CFO 논단

전환사채와 신주인수권부 사채의 발행조건에 관한 최근 쟁점들

글_송종호(법무법인 세종 파트너변호사)

국내 자본시장에 있어서 최근 전환사채(Convertible Bonds; CB)와 신주인수권부사채(Bonds with Warrants; BW)에 대한 관심이 대폭 커진 듯 하다. 금년 하반기부터의 본격적인 증권시장의 활황세에 힘입어 유망한 중소기업 등의 전환사채, 신주인수권부사채 및 기타 전환상환우선주 등에 투자하는 메자닌 펀드가 각광을 받고 있고, 한편으로는 자본잠식 등의 부실한 재무상태 때문에 상장폐지까지 우려되던 기업들을 중심으로 전환사채 또는 신주인수권부사채의 주요 조건들을 변형하여 발행하는 "변형전환사채", "의무전환사채" 등이 감독당국의 주요 관심사항이 되었으며, 최근에는 에버랜드의 전환사채 및 삼성SDS의 신주인수권부사채에 관하여 대법원 판결이 있었다.

이러한 과정에서 전환사채 및 신주인수권부사채에 대한 다양한 관심이 증폭되고, 동시에 여러 법적인 쟁점이 표면화되었는바, 이에 대한 그간의 논의를 정리하면서 이에 대한 체계적인 이해를 하는 것이 필요한 상황이 된 듯 하다.

이 글에서는 전환사채 및 신주인수권부사채에 대한 주요 쟁점들을 짚어 보면서, 국내 기업들이 이러한 사채를 발행함에 있어서 법률상 유의하여야 할 점들을 살펴 보기로 한다.

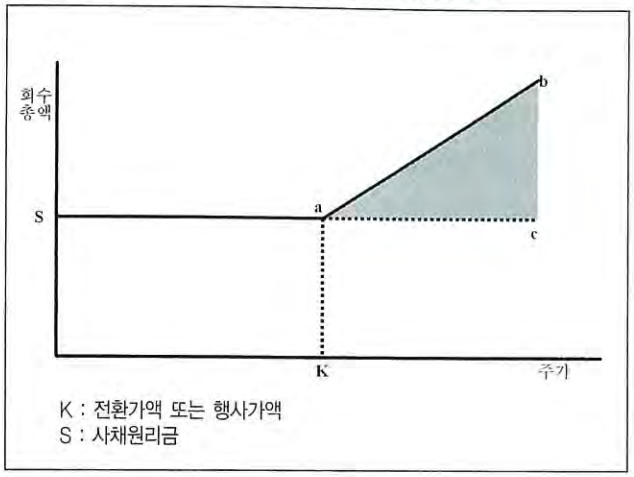
1. 전환사채 및 신주인수권부사채 분석에 있어서의 경제학적 기초

전환사채는 그 사채를 미리 약정한 전환가액에 발행사의 주식으로 전환할 권리가 부여된 사채이고, 신주인수권부사채는 그 사채와는 별도로 미리 약정한 행사가액에 그 발행사의 주식으로 전환할 수 있는 신주인수권(warrant)이 부여된 사채이다. 따라서, 전환사채의 경우 그 전환권이 행사되는 경우 해당 사채가 소멸하고 신주가 발행되지만, 신주인수권부사채는 그 신주인수권이 행사되더라도 해당 사채는 소멸하지 않는 점이 다르다. 또한 (국내 실무에서 대부분 채택되는 바와 같이) 신주인수권부사채의 신주인수권을 분리형으로 발행하는 경우, 사채와 신주인수권증권이 별도로 유통될 수 있다는 점도 신주인수권부사채의 부가적인 장점이 된다.

그러나 위와 같은 차이점을 제외하면, 전환사채와 신주인수권부사채(또는 그 신주인수권증권; 이하 경제적인 측면을 논의함에 있어서 편의상 신주인수권부사채와 그 신주인수권증권을 혼용하여 쓰는 경우가 있음을 양해하시기 바란다)를 분석하는 경제학적인 틀은 거의 동일하다. 즉, 해당 주식의 시가가 전환사채 또는 신주인수권부사채의 전환가액 또는 행사가액보다 낮은 경

우 사채권자는 전환권 또는 신주인수권을 행사하지 않은 채로 사채의 만기 상환을 택하게 될 것이고, 해당 주식의 시가가 전환가액보다 높은 경우 사채권자는 그 전환권 또는 신주인수권을 행사하게 될 것이다. 이러한 이익의 구조는 call option의 경우와 같은 payoff 구조를 갖는바, 많은 재무관리 및 투자론 교과서에 등장하는 그림을 이용하여 이를 표시하면 다음과 같다.

[도표1] 일반적인 전환사채/신주인수권부사채의 payoff 구조



K : 전환가액 또는 행사가액
S : 사채원리금

[도표1]에서 보듯이, 전환사채 또는 신주인수권부사채를 취득하는 투자자로서는 일반 사채에서 기대되는 정액의 이자 수입 (도표 상으로 직선 및 점선 Sac 이하의 부분으로 나타난다) 외에 전환권 또는 신주인수권을 보유 또는 행사함으로써 얻을 수 있는 [도표1] 상의 abc 삼각형 부분의 이익을 기대할 수 있으므로, 그 대가로 전환사채 또는 신주인수권부사채의 정액 이자율은 일반 사채의 이자율보다 낮게 결정될 수 있다. 경우에 따라서는 재무상태가 매우 좋지 않아 통상적인 조건으로 일반 사채를 발행할 수 없는 기업도 전환권 또는 신주인수권에 의한 이익을 크게 부여함으로써 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행할 수 있게 된다. 즉, 전환사채 또는 신주인수권부사채에 있어서 전환권 또는 신주인수권과 낮은 이자율(또는 낮은 조달비용)은 서로 대가 관계에 있는 것이다.

독자들 대부분에게 익숙할 것으로 생각되는 위 그림을 굳이 이 글에서 다시 보여 드리는 이유는, 전환사채에 관한 최근의 쟁점 중 일부는 위와 같은 전환사채 또는 신주인수권부사채에 관한 경제학적인 측면으로부터 그 법률적인 결론이 자연스럽게 도출될 수 있기 때문에 그에 관한 독자들의 기억을 되살려 드리기 위함인바, 이에 관하여는 아래 해당 부분에서 설명하기로 한다.

(위와 같이 전환사채와 신주인수권부사채는 그 경제적 측면 및 법률적 측면에서 많은 공통점을 갖고 있는바, 이하에서는 설명의 편의를 위하여, 달리 양자를 구분할 필요가 없는 한, (각 제목 부분 및 도표의 표제 부분을 제외하고) 전환사채 및 신주인수권부사채, 전환가액 및 행사가액, 전환권 및 신주인수권, 또는 전환 및 행사라는 용어들은 각기 "전환사채", "전환가액", "전환권" 또는 "전환"으로 통일하여 쓰기로 한다. 이하 본문에서 신주인수권부사채가 언급된 경우 이는 전환사채가 아닌 신주인수권부사채만을 의미하는 것으로 이해하여 주시기를 바란다.)

2. 전환권 및 신주인수권의 귀속 주체

가. 회사가 전환권 또는 신주인수권의 행사 권한을 가질 수 있나

전환사채의 전환권이 sweetner로서 사채권자에게 부여된다는 점을 고려할 때 사채권자가 전환권을 행사할 수 있는 것은 당연하지만, 그 반대로 회사가 전환권을 갖는 전환사채가 발행될 수 있을까? 이에 관하여는 회사의 전환권을 사채권 자체에 명기하는 경우와 당사자 간의 계약의 형식으로만 약정하는 경우를 구분하여야 한다.

