

■ M&A 특집논단

기업조직재편상 주식관련사채에 관한 몇 가지 고려사항

- 전환사채와 신주인수권부사채를 중심으로 -

김 병 태 / 법무법인 세종 변호사

김 지 훈 / 법무법인 세종 변호사

요 약 문

전환사채 또는 신주인수권부사채 등의 주식관련사채는 원활한 기업의 자금조달을 위한 금융투자상품으로 폭넓게 활용되고 있다. 최근에는 개정된 자본시장법에 따라서 PEF의 mezzanine investment 활성화를 위한 제도적 지원이 이루어지고 상장회사들이 전환형 조건부자본증권을 발행할 수 있게 되었다. 주식관련사채는 기본적으로 사채이지만 잠재적 지분의 성격도 가지고 있으며, 이러한 이중적 성격으로 인하여 합병 등 기업조직재편의 과정에서 그 보유자의 이익이 침해될 우려가 있고 여러 법적 불확실성이 초래될 수도 있다.

합병에 있어서는 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 존속회사에 대한 승계의 인정 여부/범위 및 전환권 등의 행사로 인하여 합병계약상 필수적 기재사항이 변동되는 것과 관련된 법적 쟁점에 대한 고려가 필요하다. 또한, 합병절차상 전환사채권자 등의 권리보호의 범위 및 전환권 등의 행사로 인하여 합병절차에 미치는 영향과 관련된 논점들도 살펴볼 필요가 있다.

회사분할의 경우에는 분할재산 배정자유의 원칙이 분할회사의 전환사채 등에 적용되는 과정에서의 법적 제한의 검토 및 분할계획서의 작성 이후 전환권 등의 행사에 따른 분할 비율과 분할계획서의 필수적 기재사항의 변동 가능성에 관한 고려가 필요하다. 더불어, 분할의 연대책임 제도가 분할회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등과 관련하여 부담하는 의무에 대하여 어떻게 적용될 것인지도 주요한 고려사항이 될 것이다.

나아가, 주식의 포괄적 교환/이전과 관련하여 완전자회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등의 행사에 따른 주식교환/이전의 비율 등 주식교환계약이나 주식이전계획서의 필수적 기재사항의 변동 가능성 및 완전모자회사 관계의 훼손에 관한 고려가 필요하다고 사료된다.

상기와 같이 기업조직재편의 과정에서 당사회사가 발행한 전환사채 등으로 인하여 여러 가지 법적 쟁점이 제기될 수 있는데, 그와 관련된 법적 불확실성을 완화하고 기업조직재편의 원활한 진행과 전환사채권자 등의 이해관계를 합리적으로 조정할 수 있는 방안을

모색할 필요가 있다. 이를 위하여, 우선 전환사채 등의 발행(인수)계약에 일정한 관련 조항을 규정하고 합병계약과 분할계획서 등의 기업조직재편 관련 서류의 필수적 기재사항의 변동 가능성에 대비한 관련 조항을 마련함으로써 이해관계인들 사이의 권리관계를 계약을 통해 사전에 정비하는 방안을 강구할 필요가 있다. 만일 사전에 전환사채 등의 발행(인수)계약과 합병계약 등에서 전환사채권자 등의 권리관계에 관한 사항을 적절히 정하지 않은 경우에는 기업조직재편의 당사회사가 전환사채권자 등과의 별도 협의를 통해 전환권 등의 행사로 발생할 수 있는 기업조직재편의 절차상 불확실성을 완화하는 방향으로 권리관계를 정리하거나 전환권 등의 행사를 적절히 통제하는 방안을 추진할 필요가 있을 것이다. 나아가, 상법 등 관계법령의 개정을 통해 기업조직재편 절차상 합병에 있어서 소멸회사 등의 전환사채권자 등의 매수청구권을 인정하거나 기업조직재편 당사회사의 합병가액 등의 산정 방식에 좀 더 유연성을 부여하는 방안 또는 삼각합병이나 주식교환/이전에서 완전모회사가 소멸회사 또는 완전자회사가 발행한 전환사채 등을 승계하는 방안 등의 도입도 신중히 고려해 볼 필요가 있다고 사료된다.

