각합니다. 그렇다면 또 하나의 보완책으로서 주주제안은 주총 3주 전 내지 4주 전까지 가능한 것으로 개정하는 방안도 고려할 수 있을 것 같습니다.

4. 임원 보수에 대한 결정권

1) 결정 권한 확대

임원 보수에 대해 주주가 실질적 권한을 행사한다면 경영권에 대한 적절한 통제 장치로 기능할 수 있을 것으로 봅니다. 특별이해관계인으로서 주주인 이사의 결의 참여를 방지하여야 할 필요성과 그 방안, 사업보고서와 감사보고서의 공시 시기 조정 등에 대해서는 전적으로 동감합니다.

다만, 발표자께서는 보수결정에 대한 주주총회의 구체적 표결권의 필요성에 부정적으로 언급하였는데, 영국의 Say on Pay 제도의 도입을 고려할 필요가 있다는 의견은 보수에 대한 이사회 결정에 대해 그 타당성 여부를 사후적으로 검토함으로써 구체적인 보수결정에 대한 사후통제가 가능해지는 점과 임원 보수 결정에 대해 주주총회의 표결을 의무화하는 국가가 다수 있는 점에서 이사회 위임에 따른 문제점을 보완할 수 방안의 하나로서 경청할 만하다고 봅니다.

한편, 보수위원회와 관련하여는 현행과 같이 주주총회에서 총액만을 정하는 경우라면 충분히 논의가 가능한 방안이지만, 주주총회에서 구체적 결정권한을 가지거나 보수 산정기준을 제시하는 것으로 개선이 이루어진다면 다시 보수위원회를 둘 필요가 있는지에 대해서는 의문이

됩니다.

2) 주식 보상

벤처기업이 아닌 기업의 경우 자기주식의 처분은 이사회 결의로 할 수 있는 것으로 정하고 있어서 RS 또는 RSU(성과조건부주식 또는 양도제한부주식)의 경우 이를 이사회 결의로 정할 수 있는 것으로 소개되고 있습니다. 그러나 자기주식을 소각하지 않고 특정 주주에게 양도하는 경우에는 주주평등의 원칙을 고려할 필요가 있으므로 벤처기업법과 마찬가지로 이사회 결의가 아닌 주주총회를 통해 주주의 의사가 고려되도록 할 필요가 있다고 봅니다. 아울러 벤처기업이 아닌 기업의 경우 자기주식은 배당가능이익으로 취득하는 점에서 소각하지 않고 특정 이사에 무상 지급하는 것은 주주에게 귀속될 배당이익을 이사에 이전하는 것인 점에서 주주총회의 결의를 거치도록 하고 그 교부를 허용하더라도 보수의 총액에 포함시켜 그 범위 내로 제한할 필요가 있다고 봅니다.

발표자께서는 주주총회의 승인을 통해 대주주에게 주식보상을 허용할 필요가 있다는 입장으로 이해되는데, 자기주식을 특정 주주에게 배분하는 것은 지분율의 변동을 초래하고, 특히 지배주주에게 교부하는 것은 지배주주의 경영권 승계 목적으로 이용될 소지가 크므로 신중할 필요가 있다고 봅니다.

5. 주주권 행사 보장을 위해 전자투표제의 활성화를 고려할 필요가 있습니다. 다만, 단기투자자에 대한 유인책이 되지 못한다는 한계가 있으므로 소수주주들이 주주대표를 선임하여 의결권 행사를 위임하는 대표주주제의 도입도 고려할만하다고 생각합니다.

6. 질문 사항

- 1) 임원 보수에 대한 규제에 있어서 주주총회의 구체적 결정권한 행사 방식과 보수위원회 제도의 의무화를 언급하였는데, 양자의 병행 필요성에 대해 언급한 것인지 아니면 보완적 관계로 언급한 것인지?

양자 중 하나를 선택해야 한다면 어느 제도가 보다 효과적이라고 생각하는지가 궁금합니다.

- 2) 스톡옵션과 주식보상이 대주주에게 부여될 수 있도록 하되, 주주의 견제가 가능하도록 하는 방향의 개선이 필요하다고 하였는데, 스톡옵션은 노력과 기여에 상당한 급여를 보장하기 어려운 상황에서 향후 기업이 성장하였을 때 얻게 될 기대소득을 제공함으로써 회사의 성장을 유도하고 유능한 인력을 유치하기 위한 기능을 하기 위해 도입한 제도이고, RS 역시 중소벤처기업을 육성하기 위한 임직원의 동기부여 및 소송감 증대를 위한 것으로 마련된 것으로 보이는데 이를 대주주에게 부여하는 것이 그 취지에 맞는지에 대한 의문이 듭니다. 이에 대한 발표자의 고견을 듣고자 합니다.

[제3세션]

최근 주주간 분쟁사례와 법적 쟁점

- 발 표 : 김태진 교수(고려대)
- 사 회 : 김재두 교수(계명대)
- 토 론 : 김동민 교수(상명대), 백승동 변호사(김장 법률사무소)

최근 주주간 분쟁 사례 분석

- 유형별 주요 법적 쟁점을 중심으로 -

고려대학교 법학전문대학원 교수 김태진

목차

- I. 검토배경
- II. 최근 주주간 분쟁의 개요
- III. 기관투자자와 기존 경영진의 대립
- IV. 친족간 경영권 분쟁
- V. 기타 주주간분쟁
- VI. 결론



I. 검토 배경

- 한국 사회의 사회적 갈등 심화 (노사, 지역, 세대, 성별, 계층 등 다양한 형태의 갈등이 구조적으로 확산)
- 법은 사회적 갈등을 해소하는 수단이 되어야 함 (갈등을 증폭시키는 도구가 되어서는 안됨)
- 최근 주주간 분쟁의 주요 사례에 관한 분쟁 원인과 법적 쟁점 등을 분석하여 갈등해소에 도움을 주고자 함



연구 방법

- 데이터 출처: 국내 공시 자료, 언론자료, 법원 판결문, 글로벌 보고서(OECD 등)
- 분류 기준: 의결권 분쟁, 소액주주운동, 가족 경영권 분쟁
- 분석 방법: 사례 중심의 정성적 및 정량적 분석



II. 최근 주주간 분쟁의 개요

유형 1. 기관투자자와 지배주주 혹은 기존 경영진과의 대립

유형 2. 친족간 경영권 분쟁

기타 주주간 분쟁 중 소송으로 진행된 사례
(2024년 기준)



III. 기관투자자 vs 대주주 (경영진)

1. MBK파트너스와 고려아연 경영진과의 경영권 분쟁
(현재 진행중)

2. KCGI와 한진칼 경영권 분쟁

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요

✓ 1) 배경 및 주요 관계

• 영풍그룹:

장씨·최씨 가문이 공동 설립: 창업주 장병호, 최기호

• 장씨 가문 → 영풍 경영

최씨 가문 → 고려아연 경영

• 1990년 초 최기호 창업주 장남 (최창걸) 영풍지분매입

: 1996년 신사협정 체결 (2016년까지 유지)

• 2022년 최윤범 회장 취임, 신사협정 종료

→ **경영권 분쟁 본격화**

• 초기에는 영풍의 고려아연 지분율 31.02%, 최씨일가 지분율 15.35%였으나, 최윤범 회장, 자사주를 우호세력에게 처분하여 지분확보 (한화, LG화학 등): 고려아연 내 입지 **강화**

✓ 2) 경영권 분쟁의 흐름

🔥 영풍, 현대차그룹 등에 대한 제3자배정방식의 신주발행 무효의 소 제기 (2023)

<개요>

• 고려아연 → 현대차그룹과 합작법인(HMG글로벌) 대상으로 신주발행

• 영풍 → "현대차그룹은 정관상 요구되는 '외국 합작법인' 해당하지 않는 국내 계열사, 따라서 신주발행은 위법"

• 법원, 현대차그룹의 고려아연 지분 5% **처분 금지** 가처분

인용

🔦 현재 최종 판결 선고 전임.

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



✓ 2) 경영권 분쟁의 흐름

🔥 2024년: 공개매수 경쟁 (MBK·영풍 vs 고려아연)

• MBK·영풍 연합 → 공개매수 (최대 14.6% 추가 확보 계획)

- 초기 매수가: 주당 66만 원 → 75만 원 → 83만 원으로 상향

VS

• 고려아연 → 자사주 공개매수로 맞대응 (약 3조원대/한도6조)

영풍,

(1) 고려아연의 자기주식취득금지가처분 신청, 2024. 10. 2. 법원 기각결정,

(2) 고려아연의 자사주 공개매수 절차중지가처분 신청, 2024. 10. 21. 법원 기각결정

=> <배당가능이익 한도의 의미> 자기주식취득한도를 계산할 때 **회사가 적립한 임의준비금**을 공제해야 한다는 영풍 주장(586억원)을 받아들이지 않았으나, 이번 자기주식공개매수가 업무상 배임 혹은 이사의 충실의무, 선관주의의무 위반 여부는 본안에서 판단해야 한다고 하여 여지를 남겼음.

🔥 2025년 1월 17일: 국민연금 의결권 행사, 고려아연 임시주총(1/23) → 국민연금, 최윤범 회장 측 정관 변경안 찬성

🔥 2025년 1월 21일: 영풍의 **의안상정금지가처분** 일부 인용, 일부기각결정

🔥 2025년 1월 23일: SMC의 영풍 지분 매입 & 영풍의 고려아연 **의결권 제한**

• 고려아연 해외 손자회사 SMC → 영풍 지분 10.33% 매입

• 상법 제369조 제3항(상호주 의결권 제한) 적용 → 영풍의 고려아연 지분 25.42% 의결권 제한 (40.97% → 15.55%)

• 결과: 최윤범 회장 측 안건 **모두 가결**, 이사회 재편

(최 회장 측 18명, 영풍·MBK 측 1명)

🔥 2025년 1월 31일: 영풍, 1/23일 고려아연 **임시주총 효력정지 가처분** 신청

🔥 2025년 2월 3일: 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 **배임·공정거래법 위반** 혐의로 검찰 고발

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요

✓ 2) 경영권 분쟁의 흐름

- 🔥 2024년: 공개매수 경쟁 (MBK·영풍 vs 고려아연)
- MBK·영풍 연합 → 공개매수 (최대 14.6% 추가 확보 계획)
 - 초기 매수가: 주당 66만 원 → 75만 원 → 83만 원으로 상황 VS
- 고려아연 → 자사주 공개매수로 맞대응
 - 기업어음(CP) 발행하여 4000억원 마련
 - 공개매수 가격 83만 원 → 89만 원으로 상황
- 결과: MBK·영풍 39.83% 확보, 최윤범 회장 측 35% 확보
- 🔥 2024년: 유상증자 논란 & 금융감독원 개입
- 고려아연, 공개매수 이후
 - 2024. 10. 30. 2조5000억원 규모 유상증자 발표
 - (주당 67만원) ⇒ 2024.11.13. 주주 반발로 철회
- 금감원, 2025. 1.8. 고려아연이 공개매수 종료 전 유상증자 계획이 있었음에도 숨겼다고 보고 검찰에 사건 이첩

- 🔥 2024년 11월: 영풍, 최윤범회장 및 10인의 이사를 상대로 고가에 자기주식 공개매수결의하여 회사에 손해; **주주대표소송** 제기
- 🔥 2025년 1월: 국민연금 의결권 행사-고려아연 임시주총(1/23) → 국민연금, **최윤범 회장** 측 정관 변경안 찬성
- 🔥 2025년 1월 23일: SMC의 영풍 지분 매입 & 영풍의 고려아연 의결권 제한
 - 고려아연 해외 손자회사 SMC → 영풍 지분 10.33% 매입
 - 상법 제369조 제3항(상호주 의결권 제한) 적용 → 영풍의 고려아연 지분 25.42% 의결권 제한 (40.97% → 15.55%)
 - 결과: 최윤범 회장 측 안건 **모두 가결**, 이사회 재편 (최 회장 측 18명, 영풍·MBK 측 1명)
- 🔥 2025년 1월 31일: 영풍, 1/23일 고려아연 임시주총 효력정지 가처분 신청
- 🔥 2025년 2월 3일: 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 **배임·공정거래법** 위반 혐의로 검찰 고발

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요

✓ 2) 경영권 분쟁의 흐름

금감원,

- 고려아연 자사주 공개매수가 끝나기 전 유상증자 계획이 있음에도 불구하고 이를 제대로 공시하지 않았음을 들어
- 공개매수신고서 허위 기재 및 자본시장법 제178조에 의해 금지되는 사기적 부정거래에 해당한다고 판단.

- 🔥 2024년: 유상증자 논란 & **금융감독원** 개입
- 고려아연, 공개매수 이후
 - 2024. 10. 30. 2조5000억원 규모 유상증자 발표
 - (주당 67만원) ⇒ 2024.11.13. 주주 반발로 철회
- 금감원, 2025. 1.8. 고려아연이 공개매수 종료 전 유상증자 계획이 있었음에도 숨겼다고 보고 검찰에 사건 이첩

- 🔥 2024년 11월: 영풍, 최윤범회장 및 10인의 이사를 상대로 고가에 자기주식 공개매수결의하여 회사에 손해; **주주대표소송** 제기
- 🔥 2025년 1월: 국민연금 의결권 행사-고려아연 임시주총(1/23) [안건: 집중투표제 도입, 이사 수 상한, 집행임원제도 도입, 주시액면 분할] → 국민연금(4.51%), **최윤범 회장** 측 정관변경안 찬성(1/17)
- 🔥 2025년 1월 23일: 고려아연SMC의 영풍 지분 매입 & 영풍의 고려아연 의결권 제한-고려아연 호주 손자회사 SMC → 최윤범회장 소유의 영풍 지분 10.33% 매입
 - 상법 제369조 제3항(상호주의결권 제한)적용 → 영풍의 고려아연 지분 25.42% 의결권 제한 (40.97% → 15.55%)
 - 결과: 최윤범 회장 측 안건 **모두 가결**, 이사회 재편 (최 회장 측 이사 (7인신규 포함) 18명, 영풍·MBK 측 1명)/
- 🔥 2025년 1월 31일: 영풍, 1/23일 고려아연 임시주총 효력정지 가처분 신청(2025카합20144)
- 🔥 2025년 2월 3일: 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 **배임·공정거래법** 위반혐의로 검찰 고발

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



1) 피보전권리: 이 사건 임시주주총회에서 이 사건 집중투표 이사선임 의안에 대한 결의가 이루어지더라도 위 결의가 상법 제376조 제1항에 따라 취소될 수 있거나, 상법 제380조에 따라 무효로 확인될 수 있으므로, 이 부분 신청의 피보전권리가 소명된다....
 2) 보전의 필요성: 이 사건 임시주주총회에서 이 사건 집중투표 이사선임 의안에 대한 결의가 이루어질 경우 결의취소의 소 또는 결의무효확인 소가 확정될 때까지 이 사건 집중투표이사선임 의안에 대한 결의로 선임된 이사의 지위와 관련하여 상당한 혼란이 계속될 것으로 보이는 점 등 기록과 심문 전체의 취지에 의하여 소명되는 여러 사정을 종합하여 보면, 주문 제1항과 같은 가처분을 명할 보전의 필요성도 소명된다.

기각하는 부분 관련해서,

“ 1) 채권자는 이 부분 신청의 피보전권리로 ‘주주권’을 내세우고 있다. 그러나 상법상 주주권 그 자체에 기초하여 회사에 대하여 특정한 행위를 하거나 하지 않도록 요구할 수 있는 권리가 도출된다고 보기는 어렵다. 특히 상법은 각종 소주주주권(가령 상법 제363조의2 주주제안권)에 대하여 행사요건, 행사방법 등에 관하여 자세히 규정하고 있는바, 이와 같은 명시적인 규정이 없음에도 불구하고 단지 주주라는 이유만으로 회사에 대하여 특정한 행위를 요구할 수는 없다고 봄이 타당하다.

2) 채권자는 이 부분의 신청의 피보전권리로 상법 제366조가 규정하고 있는 임시주주총회 소집청구권을 내세우고 있다. 그러나 상법 제366조 제2항에 따르면 주주총회소집청구를 한 주주는 법원의 허가를 받아 총회를 소집할 수 있을 뿐, 채권자가 상법 제366조에 따라 채무자에게 특정한 행위를 하거나 하지 않도록 요구할 수 있는 권리가 도출된다고 볼 수는 없다.”

🔥 2025년 1월: 국민연금 의결권 행사: 고려아연 임시주총(1/23)
 [안건: 집중투표제 도입, 이사 수 상한, 집행임원제도 도입, 주식액면 분할] → 국민연금(4.51%), 최윤범 회장 측 정관변경안 찬성(1/17)

🔥 2025년 1월 21일: 영풍의 **의안상정금지가처분** 신청에 대해

← 일부 인용, 일부기각 결정

🔥 2025년 1월 23일: 고려아연SMC의 영풍 지분 매입 & 영풍의 고려아연 의결권 제한- 고려아연 호주 손자회사 SMC → 최윤범회장 소유의 영풍 지분 **10.33%** 매입

- 상법 제369조 제3항(상호주의결권 제한)적용 → 영풍의 고려아연 지분 **25.42%** 의결권 제한 (**40.97% → 15.55%**)

- 결과: 최윤범 회장 측 안건 **모두 기각**, 이사회 재편

(최 회장 측 이사 (7인신규 포함) 18명, 영풍·MBK 측 1명)/

🔥 2025년 1월 31일: 영풍, 1/23일 고려아연 임시주총 효력정지 가처분 신청(2025카합20144)

🔥 2025년 2월 3일: 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 배임·공정거래법 위반혐의로 검찰고발

1. 고려아연 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



✓ 2) 경영권 분쟁의 흐름

🔥 2025. 2. 3.: 영풍, 1. 23.자 임시주총효력정지가처분사건과 최윤범 회장 및 경영진의 **직무집행정지 가처분신청** 병합 (2025카합20155)

🔥 2025. 2. 5.: 고려아연 이사회, 단기사채발행한도 1조원 승인
 단기차입금 3조5천억 원에서 4조5천억 원으로 증가

🔥 2025. 2. 6-7.: 고려아연, 자사주 처분

(2. 5.주요사항보고, 2. 10. 결과보고)

- 주당 79만원, 우리사주조합에 처분(무상출연: 4년간 의무예탁)

🔥 2025. 2. 11.: 영풍이 1. 24. 제기한 **임시주주총회 소집허가신청** 기각결정

🔥 2025.2.11.: 최윤범 회장, 1.84%지분(380,256주)을

사내근로복지기금에 2025. 3. 13.자 증여로 특정거래계획보고

* **고려아연 사외이사(성용락, 태평양 고문) 1인 자진사임 (2025. 24.)** 등기이사 총수 19명=> 18명, 사외이사 총수 14명 => 13명

매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경

※ 동 정보는 동사가 작성한 결산자료로서, 외부감사인의 감사결과 수치가 변경 될 수 있으므로 추후 「감사보고서 제출」 공시를 반드시 확인하여 주시기 바랍니다.

1. 재무제표의 종류	연결			
2. 매출액 또는 손익구조 변동내용 (단위:천원)	당해사업연도	직전사업연도	증감금액	증감비율(%)
- 매출액	12,082,770,437	9,704,521,343	2,378,249,094	24.5
- 영업이익	736,052,126	659,935,425	76,116,701	11.5
- 법인세비용차감전계속사업이익	319,283,373	728,073,261	-408,789,888	-56.1
- 당기순이익	215,531,119	533,378,688	-317,847,569	-59.6
- 대규모법인여부	해당			
3. 재무현황 (단위:천원)	당해사업연도	직전사업연도		
- 자산총계	14,874,507,123	12,046,071,312		
- 부채총계	7,284,245,494	2,404,068,443		
- 자본총계	7,590,261,629	9,642,002,869		
- 자본금	104,542,940	104,542,940		
- 자본총계/자본금 비율 (%)	7,260.4	9,223.0		
4. 매출액 또는 손익구조 변동 주요원인	1. 매출액 - 금속가격 및 환율 상승 - 신규 중속회사 편입 2. 당기순이익 - 환율 상승으로 인한 외화환산손실 등			
5. 이사회결의일(결정일)	2025-02-05			

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 		
① 제3자 배정 유상증자와 신주발행무효의 소		
쟁점	영풍 측 주장	고려아연 측 주장
(1) 제3자배정 유상증자 경영상 목적 유무	<ul style="list-style-type: none"> 고려아연의 유상증자가 경영상 필요가 아닌 특정 세력(최윤범 회장)의 지분 강화를 위한 것. 현대차그룹과의 협력보다는 최 회장의 우호 지분 확보가 목적. 	<ul style="list-style-type: none"> 보스턴컨설팅그룹(BCG) 자문을 받아 친환경·신재생에너지·자원순환 사업 확장을 위해 진행한 것. 외부 자금 조달이 필요했으며, 현대차그룹과의 협력은 정당한 경영 전략.
(2) 정관 위반 여부	<ul style="list-style-type: none"> 고려아연 정관상 "외국의 합작법인"을 대상으로 해야 하는데, HMG글로벌은 국내 기업 계열사로 정관 위반. "합작법인"은 고려아연이 투자자로 참여한 법인을 의미하므로, 현대차그룹 내 합작법인은 해당되지 않음. 	<ul style="list-style-type: none"> 2022년 한화H2에너지 USA 대상 유상증자 시 영풍이 문제 삼지 않았음 → 기존 선례 존재.
법원의 판단	<ul style="list-style-type: none"> 영풍, 현대차그룹의 고려아연 지분(5%) 처분 금지 가처분 신청 - 인용 신주발행무효의 소는 현재 진행 중 	

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 		
② 공개매수기간 중 특별관계자에 의한 자기주식 취득 금지 해당 여부		
쟁점	영풍 측 주장	고려아연 측 주장
자본시장법 제140조 위반 여부	<ul style="list-style-type: none"> 최윤범 회장이 자본시장법상 "특별관계자"에 해당하여, 공개매수 기간 중 주식 매입은 불법. 	<p>최 회장은 특별관계자 관계를 해소했으며, 주식 매입 행위에 법적 문제 없음.</p>
<p>*자본시장법 제140조 (공개매수에 의하지 아니한 매수등의 금지) 공개매수자(특별 관계자 포함)는 공개매수공고일부터 그 매수기간이 종료하는 날까지 그 주식등을 공개매수에 의하지 아니하고는 매수등을 하지 못한다.</p>		
법원의 판단	<ul style="list-style-type: none"> 고려아연과 영풍이 공동취득·공동처분·의결권 공동행사 등의 합의가 없다고 판단 최윤범 회장은 자본시장법상 특별관계자로 단정할 수 없음 → 공개매수 제한 규정 위반 아님 영풍의 가처분 신청 기각 	



1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



③ 자사주 공개매수 절차 중지 가치분 신청

쟁점	영풍 측 주장	고려아연 측 주장	재판부 판단
(1) 업무상 배임 여부	<ul style="list-style-type: none"> 자기주식 공개매수는 최윤범 회장의 개인적 이익을 위한 것. 주당 89만 원으로 공개매수를 진행하는 것은 시가보다 지나치게 높으며, 1조 3000억 원의 손해와 3조 원의 부채를 초래. 이사의 충실의무 및 선관주의 의무 위반으로 업무상 배임에 해당한다고 주장. 	<ul style="list-style-type: none"> 공개매수 가격이 실질 가치보다 높다고 단정할 수 없음 매입한 자사주는 전량 소각 예정이므로, 이사의 직무 위배로 볼 수 없다고 주장. 	<ul style="list-style-type: none"> 배당가능이익의 한도 내 자사주 매입은 자본충실 원칙에 위배되지 않음. 시가보다 높은 가격으로 공개매수를 진행했다고 해서 업무상 배임으로 단정할 수 없음. 본안에서 추가적인 심리가 필요하므로 가치분 신청 기각.
(2) 주주 평등 원칙 위반 여부	<ul style="list-style-type: none"> 영풍은 공개매수 관련 경쟁 당사자로 고려아연 측 공개매수에 응할 수 없음. 최대주주(영풍)를 의도적으로 배제하는 것이므로 주주평등 원칙에 반한다고 주장. 	<ul style="list-style-type: none"> 자사주 공개매수는 외부 세력의 적대적 M&A를 방어하고 기업 가치를 보호하기 위한 조치. 모든 주주에게 동등한 조건으로 공개매수 기회를 부여했음. 	<ul style="list-style-type: none"> 자사주 공개매수 가격이 시가보다 높더라도, 자본시장법에 따른 공개매수 절차 준수. 모든 주주에게 동등한 기회를 제공했으므로 주주평등 원칙 위반이 아님. 가치분 신청 기각.

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



④ 1/23일 고려아연 임시주총 결의의 효력 유무 - "의결권"

쟁점	영풍 측 주장	고려아연 측 주장	쟁점
상법 제369조 제3항의 적용범위	<ul style="list-style-type: none"> 외국 회사에 관한 준용규정(상법 제618조)에 상호주 의결권 제한 규정이 포함되지 않음 → 외국 회사에 적용 불가 최윤범 고려아연 회장이 경영권 방어를 위해 기습적으로 상호주 구조를 형성하고, 이를 근거로 영풍의 의결권을 부당하게 제한함. 주주 의결권은 주주권의 본질적인 권리이며, 주주평등 원칙의 예외로서 의결권을 제한하는 규정은 문언 해석에 충실하고 엄격하게 적용해야 함. 	<ul style="list-style-type: none"> 외국 회사 규정은 국내에서 영업하는 외국회사의 국내 활동을 규제·감독하기 위한 것→ 본 사건과 무관함. 따라서 '상호주 규제' 조항 중 자회사에 해외 회사가 포함되는지 여부와 관계 없음 상호주 형성을 통한 경영권 방어는 대법원 판례에서 적법하고 정당한 수단으로 인정된 바 있음. 대법원 판례에 따르면, 상법 제342조의 3의 취지는 상호주를 통한 경영권 방어를 인정하는 것이므로, 이를 근거로 의결권 제한이 가능함. 법무부 유권해석에 따르면, '회사'에는 외국 자회사도 포함될 수 있으며, 자기거래 제한(상법 제398조)에서도 외국 자회사가 적용 대상이 된다고 해석된 바 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 외국회사, 유한회사에 대해 상호주 의결권제한이 적용되는가?

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

④ 1/23일 고려아연 임시주총 결의 효력 정지 가처분 신청 - 상법 상 쟁점

✓ 핵심 쟁점

1. "다른 회사"에 외국 자회사, 유한회사 등이 포함되는지

2. 369조 3항의 입법 취지와 본 사건의 특수성

3. 법원의 개입 가능성

[법률 규정]

✓ 상법 제369조 3항 문언 해석

• "회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식 총수의 10%를 초과하여 보유한 경우, 그 다른 회사가 보유한 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다."

✓ 법무부 유권해석 및 학설

- **법무부 해석:**

- 상장회사의 사외이사 결격사유(상법 시행령 제34조 제5항 제3호)의 '다른 회사'에 외국회사 포함
- 상법 제398조 자기거래 제한: 모회사의 다른 자회사가 외국회사라도 해당 조항 적용

- **학설:**

- 자회사에 의한 모회사 주식 취득 금지는 모회사 지배구조 왜곡 방지 목적
- 해외 자회사라도 동일한 폐해 발생 가능 → 외국 자회사 포함 가능성 높음
- 일본 회사법: 해외 자회사도 주식회사로 간주, 명문 규정 존재

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

④ 1/23일 고려아연 임시주총회 결의의 효력 유무

✓ 핵심 쟁점

1. "다른 회사"에 외국 자회사가 포함되는지

2. 369조 3항의 입법 취지와 본 사건의 특수성

3. 주주평등 원칙과 법원의 개입 가능성

✓ 369조 3항의 입법 취지

- 경영권 보호: 상호출자를 통한 지배력 남용 방지
- 지배구조 왜곡 방지: 특정 세력의 과도한 지배력 확보차단
- 주주 간 공정한 지배권 행사 보장

✓ 본 사건의 특수성

- 일반적으로 자회사(SMC)가 '다른 회사'(영풍)의 주식을 취득하는 이유는 '의결권 행사'를 위한 것
- 이번 사건에서는 SMC가 영풍 주식을 취득한 목적이 '의결권을 행사하려는 것'이 아니라, 영풍의 의결권을 제한하려는 것
- 369조 3항이 본래 취지(지배력 확대 방지)와 반대로, 특정 주주의 의결권을 박탈하는 도구로 활용됨

• 369조 3항이 본래 의도한 보호 대상(의결권 행사 방어)이 아니라, 특정 주주의 의결권을 박탈하는 수단으로 활용됨. 법적으로 정당한지 주주권 남용에 해당하는지 여부가 문제될 수 있음



1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

④ 1/23일 고려아연 임시주총 결의 효력 유무

✓ 핵심 쟁점

1. "다른 회사"에 외국 자회사가 포함되는지
2. 369조 3항의 입법 취지와 본 사건의 특수성

3. 주주평등 원칙과 법원의 개입 가능성

✓ 주주평등 원칙 위반 가능성(?)