우선 사채권자 대신 회사가 전환권을 갖는다는 취지를 사채권에 명기한 전환사채는 우리 상법 기타 다른 법령에서 이를 명시적으로 허용하고 있지 않은바, 증권법정주의 원칙[1]에 비추어 회사가 전환권을 갖는 사채

1) "증권법정주의"란 법률에서 정한 종류의 증권만이 발행 가능하다는 원칙인바, 증권이 통상 불특정 다수인에게 유통될 수 있는 문서이므로, 그 거래안전 및 유통의 효율성을 위하여 발행될 수 있는 증권의 종류는 미리 법률에 의하여 정하여져 있어야 한다는 논거에 기반한 것이다. 우리 법상 증권법정주의 원칙이 확립되어 있는지에 관하여 학설상으로 논란이 있지만, 실무적으로는 이러한 원칙이 존중되고 있다.

는 해석론으로 허용되기는 어렵다고 보아야 한다. 같은 이유로 사채권자와 회사가 협의하여 전환권을 행사한다는 취지를 사채권에 명기한 전환사채도 허용되지 않는다고 보아야 할 것이다. 그럼에도 이러한 조건을 갖는 전환사채가 발행되었다면, 이는 회사의 전환권이 인정되지 않는 통상적인 일반 사채의 효력만을 갖게 된다고 생각된다.[2]

그러면 통상적인 전환사채의 조건과 같이 사채권자가 전환권을 갖는 조건의 사채권을 발행하되 (이 경우 증권법정주의 원칙은 형식적으로 준수된다), 사채권자와 회사와의 별도 약정을 통하여 사채권자의 전환권을 회사의 청구에 의하여서만, 또는 회사와의 합의에 의하여서만, 행사하도록 하면 어떨까? 이는 사채권자가 자신의 권리를 일부 포기하는 것으로 볼 수 있이므로, 사채권자와 회사 간의 약정이 유효하게 체결된 것이라면 이러한 약정은 그대로 그 효력을 갖는 것으로 생각된다.

만약 사채권자가 위와 같은 약정에 위반하여 사채권자 단독 재량으로 전환권을 행사한다면, 상법 규정에 따라 그 전환권의 발행조건대로 신주가 사채권자에게 발행된다. 이러한 신주 발행은 발행사의 의지와 관계없이, 그리고 그 신주권의 발행 및 교부 여부에 상관 없이, 법률 규정에 따라 전환권 행사일에 그 효력이 있는 것이다. 다만 사채권자는 약정 위반에 관하여 발행사에 대한 민사 손해배상 책임을 부담할 뿐이다.

그러나 위와 같은 약정은 해당 사채권자와 회사 간에만 효력이 있다는 점에 유의하여야 한다. 예컨대, 해당 사채권자가 그가 보유하고 있던 전환사채를 제3자에게 양도하는 경우, 회사는 위 약정상의 조건을 그 새로운 양수인에게 주장할 수 없다.

나. 사채권자로 하여금 강제로 전환권 또는 신주인수권을 행사할 수 있도록 할 수 있나

(1) 사채의 조건으로서의 전환권 또는 신주인수권 행사 의무

의무전환사채란 사채권자가 전환기간 동안 사채를 주식으로 전환할 의무를 갖는 조건으로 발행되며 전환되지 않을 경우 원리금상환청구권이 소멸하는 조건을 갖는 전환사채로서, 작년인 2008년부터 발행되기 시작하여 금년 7월초까지 약 60여 개 상장법인에 의하여 발행된 바 있다.

의무전환사채는 회계기준 상 그 발행 시부터 전액 자본으로 인정 받을 수 있기 때문에,[3] 자본잠식 등의 상장폐지 요건에 해당하게 되는 회사들이 상장폐지를 회피할 목적으로 통상 기존 채무의 차환 방식으로 발행하고, 그 사채권자들은 해당 회사의 기존 채권자로서 상장폐지 시의 채권회수 가능성의 급격한 저하를 우려하여 위 의무전환사채를 인수할 수밖에 없는 배경하에서 발행되어 왔던 것으로 이해된다.

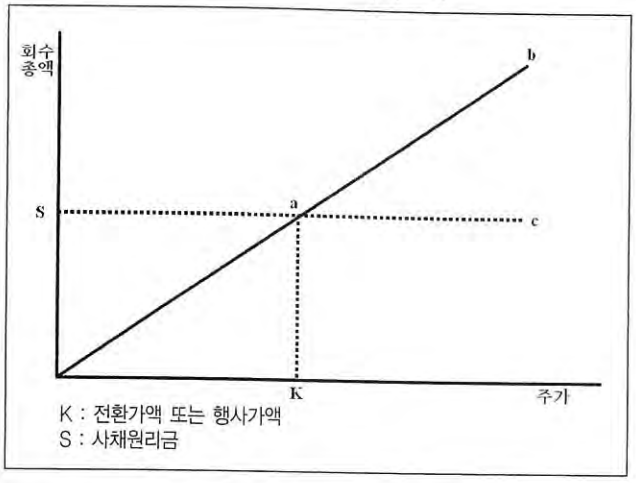
이러한 조건의 의무전환사채는 만기 상환이 없이 전환권 또는 전환의무만이 존재하므로, 그 payoff 구조를 그려보면 [도표2]와 같다.

[도표2]를 보면, 의무전환사채는 통상의 전환사채와는 회수금액 payoff 구조가 다르고, 오히려 일반 주식과 같아짐을 알 수 있다. 즉 의무전환사채의 사채권자들은 그 만기에 발행사로부터 현금이 아닌 주식만을 교부 받을 수 있을 뿐이므로, 의무전환사채는 이미 우리

2) 다만, 사채권자와 회사 간의 협의에 의하여 전환권이 행사된다고 규정한 전환사채의 경우는 그 사안에 따라서 법원이 사채권자가 단독으로 전환권을 행사하는 통상의 전환사채의 효력을 갖는다고 판단할 여지도 상당히 있을 것이다.

3) 금융감독원 2006. 12. 31.자 "전환사채 회계처리에 대한 질의회신" (2006-013)에 의하면, "전환청구기간 내 전환권을 행사하지 않으면 사채원리금을 포함한 사채 전부가 소멸하는 조건의 전환사채를 발행한 경우, 기업회계기준상 부채의 정의를 충족하지 못하므로 자본으로 분류하는 것이 바람직하며 이때, 자본금으로의 전환이 아직 확정된 것이 아니므로 전환권이 행사되기 전까지는 기업회계기준서 제13호 '채권·채무조정'을 준용하여 자본조정으로 계상하는 것이 타당한 회계처리로 판단"된다고 한 바 있다. 또한, 기업회계기준서 제13호 '채권·채무조정' 문단17 본문은 "채권·채무조정으로 발행되는 전환사채가 만기일 이전에 반드시 지분증권으로 전환하고 지분증권으로 전환하지 않는다면 원금상환을 면제하는 조건을 가지고 있는 경우에는 기업회계기준서 제9호 '전환증권' 의 규정에 불구하고 문단15와 같이 회계처리한다."고 규정하고, 문단15는 "출자전환을 합의하였으나 출자전환이 즉시 이행되지 않는 경우에는 조정대상채무를 출자전환채무의 과목으로 하여 자본조정으로 대체한다. 출자전환채무는 전환으로 인하여 발행될 주식의 공정가액으로 하고 조정대상채무의 장부가액과의 차이는 채무조정이익으로 인식한다. 다만, 시장성이 없는 지분증권의 공정가액을 신뢰성 있게 측정할 수 없는 경우에는 조정대상 채무의 장부가액으로 출자전환채무를 회계처리하고 채무조정이익을 인식하지 않는다."라고 규정하고 있다.

