

전환증권 보유자의 전환권 보호*

장근영**

차 례

- I. 머리말
- II. 전환증권의 내용과 전환권의 침해 유형
 - 1. 전환증권의 주요 내용
 - 2. 전환권의 침해 유형
- III. 계약을 통한 전환증권 보유자의 보호
 - 1. 희석화 방지조항을 통한 전환권 보호
 - 2. 전환권소멸 방지조항을 통한 전환권 보호
- IV. 전환가액조정에 관한 현행 규정과 개선방안
 - 1. 전환가액조정에 관한 증권발행공시규정의 내용
 - 2. 증권발행공시규정의 개선방안
- V. 맺음말

* 이 논문은 2010년도 정부재원(교육과학기술부 인문사회연구역량강화사업비)으로 한국연구재단의 지원을 받아 연구되었음(NRF-2010-327-B00664).

** 한양대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사.

접수일자 : 2012. 10. 29 / 심사일자 : 2012. 11. 22 / 게재확정일자 : 2012. 11. 30

I. 머리말

우리 「상법」상¹⁾ 주식회사가 발행하는 증권²⁾ 중에는 그 보유자의³⁾ 권리 행사에 따라 발행회사의 주식이 추가로 발행되거나, 발행회사의 자기주식으로 교환되는 것들이 존재한다. 전환주식(제346조~제351조), 전환사채(제513조~제516조), 신주인수권부사채(제516조의2~제516조의11) 등이 전자의 예이고, 발행회사의 자기주식으로 교환되는 교환사채(제469조 제2항 제2호)가 후자의 예이다.

통상적으로 이들 증권은 매력적인 투자대상으로 여겨지는데, 왜냐하면 그 보유자가 각각 전환권·신주인수권·교환권 등의 행사를 통해 발행회사의 보통주식을 시장가격보다 낮은 가격으로 취득할 가능성이 있기 때문이다.⁴⁾ 예컨대 전환권 행사시 우선주 1주에 대해 1주 이상의 보통주를

-
- 1) 2011년 4월 14일 법률 제10600호로 공포되고 2012년 4월 15일부터 시행되고 있는 상법을 말한다. 이하 본 논문에서 단순히 조문만 제시되는 경우에는 상법의 조문을 뜻하는 것으로 한다.
 - 2) 본 논문에서 사용하는 ‘증권’이라는 용어의 의미는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장법”)의 정의에 따른다. 따라서 재산적 가치를 표창하고 있는 유가증권, 즉 실물증서를 가리키는 것이 아니라 ‘권리’ 자체를 의미하는 것으로 사용한다.
 - 3) 주식회사가 발행하는 주식과 사채는 각각 주권(株券)과 사채권(社債券)이라는 유가증권에 화체되어 유체동산과 마찬가지로 소유의 대상이 될 수 있는 까닭에 주주와 사채권자는 주권의 소유자 또는 사채권의 소유자라고 부를 수 있다. 그러나 주권불소지 신고를 하여 불소지신고된 주권을 회사가 폐기하고 무효처리하면 실물주권이 존재하지 않으며(제358조의2), 사채의 경우도 「공사채 등록법」에 의한 등록을 통해 실물증서를 발행하지 않을 수 있다. 이와 같이 권리는 존재하되 이를 표창하는 증서가 없는 경우가 있으므로 본 논문에서는 주식·사채의 ‘소유자’라는 용어 대신 ‘보유자’라는 용어를 사용하기로 한다. 물론 자본시장법상 ‘보유’라는 용어는 특별한 의미를 갖기도 하지만(자본시장법 제133조 제3항), 본 논문에서 ‘보유자’란 단순히 주식이나 사채 등의 권리를 정당하게 행사할 수 있는 권리자라는 의미로 사용한다.
 - 4) 물론 전환권과 신주인수권을 행사할 때 미리 정한 조건이 어떠한가에 따라 다양한 종류의 주식을 취득할 수 있지만, 통상적으로 이들 권리의 행사로 취득하는 주식은 보통주식이 대부분이다. 그 이유로는 예컨대 발행회사의 입장에서 전환사채를 보통주식이 아닌 우선주식으로 전환시키면 우선배당으로 인한 부담이 생길 수 있다는 점, 보통주식으로의 전환을 허용함으로써 전환사채의 상품성을 더욱 크게 할 수 있다는 점 등을 생각할 수 있다. 한국증권거래소, “전환증권에 관한 기초 연구,” 「주식」 제47호, 한국증권거래소, 1972, 25쪽. 교환권을 행사하는 경우에도 발행회사가 소유하는 다양한 유가증권을 취득할 가능성이 있지만, 본 논문에서는 논의의 목적상 교환권의 행사를 통해 발행회사가 보유하는 자기주식을 취득하는 상황을 전제로 한다.

발행해주는 전환우선주식의 경우, 주가가 상승하고 회사의 배당능력이 좋아지면 전환권 행사를 통해 보다 많은 수량의 보통주를 가지는 것이 배당의 측면에서나 주식을 환가하는 측면에서 유리할 수 있다.⁵⁾ 또한 전환사채의 경우에도 사채권자가 해당 전환사채 자체에서 얻는 이율은 일반 사채에 비해 낮은 것이 보통이지만, 발행회사의 영업실적이 계속 좋아져서 동 회사주식의 가격이 계약에서 정한 전환가액보다 높게 상승하면 전환권 행사를 통해 사채를 보통주식으로 전환함으로써 이익을 얻게 된다.⁶⁾ 요컨대 전환권·신주인수권·교환권 등은 그 권리가 부착된 해당 증권의 투자자들에게 발행회사의 성장 가능성에 참여할 기회를 제공한다는 점에서 그 가치를 찾을 수 있다.⁷⁾

전환주식·전환사채·신주인수권부사채·교환사채의 보유자는 일종의 콜 옵션(call option)인⁸⁾ 전환권·신주인수권·교환권을 행사하면 발행회사의 보통주식을 손에 쥐게 될 수 있다는 점에서 공통된다.⁹⁾ 따라서 본 논문에서는 이들 증권을 ‘전환증권(convertible securities)’이라는 용어로 포괄하고, 각각 증권에 부착된 권리도 ‘전환권(conversion rights)’으로 통칭하고자

5) 이철송, 「회사법강의」 제20판, 박영사, 2012, 294쪽.

6) 이러한 점에서 전환사채는 벤처기업의 자금조달에 유용한 수단이 될 수 있다. 즉 유망한 벤처기업에 투자하여 전환사채를 보유한 투자자는 사채권자로서 약정에 따른 이자수익을 즉시 받을 수 있을 뿐만 아니라, 해당 기업이 성장하여 공개기업이 되면(going public) 전환권을 행사하여 주식을 보유함으로써 그 기업의 이익을 주주로서 향유하게 된다. Robert W. Hamilton, *Business Organizations: Unincorporated Businesses and Closely Held Corporations*, Aspen Publishers, 1996, § 9.12, p.278.

7) Marcel Kahan, “Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities,” 2 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 147, 1995, p.147.

8) 일반적으로 옵션(option)이란 상품·증권·통화·금리 등의 자산을 일정 기간 내에 또는 일정 기일에 일정한 가격으로 매수할 수 있는 권리 또는 매도할 수 있는 권리를 말하며, 이 때 매수권은 콜옵션(call option), 매도권은 풋옵션(put option)이라고 한다. William J. Carney, *Corporate Finance: Principles and Practice*, Foundation Press, 2005, p.537.

9) 이외에도 주식매수선택권 역시 신주발행방식이나 자기주식양도방식으로 부여된 경우에는 그 보유자의 권리행사(스톡옵션행사)로 인해 발행회사의 주식이 주어진다(제340조의2 이하 및 제542조의3). 그러나 주식매수선택권은 인센티브를 제공하는 차원에서 발행회사의 이사·집행임원·감사·피용자 등에게만 제한적으로 부여되고, 또한 그 양도가 금지된다. 본 논문은 투자대상이 되는 증권을 대상으로 논의를 전개하므로, 투자에 부적합한 주식매수선택권은 논외로 한다.

한다.¹⁰⁾ 물론 전환주식·전환사채에 부착된 권리를 전환권이라고 부르는데에는 문제가 없으나, 신주인수권부사채나 교환사채에 부착된 권리의 경우는 신주인수권 내지 교환청구권이기 때문에 이들을 전환권이라고 부르는 것은 어색할 수 있다. 그러나 이들 권리는 모두 그 행사를 통해 통상적으로 발행회사의 보통주식을 취득한다는데 공통점이 있으므로 분석의 편의상 ‘전환권’이라고 통칭하기로 한다. 요컨대 본 논문에서 말하는 ‘전환증권’이란 특정 증권의 보유자가 증권에 부착되어 있는 권리(콜옵션)를 행사할 경우 그 내용에 따라 다른 증권이 발행되거나 다른 증권으로 교환되는 금융상품을 포괄적으로 지칭하는 용어이며, 이 때 그 권리(콜옵션)를 ‘전환권’이라 포괄하여 부르기로 한다.

본 논문이 전환주식·전환사채·신주인수권부사채·교환사채 등을 전환증권이라는 용어로 포괄하고, 또한 각기 부착된 권리를 전환권이란 용어로 포괄하여 분석하는 이유는, 이들 증권의 보유자들이 모두 회사의 일정한 행위에 의해 그 권리를 침해받을 가능성에 직면하기 때문이다. 예컨대 회사가 전환증권 발행 후 저렴한 가격으로 신주를 발행하거나, 준비금을 자본금으로 전입하거나, 또는 주식배당 등을 하게 되면 주식의 가치가 희석되므로 전환증권 보유자가 당초의 전환조건에 따라 주식으로 전환하는 것이 무의미해질 수 있다.¹¹⁾ 이는 ‘주식가치의 희석화’로 인한 전환권 침해의 문제이다. 또 다른 예로 전환증권을 발행한 회사가 다른 회사에 흡수합병 되는 경우에는 전환증권 발행회사의 주식은 소멸하므로 이러한 상황에서 계약에 따른 별도의 보호장치가 없다면 전환권의 가치는 완전히 사라지게 된다. 이는 ‘전환권 소멸’로 인한 전환권 침해의 문제이다.