- 주주평등 원칙 의의 및 적용범위
- 이 사안에서는 SMC가 영풍의 주식을 매입함으로써 결국 영풍만 의결권 행사가 불가능
- 다른 주주들은 정상적으로 의결권 행사 → 영풍만 배제

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

⑤ 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 배임·공정거래법 위반 혐의로 검찰 고발- 배임죄 쟁점

영풍 측 주장	고려아연 측 주장
<p>✓ SMC를 동원하여 최윤범 회장의 경영권 방어 목적 달성</p> <ul style="list-style-type: none"> - 최 회장의 개인적 이익을 위해 SMC가 영풍 주식을 매입하는 과정에서 회사의 자금이 사용됨. - SMC의 투자 결정이 경영상 필요가 아닌, 고려아연의 지배권 강화를 위한 수단에 불과 <p>✓ 경영상 실익 없이 대규모 자금 유출</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMC는 영풍 주식 매수로 연평균 자본지출(CapEx) 투자액의 절반 이상 (약 575억 원)이 유출됨. - SMC의 본업과 관련된 사업적 이득 없이 이루어진 투자 <p>✓ 대법원 판례 근거</p> <ul style="list-style-type: none"> - 대법원은 자회사 등이 모기업 계열사가 본업과 무관한 주식을 매입하여, 경영상의 합리성이 없는 경우 업무상 배임죄가 성립할 수 있다고 판시한 바 있음. <p>✓ SMC 이사회 구성 변화 → 문제의식 사전 인지 가능성 제기</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMC 이사진 4명(최윤범, 마이클 최, 박기덕, 이승채) 중 최 회장과 마이클 최(최주원)가 1월 10일 사임. - 영풍·MBK 측은 배임 문제를 사전에 인지하고, 법적 책임을 피하기 위해 이사회에서 사임한 것으로 추정. 	<p>✓ 경영상의 합리적 판단에 따른 투자</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMC는 호주에서 독립적으로 사업을 운영하는 기업으로, 자기 계산에 의해 영풍 주식을 취득했다고 주장. - 이는 고려아연의 경영권 보호뿐만 아니라, MBK의 적대적 M&A 시도를 방어하고 사업 지속성을 확보하기 위한 조치였음. <p>✓ 이사회 승인 및 법적 절차 준수</p> <ul style="list-style-type: none"> - SMC는 이사회 결의를 통해 영풍 주식 매입을 결정하였으며, 합리적인 재무적·사업적 판단에 근거한 행위였음. - 단순한 지배구조 개편이 아니라, 주주 가치 보호를 위한 전략적 판단이었다고 주장.

1. 고려아연 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점	
<p>⑤ 영풍·MBK, 최윤범 회장 및 경영진 배임·공정거래법 위반 혐의로 검찰 고발- 공정거래법 위반 쟁점</p>	
영풍 측 주장	고려아연 측 주장
<p>✓ 공정거래법의 순환출자 금지 원칙 위반 - 공정거래법 제22조에 따르면, 상호출자제한기업집단에 속하는 국내 계열회사는 순환출자를 형성하는 계열출자를 할 수 없음. - 고려아연이 국내 규제를 회피하기 위해 해외 자회사(SMC)를 동원하여 영풍과의 순환출자 구조를 형성했다고 주장. - 이를 탈법행위로 간주하고 공정거래법 위반 혐의를 제기.</p> <p>✓ 공정거래법상 '탈법행위 금지' 위반 가능성 - 공정거래법 제36조(탈법행위의 금지)에 따라, 규제를 회피하기 위한 행위 자체가 위법일 수 있음. - MBK 측은 고려아연이 SMC를 이용하여 고려아연 지분을 우회적으로 취득한 것은 탈법적 순환출자라고 주장. - 특히, SMC가 독립적인 의사결정 없이 고려아연의 경영권 보호를 위한 도구로 활용되었다면, 이는 공정거래법 위반 행위라고 판단할 수 있음.</p>	<p>✓ 공정거래법상 규제 대상이 아님 - SMC는 호주법에 의해 설립된 해외 법인으로, 국내 공정거래법의 적용을 받지 않는다고 주장. - 공정거래법 제21조, 제22조에 따르면, 상호출자 및 순환출자 금지는 '국내 회사' 및 '국내 계열회사'에 적용됨. - 따라서, 호주회사인 SMC의 영풍 주식 취득은 국내 공정거래법의 규제 대상이 아니라고 반박.</p> <p>✓ 공정위 관계자도 순환출자 금지 대상이 아니라는 입장 - 공정위는 공정거래법 제22조의 적용 대상이 국내 계열회사로 한정된다고 해석.</p> <p>✓ 경영권 방어 목적이므로 탈법행위 아님 - SMC의 영풍 주식 취득은 적대적 M&A 방어 및 사업의 안정성을 유지하기 위한 정당한 조치. - 법령을 위반하거나 규제를 회피하려는 목적이 아니라, 합법적인 경영권 방어 수단이라는 입장.</p>

3. 한진칼 경영권 분쟁 -1) 사건 개요	
<p>1. 분쟁 배경</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2019년 조양호 전 한진그룹 회장 별세 후 장남 조원태 회장이 경영권 승계 • 2019년 12월 조현아 전 대한항공 부사장, 법률대리인 통해 조원태 회장을 공개 비판 • 핵심 주장: 상속인 간 실질적 합의 없이 주요 의사결정을 독단적으로 진행 • 경영 복구에 대해 논의 없었지만 합의된 것처럼 비쳐진 점 지적 • 2020년 3월 한진칼 주주총회 앞두고 경영권 갈등 본격화 	<p>2. 3자 연합 결성 및 경영권 분쟁 심화</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2020년 1월 행동주의 사모펀드 KCGI, 반도건설 계열사, 조현아 전 부사장 3자 연합 결성 조원태 회장에 도전, 한진칼 지분 확대 <li style="text-align: center;">VS - 조원태 회장 측 대응 • 어머니 이명희 전 일우재단 이사장, 동생 조현민 한진칼 사장과 연대 • 미국 델타항공 및 기타 우호 지분 확보 - 2020년 3월 주총 전 법적 다툼 • 반도건설 계열사, 한진칼 지분(8.2%) 의결권 행사 허용 가처분 신청 → 법원 기각 • KCGI, 대한항공 자가보합 및 사우회의 의결권 행사 금지 소송 → 법원 기각



2. 한진칼 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



3. 주주총회 결과 및 산업은행 개입

- 2020년 3월 27일 주주총회
 - 조원태 회장 사내이사 연임 찬성 56.67%로 가결
 - 3자 연합 추천 사내이사 후보 전원 **부결**
- 주총 후 3자 연합 추가 지분 확대(45.23%)
 - 조원태 측 우호 지분(41.4%)을 앞서며 경영권 압박 지속
- 2020년 11월 산업은행 개입 → 판세 **변화**
 - 대한항공·아시아나항공 통합 추진 목적
 - 한진칼에 5,000억 원 신주발행 + 3,000억 원 교환사채로 자금 투입
 - 한진칼 지분 10.7% 확보 → **조원태** 측 지원
- 3자 연합, 신주발행금지 가처분 신청 → 법원 **기각**

4. 경영권 분쟁 종결

- 2021년 3자 연합 공동보유 계약 종료 → 공식 해체
- 조원태 회장 체제 확립 → 한진칼 경영권 분쟁 마무리

2. 한진칼 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



① 반도체설 계열사가 취득한 한진칼 주식의 의결권 행사 허용을 요청하는 가처분

쟁점	한진그룹 측 주장	반도체설 측 주장
<ul style="list-style-type: none"> • 반도체설의 주식 보유 목적 변경 공시의 적법성 	<ul style="list-style-type: none"> • 반도체설이 2019년 말부터 경영 참여 시도 • 2020년 1월 10일 '투자 목적' → '경영 참여 목적' 변경 공시는 허위 • 공시 변경 전부터 경영 참여 의사가 있었으므로, 공시 의무 위반 • 자본시장법에 따라 5% 초과 지분 의결권 제한 (8.2% → 5%) 	<ul style="list-style-type: none"> • 주식 보유 목적 변경은 법령에 따른 적법한 절차 • 주주연합 측 의결권 제한을 방어하기 위한 법적 조치 • 가처분 신청을 통해 의결권 행사 허용 요청

법원의 판단

- 반도체설의 공시 의무 위반 **인정** → 일부 의결권 **제한**(8.2% → 5%)
- 의결권 행사 허용 가처분 신청 **기각**

2. 한진칼 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

② 대한항공 자가보험과 사우회가 보유한 한진칼 주식의 의결권 행사 금지 가처분 신청

쟁점	3자 연합 측 주장	대한항공 측 주장
대한항공 자가보험·사우회의 특수관계인 여부	<ul style="list-style-type: none"> 대한항공 자가보험·사우회 (한진칼 주식 3.8% 보유) 사실상 조원태 회장의 영향력 아래 있는 특수관계인 의결권 공동 행사 가능성이 높아, 의결권 제한 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 임직원이 전자투표를 통해 개별적으로 의결권 행사 조원태 회장이 직접적 영향력을 행사할 근거 부족

법원의 판단

- 특수관계인 해당 여부 소명 부족 → 가처분 신청 **기각**
- 자가보험·사우회의 의결권 행사 **가능**

2. 한진칼 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점 

③ KCGI가 제기한 신주발행금지 가처분

쟁점	3자 연합 측 주장	대한항공 측 주장
한진칼 신주발행의 정당성	<ul style="list-style-type: none"> 산업은행의 한진칼 신주 5,000억 원 배정은 경영권 방어 목적 주주의 신주인수권 침해 신주발행금지 가처분 신청 제기 	<ul style="list-style-type: none"> 대한항공·아시아나항공 통합 추진을 위한 자금 조달 신주발행은 경영상 필요에 따른 정당한 조치

법원의 판단

- 경영권 방어 목적 인정 어려움 → 가처분 신청 **기각**
- 아시아나항공 인수를 위한 사업상 **중요한** 자본제휴 인정
- 산업은행의 투자 **정당성** 인정



IV. 친족간 경영권 분쟁

1. 한미약품 (모녀 vs 형제) 경영권 분쟁

2. 크린랩 경영권 분쟁

3.

1. 한미약품 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



✓ 경영권 분쟁의 배경

- 2020년 8월, 임성기 한미약품 창업주 별세
- 약 5,400억 원 규모의 상속세 부담 발생
- 상속세 해결 방안을 두고

모녀(송영숙·임주현) vs 형제(임종윤·임종훈) 간 갈등

✓ 경영권 분쟁 전개

- ① 2024년 1월
 - 모녀 측: OCI그룹과의 통합 추진
 - 형제 측: 외부 투자 유치 주장
 - ❖ 한미사이언스 주총에서 형제 측 승리
→ OCI와의 통합 무산

② 2024년 3월~7월

- 신동국(한양정밀 회장)이 모녀 측과 연합(3자 연합) 결성
- 3자 연합 지분율 **48.19%**
→ 형제 측(29.07%)보다 우위 확보!
- 3자 연합, 임시주총 소집 요구 → 법원 허가 신청

③ 2024년 10월~11월

- 한미사이언스, 한미약품 임시주총 소집 허가 신청
- 형제 측, 모녀 측과 관련 인물들 **배임·업무방해** 혐의로 고발
- ❖ 11월 28일 임시 주총
 - 이사회 인원 확대 안건 부결
 - 신동국 회장 이사 선임 → 이사회 5:5 균형

3. 한미약품 경영권 분쟁 -1) 사건 개요



④ 2024년 12월 19일

• 한미약품 임시주총:

- 형제 측이 제안한 박재현 대표 해임안 부결
- 4인 연합(신동국·송영숙·임주현·라데팜스) 측 경영권 유지

❖ 경영권 분쟁 종식 (2024년 12월 26일)

- ✓ 4인 연합, 임종윤 주주의 지분 5% 매입 (1265억 원)
- ✓ 경영권 안정화 & 지속가능한 전문경영 체제 합의
- ✓ 상호 제기한 모든 민형사상 **고소·고발 취하**

★ **경영권 분쟁 공식 종료**

3. 한미약품 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



✓ 법적 쟁점 개요

- 4인 연합과 형제 측(임종윤)이 민·형사상 고소·고발을 취하: 법원의 판결 등 공식적인 판단을 받은 바 없음
- 단 경영권 분쟁 과정에서 다수의 법적 공방 발생

▶ 주요 법적 쟁점

① **한성준 대표의 송영숙 회장·박재현 대표 배임 혐의 고발**

➢ 내용

- 한미약품이 **이사회 승인 없이** 송영숙 회장이 운영하는 가현문화재단에 3년간 120억 원 기부
- **주주 이익 침해 가능성** 및 주주총회 의결에 **부당한** 영향력 행사 주장

➢ 쟁점

- 기부금이 회사와 주주에게 실질적 손해를 끼쳤는가?
- 재단 지원이 특정인의 사익을 위한 부당한 영향력 행사로 볼 수 있는가?



3. 한미약품 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



📌 주요 법적 쟁점

② 3인 연합(모녀 측)과 의결권 권유 업체의 '위계에 의한 업무방해' 혐의

➤ 내용

• 형제 측(임종훈 대표)이 3인 연합(송영숙·임주현·신동국)과 의결권 대행 업체가 **위계**를 사용하여 업무방해를 저질렀다고 고소

➤ 쟁점

- 의결권 행사 과정에서 부정한 방법(허위 정보 제공 등)이 사용되었는가?
- 의결권 대리행사 권유 행위가 법적으로 업무방해에 해당하는가?

3. 한미약품 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점



📌 주요 법적 쟁점

③ 박재현 한미약품 대표·그룹 임원·사모펀드 대표 배임 및 횡령 혐의

➤ 내용

• 형제 측(한미사이언스)이 "경영권 분쟁과 별개로 **법인 자금 유출** 및 **외부 세력과의 결탁**으로 **배임**이 발생했다"며 고발

➤ 쟁점

- 경영권 방어 및 분쟁 과정에서 회사 자금이 부당하게 사용되었는가?
- 횡령 및 배임 행위가 입증될 수 있는가?

💡 결론

- 고소·고발이 모두 취하되면서 법적 판결은 존재하지 않음
- 하지만 경영권 분쟁 과정에서 다양한 법적 공방이 오갔으며, 배임·횡령·업무방해 등 쟁점이 제기된 바 있음

4. 크린랩 경영권 분쟁 -1) 사건 개요

<p>1. 기업 배경 및 분쟁 발단</p> <ul style="list-style-type: none"> • 크린랩은 1981년 전병수 회장이 설립한 식품 포장용품 제조업체로, 비닐랩·비닐장갑·지퍼백 등을 생산하는 중견기업. • 2006년 전병수 회장이 장남 전기영에게 대표이사직을 맡기며 경영을 위임했으나, 이후 부자 간의 갈등으로 경영권 분쟁 발생. <p>2. 분쟁의 핵심</p> <ul style="list-style-type: none"> • 쟁점: 전 회장이 장남에게 주식 21만 주를 증여했다는 주식증여계약서의 진위 여부. • 장남: 계약서를 근거로 자신이 주식 소유자라고 주장. • 전병수 회장: 계약서는 위조되었으며, 장남이 정당한 주주가 아니라는 입장. <p style="text-align: center; color: red; font-weight: bold;">VS</p> <p>3. 법적 공방</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2019년 전병수 회장이 장남을 상대로 주식 소유권 소송 제기 	<ul style="list-style-type: none"> • 2020년 전 회장 사망 후, 차남 전기수와 소송수계인 A씨가 소송 참여 • 장남: 전 회장이 2017년 알츠하이머성 치매 진단을 받았으며, 유언공정증서는 무효라고 주장. • 법원: 전 회장의 의사 능력이 존재했다고 인정하고, 차남 전기수의 주식 소유권을 인정. <ul style="list-style-type: none"> • 1심(2022년): 차남 승소 → 차남 전기수, 크린랩 대표이사 취임(2022년 9월). • 2심(2024년): 장남 승소 • 대법원(2024년 3월): 2심 판결 유지 → 장남이 최종 승소. <p>4. 경영권 변화 및 회생 신청</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2024년 4월 4일: 차남 전기수 대표이사 체제에서 서울회생법원에 기업회생 절차 신청(매출 1700억 원 기록에도 불구하고, 이례적 신청). • 2024년 5월: 차남 전기수 대표 사임 → 전병수 회장의 조카 승문수 대표 취임. • 2024년 6월 14일: 회생 신청 취하(서울회생법원 허가).
--	---

4. 크린랩 경영권 분쟁 -2) 법적 쟁점

- ① **주주명부 등재의 법적 효력**
 - 항소심에서는 **장남이 주주명부에 등재되어 있다는 점**이 중요한 판단 근거가 되었음
 - 대법원 판례(대법원 2017. 3. 23. 선고 2015다238342 전원합의체판결)에 따라, **주주명부에 등재된 자(명의주주)가 회사에 대하여 주주권을 행사할 수 있음. 이 사안에서 장남이 주식 소유권을 주장할 수 있는 법적 근거가 됨.**
 - 또한, **계약서 서명이 자필이 아니라는 장남 측 주장이 일관성이 부족하다는 점도** 고려되어, **주식 소유권이 장남에게 있다고 판결.**
- ② **주식증여계약서의 위조 논란**
 - 차남과 전병수 회장 측은 장남이 제시한 **주식증여계약서가 위조되었다고 주장하며 소송을 제기했다.**
 - 장남은 해당 계약서가 **유효하며, 본인의 주식 소유권을 인정해야 한다고 주장했다.**
 - 1심에서는 **주식증여계약서의 위조 가능성을 인정**하고 차남 측의 손을 들어주었으나, 항소심에서는 **계약서의 신빙성을 인정**하여 장남이 승소했다.
 - 2024년 3월 대법원은 **항소심 판결을 유지하며 장남의 주식 소유권을 확정했다.**
- ③ **기업회생 절차와 경영권 분쟁**
 - 차남이 대표이사로 있던 크린랩은 **대법원 판결 직후인 2024년 4월, 기업회생 절차를 신청했다.**
 - **기업회생 절차 개시 시, 주주의 권한이 제한되며, 법원이 선임한 관리인이 회사 운영을 담당하게 된다.**
 - 이 과정에서 **자본금감소, 주식소각 후 유상증자** 등이 이루어질 가능성이 있으며, 이는 **경영권 재편과 연결될 수 있다.**
 - 2024년 5월 차남이 대표이사직에서 물러나고 **전병수 회장의 조카 승문수 대표가 취임한 후, 기업회생 신청이 철회되면서 경영권이 장남 측으로 확정되었다.**





V. 기타 주주간 분쟁 및 쟁점

1. KCGI 와 DB하이텍 소액주주연대와의 분쟁

2. 얼라인파트너스와 JB금융지주

3. 검토
(2024년 기준)

기타 분쟁 유형 및 쟁점

1. KCGI, DB 하이텍 소수주주들과 분쟁

- 2024. 11. 19. DB하이텍 소수주주 연대는 'KCGI가 고의로 DB하이텍의 경영권을 위협해 단기 차익을 얻고 주주들에게 손실을 주었다'고 검찰에 고소하고 금감원에 진정함.
- KCGI는 작년 3월 DB하이텍 지분 약 7.05%를 매입하며 경영 참여를 선언했다가 약 9개월 만인 12월 말 '지배구조 개선이 이뤄졌다'며 지분 중 5.63%(250만주)를 DB하이텍의 모회사인 DB Inc에 매각하였음. KCGI의 지분율은 7.05%에서 1.42%로 하락
- KCGI는 시세보다 10여% 높은 가격 (주당 6만 6천원, 총 1650억 원)에 처분함으로써 수백억 원의 차익을 챙겼으나, 직후 추가급락으로 주주들 손실 봄.

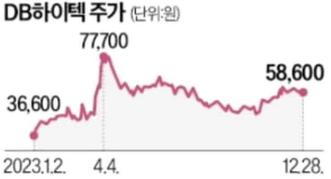
< 쟁점 >

지주회사로의 전환방식?

- 소액주주들은 DB가 지주회사 전환을 추진하기 위해서 공개매수방식을 채택했어야 한다고 주장. 소액주주가 아닌 KCGI만 프리미엄을 받고 매각하는 것에 대하여 불만
- 2024. 3월 DB Inc.가 특수관계인 대량보유보고의무 위반을 주장(의결권행사금지가처분신청), 그러나 기각됨

한편, DB하이텍은 대주주 지분 확대와 함께 지배구조 개선과 주주친화 전략 강화를 골자로 하는 경영 혁신 계획을 발표. 대표이사과 이사회 의장의 분리, 내부거래위원회·보상위원회 설치, 사외이사를 각 위원회 의장으로 선임 등 제시

이 밖에도 배당 성향을 중전 10%에서 최대 20%까지 확대하고 현재 6%대인 자사주 비중을 15%까지 늘려 순이익의 30% 이상을 주주들에게 환원하겠다고 밝힘.



기타 분쟁 유형 및 쟁점



2. JB금융지주와 얼라인파트너스

- 2024. 3. JB금융지주 주주총회에서 얼라인파트너스가 사외이사 선임에 성공
- “행동주의펀드”: 기업 주식을 매수하여 주주 지위를 확보한 후 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 이익을 추구하는 펀드. 동종업계 기업 대비 저평가된 기업을 대상으로 하여 일부 문제점을 해결하면 기업가치 증대가 예상되는 기업을 대상으로 함
- 국내에서는 2018. 국민연금이 스투어드십코드를 도입하면서 본격화되었음= 지배구조 개선과 주주가치
- 행동주의펀드는 단기 이익만 추구하는 기업사냥꾼인가 아니면 주주가치 제고를 위한 백기사인가?

국내 경영참여형 사모펀드 규모



주주간 분쟁이 증가한 원인

- 의결권 행사 문제: 주주총회에서의 갈등

- 외부 투자자의 개입, 동학개매운동(개인투자자 급증) 등을 통해 주주권 행사에 대한 적극적 인식 확산

- ESG 요구 증가: 투명성과 지속 가능성 요구 확대



(잠정) 결론 및 시사점

- 주주간 분쟁 증가 추세: (전 세계적으로 상장기업 수는 44,000개(2022년말 기준), 시가총액은 약 98조 달러, 기관투자자가 가장 큰 투자자로서 글로벌 시가총액의 44%를 소유 => 기관투자자의 영향력 증대)

- 분쟁형태는 소송(신주발행무효소송, 주주대표소송 등) 보다는 회사가처분 및 비송 등이 적극적으로 활용됨: 의안상정가처분, 임시주주총회소집허가신청, 직무집행정지 및 직무대행자선임가처분, 주주총회 개최금지가처분, 주주총회효력금지가처분, 위법행위유지가처분 등

VI. Q&A

-

- 법은 사회적 갈등을 해소하는 수단이 되어야 함
(갈등을 증폭시키는 도구가 되어서는 안됨)

- 최근 주주간 분쟁의 주요 사례에 관한 분쟁 원인과 법적 쟁점 등을 분석하여 갈등해소에 도움을 주고자 함

감사합니다

【 토론문 】

최근주주간분쟁사례와법적쟁점에 대한 토론문

백 승 동*

1. 자기주식고가매수관련쟁점

한국에서는 차등의결권, 포이즌필과 같은 경영권 방어수단이 인정되지 않아 자기주식이 경영권 방어수단으로 널리 활용되어 온 것으로 이해됩니다. 자기주식을 취득하면 시장에서는 호재로 인식하여 통상주가가 올라 소액주주등의 반발이 적고, 유통주식 수량이 줄어들고 주가가 올라 공격자의 대량매입에 대한 부담을 증가시키고, 보유한 자기주식을 우호세력에 처분하면 부활된 의결권을 활용 가능하며, 대주주가 자력이 부족할 때 회사의 재원을 활용할 수 있다는 점에서 경영권 방어수단으로서 효용이 있습니다. 다만 자기주식의 취득 및 처분은 상법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 정해진 절차에 따라야하므로 경영권 분쟁이 한창 진행중인 경우보다는 사전적·예방적으로 활용되거나 경영권 분쟁이 임박한 경우에 사용되는 경우가 많았습니다. 최근 이슈가 된 영풍·MBK와 고려아연의 경영권 분쟁 사건(이하“고려아연사건”)에서는 공격자의 공개매수가 개시되어 분쟁이 절정에 다다른 국면에서 대항공개매수로서 회사가 자기주식을 매수한 사례라는 점에서 향후 공개매수방식의 경영권 분쟁시시사점이 있을 것으로 생각됩니다.

이처럼 경영권 분쟁이 진행 또는 임박한 국면에서 경영권 방어수단으로서 자기주식 매수를 진행하려는 경우에는 통상 경영권 분쟁 발생 시 시장에서 이를 호재로 인식하여 주가가 단기간에 급격히 상승하는 것을 고려하면 회사는 자기주식매수성공을 위하여 높은가격을 제시하게 될 것으로 예상되고, 그 경우 자기주식고가매수가 쟁점이 될 것으로 예상됩니다.

영풍·MBK측은 고려아연 이사를 상대로 제기한 공개매수 절차중지가처분권¹⁾에서 고려아연이 평상시 시가보다 현저히 높은 가격으로 이러한 공개매수를 추진하는 것은 그 자체로 업무상 배임에 해당한다고 주장하였습니다. 이에 대해 법원은 설령 이 사건 자기주식 공개매수 가격이 시가보다 높다고 하더라도, 이 사건 자기주식 공개매수는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따른 공개매수절차를 준수하고 있고, 모든 주주에게 균등하게 자기주식 취득기회가 부여되므로 주주평

* 김·장법률사무소변호사

본토론문은 저자가개인적으로작성하여발표하는것으로서저자가속한법률사무소의입장과는관련이없습니다.

1) 서울중앙지방법원2024. 10. 21.자2024카합21491 결정

등의 원칙에 반하지 않고, 배당가능 이익을 한도로 하고있어 자본충실의 원칙이 침해되지 않으며, 배당은 아무런 대가없이도 주주에게 현금등을 지급할 수 있는 점과의 균형을 고려하면, 매수한 자기주식을 전부 소각하기로한 이상 업무상 배임행위라고 단정할 수 없고, 공개매수 목적에 경영권 방어가 포함되어 있다고 하더라도 곧바로 위법하다고 단정할 수 없다고 판단하였습니다.

법원은 자기주식 취득이 배당과 유사한 점에 착안한 것으로 보입니다. 회사가 고액의 배당을 실시 하더라도 배당가능 이익의 범위 내이고 회사의 재정상황에 심대한 부정적인 영향을 미친다는 사정이 없는 한 이사의 배임이 문제 되지 않습니다. 자기주식 취득도 배당이 모든 주주에게 실시되는 것처럼 모든 주주에게 자기주식 매각기회가 주어지고, 마찬가지로 배당가능 이익의 범위 내에서 이루어지므로, 설령 고가 매수라 하더라도 고액배당과 달리 불 이유가 없기 때문인 것으로 이해됩니다.

다만 모든 주주에게 일률적으로 이루어지는 배당과는 달리 자기주식 고가매수의 경우 장내매수인 경우에는 비록 이론상 모든 주주가 동등한 매각기회를 가지더라도 실질적으로는 매각하고 싶어도 매각을 하지 못하는 주주가 있을 수 있고 그 경우 고가매수 종료 후 주가가 자기주식 매수 가격 이하로 하락하는 경우에는 매각을 한 주주와 매각을 하지 못한 주주간 부의 분배문제가 발생할 수 있습니다. 그러나 이와달리 공개매수 방식에 의한 경우에는 모든 주주에게 동등한 매각 기회가 제공되는 것으로 인정될 수 있어 보입니다.

자기주식 고가 매수의 이사 책임 문제와 관련하여 아직 대법원판례는 없는 것으로 이해됩니다. 관련하여 2013년 갤럭시아일렉트로닉스가 사모펀드로부터 투자를 유치하며 대주주가 투자자에게 IPO 확약 및 위반 시 Put Option을 제공하였다가 IPO 기한 내 상장이 무산되면서 투자자가 Put Option을 행사하자 Put Option에 따른 주식 매수대금을 마련하기 위하여 갤럭시아일렉트로닉스에 고가의 유상감자 및 자기주식 매수하도록 하여 검찰이 배임으로 기소를 한 사안에서, 1심 및 2심 법원²⁾ 모두 임무위배행위가 인정되지 않는다고 판단한 바 있고, 현재 대법원에 계속되어 있습니다. 해당 사건에 대한 대법원 판결 결과가 자기주식 고가매수 이슈의 향방에 시사점이 될 수 있을것으로 기대됩니다.

2. 계열회사의경영권방어관련쟁점

총수가 있는 기업집단이 많은 한국의 특성상 경영권 분쟁국면에서 계열회사가 동원되는 경우가 적지 않습니다. 경영권 분쟁 시 대상회사 또는 대상회사의 대주주가 자력이 부족한 경우 자력이 있는 계열회사의 재원을 동원할 유인이 있는 것이 사실입니다. 이와같이 경영권 분쟁이 발생한 회사의 계열회사가 주식인수등의 형태로 경영권 방어에 나서는 경우에는 이사의 의무위반 및 배임등이 주로 문제가 되고 있습니다. 고려아연사건에서도 상호주 의결권 제한을 위해 고려아연의

2) 서울고등법원2020. 11. 25. 선고2019노2099 판결

손자회사인 SMC가 영풍의 주식을 인수 하였고, 이에 대해 영풍·MBK측에서 고려아연 및 SMC의 이사를 상대로 배임 혐의로 검찰에 고발하였습니다.