주제어 : 전환사채, 신주인수권부사채, 합병, 회사분할, 주식의 포괄적 교환/이전, 기업조직재편

— <目 次> —

I. 서 론	2. 분할계획서 또는 분할합병계약상 필수적 기재사항 등의 변동 가능성 관련 고려사항
II. 합병에서의 주요 법적 고려사항	3. 분할 또는 분할합병에서의 연대책임 관련 고려사항
1. 소멸회사가 발행한 전환사채 등에 대한 존속회사의 승계 의무	
2. 합병계약상 필수적 기재사항의 변동 가능성 관련 고려사항	IV. 주식의 포괄적 교환/이전에서의 주요 법적 고려사항
3. 전환사채권자 등의 보호절차 관련 고려사항	1. 주식교환계약 또는 주식이전계획서의 필수적 기재사항의 변동 관련 고려사항
4. 기타 주요 고려사항	2. 완전모자회사 관계의 유지 관련 고려사항
III. 분할 또는 분할합병에서의 주요 법적 고려사항	V. 결 론
1. 전환사채 등의 분할 관련 고려사항	

I. 서론

전환사채 또는 신주인수권부사채 등의 주식관련사채(이하 “전환사채 등”)¹⁾는 원활한 기업의 자금조달을 위한 금융투자상품으로 폭넓게 활용되고 있다. 최근에는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)에 의해 PEF의 mezzanine investment 활성화를 위한 제도적 지원이 이루어지고 상장회사들이 전환형 조건부자본증권을 발행할 수 있게 되었다. 전환사채 등은 기본적으로 사채이지만 잠재적 지분의 성격도 가지고 있으며, 이러한 이중적 성격으로 인하여 합병 등 기업조직재편²⁾의 과정에서 그 보유자의 이익이 침해될 우려가 있고 여러 법적 불확실성이 초래될 수도 있다. 종래에는 기업조직재편의 과정에서 전환사채 등 보유자들의 이익보호를 위하여 법적으로 고려하여야 할 사항에 관한 논의가 주로 이루어져 온 것으로 보인다. 그러한 논의가 필요하고 의미 있는 것은 물론이나 전환사채 등이 기업조직재편의 절차에 미치는 영향 및 그에 따른 법적 불확실성의 완화 차원에서의 조명도 필요하다고 사료된다. 이 글은 그러한 법적 불확실성과 관련된 주요한 법적 논점에 좀 더 주목하여 논의를 전개하고자 한다.

II. 합병에서의 주요 법적 고려사항

합병에 의한 포괄승계의 대상은 기본적으로 소멸회사의 권리의무, 즉 소멸회사의 일체의 적극·소극재산으로서, 여기에는 재산관계뿐만 아니라 계약관계도 포함되며 사법상의 권리의무뿐만 아니라 공법상의 권리의무도 포함된다. 그러나, 소멸회사의 재산관계 및 계약관계를 구성하는 개별적인 요소의 특성 및 여러 이해관계인의 지위 등에 비추어 합병에 의한 포괄승계 여부가 불확실한 경우가 발생할 수 있다.³⁾ 이와 관련하여 합병당사회사가 발행한 전환사채 등을 보유한 자(이하 “전환사채권자 등”)가 있는 경우 전환권 또는 신주인수권(이하 “전환권 등”)과 같은 잠재적 지분권에 대한 법적 취급에 관하여 살펴볼 필요가 있다.

한편, 합병절차가 진행되는 동안 또는 그 이후 전환권 등의 행사로 인하여 합병당사회사의 주식이 발행되는 경우 합병비율 등에 영향을 미칠 수 있고 합병절차의 과정에서 불확실성을 초래할 가능성이 있으므로 그에 대한 검토가 필요하다.