[도표2] 의무 전환사채/신주인수권부사채의 payoff 구조



상법상의 사채 또는 전환사채라고 보기는 어렵다고 할 수 있다.

그간 상법상 의무전환사채 발행이 허용되는지 여부에 관하여 법률가들의 견해가 일치하지 않았던 상황에서, 법무부는 2009년 7월 3일 의무전환사채는 "원리금 지급채무가 존재하지 않고, 전환권 행사여부에 대한 선택권이 없으므로" 상법상 사채가 아니라는 견해를 표명하였는바,[4] 이는 위와 같은 의무전환사채의 회수금액 payoff 구조에 비추어 볼 때 타당한 견해라고 생각한다.

(2) 당사자 약정에 의한 전환권 또는 신주인수권 행사 의무

위 (1)항에서의 검토는 전환권 행사의무가 사채의 조건의 일부로서 사채권에 명기된 경우에 관한 것이었다. 만약, 사채의 조건은 일반 전환사채와 동일하게 하되, 발행사와 사채권자와의 별도의 약정으로 사채권자에게 전환권 행사 의무를 부여하는 동시에 만기 상환은 없는 것으로 규정하면 어떨까?

이 역시 위에서 논의한 바와 마찬가지로, 사채권자가 자신의 권리를 일부 포기하고 의무를 부담하기로 약정하는 것으로 볼 수 있으므로, 사채권자와 회사 간의 약정이 유효하게 체결된 것이라면 이러한 약정은 그대로 그 효력을 갖는 것으로 생각된다. 그에 따라 해당 전환사채는 상법상의 전환사채가 될 것이다.

4) 금융감독원, 금융감독정보, 제2009-29호 (2009. 7. 17.-7. 23.), 44면.

만약 해당 사채권자가 위와 같은 약정에 위반하여 전환권을 행사하지 않고 만기 상환을 청구한다면, 발행사로서는 사채권자와의 위 약정을 근거로 하여 만기 상환을 거부할 수 있다. 이 경우 이미 전환기간은 이미 경과한 이후일 것이므로, 사채권자는 전환 청구에 의하여 교부 받을 수 있었던 주식도 부여 받지 못 하는 상황에 처할 수도 있다.

결국, 사채권자에게 전환권 행사 의무를 부여함에 있어서 이를 사채의 조건에 기재하는 방식에 의하든 별도의 약정으로 규정하는 방식에 의하든, (후자의 방식에 있어서 그 전환사채가 제3자에게 양도되지 않는 한) 발행사로는 소정의 목표를 달성하는 듯 해 보인다. 이러한 점에서 회계상으로도 통상적인 전환사채에 위와 같은 약정을 한 경우에도 그 금액을 사채발행일로부터 전액 자본으로 인정한 예가 있는 것으로 알고 있다.

따라서, 이러한 구조가 상장폐지에 직면한 회사들에 의하여 악용될 여지는 여전히 존재한다. 그러므로, 상법상으로는 유효한 전환사채라 할 지라도, 금융감독원이 투자자 보호 등의 감독 목적상 그러한 특별 약정의 존재를 인지하는 때에 그 해당 증권신고서 또는 (사모 등의 방식으로 발행되어 증권신고서가 발행되지 않는 경우) 주요사항 보고서의 제출시 정정명령 조치를 취하는 등의 방식으로 시장의 건전성을 확보하기 위한 조치를 취할 필요성은 있을 것이다.

다만, 사채권자와 발행사 간에 의무전환 약정을 하더라도, 그 배경에 자본잠식 등의 상장폐지 요건의 적용을 회피하는 등 제반 법규정의 적용을 면탈할 목적 없이 순수한 경제적 동기에 의하여 위 약정이 이루어지는 경우, 이를 제한할 법규정상 근거는 없어 보이고, 이를 달리 제재할 필요성도 없을 것으로 생각된다.

3. 전환사채의 전환가액 및 신주인수권부사채의 행사가액

신주의 발행 또는 전환사채의 발행시 그 발행가액 또는 전환가액이 공정하지 않으면, 민사상 이사의 손해배상책임(상법 제401조 참조), 신주발행무효청구(상법 제429조 참조), 신주발행유지(留止)청구 (상법 제424조

참조) 등의 사유가 되고, 형사상 이사의 배임죄 등의 사유가 될 수 있다.

그러나 전환사채의 공정한 전환가액을 결정함에 있어서 어떠한 정보를 고려하여야 하고 어떻게 산정하여야 할 것인가에 관하여, 상장법인의 전환사채 발행에 있어서 금융위원회가 제정한 증권의발행 및 공시등에 관한규정(이하 "증권발행공시규정"이라 한다)에 정한 하한 관련 규정이 적용되는 외에는, 그간 확립된 기준이 없었다. 이에 대하여 에버랜드 전환사채 발행 사건과 삼성SDS 신주인수권부사채 발행 사건에 관한 최근 판결들이 그 쟁점들을 다루고 있는바, 이러한 판결들의 취지 및 그 시사점들을 살펴 본다.

가. 상장법인이 발행하는 전환사채 또는 신주인수권부사채의 전환가액 또는 행사가액을 설정함에 있어서 무엇을 고려하여야 하나

우선 상장법인이 전환사채를 발행하는 경우, 증권발행공시규정에 의하면 그 전환가액은 원칙적으로 해당 발행사 주식 시가의 100% 이상으로 하여야 한다. 여기서 주식의 시가란 전환사채 발행을 위한 이사회 결의일 전일을 기산일로 하여 그 기산일로부터 소급하여 산정한 (i) 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균한 가액, (ii) 최근일 종가, (iii) 청약일(청약일이 없는 경우에는 납입일) 전 제3거래일의 종가 중 높은 가액을 말하되, 만약 전환사채 발행이 불특정 다수인을 상대로 한 일반공모방식에 의하였다면, 위 3가지 가액 중 낮은 가액을 의미한다 (증권발행공시규정 제5-24조 제1항 본문).

만약, 상장법인이 발행하는 전환사채에 의하여 전환될 주식에 대하여 시가가 형성되지 않는 경우, 예컨대 전환될 주식이 발행사의 우선주이고 이 주식은 상장되지 않은 상태라면, 그 주식과 권리내용이 유사한 다른 상장법인의 주식의 시가 및 시장상황을 고려하여 이를 산정한다 (증권발행공시규정 제5-24조 제1항 단서).

위에 설명한 전환가액이 주식 시가의 100% 이상이라는 규정은 주주의 주식보유지분을 고려하지 않은 제3자배정 및 일반공모증자 방식에 의하여 발행되는 전환사채 이외에도, 주주배정방식에 의하여 발행되는 전환사채에도 적용되는 점에 유의하여야 한다. 이 점에 있어서 위 규정은 (아래 설명되는) 비상장법인에 적용되는 법리에 대한 특칙이라 할 것이다.

나. 전환사채의 전환가액 또는 신주인수권부사채의 행사가액을 설정함에 있어서는 어떤 방식에 의하여야 하나

(1) 공정한 주가 산정 및 전환가액 결정에 관한 일반론

비상장법인이 전환사채를 발행하는 경우 또는 상장법인이라 하여도 위 방식으로 전환가액을 산정할 수 없는 경우에는, 그 전환가액을 어떻게 산정하여야 할까? 이에 관하여는 최근 있었던 에버랜드 전환사채 발행사건 및 삼성SDS 신주인수권부사채 발행 사건에 대한 각급 법원의 판결이 여러 시사점을 주고 있는바, 이를 중심으로 설명하기로 한다.