이와같이 경영권 분쟁이 발생한 회사의 계열회사가 그 회사의 주식인수등 경영권 방어에 나서 는 경우 이사의 책임과 관련하여 2023년 선고된 현대엘리베이터사건판결(대법원2023. 3. 30. 선고2019다280481 판결)을 참고 할 수 있습니다. 동 사건은 현대엘리베이터, 현대상선, 현대로지 스틱스에서 다시 현대엘리베이터로 이어지는 순환출자 구조에서 현대상선에 경영권 분쟁이 발생 하자 현대엘리베이터에서 현대상선지분 확보를 위해 증권회사와 TRS 계약을 체결하였고 이후 현대상선 주가가 하락하면서 TRS 계약에 따른 손해가 막대해지자 현대엘리베이터의 다른 주주가 현대엘리베이터 이사에게 주주대표 소송을 제기한 사안입니다.

이에 대해 대법원은 계열회사에 대한 경영권 분쟁상황에서 계열회사의 주식을 추가로 취득하여 계열회사에 대한 경영권을 방어하는 경우, “이사는 소속 회사와 계열 회사사이의 영업적·재무적 관련성 유무와 정도, 소속회사의 계열회사에 대한 경영권 유지와 상실에 따른 이익과 불이익의 정도, 기업집단의 변형이나 지배주주의 지배권 상실에 따른 소속회사의 사업지속 가능성, 소속회사의 재무상황과 사업계획을 고려한 주식취득비용의 적정성 등을 객관적 자료를 바탕으로 구체적으로 검토 하여야한다”고 설시하여, 그룹차원의 경영권 방어가 그 자체로 위법한 것은 아니고 지배주주의 변경 시 회사에 미치는 영향도 고려하여야 한다고 보았습니다.

고려아연 사건에서도 고려아연측은 SMC가 영풍주식을 취득한 것은 영풍·MBK 측의 해외제련 사업경험이 부족하고, 적대적M&A 성공 시 SMC의 사업규모가 축소 될 우려가 크며, SMC에 필수 전력을 공급하는 고려아연의 호주 내 신재생에너지 사업 등이 차질을 빚을 경우 SMC의 제련소 경쟁력이 훼손된다는 이유로 경영권 방어가 SMC 사업의 지속 가능성을 위한 필수적인 조치였다고 주장 하였는데, 이는 위 현대엘리베이터 사건판결을 원용·주장하는 것으로 보입니다. 현대엘리베이터사건에서는 이미 순환출자구조가 형성되어 있는 상황에서 경영권 방어를 위해 추가 주식을 취득한 것인 반면 고려아연사건에서는 영풍주식을 취득 함으로써 신규로 순환출자구조가 형성된 것이라는 차이가 있고 상호주 효과를 제외하면 순환출자로 인해 지배주주의 지배권이 강화된 것이 아니라는등 일부 차이점이 있으나, 다른 회사의 경영권 방어를 목적으로한 주식 취득이라는 점에서 동 사건이 판결로 이어진다면 현대엘리베이터사건 판시사항이 여기에도 적용될지 및 판단기준을 구체적으로 어떻게 적용하는지 살펴볼 필요가 있어 보입니다.

3. 우리사주조합관련쟁점

사모펀드 등 재무적 투자자가 대상회사에 대해 적대적 M&A를 시도한 사례에서 대상회사에 잘 조직된 노동조합이 있는 경우 노동조합은 재무적 투자자의 인수이후 구조조정등을 우려하여 경영권 공격에 반대하는 사례들이 있습니다. 이에 따라 회사의 근로자들이 조합원인 우리사주조

합도 경영권 방어측의 우호세력으로 행동하는 경향이 있습니다. 경영권 방어 측에서는 이를 활용하여 우리사주조합에 자기주식을 처분 또는 출연 하거나, 우리사주 매수 선택권 부여 및 행사를 장려 하거나, 신주를 발행하며 우리사주조합에 우선 배정을 하여 우리사주조합의 지분율을 높임으로써 우호지분을 확보할 수 있습니다.

우리사주조합에 대한 자기주식 처분 또는 출연과 관련하여서는 자기주식 처분에 관한 제3자배정 신주발행 유추적용 쟁점이 문제될 수 있고, 경영상 필요성 및 가격등 조건의 적정성 판단에 따라 이사의 의무 위반 및 배임 등이 문제될 수 있습니다. 경영권 분쟁 국면이라는 점에서는 부정적으로 고려될 것이나, 근로자 재산형성 및 협력적 노사관계 등 우리사주제도 취지에 부합하는 범위 내에서 합리성을 결여하지 않았다면 정당성이 인정될 가능성도 있어 보입니다.

경영권 분쟁이 발생하기 전에 우리사주조합원에게 우리사주매수선택권을 미리 부여하고 경영권 분쟁이 현실화된 시점에 그 행사를 장려하면 우리사주조합의 지분율을 높여 우호지분율을 높일 수 있습니다. 우리사주매수선택권은 주식매수선택권과 달리 2년의 재직기간 요건도 없고 부여일로부터 6개월 이후부터 행사할 수 있습니다(근로복지기본법제39조제4항). 또한 행사가격도 시가를 기준으로한 평가 가격의 70% 이상으로 정할 수 있으므로(동법시행령제20조제5항) 경영권 분쟁국면에서 주가가 상승한다면 실제 행사하는 수량도 많을 것이며, 우리사주매수선택권을 행사하여 취득한 주식은 1년의 예탁기간이 적용되어(동법제43조제2항제2호) 당장 시장에 유통되지 않는 등 경영권 방어측면에서 장점이 있습니다. 물론 이 경우에도 이사의 의무위반이 마찬가지로 문제될 수 있고, 경영권 분쟁국면이 부정적으로 고려될 수 있으나 법령상 허용되는 절차 및 제한을 준수하였다면 보다 설득력이 있을 수 있습니다.

신주를 발행하며 우리사주조합에 우선 배정하는 방안도 법령상 허용되는 절차 및 제한을 준수하여 이루어지는 것이라면, 경영권 분쟁국면에서 우호세력으로 인식되는 우리사주조합에 우선 배정이 이루어지게 되는 것이라 하더라도 정당성 관점에서 보다 설득력이 있을 것입니다.

경영권 분쟁 상황에서는 자기주식 처분, 신주발행 등의 경우 이사의 의무위반 판단시 보다 엄격한 기준이 적용될 수 있음을 고려하면, 단순히 우호세력에게 자기주식을 처분하거나 신주발행을 하는 경우와는 달리 우리사주제도법령상 허용되는 절차 및 제한을 준수하여 우리사주조합에 대해 자기주식 처분 또는 신주발행 우선 배정을 하게 되는 경우에는, 제도의 취지에 부합하고 합리성을 결여하지 않는 범위 내라면 위법하지 않은 것으로 인정될 가능성이 상대적으로 높아질 수 있을 것으로 생각됩니다. 다만 그 경우 소규모로 진행되어야 할 가능성이 있고 그렇다면 경영권 방어의 실효성은 제한 된다는 단점이 있겠습니다.

[제4세션]

전환사채 발행에 관한 현황 분석 및
그에 관한 문제점과 개선방안

- 발 표 : 김지웅 교수(성균관대)
- 사 회 : 권재열 교수(경희대)
- 토 론 : 최민용 교수(경북대), 임재혁 교수(이화여대)

전환사채 발행으로 인하여 발생하는 법적 쟁점 검토

- 기존 주주와의 이해조정 문제를 중심으로 -

김 지 응*

목 차

- I. 들어가며
- II. 전환사채에 관한 일반론
- III. 외국 입법례
- IV. 검토 및 법제 개선방안
- V. 마무리

I. 들어가며

전환사채는 만기시 원리금을 상환하는 일반 사채로서의 특성을 가지면서도, 권리자의 의사에 따라 사채를 주식으로 전환할 수 있는 전환권이 내재되어 있다는 점에서 특수하다. 전환권이 행사된다면 주식이 새롭게 발행되고, 이 경우 기존 주주들이 보유한 주식가치의 희석이 초래할 수 있으므로 전환사채는 순수한 타인자본 조달과는 달리 ‘기존 주주와의 이해조정’¹⁾ 문제를 야기한다. 특히 최근 발행되는 대다수의 전환사채에는 발행 이후 주가의 변동에 따라 전환가액을 조정할 수 있도록 하여(리픽싱) 전환사채권자의 전환권 행사를 더욱 유리하게 하거나, 전환사채 발행 목적과 관계없이 회사가 지정하는 제3자가 전환사채를 전환사채권자로부터 매수할 수 있도록 매수선택권이 부여되고 있는데, 이러한 발행 형태들로 인하여 기존 주주와의 이해조정이 문제되는 경우가 더 많이 발생되고 있는 것으로 보인다.

상법과 자본시장법에서는 기존 주주와의 이해조정 측면에서 불공정한 전환사채의 발행을 막기 위한 여러 규정들을 두고 있다. 아래에서는 리픽싱, 전환사채매수선택권 등 최근 전환사채 발행 형태에 대해서도 현행 규정들을 통하여 기존 주주와의 이해조정이라는 목적을 달성할 수 있는지, 그렇지 않다면 개선해야 할 사항은 없는지 등을 검토해보고자 한다. 특히, ①리픽싱과 관련해서는 전환사채권자의 전환권 행사를 지나치게 유리하게 하여 불공정한 발행에 해당하지는 않는지,

* 성균관대학교 법학전문대학원 조교수

1) 박준, “회사채 관련 법제의 개선”, 상사법연구 제36권 제1호, 한국상사법학회, 2017, 86-87면에서는 전환사채가 주식 전환으로 인하여 기존 주주의 지분권 희석 문제를 ‘기존주주와의 이해조정’으로 표현하고 있다.

상법이 규정하고 있는 절차적 요건과 관련하여 리픽싱이 부여된 전환사채 발행시 주주들의 의사가 제대로 반영되고 있는지 등을 검토하고, ②전환사채매수선택권과 관련해서는 제3자 발행시 상법이 규정하고 있는 발행 목적 제한 등 실체적 요건에 반하는 것은 아닌지, 끝으로 ③주주는 불공정한 전환사채 발행에 대해서 유지청구권 또는 이를 피보전권리로 하는 가치분 등의 구제수단을 충분히 활용할 수 있어야 하는데, 이를 위하여 주주들에게 사전에 전환사채 발행에 관한 통지가 제대로 되고 있는지 등을 중심으로 검토해보고자 한다.

본 발표문의 논의 순서는 다음과 같다. 먼저 최근 전환사채 발행 현황과 형태에 관하여 살펴본 후 우리나라와 법제가 유사한 일본을 중심으로 전환사채 발행시 기존 주주와의 이해조정과 관련한 외국 입법례를 알아보고, 이를 토대로 위 ①-③까지의 쟁점을 검토한 후 법제와 관련한 개선 방안을 도출해보는 순서로 논의를 전개해보고자 한다.

II. 전환사채에 관한 일반론

1. 개관

가. 전환사채와 워런트

전환사채(convertible bond)란 일정한 기간 내에 일정한 조건으로 전환사채를 발행한 회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리(전환권)가 부여된 사채를 말한다.²⁾ 전환권의 개념과 특성을 살펴보기 위해서는 워런트³⁾(warrant)이라는 용어를 먼저 살펴볼 필요가 있다.

‘워런트’라는 용어는 매우 광의적으로 사용되고 있어 이를 일의적으로 정의하기는 용이하지 않다.⁴⁾ 일반적인 용례에 의하면 워런트는 일정한 기간 동안 일정한 수량의 주식을 일정한 가격에 매입할 수 있는 증권이라고 할 수 있다.⁵⁾ 워런트는 발행의 ‘주체’와 ‘목적’에 따라 주식인수형(equity warrant)과 파생형(covered warrant)으로 분류할 수 있다.⁶⁾ 주식인수형이란 워런트의 대상이 되는 주식을 발행한 회사가 발행하는 것으로, 권리자 또는 소지인이 일정한 기간 또는 일정한 날에 미리 정한 가격으로 주식을 발행회사로부터 인수할 수 있는 권리를 말한다.⁷⁾ 파생형

2) 권순일 편집대표, “주식 상법 회사편 제5권(제6판)”, 한국사법행정학회, 2021, 194면(집필자: 김상훈). 신주인수권부사채와의 차이를 살펴보면, 전환사채의 경우 사채권자가 전환권을 행사하면 사채가 소멸하는 대신 주식이 발행되므로 그만큼 부채가 줄고 자본금이 증가하는 데 반하여, 신주인수권부사채의 경우는 사채권자가 신주인수권을 행사하면 원칙적으로 사채는 여전히 존속하면서 새로 신주가 발행되므로, 부채는 그대로 유지되면서 자본금이 증가하게 된다는 점이 다르다(권순일 편집대표, 위의 책, 194면). 다만 신주인수권부사채에서 대용납입이 이루어지는 경우 사채가 소멸하는 대신 신주가 발행되므로 전환사채와 유사한 결과가 된다(최기원, 신회사법론(제14판), 박영사, 2012, 868면).

3) 실무상 워런트(warrant)라는 용어를 많이 사용하고 있고, 과거 법무부가 워런트를 국내에 도입한다는 취지로 회사법 개정안을 국회에 제출한 적이 있는데 그 개정안에서는 ‘신주인수선택권’이라는 용어를 사용하였다(상법 일부개정법률안(의안번호 7842), 2010. 3. 10., 정부 제출).

4) 박관훈, “상법상 워런트제도의 도입방향”, 기업법연구, 제25권 제2호(통권 제45호), 2011, 100면.

5) David L. Scott, “Wall Street Words”, 1988, p.363.

6) 송중준, “상법상 워런트 도입을 위한 입법 모델 연구”, 증권법연구 제11권 제3호, 2010, 5면.

은 기초증권의 발행회사가 아닌 독립적인 제3자, 예를 들면, 금융기관에 의하여 발행된 것으로 기초증권의 시세 또는 가치변동과 연계되어 그 발행인에게 기초증권의 교부, 또는 행사 가격과 기초증권 가치와의 차액을 지급받을 수 있는 선택권이 부여된 워런트를 말한다.⁸⁾ 이것은 금융회사가 고객에 대하여 위험관리(risk management) 및 투자수단(investment instrument)을 제공하기 위한 목적으로 발행된다.⁹⁾

상법은 주식인수형과 관련하여 워런트의 발행·유통에 관한 일반규정을 두고 있지는 않다.¹⁰⁾ 다만 워런트와 유사하거나 그 일종이라고 볼 수 있는 개별적인 제도로써 전환사채, 신주인수권부사채, 주식매수선택권(stock option),¹¹⁾ 전환주식¹²⁾ 등에 관한 규정을 두고 그 발행을 허용하고 있다.¹³⁾ 이러한 관점에서 전환사채의 경우는 일반사채를 신주로 전환하여 신주를 발행받을 수 있는 워런트가 붙어 있는 것이라고 할 수 있고, 그 워런트 행사시 행사가액의 지급은 사채상환청구권으로 상계하기로 미리 약정해 놓은 것으로 설명할 수 있다.¹⁴⁾

나. 전환사채 발행으로 인한 영향

1) 발행회사와의 관계 측면

발행회사는 전환권이라는 일종의 감미제(sweetener)를 사채에 첨가하여 투자자에게 사채의 확실성과 주식의 투기성을 비교·교량하여 선택할 수 있는 기회를 주게 된다. 이로써 회사는 일반 회사채를 발행할 때 부담하는 금리보다 상대적으로 낮은 금리로 자금을 원활하게 조달할 수 있는 장점이 있다.¹⁵⁾ 반면 전환사채는 전환권을 행사하면 신주가 발행되기 때문에 잠재적인 주식으로 인식된다는 점에서 발행회사 주가하락의 요인이 되고, 자본구조를 불확실하게 하거나 지배구조의 변경을 초래하여 회사 경영권에 영향을 줄 수도 있다.¹⁶⁾

7) 송중준, 위의 논문, 5-6면.

8) 송중준, 위의 논문, 5-6면.

9) 송중준, 위의 논문, 5-6면.

10) 송중준, 위의 논문, 6-7면. 대법원은 상법에서 인정하는 방법이 아닌 다른 방법으로 신주발행 옵션을 부여한 계약을 무효로 보았다(대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다73020 판결).

11) 회사의 임원 또는 직원에게 장래에 일정한 시기에 이르러 예정된 가격에 회사가 보유하고 있는 자기주식 또는 새로 발행하는 신주를 취득 또는 인수하거나 이를 포기할 수 있는 권리를 부여하는 제도이다(상법 제340조의2, 이철송, 회사법(제31판), 박영사, 2023, 694면).

12) 상법은 전환사채에 관하여 전환주식에 관한 규정(상법 제346조 제4항, 제348조, 제350조, 제351조)을 상당수 준용하고 있다(상법 제516조).

13) 송중준, 앞의 논문(각주 6), 8-9면. 김건식·천경훈·노혁준, 회사법(제8판), 박영사, 2024, 651면은 “워런트는 우리 상법에 반드시 낯선 존재만은 아니다. 실제로 국내외에서 많이 발행되고 있는 신주인수권부사채에서 분리된 신주인수권증권(상법 제516조의5)과 주식매수선택권(상법 제340조의2)도 워런트에 속한다”고 설명하고 있다.

14) 박준·한민, 금융거래와 법(제3판), 박영사, 2022, 441면.

15) 이철송, 앞의 책(각주 11), 1080면. 전환사채는 주가가 하락하거나 담보가 부족한 사정 등으로 인해 신주발행이나 일반사채발행에 의한 자금조달이 곤란한 회사의 경우에도 일반사채보다 저율의 이자 등 유리한 조건으로 발행할 수 있는 이점이 있다(한국상사법학회, 주식회사법대계 III(제3판), 법문사, 2019, 95-96면(집필자: 최완진); 최기원, 앞의 책(각주 2), 869면).

16) 최기원, 앞의 책(각주 2), 869면.

2) 기존 주주와의 관계 측면

일반 회사채와 달리, 전환사채는 발행주식 수를 증가시킬 수 있고 이로 인하여 주가나 이익배당률이 하락할 위험이 있어 기존 주주에게 부정적인 영향을 미칠 수 있다.¹⁷⁾ 특히, 전환사채권자의 권리행사로 발행될 신주의 발행가액이 시가보다 낮게 정해지는 경우 기존 주주의 재산적 이익은 손상될 수 있다.¹⁸⁾ 또한 기존 주주의 지배적 이익도 감소할 수 있는데, 예컨대 기존 주주의 지분이 10% 였다면 신주발행 이후 지분은 그 이하로 하락하게 될 것이다.¹⁹⁾

2. 전환사채 발행 현황

가. 전환사채 발행 규모

전환사채 시장은 2013년 발행액이 1조원을 넘은 이후 2021년까지 발행규모가 지속적으로 상승하였다. 금융위원회가 전환사채의 전환가액 조정(이하 “리픽싱”이라 한다) 및 매수선택권과 관련한 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」(이하 “증권발행공시규정”)을 개정한 직후인 2022년 일시적으로 발행량이 감소하기는 하였으나, 2023년에도 5조원 이상이 전환사채를 통해 조달되는 등 다시 상승 추세에 있다. 비상장회사의 경우에도 적지 않은 수치의 자금이 전환사채를 통해 조달되고 있으며, 특히 2022년의 경우 약 1조 원이 조달되기도 하였다.²⁰⁾

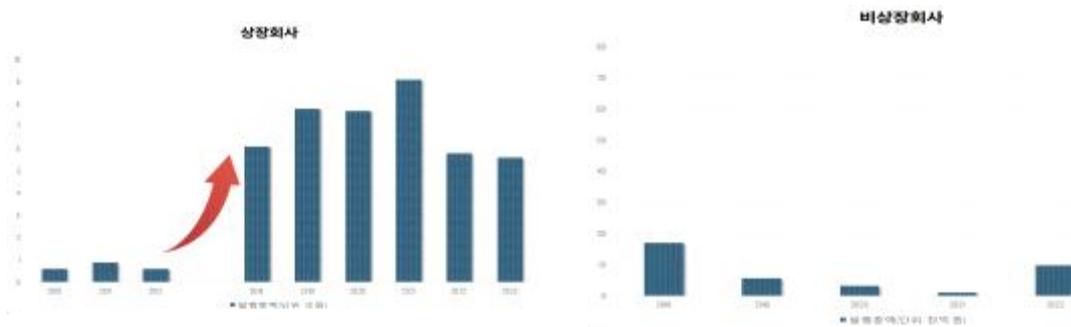
2021년을 기준으로 볼 때 사업보고서 제출대상 법인들은 전환사채를 통해 약 11조 원 정도를 조달하였는데, 이는 같은 기간 공모 방식의 유상증자를 통해 조달한 금액²¹⁾인 약 29조 원의 약 40%에 육박하는 매우 높은 수치라고 할 수 있다. 2019년에서 2021년까지 발행액이 대폭 증가한 것은 코스닥 벤처펀드²²⁾ 도입과 같은 정책적 유인 제공으로 인한 부분도 있겠지만, 전환사

17) 최기원, 앞의 책(각주 2), 869면.

18) 김건식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 13), 644-645면; Wayne H. Mikkelsen, “Convertible Debt and Warrant Financing : A Study of the Agency Cost Motivation and the Wealth Effects of Calls of Convertible Securities 19-28”, 1980, p.237, 239.

19) 김건식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 13), 645면에 기재된 예를 일부 각색하였다.

20) 금융감독원 공시시스템에 2018년부터 2023년까지 공시된 내용을 그림으로 정리하면 다음과 같다.



21) 증권신고서 제출 유상증자를 기준으로 한 금액이므로 일부 사업보고서 제출대상 법인이 아닌 법인도 포함되어 있다(금융감독원 보도자료, “2023년 기업의 직접금융 조달실적”, 2024. 1. 23., 1면).

22) 코스닥 벤처펀드는 ①집합투자기구(fund) 전체 자산의 15% 이상을 벤처기업(「벤처기업 육성에 관한 특별조치법」

채 발행이 다른 수단보다 자금조달에 더 유리한 측면이 있었음을 추정해볼 수 있다. 또한 주식연계사채 중 전환사채가 자금조달 수단으로 가장 많이 활용되고 있다. 2023년 상반기에 발행된 주식연계사채 중 전환사채 발행이 차지하는 비중은 79.1%에 이른다.²³⁾

발행시장을 기준으로 살펴보면, 코스닥시장에 상장된 주권상장법인의 비중이 높게 나타나고 있다. 특히, 2023년 상반기 코스닥 시장에 상장된 회사들이 발행한 전환사채는 전체 주권상장법인이 발행한 금액 중 약 74%를 차지하고 있다.²⁴⁾ 이는 사채 발행시 코스피(KOSPI)에 상장된 우량기업들보다 상대적으로 높은 금리를 지급해야 하는 코스닥 상장 회사들이 조달 조건이 유리한 전환사채를 통하여 자금을 조달하기 때문으로 추정된다.²⁵⁾

나. 전환사채의 발행 형태

상법과 자본시장법에 따라 발행 형태를 구분하여 보면, 상법은 전환사채를 누구에게 발행할지를 기준으로 '주주에 대한 발행'과 '주주 외 제3자에 대한 발행'으로 구분하고 있고(상법 제513조 제3항), 주주 외 제3자에 대한 발행은 다시 자본시장법에 따라 청약 또는 청약 권유의 대상이 되는 투자자의 수를 기준으로 '공모발행'²⁶⁾과 '사모발행'²⁷⁾으로 구분해 볼 수 있다(자본시장법 제9조 제7항 및 제9항). 전환사채는 사모 형태로 발행되는 것이 압도적으로 높다.²⁸⁾

제2조 제2항에 따라 기술성과 성장성이 높아 정부가 지원할 필요가 있다고 인정받은 기업을 말한다)이 발행한 주식, 전환사채 또는 신주인수권부사채에 투자하고, 나머지 자산 중 35% 이상을 벤처기업이나 벤처기업 지정이 해제된 후 7년 이내인 코스닥 상장 기업이 발행한 주식에 투자한 펀드를 말한다. 이러한 펀드에 가입하는 투자자는 투자금 10%에 대해 연 300만 원까지 소득공제 혜택을 받을 수 있다[김필규, "전환사채시장 건전성 제고 방안", 전환사채시장의 투명성과 공정성 제고방안 세미나(2023. 7. 20. 발표), 10면].

23) 김필규, 위의 발표문, 12면.

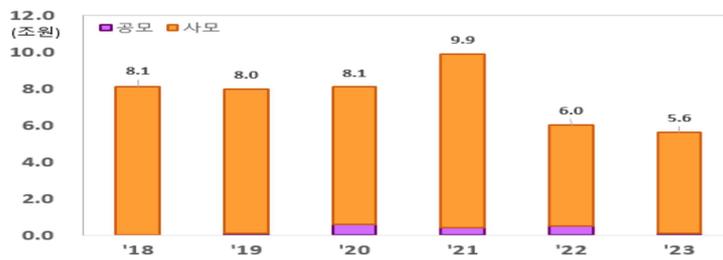
24) 금융위원회 보도자료, "「전환사채 시장 건전성 제고 간담회」 개최 - 「전환사채 시장 건전성 제고방안」발표", 2024. 1. 22., 별첨1 2면.

25) 금융위원회 위의 보도자료, 별첨1 2면.

26) "50인 이상의 투자자에게 새롭게 발행되는 증권 취득의 청약을 권유하는 것"을 '모집'이라 하고(제9조 제7항), 이미 발행된 증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것을 '매출'이라 하는데(제9조 제9항), 일반적으로 모집과 매출을 합하여 '공모'라고 부른다. 이하에서는 '공모'라는 용어를 사용한다.

27) 사모 방식이란, "새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것을 말한다" (자본시장법 제9조 제8항).

28) 금융위원회 앞의 보도자료(각주 24), 별첨1 2면. 연도별 추이는 아래와 같다.



다. 전환사채의 발행조건 등

1) 발행시 전환가액의 설정

자본시장법령은 주권상장법인의 경우 전환사채 발행을 결정하는 이사회 결의 당시의 주가를 기준으로 발행가액을 산정하도록 하고 있고(증권발행규정 제5-22조 제1항), 이에 따라 주권상장법인은 주가를 기준으로 전환가액을 설정하고 있다. 상법은 액면미달발행과 관련한 규정(제516조 제2항, 제348조) 이외에는 전환가액에 대한 아무런 규정을 두지 않고 있는데, 자본시장법이 적용되지 않는 비상장법인의 경우를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 가장 많은 경우는 자본시장법상 규정과 동일하게 주가²⁹⁾를 기준으로 하는 경우였다.³⁰⁾ 또한, 가장 근접한 기간에 발행한 신주와 동일 금액으로 결정한 경우도 있었다.³¹⁾ 나아가 별도의 산식을 제시하지 않고, 투자자와 회사 간 합의를 기반으로 결정했다고 공시하는 경우도 있다.³²⁾³³⁾ 전반적으로 발행 당시 주시가격을 기준으로 전환가액을 결정하고 있는 것으로 생각된다.

2) 리픽싱

2023년 기준 사업보고서 제출대상 법인이 발행한 전환사채 발행 건수 중 리픽싱이 가능한 전환사채의 발행 건수의 비율은 전체 80%에 육박하고 있다. 2000년 이후 리픽싱이 가능한 전환사채 발행 비율은 아래 그림과 같다.³⁴⁾

29) 주가는 주권상장법인과 같은 실시간 시세는 없으므로, 비상장주식 가치평가 방식에 의하여 산출할 것이다.

30) 다이노나 주식회사, “주요사항보고서(전환사채권발행결정)”, 2020. 8. 4. 자 등. 구체적으로는 다음과 같이 공시하고 있다.

전환가액 결정방법

본 사채 발행을 위한 이사회 결의일 전일로부터 소급한 1개월 가중산술평균주가, 1주일 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액과 최근일 가중산술평균주가 및 청약일(청약일이 없는 경우는 납입일) 3거래일 전 가중산술평균주가 중 높은 가액으로 하되, 원단위 미만은 절상한다.

31) 두산건설, “전환사채발행결정”, 2022. 1. 24. 자. 구체적으로는 다음과 같이 공시하고 있다.

전환가액 결정방법

투자자와의 협의를 통해 '21년 12월에 실시한 제3자배정 유상증자 신주 발행가액과 동일한 금액으로 최종 전환가액을 산정하였음

32) 롯데건설, “주요사항보고서(전환사채권발행결정)”, 2022. 12. 22. 자.

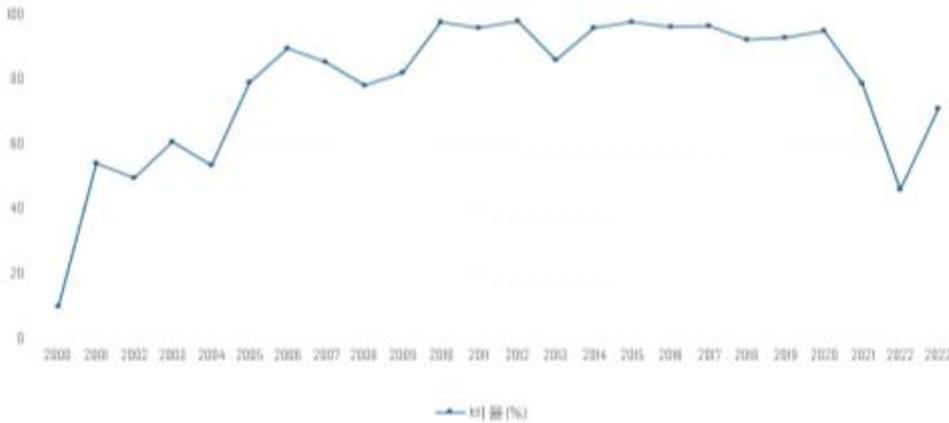
전환가액 결정방법

당사는 비상장법인이므로 투자자와 회사의 합의를 통하여 이사회에서 전환가액을 결정함.