‘주식가치의 희석화’를 방지하기 위해 입법례에 따라서는 전환증권을 발행한 후에는 신주발행 등의 자본거래를 금지하는 예도 있고, 자본거래

10) 법령은 아니지만 한국회계기준원의 기업회계기준서(2007년 5월 개정)가 ‘전환증권’에 대한 내용을 두고 있다. 기업회계기준서 제9호에 따르면 “전환증권은 당해 증권의 소유자가 보통주 청구에 대한 권리를 행사하면 보통주가 추가로 발행되는 금융상품 또는 기타 계약을 말한다. 전환증권의 예는 다음과 같다. (1) 전환사채, 신주인수권부사채, 전환우선주, (2) 신주인수권, (3) 자기주식으로 교환되는 교환사채, (4) 기타 일정한 조건에 따라 보통주가 발행되는 계약”이라고 규정하고 있다.

11) 이철송, 앞의 책, 1010쪽.

자체를 금지하지는 않지만 그로 인해 주가가 하락하는 경우 전환가액을 조정하여 전환증권 보유자를 보호하기도 한다.¹²⁾ 우리 상법에서는 주식이 치 희석화 방지를 위해 위의 어느 방법도 제시하고 있지 않다.¹³⁾ 물론 아래에서 언급되는 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」(이하 “증권발행 공시규정”)에서 전환가액의 조정에 관한 규정을 두고 있기는 하지만, 이는 원칙적으로 전환사채 등을 발행하는 상장법인이 전환가액을 조정할 수 있도록 선택한 경우를 위한 기준을 정하고 있을 뿐이어서 적용이 강제되는 것은 아니다.¹⁴⁾ 결국 전환증권 보유자의 입장에서는 계약을 통해 자신의 권리를 보호할 수밖에 없는데, 실제로 사채발행실무에서는 통상적으로 전환가액조정에 관한 사항을 사채청약서에 규정하고 있다. ‘전환권 소멸’의 문제와 관련해서는 종류주주총회나¹⁵⁾ 채권자보호절차¹⁶⁾ 등의 법적 제도가 존재하지만, 역시 이들만으로는 전환증권 보유자에게 충분한 보호가 부여되지 않으므로 계약에 의한 보호가 추가로 고려될 필요가 있다. 요컨대 일종의 콜옵션에 해당하는 전환증권의 전환권은 일반적으로 계약적 권리이기 때문에 법률에 의한 규제 보다는 당사자의 합의에 의해 그 내용이 정해지고, 그 결과 전환증권 보유자의 입장에서는 계약을 통해 전환권이 부여하는 이익을 보호하는 것이 무엇보다 중요하다.¹⁷⁾

12) 외국의 관련 법제에 대해서는 최완진, “특수사채에 관한 법적 문제점 고찰,” 『상사법 연구』 제7집, 한국상사법학회, 1989, 429~434쪽; 이승환, “전환사채의 전환가액에 관한 연구,” 『법학연구』 제19권 제3호, 연세대학교 법학연구소, 2009, 319쪽 참조.

13) 예외적으로 본 논문의 고찰 대상에서 제외된 주식매수선택권의 경우에는, 주주총회의 결의로 주식매수선택권을 부여할 때 주식매수선택권 행사가액의 조정에 관한 사항을 정하도록 하는 규정이 존재한다(제340조의3 제2항 제3호).

14) 다만 아래에서 살펴보듯이 적용이 강제되는 것으로 읽히는 규정도 존재한다. 본 논문 IV.2.(1) 참조.

15) 예컨대 보통주로 전환될 수 있는 전환우선주를 발행한 회사가 다른 회사에 흡수합병되면서 전환우선주 보유자들에게 보통주보다 적은 합병신주를 배정함으로써 손해를 끼치게 되었다면, 해당 전환우선주 보유자들만의 종류주주총회의 결의를 통해 이들의 보호를 꾀할 수 있다(제435조, 제436조).

16) 예컨대 전환사채를 발행한 회사가 다른 회사에 흡수합병되면서 별도의 조치가 존재하지 않아 전환사채의 전환권이 소멸되는 경우에는 해당 전환사채권자들은 합병에 이익을 제출함으로써 변제 등을 받을 수 있다(제527조의5, 제232조). 그러나 이로써 전환권을 행사하였다면 얻을 수 있었을 가치와 동일한 정도의 가치를 확보할 수 있을지는 불확실하다.

17) Stephen I. Glover, “Solving Dilution Problems,” 51 *Bus. Law.* 1241, 1996, p.1242.

따라서 본 논문의 목적은 전환증권 발행회사가 자신이 발행한 보통주식에 영향을 미칠 수 있는 특정 행위에 개입함으로써 전환권을 침해하는 경우 전환증권 보유자를 보호하기 위해 어떠한 계약적 수단을 강구할 수 있는지를 검토하는 것이다. 이하 본 논문의 순서는 다음과 같다. 우선 상법 등의 관련 법령상 어떠한 전환증권이 존재하며 각 증권의 내용이 어떠한지 개괄하고, 이러한 전환증권에 부착된 전환권이 침해될 수 있는 경우를 고찰한다(II). 이어서 전환권이 침해되는 상황에서 전환증권 보유자를 보호하기 위해 어떠한 계약적 장치들을 마련할 수 있는지 살펴본다(III). 그리고 이러한 계약적 보호수단들이 관련 법령에 어떻게 반영되어 있는지 검토한 뒤, 적절한 개선방안을 모색한다(IV). 마지막으로 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(V).

II. 전환증권의 내용과 전환권의 침해 유형

1. 전환증권의 주요 내용

앞서 설명하였듯이 본 논문에서 사용하는 전환증권이란 용어는 전환주식·전환사채·신주인수권부사채·교환사채를 포괄하는 개념이다. 상법 및 관련 법령상 각각의 증권들이 가지는 특징 가운데 본 논문의 고찰주제와 관련된 주요 내용들을 아래에서 살펴본다.

첫째, 전환주식이란 주주에 대하여 일정한 기간(전환기간) 내에 일정한 조건(전환조건)으로 해당 전환주식 발행회사의 다른 종류의 신주로 전환할 권리(전환권)를 부여한 주식(제346조 제1항), 또는 일정한 기간(전환기간) 내에 일정한 사유(전환사유)가 발생한 경우 일정한 조건(전환조건)으로 회사가 전환을 결정하는 주식을 말한다(제346조 제2항). 전자를 ‘주주 전환주식’으로, 후자를 ‘회사전환주식’으로 각각 부를 수 있다.¹⁸⁾ 전환이 이루어지면 구주식은 소멸하고, 아울러 구주권은 실효하므로 주주는 이를

18) 2011년 상법 개정 전에는 주주의 청구에 의하여 전환이 이루어지는 전환주식만 발행 가능하였으나, 개정법에서는 회사가 전환권을 갖는 전환주식도 인정한다.

회사에 제출하여야 한다(제346조 제3항). 전환으로 인하여 신주식이 발행되는 경우 전환 전의 구주식의 총발행가액을 신주식의 총발행가액으로 하므로, 전환주식 보유자는 추가로 주금을 납입하지 않는다(제348조). 전환조건이 1:1을 초과하는 때에는 발행주식수가 증가하므로 자본금이 증가하게 된다.

둘째, 전환사채란 사채권자에 대하여 일정한 기간(전환기간) 내에 일정한 조건(전환조건)으로 해당 전환사채 발행회사의 신주로 전환할 권리(전환권)를 부여한 사채를 말한다(제513조). 전환권이 행사되면 사채는 소멸하고 전환조건에 따라 신주가 발행된다. 전환조건이란 전환사채와 전환에 의해 발행되는 주식의 비율을 뜻하는데, 예컨대 ‘사채 10만원을 보통주식 1주로 전환할 수 있다’는 식으로 정해진다. 전환주식의 경우와 마찬가지로 전환사채의 총발행가액을 신주식의 총발행가액으로 하기 때문에, 발행되는 신주에 대해서 사채권자가 주금을 추가로 납입할 필요는 없다(제516조 제2항→제348조). 전환사채의 전환 역시 신주발행을 수반하므로 자본금의 증가를 가져온다.

셋째, 신주인수권부사채란 사채권자에 대하여 일정한 기간(행사기간) 내에 일정한 조건(행사조건)으로 해당 신주인수권부사채 발행회사의 신주를 인수할 권리(신주인수권)를 부여한 사채를 말한다(제516조의2). 신주인수권을 행사하면 행사조건에 따라 신주가 발행되는데, 전환사채의 경우와는 달리 신주발행가액 전액이 납입되어야 한다. 납입은 금전으로 하여야 하며 현물출자는 있을 수 없는 것이 원칙이다(제516조의9 제1항: 현금납입형). 다만 신주인수권을 행사하려는 자의 청구가 있는 때에는 신주인수권부사채의 상환에 갈음하여 그 발행가액으로 신주발행가액의 납입이 있는 것으로 본다는 뜻을 사채발행시에 정할 수 있으며, 이에 따라 신주인수권부사채권자는 사채발행가로 대용납입할 수 있다(제516조의2 제2항 제5호: 대용납입형). 현금납입형을 선택하면 사채는 존속하게 되며, 대용납입을 한 경우에는 전환사채와 마찬가지로 사채가 소멸한다. 신주인수권부사채의 특징 중 하나는 신주인수권만을 분리하여 따로 양도할 수 있다는 것인데(제516조의2 제2항 제4호), 이를 위해 신주인수권증권을 발행하여야 한다(제516조의5 제1항). 신주인수권을 행사하면 신주가 발행되므로

자본금이 증가한다.

넷째, 교환사채란 사채권자에 대하여 일정한 기간(교환기간) 내에 일정한 조건(교환조건)으로 해당 교환사채 발행회사가 소유하는 유가증권으로 교환할 권리(교환권)를 부여한 사채를 말한다(제469조 제2항 제2호, 상법 시행령 제22조 제1항). 여기서 교환대상이 되는 유가증권은 (i) 교환사채 발행회사 이외의 제3자가 발행한 주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등인 경우와, (ii) 교환사채 발행회사가 보유하는 자기주식인 경우로 나눌 수 있다(상법 시행령 제22조 제1항·제2항).¹⁹⁾ 교환사채 발행회사는 사채권자가 교환청구를 하는 때 또는 그 사채의 교환청구기간이 끝나는 때까지 교환에 필요한 주식 또는 유가증권을 한국예탁결제원에 예탁하여야 한다(상법 시행령 제22조 제3항). 교환권이 행사되면 사채권은 소멸하고 교환으로 제공되는 증권의 대가는 사채금액으로 충당된다.²⁰⁾ 이 때 주식 등의 신규발행 없이 발행회사가 기존에 보유하던 증권을 제공할 뿐이므로 자본금은 변하지 않는다. 이상의 논의를 정리하면 [표 1]과 같다.