-
- 1) 주식관련사채는 여러 유형이 있으나, 이 글에서는 전환사채와 신주인수권부사채를 위주로 관련 논의를 전개하고 필요에 따라 다른 유형의 주식관련사채에 관하여 살펴보기로 한다.
 - 2) 기업조직재편에는 여러 유형이 포함될 수 있으나, 이 글에서는 합병(주로 흡수합병), 분할·분할합병(주로 분할) 및 주식의 포괄적 교환·이전을 위주로 관련 논의를 전개하기로 한다.
 - 3) 한국상사법학회 편저, 주식회사법대계 III, 법문사, 2013, 413면(“회사의 합병”-김병태·노혁준 집필부분)

1. 소멸회사가 발행한 전환사채 등에 대한 존속회사의 승계 의무

가. 사채권 측면의 승계

전환사채권자 등은 주주와 채권자의 중간적 지위를 가지고 있지만 본질적으로는 소멸회사에 대한 채권자의 지위를 가지므로 존속회사는 소멸회사가 발행한 전환사채 등에 대한 상환의무를 그대로 승계하게 된다. 한편, 소멸회사의 전환사채권자 등은 채권자보호절차의 과정에서 사채권자집회의 결의를 거쳐 합병에 대한 이의를 제기할 수 있고 이 경우 소멸회사는 당해 채권자들에게 변제하거나 상당한 담보를 제공하거나 이를 목적으로 상당한 재산을 신탁회사에 신탁하여야 한다.⁴⁾

그런데, 소멸회사의 전환사채권자 등에게 합병과정에서 채권자보호절차가 취해진다고 하여도 그 결과 사채 전액이 상환되어 전환사채 등이 소멸되지 않는 이상 그들의 전환권 등은 계속 유지되고 이는 소멸회사의 입장에서 전환권 등의 행사에 응하여 신주를 발행하여 줄 비대체적 채무를 구성하므로 그에 대응하는 전환사채권자 등의 권리에 대하여서도 채권자보호절차가 필요한지 의문이 제기될 수 있다. 현행 상법상 채권자의 채권이 금전채권과 같이 금액이 정해진 채권에 한정된다고 볼 것은 아니지만,⁵⁾ 회사에 의한 변제, 담보제공 또는 신탁 등의 조치가 가능한 범위의 채권이 채권자보호절차의 대상이 된다고 볼 수 있을 것이다.⁶⁾ 그런데, 전환권 등의 행사에 응하여 신주를 발행하여 줄 비대체적 채무에 대하여는 소멸회사가 위와 같은 보호조치를 하는 것이 사실상 불가능하므로, 그러한 비대체적 채무에 대응하는 전환사채권자 등의 권리는 그것이 손해배상채무로 전환되지 않는 이상 채권자보호절차의 보호대상에 포함되지 않는다고 보는 것이 타당하다고 사료된다.

나. 잠재적 지분권 측면의 승계

(1) 국내에서의 논의

우선 존속회사가 발행한 전환사채 등과 관련하여서는 합병신주의 발행을 통하여 존속회사 주식 가치의 희석화가 발생하였는지 여부를 기준으로 당해 전환사채 등의 발행 근거가 되는 계약에 따른 조정으로 처리하면 될 것이다.⁷⁾ 반면, 그러한 잠재적 지분권이 소멸회사가 발행한 전환사채 등에 의한 것인 경우에는 합병의 결과 그러한 잠재적 지분권에 따라서 신주를 발행

4) 상법 제527조의5 제3항, 제232조 제3항, 제439조 제3항

5) 이철승, 회사법강의(20판), 박영사, 2012, 123면

6) 김홍수, "회사합병과 채권자보호", 『경제법상사법논집 - 손주찬 정년』, 1989, 566면, 569면

7) 한국상사법학회 편저, 전게서, 416면

할 의무가 존속회사에게 승계될 것인지 여부 및 만일 그러한 승계가 인정되는 경우에는 잠재적 지분권의 내용이 어떻게 조정되어야 할 것인지 문제될 수 있다.