33) 다만, 이러한 전환가격은 그 당시 주시가격에 상응하는 가격으로 정해진 것으로 추측된다. 위 전환사채발행결정 1개월 전 이 회사는 유상증자 결정을 공시한 바 있는데, 이때 주가는 119,990원으로 공시되었다.

34) 위 통계 중 2000년부터 2020년까지는 박경희, “전환사채 전환가액 조정조항(refixing) 옵션의 필요성에 대한 연구”, 재무관리연구, 제41권, 제1호, 2024, 9면을 참조. 2021년부터 2023년까지는 저자가 조사하였다.

〈리픽싱이 가능한 전환사채 발행 비율〉



2021년과 2022년 비율이 일시적으로 감소하는 추세였으나 최근 다시 증가하고 있는 모습이 다. 최근 발행되는 전환사채의 경우 대부분 리픽싱이 가능하도록 발행되고 있으며 조정이 되지 않는 전환사채를 찾기가 오히려 소수인 실정이다. 최근에는 금융투자협회 및 한국벤처캐피탈협회 등과 같은 유관기관에서 안내하고 있는 표준계약서에서도 추가하락에 따른 리픽싱 조항을 포함하고 있다.³⁵⁾

3) 전환사채 매수선택권의 부여

가) 현황

전환사채를 발행하면서 매수선택권(call option)과 매도선택권(put option) 등의 부가조건이 부여되는 경우가 많다. 그중 전환사채 매수선택권은 발행회사가 자신이 발행한 전환사채를 일정 시간이 경과한 후 미리 정한 가격으로 만기 전에 매입할 수 있는 권리, 즉 발행회사의 조기상환

35) 금융투자협회에서 안내하고 있는 ‘표준 무보증사채 사채관리계약서’의 별첨3 ‘전환권 관련 기재사항’에서는 다음과 같이 기재하고 있다.

“(3) 전환가격 조정:

(다) [본 사채 발행일로부터[1개월 후 그리고 그 후 매 2개월마다] 전환가격을 조정하되, [전환가격 조정일 전일을 기준으로 거래량으로 가중평균한 최근 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균한 가액과 최근 일 증가 중 낮은 가격이 직전 전환가액보다 낮을 경우, 그 낮은 가액으로 하며], 전환가액의 최저 조정한도는 발행 시 전환가액의 70%에 해당하는 가액으로 한다.”

한국벤처캐피탈협회에서 안내하고 있는 ‘기준투자계약서[전환사채]’ 별지1에는 다음과 같이 기재하고 있다(밑줄은 필자가 임의로 부기하였다).

3. 회사가 유가증권시장, 코스닥시장 또는 코넥스에 상장된 기업과의 합병, 주식교환 등을 통해 상장을 위한 심사나 공모추첨 등의 절차를 밟지 않고 곧바로 상장되는 등의 이른바 ‘우회상장’을 하게 되는 경우에는 먼저 아래 제4호 내지 제8호의 규정에 따라 전환가격을 조정한 후 우회상장의 효과가 발생한 당시 시가의 70%에 해당하는 금액이 위 조정된 전환가격을 하회하는 경우 당시 시가의 70%에 해당하는 금액을 전환가격으로 조정한다. 그 때로부터 3년간 매 6개월마다 전환가격을 조정하되, 우회상장의 효과가 발생한 날을 기준으로 전환 시 발행될 주식과 동일한 종류의 구주의 거래량으로 가중산술평균한 최근 1개월 평균종가, 1주일 평균종가, 최근일 종가를 산술평균한 가격과 직전 전환가격을 비교하여 둘 중 낮은 가격으로 전환가격을 조정한다.

권이다.³⁶⁾ 이러한 매수선택권을 가진 발행회사는 이를 자신에게 유리하게 사용할 수 있다. 예를 들면, 전환사채 발행 후 금리가 하락하면 발행회사가 매수선택권을 행사하여 기존에 발행된 전환사채를 재취득하여 이를 소각시키고 낮은 금리의 전환사채를 재발행하면 자금조달 비용을 낮출 수 있다.³⁷⁾ 이러한 점에서 전환사채의 매수선택권은 투자자에게 불리한 조항이므로 표면금리를 올려주는 등 다른 계약조건을 통해 투자자에게 보상해주기도 한다.³⁸⁾ 매수선택권은 잘못 활용될 경우 주주 외 제3자에 대한 전환사채 발행목적(경영상 목적)을 회피하는 수단으로 악용되기도 한다.

사업보고서 제출대상 법인의 전환사채 발행 3건 중 2건 이상에는 전환사채 매수선택권이 부여되어 있다. 금융위원회가 매수선택권과 관련하여 증권발행공시 규정을 개정한 2023년 1분기에 일시적으로 부여 비중은 감소하였으나, 최근에는 다시 증가하는 모습을 보이고 있다.³⁹⁾

나) 유형의 분류

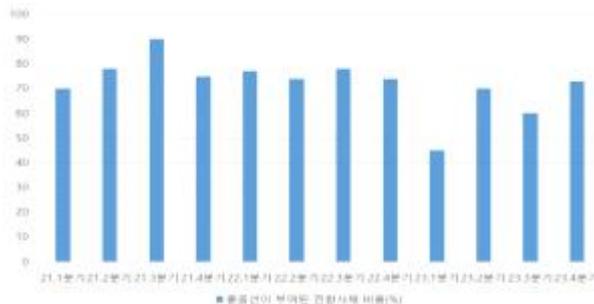
전환사채 매수선택권의 형태를 분류해보면 다음과 같이 분류해볼 수 있다. 먼저 <유형1>은 발행자가 전환사채 매수선택권을 가지도록 한 경우가 있다.⁴⁰⁾ 다음 <유형2>로는 전환사채 매수선택권을 발행자 또는 제3자에게 부여한 경우이다.⁴¹⁾ 전환사채 매수선택권을 제3자에게 부여한 경우도 있다<유형3>.⁴²⁾

36) 김영준·이수정·조미옥, “전환사채시장의 규제 변천사와 정책적 시사점 : 시가하락 전환가액 조정조항(refixing) 옵션과 제3자 지정 매수선택권(call option)을 중심으로”, 재무연구 제37권 제1호, 2024, 14-15면.

37) 김영준·이수정·조미옥, 위의 논문, 15면.

38) 김영준·이수정·조미옥, 위의 논문, 16면.

39) 금융위원회 앞의 보도자료(각주 24), 별첨1 2면. 구체적인 추이는 다음과 같다.



40) 카페24 주식회사, “주요사항보고서(전환사채권발행결정)”, 2016. 1. 14.자. 구체적인 내용은 다음과 같다.

20. 기타 투자판단에 참고할 사항

□ 발행사의 조기상환권

- 발행사는 사채 발행 6개월 후부터 분기단위로 사채권의 반환을 청구할 수 있으며 조기상환일 30일 전까지 조기상환의 의사를 사채권자에게 서면으로 통지한다.
- 발행사가 조기상환을 하는 경우, 사채권의 권면금액 이외에 다음의 산식에 따라 계산한 추가상환액을 지급한다.

$$\text{추가상환액} = \text{사채권의 권면금액에 대하여 발행인의 조기상환일까지 연 4\% 단리이자를 적용한 금액} - \text{조기상환되는 사채에 대하여 기 지급한 이자}$$

41) 아이텍 주식회사, “주요사항보고서(전환사채권발행결정)”. 2023. 4. 6. 자. 구체적인 내용은 다음과 같다.

4) 납입기일 관련

전환사채의 효력발생일은 원칙적으로 납입일로부터 발생하고, 주주의 유지청구권은 전환사채 발행의 효력이 발생하기 전까지, 즉, 전환사채의 납입기일까지 행사할 수 있다.⁴³⁾ 그런데 사업보고서 제출 대상 법인⁴⁴⁾이 사모 형태로 전환사채를 발행하는 경우 그 법인은 전환사채발행을 결정했다는 내용의 주요사항보고서를 공시하게 되고⁴⁵⁾ 주주는 이때에 비로소 전환사채발행 사실을 알게 된다. 여기서 주요사항보고서는 대부분 전환사채의 납입기일에 매우 근접하거나 납입기일이 지난 이후 공시되고 있다.⁴⁶⁾

3. 상법과 자본시장법의 규제체계

가. 개관

자본시장법은 주식회사 중 주권상장법인⁴⁷⁾에 대하여 적용되는 특례조항을 정하고 있고(제3장

[매도청구권(Call Option)에 관한 사항]

본 사채의 발행일로부터 12개월에 해당하는 날(2024년 04월 28일)부터 발행회사는 사채권자가 보유하고 있는 “본 사채”를 발행회사 및 발행회사가 지정하는 자 (이하 “매수인”이라 한다)에게 매도하여 줄 것을 사채권자에게 청구할 수 있으며, 사채권자는 발행회사의 청구에 따라 보유하고 있는 본 사채를 매수인에게 매도하여야 한다. 단, 발행회사는 각 사채권자가 인수한 사채 발행가액의 50%를 초과하여 매도청구권을 행사할 수 없다.

42) 주식회사 다산솔루에타, “반기보고서”, 2023. 8. 11. 자.

지배기업의 최대주주인 다산인베스트는 전환사채 발행일로부터 1년이 되는 날로부터 1년 6개월이 되는 날까지, 또는 투자자로부터 투자자가 전환권을 행사하고자 하는 의향을 지배기업이 서면으로 통지 받은 경우 수령일로부터 3영업일 이내에 투자자가 보유하고 있는 본건전환사채의 30% 범위 내에서 그 전환사채의 전부 또는 일부를 최대주주 또는 최대주주가 지정한 제3자에게 매도할 것을 청구할 수 있는 약정이 존재합니다.

43) 대법원 2004. 8. 16. 선고 2003다9636 판결.

44) 주권상장법인, 주권의 모집 또는 매출실적이 있거나 외부감사대상 법인으로 그 법인이 발행한 주권의 소유자가 50인 이상인 경우 등이 이에 해당한다(자본시장법 제159조 제1항, 같은 법 시행령 제167조 제1항).

45) 자본시장법 제161조 제1항 제9호, 같은 법 시행령 제171조 제3항 제4호.

46) 저자가 2017년 1월부터 2022년 12월까지 금융감독원 공시사이트 공시 내용을 조사한 바에 따르면 다음과 같다.
(납입기일과 공시일자 간 차이)

(단위: 발행 건)

	비상장법인 발행	주권상장법인 발행
1. 납입기일 공시일자보다 먼저인 것	146	377
2. 공시일자와 납입기일이 같은 것	182	651
3. 공시일자가 납입기일보다 1일 먼저인 것	53	410
4. 공시일자가 납입기일보다 2일 먼저인 것	17	391
5. 공시일자가 납입기일보다 3일 먼저인 것	18	133
6. 공시일자가 납입기일보다 4일 먼저인 것	15	226
7. 공시일자가 납입기일보다 5일 먼저인 것	6	59
8. 공시일자가 납입기일보다 6일 먼저인 것	3	48
9. 공시일자가 납입기일보다 7일 이상 먼저인 것	33	411

의2 주권상장법인의 특례), 이는 상법 제3편(회사)에 우선하여 적용된다(자본시장법 제165조의2 제2항). 자본시장법은 금융위원회가 주권상장법인 재무관리기준을 정하여 고시하거나 그 밖에 필요한 권고를 할 수 있도록 규정하고 있는데, 그 재무관리기준에 포함되어야 할 사항 중 하나로 '주권 관련 사채권의 발행에 관한 사항'을 규정하고 있다(자본시장법 제165조의2 제1항 제1호의2). 이에 따라 금융위원회는 고시인 증권발행공시규정에서 재무관리기준의 내용으로 주권 관련 사채의 발행과 관련한 사항을 규정하고 있다.

나. 상법상 전환사채 관련 규정

1) 발행 결정기관

전환사채는 정관에 규정이 없으면 원칙적으로 이사회의 결의로 발행한다(상법 제513조 제2항 본문). 다만, 정관으로 주주총회에서 전환사채발행을 결정하도록 정한 경우에는 주주총회의 결의로 발행한다(상법 제513조 제2항 단서).⁴⁸⁾

2) 발행시 결정해야 할 사항

전환사채를 발행하는 경우에는 사채의 총액, 사채의 이율 등 사채의 일반적인 사항 외에 전환의 조건이라는 전환사채의 특유한 사항을 정해야 한다. 구체적인 결정은 정관에 규정이 없거나 주주총회에서 결정하기로 규정하지 않았으면 이사회에서 한다(상법 제513조 제2항).

전환의 조건(상법 제513조 제2항 제2호)은 전환사채와 전환에 의하여 발행되는 주식의 비율을 뜻한다.⁴⁹⁾ 그 유형에는 ①전환가액으로 정하는 방법과 ②전환비율로 정하는 방법이 있다.⁵⁰⁾ 전환가액은 전환에 의하여 발행되는 주식 1주에 대하여 요구되는 사채금액을 의미하고,⁵¹⁾ 전환비율은 전환사채 1단위당 발행되는 주식 수⁵²⁾를 말한다.⁵³⁾ 실무상으로는 전환가액으로 정하는 방법이 널리 이용되고 있다.⁵⁴⁾ 전환사채의 발행가액 총액과 전환으로 인하여 발행할 주식의 발행가액 총액은 같아야 한다(상법 제516조 제2항, 제348조).⁵⁵⁾ 한편, 상법은 전환사채를 발행한 후 전환가액을 조정할 수 있는지에 관하여는 자본시장법과 달리 별도의 규정을 두고 있지 않다.

47) 주권상장법인은 증권시장에 상장된 주권을 발행한 법인 또는 주권과 관련된 증권예탁증권이 증권시장에 상장된 경우에는 그 주권을 발행한 법인을 말한다(자본시장법 제9조 제15항 제3호).

48) 자본금 총액이 10억 원 미만으로서 2명 이하의 이사를 두고 있는 소규모 주식회사는 이사회가 아니라 주주총회의 결의로 발행한다(상법 제383조 제1항 단서, 제4항).

49) 대법원 법원행정처, 상업등기실무(III), 사법발전재단, 2017, 327면; 이철송, 앞의 책(각주 11), 1081면.

50) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 2), 199면(집필자: 김상훈).

51) 예컨대 액면가 5,000원인 주식 1주당 사채 1만 원으로 정한 경우 전환가액은 1만 원이 된다.

52) 예컨대 단위당 액면가액 10만 원인 사채를 발행하면서 1단위당 주식 10주로 전환할 수 있도록 정하였다면 전환비율은 10이 된다.

53) 한국상사법학회, 앞의 책(각주 15), 99면(집필자: 최완진); 김진식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 13), 696면; 임재연·윤민섭, "현행 전환사채제도상 문제점과 보완점", 성균관법학 제22권 2호, 2010, 304면.

54) 김진식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 13), 696면.

55) 김흥기, 상법강의(제4판), 박영사, 2019, 713면; 김정호, 회사법(제5판), 법문사, 2019, 628면.

3) 주주 외의 제3자에 대한 전환사채 발행

가) 실체적 요건 - 발행목적의 제한

주주 외의 제3자에게 전환사채를 발행하는 경우 ‘신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여’ 전환사채를 발행할 수 있다(상법 제513조 제3항 후문, 제418조 제2항 단서). 주주 외의 자에 대한 전환사채발행이 편법적인 경영권 승계나 경영권 방어 등의 수단으로 남용되는 것을 방지하기 위하여 2001년 상법 개정시에 추가된 요건이다.⁵⁶⁾

나) 절차적 요건

주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우에는 ①그 발행할 수 있는 전환사채의 액, ②전환의 조건, ③전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 ④전환을 청구할 수 있는 기간에 관하여 정관에 규정이 있어야 하고, 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로써 이를 정하여야 한다(상법 제513조 제3항 전문). 주주총회의 특별결의를 거치도록 한 것은 회사의 자금조달 편의와 주주의 이익보호를 조화하기 위한 것이다.⁵⁷⁾

4) 회사의 주주에 대한 통지

상법은 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하는 경우 신주발행에서의 제418조 제2항 단서(발행 목적의 제한) 및 제424조(유지청구) 등의 규정을 준용하면서도 주주에 대한 사전 통지·공고에 대해서는 준용규정을 두고 있지 않다. 이에 따라 상법 규정만 놓고 보면, 회사가 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하더라도 주주에게 사전 통지·공고를 이행해야 할 의무가 부과되지 않고 있는 상황이다.⁵⁸⁾ 이에 대해서는 입법상 불비라고 보는 견해가 있다.⁵⁹⁾

5) 불공정한 전환사채발행의 경우 권리구제

가) 유지청구권

회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 전환사채를 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 신주발행에서와 같이 주주가 발행을 유지할 것을 청

56) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 2), 208면(집필자: 김상훈).

57) 정찬형, 상법강의(상)(제22판), 박영사, 2019, 1270면.

58) 김지웅, “주주의 전환사채발행 유지청구권에 관한 연구”, 경제법연구 제22권 제2호, 한국경제법학회, 2023, 54면.

59) 이철승, 앞의 책(각주 11), 1086면.

구할 수 있다(상법 제516조 제1항, 제424조).

나) 전환사채발행무효의 소

상법상 전환사채발행무효의 소에 관한 명문의 규정은 없다. 다만 다수설⁶⁰⁾과 판례⁶¹⁾는 전환사채를 발행하는 것은 사실상 신주발행으로서의 의미를 가진다는 점을 근거로, 전환사채발행의 경우 신주발행무효의 소에 관한 규정을 준용할 수 있다고 보고 있다. 대법원 역시 “전환사채의 발행의 경우에도 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조가 유추적용된다고 봄이 상당하다.”고 판시하고 있다.

다) 다투는 원인

전환사채발행유지청구권은 주주가 행사하는 것이고, 전환사채발행 무효의 소의 제소권자는 주주·이사·감사인데, 하자를 다투는 경우는 주로 주주 이외의 제3자에게 전환사채가 발행되는 때이다. 주주 등이 전환사채발행의 하자를 다투는 이유로는 주로 ① 제3자에게 발행하는 경우의 실제적 요건 즉, 상법 제418조 제2항 단서의 “경영상 목적”이라는 실제적 요건의 충족이 문제되는 경우와, ② 전환가액이 시가보다 낮은 경우 즉, 전환사채의 저가발행이 문제되는 경우를 꼽을 수 있다.⁶²⁾

(1) 경영권 방어 목적의 발행

판례는 경영권 분쟁 상황에서 기존 주주들의 지배권 방어를 위한 목적으로 제3자에게 신주를 발행하는 것은 기존 주주의 신주인수권을 침해한 것으로 원칙적으로 무효라는 입장에 있다. 대법원은 신주발행무효의 소에서, “상법 제418조 제1항, 제2항의 규정은 회사가 신주를 발행하는 경우 원칙적으로 기존 주주에게 이를 배정하고, 정관에 정한 경우에만 제3자에게 신주배정을 할 수 있게 하면서 그 사유도 신기술의 도입이나 재무구조의 개선 등 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한함으로써 기존 주주의 신주인수권을 보호하고 있다. 따라서 회사가 위와 같은 사유가 없음에도 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진의 경영권이나 지배권 방어라는 목적을 달성하기 위하여 제3자에게 신주를 배정하는 것은 상법 제418조 제2항을 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것이다”고 판시하였다.⁶³⁾

60) 권기범, “현대회사법론(제7판)”, 삼영사, 2017, 1117면; 김건식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 13), 695면; 이철송, 앞의 책(각주 11), 1064-1065면; 최기원, 앞의 책(각주 2), 874면 등. 반면, 입법상 과오라고 보기는 어렵고, 민사소송법상의 일반확인소에 의하여 무효를 주장할 수 있으므로 유추적용을 부정하는 견해도 있다(김태진, “신주인수권부사채 발행의 무효”, 기업법연구 제32권 제3호, 한국기업법학회, 2018, 123-124면 등).

61) 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결 등.

62) 전환사채발행 무효의 소는 신주발행무효의 소 규정을 준용하는 판례와 다수설의 입장에 따라 가능한 것이므로, 신주발행무효의 소에서 문제되는 무효원인도 같이 살펴볼 필요가 있다.

63) 대법원 2019. 4. 3 선고 2018다289542 판결.

(2) 저가발행의 경우

주주 외 제3자에게 전환사채를 발행할 경우 전환사채발행사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 정관의 위임에 따른 이사회 또는 주주총회가 결정한다. 그런데 상법은 액면미달발행과 관련한 규정 이외에는 전환가액에 대한 아무런 규정을 두지 않고 있다. 그러나 이사회가 발행가액을 자유롭게 정할 수 있는 것은 아니다. 회사와 이사 간에는 위임에 관한 민법 제681조가 적용되므로 (상법 제382조 제2항) 이사는 회사에 대해 선량한 관리자의 주의로써 사무를 처리할 의무를 지기 때문이다.⁶⁴⁾

판례는 전환사채발행무효의 소에 있어서의 무효원인을 엄격하게 해석해야 한다고 보면서 전환사채의 인수인이 지배주주와 특별한 관계에 있는 자라거나 그 전환가액이 발행시점의 주가 등에 비추어 다소 낮은 가격이라는 것과 같은 사유는 일반적으로 전환사채발행유지청구의 원인이 될 수 있음은 별론으로 하고, 이미 발행된 전환사채 또는 그 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효화할 만한 원인이 되지는 못한다고 보고 있다.⁶⁵⁾

판례는 전환사채의 저가발행이 문제된 형사 사건에서 제3자 배정방법의 경우 주주배정의 경우와 동일하게 보기 어렵다면서 “제3자에게 시가보다 현저하게 낮은 가액으로 신주 등을 발행하는 경우에는 시가를 적정하게 반영하여 발행조건을 정하거나 또는 주식의 실질가액을 고려한 적정한 가격에 의하여 발행하는 경우와 비교하여 그 차이에 상당한 만큼 회사의 자산을 증가시키지 못하게 되는 결과가 발생하는데, 이 경우에는 회사법상 공정한 발행가액과 실제 발행가액과의 차액에 발행주식수를 곱하여 산출된 액수만큼 회사가 손해를 입은 것으로 보아야 한다. 이와 같이

64) 임재연, 회사소송실무(개정 4판), 박영사, 2021, 334면.

65) 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결. 주요 판시는 다음과 같다(밑줄은 저자가 임의로 기재하였다).

“전환사채발행무효의 소는 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 전환사채와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에 한하여 전환사채의 발행 또는 그 전환권의 행사에 의한 주식의 발행을 무효로 할 수 있을 것이며, 그 무효원인을 위심이 판시하는 바와 같이 회사의 경영권 분쟁이 현재 계속중이거나 임박해 있는 등 오직 지배권의 변경을 초래하거나 이를 저지할 목적으로 전환사채를 발행하였음이 객관적으로 명백한 경우에 한정할 것은 아니다. 그리고 전환사채발행무효의 소에 있어서의 무효원인을 위와 같이 엄격하게 해석하여야 하는 이상 단지 전환사채의 인수인이 회사의 지배주주와 특별한 관계에 있는 자라거나 그 전환가액이 발행시점의 주가 등에 비추어 다소 낮은 가격이라는 것과 같은 사유는 일반적으로 전환사채발행유지청구의 원인이 될 수 있음은 별론으로 하고, 이미 발행된 전환사채 또는 그 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효화할 만한 원인이 되지는 못한다 할 것이다.

또한 “피고 회사는 이 사건 전환사채 외에도 수시로 회사채를 발행하여 자금을 조달하여 왔는데 피고 회사의 자본 규모에 비하여 이 사건 전환사채 발행의 규모가 미미하였다고 보이고, 또한 이 사건 전환사채의 발행 당시 전환가액에 관하여 법령상의 근거를 가지고 규율하는 규정은 없었으나, 사채발행인수실무협의회에서 실무상의 준칙으로 정한 '사채의 발행조건에 관한 기준'은 상장법인이 전환사채를 공모 방식으로 발행하는 경우 그 전환가액은 그 결정을 위한 이사회결의일 전일로부터 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술 평균하여 산정한 가격과 최근일 종가 중 낮은 가격을 '기준주가'로 하여 기준주가의 90% 이상으로 정하도록 하고 있었는데, 이 사건 전환사채의 전환가액 50,000원은 위 '사채의 발행조건에 관한 기준'에 따른 기준주가 55,200원보다 약 9.42% 할인된 것으로서 사모 방식으로 발행되었음에도 일용 공모 방식에 적용되는 기준주가의 90% 이상이라는 요건도 충족하고 있었다는 것인바, 이러한 여러 사정들에다가 이 사건 전환사채는 전환권이 부여되는 대신 피고 회사가 그 무렵 발행한 회사채의 이율인 연 11%보다 낮은 연 7%의 이율이 적용되었다는 사정까지 고려하여 볼 때, 비록 이 사건 전환사채의 전환가액이 피고 회사의 주가나 비슷한 시기에 발행된 피고 회사의 다른 전환사채의 전환가액 등에 비추어 다소 저렴하게 발행되었다고 볼 여지가 있다 하더라도, 그 정도에 비추어 이를 이유로 이미 발행된 전환사채 또는 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효로 볼 수는 없다고 할 것이다”고 판시하였다.

현저하게 불공정한 가액으로 제3자 배정방식에 의하여 신주 등을 발행하는 행위는 이사의 임무 위배행위에 해당하는 것으로서 그로 인하여 회사에 공정한 발행가액과의 차액에 상당하는 자금을 취득하지 못하게 되는 손해를 입힌 이상 이사에 대하여 배임죄의 죄책을 물을 수 있다. 다만, 회사가 제3자 배정의 방법으로 신주 등을 발행하는 경우에는 회사의 재무구조, 영업전망과 그에 대한 시장의 평가, 주식의 실질가액, 금융시장의 상황, 신주의 인수가능성 등 여러 사정을 종합적으로 고려하여, 이사가 그 임무에 위배하여 신주의 발행가액 등을 공정한 가액보다 현저히 낮추어 발행한 경우에 해당하는지를 살펴 이사의 업무상배임죄의 성립 여부를 판단하여야 한다.”고 판시하였다.⁶⁶⁾

다. 자본시장법상 주요 규정 사항

1) 전환사채 발행 제한

「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 주권상장법인이 소수주주권이 행사된 기간이나 경영권과 관련된 분쟁이 진행되는 기간 중에는 주주 배정방식 또는 공모 발행방식 이외의 방법, 즉 주주 외의 제3자에 대한 사모 발행방식에 의해서는 전환사채를 발행할 수 없도록 규정하고 있다(제5-21조 제1항).⁶⁷⁾

2) 전환가액의 결정

주권상장법인이 전환사채를 발행하는 경우 그 전환가액은 전환사채 발행을 위한 이사회결의일 전일을 기산일로 하여 소급하여 산정한 다음 세 가지의 가액, 즉, ① 1개월 가중산술평균주가,⁶⁸⁾ 1주일 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액, ② 최근일 가중산술평균주가, ③ 청약일전(청약일이 없는 경우에는 납입일) 제3거래일 가중산술평균주가 중 높은 가액 이상으로 하여야 한다(증권발행공시 규정 제5-22조 제1항).

반면, 주권상장법인의 유상증자의 경우 일반공모증자방식 및 제3자배정증자방식으로 유상증자를 하는 경우 그 발행가액은 청약일전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는 할인율을 적용하여 산정한다(증권발행공시규정 제5-18조 제1항).⁶⁹⁾ 다만, 제3자배정증자방식의 경우 신주 전체에 대하여 한국예탁결제원에 1년간 보호예수 이행을 조건으로 하는 때에는 유상증자를 위한 이사회결의일⁷⁰⁾ 전일을 기산일로 하여 과거 1개월간의 가중산술평균주가, 1주일간의 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가격과 최근일 가중산술평균주가 중 낮은 가격을 기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는

66) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결.

67) 신주인수권부사채의 경우에도 마찬가지이다(증권발행공시규정 규정 제5-24조 제1항, 제5-21조 제1항).

68) 가중산술평균은 총 거래금액을 총 거래량으로 나눈 것을 의미한다.

69) 다만, 일반공모증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 30 이내로 정하여야 하며, 제3자배정증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 10 이내로 정하여야 한다(제5-18조 제1항 단서).

70) 발행가액을 결정한 이사회결의가 이미 있는 경우에는 그 이사회결의일로 할 수 있다.

할인율을 적용하여 산정할 수 있다(같은 항 단서).