결국 전환주식의 전환권, 전환사채의 전환권, 신주인수권부사채의 신주인수권, 자기주식으로 교환되는 교환사채의 교환권은 모두 발행회사의 주식에 대한 콜옵션이라는 점에서 차이가 없다.²¹⁾ 다만 콜옵션의 보유자가

19) 교환사채는 종래 자본시장법에 따라 상장회사가 발행할 수 있었던 특수사채 가운데 하나였으나, 2011년 상법 개정에 의해 상법상의 제도로 수용되었다. 자본시장법에서는 환금성을 고려하여 상장유가증권에 국한하여 교환의 대상이 되는 것으로 규정하고 있으나(자본시장법 시행령 제176조의13), 상법에서는 이러한 제한이 없으므로 비상장유가증권도 교환의 대상이 될 수 있다. 또한 자본시장법에서는 교환을 위해 발행회사가 보유하는 상장증권 속에 이익잉여금으로 취득한 자기주식 또는 주주의 주식매수청구를 받아 취득한 자기주식을 포함시키고 있다(자본시장법 시행령 제176조의13). 따라서 교환사채를 발행하는 상장회사는 자기가 발행하는 신주를 제외한 모든 상장증권을 교환대상으로 할 수 있는데, 2011년 개정상법 역시 이러한 태도를 그대로 이어받아 자기주식도 교환의 대상으로 하고 있다.

20) 예컨대 교환사채 발행회사 A가 소유하는 B회사의 보통주식(또는 자기주식)을 5만원으로 평가하여 교환사채 100만원에 대해 20주를 교환해 줄 수 있다. 이철송, 앞의 책, 1025면.

21) 교환사채에 있어서 교환대상증권이 타회사의 주식인 경우에는 교환사채 발행회사가 아닌 그 주식을 발행한 타회사의 특정 행위로 인해 교환사채의 가치저하가 발생한다. 즉 해당 타회사가 주식배당이나 준비금의 자본금전입을 하거나, 교환사채발행 당시 미리 정한 교환가격보다 낮은 가격으로 유상신주를 발행한다면 교환가격의 조정이 필요하다는 점은 마찬가지이다. 본 논문은 자기주식으로 교환되는 교환사채의

권리의 행사대가로 무엇을 지급하는지의 차이가 있을 따름이다. 전환주식·전환사채·교환사채의 경우는 그 대가로 구주식의 납입금액이나 사채를 지급하는 셈이고, 신주인수권부사채의 경우에는 현금 등을 추가로 납입한다. 그러나 신주인수권부사채의 경우도 예외적으로 대용납입을 선택할 때에는 전환사채 및 교환사채와 차이가 없게 된다. 이러한 측면에서 전환주식·전환사채·신주인수권부사채·교환사채 등을 전환증권이라는 용어로 포괄하고, 또한 각기 부착된 권리(콜옵션)를 전환권이란 용어로 포괄하여 분석할 수 있는 근거가 생기는 것이다.

<표 1> 각 전환증권의 비교²²⁾

	전환주식	전환사채	신주인수권부사채	교환사채
근거법규	상법 346조 이하	상법 513조 이하	상법 516조의2 이하	상법 469조 2항 2호
전환대상 주식	발행회사의 신주	발행회사의 신주	발행회사의 신주	제3자의 증권 (일반적인 경우)/ 구주(자기주식의 경우)
권리행사 후	구주식 소멸	사채권 소멸	사채권 유지 (현금납입형)/ 사채권 소멸 (대용납입형)	사채권 소멸
주식의 대가	구주식 납입금액으로 충당	사채금액으로 충당	현금납입(현금납입형)/ 사채금액으로 충당(대용납입형)	사채금액으로 충당
권리의 이전	주권의 이전에 의함	사채권의 이전에 의함	신주인수권 증권 분리발행 가능	사채권의 이전에 의함
자본금의 변동	전환조건 1:1 초과시 자본금 증가	자본금 증가	자본금 증가	자본금 불변

가치저하 문제를 주로 다루지만, 그 논의는 타회사가 발행한 주식으로 교환되는 교환사채의 경우에도 동일하게 적용될 수 있다.

22) 코스닥협회, 『교환사채 발행의 이론과 실무』, 코스닥협회, 2011, 3쪽의 내용을 참고하여 재구성한 것이다.

2. 전환권의 침해 유형

(1) 주식가치 희석화로 인한 전환권의 가치 저하

전환증권이 발행된 이후 발행회사의 일정한 행위로 인해 주식 구성이 바뀌거나 자산이 유출되는 등의 사유가 발생하면 전환으로 인하여 받을 주식의 실질적 가치에도 변동이 생기게 된다. 발행회사의 이러한 행위는 지분보유자(equity holder)인 기존주주의 이익을 위한 경우가 대부분인 까닭에 전환증권 보유자에게는 불리한 방향으로 이루어지게 된다. 통상 “희석화(dilution)”라고 부르는 이러한 행위의 예로서는 주식분할, 주식배당, 무상증자, 이익배당, 자기주식취득, 시가보다 낮은 발행가액으로 하는 유상증자, 기준금액보다 낮은 전환가액이나 인수가액을 가진 전환사채나 신주인수권부사채의 발행, 주주에게 기준금액보다 낮은 가액으로 주식·자산을 배분하거나 주식·자산을 인수할 수 있는 권리를 주는 경우 등이 있다.²³⁾

이와 같은 희석화의 결과 전환증권 보유자의 부(富)는 기존주주에게로 이전하게 된다. 전환증권 보유자로부터 기존주주에게 부를 이전시키는 가장 직접적인 방법은 발행회사가 기존주주에게 금전을 지급함으로써 전환대상인 보통주식의 가격을 낮추는 것이다. 이러한 금전지급과 동일한 효과를 가져 오는 그 밖의 방법으로는 주식분할, 이익배당, 시가보다 높은 가격으로 이루어지는 자기주식취득 등이 있다. 아래의 사례를 통해 각각의 경우 전환증권의 전환가치가 어떻게 희석되는지 살펴보기로 한다.²⁴⁾

甲주식회사는 100만 주의 보통주식을 발행한 회사로서 총자산은 12억 원이고 다른 부채는 없이 2억 원에 달하는 전환사채만 발행한 상태인데, 전환조건에 따르면 사채금액 400원당 보통주식 1주로 전환할 수 있다. 만약 모든 전환사채권자가 전환권을 행사한다면 50만 주의 신주를 받게 될 터인데, 이는 甲회사 발행주식총수 150만 주의 1/3에 해당하고 그 가치는 4억 원에 달하게 된다. 그리고 甲회사의 기존주주들은 발행주식총수의 2/3에 해당하는 주식을 보유하고 그 가치는 8억 원에 달하게 될 것이다.

23) 코스닥협회, 앞의 책, 8쪽.

24) 이하 본 논문에서 제시되는 사례 및 수치와 관련 분석은 Kahan, *op. cit.* pp.148~158에 크게 의존하였다.

이제 甲주식회사가 아직 전환권이 행사되지 않은 상황에서 (i) 1주의 주식을 2주로 하는 주식분할을 하거나, (ii) 주당 300원의 배당을 하거나, (iii) 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 25만주의 자기주식을 주당 1,200원에 취득하였다고 가정해 보자.

첫째, 1주를 2주로 하는 주식분할을 하면 주식 수는 200만 주로 증가한다. 주식이 분할된 후 전환사채권자들이 전환권을 행사하면 그들이 받은 50만 주는 발행주식총수의 1/5에 해당하고 그 가치는 2.4억 원이다. 그에 따라 기존주주들이 보유하는 보통주식의 가치는 8억 원에서 9.6억 원으로 증가한다.

둘째, 주당 300원의 이익배당을 하면 甲회사의 총자산은 12억 원에서 9억 원으로 감소한다. 이익배당 후 전환사채권자들이 전환권을 행사하면 발행주식총수의 1/3에 해당하는 주식을 보유하게 되지만, 해당 주식의 가치는 4억 원에서 3억 원으로 감소한다. 기존주주들도 6억 원의 가치를 지닌 주식을 보유하게 되어 이전보다 2억 원의 가치감소가 있는 것처럼 보이지만 배당으로 3억 원을 받았으므로 1억 원의 순수익을 얻게 되는 셈이다.

셋째, 甲회사가 배당가능이익을 가지고 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 25만 주의 자기주식을 주당 1,200원에 취득하여 소각하면 총자산은 9억 원으로 감소하고 발행주식총수도 75만주로 줄어든다. 자기주식취득 후 전환사채권자들이 전환권을 행사하여 50만 주의 신주를 받으면 이는 발행주식총수의 2/5에 해당하게 되지만 그 가치는 3.6억 원으로 감소한다. 그와 달리 기존주주들은 자기주식 매각으로 3억 원을 받고, 5.4억 원의 가치가 있는 주식(발행주식총수의 3/5에 해당)을 보유하게 된다. 결국 전환사채권자들이 잃어버린 0.4억 원을 기존주주들이 얻게 되는 것이다.

(2) 전환권의 소멸

회사의 자발적인 행위 가운데는 전환증권 보유자의 전환권을 무력화시키는 것이 존재한다.²⁵⁾ 대표적인 예로 전환증권을 발행한 甲회사가 乙회

사에 흡수합병되는 경우, 甲회사의 주주에게는 존속회사인 乙회사의 신주가 발행되어 배정되거나 교부금이 지급되고 甲회사의 주식은 소멸하게 된다. 이 때 전환증권 보유자는 존속하는 乙회사에 대하여 전환권을 행사할 수는 없고, 다만 전환증권의 발행시 회사정관에 전환권 확보에 관한 규정이 있고 또한 합병계약서에 그 실현을 위한 약정이 있는 경우에만 전환권을 행사할 수 있다.²⁶⁾ 결국 계약에 따른 별도의 보호 장치가 없다면 전환권의 가치는 완전히 사라지게 되는 것이다.

III. 계약을 통한 전환증권 보유자의 보호

1. 희석화 방지조항을 통한 전환권 보호

앞서 언급한 주식가치의 희석화가 발생하는 경우 기존의 전환조건을 그대로 유지하는 것은 합리적이지 않으므로 전환가치의 실질적 보장을 통한 전환증권 보유자의 보호가 필요하다. 이러한 목적으로 전환가액의 조정에 관한 조항을 계약서에 포함시키게 되는데, 이를 통상적으로 “희석화 방지조항(anti-dilution provisions)”이라 부른다.²⁷⁾ 희석화 방지조항의 이상적인 형태는 희석화 조치 전후에 걸쳐 전환증권 보유자의 지위가 동일하게 유지되도록 하는 것, 즉 어느 시기에 전환권이 행사되더라도 전환증권 보유자가 동일한 가치를 받을 수 있도록 전환가액을 조정하는 것이다.