국내에서는 사채로서의 권리의무와 동일하게 잠재적 지분권에 따라서 신주를 발행할 의무도 합병에 의하여 승계될 수 있다고 보는 것이 일반적인 견해로 보이며, 상법도 “합병 후 존속회사 또는 합병으로 인하여 설립된 회사가 합병으로 인하여 전환사채 또는 신주인수권부사채를 승계한 때에는 제1항의 등기와 동시에 사채의 등기를 하여야 한다”고 규정하여 전환사채 또는 신주인수권부사채와 관련된 법률관계를 승계할 수 있음을 예정하고 있다.⁸⁾ 이러한 견지에서, 만일 합병계약에서 존속회사가 그러한 잠재적 지분권을 합리적 기준에 따라서 조정된 내용으로 승계하기로 하여 존속회사의 주주총회에서 특별결의에 의하여 합병계약이 승인되고 그에 맞추어 존속회사 정관의 개정 등 그러한 전환사채 등의 실현을 위한 기반이 갖추어 진다면 별 문제가 없을 것이다.⁹⁾

문제는 합병계약에서 소멸회사의 전환사채 등의 잠재적 지분권 처리에 관하여 아무런 조항을 두지 않은 경우 합병에 의한 포괄승계의 법리에 따라서 존속회사가 당연히 그러한 잠재적 지분권에 따라서 신주를 발행할 의무를 부담하는지 여부이다. 전환사채 등의 사채인수계약에 의하여 합병의 과정에서 그러한 전환사채 등과 관련된 의무의 승계가 이루어질 수 있는 근거가 있다고 하여도 합병계약상 그러한 전환사채 등의 전환권 등의 행사에 따른 신주발행 의무가 존속회사에게 승계된다는 근거조항이 없다면 전환권 등의 발행회사와의 밀접한 연관성 및 존속회사 주주의 신주인수권에 대한 침해가능성 등에 비추어 당해 의무가 당연히 존속회사에게 승계되어야 하는 것인지 불확실한 측면이 있다. 이와 관련하여, 합병에 의하여 발행회사가 소멸회사로 되는 때에는 흡수합병의 경우이든 신설합병의 경우이든 묻지 않고 소멸회사의 전환사채권자는 존속회사 또는 신설회사에 대하여 전환청구권을 행사할 수 없고 다만 전환사채의 발행시에 회사의 정관에 전환권 확보의 규정이 있고 또한 합병계약서에 그 실현을 위한 약정이 있는 경우에 한하여 전환권자는 전환권을 행사할 수 있다는 견해가 있다.¹⁰⁾ 이 견해는, 전환사채권자는 발행회사가 합병이나 해산, 기타의 방법에 의하여 회사의 존재를 종료시키는 것에 대하여 법률상 아무런 권리도 가지고 있지 않으며 발행회사는 전환사채권자의 전환권을 고려함이 없이 해산할 수 있다고 보기 때문이라는 점을 그 근거로 하고 있다.

생각건대, 금전채권과 달리 소멸회사에 대한 전환권 등의 비대체적 성격 및 존속회사 주주들의 신주인수권을 고려하면 합병계약상 명시적 근거 없이 그러한 전환권 등에 따른 신주발행 의무의 승계를 인정하는 것에 관하여 신중할 필요는 있을 것이다. 다만, (i) 합병에 의한 포괄승계 법리에 따른 단체적 법률관계의 획일적 처리의 필요성, (ii) 그러한 전환권 등의 존재와