우선 대법원은 비상장법인의 전환사채의 발행에 있어서 주주배정 방식과 그 이외의 방식에 따라 그 전환가액 산정 기준에 차이가 있다고 하였다. 즉 주주배정 방식으로 신주 또는 전환사채를 행하는 경우, 주주들이 그 신주 또는 전환사채를 인수하더라도 기존의 지분 보유비율에는 아무런 영향이 없고 (전환사채의 전환을 전제로) 그 보유주식수만이 증가하므로, 실질적으로는 기존 주식의 분할 및 주주들의 추가 출자가 동시에 일어나는 결과가 된다. 그러나, 우리 상법상 주주들에게는 추가 출자 의무가 없다는 점, 상법상 발행가액을 0으로 하는 무상증자도 허용된다는 점에 비추어 볼 때, 회사는 그 자금조달의 필요성, 급박성 등을 감안하여 경영판단에 따라 자유로이 그 신주 또는 전환사채의 발행가액 또는 전환가액을 정할 수 있다 (대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 판결(이하 "에버랜드 대법원 판결"이라 한다) 참조). 다만, 전환사채의 전환가액을 액면 미만으로 발행하는 경우 일정한 조건 하에 주주총회 특별결의 및 법원의 인가 절차를 거쳐야 하는 제한이 있을 뿐이다 (상법 제330조, 제417조 참조).

반면 주주배정 이외의 방식, 즉 제3자인수 방식 또는 일반공모방식의 경우는 그 공정한 발행가액 또는 전환가액에 관하여 대법원은 "이를 인수하는 제3자가 기존

주주와 동등한 권리와 지위를 취득하는 데 대한 대가로서의 성질을 가지는 것이라는 점에 비추어 기존 주식의 시가 상당액이어야 함이 원칙이고, 다만 회사의 재무구조, 영업전망과 그에 대한 시장의 평가, 금융시장의 상황, 신주의 인수가능성 등 여러 사정을 종합적으로 고려한 경영판단에 따라 합리적이라고 인정되는 범위 내에서 상당한 정도로 감액하여 정할 수 있다"고 하였고(에버랜드 대법원 판결 참조), 서울고등법원은 좀더 구체적으로 회사 주식의 가치를 평가하는 자산가치법, 수익가치법, 비교가치법 등의 "다양한 주식평가방법과 기업가치분석 방법 등을 고려하고 그 각 방법들이 실정법에서 실제로 적용되고 있는 실태를 참작하여 합리적으로 판단하여야 한다."고 한 바 있다 (서울고등법원 2009. 8. 14. 선고 2009노1422 판결 (이하 "삼성SDS 서울고등법원 판결"이라 한다) 참조).[5]

(2) 공정한 주가 산정 및 전환가액 결정에 적용할 구체적 기준 유무

우리 법원이 설시한 대원칙에 따라 비상장법인이 주주배정 이외의 방식으로 신주 또는 전환사채를 발행함에 있어서 공정한 주가 또는 전환가액을 산정하는 데 채택할 수 있는 일률적인 기준이 있을까?

우선 비상장법인의 경우에도 일부 회사들의 주식에 대하여는 장외거래가 상당한 규모로 이루어지고 있는바, 이들 회사에 있어서는 상장법인에 적용되는 위 증권발행공시규정을 유추 적용하여 그 장외거래에 있어서의 시가를 기준으로 전환가액이 산정되면 이를 공정한 가격으로 볼 수 있지 않을까? 그러나, 이에 관하여 법원은 (i) 장외거래가격에서 관찰되는 큰 폭의 변동성이 해당 회사의 기업가치의 변동을 그대로 반영한다고 보기 어렵고, (ii) 비상장주식의 특성상 기업가치에 관한 정보의 부족 또는 비대칭으로 인하여 기업가치와는 무관한 사정에 의하여 주가가 변동될 수 있다는 점 등을 고려할 때, 비상장법인의 경우 그 장외거래시가를 기준으로 산정한 전환가액은 이를 공정한 전환가액으로 보기 어렵다고 하였다 (삼성SDS 서울고등법원 판결 참조).

상속세 및 증여세법에서 규정하고 있는 비상장주식의 평가방법(상속세 및 증여세법 제63조 제1항 제1호 다.목, 같은 법 시행령 제54조 제1항 참조)에 관하여서도 법원은 상속세 및 증여세법 상의 평가기준은 주로 상속, 증여에 대하여 과세당국이 조세 부과를 위한 목적에서 규정된 것이고, 그러한 평가의 특성상 매우 보수적이고 엄격한 기준에 설 수 밖에 없다는 점에서 이 역시 전환사채 발행시 그 전환가액을 결정함에 있어서 채택할 평가방법으로서는 합당하지 않은 것으로 판단하였다 (삼성SDS 서울고등법원 판결; 대법원 2000. 7. 28. 선고 2000두1287 판결[6] 등 참조).

우리 법원이 삼성SDS 신주인수권부사채 발행사건에서 전환가액 산정을 위한 적절한 평가방법으로 채택한 것은 당시 시행 중이던 유가증권인수업무에관한규정 및 그 시행세칙으로서, 이에 의하면 보통주식의 본질가치는 그 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중평균한 가액으로 평가된다. 위 유가증권인수업무에관한규정에 의한 평가방법은 거래소 상장 및 공모증자를 위한 주식 또는 무보증사채에 관하여 이를 인수하는 주관회사가 그 유가증권 분석을 위하여 적용하던 것인바, 법원은 이 방법이 회사가 기존 주주 외의 제3자를 상대로 대량으로 자본을 확충하는 경우에 사용되는 것이라는 점, 위 규정이 일반 투자자들의 이익을 보호하는 취지로 증권의 가치를 되도록 보수적으로 평가하고 있다는 점 등을 들어, 배임죄 등 형사처벌에 관하여 판단하는 사안에 있어서 비상장회사의 전환가액 평가에 타당하다고 판단하였다 (삼성SDS 서울고등법원 판결 참조). 그런데 위 유가증권인수업무에관한규정에 의한 유가증권 분석 방법은 그 제정주체인 한국증권업협회가 2002년

5) 그 외에 참고할 만한 법원의 결정례로서는 대법원 2006. 11. 23. 선고 2005마959 · 960 · 961 · 962 · 963 · 964 · 965 · 966 결정, 대법원 2006. 11. 24. 선고 2004마1022 결정 등이 있으나, 이 글의 목적상 이들을 모두 인용하지는 않았다. 관심 있는 독자들은 이들 결정례들도 참고하시기 바란다.

6) 이 판결에서의 사안은 상속재산의 평가에 있어서 비상장주식의 가치가 문제된 것이었는바, 대법원은 이 경우 과세목적으로 제정된 상속세및증여세법의 규정을 적용하는 것은 적절하지 않다고 하고, 비상장주식에 관한 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우 그 거래가격을 공정한 가격으로 인정하였다.

8월 증권사들의 인수업무 자율성 제고를 위하여 이를 폐지하였고, 현재는 증권사들은 각기 자율적으로 인수대상인 증권을 분석 및 평가하고 있는 상황이므로, 이 역시 향후 신규로 전환사채를 발행하고자 하는 비상장법인으로서는 이 방식으로 그대로 채택하기 어려운 상황이다.