희석화 조치 전후로 전환가치를 완전히 동일하게 유지시킨다는 것이 항상 가능하지는 않지만, 전환가액의 조정을 위한 다음의 두 가지 방법이 적절하게 사용된다면 전환증권 보유자에게 거의 완벽한 보상을 제공하게 된다. 첫째는 “전환가액감액(reduction in the conversion price)”방식인데, 이를 통해 전환권 행사시 전환증권 보유자에게 더 많은 주식이 부여된다.

25) 경영손실(operating losses), 채무초과(defaults), 파산(bankruptcy) 등과 같이 회사가 의도하지 않은 상황으로 인해 전환증권 보유자의 전환권이 위협받는 경우도 있을 수 있지만, 여기에서는 회사의 자발적인 행위로 인해 그 가치를 위협받는 전환권의 보호를 고찰 대상으로 한다.

26) 최완진, 앞의 논문, 432쪽.

27) Kahan, *op. cit.*, p.148.

둘째는 “참가조정(partaking adjustment)”방식으로, 이는 전환증권 보유자에게 전환권 행사시 부여되는 주식 이외에 일정한 재산적 이익을 추가적으로 부여하는 것을 말한다. 여기서 말하는 재산적 이익이란 발행회사가 전환가치를 감소시키는 행위를 한 경우, 만약 이러한 행위 이전에 전환권이 행사되었다면 전환증권 보유자가 받을 수 있었을 재산적 이익에 해당하는 것을 말한다.²⁸⁾ 아래에서는 주식가치가 희석되는 다양한 상황에서 전환가액조정방식이 어떻게 기능하는지 살펴본다.

(1) 주식분할, 주식배당, 무상증자 등 자금유입 없이 주식의 수가 증가하는 경우

주식이 분할되거나, 전환대상 주식과 동일한 종류의 주식배당이 이루어지거나, 준비금의 자본금전입으로 인해 신주가 발행되는 경우에는 비교적 단순하게 전환가액이 조정될 수 있다. 즉 증가하는 주식 수의 역의 배수로 전환가액을 감소시키면 된다. 앞의 사례에서와 같이 만약 1주를 2주로 분할하는 경우라면 발행주식수는 2배로 증가하므로, 전환가액은 400원에서 200원으로 1/2 감액조정을 하면 되는 것이다.

<전환가액 조정산식 유형 1>²⁹⁾

$$\text{조정 후 전환가액} = \text{조정 전 전환가액} \times \frac{\text{조정사유 발생 전 발행주식총수}}{\text{조정사유 발생 후 발행주식총수}}$$

이 상황에서 참가조정방식을 적용하더라도 전환가액감액의 경우와 동일한 결과가 된다. 참가조정방식을 적용해 보면, 전환증권 보유자는 (i) 전환권 행사시 400원의 전환가액에 의해 받게 되는 50만 주의 신주에 더하여, (ii) 주식분할 이전에 전환권을 행사했었다면 주식분할시 받았을 재산인 또 다른 50만 주의 주식을 추가로 받게 된다. 어떠한 조정방식에

28) Kahan, *op. cit.*, p.150.

29) 코스닥협회, 앞의 책, 49쪽.

의하든 전환증권 보유자는 총 12억 원 가치를 지닌 300만 주의 발행주식 가운데 4억 원의 가치에 해당하는 100만 주를 받게 되고, 이는 전환증권 보유자가 주식분할 이전에 전환권을 행사하였다면 받았을 주식의 가치와 같다.

(2) 회사자산의 분여가 있는 경우

회사가 주주들에게 자산을 분여할 때에도 통상적으로 전환가액의 조정이 이루어진다. 자산분여의 경우 조정 전 전환가액은 아래의 산식에 따라 조정된다.

<전환가액 조정산식 유형 2>³⁰⁾

$$\text{조정 후 전환가액} = \text{조정 전 전환가액} \times \frac{\text{분여 전 1주당 시가} - \text{분여자산의 1주당 가치}}{\text{분여 전 1주당 시가}}$$

위 산식의 핵심은 1주당 시가에서 주주가 받게 될 분여자산의 1주당 가치를 빼는 것이다. 이 값을 1주당 시가로 나누면 1 미만이 된다. 그리고 이 값에 조정 전 전환가액을 곱하면 조정 후 전환가액이 나오고, 이는 조정 전 전환가액보다 낮다. 낮아진 조정 후 전환가액으로 인해 전환증권 보유자들은 전환시 더 많은 주식을 받게 된다. 통상적으로 1퍼센트의 변화가 있기 전까지는 전환가액을 조정하지 않는다고 한다. 따라서 1퍼센트 미만으로 전환가액에 영향을 주는 변화는 이월되어서 장래에 1퍼센트의 기준이 충족되었는가의 여부를 결정할 때 더해진다.³¹⁾

앞의 사례에서와 같이 주당 300원의 이익배당을 하는 경우를 보자. 이익배당을 위한 기준일 설정 이전의 주가가 주당 800원이었다고 가정하였을 때, 위의 산식을 적용하여 전환가액을 조정하면 아래와 같다.

$$250\text{원} = 400\text{원} \times \frac{800\text{원} - 300\text{원}}{800\text{원}}$$

30) Kahan, *op. cit.*, p.151.

31) Jeffrey J. Haas, *Corporate Finance in a Nutshell*, West Publishing, 2004, pp.316~317.

조정된 전환가액에 의하면 전환증권 보유자들은 전환권 행사시 80만 주 의 주식을 받게 되며(전환사채 총액 2억 원을 조정된 전환가액 250원으로 나누면 80만 주), 이는 4억 원의 가치를 가진다(80만 주는 발행주식 총수의 4/9에 해당하므로, 배당 후 남은 총자산 9억 원의 4/9는 4억 원). 이는 전환증권 보유자가 이익배당 이전에 전환권을 행사하였다더라면 받았을 가치와 동일하다.

참가조정방식을 적용해 보면, 전환증권 보유자는 (i) 전환권 행사시 조정 전 전환가액(400원)에 따라 산정된 50만 주 의 신주를 받고, (ii) 이익배당 이전에 전환권을 행사했었다더라면 50만 주 의 주식에 배당되었을 이익인 1.5억 원(주당 300원 × 50만 주)을 추가로 받게 된다. 이제 甲회사의 총자산은 7.5억 원(기존주주들에게 3억 원의 이익배당 + 전환권을 행사하여 신주를 받은 전환증권 보유자들에게 1.5억 원을 지급 = 총 4.5억 원 유출)이므로, 전환증권 보유자가 받은 발행주식총수의 1/3에 해당하는 50만 주 의 가치는 2.5억 원이다. 결국 전환권 행사 후에 전환증권 보유자가 갖게 되는 자산의 총 가치는 4억 원이 된다.

(3) 시가보다 높은 가격으로 이루어지는 자기주식취득의 경우

자기주식취득 상황에서 전환가액을 어떻게 조정할 것인가와 관련하여 한 가지 주의할 점이 있다. 자기주식을 시가로 취득하는 때에는 잔여 주식의 가치감소가 수반되지 않아 지분 희석화가 발생하지 않으므로, 시가보다 높은 가격으로 이루어지는 자기주식취득(premium share repurchases)시에만 전환가액의 조정이 필요하다는 것이다. 이 경우 전환가액조정의 기준이 되는 것은 자기주식취득에 사용된 총금액이 아니라, 시가를 초과하여 지급된 금액(premium)의 총합(1주당 초과지급금액 × 취득된 주식의 수)이다. 전환증권 보유자의 시각에서 보면, 이러한 초과지급총액은 기존 주주에게 지급된 동일한 금액의 이익배당액과 마찬가지로 때문이다. 즉 시가를 초과하여 지급된 자기주식취득금액이나 이익배당금액은 양자 모두 잔여주식의 가치를 희석화시키는 효과를 가진다는 점에서 같다.

이상의 내용을 바탕으로, 회사자산의 분여에서 사용되었던 조정산식의

일부 항목을 치환하여 자기주식취득의 상황에 적용할 수 있다. 즉 ‘분여 자산의 1주당 가치’를 ‘초과지급총액의 1주당 가치’로 바꾸는 것이다. 앞의 사례에서와 동일하게 자기주식취득 전의 주가를 1주당 800원이었다고 가정하고, 甲회사가 배당가능이익을 가지고 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 25만 주의 자기주식을 주당 1,200원에 취득하여 소각하였다면 초과지급총액은 1억 원이 된다(1주당 초과하여 지급된 400원 × 25만 주). 이 초과지급총액은 기존주주들에게 이익배당으로 분여된 것과 마찬가지로, 기존주주들이 가진 75만 주의 주식에 주당 133.3원이 배당된 것과 동일한 효과를 갖는다. 이 133.3원이 ‘초과지급총액의 1주당 가치’이며, 이 수치를 자산분여에서 사용하였던 산식에 적용하여 전환가액을 조정하면 아래와 같다.

$$333.3\text{원} = 400\text{원} \times \frac{800\text{원} - 133.3\text{원}}{800\text{원}}$$

조정된 전환가액에 의하면 전환증권 보유자들은 전환권 행사시 60만 주의 주식을 받게 된다(전환사채 총액 2억 원을 조정된 전환가액 333.3원으로 나누면 60만 주). 자기주식취득으로 25만 주가 소각되었고, 전환권 행사로 60만 주가 신주로 발행되었으므로, 이제 甲회사의 발행주식총수는 135만 주가 되고 1주당 순자산가치는 666.67원이 된다. 따라서 전환증권 보유자가 받은 60만 주는 4억 원의 가치를 지니게 된다.

(4) 워런트 부여나 시가미달의 유상증자의 경우

전환증권 발행회사가 발행회사의 신주를 받을 수 있는 워런트(warrant)를³²⁾ 부여한 경우(예컨대 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하거나 주식매수선택권을 부여하는 경우), 해당 워런트의 행사로 인해 시가에 미달

32) 워런트(warrant)는 미국에서도 법률상 엄격히 정의된 개념은 아닌데, 일반적인 용례에 의하면 일정한 기간 동안 일정한 수량의 주식을 일정한 가격에 매입할 수 있는 일종의 콜옵션에 해당하는 증권이라고 할 수 있다. 그렇다면 상법상 신주인수권부사채가 분리형으로 발행된 경우 신주인수권을 표창하는 유가증권인 신주인수권증권을 워런트라고 볼 수 있으며, 주식매수선택권과 전환사채의 전환권도 일종의 워런트라고 할 수 있다.