3) 리픽싱에 관한 규정

전환사채를 발행한 후 발행회사 주식의 시가가 하락한 경우에는 원칙적으로 전환사채권자가 그에 관한 위험을 인수하여야 하므로 전환사채발행계약상의 특약이 없는 한 전환가액을 조정할 필요는 없을 것이다.⁷¹⁾ 전환사채권자는 전환의 실익이 없는 경우 전환권을 행사하지 않고 사채 원리금을 상환 받으면 되기 때문이다. 다만, 실무적으로 회사는 투자자 유치를 위해 실무상 전환사채 발행계약서에 발행회사 주식의 시가가 하락한 경우 전환가액을 하향 조정하기로 하는 조항을 두고 있는 경우가 있는데, 여기서 전환사채가 발행된 후 발행회사 주식의 시가 하락에 따라 전환사채의 전환가액을 하향 조정할 수 있는 조항을 리픽싱 조항이라 한다.⁷²⁾

금융위원회 고시인 증권발행공시규정은 시가하락시에도 전환가액을 조정할 수 있음을 전제로 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에 따라야 할 사항에 관하여 규정하고 있다(제5-23조).⁷³⁾ 전환사채 발행을 결정하기 위한 이사회에서 다음의 사항을 정하도록 하였다(1호). 전환가액을 하향조정 하고자 하는 각 사유별로 전환가액을 조정할 수 있다는 내용, 전환가액을 조정하는 기준이 되는 날(이하 “조정일”이라 한다) 및 구체적인 조정방법(가목)과 시가

71) 권기범, 앞의 책(각주 60), 1113-1114면.

72) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 2), 200면(집필자: 김상훈). 이 밖에도 전환사채 발행 이후 자본거래가 발생하여 주가에 변동이 생긴 경우를 생각해 볼 수 있다. 전환사채가 발행된 이후회사가 증자(신주의 발행), 주식의 분할, 준비금의 자본금 전입 등을 할 경우 발행주식의 총수가 증가되고, 이때 전환에 의해 발행되는 주식의 실질적 가치가 하락할 수 있다. 이 경우 당초 전환사채 발행 당시의 전환조건을 그대로 유지하면 전환에 의하여 사채권자가 취득하는 주식의 가치가 전환사채발행 당시에 비하여 희석되므로 희석되는 정도에 따라 전환가액을 하향 조정함으로써 전환사채권자를 보호할 필요가 있다. 반면 주식의 병합이나 소각의 경우와 같이 자본금이 감소하는 경우에는 전환가액을 상향 조정하지 아니하면 기존 주주들의 지분가치가 희석되므로 전환가액을 상향 조정할 필요가 있다. 특히 이종 신주발행, 주식분할, 주식병합 또는 소각 등 자본구조변동에 따른 전환사채 가치의 희석을 방지하는 규정을 ‘희석화 방지 조항’ 또는 ‘반희석화 조항(anti-dilution provision)’이라 부른다. 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 2), 200면(집필자: 김상훈).

73) 제5-23조는 다음과 같이 규정하고 있다.

“제5-23조(전환가액의 하향조정) 주권상장법인이 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라야 한다.

1. 전환사채의 발행을 위한 이사회에서 다음 각 목의 사항(나목의 사항은 공모발행방식으로 발행하는 경우에는 적용하지 아니한다)을 정하여야 한다.

가. 증자·주식배당 또는 시가변동 등 전환가액을 하향조정 하고자 하는 각 사유별로 전환가액을 조정할 수 있다는 내용, 전환가액을 조정하는 기준이 되는 날(이하 “조정일”이라 한다) 및 구체적인 조정방법

나. 시가변동에 따라 전환가액을 하향조정할 수 있다는 내용을 정한 경우 하향조정 이후 다시 시가가 상승하면 가목에 따른 조정일에 전환가액을 상향조정 해야한다는 내용 및 구체적인 조정방법

2. 시가하락에 따른 전환가액의 조정시 조정 후 전환가액은 다음 각 목의 가액 이상으로 하여야 한다.

가. 발행당시의 전환가액(조정일 전에 신주의 할인발행 등 또는 감자 등의 사유로 전환가액을 이미 하향 또는 상향 조정한 경우에는 이를 감안하여 산정한 가액)의 100분의 70에 해당하는 가액. 다만, 정관의 규정으로 조정 후 전환가액의 최저한도(이하 “최저조정가액”이라 한다), 최저조정가액을 적용하여 발행할 수 있는 전환사채의 발행 사유 및 금액을 구체적으로 정한 경우 또는 정관의 규정으로 전환가액의 조정에 관한 사항을 주주총회의 특별 결의로 정하도록 하고 해당 전환사채 발행시 주주총회에서 최저조정가액 및 해당 사채의 금액을 구체적으로 정한 경우에는 정관 또는 주주총회에서 정한 최저조정가액

나. 조정일 전일을 기산일로 하여 제5-22조제1항 본문의 규정에 의하여 산정(제3호는 제외한다)한 가액

3. 제1호나목에 따라 전환가액을 상향조정하는 경우 조정 후 전환가액은 발행당시의 전환가액(조정일 전에 신주의 할인발행 등 또는 감자 등의 사유로 전환가액을 이미 하향 또는 상향 조정한 경우에는 이를 감안하여 산정한 가액)이내에서 제2호 각 목의 가액 이상으로 하여야 한다.”

변동에 따라 전환가액을 하향조정할 수 있다는 내용을 정한 경우 하향조정 이후 다시 시가가 상승하면 조정일에 전환가액을 상향조정 해야 한다는 내용 및 구체적인 조정방법(나목)이 이에 해당한다.

또한, 시가하락에 따른 전환가액의 조정시 조정 후 전환가액은 발행당시의 전환가액의 70% 이상으로 정하도록 하였고, 그 70%의 한도는 주주총회 특별결의를 거치는 경우 다르게 정할 수 있도록 하였다(제5-23조 제2호).⁷⁴⁾ 여기서 전환가액을 위 제1호 나목에 따라 상향조정하는 경우 조정 후 전환가액은 발행당시의 전환가액 이내에서 제2호 가목에 규정된 가액 이상으로 해야 한다.

전환사채 발행회사가 리픽싱 조항을 둔 경우, 주식의 시가 하락에 따른 전환가액의 조정사유가 발생하였음에도 발행회사가 그 조정을 거절하고 있다면, 전환사채권자는 발행회사를 상대로 조정사유 발생시점을 기준으로 전환사채 전환가액 조정절차의 이행을 구하는 소를 제기할 수 있고, 전환가액의 조정이 선행되어야 사채권자가 권리행사 여부를 결정할 수 있으므로, 전환사채 전환가액 조정절차의 이행을 구하는 소는 전환권의 행사 여부와 관계없이 허용된다.⁷⁵⁾

4) 공시에 관한 규정

최근 자본시장법 제161조 제1항은 사모 형태의 전환사채 발행의 경우에도 최소 납입기일의 1주 전에는 주요사항보고서를 공시하도록 개정 되었으며, 공포(2025. 1. 21.) 후 6개월이 경과한 날부터 시행될 예정이다.

5) 전환사채 매수선택권 관련 규정

증권발행공시규정은 주권상장법인이 최대주주 또는 그의 특수관계인에게 전환사채 매수선택권을 부여하는 전환사채를 발행하는 경우(주권상장법인이 자신이 발행한 전환사채를 취득한 후 최대주주등에게 매도하는 경우를 포함한다)에는 최대주주 또는 그의 특수관계인이 전환사채 매수선택권의 행사로 각자 발행당시 보유(누구의 명의로든지 자기의 계산으로 소유하는 경우를 말한다)한 주식 비율을 초과하여 주식을 취득할 수 없도록 하는 조건으로 전환사채를 발행하도록 규정하고 있다(제5-21조 제3항). 즉, 최대주주 또는 그의 특수관계인에게 부여된 매수선택권의 행사한도를 전환사채 발행 당시 지분을 이내로 제한되도록 하였다.

또한 증권발행공시규정 제4-4조 제2항은 주권상장법인이 미리 정한 가액으로 전환사채를 매수할 수 있는 권리를 제3자에게 부여한 전환사채를 발행(발행 이후에 제3자가 결정되는 경우를 포함한다)하고 그 전환사채매수선택권이 행사된 때(제1호), 주권상장법인이 자기가 발행한 전환사채를 취득하여 제3자에게 매도하기로 결정한 때(제2호), 주권상장법인이 전환사채매수선택권의

74) 기존에는 정관에서 정하고 있거나 주주총회 특별결의가 있을 때 최저조정가액 70%를 변경할 수 있도록 규정하고 있었으나, 2024. 12. 1. 자 개정을 통하여 주주총회 특별결의를 통해서만 변경할 수 있도록 개정하였다.

75) 대법원 2014. 9. 4. 선고 2013다40858 판결(분리형 신주인수권부사채에서 신주인수권 행사가액의 조정이 문제된 사안이다).

행사를 지정한 때(제3호), 주권상장법인이 자기가 발행한 전환사채를 만기 전에 취득하기로 결정한 때(제4호)에는 주요사항보고서에 공시하도록 규정하고 있다.

이에 더하여 2024. 12월 증권발행공시규정이 개정되어 회사가 만기 전 전환사채를 취득할 경우 주요사항보고서를 통해 취득 및 처리계획 관련 정보를 공시하도록 하고 있다(제4-5조 제6호 가목). 이는 회사가 만기 전 취득한 전환사채를 최대주주에게 재매각한 후 주식으로 전환하는 방법 등을 통해 불공정거래에 악용될 수 있다는 우려와, 만기 전 재매각은 사실상 신규발행과 유사함에도 시장에 충분한 정보가 제공되지 못하는 문제가 제기됨에 따른 것이다.⁷⁶⁾

III. 외국 입법례

1. 일본

일본에서는 우리나라와 유사하게 ‘전환사채’와 ‘신주인수권부사채’를 규정하고 있었으나, 2001년 11월 구 상법⁷⁷⁾ 개정을 통해 이를 없애고, ‘신주예약권’ 및 ‘신주예약권부사채’ 개념을 처음 도입하였다. 이후 2005년 새로 제정된 회사법에서 60여개에 달하는 조문(회사법 제236조부터 제294조까지)이 추가되어 현재에 이르고 있다.⁷⁸⁾

1) 신주예약권

‘신주예약권’이란 주식회사에 대하여 행사함으로써 해당 주식회사 주식을 교부받을 수 있는 권리를 말한다(회사법 제2조 제21호). 신주예약권은 회사가 발행한 주식을 미리 정한 가격으로 취득할 수 있는 권리라는 점에서 일종의 매수선택권이라 할 수 있다.⁷⁹⁾ 이러한 신주예약권은 그 권리가 회사에 대하여 신주의 교부를 요구할 수 있는 형성권의 성격을 가진다.⁸⁰⁾

2) 신주예약권부사채의 의의 및 종류

76) 금융위원회 보도자료, 2024. 11. 13. 자 “전환사채 제도개선을 위한 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 개정안 ‘24.12.1일부터 시행’, 1-2면.

77) 구 상법은 2005년 폐지되고, 회사법이 제정되었다.

78) 김재형, “일본의 신주예약권에 관한 최근의 동향과 시사점 - 스톡옵션으로서의 신주예약권을 중심으로 -”, 법학논총 제18권 제2호, 조선대학교 법학연구원, 2011, 448면.

79) 藤田友敬, “オプションの発行と会社法(上)-新株予約権の創設とその問題点-” 商事法務研究会, 2002, 18頁; 江頭憲治郎, 株式会社法(第7版), 有斐閣, 2017, 780頁은 다음과 같이 설명하고 있다. “신주예약권은 그 행사로 얻어질 주식의 시가가 행사가격을 상회하는 경우는 물론 하회하는 경우에도 행사기간내에 상회할 기대가 있는 한 그 경제적 가치를 부정할 수 없다. 일반적으로 신주예약권처럼 주식을 원자산으로 하는 매수선택권(call option)류의 금전적 평가는 i) 권리행사가격, ii) 교부될 주식의 시가, iii) 당해 주식의 volatility(주가변동의 표준편차), iv) 행사기간, v) 금리를 요소로 산출가능하다.”

80) 証券取引法研究会, 轉換社債型新株予約権付社債の理Qと実務, 商事法務研究会, 2003, 1頁.

가) 의의

일본은 과거 우리나라와 유사하게 전환사채와 신주인수권부사채를 규정하고 있었으나, 2001년 신주예약권 제도를 도입하면서 기존의 '전환사채'와 '신주인수권부 사채'에 관한 규정을 없애고, 모두 '신주예약권부사채'로 일원화하였다. 이 제도는 이후 2005년 제정된 회사법에도 동일하게 규정되었다. 여기서⁸¹⁾ '신주예약권부사채'란 신주예약권이 부여된 사채를 말한다(회사법 제2조 제22호). 신주예약권 부분에 대해서는 신주예약권 규정(회사법 제2편 제3장)이 적용되며, 회사채 부분에 대해서는 사채의 규정이 적용되나(회사법 제248조), 모집사채⁸²⁾에 관한 사항의 결정(회사법 제676조), 모집사채의 신청(회사법 제677조), 모집사채의 할당(회사법 제678조) 등의 모집사채와 관련한 규정은 신주예약권부사채의 모집에는 적용되지 않는다(회사법 제248조). 회사법 제236조 제2항은 "신주예약권부사채에 부여되는 신주예약권의 수는 그 사채의 금액에 따라 균등하게 정하여야 한다."고 규정하고 있다.

나) 종류

신주예약권부 사채는 ①전환사채처럼 신주예약권을 행사하면 그 사채가 소멸되는 형태의 사채를 '전환사채형 신주예약권부 사채'라 하고, ②금전 등 당해 사채 이외의 재산을 출자하는 형태로 신주예약권을 행사할 수 있는 형태를 '비분리 신주예약권부 사채'로 분류된다. 신주예약권부 사채는 비분리형(신주예약권과 사채를 동시에 동일인에게 귀속시키고 배정하는 형태)으로만 발행이 가능하며, 분리형(신주예약권과 사채가 분리되어 양도되는 형태)의 발행은 불가능하다(회사법 제245조 제2항 참조). 다만, 신주예약권을 사채와 결합시키지 않고 그 자체만을 발행하는 것은 가능하다.⁸³⁾

3) 신주예약권부사채의 발행현황

일본에서 발행되는 신주예약권부사채의 형태는 대부분 전환사채형 신주예약권부사채라고 한다.⁸⁴⁾ 증권업협회에서 발행한 전환사채형 신주예약권부사채 발행 현황에 따르면, 2021년 약 150억 엔(원화 약 1,420억 원), 2022년 약 55억 엔(원화 약 521억 원), 2023년 약 250억 엔(원화 약 2,369억 원), 2024년 약 170억엔(원화 약 1,611억 원) 등의 발행 규모를 보이고 있다. 일반 무보증 회사채의 경우 2021년 기준 약 15조 2천억엔(원화 약 144조 원), 2022년 기준 약 12조엔(원화 약 113조 원), 2023년 약 14조 9천억엔(원화 약 141조 원), 2024년 약 15조 7천억엔(원화 약 148조 원) 정도가 발행된 점과 우리나라의 발행 상황에 비추어 볼 때 경제규모 대

81) 이하 법령을 '회사법'으로 표기한 것은 '일본의 회사법'을 의미한다.

82) 일본 회사법은 통상의 '신주발행'이란 용어 대신 '모집주식의 발행'이란 용어를 사용한다. 여기서 '모집'은 우리나라 자본시장법에서 규정하는 50인 이상의 불특정다수인으로부터 투자를 유치한다는 모집으로서의 의미가 아니고, 증권권의 인수인을 정하는 절차를 의미하므로 1인에게 발행하는 경우도 모집에 해당한다.

83) 김태진, "신주인수권부사채 발행의 무효", 기업법연구 제32권 제3호, 한국기업법학회, 2018, 116면 참조.

84) 安部健介, 新株予約権・社債(第3版), 中央経済社, 2021, 226-227頁.

비 신주예약권부사채를 통한 자금조달 규모는 크지 않은 상황으로 보인다.⁸⁵⁾

4) 신주예약권부사채의 모집발행⁸⁶⁾

주식회사가 발행하는 신주예약권부사채의 인수인을 모집하려는 경우에는 그때마다 신주예약권 및 사채에 관한 다음의 사항을 정하여야 한다(제238조 제1항, 제676조).⁸⁷⁾ 모집신주예약권부사채의 내용 및 수(제238조 제1항 제1호), 모집신주예약권의 납입금액(각 신주예약권과 교환하여 납입하는 금액을 말함) 또는 산정방법(제238조 제1항 제3호), 모집신주예약권의 대가로 금전의 납입을 요하지 아니하는 경우에는 그 뜻(제238조 제1항 제2호), 모집사채의 총액 및 각 모집사채의 금액(제676조 제1호 및 제2호), 각 모집사채의 납입금액(각 모집사채와 상환하여 납입하는 금전을 말함), 최저금액 또는 그 산정방법(제676조 제9호), 모집사채와 교환으로 하는 금전의 납입기일(제676조 제10호) 등이 있다.

모집사항 중 핵심인 신주예약권의 경우 주식회사의 어느 기관이 결정하는지와 관련하여 정리하면 다음과 같다. 원칙적으로 모집사항의 결정은 주주총회의 결의에 따라야 한다(제238조 제2항). 주주총회의 결의로 모집사항의 결정을 이사회에 위임할 수는 있고(제239조 제1항), 그 주주총회의 위임 결의는 배정일이 결의일로부터 1년 이내인 모집에 관하여만 효력이 있도록 하는 규정을 두고 있다(제239조 제3항). 만약 주주총회 위임결의의 대상이 모집신주예약권의 대가로 금전의 납입을 요하지 아니하는 경우 그 금전 납입을 요하지 아니하는 것이 해당자에게 '특히 유리한 조건'인 경우이거나(제238조 제3항 제1호), 납입을 요하는 경우에는 납입금액이 해당자에게 특히 유리한 금액일 때(같은 항 제2호)에는 이사는 주주총회에서 그 금액으로 모집신주예약권을 인수하는 자를 모집하는 것이 필요한 이유에 대해 설명해야 한다(제238조 제3항).

제3자배정방식의 경우에도 공개회사⁸⁸⁾는 이사회 결의로 모집사항을 결정할 수 있도록 특칙을 두고 있다(제240조 제1항).⁸⁹⁾ 그러나 모집신주예약권의 대가로 금전의 납입을 요하지 아니하는 경우 그 금전 납입을 요하지 아니하는 것이 해당자에게 '특히 유리한 조건'인 경우이거나(제238조 제3항 제1호), 납입을 요하는 경우에는 납입금액이 해당자에게 '특히 유리한 금액'일 때(같은 항 제2호)에는 이사회 결의로 모집사항을 결정할 수 없고, 반드시 주주총회 결정을 거쳐야 한다(제240조 제1항. 이하 제238조 제3항 제1호 및 제2호의 경우를 '유리발행'이라고 한다).

85) 日本証券業協會, 公社債發行額・償還額, <<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/hakkou/index.html>>(2025. 2. 16. 방문).

86) 일본 회사법은 '신주발행'이란 용어 대신 '모집발행'이란 용어를 사용한다. 여기서 '모집'은 우리나라 자본시장법에서 규정하는 '모집'의 의미인 50인 이상의 불특정다수인으로부터 투자를 유치한다는 의미가 아니고, 증권의 인수인을 정하는 절차를 의미하므로 1인에게 발행하는 경우도 모집에 해당한다(김지웅, "주주의 전환사채발행 유지청구권에 관한 연구", 경제법연구 제22권 제2호, 한국경제법학회, 2023, 58면).

87) 제238조 제1항 제6호는 모집대상 신주예약권이 신주예약권부사채에 부여된 것인 경우에는 사채 발행시 결정해야 하는 제676조 각 호의 사항을 같이 정하도록 규정하고 있다.

88) 여기서 '공개회사'는 정관상 회사가 발행하는 전부 또는 일부의 주식을 양도하는 경우 주식회사 승인이 필요하다는 뜻의 규정이 마련되어 있지 않은 주식회사를 말한다(제2조 제5호).

89) 제240조 제1항은 주주배정과 제3자배정을 구분하고 있지 않으나, 제241조 제1항에서 공개회사에서 주주배정의 경우 모집사항의 결정은 이사회결의로 하도록 규정하면서 별도의 예외규정을 두고 있지 않은 이상 제240조 제1항의 규정은 제3자배정 방식에 한하여 적용되는 것으로 해석된다.

결론적으로 공개회사에서 제3자배정 방식의 유리발행의 경우 반드시 주주총회의 결정을 통하여(또는 주주총회의 결정을 받은 이사회에서) 모집사항을 결정해야 한다.

5) 유리(有利)한 발행

일본에서 전환사채형 신주예약권부사채는 사채 부분에 대해 이자율을 낮추는 대신 신주예약권을 무상으로 발행하는 것이 일반적이라고 한다.⁹⁰⁾ 여기서 무상발행은 사채에 대해서는 액면금 상당을 납입하였더라도 신주예약권에 대한 대가를 지급하지 않았더라면 무상발행에 해당하는 것이므로, 무상이나 유상이냐는 인수인이 '신주예약권' 자체에 대한 가치를 발행인에게 '별도로' 지급했는지 여부에 따라 달라진다. 다만 회사가 신주인수권부사채를 발행할 때 이를 무상으로 발행했다고 하여 무조건 유리한 발행에 해당하는 것은 아니며,⁹¹⁾ 아래에서 살펴볼 판단기준에 따라 유리한 발행인지 여부가 결정된다.

가) 판단기준

신주예약권을 무상으로 부여하는 신주예약권부사채의 유리한 발행에 대한 판단은 사채 부분의 가치와 신주예약권 부분의 가치를 모두 고려해야 한다고 한다.⁹²⁾ 구체적으로, 신주예약권부사채의 신주예약권 부분과 사채 부분의 가치를 각각 평가 산정하여 신주예약권 부분의 공정가치(신주예약권 부분을 무상으로 발행함으로써 발행회사가 받는 손실)와 사채 부분에 대해 발행회사가 받는 이익(사채의 납입금액과 사채 부분의 평가액의 차이)이 대체로 균형을 이루고 있다면 유리한 발행이 되지 않는 것으로 판단하는 것이 일반적이다. 즉, 투자자가 신주예약권부사채를 발행받을 때 회사에 납입했던 금액이 신주예약권과 사채의 공정가치 합과 비교하여 얼마나 차이가 있느냐, 얼마나 싸게 또는 비싸게 샀느냐가 기준이라는 것이다.

일본 판례들은 유리한 발행 여부의 판단기준을 비교적 상세하게 판시하고 있는데, 이를 단계별로 분설해서 보면 다음과 같다.⁹³⁾

먼저, 신주예약권에 대해서 실제 지급한 가치가 얼마인지에 관한 것이다. “신주예약권부사채에 부여된 신주예약권의 대가로 금전의 지급을 요하지 않는 경우 해당 신주예약권의 실질적 대가는 특별한 사정이 없는 한 해당 신주예약권부사채의 정해진 이율과 보통사채를 발행하는 경우에 필요한 이자율의 차액에 해당하는 경제적 가치에 해당한다.”라고 보고 있다. 즉, 회사가 신주예약권 없이 보통 회사채를 발행했다면 10%의 이자를 주어야 하는데, 신주예약권이라는 감미제를 첨가하였기 때문에 3%의 이자만 주는 것으로 신주예약권부사채의 이자율을 책정한 경우를 가정하

90) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 227면.

91) 무상발행의 경우에도 '특히 유리한 조건'일 때 한하여 주주총회 결의를 거치도록 규정하고 있기 때문이다(회사법 제238조 제3항 제1호).

92) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 227면.

93) 東京地決平成19·11·12金判1281号52頁, 名古屋地決平成20·11·19金判1309号20頁, 東京地判平成 30·9·20 金判1215号66頁[대왕제지 사건으로 일본 최고재판소에서 2020. 12. 24. 상고기각 결정으로 확정되었다. 安部健介, 앞의 책(각주 84), 232면].

면, 투자자가 신주예약권을 취득하기 위하여 지급한 가치는 [(신주예약권부사채 액면금액 × 10%)⁹⁴⁾ - (신주예약권부사채 액면금액 × 3%)⁹⁵⁾] 상당액이라는 것이다.

두 번째로 판례는 신주예약권의 공정가치는 신주예약권 발행 당시의 주가, 행사가액, 행사기간, 이자율, 주가변동률 등의 요소를 바탕으로 옵션평가이론에 근거하여 산출된 신주예약권 발행 시점의 가치로 보고 있다.

한편, 신주예약권의 공정가치를 산정하는 방법에는 분리평가와 일체평가의 두 가지 방법이 있을 수 있는데 분리평가는 신주인수권을 단독으로 옵션평가모델로 평가하는 방법이고, 반면 일체형 평가는 신주예약권이 사채 부분과 분리할 수 없는 것으로 간주하여 신주예약권부 사채 전체의 가치에서 사채 부분의 가치를 뺀 것을 신주예약권의 가치로 하는 방법이다.⁹⁶⁾

이에 관하여 일본에서 논의되고 있는 학설을 살펴보면 다음과 같다. 다수설은 일반적으로 분리평가 방법을 지지하고 있다.⁹⁷⁾ 반면 신주예약권부사채의 경우 신주예약권이 행사되면 사채는 소멸하고 신주예약권과 사채는 불가분하게 연결되어 있기 때문에 신주예약권 부분만을 분리하여 평가할 수 있을지 의문이라면서 신주예약권부사채를 일체로 평가해야 한다는 견해도 있다.⁹⁸⁾ 분리평가 방식은 신주예약권의 가치를 무시되면 안 된다는 고려에서 나온 것이며, 일체적으로 평가하는 것이 합리적인 경우까지 신주예약권의 분리평가를 강제할 이유는 없다고 보면서, 만약 신주예약권부사채를 일체로 평가하는 것이 평가실무에서 합리적인 방법으로 인정된다면 재판에서도 일체로 평가하여 판단하는 것이 위법이라고 보기는 어렵다는 견해도 있다.⁹⁹⁾

현재로서는 신주예약권부사채를 일체로 평가하는 것의 어려움과 일체로 평가할 경우 신주예약권의 가치가 정당하게 인식되지 못할 우려 등으로 인하여 분리평가에 따르는 견해가 다수설이고, 판례 역시 분리평가설에 입각하여 논리를 구성하고 있는 것으로 보인다.¹⁰⁰⁾

또한 공정가치를 구체적으로 산정하는 방법은 여러 가지가 있을 수 있는데 법원은 객관적 자료에 근거한 일응 합리적인 산정방법에 의해 발행조건이 결정되어 있다면 크게 문제 삼지 않겠다는 취지로 판시하고 있다.¹⁰¹⁾ 신주예약권의 공정가치를 둘러싸고 다툼이 있었던 기존 판례를 살펴보면, 삼항 트리 모델, 블랙-숄즈 모델, 이항 트리 모델, 블랙-숄즈 모델과 몬테카를로 시뮬레이션 모델 등 사안마다 다양한 방법이 사용되었으나 법원은 각각의 산정방법 자체의 합리성을 부정하지는 않았다.¹⁰²⁾ 다만, 어떤 이론과 방법을 사용하든 전제조건을 어떻게 설정하느냐에 따라

94) 일반 회사채에 투자했다면 받을 수 있었던 이자를 말한다.

95) 실제 신주예약권부사채를 발행하면서 약정한 이자를 말한다.

96) 渡辺宏之, 新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」-オートボックスセブン事件, 丸八証券事件, MSCB-, 早稲田法学 第97巻 第22号, 2017, 40頁.

97) 江頭憲治郎, 株式会社法(第7版), 有斐閣, 2017, 788頁.

98) 武井一浩, “第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応(5)”, 旬刊商事法務 別冊344号, 48頁.

99) 田中亘, M&A判例の分析と展開 II, 別冊金融·商事判例, 2010, 62頁.

100) 東京地決平成19-11-12金判1281号52頁, 名古屋地決平成20-11-19金判1309号20頁, 東京地判平成 30-9-20 金判1215号66頁.

101) 위 대왕제지 사건. 동 판결에서는 “합리적인 산정방법에 따라 발행조건을 결정하였음에도 불구하고, 법원이 사후적으로 이와 다른 산정방법을 사용하거나 다른 수치를 채택하는 등 다시 발행조건을 정하고 이에 따라 해당 신주예약권부사채의 발행이 유리발행에 해당하는지 여부를 판단하는 것은 이사의 예측가능성을 해칠 수 있어 타당하지 않다”고 판시하고 있다.

102) 渡辺宏之, “新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」-オートボックスセブン事件, 丸八証券事件, MSCB-, 早稲田法学 第97巻 第22号, 2017, 50면.

구체적인 결론이 달라질 수 있기 때문에 법원에서는 이 전제조건외의 타당성 및 그에 따라 산정된 신주예약권가치의 합리성을 판단하게 된다.¹⁰³⁾

세 번째로, 이렇게 산정된 해당 신주예약권의 실질적 대가(= 투자자가 지급한 대가)와 공정가치를 비교하여 그 실질적 대가가 공정가치를 크게 하회하는 경우 해당 신주예약권부사채의 발행은 회사법 제238조 제3항 제1호에서 말하는 유리한 발행에 해당한다고 판시하였다.