그렇다면, 실무에서 널리 사용되고 있는 DCF법(Discounted Cash Flow Method; 미래현금흐름할인법)은 어떨까? 이에 관하여 에버랜드 전환사채 발행사건의 항소심에서 서울고등법원은 DCF법이 "기업가치 평가에 있어서 그 어느 지표보다도 기업의 실제 시장가치를 정확히 반영하고 있다고 학계에서 널리 인정되고 있을 뿐만 아니라, 회계법인이나 신용평가기관에서 가장 보편적으로 사용되고 있는 방법이고, M&A실무 등 일반 거래계에서도 가장 널리 평가방법으로 사용"되고 있다는 점에서, 비록 평가방법이 가지는 본질적인 한계 때문에 평가의 적용실제에 있어서 다소 다른 결론이 나올 가능성을 인정하면서도, DCF법의 사용을 지지한 바 있다 (서울고등법원 2007. 5. 29. 선고 2005노2371 판결).[7] 그러나 아직 이에 대한 대법원의 확립된 견해는 없는 상태이고, 또한 위 서울고등법원의 판결 취지도 다른 사안에 그대로 적용될 수 있는지 여부도 불명확하므로, DCF법이나 기타 첨단의 가치산정기법을 사용한다 하더라도 무조건 그 공정성이 인정되는 것은 아닌 듯 하다.

(3) 전환가액 결정에 있어서 고려할 요소들

위에서 살펴본 바와 같이, 우리 법원은 신주 발행가액 또는 전환사채의 발행가액을 산정하는 데 있어서 언제나 적법하다고 판단될 수 있는 일률적인 기준을 제시하지 않고 있다. 이러한 상황은 미국 등 다른 국가에 있어서도 마찬가지인 것으로 파악하는데,[8] 그 이유는, 어느 나라이든지 법원의 역할은 해당 사안에서 가장 적절한 주식의 가치를 평가하여야 하는 것이기 때문에 그 목적상 당사자들이 제출하는 여러 가치평가 기법들을 비교하여 보고, 그 중 하나의 기법을 적절한 것으로 채택하면 그 사건에서 제시되었던 여타 기법들은 그 해당 사안에서 적절치 않은 것으로 이들을 배척하고 나아가서는 위법한 것으로 판단하기 때문이라고 생각한다.

그렇다면, 현재와 같이 법원의 명확한 기준 제시가 없는 상태에서, 회사 및 그 이사, 기타 관련 기관들로서는 신주 발행가액 또는 전환사채의 발행가액 결정에 있어서 그에 관한 법적인 위험 부담을 피할 수 없는 결과가 된다.

결국 전환가액의 결정에 관하여 확정적인 해결방안은 없는 셈이지만, 현재까지의 법원 판례들을 참고하여, 발행사, 그 이사들 및 해당 평가에 관한 관련기관들이 그 법적인 위험을 감소시키는 목적상 고려할 만한 점들을 몇 가지 정리 및 제안하면서 이 대목을 맺을까 한다.

7) 에버랜드 전환사채 발행사건의 제1심 법원인 서울중앙지방법원은 DCF법이 "주가 산정의 핵심적 요소인 현금흐름예측이나 할인율의 결정이 어려울 뿐만 아니라, 그 평가과정에서 평가자의 자의가 개입될 여지가 있다"는 등의 단점을 들어 이를 배척한 바가 있었고 (서울중앙지방법원 2005. 10. 4. 선고 2003고합1300 판결, 다른 민사 손해배상 사안에서 서울남부지방법원도 그와 유사한 취지로 DCF법을 배척한 바 있었다 (서울남부지방법원 2006. 8. 17. 선고 2003가합1176 판결 참조).

8) 미국의 경우 회사법에 관하여 선도적인 법과 판례를 갖고 있는 델라웨어 주의 예를 참고할 수 있다. 델라웨어 주 법원은 종래 자산가치, 시장가치, 수익가치, 배당가치를 가중평균함으로써 주식의 가치를 산정하는 Delaware block method를 채택하여 왔고, 미국의 많은 다른 주들도 이를 사용하여 왔다. 이 경우 법원이 가중치를 그 재량으로 결정할 수 있다는 점에서 기업들 및 그 소송상대방으로서는 역시 불명확성을 안게 되는 측면이 있었다. (삼성SDS 신주인수권부사채 발행 사건에서 채택하였던 유가증권의인수업무에관한규정에 의한 방식도 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중평균하는 것이므로, 이 역시 Delaware block method에 해당한다고 하겠다.) 그러다가 델라웨어 주 대법원은 1983년 Weinberger 판결을 통하여, 위 Delaware block method이 금융 실무에서 통상적으로 사용되는 제반 기법들을 배제하여 시대적으로 낙후되었다는 이유로 이를 폐기하고, "금융계에서 사용되는 일반적으로 인정된 모든 가치평가기법"이 고려되어야 한다는 기준을 수립하였다 (Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701(Del.1983)). 델라웨어 주 대법원의 위 해당 사안에 있어서는 DCF법을 채택하였으나, 이것이 절대적으로 적법한 방식이라는 취지로 해석하여서는 안 되고, 단지 여러 금융기법들이 법원에 의하여 채택될 가능성을 열어 놓은 데 불과한 것으로 이해하는 것이 좀더 타당할 듯 하다. 실제로 위 Weinberger 판결 이후에도 미국 각 주의 법원들의 많은 판결들이 여전히 Delaware block method를 채택하고 있는 것도 이러한 점을 확인하여 준다. 어쨌든 미국 법원의 경우에도 금융계에서 일반적으로 인정되는 모든 가치평가기법의 사용가능성을 열어 주었으나, 어느 기법이 일반적으로 적법하다는 결론을 내린 바는 없는 것이다.

첫째, 주식 또는 전환사채의 발행에 있어서 그 가치를 평가하는 명문의 규정들[9]은 해당 법령의 제정 취지에 한하여만 의미가 있다는 점에 유의하고, 그 외의 경우에는 그 전환사채의 발행의 목적, 방식 및 구조, 인수자, 해당 발행에 있어서의 제반 이해관계, 해당 발행사의 영업, 재무 등 제반 상황, 전환의 대상인 주식에 대한 거래 상황 및 그 시세 등을 고려하여, 실무에서 사용되는 제반 가치평가기법들 중 가장 적합하다고 판단되는 기법을 선정하는 것이 바람직하다.

둘째, 위 평가기법의 선정에 있어서는 가능한 한 복수의 평가기법들을 선정한 후, 다른 기법들을 사용할 때보다 그 평가결과가 극단적으로 크거나 작은 평가결과를 내거나 그러하리라고 예상되는 평가기법은 이를 채택하지 않는 것이 좋다.

셋째, 평가결과의 객관성을 제고하기 위하여, 가능한 한 복수의 평가기법을 사용하여 이들을 모두 고려하는 것이 좋고, 또한 가능한 범위 내에서 복수의 평가기관으로부터 평가결과를 제공 받는 것이 바람직하겠다.

넷째, 에버랜드 전환사채 발행사건 항소심에서 DCF법의 유용성이 지지된 바 있으므로 DCF법의 활용을 고려하여 볼 만 하지만, 이에 관한 법원의 확립된 견해는 아직 없는 듯 하며, 모든 목적에 적용되는 주식가치 평가 방법은 생각하기 어렵다는 점에 유의하여야 한다.

4. 전환사채의 전환가액 및 신주인수권부사채의 행사가액의 조정

가. 전환가액 또는 행사가액의 조정 조항들의 분류

전환사채들은 일반적으로 다음의 경우에 그 전환가액이 조정된다.