하는 가액으로 신주가 발행되면 주식가치가 희석되고 그 결과 전환증권의 가치가 하락하게 된다. 시가에 미치지 못하는 발행가액으로 신주가 발행되는 유상증자의 경우도 마찬가지이다. 유상증자와 관련하여, 신주가 시장가격으로 발행됨으로써 기존주식의 가치를 하락시키지 않는 경우라도, 전환증권 보유자가 전환권 행사로 보유하게 될 주식 지분율의 희석화가 문제될 수 있다. 즉 시가발행을 함으로써 주식가치의 희석화(value dilution)는 일어나지 않더라도, 지배력의 희석화(voting dilution)가 발생할 수 있다는 것이다. 결국 전환증권 보유자에게 잠재적 지배권이 중요한 경우에는 시가발행이더라도 손해를 보게 된다고 할 수 있다.³³⁾

현재 시장가격보다 낮은 가격으로 발행되는 주식을 흔히 ‘저가주(cheap stock)’라고 부르는데, 회사가 저가주를 발행하는 경우 전환증권의 전환가액은 아래의 산식에 따라 조정될 수 있다.

<전환가액 조정산식 유형 3>³⁴⁾

$$\text{조정 후 전환가액} = \text{조정 전 전환가액} \times \frac{\text{기존발행 주식수} + \text{신규발행 주식수} \times \frac{\text{신주1주당발행가액}}{\text{시가(기준가격)}}}{\text{기존발행주식수} + \text{신규발행주식수}}$$

위 산식에서의 핵심은 시가로³⁵⁾ 나누어지는 1주당 발행가액인데, 이는 1 미만이 된다. 그리고 이 값에 조정 전 전환가액을 곱하면 조정 전 전환가액보다 적은 액수의 조정 후 전환가액이 산출된다. 낮아진 가격의 조정 후 전환가액은 전환증권 보유자들이 전환권 행사시 더 많은 수의 주식을 받게 해준다.

워런트를 행사하여 신주가 발행되는 경우(전환사채, 신주인수권부사채,

33) William J. Carney, *op. cit.*, p.587.

34) 이철송, 앞의 책, 1010쪽; 코스닥협회, 앞의 책, 49쪽 참조.

35) <전환가액 조정산식 유형 3>은 ‘시가’를 기준가격으로 하고 있는데, 공정한 시가가 없는 비상장법인의 경우에는 적용하기 어려운 방식이다. 비상장법인의 경우에는 종전의 전환가액보다 낮은 가액으로 신주를 발행하는 경우가 문제되므로, 전환가액을 조정하기 위한 위 산식에서 ‘시가’ 대신 ‘조정 전 전환가액’을 기준으로 하여 적용하게 된다. 금융감독원, 「기업공시 실무안내」, 금융감독원, 2010, 148쪽.

신주발행형 주식매수선택권의 경우)나 시가미달의 유상증자의 경우에는 앞의 (1)에서 보았던 주식분할, 주식배당, 무상증자의 경우와 마찬가지로 주식의 수가 증가한다. 따라서 주식분할 등의 경우에도 <전환가액 조정 산식 유형 1> 대신 위의 <전환가액 조정산식 유형 3>을 적용할 수도 있다. 그러나 주식분할 등의 경우에는 새로 발생하는 주식 수에 해당하는 자금이 회사로 유입되는 것이 아니기 때문에 <전환가액 조정산식 유형 3>의 항목 중 ‘신주발행가액’을 ‘0’으로 해야 하고, 그 결과 ‘신규발행주식수 × 신주발행가액’은 ‘0’이 되므로 결과적으로 <전환가액 조정산식 유형 1>을 적용한 것과 동일하게 된다.

2. 전환권소멸 방지조항을 통한 전환권 보호

앞서 언급한 바와 같이, 예컨대 전환증권 발행회사가 타회사에 흡수합병되어 전환권이 소멸하는 경우에도 전환증권 보유자의 보호가 필요하다. 영미에서는 이러한 목적을 위해 전환사채의 경우 대부분의 신탁증서(indenture)에³⁶⁾ 합병 등의 상황에 적용되는 계약 조항을 포함시킨다. 이들 조항 역시 희석화 방지조항의 한 유형으로 보기도 하지만, 동 조항이 적용되는 상황은 주식가치의 희석화와는 차이가 있기 때문에 “전환권소멸 방지조항(anti-destruction provisions)”이라 부르기도 한다.³⁷⁾

(1) 참가조정방식을 통한 전환권 보호

전환권소멸 방지조항은 대부분 참가조정방식으로 전환가치를 보전하는

36) 영미에서 신탁증서(indenture)란 사채발행회사와 수탁회사(trustee) 사이에 체결되는 계약을 가리킨다. 신탁증서는 신탁의 이익을 받는 사채권자가 직접 수탁회사와 체결하는 것이 아니라 발행회사와 수탁회사 간에 체결된다. 사채발행 당시는 사채권자가 정해져 있지도 않고, 사채권자는 수시로 변동하기 때문에 통상적인 신탁계약의 구조와는 차이가 나는 까닭이다. 영미에서는 신탁의 법리에 따라 사채권자로부터 위탁을 받은 수탁회사는 사채권자의 이익을 보호하는 감시자의 역할을 하는데, 우리나라에서 이 역할은 사채관리회사가 한다(제484조 제1항). 송옥렬, 『상법강의』 제2판, 홍문사, 2012, 1119쪽; 윤영신, “사채권자보호에 관한 연구 - 주주와 사채권자의 이익충돌을 중심으로 -,” 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1997, 35쪽.

37) Haas, *op. cit.*, p.318; William J. Carney, *op. cit.*, p.575.

내용으로 되어 있다.³⁸⁾ 즉 보통주식으로 전환하는 대신, 해당 사유 발생 직전에 전환권이 행사되었더라면 전환증권 보유자가 받았을 보통주식에 기하여 해당 사유 발생시 수령하였을 재산으로 전환할 수 있는 권리를 갖도록 하는 것이다. 예컨대 40만 원 금액의 전환증권을 보유한 권리가자가 전환권을 행사하면 甲회사 보통주식을 10주 받을 수 있는 상황에서, 甲회사가 乙회사로 흡수합병되어 甲회사 보통주식 1주당 乙회사 주식 2주가 발행된다면, 해당 전환증권은 乙회사 주식 20주로 전환할 수 있도록 하는 것이다.

이러한 참가조정방식의 전환권 보호는 존속회사가 주식을 발행하는 합병의 경우에는 합리적인 방안이 될 수 있으나, 교부금합병의 경우에는 그러하지 아니하다. 예컨대 甲회사의 주식 1주당 3만5천 원의 현금이 지급되는 교부금합병의 경우라면, 40만 원 금액의 전환증권은 현금 35만 원으로 전환되는 셈이 된다. 이처럼 현금으로 지급받는 것은 현재 35만 원의 가치를 지닌 주식으로 전환할 수 있는 권리를 보유하는 것보다 덜 매력적인 것이 사실이다.³⁹⁾

(2) 전환증권 매도권 부여를 통한 전환권 보호

합병시 전환증권 보유자를 보호하기 위한 또 다른 방안은 해당 사유 발생시 전환증권 보유자에게 자신의 증권을 회사에 매도할 수 있는 권리(풋옵션)를 부여하는 것이다. 구체적인 내용은 계약에 따라 달라지겠으나, 외국의 경우 대체로 교부금합병시 이러한 매도권리를 인정하고 있다고 한다. 교부금합병시 참가조정방식의 조정만으로는 전환권을 보호하기에 부족하므로 이러한 매도권리가 보완적 역할을 하는 까닭이다.⁴⁰⁾

상법에도 이러한 역할을 하는 제도가 존재한다. 합병반대주주의 주식매수청구권(제522조의3)이 그것인데, 다만 이 제도는 합병결의에 반대하는 ‘주주’에게만 회사에 대한 주식매수청구권을 인정한다는 점에서 제한적이다. 따라서 전환주식 보유자 이외의 전환사채권자, 신주인수권부사채권자,

38) Kahan, *op. cit.*, p.158.

39) Kahan, *op. cit.*, p.159.

40) Kahan, *op. cit.*, p.161.

교환사채권자 등은 사전적 계약을 통해 전환권의 보호를 피하여야 한다.

전환증권의 매도권이 인정되어 전환증권 보유자가 동 권리를 행사했을 때, 사채의 경우에는 통상적으로 증권의 권면액과 함께 그 동안 발생한 이자를 더하여 받게 된다. 이러한 매도권이 전환증권 보유자에게 적절한 보상으로 의미를 가지려면 매도가격이 합병 전의 전환증권의 가치에 상응하는 액수이어야 한다. 그러나 몇 가지 이유로 인해 전환증권의 시장 가치는 매도가액과 차이를 보일 수 있다. 예컨대 전환사채의 경우 그 발행 이후에 시장 이자율이 하락하거나 또는 전환대상주식의 가치가 상승하면 그에 따라 전환사채의 가치도 상승하므로 그 결과 매도가액을 상회할 수 있다. 이와 반대로, 시장 이자율이 오르거나 전환대상주식의 가치가 떨어지면 전환사채의 가치도 하락하므로 매도가액을 하회하게 된다. 이러한 상황에서 사채 권면액으로 전환사채를 발행회사에 매도하도록 한다면 경우에 따라 사채권자가 손실을 보거나(전환사채의 가치가 상승한 경우), 뜻하지 않은 횡재를 하게 된다(전환사채의 가치가 하락한 경우). 따라서 매도권에 의해 전환증권 보유자에게 부여되는 보호는 상황에 따라 과도하거나 부족할 수 있는 문제점이 존재한다.⁴¹⁾

IV. 전환가액조정에 관한 현행 규정과 개선방안

1. 전환가액조정에 관한 증권발행공시규정의 내용

금융위원회가 제정한 증권발행공시규정은 전환사채에 관한 전환가액의 하향조정 및 상향조정에 관한 규정을 두고(증권발행공시규정 제5-23조, 제5-23조의2), 이를 신주인수권부사채에 준용하고 있다(증권발행공시규정 제5-24조). 아래에서 관련 내용을 살펴본다.