세 번째인 유리한 발행 여부 판단에서 특히 유리한지 여부의 판단기준은 어떻게 될까? 일반 회사법은 신주예약권의 납입금액이 무상인 때 주주총회의 특별결의를 거쳐야 하는 경우로 특히 유리한 '금액'이 아니고 '조건'이라는 문구를 사용하고 있다. 법 개정안 제출 당시 설명자료에 따르면,¹⁰⁴⁾ 이는 신주예약권의 경우 납입금액의 무상인 경우가 있을 수 있기 때문이라고 설명하면서, 특히 유리한지 여부의 판단은 어디까지나 기존 주주가 받게 될 경제적 불이익과의 관계에서 결정되어야 하며, 발행 조건이 유리하다면 이는 발행 금액에 반영되어야 하는 것이 타당하다고 밝히고 있다. 학계에서도 특별한 유리한 조건인지 여부는 기존 주주 보호의 관점에서의 검증이 필요하다고 보고 있다.¹⁰⁵⁾

나) 유리발행의 판단시점

유리발행의 판단시점과 관련하여, 신주예약권 행사기간 중 발행회사의 평균주가를 예상하여 그 합리적인 예상금액과 행사금액(전환가액)을 비교하여 유리발행 여부를 판단해야 한다는 견해(행사시설), 발행 시점의 신주예약권의 가치와 납입 금액을 비교하여 발행당시를 기준으로 유리발행 여부를 판단하는 견해(발행시설)이 있다.¹⁰⁶⁾ 이중 실무에서는 대체로 발행시설을 따르고 있으며,¹⁰⁷⁾ 판례는 선텔레폰(サンテレホン) 주식회사의 주주가 동 주식회사가 발행한 신주예약권에 대해 발행금지 가처분을 신청한 사건에서, '특히 유리한 금액'에 의한 모집신주인수권의 발행이란 옵션평가이론에 근거하여 산출된 신주예약권 발행시점의 가격을 의미하고, 공정하게 평가된 옵션가액과 이사회에서 결정된 납입금액을 비교하여 이사회에서 결정된 납입금액이 평가된 옵션금액을 크게 하회하는 경우에는 원칙적으로 신주예약권의 유리발행에 해당한다고 보아야 한다고 판시¹⁰⁸⁾하여 발행시설의 견해를 취하고 있는 것으로 평가받고 있다.¹⁰⁹⁾

6) 전환가격조정조건부 전환사채

일본에서도 주가의 변동에 따라 전환가액의 조정을 자유로이 할 수 있는 전환사채가 발행되

103) 渡辺宏之, 앞의 논문(각주 102), 50면.

104) 相澤哲編著, 立案担当者による新会社法の解説, 別冊商事法務 295号, 2006, 64頁(집필자: 豊田祐子).

105) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 238頁.

106) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 214-215면; 藤田友敬, 「オプションの発行と会社法(上)」 旬刊 商事法務 1622号, 2002, 18頁.

107) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 214-215면 참조.

108) 東京地決平成18.6.30 金商 1247-6 以下.

109) 安部健介, 앞의 책(각주 84), 214-215면.

고 있다. 일본에서는 이를 전환가격조정조항부전환사채(Moving Strike Convertible Bond, 이하 “MSCB”라 한다)라 부르고 있다. 주로 유상증자나 회사채 등 통상적인 자금조달 수단만으로는 자금조달이 쉽지 않은 중소기업을 위주로 전환가격조정조항부전환사채를 발행하고 있다고 한다.¹¹⁰⁾ MSCB에 대해서는 동경거래소 유가증권상장규정(有価証券上場規程)에서 주권상장법인을 대상으로 별도 규정을 두고 있는데, 주권상장법인이 발행한 MSCB가 주식으로 전환되는 해당 월에 전환될 주식의 수의 합계가 발행주식 총수의 10%를 초과하는 경우 그 초과분에 한하여는 주식으로 전환을 할 수 없도록 하고 있다.¹¹¹⁾

일본의 경우 우리나라와 같이 리픽싱의 한도를 제한하는 규정은 두고 있지 않은 것으로 보인다. 다만, 동경거래소는 MSCB가 전환가격이 조정 당시 시장가격의 90% 미만으로 하향조정할 수 있도록 설정하는 경우 주식가치의 희석 및 유통시장의 기능 장애에 상당한 영향을 미치는 것으로 간주되고, 이는 유가증권상장규정이 명시하고 있는 행동규범 중 하나인 주주의 권리를 훼손하는 행위 금지 규정(제444조)에 위반할 수 있음을 경고하고 있다.¹¹²⁾

7) 통지 및 공고에 관한 규정

일본 회사법은 공개회사에서의 모집사항의 결정 특칙에 관하여 규정하고 있다. 공개회사는 주총회 결의 대신 이사회 결의에 따라 모집사항을 정한 경우에는 할당일¹¹³⁾ 2주일 전까지 주주에게 해당 모집사항을 통지하도록 규정하고 있다(제240조 제2항).¹¹⁴⁾ 이 점이 우리나라 상법과는 다른 점이다.

2. 미국

가. 발행 관련

모범회사법 §6.30는 주주의 신주인수권(preemptive right)에 관하여 규정하고 있는데, §6.30(c)은 “이 조(section)에서 규정하는 주식(shares)에는 주식으로 전환할 수 있는 증권 또는 주식을 인수하거나 취득할 권리를 갖는 증권이 포함된다.”고 규정하고 있다.¹¹⁵⁾ 따라서 §6.30에서 다루는 주식에는 전환사채도 포함된다고 보아야 할 것이다.¹¹⁶⁾ 이를 전제로 살펴보면,

110) 奥総一朗, 「事業再生企業を対象にした下方修正条項付転換社債(MSCB)」, 銀行法務656号, 2006, 42頁.

111) 유가증권상장규정 제434조, 동 규정 시행규칙 제436조.

112) 동경증권거래소, MSCB等の発行に関する実務上の留意事項, <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7789.html>(2025. 2. 16. 최종방문).

113) 할당일은 모집신주예약권을 할당하는 날을 의미하는 데(제238조 제1항 제4호), 신주예약권 신청자는 할당일에 신주예약권자 및 신주예약권부사채에 대한 사채권자가 되는데(회사법 제245조 제1항 제1호, 같은 조 제2항), 보통 모집신주예약의 신청 → 할당 → 납입의 순서로 이루어지므로, 주주에 대한 사전 통지·공고로 기능하고 있다.

114) 일본 회사법은 모집사채에 관한 사항의 결정(제676조), 제677조(모집사채의 신청), 제678조(모집사채의 할당) 등 모집사채와 관련한 일반 규정을 신주예약권부사채의 모집에는 적용하지 않는다(제248조).

115) 원문은 다음과 같다. “(c) For purposes of this section, shares includes a security convertible into or carrying a right to subscribe for or acquire shares.”

§6.30(a)에서는 회사의 주주는 정관에서 정하는 경우 이외에는 회사의 未발행 주식을 취득할 신주인수권을 갖지 아니한다고 정하고 있다. 즉, 정관에 규정이 있는 경우에 한하여 주주에게 우선인수권이 있다고 볼 수 있다. 회사가 발행하는 전환사채의 구체적 내용을 결정하는 권능은 원칙적으로 이사회에 부여하고 있다[§6.24(a)].

델라웨어주 일반회사법 §102(b)(3)은 회사가 정관에 추가로 발행하는 주식과 주식으로 전환되는 증권에 대하여 주주에게 우선인수권을 부여한다는 규정을 두지 않는 한 주주는 우선인수권이 없다고 규정하고 있다. 즉, 모범회사법과 마찬가지로 정관에 규정이 있는 경우에 한하여 주주에게 우선인수권이 있다고 볼 수 있다. 또한 델라웨어주 일반회사법 §157은 모범회사법과 마찬가지로 이사회에게 발행조건 설정 등에 관하여 광범위한 재량권을 부여하고 있다.

한편, 뉴욕증권거래소의 NYSE Listed Company Manual은 상장회사가 보통주로 전환가능한 증권(securities convertible into common stock)을 발행할 때 전환 가능한 주식의 총수가 기 발행주식 총수의 20%를 초과하는 경우 주주총회의 승인을 받도록 규정하고 있다.¹¹⁷⁾ 나스닥 증권거래소의 The Nasdaq Stock Market LLC Rules에도 유사한 취지의 규정을 두고 있다.¹¹⁸⁾

나. 전환가액 조정 관련

미국에서는 발행 이후 전환가액 조정이 가능한 전환사채를 ‘시장조정증권(market-adjustable securities)’이라는 용어를 사용하고 있는 것으로 보인다.¹¹⁹⁾ 미국에서는 1990년대 중반부터 전환가액조정 전환사채가 발행되기 시작하였는데, 보통은 일정한 관찰기간(look-back period)을 설정한 후 그 기간 동안의 발행회사 주가의 평균 가격 또는 최저 가격이 발행당시 설정된 전환가격보다 낮다면 전환가격을 주가에 따라 낮게 조정하는 형태가 많았다.¹²⁰⁾ 최근에도 시장조정증권의 발행이 되는데, 보통 재무적으로 부실한 기업, 기타 수익이 적거나 없는 기업, 파산 위기에 처한 기업과 같이 주식이나 전환사채를 추가로 발행할 수 없는 소수의 발행회사에 집중되어 있다.¹²¹⁾

발행 과정에서 이를 특별히 제한하는 법령상 규정은 찾기 어려웠다. 유통과정에서는 공매도와 관련한 문제가 발생할 수 있다. 시장조정 전환사채를 가진 자의 경우 주가가 하락하면 전환가액을 하향조정하여 추후 주가가 정상화되거나 상승하였을 때 더 큰 이익을 누릴 수 있으므로, 공매

116) 유영일, “주주의 신주인수권에 관한 연구 - 입법론 및 전환사채에 대한 주주의 우선인수권 문제를 중심으로-”, 기업법연구(제15편), 한국기업법학회, 2003, 149-150면.

117) NYSE Listed Company Manual section 312.03(c).

118) The Nasdaq Stock Market LLC Rules section 5635(a).

119) SEC, “SEC Proposes Amendments to Rule 144 and Form 144” 보도자료, 1면, <<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-336>>(2025. 2. 16. 최종접속).

120) William W. Bratton, Corporate Finance - Cases and Materials -(9th ed), Foundation Press, 2021, p. 831.

121) Dwyer, Austin et al, “An Investigation of Death Spiral Convertible Bonds”. Working Paper, 2018; Zachary T. Knepper, Future-Priced Convertible Securities and the Outlook for Death Spiral Securities -Fraud Litigation, 26 WHITTIER L. REV. 359, 2004; Pierre Hillion & Theo Vermaelen, Death Spiral Convertibles, 71 J. FIN. ECON. 381, 2004.

도를 통해 주가를 하락시키고자 하는 유인이 될 수 있고(이를 보유자 ‘기회주의 위험’이라고 표현 하기도 한다),¹²²⁾ 이러한 측면에서 미국에서는 전환가액 조정이 가능한 사채를 독성 전환사채 (toxic convertibles), 죽음의 나선형 전환사채(death spiral convertibles) 등의 이름으로 부르 기도 한다.¹²³⁾ 다만, 이러한 공매도에 따른 문제에 대해서는 직접적인 규제를 두기보다는 불공정 거래 행위 규제를 적용하고 있는 것으로 보인다.¹²⁴⁾

3. 독일

독일 주식법상 기초자본(grund kapital)의 증자는 원칙적으로 주주총회에서 4분의3 이상의 결의로 이루어진다(제182조). 회사는 정관으로 최대 5년 간¹²⁵⁾ 일정한 한도 내에서 증자를 결정 할 수 있는 권한을 이사회에 위임할 수 있는데(제202조 내지 제206조), 이 경우 적어도 4분의 3 이상의 주주총회 결의를 요하고, 이러한 다수결의 요건은 정관으로 변경할 수 있으나 더 가중된 요건으로만 변경이 가능하다(제202조 제2항). 이사회는 수권된 자본의 한도액, 즉 수권자본금 (genehmigtes kapital)의 범위 내에서 신주발행을 결정할 권한을 갖는데, 이때 수권 범위는 권 한이 부여된 시점에 존재하고 있는 자본금의 2분의1을 초과하지 못한다(제202조 제3항).

전환사채의 발행은 주주총회의 결의가 있어야 발행할 수 있으며, 그 결의는 4분의3 이상의 다수결을 요한다(제221조 제1항). 주주총회 결의를 거치도록 한 이유는 전환사채권자의 전환권 행사 결과로 기존 주주들의 주식 가치가 희석되기 때문이다.¹²⁶⁾ 주주에게는 전환사채 인수권이 부여되고 있으므로(제221조 제4항 전문) 그것을 배제하기 위해서는 신주인수권의 경우와 마찬가지로 엄격한 요건을 충족해야 한다(제221조 제4항 후문, 제186조).¹²⁷⁾ 독일 주식법은 원칙적으로 주주가 신주인수권을 갖는다고 규정하고 있다(제186조 제1항). 이러한 주주의 신주인수권에 대해서는 기초자본을 증가시키는 주주총회 결의가 있을 경우 일부 또는 전부를 배제할 수 있다 (제186조 제3항). 신주인수권을 배제하기 위해서는 주주총회 특별결의를 거쳐야 하며 정관으로 이러한 요건을 완화하거나 배제하는 것은 불가능하다.¹²⁸⁾ 또한 신주인수권의 배제를 위해서는 주 주총회 결의와 같은 절차상의 요건 이외에 필요성, 비례성 등 엄격한 실체상의 요건 역시 충족하 여야 한다.¹²⁹⁾ 나아가 제3자에게 신주인수권을 부여하기 위해서는 주주의 신주인수권을 배제한

122) William W. Bratton, 앞의 책(각주 120), p.832.

123) William W. Bratton, 앞의 책(각주 120), p.832.

124) William W. Bratton, 앞의 책(각주 120), p.832.

125) 회사 설립시에는 회사가 등기된 이후 최대 5년의 범위에서 정관으로 이사회에 권한을 부여할 수 있으며, 정관변 경을 통하여 이사회에 권한을 부여할 경우 정관변경 등기 이후 최대 5년의 범위에서 정관변경에 의해서 권한이 부여될 수 있다.

126) Grigoleit, Aktiengesetz: AktG(2. Aufl.), C.H.BECK, 2020, §221 Rn.9.

127) 제221조 제4항의 원문은 다음과 같다.

“Auf Wandelschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußrechte haben die Aktio näre ein Bezugsrecht. Die §§ 186 und 193 Abs. 2 Nr. 4 gelten sinngemäß.”

128) Noack/Zetzsche, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz(4. Aufl.), Carl Heymanns, 2020, §186 Rn.10. 다만 정관으로 다수결의 요건을 강화하는 것은 가능하다(제186조 제3항).

129) 김건식, “워런트(warrant)의 도입을 위한 소론”, 서울대학교법학 제40권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 1999, 2 50면.

이후 제3자에게 신주인수권을 부여하는 계약을 체결하여야 한다(제187조 제1항). 여기서 주주의 신주인수권을 제한하는 것은 주주총회 결의에 의해서만 가능하므로 결국 제3자에게 신주인수권을 부여하기 위해서는 주주총회의 결의가 필요하며, 증자 결의 전에 제3자에게 신주인수권을 부여하는 것은 회사에 대해서 효력이 없다(제187조 제2항).

한편 독일 주식법상 조건부증자에 관하여 살펴보면 다음과 같다. 독일에서는 제3자에게 신주인수권을 부여하기 위해서는 반드시 동시 또는 먼저 증자를 위한 주주총회 결의를 해야 한다. 그러나 제3자가 신주인수권의 행사 여부를 미래의 시점에 결정할 수 있도록 할 필요가 있는 자금조달 방식의 경우 이 절차는 많은 계약을 가져올 수 있는데, 그 계약을 해결하기 위한 수단이 바로 조건부증자(Zweiter Unterabschnitt Bedingte Kapitalerhöhung)다.¹³⁰⁾ 독일 주식법은 주주총회가 결의로 기초자본금을 조건부로 증가시키는 것을 허용하면서(제192조 제1항), 그 조건부 자본증가의 목적이 될 수 있는 경우를 한정하고 있다(제192조 제2항). 독일 주식법상 조건부 자본증가의 목적이 될 수 있는 경우 중 하나가 전환사채권자에게 전환권이나 신주인수권부사채권자에게 신주인수권을 부여하는 경우이다(제192조 제2항 제1호). 조건부증자의 결의가 있으면 그 한도에서는 주주의 신주인수권은 배제되고, 이에 따라 조건부증자와 함께 전환사채가 발행된 경우에는 전환권 행사 시에 주주의 신주인수권을 배제하기 위하여 별도의 주주총회를 거칠 필요가 없다.¹³¹⁾ 또한 일단 조건부증자 결의가 이루어지면 이후 주주총회는 그것을 침해하는 결의를 할 수 없다(제192조 제4항).

IV. 검토 및 법제 개선방안

1. 개관

이상에서 검토한 전환사채 발행 현황과 국내외 입법례를 토대로 서두에 제시했던 세 가지 쟁점과 각 쟁점에 관한 법제 개선방안을 검토하고자 한다. 먼저, 리픽싱이 부여된 전환사채와 관련하여, 그것이 주주의 권리를 침해하는 불공정한 발행인지 특히 불공정한 발행에서 문제되는 저가발행인지 여부, 전환사채 발행의 절차적 요건과 관련하여 리픽싱이 부여된 전환사채 발행에 주주의 의사가 제대로 반영되고 있는지를 검토해 보고자 한다. 이후 이를 토대로 리픽싱이 부여된 전환사채의 허용여부 및 허용된다면 주주의 이해관계와 조정을 위하여 어떠한 제도개선이 필요한지에 대해서 검토해보고자 한다. 둘째는, 매수선택권과 관련하여 전환사채의 실체적 요건을 검토해보고자 한다. 매수선택권의 부여가 상법이 제3자 발행시 제한하고 있는 실체적 요건(발행목적의 제한)을 회피할 소지가 있는지 여부, 있다면 어떠한 방식으로 제도를 개선할 필요가 있는지를 검토할 예정이다. 끝으로, 불공정한 전환사채가 발행되었을 때 주주는 상법에서 부여하고 있는

130) 김건식, “워런트(warrant)의 도입을 위한 소론”, 서울대학교법학 제40권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 1999., 250면.

131) 김건식, 앞의 논문(각주 130), 251면.

구제수단을 제대로 행사할 수 있어야 하는데, 이러한 발행 사실을 주주가 사전에 알고 구제수단을 행사할 수 있도록 개선방안을 검토해보고자 한다.

2. 리픽싱 - 불공정한 발행과 절차적 요건 관련

가. 불공정한 발행 관련(특히 '저가발행'의 문제)

1) 저가발행의 판단 기준

가) 판례

(1) 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결

사실관계는 다음과 같다. A 주식회사(피고)는 '전환가액은 주식의 액면금액 또는 그 이상의 가액으로 사채발행 시 이사회가 정한다.'는 정관 규정을 근거로, 이사회 결정에 따라 주주 외의 제3자에게 기준주가¹³²⁾ 55,200원보다 약 9.42% 낮은 50,000원을 전환가액으로 정하여 전환사채를 발행하였다. 이에 대해 주주는 전환사채발행 무효소송을 제기하였다.

대법원은 다음과 같이 비록 이 사건 전환사채의 전환가액이 피고의 주가나 비슷한 시기에 피고 발행한 다른 전환사채의 전환가액 등에 비추어 다소 저렴하게 발행되었다고 볼 여지가 있다 하더라도, 전환사채발행을 무효로 볼 수 없다고 판시하였다.

"자본 규모에 비하여 전환사채 발행의 규모가 미미하였고,¹³³⁾ 사채발행인수실무협의회에서 실무상의 준칙으로 정한 '사채의 발행조건에 관한 기준'은 상장법인이 전환사채를 공모 방식으로 발행하는 경우 그 전환가액은 그 결정을 위한 이사회결의일 전일로부터 소급한 1개월 평균증가, 1주일 평균증가 및 최근일 증가를 산술 평균하여 산정한 가격과 최근일 증가 중 낮은 가격을 '기준주가'로 하여 기준주가의 90% 이상으로 정하도록 하고 있었는데,¹³⁴⁾ 이 사건 전환사채의 전환가액 50,000원은 위 '사채의 발행조건에 관한 기준'에 따른 기준주가 55,200원보다 약 9.42% 할인된 것으로서 사모 방식으로 발행되었음에도 일응 공모 방식에 적용되는 기준주가의 90% 이상이라는 요건도 충족하고 있었다는 것인바, 이러한 여러 사정들에다가 이 사건 전환사채는 전환권이 부여되는 대신 피고 회사가 그 무렵 발행한 회사채의 이율인 연 11%보다 낮은 연 7%의 이율이 적용되었다는 사정까지 고려하여 볼 때, 비록 이 사건 전환사채의 전환가액이 피고 회사의 주가나 비슷한 시기에 발행된 피고 회사의 다른 전환사채의 전환가액 등에 비추어 다소 저렴하게 발행되었다고 볼 여지가 있다 하더라도, 그 정도에 비추어 이를 이유로 이미 발행된 전환사

132) 여기서 기준주가는 당시 사채발행인수실무협의회에서 실무상의 준칙으로 정한 '사채의 발행조건에 관한 기준'에 따라 산출한 기준주가이다. 위 준칙에서 '기준주가'는 현재 증권발행공시 규정에서 정하고 있는 전환가격의 기준과 동일하였다.

133) 전환사채 발행 규모를 자본 규모에 비추어 판단해야 하는 이유에 대해서는 별도의 설시는 없었다.

134) 당시 사채발행인수실무협의회에서 실무상의 준칙으로 정한 '사채의 발행조건에 관한 기준'에서는 공모 발행에 관하여 현 금융위원회 고시인 증권발행공시규정에서 유사한 조항을 두고 있다.

채 또는 전환권의 행사로 발행된 주식을 무효로 볼 수는 없다고 할 것이다.”

(2) 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결¹³⁵⁾

위 사건 이후에도 비교적 최근 대법원에서 저가 발행 여부를 다룬 사건이 있었다. 사실관계는 다음과 같다. 주권상장법인(B 주식회사)이 분리형 신주인수권부사채를 발행하였고,¹³⁶⁾ 같은 날 발행회사의 최대주주인 甲이 신주인수권부사채 인수인으로부터 신주인수권증권을 매수하였다. 이에 대하여 다른 대주주인 원고가 피고를 상대로 신주인수권부사채발행의 무효의 소를 제기하면서, “회사가 신주인수권 부분의 가치를 지나치게 낮게 평가하여 부당하게 낮은 가격으로 신주인수권증권이 발행되었고, 이로 인하여 낮은 가격에 이 사건 신주인수권증권을 매수한 甲은 이익을 취득한 반면 피고는 이 사건 사채의 발행으로 유입될 현금흐름이 감소하는 손해를 입었으므로 이 사건 사채 발행은 현저히 불공정하여 무효이다.”라고 주장하였다.

대상 판결의 원심은 신주인수권 부분의 가치가 낮게 평가되었다는 원고의 주장에 관하여 증권발행공시규정에 따라 전환가액이 결정된 이상 발행이 현저히 불공정한 방법에 의한 것이라 볼 수 없다고 판시하였고, 대법원은 이러한 원심의 판단에 위법이 없다고 보아 상고기각 하였다.

“이 사건 신주인수권의 행사가액은 관련 법령의 규정에 따라 결정된 것이고, 이 사건 신주인수권에 대한 가치산정 내지 매각단가는 甲이 이 사건 사채를 인수한 시너지파트너스 등으로부터 이 사건 신주인수권을 매수한 가격에 불과하고 피고에 유입될 사채대금과는 관련이 없으므로, 이 사건 사채는 적법하게 발행된 것으로 봄이 상당하다.”

나) 검토

(1) 전환가액 중심의 판단

판례는 전환사채의 저가 발행 여부를 ‘전환가액’을 중심으로 판단하는 경향이 있는 것으로 보인다. 그리고 증권발행공시규정에 따라 주식의 시가를 기준으로 전환가액이 결정된 경우 현저히 불공정한 발행으로 보지 않고 있다.

대법원 2015다202919 판결 사건에서 원심은 신주인수권의 ‘전환가액’은 관련 법령의 규정에 따라 결정된 것이고, 이 사건 신주인수권에 대한 가치산정 내지 매각 단가는 최대주주인 甲이 이 사건 사채를 인수한 신한금융투자 주식회사 등으로부터 이 사건 신주인수권을 매수한 가격에 불과하고 피고에 유입될 사채대금과는 관련이 없으므로, 즉, 액면금과는 관련이 없으므로 적법하게 발행되었다는 것이다. 특히 이 사건에서 원고는 ‘블랙-솔즈 결정모형’을 기초로 신주인수권증권의 공정가치를 산정한 후¹³⁷⁾ 신주인수권증권의 행사가액이 그 공정가치의 약 20% 수준으로 저가 발행되었다고 주장하였다. 그러나 법원에서 이러한 주장은 받아들여지지 않았다. 해당 사건에서 원고의 주장이 합리적으로 산정된 공정가치를 근거로 했는지 여부는 판결문만으로는 알 수 없다. 다만, 눈여겨 봐야할 점은 원고의 주장에 대해 판례가 공정가치의 합리적 산정 여부와 공정가치

135) 동 판결의 원심은 서울고등법원 2014. 12. 19. 선고 2014나2013141 판결.

136) 현재는 자본시장법상 사모분리형 신주인수권발행사채 발행이 금지되어 있으나, 그 당시에는 가능하였다.

137) 해당 사건에서는 경제학 교수의 전문가진술서도 첨부되었다.

에 비추어 볼 때의 발행가액의 적절성에 관하여는 별도로 언급하지 않은 채, ① 발행회사가 법령상 규정된 전환가액을 준수하여 발행하였고, ② 납입된 사채액이 액면에 미달하지 않는다는 등의 이유로 원고의 청구를 기각하였다는 점이다. 위 사건에서도 판례는 전환가액을 중심으로 발행의 무효 여부를 판단하였다. 이러한 판례의 태도는 현행 상법 규정과 주식의 시가를 기준으로 한 전환가액 결정 산식을 규정하고 있는 자본시장법에 비추어보면 당연한 결과일 수도 있다.

(2) 전환가액 중심의 문제점

전환가액과 주식 액면가 이상 발행을 중심으로 하는 우리나라 규제는 과거 일본 구 상법 시절의 학계와 판례로부터 영향을 받았을 것으로 추측된다. 일본 구 상법 제341조의2 제3항은 ‘특히 유리한 전환조건’¹³⁸⁾을 부가한 전환사채를 발행하는 경우 주주총회 특별결의를 거치도록 규정하고 있었는데, 여기서 전환조건은 ‘전환가액’을 의미한다고 보았다.¹³⁹⁾ 구 상법 당시에는 특별한 사정이 없는 한 전환가액이 전환가액 결정시의 주가 이상으로 결정된 경우 특히 유리한 조건의 발행이나 불공정한 발행에 해당하지 않는다고 해석하고 있었다.¹⁴⁰⁾

① 문제점 - 전환사채 발행 실태의 변화

전환사채 발행시장의 상황은 과거와 달리 전환가액조정, 매도선택권(put option) 등 전환사채의 투자가치를 더욱더 높이는 더 많은 조건들이 감미제로 부가되고 있다. 이러한 조건들이 부여되지 않은 전환사채가 오히려 예외가 되고 있는 상황이다. 특히 주주의 주식가치 희석과 관련하여 전환가액조정이 실무상 많이 문제되고 있는데, 전환가액조정이 가능할 경우 전환가액은 발행 당시의 전환가액으로 고정되지 않고 주가의 변동에 따라 변화하게 된다. 이는 전환가액은 공정가치를 판단하는 요소 중 하나는 될 수 있으나,¹⁴¹⁾ 전환가액만을 기준으로 공정가치에 따른 발행여부를 판단하는 것보다는 전환사채 발행 이후에 작동할 여러 조건들이 종합적으로 고려되어야 전환사채의 공정가치가 합당하게 산정된다고 볼 수 있다. 특히 전환가액조정은 전환가격이 발행 이후 고정되지 않는다. 따라서 고정된 행사가격을 전제로 하는 것은 제대로 된 공정가치를 반영하지 못할 가능성이 높다. 이러한 이유로 전환사채 발행 현황의 변화들이 주주들이 느끼는 공정가치와 규제 및 판례의 관점에서 보는 공정가치 간의 괴리가 발생한다고 생각한다. 전환사채는 전환권(콜옵션)의 속성을 가지고 있고, 이는 주식이 당장 발행되는 것과는 다른 차원에서 공정가치 산정을 접근해야 할 필요가 있다.

다음의 점에 비추어 보아도 전환가액을 기준으로 한 공정가격 여부 판단은 변화하고 있음을 알 수 있다. 먼저, 일본은 구 상법에서와 달리 전환가격만이 아닌 여러 다양한 조건들을 함께 고려하여 공정가치를 산정하고 유리발행 여부를 판단하고 있음은 앞서 본 바와 같다. 회계적으로도 일반적인 전환사채¹⁴²⁾는 전환권의 가치를 사채납입금에서 그 납입금을 현재가치로 할인한 금액

138) 밑줄은 필자가 부기하였다. 참고로 현행 일본 회사법은 ‘특별히 유리한 조건’으로 규정하고 있다.

139) 上柳克郎·鴻常夫·竹内昭夫 編集代表, 新版注釈会社法(11), 有斐閣, 1989, 40면(집필자: 鴻常夫).

140) 上柳克郎·鴻常夫·竹内昭夫 編集代表, 위의 책, 42면.

141) 앞서 살펴본 바와 같이 일본에서도 이와 동일한 입장을 견지하고 있다.

142) 전환가액조정 등 부가조건이 없는 전환사채를 말한다.