(i) 지분희석방지(Anti-dilution) 조항

발행사가 시가를 하회하는 발행가액으로, 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행하거나, 유무상증자, 주식배당, 준비금의 자본전입, 주식분할 등을 함으로써 주식을 발행하는 경우, 다음의 산식에 따라 그 행사가액을 조정하도록 하는 규정이다.

$$\text{조정 후 행사가액} = \text{조정 전 행사가액} \times \frac{A + (B \times C/D)}{A + B}$$

A : 기발행 주식수 B : 신발행 주식수
C : 1주당 발행가액 D : 시가

(ii) 합병 또는 자본감소 시의 조정 조항

합병 또는 자본감소 등에 의하여 주식 수가 감소한 경우, 그 해당 합병 또는 자본감소에 따라 감소하는 주식수에 비례하여 그 전환가액을 상향 조정하는 규정이다.

(iii) 시가변동에 따른 조정 조항

전환사채 발행일 후 미리 약정한 조정기준일(들)을 기준일로 하여 일정한 공식에 따라 계산되는 시가가 기존의 전환가액을 하회하는 경우, 그 시가를 새로운 전환가액으로 하는 조정(이하 "시가조정"이라 한다)을 하는 규정이다.

증권발행공시규정에 의하면, 상장회사가 발행하는 전환사채에 있어서의 시가조정은 다음 각 항에 의한 가액 이상으로 하여야 한다 (증권발행공시규정 제5-23조 제2호 참조).

(a) 전환사채의 시가조정은 원칙적으로 해당 전환사채의 발행 당시의 최초 전환가액의 70% 이상의 범위에서만 허용되며, 다만 정관 및/또는 주주총회 특별결의에 의한 예외가 있다.

(b) 전환사채의 시가조정은 조정일 전일을 기산일로 하여 소급한 최근 1개월 가중평균 종가, 1주일 가중평균 종가, 최근일 종가를 산술평균한 가액과 최근일 종가 중 높은 가액 이상으로 하여야 한다.

9) 현행 명문 규정들로서는 상장법인의 전환사채 발행에 적용되는 증권발행공시규정 제5-24조, 상장법인의 주주총회 특별결의에 반대하는 주주들의 주식매수청구권 행사 시 그 매수가격 산정에 적용되는 자본시장과금융투자업에관한법률 제165조의5 제3항 단서 및 같은 법 시행령 제176조의7 제2항, 비상장법인의 주가 산정에 적용되는 상속세및증여세법 제63조, 같은 법 시행령 제52조의2 내지 제56조 등이 있다.

따라서, 상장회사가 전환사채를 발행함에 있어서 시가조정 규정을 포함시키는 경우, 위 2가지 하한규정을 준수하는 여하한 공식도 채택이 가능하다. 그러나 실무에 있어서는 통상 위 (b)의 하한규정에 따라 계산되는 가액을 시가조정 후의 전환가액으로 그대로 사용하는 방식이 사용되고 있다.

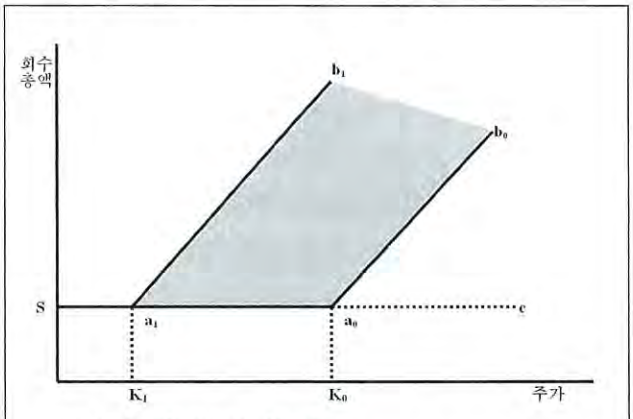
위와 같은 3가지의 전환가액 조정 조항들 중 금년에 특히 문제된 위 (ii)의 합병 또는 자본감소 시의 상향 조정 조항 및 위 (iii)의 시가조정 조항에 관하여 살펴 보기로 한다.

나. 전환사채 또는 신주인수권증권의 조건에 "자본감소 등의 경우 전환가액 또는 행사가액의 조정을 하지 않는다"고 명시적으로 약정하는 것이 적법한가

"변종CB" 또는 "변종전환사채"란 그 전환사채 조건에서 자본감소의 경우 전환가액 조정을 배제하거나 완화하는 조건으로 발행한 전환사채를 말하는바, 이러한 변종전환사채는 2008년 6월 이래로 2008년 12월부터 2009년 2월까지의 3개월간 15건을 포함하여 총 19 건이 있었다.[10]

이러한 변종전환사채에 관한 payoff 구조를 그려 보면 [도표3]과 같다.

[도표3] 변종 전환사채/신주인수권부사채의 payoff 구조



K0 : 최초 전환가액 또는 행사가액
K1 : 합병 또는 자본 감소 후 실질적인 전환가액 또는 행사가액
(최초 전환가액 또는 행사가액을 주식병합비율로 나눈 것)
S : 사채원리금

변종전환사채가 발행되고 그 이후 자본감소가 시행되는 경우, 자본감소 비율에 따라 주식 수가 감소하므로 주당 순가치는 그에 상응하여 상승함에도 불구하고 해당 전환사채의 전환가액이 자본감소 전과 동일하게 유지됨으로써, 실질적으로는 전환가액이 급격하게 하락하는 효과가 있는바,[11] 그에 따른 사채권자의 기대이익은 [도표3]에서 기존의 a0b0c 삼각형 부분에서 a1b1c 삼각형 부분으로 급격히 증대되므로, 변종전환사채에 의하여 순증가되는 기대이익은 위 b1a1a0b0 사각형 부분이 된다.

위와 같은 변종전환사채의 payoff 구조는 사채권자의 기대이익을 크게 증가시키기는 하지만, 일반적인 전환사채와 같이 전형적인 call option의 payoff 구조를 보여 주므로, 이러한 변종전환사채가 우리 법상의 전환사채에 해당한다고 보는 데에는 문제 없어 보인다.

그러나, 이러한 변종전환사채가 공정한 발행조건에 의하여 적법하게 발행되었는지를 판단하기 위하여서는, 발행사의 이사들이 사채권자에게 위 b1a1a0b0 사각형 부분만큼의 추가적인 기대이익을 부여하는 것에 상응하는 반대급부를 회사가 획득하도록 하였는지 여부가 관건이다. 만약 변종전환사채의 발행 당시 발행사의 재무사정이 극도로 악화되어 변종전환사채의 발행조건과 같은 파격적인 조건이 아니라면 발행사의 신규자금조달이 불가능하고, 해당 추가 자금이 없으면 회사의 존립이 불가능해진다는 등의 사정이 있다면, 이는 변종전환사채의 발행을 정당화할 수 있는 사유가 될 수도 있을 것이다. 그러나, 변종전환사채의 발행 당시 발행사의 제반 사정이 그 정도로 열악하지 않았고, 위 b1a1a0b0 사각형 부분의 추가적인 기대이익에 상응하

10) 한국거래소, 2009년 3월 19일 보도자료 "코스닥시장의 변동 주식관련 사채 발행 기업에 대한 시장감시 강화"

11) 예컨대, 납입자본금이 100억원, 1주당 시가 10,000원인 어떤 회사가 전환가액이 12,000원인 전환사채를 발행한 직후, 10:1 비율의 자본감소가 있었다고 생각해 보자. 이 경우 회사의 납입자본금은 10억원으로 되고 주식수도 10분의 1로 감소하지만 회사의 순자산가치가 감소한 것은 아니므로 이론적으로 1주당 시가는 종전의 10배인 100,000원이 된다. 이 때 전환가액이 12,000원에서 120,000원으로 상향 조정되지 않고 12,000원으로 유지된다면, 자본감소 전에는 전환으로부터의 이익을 전혀 얻을 수 없던 사채권자들이 자본감소 후에는 주당 88,000원의 차익을 얻을 수 있게 된다.