(1) 주식가치 희석화에 따른 전환가액의 하향조정

증권발행공시규정은 전형적인 주식가치 희석화 상황에서 전환가치를

41) Kahan, *op. cit.*, p.161.

보호하기 위해 ‘전환가액감액방식’으로 전환가액을 하향조정할 수 있음을 규정하고 있다. 즉 주권상장법인이 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에는 미리 전환사채의 발행을 위한 이사회에서 증자·주식배당 등 전환가액을 하향조정 하고자 하는 각 사유별로 전환가액을 조정할 수 있다는 내용, 전환가액을 조정하는 기준이 되는 날 및 구체적인 조정방법을 정하여야 한다(증권발행공시규정 제5-23조 제1호). 따라서 전환증권을 발행하는 개별 기업들은 본 논문 III.1.에서 검토한 다양한 유형의 <전환가액 조정산식>을 상황에 맞게 구체적인 조정방법으로 채택할 수 있다.

참고로 금융투자협회가 마련한 “표준무보증사채 사채관리계약서(2012. 4. 3. 개정)”에서는 다음과 같이 ‘전환가액감액방식’과 ‘참가조정방식’에 의한 전환가액조정을 모두 예시하고 있다. 첫째, 전환사채권자가 전환청구를 하기 전에 발행회사가 당시 시가⁴²⁾를 하회하는 발행가액으로 (i) 유상증자, 주식배당, 준비금의 자본전입 등으로 주식을 발행하거나, (ii) 신주인수권 또는 신주인수권이거나 신주전환권이 부착된 회사채의 발행 등으로 신주인수권을 부여하는 유가증권을 발행하여 그 전환가액 조정에 관한 사항이 발생하는 경우에는 <전환가액 조정산식 유형 3>에 따라 전환가액을 조정한다고 예시하고 있다. 둘째, 주식분할 등에 의하여 전환가격의 조정이 필요한 경우에는 당해 주식분할 등 직전에 전환권이 행사되어 전액 주식으로 전환되었더라면 당해 주식분할 등 직후에 전환권리자가 가질 수 있었던 주식수가 전환주식수가 되도록 전환가액을 조정한다고 예시하고 있다.

(2) 시가하락에 따른 전환가액의 조정

전환증권이 발행된 이후에 영업부진이나 경기하락과 같이 회사의 자발적인 행위가 아닌 사유로 전환대상주식의 시가가 하락할 수도 있다. 주가가 전환가액 밑으로 하락하게 되면 전환권을 행사할 유인이 사라지는데,

42) 여기서 시가라 함은 증권발행공시규정 제5-18조에 따른 ‘기준주가’를 의미한다. 표준무보증사채 사채관리계약서(2012. 4. 3. 개정), 24쪽.

이러한 상황에서도 그 전환을 촉진하기 위해 전환가액을 감액할 수 있음을 미리 약정하는 경우가 있다. 이를 거래계에서는 “재조정(refixing option)”이라고 한다.⁴³⁾

증권발행공시규정은 시가가 하락한 경우에도 전환가액을 조정할 수 있도록 규정하고 있다. 시가하락에 의한 전환가액의 조정을 하는 경우에도 미리 전환사채 발행을 위한 이사회에서 조정관련 내용을 정하여야 한다(증권발행공시규정 제5-23조 제1호). 다만 회사의 자발적 행위로 주식가치가 희석된 경우 전환가액을 조정할 때와는 달리, 시가하락에 따라 전환가액을 조정하는 경우에는 원칙적으로 그 조정가액은 일정한 제한을 받는다. 즉 시가하락에 따른 전환가액의 조정을 하는 경우에는 조정 후의 전환가액이 (i) 발행당시의 전환가액의 70%에 해당하는 가액 이상이거나, (ii) 조정일 전일을 기산일로 하여 제5-22조 제1항 본문의 규정에 의하여 산정한 가액 이상이어야 한다(증권발행공시규정 제5-23조 제2호).

그러나 조정 후 전환가액의 최저한도(최저조정가액)를 70% 미만으로 적용할 수 있는 예외적인 경우가 있는데, (i) 최저조정가액 및 최저조정가액을 적용하여 발행할 수 있는 전환사채의 발행사유 및 금액을 정관의 규정으로 구체적으로 정한 경우나, (ii) 정관의 규정으로 전환가액의 조정에 관한 사항을 주주총회의 특별결의로 정하도록 하고 해당 전환사채 발행시 주주총회에서 최저조정가액 및 해당 사채의 금액을 구체적으로 정한 경우가 그것이다(증권발행공시규정 제5-23조 제2호 가목 단서).

금융투자협회가 마련한 “표준무보증사채 사채관리계약서”에도 시가하락에 의한 전환가액의 조정이 이루어지는 예시로서 “본 사채 발행일로부터 1개월 후 그리고 그 후 매 2개월마다 전환가격을 조정하되, 전환가격 조정일 전일을 기준으로 거래량으로 가중평균한 최근 1개월 평균증가, 1주일 평균증가 및 최근일 증가를 산술평균한 가액과 최근일 증가 중 낮은 가격이 직전 전환가액보다 낮을 경우, 그 낮은 가액으로 하며, 전환가액의 최저 조정한도는 발행시 전환가액의 70%에 해당하는 가액으로 한다”는 문구를 담고 있다.

43) 송옥렬, 앞의 책, 1133쪽.

(3) 주식가치 상승에 따른 전환가액의 상향조정

지금까지는 주식가치의 희석화로 인한 전환권의 침해를 상정하고 그 보호장치들을 살펴보았는데, 경우에 따라서는 회사의 일정 행위의 결과 주식가치가 상승함으로써 오히려 전환증권 보유자들에게 유리한 상황이 생길 수 있다. 예컨대 전환증권 발행회사가 전환권 행사 이전에 주식병합을 하거나 형식적 자본금감소를 하는 경우가 바로 그러하다. 이때에도 전환가액의 조정이 가능하지만, 이러한 조정의 결과 전환증권 보유자가 아닌 전환증권 발행회사가 이익을 보게 된다.

예컨대 2주의 주식을 1주로 병합하는 경우라면 전환가액을 2배로 상향 조정하여 늘릴 수 있다는 것이다. 그 결과 전환증권 보유자가 주식병합 후에 전환권을 행사하면 병합 전에 전환권 행사로 받았을 주식수의 절반에 해당하는 주식만을 받게 된다. 이러한 조정이 필요한 이유는 주식병합 후에 회사 주식의 가치는 병합 전 가치의 2배가 되기 때문이다.

증권발행공시규정에서도 주식가치가 상승했을 때 전환가액을 상향조정할 수 있는 규정을 두고 있다. 즉 주권상장법인이 전환사채를 발행하는 경우에는 감자·주식병합 등 주식가치 상승사유가 발생하는 경우 감자·주식병합 등으로 인한 조정비율만큼 상향하여 반영하는 조건으로 이를 발행하여야 하는 것이 원칙이다(증권발행공시규정 제5-23조의2 제1항 본문). 다만 감자·주식병합 등을 위한 주주총회 결의일 전일을 기산일로 하여 제5-22조 제1항 본문의 규정에 의하여 산정한 가액(산정가액)이 액면가액 미만이면서 기산일 전에 전환가액을 액면가액으로 이미 조정할 경우에는 조정 후 전환가액은 산정가액을 기준으로 감자·주식병합 등으로 인한 조정비율만큼 상향조정할 가액 이상으로 할 수 있다(증권발행공시규정 제5-23조의2 제1항 단서). 그러나 주권상장법인이 정관의 규정으로 전환가액의 조정에 관한 사항을 주주총회의 특별결의로 정하도록 하고 해당 전환사채 발행시 주주총회에서 최저조정가액 및 해당 사채의 금액을 구체적으로 정한 경우에는 최저조정가액 이상으로 상향하여 반영하는 조건으로 이를 발행할 수 있다(증권발행공시규정 제5-23조의2 제2항).

2. 증권발행공시규정의 개선방안

(1) 전환가액 조정규정의 강제적용 여부

전환가액의 하향조정에 관한 증권발행공시규정 제5-23조는 “주권상장법인이 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에는” 일정한 기준과 방법에 따라야 한다고 규정하고 있다. 따라서 규정의 문언상 증권발행공시규정이 요구하는 기준은 전환사채를 발행하는 상장법인이 전환가액 조정을 하기로 ‘선택’한 경우에만 적용되는 것으로 해석된다. 이렇게 전환가액의 조정이 강제되는 것이 아니라고 보면, 경우에 따라서는 전환가액의 조정 없이 전환사채를 발행할 수도 있다고 할 것이다. 물론 그 경우에는 전환권 침해가 문제될 수 있지만, 전환가액 조정의 여부는 전환증권 발행기업과 투자자 사이에 체결되는 계약의 문제이므로 증권발행공시규정의 이러한 태도는 이해할 수 있다.

문제는 전환가액의 상향조정에 관한 증권발행공시규정 제5-23조의2의 문언이다. 동 조는 “주권상장법인이 전환사채를 발행하는 경우에는 감자·주식병합 등 주식가치 상승사유가 발생하는 경우 감자·주식병합 등으로 인한 조정비율만큼 상향하여 반영하는 조건으로 이를 발행하여야 한다”고 규정하고 있기 때문에, 전환가액의 상향조정은 선택사항이 아니라 의무사항인 것으로 읽힌다.

전환증권 발행회사의 일정한 행위로 인해 주식가치가 희석되는 경우(제5-23조 적용의 경우)와 주식가치가 상승하는 경우(제5-23조의2 적용의 경우)를 달리 취급하여 규제할 이유가 있는가? 앞서 살펴보았듯이 전자의 경우는 전환증권 보유자의 보호가 필요하고, 후자의 경우는 발행회사의 보호가 요구된다. 그러나 발행회사 자신의 행위로 인해 주식가치가 변하게 되었다는 점을 고려한다면, 오히려 그 변화를 수동적으로 수용하는 입장인 전환증권 보유자의 보호를 위한 전환가액 하향조정은 의무사항으로 하고, 그 변화를 야기한 발행회사의 보호를 위한 전환가액 상향조정은 선택사항으로 하는 것이 합리적일 수 있다.