을 뺀 금액으로 산정하고, 이를 자본으로 취급해왔다.¹⁴³⁾ 이에 따라 전환사채 발행 시 한 번 기록해두면 사후적으로도 그 가치변동에 대해 신경 쓸 필요가 없다.¹⁴⁴⁾ 그러나 전환가액조정이 가능한 전환사채의 경우 전환권을 파생상품으로 보고 여러 산정방법에 따라 공정가치를 산정한 후 이를 부채로 기재하고 있다.¹⁴⁵⁾ 그리고 매 기간 부채의 공정가치를 평가해서 가치가 변동한 경우 가치 변동분은 평가손익으로 기록하고 전환권(부채)의 가액도 변동시킨다.¹⁴⁶⁾

나. 절차적 요건 관련

1) 문제점

실제로 회사에서 주주외 제3자에게 전환사채를 발행할 때 주주총회 특별결의를 거쳐서 발행하는 경우는 찾기 어렵고, 대신 정관에 회사는 사채의 액면총액이 ○○원을 초과하지 않는 범위 내에서 이사회 결의로 발행하고 전환가액은 주식의 액면 금액 또는 그 이상의 가액으로 이사회가 정한다는 정도의 규정을 두고 이를 근거로 전환사채를 발행하고 있다. 위와 같은 규정은 상장회사 표준정관을 그대로 반영한 것이다. 다만 이러한 정관의 규정은 다소 포괄적으로 규정되어 있어 이를 유효한 것으로 볼 수 있는지 논란이 있었다. 즉, 제3자 배정을 위한 정관의 규정이 어느 정도로 구체적이어야 주주총회의 특별결의 없이 정관 규정에 따라 이사회 결의만으로 발행할 수 있다고 볼 것인가가 문제될 수 있다.¹⁴⁷⁾

2) 판례

대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결에서 이와 관련한 논점이 문제된 바 있는

143) 최종학, 숫자로 경영하라, 원앤원북스, 2022, 239면.

144) 최종학, 위의 책, 239면.

145) 최종학, 위의 책, 239면.

146) 최종학, 위의 책, 239면. 예를 들어, 시가가 상승해 투자자들이 사채를 주식으로 전환할 가능성이 높아졌다면 전환권(부채)의 가치가 증가한 것이다. 그 결과 전환권(부채)의 가치가 증가하면 그만큼을 파생상품평가손실로 인식한다.

147) 이와 관련하여서는 다음과 같은 견해 대립이 있었다. 먼저, 유효설의 입장이다. 상법 제513조 제3항에서 정관 또는 특별결의가 필요한 것은 주주 이외의 자에게 우선인수권을 부여할 것인지의 문제가 아니라 전환사채의 발행사항일 뿐이고, 이 조항에서 정관에 전환사채를 인수할 주주 외의 자를 구체적 및 확정적으로 정할 것을 요구하고 있지도 않고 실제에서 미리 (중략) 더 구체적이고 확정적으로 전환사채를 인수할 주주 외의 자를 제한적으로 특정하여 놓는다면 급박한 경우에 회사가 필요한 때에 예상하지 아니한 제3자로부터 즉시 자금을 조달할 수 없는 경우가 생길 가능성도 있어 상법상 전환사채제도의 목적과 취지에도 부합하지 아니하므로 주주총회에서 이 점을 고려하여 정관에 주주외의 자를 미리 제한적으로 특정하여 두지 않는 것도 허용된다는 견해이다(수원지방법원 1997. 12. 17. 선고 97가합12863 판결). 유효설의 관점에서 정관에 기존주주의 신주인수 가능성이 명확하게 공시되어 있으면 기존주주들은 그 가능성을 항상 인식하고 있다고 볼 수 있고 구체적으로 누구에게 신주를 발행한다는 것을 미리 알려주는 것이 반드시 필요한 것은 아니라는 견해도 있었다(이중기, “회사 지배구조의 변동과 관련한 이사의 지배주주의 의무”, 『한림법학 Forum』 5권, 1996, 214면).

한편, 무효설을 주장하는 입장도 있었다. 이 견해는 정관에 제3자 배정의 근거 규정을 둘 때 부여주주들에게 예측가능성을 부여하여야 하므로, 제3자의 인수권을 정할 때에는 그 내용이 구체적이고 확정적이어야 한다고 본다. 예컨대 사채총액의 1/2의 범위에서 주주가 아닌 자에게 인수권을 부여한다는 식의 포괄위임은 예측가능성과 제3자 배정의 합리성을 보장할 수 없으므로 불허된다고 본다(이철승, 앞의 책(각주 11), 1058면).

데,¹⁴⁸⁾ 이 부분 사실관계는 다음과 같다.

피고(A 주식회사)는 사모의 방법으로 발행가액 총 600억 원 상당의 전환사채를 발행하였는데, 이 중 150억 원 상당은 A회사에게, 450억 원 상당을 갑에게 발행하였다. 당시 피고 회사의 정관에는 다음과 같이 규정되어 있었다.

표 4-1. 정관 규정

<p>제16조 (전환사채의 발행)</p> <p>1. 본 회사는 사채의 액면 총액이 <u>1조 원을 초과하지 않는 범위 내에서</u> 주주의 자에게 전환사채를 발행할 수 있다.</p> <p>2. (생략).</p> <p>3. 전환으로 인하여 발행하는 주식은 사채의 액면총액 중 5천억 원은 보통주식으로, 5천억 원은 우선주식으로 하고, <u>전환가액은 주식의 액면금액 또는 그 이상의 가액으로 사채발행시 이사회가 정한다.</u></p> <p>4. - 5. (생략)</p>
--

위 전환사채 발행을 위한 피고 회사의 이사회 회의록에 의하면, 피고 회사의 이사회는 1997. 3. 24. 개최되었는데 그 이사회에서는 위와 같은 전환의 조건 및 기간에 관한 사항은 의결하였으나 전환사채 인수인을 누구로 할 것인지는 의결하지 아니한 채 전환사채 발행에 관한 기타 사항을 대표이사에게 위임한 것으로 되어 있다

이 사안에서 원고는 이사회에 전환사채발행 사항의 결정권을 포괄적으로 위임하는 정관의 규정은 무효이고, 회사의 정관 규정이 무효인 경우 전환사채를 주주의 자에게 발행하려면 상법 제513조 제3항에 의하여 주주총회의 특별결의가 있어야 하는바, 이를 결한 이 사건 전환사채의 발행은 무효라고 주장하였다.

이에 대해 대법원은 “이러한 정관의 규정은 정관에 전환가액에 관하여는 주식의 액면 금액 이상이라는 일응의 기준을 정하되 구체적인 전환가액은 전환사채의 발행시마다 이사회에서 결정하도록 위임하고 있는 것이라고 할 것인데, 이는 상법 제513조 제3항이 요구하는 최소한도의 요건을 충족하고 있는 것이라고 봄이 상당하고, 그 기준 또는 위임방식이 지나치게 추상적이거나 포괄적이어서 무효라고 볼 수는 없다.”고 판시하였다.¹⁴⁹⁾

한편 정관에 전환사채의 액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용, 전환을 청구할 수 있는 기간에 관한 대부분 사항이 공란으로 되어 있는 경우에는, 상법 제513조 제3항에 따라 주주 외의 자에게 전환사채를 발행하기 위하여 정관에서 규정하여야 할 사항이 제대로 규정되어 있다고 볼 수 없으므로, 이 경우 주주총회 특별결의 없이 이사회 결의만으로 주주 외의 자에게 전환사채를 발행한 것은 무효라는 하급심 판결이 있다.¹⁵⁰⁾

148) 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결.

149) 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결.

150) 서울고등법원 2008. 7. 30. 선고 2007나66271 판결. 상고되었으나 대법원 2008. 11. 27.자 2008다67866 판결로 심리불속행 기각되었다.

3) 검토

다음과 같은 점에서 유효설과 판례의 입장을 수긍할 수 있다고 생각한다. 현행법상으로는 이에 관하여 문제를 삼기 어렵고, 입법적인 개선이 필요한 부분이라고 생각한다.

먼저 전환의 조건으로서 전환가액 혹은 전환비율을 구체적이고 확정적으로 정관에 규정하는 것은 시장상황의 변동과 예측불가능성으로 말미암아 어려운 점이 있다. 만일 이를 정관에서 확정적으로 규정할 것을 요구할 경우 회사의 자금수요에 따른 탄력적인 전환사채의 발행을 어렵게 하는 결과로 될 위험이 있다. 상법 제513조에서 요구하는 전환의 조건이 언제나 구체적이고 확정적으로 되어 있을 것으로 해석한다면 결국 주주의 자에게 전환사채를 발행함에 있어서는 각 발행시점에서 주주총회의 특별결의에 의할 수밖에 없게 되는 결과가 초래될 것이다. 그런데 대규모 상장법인의 경우에는 주식의 분포상황으로 보아 주주총회의 특별결의를 얻기가 용이하지 않을 것이므로 실질적으로 주주의 자에게 전환사채를 발행하는 것은 많은 제약을 받는다. 그리고 전환가액이 주식의 액면가 이상임을 정함으로써 상법이 요구하는 최소한의 특정성은 갖추고 있는 점 등에 비추어 보더라도 이를 무효로 보기에는 어려운 점이 있다.

문제는 이와 같은 정관의 근거 규정이 i) 실무적으로 이사회 결의만으로 주주 외 제3자에게 전환사채를 발행하는 것이 당연하다는 인식을 주고 있고, ii) 주주에게 불리할 수 있는 리픽싱 조항이나 각종 옵션과 같은 특별한 조건이 부착되어 주가가치의 희석화 우려가 큰 경우에도 정관에 구체적인 정함이나 주주총회의 특별결의 없이 이사회 결의만으로 발행되고 있다는 점이다. 주주 외의 자에게 전환사채를 발행할 경우 정관의 규정이 있거나 주주총회의 특별결의를 거치도록 한 것은 회사의 자금조달 편의와 주주의 이익보호 간의 조화를 위한 것이다.¹⁵¹⁾ 그런데 이러한 정관의 규정은 회사의 자금조달 편의에 집중되어 있고, 주주의 이익보호 측면에서는 제대로 기능하고 있지 못하는 측면이 있다.

다. 검토 및 개선 방안

1) 리픽싱 허용여부

먼저 리픽싱이 현행 법령상 허용되는 것인지, 위법 소지는 없는지에 대해 살피고자 한다.

가) 학설

주가변동에 따른 전환가액 조정을 허용할지 여부에 관하여 학계에서는 의견이 대립하고 있다. 먼저, 전환가액 조정 약정의 효력에 대해서 의문을 표하는 견해가 있다.¹⁵²⁾ 이 견해는 전환사채는 현재의 주가를 기준으로 하여 사채권자가 취득할 수 있는 주식의 취득가격을 일정기간 고정시

151) 정찬형, 앞의 책(각주 57), 1271면.

152) 이철승, 앞의 책(각주 11), 1087-1088면.

킴으로써 장차 주가가 상승할 경우 사채권자가 시가 이하의 가격으로 주식을 취득할 수 있는 기회를 보장하는 금융상품이고, 따라서 장차 주가의 상승 또는 하락은 바로 전환사채에 내포된 투기성에 속하는 가치결정요소로서 전환사채권자가 당연히 누리거나 부담하여야 할 기회 또는 위험인 것이며, 이는 전환사채의 본질적 속성이라고 설명한다.

나아가 회석화방지조항의 경우는 별론으로 하더라도 전환가액 조정 약정에 대해서는 주주로부터 사채권자로 회사의 부가 이전된다는 점에서 비판하는 견해가 있다.¹⁵³⁾ 이 견해에 따르면 근본적으로 회석화방지 조항이 회사가치의 일정 비율을 보장하는 것이라고 한다면, 전환가액 조정 조항은 100원이라는 절대금액을 회사로부터 가져갈 수 있도록 보장한다는 점에서 차이가 있다고 보는 것이다.¹⁵⁴⁾ 자본충실을 해하거나 기존 주주의 이익을 심각하게 침해하는 경우 위법하다고 보아야 한다는 견해도 있다.¹⁵⁵⁾

나) 판례

하급심에서는 최근 판결에서 전환가액 조정 약정의 유효성을 인정한 판시가 나오기도 하였으며,¹⁵⁶⁾ 대법원은 전환가액 조정 약정의 유효성을 전제로 법률관계를 판단하고 있다.¹⁵⁷⁾ 대법원 2014. 9. 14. 선고 2013다40858 판결에서는 주권이 상장되지 않은 비상장법인의 경우도 행사 가격 조정의 유효성을 인정하는 전제하에 신주인수권 행사가액 조정절차의 이행을 구하는 소를 제기할 수 있다고 판시하고 있다. 이에 관한 구체적인 판시는 다음과 같다.¹⁵⁸⁾

“신주인수권만의 양도가 가능한 분리형 신주인수권부사채를 발행한 발행회사가 신주인수권의 발행조건으로 주식의 시가하락 시 신주인수권의 행사가액을 하향조정하는 이른바 ‘리픽싱(refixing) 조항’을 둔 경우, 주식의 시가하락에 따른 신주인수권 행사가액의 조정사유가 발생하였음에도 발행회사가 그 조정을 거절하고 있다면, 신주인수권자는 발행회사를 상대로 조정사유 발생시점을 기준으로 신주인수권 행사가액 조정절차의 이행을 구하는 소를 제기할 수 있고, 신주인수권자가 소송과정에서 리픽싱 조항에 따른 새로운 조정사유의 발생으로 다시 조정될 신주인수권 행사가액의 적용을 받겠다는 분명한 의사표시를 하는 등의 특별한 사정이 없는 한 위와 같은 이행의 소에 대하여 과거의 법률관계라는 이유로 권리보호의 이익을 부정할 수는 없다. 그리고 위와 같은 발행조건인 리픽싱 조항에서 신주인수권의 행사를 예정하고 있지 아니하고 신주인수권자가 소로써 신주인수권 행사가액의 조정을 적극적으로 요구하는 경우와 발행회사가 자발적으로 행사가액을 조정하는 경우를 달리 볼 이유가 없는 점, 주식의 시가하락이 있는 경우 리픽싱 조항

153) 송옥렬, 상법강의(제13판), 홍문사, 2023, 1195면.

154) 송옥렬, 앞의 책(각주 154), 1195면.

155) 김건식·천경훈·노혁준, 앞의 책(각주 3), 727면.

156) 서울고등법원(인천) 2021. 7. 9. 선고 2021나13774 판결. 동 판결에 대해서 상고가 되었으나 대법원 2022. 5. 13. 자 2022다212037 판결(심리불속행기각)로 확정되었다. 동 판결에서는 자본시장법에서 전환가액 조정조항에 관한 각종 규정을 두고 있다는 점 등을 들어 기존 주주들의 주주권을 침해한다고 볼 수는 없으며 달리 이를 인정할 증거가 없다고 판시하였다.

157) 이와 관련한 대법원 판례로는 대법원 2011. 10. 27. 선고 2009다87751 판결, 대법원 2014. 9. 14. 선고 2013다40858 판결 등이 있다.

158) 밑줄은 저자가 임의로 부기하였다.

에 따른 신주인수권 행사금액의 조정이 선행되어야만 신주인수권자로서는 신주인수권의 행사 또는 양도 등 자신의 권리행사 여부를 결정할 수 있는 점, 반면 위와 같은 이행의 소에 신주인수권의 행사가 전제되어야 한다면 이는 본래 신주인수권의 행사기간 내에서 신주인수권의 행사 여부를 자유로이 결정할 수 있는 신주인수권자에 대하여 신주인수권의 행사를 강요하는 결과가 되어 불합리한 점 등을 종합하면, 신주인수권 행사금액 조정절차의 이행을 구하는 소는 신주인수권의 행사 여부와 관계없이 허용된다고 보아야 한다.”¹⁵⁹⁾

이 판결은 신주인수권부사채에 관한 판결이지만 전환사채에 관하여도 마찬가지로 법리가 적용된다고 할 것이다.¹⁶⁰⁾

다) 검토

리픽싱은 전환사채의 투자매력을 높여 중소·벤처기업 등의 원활한 자금조달에 기여하는 측면이 있는 점, 미국, 일본 등 주요국에서도 활용되고 있는 점, 우리나라 실무에서 이미 광범위하게 사용되고 있는 점 등에 비추어 볼 때 이를 전면적으로 금지하는 것은 현 상황에서 어려움이 있을 것으로 생각한다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 리픽싱이 주식가치 희석화 등 기존 주주와의 이해조정과 관련하여 부작용을 초래하는 것도 사실이다. 이러한 측면에서 리픽싱이 허용된다고 하더라도 기존 주주와의 이해조정을 위하여 공정가치 관점과 전환사채 발행에 주주의사 반영 관점에서 개선할 사항이 없는지를 검토하고자 한다.

2) 공정가치 관점의 접근

주가변동에 따른 전환가액 조정 허용됨을 전제로 할 때 주주에게 불공정한 전환사채의 발행 인지에 대한 판단기준은 결국 공정가치(fair value)의 관점에서 판단되어야 한다고 생각한다. 제3자에 대한 신주발행의 경우 액면가액 이상의 범위에서 시가를 기준으로 공정한 가액을 정하여야 한다.¹⁶¹⁾ 즉, 주식의 경우 주식이 거래되는 시가가 공정한 가액을 평가하는 일응의 기준이 될 것이다. 반면 전환사채는 주식을 발행받을 수 있는 전환권이 포함된 특수한 사채이다. 따라서 주식과 동일하게 주가를 기준으로 공정가치를 평가해서는 그 정확한 가치를 평가할 수 없을 것이고, 전환권의 특성을 반영하여 이에 부합하는 공정가격이 평가되어야 한다. 결국 전환사채 공정가치의 핵심은 발행회사가 사채에 부여되는 ‘전환권’의 공정가격을 제대로 평가하고, 이를 적정한 가격에 투자자에게 발행했는지 여부가 되어야 할 것이다.

전환권의 가치를 산정하는 구체적인 방법은 여러 가지가 있을 수 있으나,¹⁶²⁾ 그 기본은 내재

159) 대법원 2014. 9. 14. 선고 2013다40858 판결.

160) 박준·함민, 앞의 책(각주 14), 402쪽.

161) 권순일 편집대표, 주식 상법 회사편 제4권(제6판), 한국사법행정학회, 241면(집필자: 고흥석).

162) 대표적으로 이항모형과 블랙솔즈모형이 있다. 이항모형은 기초자산의 가격이 일정한 비율로 오르거나 내리는 이항분포(Binomial Distribution)에 따른다는 가정 하에서 개발된 가격평가모형으로 현재 가격과 행사가격에 이항분포에서 얻어지는 확률을 가중치로 주어 매수선택권의 가격을 산정하는 방법이다. 블랙솔즈모형은 물리학의 열확산속도론 계산하는 공식을 응용하여, 매수선택권의 가격을 산출하는 방식으로, 매수선택권의 가격은 기초자산가

가치와 시간가치의 합으로 설명할 수 있다.¹⁶³⁾ ‘내재가치(이론가격)’는 現 시점에서 전환권을 행사할 경우의 가치를 말하는 것으로, ‘주식의 가격’과 ‘전환권의 행사가격’의 차이로 결정된다(다만, ‘주가-행사가격’이 0원 보다 작으면 0원이다). ‘시간가치’는 기초자산의 가격이 전환사채에 더 유리하게 변동할 가능성의 가치를 의미하는데, 일반적으로 잔존만기가 길수록 증가하며, 만기일에 근접할수록 시간가치는 감소한다고 볼 수 있다. 이에 따르면 현재의 법 체계와 판례는 행사가격을 발행 당시의 시가에 가깝게 정하라는 것이므로 발행 당시 이론가격을 0원에 가깝게 만들었으면 공정한 발행이라고 보는 구조이다.¹⁶⁴⁾ 즉, 발행당시에는 이론가격을 0원으로 만들고 이후 회사가 성장하여 주가가 상승하면 전환사채권자는 발행 당시 행사가격으로 전환권을 행사하여 투자수익을 챙기면 되고, 정체되지 못하거나 퇴보하여 주가가 하락하면 전환권이 아닌 사채를 챙기도록 하면 된다는 전제가 바탕이 되어 있는 구조이다. 이러한 관점은 행사가격이 고정되어 있을 때는 효과적인 관점이 될 수 있겠으나, 발행 이후 행사가격을 조정할 수 있다면 그 점은 공정가치 산정에 반영될 수 없을 것이다.

나아가 전환사채권자에게 부여되는 매도선택권 조항들도 전환사채의 가치를 높이는 구조가 될 수 있다. 그러므로 정리하면, 불공정한 저가 발행 여부의 판단은 단순히 전환가액이나 주식의 액면금을 기준으로 할 것이 아니라 전환가액, 행사가격 조정 여부, 매도선택권 부여여부, 전환권행사 가능기간 등을 종합적으로 고려하여 공정가치를 산정하여 이를 기준으로 판단해야 할 것이다.

현재 상법에는 제516조가 준용하는 제348조¹⁶⁵⁾ 이외에는 전환사채의 전환가액과 관련하여 별도의 규정이 없고, 자본시장법에 따른 증권발행공시규정은 오로지 전환가액 설정의 기준을 규정하고 그 밖의 전환가액조정, 매수선택권 등의 조건에 대해서는 각 조건마다 규율하는 방식을 취하고 있다. 자본시장법상 규율 방식은 앞으로 발행회사와 인수자 간 협의로 다양한 조건이 또 새롭게 등장하고 이것이 주주와의 관계에 있어 문제를 발생시키는 경우 그때마다 규정을 새롭게 개정해야 한다는 점을 고려하면, 대응에 한계가 있을 수 있다. 따라서 상법에서 전환사채의 발행가격을 공정가치 이상으로 할 것을 원칙으로 하도록 규정할 필요가 있다고 생각한다. 다만, 공정가치 이하로 발행가격을 정하는 것을 금지할 것이나, 원활한 자금조달을 위해 일정한 제한 하에 허용할 것이나, 그리고 그 제한은 어느 정도로 설정되어야 하는 지는 입법 정책적으로 결정할 문제라고 생각한다. 아울러 공정가치를 주주들이 알고 발행가액과 비교할 수 있도록 공정가치를 공시하는 방안도 강구되어야 할 것이다.

참고로 전환권과 유사한 콜옵션의 성질을 가지는 주식매수선택권의 경우 (행사가격과 별도로) 주식매수선택권 자체의 공정가치를 산정한 후 그 평가액을 공시하도록 하고 있어¹⁶⁶⁾ 주주는 그 권리의 공정가치가 얼마인지를 공시를 보고 알 수 있다.

격, 행사가격, 잔존만기, 무위험이자율, 변동성 등 5가지 변수에 의해 결정된다(한국거래소, 손에 잡히는 파생상품 시장, 한국거래소 출판부, 2017, 117-119면).

163) 강철준·김운섭·윤정연, 파생금융상품의 이해, 금융연수원, 2022, 88면 등.

164) 다시 말하면, 자본시장법과 판례는 발행당시 내재가치를 등가격 상태(기초자산의 가격 = 행사가격)에 가깝게 만들었는지를 기준으로 하고 있다.

165) “전환으로 인하여 신주식을 발행하는 경우에는 전환전의 주식의 발행가액을 신주식의 발행가액으로 한다.”

166) 금융감독원, 기업공시서식 작성기준(2024. 3. 1. 시행), 9-2-2조(주식매수선택권의 부여 및 행사현황 등) 184면.

3) 주주의사의 반영

가) 외국 제도와의 비교

독일의 경우 제3자 발행(조건부자본증권)에 있어 주주총회 결의를 요하도록 하고 있어 매우 엄격한 절차를 규정했다고 평가할 수 있고, 일본의 경우 이사회 결정으로 발행할 수 있으나 '특별히 유리한 조건'으로 발행될 경우에 한하여 주주총회 결의를 거치도록 하고 있다.

나) 우리나라 유사제도와 비교

전환사채와 유사하게 콜옵션의 속성을 포함하고 있는 주식매수선택권(스톡옵션)의 경우 주식매수선택권을 부여하려면 상법 제340조의3 제2항의 사항을 정하는 제434조의 주주총회 특별결의가 필요하다(제340조의2 제1항). 다만, 상장회사의 경우에는 정관이 정하는 바에 따라 발행주식총수의 100분의 10의 범위 내에서 대통령령이 정하는 한도까지 이사회결의로 주식매수선택권을 부여할 수 있고, 이 경우 부여 후 최초로 소집되는 주주총회의 승인을 받아야 한다(제542조의3 제3항). 주주총회 결의에서는 ① 주식매수선택권을 부여받을 자의 성명, ② 주식매수선택권의 부여방법, ③ 주식매수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항, ④ 주식매수선택권의 행사기간, ⑤ 주식매수선택권을 부여받을 자 각각에 대하여 주식매수선택권의 행사로 발행하거나 양도할 주식의 종류와 수를 정하여야 한다(상법 제340조의3 제2항 제1호 내지 제5호).

다) 검토

외국의 입법례 및 우리나라의 유사제도와 비교할 때, 전환사채 발행의 경우에는 사실상 이사회결의 절차만으로 발행되고 있다는 점에서 발행에 주주의사가 거의 반영되지 못하는 실정으로 보인다. 그러나 회사의 원활한 자금조달 기능과 주주의 이익보호를 조화롭게 고려해야 할 것이고, 그것이 결국 입법취지에도 부합하는 것으로 생각한다.

먼저, 전환사채의 발행가액이 공정가치에 미달하는 경우 주주총회 특별결의를 거치는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다. 전환사채가 발행되는 경우를 크게 ① 발행가액이 공정가치보다 작은 경우(발행가액 < 공정가치), ② 같은 경우(발행가액 = 공정가치), ③ 큰 경우(발행가액 > 공정가치)로 구분해 볼 수 있을 것이다. 여기서 ②, ③의 경우에는 크게 문제가 되지 않을 것이고, 이때는 원활한 자금조달 기능을 증시하여 현재와 같은 정도의 발행절차로 충분할 것으로 판단된다. 문제는 ①의 경우인데, 상법에 발행가액이 공정가치에 상응할 것을 원칙으로 규정하고, 발행가액이 공정가치보다 낮은 경우 주주들의 의사가 반영될 수 있도록 주주총회 특별결의를 거치는 것을 규정하는 방안을 생각해 볼 수 있다.¹⁶⁷⁾

167) 물론, 발행가액이 공정가치보다 현저하게 작을 경우 주주총회 특별결의 여부와 관계없이 그 자체로 현저하게 불공정한 방법의 발행으로 무효사유에 해당할 수 있다.

두 번째는 리픽싱 한도와 관련한 내용이다. 우리나라 증권발행공시규정은 리픽싱의 한도를 70%로 정하고, 70% 미만으로 조정할 때에만 주주총회 특별결의를 거치도록 규정하고 있다. 사실상 리픽싱 한도 70%가 주주총회를 거치는 기준으로 작용하고 있다. 그러나 70%가 주주의 이해조정 측면에서 적절한 수치인지에 대한 근거는 명확하지 않고, 우리나라와 같이 리픽싱 한도를 규정하는 방식의 입법례는 찾아보기 어렵다는 점, 결국 전환으로 인하여 발행될 주식이 전체 발행주식 총수에서 얼마나 큰 부분을 차지하는 지가 기존 주주와의 이해조정에서는 중요할 것으로 보이는데, 외국에서는 전환으로 인하여 발행되는 주식이 기존 발행주식 총수에서 차지하는 비율을 기준으로 전환을 제한하거나(일본) 주주의 의사를 반영하는 쪽으로 규정하고 있는 점(미국) 등을 감안하면, 전환으로 인하여 새롭게 발행되는 주식의 양이 일정 수를 초과할 경우 주주총회 특별결의를 거치도록 하는 방안도 고려할만하다고 생각한다.

라. 실체적 요건 관련

1) 문제점

전환사채에 부여된 발행회사의 매수선택권은 그 나름의 순기능을 가지고 있다. 발행 회사는 전환사채 발행 후 경제상황 변동이나 경영개선 등으로 조달금리가 하락할 때 매수선택권을 행사하여 이미 발행된 전환사채를 취득하고,¹⁶⁸⁾ 이를 소각시킨 후 낮은 금리의 전환사채를 재발행할 경우 자금조달 비용을 낮출 수 있는 장점이 있다. 그러나 이러한 매수선택권은 전환사채 제3자 발행과 관련한 상법상 실체적 요건을 회피하여 최대주주의 지분확대를 위해서 사용되거나, 전환가액 조정 조항과 결합하여 불공정거래행위의 수단으로 악용될 위험성도 있다.¹⁶⁹⁾

전환사채매수선택권 부여와 관련하여 문제가 될 수 있는 것은 크게 두 유형으로 나뉘볼 수 있다. 그 중 하나로 전환사채매수선택권을 발행회사가 아닌 발행회사가 지정하는 제3자에게 부여하는 경우가 있다(아래에서는 이러한 형태를 “제3자 지정 매수선택권 부여 전환사채”라고 한다). 이와 관련하여 현대엘리베이터가 발행한 제3자 지정 매수선택권 부여 전환사채가 경영권 방어 목적으로 제3자에게 전환사채를 발행한 것과 그 실질이 유사하여 상법상 실체적 요건을 잠탈했는지 여부가 논란이 된 사건이 발생하기도 있었다.¹⁷⁰⁾

168) 자기사채의 경우 자기주식의 취득과 달리 별도의 규제가 없어 회사는 자기가 발행한 전환사채를 취득할 수 있으며, 이러한 사채 취득은 배당가능이익이 존재하지 아니하는 경우에도 가능하다[권순일 편집대표, 주식 상법 회사편 제2권(제6판), 575면(집필자: 진상범)]. 다만, 발행회사가 취득한 전환사채의 전환권을 행사하는 것은 불가능하다고 보는 것이 일반적이다[이철송, 앞의 책(각주 11), 405면; 한국상사법학회, 앞의 책(각주 15), 1035면(집필자: 최완진)].