는 반대급부를 발행사가 달리 획득한 바 없다면, 이는 발행사의 이사들이 발행사(그리고 그 주주들)에게 손해를 입히고 사채권자에게는 그에 상응하는 부당한 이익을 부여한 것으로 판단될 수 있는바, 이 경우 위 이사들 및 사채권자들이 민사상으로는 회사에 대하여 손해배상의무를 부담하고, 형사상으로는 배임죄를 구성하는 결과를 초래할 수도 있다.

실제로 서울중앙지방법원은 2009년 3월 5일 주식회사 스타맥스가 발행한 변종전환사채 발행에 대하여 그 주주의 신청에 따라 "스타맥스가 계획한 전환사채 발행 조건을 보면, 자본감소가 있는 때에도 전환가액 조정을 하지 않도록 되어 있어 전환사채 인수자에게 부당한 이득을 주고 기존 주주에게는 손해를 입힐 우려가 있다"는 이유로 전환사채 발행금지 가처분 결정을 내린 바 있었는바,[12] 우리 법원도 위와 같은 변종전환사채의 법적, 경제적 효과를 판단 기준으로 고려하였던 것으로 보인다.

나아가 변종전환사채의 발행에 있어서는 여러 관련 법규정에 대한 위반이 개재될 수 있다. 우선 변종전환사채의 발행에 있어서는 주식병합을 초래하게 되는 자본감소에 대한 내부자 정보가 사전에 사채인수자에게 전달되고, 사채인수자는 그 자본감소 후의 추가적인 기대이익을 예상하면서 해당 전환사채를 인수하였을 개연성이 큰바, 이는 자본시장과금융투자업에관한법률 제174조 소정의 "미공개중요정보 이행행위 금지", 즉 "내부자거래(insider trading) 금지"규정의 위반에 해당될 수 있다. 또한, 상장법인의 전환사채 발행에 있어서는 위에서 살펴 본 바와 같이 그 전환가액을 증권발행공시규정 제5-24조 제1항에 따라 발행 결정 당시의 시가의 100% 이상으로 하여야 하는바, 발행사가 자본감소를 이미 계획한 상태에서 변종전환사채의 발행가액을 당시 시가의 100% 수준으로 발행한다면, 그 자본감소의 비율에 따라 그 전환가액의 실질 가액이 대폭 하락하는 결과, 전환가액도 그 이전보다 급격히 하락하는 실질을 가지므로 (예컨대, 20:1 비율의 자본감소라면, 전환가액이 실질적으로 종전 전환가액의 5%으로 조정되는 결과가 된다), 이는 위 증권발행공시규정의 해당 규정의 적용을 부정하게 면탈하는 것으로 판단될 수도 있을 것이다.

우리 거래소가 2009년 3월에 위와 같은 변종전환사채 및 그 발행사에 대한 시장감시를 강화하기로 하면서 투자자들의 주의를 환기하였던 것은 위와 같은 여러 법규정의 위반을 미연에 방지할 수 있다는 점에서 적절하였던 것으로 생각된다.

다. 전환사채 또는 신주인수권증권의 조건에 합병 또는 자본감소 시의 조정 규정이 누락되어 있는 경우, 이를 어떻게 해석하여야 하는가

어떤 전환사채의 발행조건에 있어서 변종전환사채와 같이 합병 또는 자본감소 시의 조정을 명시적으로 배제 또는 완화한 것은 아니지만, 합병 또는 자본감소 시의 조정 규정이 누락되어 있는 경우는 어떻게 해석할까? 해당 조정 규정이 없으므로 당연히 조정하지 않는 것이 타당할까, 아니면 발행사와 주주들의 이익을 부당하게 침해하지 않도록 합병비율 또는 자본감소비율에 맞추어 전환가액을 상향 조정하는 것이 타당할까?

이에 관련하여 미국 뉴욕주의 Reiss v. Financial Performance Corp. (N.Y. 2001) 판결이 있다. 이 사안에서 발행사는 주당 10센트에 행사할 수 있는 신주인수권증권(warrant)을 발행하였는바, 그 발행 이후 발행사는 5:1의 주식병합을 실시하였다. 위 warrant에는 주식병합 시 행사가액을 조정한다는 규정이 없었으므로, warrant 보유자는 이를 이유로 주당 10센트를 기준으로 하는 신주 발행을 발행사에 청구하였고, 발행사는 warrant 발행 시에 위 주식병합이 고려된 바 없었으므로 이러한 청구에 응하는 것이 warrant 보유자에게 부당한 "뜻밖의 횡재(windfall)"가 된다는 이유로 이를 거절하였다. 이에 대하여 뉴욕주 대법원은 (i) 발행사가 warrant 발행 당시 주식병합을 예상할 수 있었고 (사실 발행사는 이 건 warrant 발행 1개월 전에 다른 warrant도 발행하였는바, 이 때에는 관련 행사가액 조정 조항이 포함되어 있었다), (ii) warrant 발행계약이 전문가들에 의하여 작성되었으므로 그 문언이 신중

12) 이데일리, 2009년 3월 20일 인터넷 기사, "불공정한 변종 CB 발행 뿌리 뽑힌다", 2009. 3. 20. 8:30 입력 참조; 그러나, 스타맥스는 그 이후인 2009년 3월 26일 위와 동일하게 자본감소 시 행사가액 조정을 하지 않는다는 조건의 신주인수권부사채를 소액 공모 방식으로 발행하였다.

하게 구성되었을 것이라는 이유로, 행사가액을 조정할 이유가 없다는 warrant 보유자의 청구를 인용하였다.

위 미국 판례는 그 해당 개별 사안을 전제로 한 것이고 미국과 한국의 법제가 다르므로, 위 미국 판례의 취지를 일반화하여 이해하여서는 안 되겠지만, 그로부터 어느 정도의 의미를 찾을 수는 있다고 생각된다.

우선 warrant 발행계약이 전문가들에 의하여 작성되었으므로 그 문언대로 해석하여야 한다는 위 (ii)의 논거를 먼저 보면, 국내의 경우 과거의 계약서 양식을 거의 수정 없이 사용하는 통상적인 실무에 비추어 볼 때 그대로 받아들이기는 어려울 듯 하다. 그러나 그 대신 국내 판례상으로는 처분문서의 법리가 적용가능할 것이다. 처분문서란 계약서, 각서, 해약통지서, 유가증권과 같이 그 해당 법률행위 자체가 문서에 체화된 문서를 말하는데 (대법원 1997. 5. 30. 선고 97다2986 판결),[13] 처분문서의 경우 재판에서 그 진정성립이 인정되면 그 기재 내용대로 법률행위의 존재 및 내용이 인정된다 (다만, 이러한 처분문서의 증거력은 반증의 여지가 전혀 없는 것은 아니고, 상대방의 반증에 의하여 부정될 여지가 있다). 따라서, 전환사채의 권면에 기재된 발행조건은 처분문서의 기재내용으로서, 다른 특별한 사정이 없는 한, 그 발행조건 중 전환가액에 관하여 합병 또는 자본감소 시 조정조항이 없다면 당사자 간에도 이러한 합의가 없었다는 점이 일단 강하게 추정되게 된다.