그러나 전환가액 상향조정에 관한 증권발행공시규정 제5-23조의2가 도

입된 배경을 살펴보면 일견 현행 규정 방식에 수긍할 여지가 있다. 과거 형식적 자본금감소나 주식병합 등을 앞둔 회사가 전환가액의 상향조정을 억제하는 내용을 담은 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하고 이해관계자로 하여금 이를 인수토록 함으로써 사실상 제3자나 일반투자자보다 이해관계자에게 유리한 상황을 만들려는 시도가 있었다고 한다. 이러한 내용의 사채를 “황금사채”라고 하는데, 전환사채권자 등이 주식가치 상승으로 취하는 이와 같은 이득은 합리적이지 못한 것으로 보고 2011년 11월 8일 증권발행공시규정에 해당 조항을 신설한 것이다.⁴⁴⁾

만약 주권상장법인이 전환가액 상향조정에 관한 내용을 채택하지 않은 채 전환증권을 발행함으로써 증권발행공시규정 제5-23조의2를 위반하였다면 금융감독위원회로부터 일정한 제재를 받게 된다. 즉 증권발행공시규정 제5-23조 이하는 금융위원회가 자본시장법과 시행령의 위임을 받아 전환사채 등의 건전한 발행을 위해 정한 것이므로(자본시장법 제165조의16, 자본시장법 시행령 제176조의17, 증권발행공시규정 제1-1조), 해당 규정의 기준을 따르지 아니한 경우에는 금융위원회가 해당 주권상장법인에 대하여 그 사실을 공고하고 정정을 명할 수 있으며, 필요하면 그 법인의 주주총회에 대한 임원의 해임 권고, 일정 기간 증권의 발행 제한, 그 밖에 시행령으로 정하는 조치를 취할 수 있다(자본시장법 제165조의18 제22호).

이러한 제재 여부와는 별개로, 주권상장법인이 전환가액 상향조정에 관한 조항을 포함하지 않은 채 전환증권을 발행한 후, 주식병합 등으로 주식가치가 상승하였다면 해당 법인이 증권발행공시규정 제5-23조의2에 따른 전환가액 조정을 주장할 수 있는가의 문제가 있다. 국내에서는 관련 사례를 찾아볼 수 없어서 주식병합과 관련한 전환가액조정의 문제를 다룬 미국의 유사 사례를 살펴보기로 한다.

Reiss v. Financial Performance Corp., 764 N.E.2d 958(2001) 사건에서 피고인 Financial Performance Corporation(이하 “FPC”)은 대출금 상환의 일부로서 원고에게 워런트(warrant)를 발행하였다. 이 워런트는 원고에게 특정일까지 FPC의 보통주식을 1주당 10센트에 매입할 수 있는 권리를 부여하

44) 코스닥협회, 앞의 책, 20쪽.

는 것이었다. 이후 FPC는 5주의 보통주를 1주로 하는 주식병합을 단행하였다. 그 결과 FPC의 주주들은 주식병합 이전에 보유하던 주식수의 1/5에 해당하는 주식을 보유하게 되었고, 주식의 가치는 5배나 증가하였다. 주식병합이 있는 후 원고들은 워런트를 행사하였는데, 주식병합을 고려하지 않고 워런트에서 지정된 대로 모든 주식을 주당 10센트에 매입하고자 하였다. 해당 워런트 발행 당시에는 주식분할이나 주식병합이 시행되는 경우 주식매입가격을 어떻게 할 것인가에 대해 언급이 없었다. 따라서 원고들은 FPC가 주식병합에 따른 위험을 인수하였고 워런트는 원래 조건대로 행사되어야 한다고 주장하였다. FPC는 이러한 원고들의 해석은 그들에게 “예기치 않은 횡재(windfall)”를 가져다주는 것이라고 반론을 폈다. FPC는 워런트가 발행될 당시 주식병합이 계획되지 않았었기 때문에, 워런트에 전환가액조정 조항이 묵시적으로 함축되어 있었음을 법원이 인정해 주기를 요청하였다.

뉴욕주 대법원은 피고인 FPC가 원고에게 워런트를 발행할 당시 주식병합의 발생을 예견할 수 있었다고 보았다. 실제로 해당 워런트 발행의 1개월 전에 FPC는 주식병합의 가능성을 감안한 워런트를 제3자에게 발행한 적이 있었다는 점이 고려되었다. 또한 법원은 전문적인 당사자들이 워런트 계약을 체결했으므로 주식병합에 따른 매입가격 조정조항을 의도적으로 배제했을 수 있으며, 계약 당시 중요한 조항들이 모두 드러나 있었다고 보았다. 결국 워런트는 기재된 조건대로 이행 강제될 수 있다고 판단하였다. 이상의 판례에서도 그러하지만, 미국의 법원들은 전환권 보호의 문제를 전적으로 계약의 문제로 보는 경우가 많다.⁴⁵⁾

요컨대 증권발행공시규정 제5-23조의2는 전환가액의 상향조정을 강제하는 것으로 읽히므로 그 위반시에 규제당국의 제재를 받을 수는 있다. 그러나 동 규정을 준수하지 않고 발행된 전환사채 등의 전환가액 상향조정 여부는 당사자들 사이의 합의의 문제이므로 애당초 계약에 포함되지 않

45) 예컨대 *Broad v. Rockwell Int'l Corp.*, 642 F.2d 929, 943-44(5th Cir. 1981) (en banc), cert. denied, 454 U.S. 965(1981); *Parkinson v. West End St. Ry. Co.*, 53 N.E. 891 (Mass. 1899) (Holmes, J.); *HB Korenvaes Inv., L.P. v. Marriott Corp.*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97,728 (Del. Ch. 1993); *Helvering v. Southwest Consol. Corp.*, 315 U.S. 194, 200-01(1942) 참조.

있던 전환가액의 상향조정을 요구할 수는 없다고 보아야 한다.

(2) 시가하락에 의한 전환가액조정의 필요 여부

앞서 보았듯이 증권발행공시규정은 주가하락의 경우에도 전환가액을 하향조정할 수 있는 이른바 refixing을 허용하고 있다(증권발행공시규정 제5-23조 제2호). 그러나 회사의 자발적 행위로 인해 주식가치가 희석되는 경우가 아닌, 단순한 주가하락시에 전환가액을 조정하게 되면 주주로부터 전환증권 보유자에게 부(富)가 이전되는 문제가 발생한다.

전환가액조정이 주주에게 미치는 영향을 보기 위해, 전환사채금액 100원당 1주의 보통주식으로 전환되는 전환사채를 예로 들어 보자. 만약 발행회사가 기존의 1주를 2주로 하는 주식분할을 하였다면, 전환가액을 50원으로 하향조정함으로써 주식분할 전에 받을 수 있었던 주식 수의 2배를 전환사채권자에게 부여할 수 있다. 이 경우 기존주주에게는 특별한 영향이 없는데, 기존주주도 주식분할로 인해 종전에 가지고 있던 주식 수의 2배에 달하는 주식을 보유하게 되었기 때문이다. 이에 비하여 단순한 영업부진이나 시황의 변화로 주가가 하락한 경우에 전환가액을 50원으로 하향조정하면, 전환사채권자는 전환권 행사로 원래 받았을 주식 수의 2배에 해당하는 주식을 받게 되지만, 기존주주가 보유하던 주식 수는 변함이 없게 된다.⁴⁶⁾ 결국 refixing 조항이라는 것은 기존주주에게는 불리하고 전환증권 보유자에게만 유리한 조항이다.

전환증권은 원래 전환대상인 주식의 현재 가격을 기준으로 하여 전환증권 보유자가 취득할 수 있는 주식의 취득가격을 일정기간(전환기간) 고정시킴으로써, 장차 주가가 상승할 경우 전환증권 보유자가 시가 이하의 가격으로 주식을 취득할 수 있는 기회를 보장하는 금융상품이다. 따라서 주가의 상승 또는 하락은 바로 전환사채에 내포된 투기성에 속하는 요소로서 전환증권 보유자가 당연히 누리거나 부담하여야 할 기회 또는 위험이다.⁴⁷⁾ 이러한 관점에서 보면 주가하락이 회사 자신의 행위에 의한 것이

46) 송옥렬, 앞의 책, 1133쪽.

47) 이철송, 앞의 책, 1010쪽.

아니라면 이를 전환증권 보유자가 감수해야 하는 것이지, 전환가액을 조정하여 그 위험을 상쇄시킬 일이 아니다.

이러한 비판에도 불구하고 실제로 거래계에서는 refixing을 하는 전환사채나 신주인수권부사채가 발행되고 있으며,⁴⁸⁾ 일본에서는 주가의 변동에 따라 전환가액의 조정을 자유로이 할 수 있는 전환가액수정조건부 전환사채(death spiral convertible bond; floating-priced convertible bond)가 최근 빈번히 발행되고 있다고 한다.⁴⁹⁾ 그 주된 이유로는, 일반적인 증자나 사채발행으로는 자금조달이 곤란한 기업들이 refixing 조항을 채택한 전환사채를 새로운 자금조달수단으로 삼기 시작했다는 점을 꼽을 수 있다.

그렇지만 주가하락에 의한 전환가액조정이 가능한 전환증권을 헤지펀드와 같은 대형투자자가 인수한 경우에는 전환대상주식을 대량으로 구매도하여 주가를 하락시킨 뒤, 이를 기준으로 전환가액을 낮추어 전환권을 행사함으로써 사채발행시 예정되었던 것보다 많은 수의 주식이 발행되어 주식가치 희석화가 심화되는 결과가 초래될 수 있다. 또한 refixing 가능한 전환증권의 발행시 전환가액은 보통 발행시점 주가의 90% 정도에서 결정되므로 결국 주가의 하락을 유발한다는 문제점도 지적된다.⁵⁰⁾ 이와 같은 문제를 방지하고자 증권발행공시규정은 조정 후 전환가액을 발행시 전환가액의 70% 이상으로 하도록 제한하고 있으나, 발행회사들이 정관의 규정을 통하거나 주주총회 특별결의를 거치면 이 제한을 회피할 수 있기 때문에 그 억제효과는 반감된다(증권발행공시규정 제5-23조 제2호 가목 단서).

요컨대 주가하락에 의한 전환가액의 조정은 전환증권의 본질적 속성에 비추어 보았을 때 어울리지 않는 것이며, 또한 주주의 이익을 침해하는 결과를 낳으므로 이를 허용하는 것이 그리 바람직하지는 않다고 보겠다. 미국에서도 주가하락으로 인해 전환가격을 조정하는 예는 보기 어렵다고 한다.⁵¹⁾ 다만 refixing이 가능한 전환증권은 자금조달에 어려움을 겪는 기

48) 코스닥협회, 앞의 책, 18쪽.