169) 금융위원회, “증권시장 불법·불건전행위 근절 종합대책”, 보도자료 2020. 10. 19., 첨부2 23면. 위 보도자료에서 실제 발행한 불공정거래행위 사례로 소개한 것은 다음과 같다.
“甲은 A社가 코로나 관련 제약 사업에 진출한다는 등 허위 공시를 하는 한편, 작전세력을 동원하여 인위적으로 시세를 조종하여 투자자를 유인하여 주가를 부양하고 보유주식을 매도하였다. 또한 A社는 전환가액 조정조건이 부여된 콜옵션부 전환사채를 발행하고, 콜옵션을 최대주주인 甲에게 부여하였다. 이후 甲은 악재성 루머를 유포해 주가하락을 유도하였고, 주가하락에 따라 전환가액을 하향 조정하였다. 루머 해소 후 주가가 상승하자 甲은 콜옵션을 행사하여 전환사채를 취득하고 하향된 전환가액을 기준으로 전환권을 행사해 전환차익을 취득하였다.”

170) 사실관계는 다음과 같다(현대엘리베이터(주)의 2015년 사업보고서와 주요사항보고서(전환사채권 발행결정, 2015.

또 다른 유형으로는 주식매수선택권을 발행회사가 행사하더라도 그 발행회사가 취득한 전환사채(이하 “자기전환사채”라고 한다)를 다시 제3자에게 매도하는 형태의 거래가 있다.¹⁷¹⁾ 자기 전환사채 매도 거래구조는 발행회사가 제3자를 선택하여 자기 전환사채를 매도할 수 있다는 점에서 제3자 지정 매수선택권 부여 전환사채를 이용한 거래구조와 실질적으로 동일한 효과를 가져올 수 있다.¹⁷²⁾

11.05., 2015년말 연결감사보고서, 2017년 1월 20일에 공시된 ‘주식등의대량보유상황보고서(일반)’, 2017년 재무제표, 2016년, 2017년말 사업보고서, ‘자기주식취득결과보고서’(2020.3.24.; 2020.6.11), ‘주식소각결정’(2020.6.18), 그리고 ‘주요사항보고서(무상증자결정)’(2020.6.18.), 현대엘리베이터가 2020년 7월 3일에 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에 공시한 ‘전환가액·신주인수권행사가액·교환가액의 조정(안내공시)’와 현대엘베가 공시한 “임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서” (2020.09.04.; 2020.09.25.; 2020.10.16.), “[시그널] 논란의 CB 콜옵션, 현회장 美운용사에 넘겼다” (서울경제 2020.9.4.) 등을 참조하여 재구성하였다.

①조기상환청구권이 부여된 전환사채의 발행

2015년 독일 회사인 신들러 홀딩스(Schindler Holding AG)와 현○○ 회장 간 현대엘리베이터 주식회사(이하 ‘현대엘리베이터’라 한다)의 경영권을 두고 분쟁에 벌어졌다. 현대엘리베이터는 2015년 11월 6일 발행금액 2,050억 원의 전환사채를 발행하였다. 해당 전환사채는 사모 방식으로 모집되었고, 인수자 3인은 각각 1,200억 원, 650억 원, 200억 원을 인수하였다. 해당 전환사채에는 발행회사 또는 발행회사가 지정하는 제3자에게 조기상환청구권을 부여할 수 있다는 조건이 설정되어 있었다.

②조기상환청구권의 양도

현대엘리베이터는 2016년 12월 28일 조기상환청구권을 행사하여 전환사채 발행총액의 40%에 해당하는 액면금액 820억 원의 전환사채를 조기상환하였다. 2017년 1월 18일 현대엘리베이터는 조기상환된 전환사채를 소각하지 않고(소위 자기전환사채), 그 전환사채에 대해서 매수선택권을 최대주주인 현○○ 회장과 현대글로벌 주식회사(이하 ‘현대글로벌’)에게 부여하였다. 현○○ 회장과 현대글로벌로는 매수선택권 양수의 대가로 78억 원을 지급하였다(구체적으로 현회장과 현대글로벌이 현대엘리베이터에게 지급한 78억 원은 현대엘리베이터 보통주 주식을 주당 48,698원(수량:1,686,846주)에 전환할 수 있는 전환사채를 매입할 수 있는 권리에 대한 가격이었다).

③신들러 홀딩스의 투자자-국가 소송 제기

2018년 10월 현대엘리베이터 2대 주주이자 경영권 분쟁의 당사자인 신들러 홀딩스는 매수선택권 부여 전환사채의 발행이 대한민국 상법에서 허용하는 ‘신기술의 도입, 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적’이 아닌 경영권 방어차원의 발행이었는데도 불구하고, 금융감독 당국이 필요한 조치를 다하지 않아 최소 3억 달러의 손해를 입었다며 ‘한국-EFTA FTA 부속 투자협정’ 위반을 주장하며 대한민국 정부를 상대로 투자자-국가소송(Investor-State Dispute; ISD)를 제기하였다.

④기타

경제개혁연대는 해당 거래는 최대주주인 현○○ 회장이 현대엘리베이터 지분을 확보하여 현대그룹의 경영권을 방어하는 것이 주요 목적이라고 주장하면서, 2018년 6월 이러한 거래가 실질적으로 자본시장법 제1652조의10 제2항이 금지하고 있는 사모방식의 분리형 신주인수권부사채의 우회 발행에 해당되는지 여부에 대한 유권해석을 금융위원회에 요청하였다. 하지만 같은 해 11월 금융위원회는 현행법상 매수선택권 부여 금지 규정은 없다는 점과 자본시장법이 규정하는 대상은 신주인수권부사채라는 점을 들어 위반이 아닌 것으로 유권해석 하였다(경제개혁연대 보도자료. “금융위에 현대엘리베이터 전환사채 거래의 법령 위반 여부 묻는 유권해석 요청”. 2018년 6월 21일, http://www.ser.or.kr/bbs/board.php?bo_table=B11&wr_id=20279).

171) 금융위원회 보도자료, “제3자 지정 콜옵션부 전환사채 발행 기업은 해당 콜옵션을 별도로 구분하여 회계처리 해야 합니다. - 전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 감독지침 안내-”, 2022. 5. 3.자.

172) 자기전환사채의 매도는 다음과 같은 거래순서로 이루어지는 것이 일반적이다. 우선 발행회사가 조기상환권이 부여된 전환사채를 발행하고 투자자로부터 자금을 받는다(①). 일정 시간이 지난 후 발행회사는 전환사채에 포함된 조기상환권을 행사하여 발행 당시 정해놓은 조기상환액을 전환사채 보유자에게 지급하고 전환사채를 취득한다(②). 이후 발행회사는 자기 전환사채를 보유하고 있다가 추후 주가가 전환가격보다 상승하여 전환권 행사가 가능할 때 최대주주에게 자기 전환사채를 매도한다(③). 최대주주는 발행회사로부터 전환사채를 취득하고, 취득한 전환사채의 전환권을 행사하여 당시 주가보다 낮은 전환가격으로 주식을 취득한다(④).

2) 개선 방안

가) 외국 입법례와 비교

회사가 전환사채매수선택권을 제3자에게 부여하거나, 회사가 취득한 자기전환사채를 소각 없이 제3자에게 매도하는 형태는 우리나라만의 독특한 형태로 보인다.¹⁷³⁾ 이에 따라 외국 입법례는 찾아보기 어렵다.

나) 유사제도와 비교(1) - 신주발행에서의 자기주식 취득·처분

(1) 개정 경과

상법은 2011년 자기주식 거래제도에 관한 전반적인 제도를 개정하였다. 2011년 개정 전 상법에서는 자기주식의 취득을 자본충실의 원칙에 반한다는 이유로 원칙적으로 금지하고, 합병이나 단주 처리 등 법에서 열거하는 특정한 경우¹⁷⁴⁾에 한하여 자기주식의 취득을 허용하고 있었다. 그리고 자기주식을 취득한 경우에도 이를 지체 없이 소각하거나 상당한 시기 내에 처분하도록 강제하였다(구 상법 제342조). 즉, 주식을 소각하기 위한 목적으로 자기주식을 취득한 경우에는 취득 후 지체 없이 주식 실효절차를 밟아야 하고, 주식 소각 외의 사유로 자기주식을 취득한 경우에도 상당한 시기에 이를 처분하여야 하는 것으로 정하고 있었다.

(2) 자기주식의 취득에 관한 규제

상법은 회사가 자기주식을 특정한 주주로부터만 임의적으로 취득하는 것을 방지하기 위하여 취득방법을 엄격히 규제하여,¹⁷⁵⁾ (i) 거래소의 시세가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법으로, (ii) 상환주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법만을 인정하고 있다(제341조 제1항 제1호, 제2호). 회사가 특정주주와 협의하여 그 주주의 주식만 취득하는 것은 주주평등에 반하므로 허용되지 않는다.¹⁷⁶⁾ 균등한 조건으로 취득하는 방법(제341조 제1항 제2호)에 관하여 살펴보면 다음과 같다. 상법 시행령은 균등조건 취득의 방법으로, (i)회사가 모든 주주에게 자기주식취득의 통지 또는 공고를 하여 주식을 취득하는 방법(상법 시행령 제9조 제1항 제1호)과 (ii)자본시장법 제133조부터 제146조까지의 규정에 따른 공개매수의 방법(상법 시행령 제9조 제1항 제2호)을 정하고 있

173) 윤평식, “제3자에게 콜옵션을 부여하는 전환사채의 문제점에 관한 연구,” 증권학회지 제49권 제3호, 한국증권학회, 2020, 348면; 이동우, “2022 (4) 책임투자 리뷰 - 콜옵션부 전환증권의 발행 및 규제”, 2022. 9. 29. 한국 ESG 기준원, 9면.

174) 구 상법 제341조 각 호. 구체적으로, 주식을 소각하기 위한 때, 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업 전부의 양수로 인한 때, 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때, 단주의 처리를 위하여 필요한 때, 주주가 주식매수청구권을 행사한 때를 규정하고 있었다(임한술, “자기주식 취득과 처분에 관한 현행 과세체계 평가 및 입법적 개선방안 검토-상법과의 관계를 중심으로”, 조세법연구, 제29권 제3호, 2023, 178면).

175) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 567면.

176) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 567면.

다.177)

(3) 자기주식 처분에 관한 규제

상법은 자기주식의 취득과 달리 자기주식의 처분에 관하여는 특별한 제한을 두지 않고 있다.178)

처분가격과 관련하여서는 자기주식의 취득 시와 마찬가지로 처분 시에도 이사는 회사의 주식을 공정한 주식가치를 반영한 가격에 처분하여야 할 주의의무가 있다는 것이 일반적인 견해이다.179)

처분의 상대방과 관련하여, 자기주식의 처분은 경제적·실질적으로 회사의 신주발행과 유사하기 때문에, 예컨대 적대적 M&A 상황에서 회사가 자기주식을 임의로 특정주주 또는 제3자에게 처분할 수 있다고 한다면, 이사들이 주주가 회사에 대하여 가지는 비례적 지배관계를 침해하는 결과가 된다. 여기서 자기주식의 처분에 있어서도 신주발행의 경우와 마찬가지로 주주의 자기주식인수권을 인정하여야 하는지에 관하여 논의가 있다.180)

다) 유사제도와 비교(2) - 주식매수선택권의 경우

대주주가 주식매수선택권을 악용하여 부당한 내부거래 등의 남용을 방지하기 위하여181) 다음의 자에 대하여는 주식매수선택권을 부여할 수 없다(상법 제340조의2 제2항 각호). 즉, ① 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 가진 주주, ② 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자 및 ③ 위 ①, ②에 규정된 자의 배우자와 직계존비속이 이에 해당한다. 상장회사의 경우에는 상법 제542조의8 제2항 제5호의 최대주주 등 상법 시행령 제30조 제2항에서 정하는 자를 추가적으로 제한하고 있다(상법 제542조의3 제1항 단서).

라) 구체적 개선 방안

(1) 자기전환사채의 매도

현재 법령상 회사가 자기전환사채를 취득하고 이를 처분하는 것에는 어떠한 규제도 존재하지 않고 있다.

177) 주권상장법인의 경우 제341조 제1항 제1호, 제2호의 방법 외에 자본시장법 제165조의3 제1항 제2호에 의하여 신탁계약에 따라 자기주식을 취득한 신탁업자로부터 신탁계약이 해지되거나 종료된 때 반환받는 방법(신탁업자가 해당 주권상장법인의 자기주식을 제341조 제1항의 방법으로 취득한 경우에 한한다)으로 자기주식을 취득할 수도 있다.

178) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 591면.

179) 이철승, 앞의 책(각주 11), 418면; 한국상사법학회, 앞의 책(각주 15), 1042면(집필자: 최완진).

180) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 592면. 구체적인 논의는 생략한다.

181) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 541면.

① 자기전환사채 취득의 단계

취득의 단계에서 보면 회사가 전환사채에 매수선택권을 부여하여 발행한 후 매수선택권을 행사하여 이를 취득하는 것은 순기능이 있다. 전환사채 발행 후 경제상황 변동이나 경영개선 등으로 조달금리가 하락할 경우 발행회사가 매수선택권을 행사하여 기 발행된 전환사채를 재취득하여 이를 소각시키고 낮은 금리의 전환사채를 재발행하면 자금조달 비용을 낮출 수 있다. 따라서 회사가 매수선택권을 행사하여 자기전환사채를 취득하는 것 자체를 금지할 필요는 없다고 생각한다.

② 자기전환사채 취득 이후의 단계

문제는 취득 이후의 단계이다. 회사가 자기 전환사채를 취득하여 이를 주주 외 제3자에게 처분할 경우 그 처분이 경영상 목적이 아닌 다른 목적으로 행해진다면 사실상 상법 제418조 제2항 단서의 규제를 잠탈할 위험성이 있으며, 발행주식 수 증가로 주가가치가 희석화되어 주주보호가 필요한 문제가 생길 수도 있다. 다만 상법은 이와 유사한 자기주식의 경우 처분에 관한 제한을 두고 있지는 않다. 그러나 다음과 같은 이유에서 자기전환사채 처분의 경우 자기주식의 처분보다 위험성이 높으므로, 자기주식 처분과는 다르게 취급할 필요성이 있다고 생각한다.

첫 번째, 자기전환사채 처분의 경우 새롭게 발행되는 전환사채와 경제적 실질이 비슷한데도 불구하고 유리한 조건을 가질 수 있다. 전환사채 발행당시에는 그 당시 주가를 기준으로 전환가격이 정해졌을 것이므로 자기전환사채를 취득한 자는 (이후 주가가 상승했다면) 취득 당시 주가보다 저렴한 가격으로 주식을 취득할 수 있게 된다. 특히, 취득한 자기전환사채가 전환가격이 하향조정된 것이라면 더욱더 유리한 조건을 가질 수 있으며, 회사는 주가의 흐름에 따라 언제든지 원하는 자에게 자기전환사채 매도 시기를 선택할 수 있다.

두 번째, 자기주식의 경우 그 취득에 있어서는 취득 방법과 관련하여 엄격한 제한을 두고 있다. (i) 거래소의 시세가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법으로, (ii) 상환주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법만을 인정하고 있다(제341조 제1항 제1호, 제2호). 이는 회사가 자기주식을 특정한 주주로부터만 임의적으로 취득하는 것을 방지하기 위함이다.¹⁸²⁾ 그러나 자기전환사채 취득의 경우 법률상 별다른 제한이 없으며, 매수선택권 행사를 통하여 특정 전환사채권자로부터 이를 임의로 취득할 수 있다. 이렇게 되면 자기주식의 취득 및 처분의 경우보다 회사가 저가로 전환사채를 취득한 후 이를 제3자에게 매도하는 방식을 통하여 경영 이외의 목적으로 전환사채를 악용할 위험성이 더 커질 수 있다.

③ 소결

이상에서 살펴본 것에 비추어 볼 때 회사의 자기전환사채 취득은 허용된다고 봄이 타당하다. 반면 회사가 취득한 자기 전환사채는 회사에 대하여 소각 의무를 부여하고, 처분을 금지하는 입법이 필요하다고 생각한다.¹⁸³⁾ 다만, 자기전환사채의 처분을 일률적으로 금지하는 것이 과도한 경우 대안으로 자기전환사채의 처분이 대주주의 지분확대와 같은 경영 외 목적으로 악용되는 것을 방지하기 위하여 주식매수선택권과 유사한 수준의 규제를 두는 것을 생각해 볼 수 있다. 주식

182) 권순일 편집대표, 앞의 책(각주 161), 567면.

183) 최근 2023년 자기전환사채를 취득한 경우 그 사채를 의무 소각하는 내용의 법안이 발의되기도 하였다.

매수선택권과 동일하게 ① 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 가진 주주, ② 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자 및 ③ 위 ①, ②에 규정된 자의 배우자와 직계존비속에 대해서는 자기전환사채를 처분할 수 없도록 규정하는 방안이다.

(2) 제3자 지정 매수선택권 부여 전환사채

제3자 지정형 전환사채의 경우 다른 나라에서 이러한 형태의 전환사채 발행례를 찾기가 어렵다. 또한 전환사채매수선택권이 가지는 순기능 역시 찾을 수 없는 반면, 자기 전환사채형이 가지고 있는 위험성과 문제점은 그대로 갖고 있다. 따라서 제3자 지정형은 이를 허용할 실익이 전혀 없고, 입법적으로 이를 금지하는 것이 타당하다고 생각한다.¹⁸⁴⁾

마. 주주 구제수단의 실효성 관련 - 회사의 주주에 대한 통지·공고 규정과 관련한 문제

최근 자본시장법이 개정되어 주권상장법인의 경우 사모 형태의 전환사채 발행의 경우에도 최소 납입기일의 1주 전에는 주요사항보고서를 공시하도록 개정되었다(제161조 제1항).¹⁸⁵⁾ 그러나 상법에는 여전히 사전 통지·공고에 관한 규정이 부재한데, 다음과 같은 이유에서 상법 개정을 통한 사전 통지·공고 의무를 부과하는 규정은 필요하다는 생각이다. 첫째, 신주발행의 경우와 구분할 뚜렷한 이유가 없다. 전환사채 역시 잠재적 주식이라는 점에서 신주발행의 경우와 성격이 유사하며, 상법이 주주의 유지청구권 등 신주발행에서의 각종 규정을 준용하고 있음에도 통지·공고 규정만 준용하지 말아야 할 명확한 이유는 찾기 어렵다. 둘째, 주주 보호의 관점에서 주주권을 실효성 있게 행사할 수 있도록 사전 통지·공고라는 제도적인 뒷받침이 필요하다. 주주가 전환사채발행 전 그 사실을 미리 알 수 있어야만 유지청구권을 행사할 수 있기 때문이다. 셋째, 일본 등 외국 입법례에서도 주주에게 사전 통지·공고를 요하는 규정을 두고 있는 점을 참고할 필요가 있다.

V. 마무리

본 발표문에서는 전환사채 발행과 관련한 현황과 법제를 살펴보고, 기존 주주와의 이해조정 측면에서 발생할 수 있는 법적 쟁점을 검토한 후 개선 방안을 제시해보고자 하였다.

최근 우리나라에서 발행되는 전환사채는 대부분 사모형태로 발행되고 있으며, 회사가 지정하는 제3자(또는 회사)에게 전환사채매수선택권을 부여하고, 리픽싱이 가능한 형태이다. 전환사채 발행과 관련하여 상법은 회사가 제3자에게 전환사채를 발행할 경우 준수해야 할 절차적, 실체적 요건을 규정하고 있으나, 주주에게 전환사채 발행을 사전에 통지하는 내용은 두고 있지 않다. 자

184) 최근 이러한 제3자 지정 콜옵션을 금지하는 법안이 21대 국회에서 발의되기도 하였다.

185) 공포(2025. 1. 21.) 후 6개월이 경과한 날부터 시행될 예정이다.

본시장법의 경우 발행 당시 주가에 근접하게 전환가액을 설정하도록 하고 있으며, 리픽싱의 경우 발행 당시 전환가액의 70% 이상을 한도로 하되 다르게 설정할 경우 주주총회 특별결의를 거치도록 하고 있고, 전환사채매수선택권과 관련해서는 공시와 관련한 각종 규제를 두고 있다. 한편, 일본에서는 주주의 제3자에게 신주예약권부사채가 발행될 경우 신주예약권 부분과 사채 부분의 가치를 모두 고려하여 제3자에게 특히 유리하게 신주예약권부사채가 발행될 경우 주주총회 결의를 거치도록 규정하고 있다. 또한, MSCB의 경우 동경거래소 유가증권상장규정에서 전환될 보통주의 한도를 제한하고 있으며, 전환가액 조정의 범위가 조정 당시 주가의 90% 미만일 경우 유가증권상장규정에 위반될 소지가 있다. 미국의 경우에도 뉴욕 및 나스닥 거래소 규정에서 전환될 보통주의 규모가 일정 한도를 넘을 경우 주주총회를 거치도록 하고 있다.

이러한 현황, 규제, 외국 입법례를 토대로 리픽싱, 전환사채매수선택권, 주주에 대한 사전통지와 관련된 법적 쟁점을 검토하고, 각 쟁점별 법제 개선방안을 제시하여 보았다. 리픽싱과 관련해서는, 불공정발행 특히 저가발행과 관련한 판단 기준, 리픽싱이 부여된 전환사채 발행시 주주총회 결의 등과 관련한 절차적 요건 등을 검토하였다. 결론으로 리픽싱이 실무상 허용되더라도 불공정 발행 여부 판단에 있어서 리픽싱이라는 부가 조건 등이 모두 반영된 전환사채의 공정가치가 평가되어야 하고 이러한 공정가치를 기준으로 불공정한 발행(저가발행) 여부가 평가되어야 하며, 공정가치보다 낮은 가격으로 발행될 경우 주주총회 특별결의 등을 통해 주주들의 의사가 반영되어야 할 필요가 있다는 생각을 개진하여 보았다. 전환사채매수선택권과 관련해서는 자기전환사채 취득 및 처분 유형과 제3자 지정 매수선택권 부여 유형으로 구분하여 접근하였다. 전자에 대해서는 취득 이후인 처분 단계에서 소각의무를 부여하거나 처분을 금하는 방안 또는 이것이 과도하다면 적어도 주식매수선택권과 유사한 수준의 규제를 두는 방안을 제시하였고, 후자에 대해서는 상법상 규정된 발행목적 제한 규정 등을 잠탈할 위험성이 높아 금지하는 방안을 제시하였다. 끝으로, 통지와 관련해서는 상법에 주주가 회사의 제3자에 대한 전환사채 발행을 사전에 알 수 있는 규정이 부재하므로 사전 통지 규정을 둘 필요가 있다는 점을 주장하였다.

본 발표문은 전환사채 발행 과정에서 발생할 수 있는 법적 쟁점을 파악하고, 전환사채 발행으로 인한 자금조달의 순기능과 기존 주주와의 이해관계 조정 간 조화에 기여하고자 하는 바람에서 작성하였다. 전환사채 발행 규모가 회사 자금조달에서 상당한 부분을 차지하고 있음에 비추어 볼 때 향후에도 이와 관련한 구체적인 논의가 이어지기를 기대해본다.

【 토론문 】

전환사채 발행으로 인하여 발생하는 법적 쟁점 검토에 대한 토론문

임재혁*

존경하는 김지웅 교수님께서 전환사채의 발행에 관한 제반 쟁점들에 대하여 충실하고 심도깊게 설명해 주셔서 개인적으로 관심있는 분야에 대한 큰 공부가 되었습니다. 특히 다양한 사례에 대하여 연구를 해 주시고 관련된 공시자료를 제시해 주셔서 더 생동감있게 전환사채의 발행과 관련된 사항을 이해할 수 있게 되었습니다. 거듭 감사드립니다. 토론자의 입장에서 2가지 사항 정도에 대한 저의 외람된 의견을 말씀드리고자 합니다.

첫째는 **워런트의 도입**과 관련된 내용입니다. 워런트의 기능으로는 투자자에게는 선택의 폭을 넓혀 보다 유리한 투자수단을 선택하여 결정할 수 있게 하고, 발행회사에게는 투자자들을 유인할 수 있는 추가적인 옵션을 부여함으로써 자금조달의 편의성을 제고한다는 점이 있다고 설명됩니다.¹⁾ 즉, 대주로부터 낮은 이율에 자금을 차입하는 대신 워런트를 제공하면, 차주는 이자부담을 경감할 수 있고 대주는 기업이 자금경색의 위기를 극복하여 주식가치가 상승하는 경우 그 이익을 얻습니다.²⁾ 합작투자를 하는 경우에도 이해관계인들의 이해조정이 보다 용이해지고 신종 금융상품의 개발도 가능하게 됩니다.³⁾

교수님께서 **발표문 2면**에서 말씀해 주신 것과 같이 현행 상법은 워런트에 대한 일반규정을 두고 있지는 않지만 전환사채, 신주인수권부사채, 주식매수선택권, 전환주식 등 개별적인 규정들을 통하여 워런트의 실질을 갖는 신종증권 등의 발행을 허용하고 있습니다. 이는 동일한 워런트로서의 실질을 갖는 주식 또는 사채에 대하여 차별적인 규제를 적용함으로써(단적으로 전환사채, 신주인수권부사채의 경우 정관 또는 주주총회 특별결의가, 주식매수선택권은 정관 및 주주총회 특별결의가, 전환주식은 정관의 근거만이 각각 필요합니다). 따라서 주주의 신주인수권 제도를 운용하면서도 일반적인 워런트의 발행을 가능하게 한 프랑스의 입법례를 하나의 모델로 하여,⁴⁾ 워런트의 일반규정을 두고 위에서 언급된 구체적 항목들에 대한 각론적 규정을 두는 방안이 보다 효과적인 규율방안이 될 수 있다고 생각되는데 이에 대한 교수님의 고견을 여쭙고자 합니다.

* 이화여자대학교 법학전문대학원 조교수

1) 김순석, “워런트(Warrant)制度에 관한 檢討”, 기업법연구 제24권 제3호(2010), 4면.
 2) 김건식, “워런트(warrant)의 도입을 위한 소론”, 회사법 연구 II(도서출판 소화, 2010), 91~92면. 이를 워런트의 감미제(sweetener) 역할이라고도 설명하고 있습니다.
 3) 송옥렬, “포이즌필의 導入에 따른 法政策的 爭點”, 상사법연구 제27권 제2호(2008), 100면.
 4) 원용수, “프랑스의 워런트제도와 입법적 시사점”, 기업법연구 제25권 제2호(2011), 54면.

두 번째는 전환사채 등 **워런트와 주주의 신주인수권의 관계**에 관한 내용입니다. 중국적으로 전환사채에 대한 절차적, 실체적 규제는 주주의 신주인수권과의 관계(즉, 부의 희석화 및 지배권의 희석화)에서 조망되어야 한다고 생각합니다. 교수님께서 **발표문 34면**에서 정확하게 지적해 주신 것처럼 전환사채 매수선택권이 전환사채 제3자 발행과 관련한 상법의 요건을 잠탈하기 위하여 남용될 수 있기 때문입니다. 리픽싱과 관련하여서도 주주의 신주인수권이 침해될 우려가 있다면 그에 대한 보완책을 두는 것이 타당할 것이라고 생각합니다. 이와 관련하여 프랑스 상법의 관련 내용을 참고할 수 있을 것입니다.

프랑스 상법(Code de Commerce; 이하 “C.comm.”) 제228-91조부터 제228-106조는 주식 워런트를 발행할 수 있는 근거를 제공합니다. 주식회사는 신주인수권 또는 주식으로 전환될 수 있는 권리가 부착된 유가증권을 발행할 수 있는데, 이때 그 회사의 주주는 자신이 보유한 지분에 비례하여 해당 유가증권에 대한 신주인수권을 보유합니다(C.comm 제228-91조). 즉, 워런트의 발행에 대하여 기존 주주가 지분 비율에 비례한 우선적인 인수권을 보유합니다. 워런트에 대해서는 C.comm 제225-132조, 제225-135조부터 제225-140조까지의 규정이 준용되므로 위의 문단에서 설명한 요건을 갖출 경우 주주의 신주인수권 배제가 가능합니다(C.comm 제228-91조). 주주총회의 특별결의를 통하여 발행 조건, 행사 가격, 행사 기간 등 워런트 발행의 조건이 정해지고, 워런트 발행의 목적과 조건을 설명하는 경영진 보고서가 작성되어 주주총회에 제출되어야 하고 그에 대한 독립된 회계감사인의 감사보고서도 제출되어야 합니다(C.comm 제228-92조). 이와 같이 독립된 감사인 등의 검사 절차를 거치도록 하는 입법론에 대한 교수님의 고견을 여쭙고자 합니다.

교수님의 발표 덕분에 제가 관심을 갖고 있는 기업재무 중 전환사채와 관련하여 배울 수 있는 소중한 기회가 되었다고 생각합니다. 다시 한 번 좋은 발표에 감사드립니다.