그러나 위 미국판례의 이유 (i)을 본다면, 미국 법원에서도 warrant 발행 당시의 발행사의 구체적인 사정을 중요하게 고려한 것을 알 수 있다. 특히 전환사채에 있어서 합병 또는 자본감소 시 조정조항은 위 4.나.항에서 본 바와 같이 발행사와 주주의 이익에 심대한 영향을 미칠 수 있는바, 전환사채의 발행시 발행사와 사채인수자 간에 위 조정조항을 삭제하기로 명시적으로 합의하였는지, 그리고 발행사가 그로 인한 대가를 유효하게 획득하였는지, 아니면 적어도 발행사가 위 조정조항이 없는 경우의 결과에 대하여 예상할 수 있었는지 여부가 해당 발행조건의 유무효 여부를 판단하는 관건이 될 것으로 생각된다.

이러한 측면에서 해당 전환사채 발행 이후 단기간 내에 합병이나 자본감소 등이 실제로 발생하였다면 발행사와 사채인수자 간에 그에 관한 협의가 있었음이 추단될 가능성이 크다. 반면 그 반대의 경우에는 그에 관한 합의 또는 협의가 있을 가능성은 크지 않다고 판단될 가능성이 크다. 즉 이러한 경우에까지 전환가액을 상향조정하지 않는다면, 이는 사채권자에게는 부당한 "횡재"를 인정하고 발행사 및 그 주주에게는 예측하지 못한 손해가 발생하는 결과가 될 수 있으므로, 그 명시적인 조항은 없지만 그 전환가액을 상향조정하는 것이 전환사채 발행 당시의 당사자 간의 의사를 충실히 반영하는 것이 될 것으로 생각된다.

라. 시가조정에 관하여 주가 상승시에도 시가조정을 하는 것이 가능할까

시가조정 조항은 국내 전환사채 및 신주인수권부사채에 많이 채용되는 조항이지만, 이는 우리나라에 있어서 특유한 규정이고, 외국에서 그 유사한 예는 보지 못한 듯 하다. 그런 탓인지 시가조정 조항의 구체적인 문언에 있어서는 개별 사채발행계약마다 약간의 변형된 문언들이 있어 왔고, 그 중에는 시가가 그 종전 전환가액보다 낮은 경우에 한하여 시가조정이 이루어진다는 취지의 문언이 누락된 문언례도 종종 있어 왔다.

이렇게 하향 시가조정 취지가 명확하지 않은 문언의 경우, 시가가 상승한 경우 상향 시가조정을 하여야 할까?

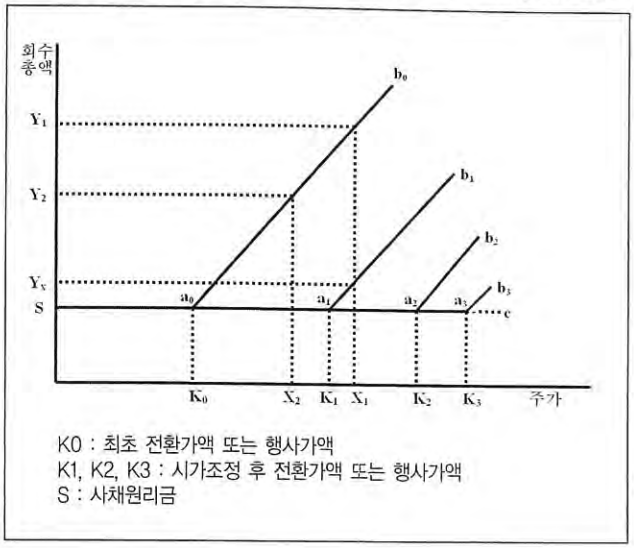
우선 위에서 설명한 처분문서의 법리에 의하면, 전환사채의 권면에 기재된 그 발행조건은 처분문서로서 그 기재 내용대로 법률효과가 발생하는 것이 원칙이므로, 그 발행조건 중 상향 시가조정을 금지한다는 문언이 없다면, 다른 특별한 사정이 없는 한, 당사자 간에 상향 시가조정도 가능하다는 합의가 있었다는 점이 강하게 추정될 것이다.

그러면 이러한 추정을 번복할 만한 강력한 반증은 없을까? 이에 관하여 전환사채가 상향 시가조정을 허용

13) 처분문서의 반대개념은 보고문서인바, 보고문서는 진단서, 편지, 일기 등과 같이 작성자가 듣고 보고 느끼고 판단한 것을 기재한 문서이다.

하는 경우의 payoff 구조를 보면 [도표4]와 같다.

[도표4] 상향 시가조정을 하는 경우의 전환사채/신주인수권부사채의 payoff 구조



K0 : 최초 전환가액 또는 행사가액
K1, K2, K3 : 시가조정 후 전환가액 또는 행사가액
S : 사채원리금

어떤 전환사채에 대하여 그 대상주식의 주가가 조정기준일 현재 K1까지 상승한 결과 상향 시가조정에 의하여 전환가액이 최초의 K0에서 K1으로 상향 조정되었다고 하고, 그 이후 주가는 약간 더 상승하여 X1이 되었다고 하자. 만약 이 경우 상향 시가조정이 없었더라면 사채권자로서는 총 Y1을 회수할 수 있고, 이 중 전환권에 의한 이익은 [Y1 - S]만큼이 되었을 것이다. 그러나, 상향 시가조정에 의하여 사채권자의 회수총액은 YX로 급감하였고, 전환권에 의한 이익은 [YX - S]의 작은 금액으로 축소되었다.

한편, K1으로의 상향 시가조정 후 주가가 반대로 X2까지 하락하는 경우를 보자. 만약 상향 시가조정이 없었더라면 사채권자는 그 전환권을 행사하여 [Y2 - S]만큼의 이익을 회수할 수 있었겠지만, 상향 시가조정 후에는 시가가 새로운 전환가액인 K1에 미치지 못하여 사채권자로서는 그 전환권을 아예 행사하지 못하게 되었다.

위와 같은 새로운 payoff 구조에 관하여 사채권자가 동의하였다면 위와 같은 상향 시가조정 약정은 물론 유효하다. 그러나, 당사자 간에 약정되거나 협의된 바 없이 발행조건의 문언 상으로만 상향 시가조정이 배제되어 있지 않으면 어떻게 될까?

[도표4]에서 본 바와 같이, 상향 시가조정을 하는 경우 전환사채를 취득한 사채권자가 당연히 기대하였을 기대이익이 시가 상승과 함께 소멸하는 효과가 나타난다. 그 결과 시가가 계속 상승하고 [도표4]에서처럼 전환가액이 K2, K3으로 계속 상향 조정될수록 payoff 구조는 일반사채와 같은 수평선에 가까운 형태가 된다. 즉, 상향 시가조정이 이루어지는 경우 전환사채권자가 갖는 전환권으로부터의 기대이익은 미미하게 작아지거나 없어져서, 일반사채와 구별되는 전환권이라는 sweetner의 효과는 의미를 잃게 되는 것이다.

따라서, 전환사채의 발행 당시 사채권자와 발행사가 상향 시가조정에 관하여 명시적으로 합의한 바 없다면, 해당 문언의 불명확성을 이유로 하여 상향 시가조정을 인정하는 것은 발행 당시 전환사채를 발행하고 인수하기로 한다는 당사자 간의 진정한 의도에 부합하지 않을 가능성이 크다. 특히, 해당 전환사채의 발행조건이, 발행 당시의 발행사와 유사한 재무 상황에 있는 기업들이 발행하는 일반사채의 조건보다는 그 유사한 기업들이 발행하는 전환사채의 조건들에 더욱 가깝다면, 당사자들간에 상향 시가조정에 관한 합의는 없었다고 보는 것이 타당할 것이다.