49) 이승환, 앞의 논문, 324쪽.

50) 이승환, 앞의 논문, 325쪽.

51) 이철송, 앞의 책, 1010쪽.

업에 도움을 주는 측면이 있고, 전환가액조정 여부는 계약의 문제이므로 이해관계자가 합의한 경우라면 이를 제한적으로 허용할 수도 있을 것이다. 이 때 중요하게 고려할 것은 이해관계자의 합의가 있어야 한다는 점이다. 즉 주가하락시 전환가액조정이 가능한 전환증권의 발행으로 손해를 보는 측은 기존주주이므로, 이러한 전환증권을 단순히 경영진의 재량으로 발행할 수 있도록 해서는 아니 되고 정관에 근거규정을 두거나 주주총회 특별결의 등을 거치도록 하는 것이 필요하다. 따라서 단순히 조정 후 전환가액의 제한을 회피할 때에만 정관규정이나 주주총회 특별결의를 요구하는 현행 증권발행공시규정을 개정하여, refixing이 가능한 전환증권의 발행시에도 정관규정이나 주주총회 특별결의를 요구할 것을 제안한다.

(3) 증권발행공시규정의 유추적용 여부

증권발행공시규정은 전환사채에 관한 전환가액의 하향조정 및 상향조정에 관한 규정을 두고(증권발행공시규정 제5-23조, 제5-23조의2) 이를 신주인수권부사채에 준용하고 있다(증권발행공시규정 제5-24조). 그러나 전환주식이나 교환사채의 경우에는 따로 준용된다는 규정을 두고 있지 않은데, 그 이유는 분명하지 않다. 교환사채의 경우에는 아직 그 이용이 활발하지 않은 까닭에 입법자의 관심이 미치지 않은 탓일 수 있다. “표준무보증사채 사채관리계약서”에서도 교환사채의 경우 아직까지 거래 관용례를 표준적으로 정리할 정도의 시장 상관행이 형성되어 있다고 보기 어렵다고 하면서, 교환가격 조정에 대한 예시문구를 마련해 놓고 있지 않다.

하지만 앞서 검토하였듯이 전환주식이나 교환사채의 경우에도 주식가치의 희석화나 전환권의 소멸 등으로 인해 해당 증권 보유자의 이익이 침해될 가능성은 전환사채·신주인수권부사채와 다를 바 없다. 따라서 명문의 규정이 마련될 때까지는 전환사채 등에 관한 규정을 전환주식이나 교환사채의 경우에도 유추적용하는 것이 필요하다.⁵²⁾

52) 동지: 이철송, 앞의 책, 1025쪽.

V. 맺음말

전환증권은 상황에 따라 다른 증권으로 전환할 수 있는 선택권(option)을 전환증권 보유자에게 부여함으로써 해당 증권의 가치보존 또는 가치증식의 기회라는 투자유인을 제공하는 금융상품이다. 물론 기업의 입장에서 전환증권 발행을 통해 자금조달을 좀 더 용이하게 할 수 있는 측면이 있지만, 무엇보다도 투자자의 입장에서는 다양한 투자기회를 갖는다는 점에서 전환증권은 매력적인 투자상품이 아닐 수 없다. 향후 다양한 투자조건을 요구하는 투자자들의 전환증권에 대한 수요가 늘어날 것으로 보이며, 기업의 경우에도 전환증권을 발행하는 예가 증가할 것으로 예상된다. 결국 다양하고 복잡한 투자자의 투자요구조건 및 회사의 자금조달조건을 동시에 충족시킬 필요가 있다는 점에서 볼 때 전환증권 발행의 활성화가 요구된다고 하겠다. 그리고 그 활성화의 전제로서 투자자의 입장에서는 자신의 권리가 충분히 보호되어야 하며, 권리보호를 받는 투자자의 활발한 투자를 통해 기업들도 원활한 자금조달이 가능할 것이다.

이러한 측면에서 본 논문은 전환권의 침해 가능성에 직면하는 투자자들이 자신의 권리를 보호하기 위해 강구할 수 있는 계약적 장치들에는 어떠한 것이 있는지, 그리고 관련 법령은 어떻게 규정되어 있고 그 개선점은 무엇인지 검토하였다. 전환증권 보유자들은 주식가치의 희석화 및 전환권의 소멸 등으로 인해 전환권 침해에 직면하게 되는데, 사전적 계약을 통해 희석화 방지조항이나 전환권소멸 방지조항 등을 마련하여 자신의 권리를 보호할 수 있다. 그리고 전환가액조정에 관한 내용이 반영되어 있는 증권발행공시규정은 당사자의 의사를 존중하는 쪽으로 해석되어야 하며, 주가하락에 의한 전환가액조정에 관한 규정은 이해관계자인 주주의 의사가 반영되도록 개정되어야 하고, 필요한 경우 관련 규정들은 적극적으로 유추적용 하여야 한다.

참 고 문 헌

- 금융감독원, 「기업공시 실무안내」, 금융감독원, 2010.
- 금융투자협회, 「표준무보증사채 사채관리계약서」 금융투자협회, 2012.
- 송옥렬, 「상법강의」 제2판, 홍문사, 2012.
- 윤영신, “사채권자보호에 관한 연구 - 주주와 사채권자의 이익충돌을 중심으로 -,” 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1997.
- 이승환, “전환사채의 전환가액에 관한 연구,” 「법학연구」 제19권 제3호, 연세대학교 법학연구소, 2009.
- 이철송, 「회사법강의」 제20판, 박영사, 2012.
- 최완진, “특수사채에 관한 법적 문제점 고찰,” 「상사법연구」 제7집, 한국상사법학회, 1989.
- 코스닥협회, 「교환사채 발행의 이론과 실무」, 코스닥협회, 2011.
- 한국증권거래소, “전환증권에 관한 기초 연구,” 「주식」 제47호, 한국증권거래소, 1972.
- 한국회계기준원, 「기업회계기준서」, 한국회계기준원, 2007.
- Carney, William J., *Corporate Finance: Principles and Practice*, Foundation Press, 2005.
- Glover, Stephen I., “Solving Dilution Problems,” 51 *Bus. Law.* 1241, 1996.
- Haas, Jeffrey J., *Corporate Finance in a Nutshell*, West Publishing, 2004.
- Hamilton, Robert W., *Business Organizations: Unincorporated Businesses and Closely Held Corporations*, Aspen Publishers, 1996.
- Kahan, Marcel, “Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities,” 2 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 147, 1995.

<국문초록>

본 논문은 전환증권 보유자에게 부여된 전환권이 침해되는 경우 이를 보호하기 위한 수단 및 관련 규정의 해석론에 대해 고찰하였다. 전환증권이 법전상의 용어는 아니지만, 본 논문에서는 분석의 목적상 특정 증권의 보유자가 증권에 부착되어 있는 권리를 행사할 경우 그 내용에 따라 다른 증권이 발행되거나 다른 증권으로 교환되는 금융상품을 의미하는 것으로 보았다. 아울러 전환증권에 부착된 권리는 전환권으로 통칭하였다.

일반적으로 전환증권은 매력적인 투자대상으로 여겨지는데, 왜냐하면 그 보유자가 전환권 행사를 통해 시장가격보다 낮은 가격으로 보유증권을 발행회사의 보통주식으로 전환할 가능성이 있기 때문이다. 즉 전환증권에 부여된 전환권은 투자자들에게 발행회사의 성장 가능성에 참여할 기회를 제공한다는 점에서 그 가치를 찾을 수 있다. 그런데 회사의 행위 가운데는 전환증권 보유자의 전환권을 무력화시키는 것들이 다수 존재한다. 예컨대 회사가 전환증권 발행 후 저가신주발행, 준비금의 자본금전입, 주식배당 등을 하게 되면 주식의 가치가 희석되므로 전환증권 보유자가 당초의 전환조건에 따라 주식으로 전환하는 것이 무의미해질 수 있다. 이는 '주식가치의 희석화'로 인한 전환권 침해의 문제이다. 또 다른 예로 전환증권을 발행한 회사가 다른 회사에 흡수합병 되는 경우에는 전환증권 발행회사의 주식은 소멸하므로 이러한 상황에서 계약에 따른 별도의 보호장치가 없다면 전환권의 가치는 완전히 사라지게 된다. 이는 '전환권 소멸'로 인한 전환권 침해의 문제이다.

이처럼 전환증권 보유자들은 주식가치의 희석화 및 전환권의 소멸 등으로 인해 전환권 침해에 직면하게 되는데, 사전적 계약을 통해 희석화 방지조항이나 전환권소멸 방지조항 등을 마련하여 자신의 권리를 보호하는 것이 중요하다. 그리고 전환가액조정에 관한 내용이 반영되어 있는 증권발행공시규정은 당사자의 의사를 존중하는 쪽으로 해석되어야 하며, 주가하락에 의한 전환가액조정에 관한 규정은 이해관계자인 주주의 의사가 반영되도록 개정되어야 하고, 필요한 경우 관련 규정들은 적극적으로 유추적용하여야 한다.

주제어 : 전환증권, 전환권, 희석화 방지조항, 전환권소멸 방지조항, 전환가액 조정, 전환주식, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채

Protecting the Conversion Rights of Convertible Security Holders

Chang, Kun-Young*

This Article examines how to protect the conversion rights of convertible security holders. Holders of convertible securities, such as convertible bonds and convertible preferred stocks, typically receive a lower yield on those securities in exchange for receiving conversion rights. These rights allow the holder to convert his convertible securities into shares of the company's common stock at a conversion price specified in his contract. If the company succeeds going forward, the trading price of its common shares will eventually rise above the conversion price. This makes conversion attractive because convertible security holders can convert their shares into common stock at a below-market price per share. It is crucial, therefore, to protect through contract the benefits conversion rights confer. Special provisions are inserted into the convertible security contract to protect the value of conversion rights when the company engages in certain actions that affect its common stock. The goal of these protective provisions is to preserve the benefit of the convertible security holders' bargain as reflected in their contract. This Article reviews and analyzes these contractual methods, such as anti-dilution provisions and anti-destruction provisions, to provide appropriate protection to the holders of convertible securities.

Key Words : convertible securities, conversion rights, anti-dilution, anti-destruction, conversion price adjustment, convertible stock, convertible bond, bond with warrant, exchangeable bond

* Associate Professor, Hanyang University School of Law, S.J.D.