8) 상법 제528조 제2항

9) 한국상사법학회 편저, 전거서, 416면

10) 최완진, “특수사채에 관한 법적 문제점”, 『상사법연구』, 제7권(1989), 432~433면

내용은 소멸회사의 등기부등본과 재무제표 등을 통하여 대외적으로 인지될 수 있다는 점, (iii) 소멸회사의 전환권 등의 보유자에게는 반대주주의 주식매수청구권에 의한 보호가 적용되지 않는 점 등에 비추어 볼 때, 합병계약상 명문의 규정이 없는 경우 존속회사가 소멸회사가 발행한 전환사채 등에 대한 권리의무를 승계하여 소멸회사의 전환사채권자 등에게 존속회사의 주식을 발행하여 줄 의무를 부담한다는 해석이 타당하다고 본다.¹¹⁾¹²⁾ 그리고, 소멸회사가 발행한 분리형 신주인수권부사채에서 사채 부분이 상환되고 신주인수권만 존속하는 경우 독립된 신주인수권만의 부여가 인정되지 않는 우리 상법상 존속회사가 당해 신주인수권을 승계하는 것에 대하여 의문이 제기될 수도 있으나, 분리형 신주인수권부사채에서 신주인수권증서의 발행과 유통이 허용되는 이상 그러한 승계도 가능하다는 해석이 타당하다고 사료된다. 한편, 합병계약상 명문의 규정이 없는 상태에서 존속회사가 소멸회사에 의해 발행된 전환사채 등의 전환권 등에 대한 권리의무를 승계한 것으로 인정되는 경우 그와 관련된 권리의 행사와 의무의 이행을 위한 존속회사 정관의 개정 등 후속절차가 이루어져야 할 것이며 현행 상업등기 관련 규정에 비추어 볼 때 존속회사가 승계하는 당해 전환사채 등에 관한 사채등기를 위해 필요한 서류와 관련된 제도적 보완이 필요할 것으로 보인다.

다만, 관계법령상 존속회사가 소멸회사의 전환사채권자 등에게 존속회사의 주식을 발행할 수 없는 경우¹³⁾는 예외적으로 소멸회사의 전환사채 등의 승계가 부정될 수도 있다. 또한, 교부금합병의 경우에는 소멸회사의 전환사채 등이 존속회사에 승계되는 것에 관한 상기 논의를 그대로 적용하기 어려울 수도 있는바, 이에 관하여는 아래 교부금합병 부분에서 검토하기로 한다.

(2) 미국 및 일본에서의 논의

(가) 미국에서의 논의

미국에서는 Parkinson 판결¹⁴⁾ 이후 발행회사가 소멸회사로 되는 합병에서 전환권 등이 발

11) 이 경우 전환권 등은 원칙적으로 주식의 분할 또는 병합에 준하여 존속회사에서 합병비율을 고려하여 전환사채권자 등으로 하여금 합병의 전과 후에 동일한 경제적 이익을 누릴 수 있도록 하는 내용으로 그 권리행사의 가격 또는 수량이 적절히 조정될 필요가 있을 것이며, 우리나라의 사채발행(인수)계약의 실무에서도 그렇게 처리되는 것으로 보인다. 참고로, 일본에서는 상기와 같이 합병비율을 기준으로 전환권 등의 조정이 이루어지는 경우 전환사채권자 등의 이익이 완전히 유지되지 못하는 문제점이 있다는 지적이 있으며(中東正文, “合併における轉換社債上の轉換義務の承継-アメリカ法を參考として”, 『中京法學』, 第29卷1号(1994.7)), 이러한 관점에서 합병비율의 결정 시점에서 소멸회사의 신주예약권의 평가액과 동일한 가치의 신주예약권을 존속회사가 승계할 의무가 있다는 견해(이른바 완전경제가치설)도 제기되고 있다고 한다(森本 滋 編, 會社法コンメンタール 第18卷, 商事法務, 2010, 152頁).

12) 한국상사법학회 편저, 전거서, 417면

13) 예를 들어 소멸회사가 상장회사로서 전환형 조건부자본증권을 발행하였으나 합병 이후 존속회사가 비상장회사로서 전환형 조건부자본증권을 발행하지 못하는 경우

행회사의 소멸과 동시에 소멸하여 존속회사 또는 신설회사가 해산회사에 의해 발행된 전환사채의 전환의무를 당연히 승계하지는 않는다는 해석이 일반적인 것으로 보인다. 그러나, 실무상으로는 전환사채 등의 발행회사의 정관, 사채약관, 신탁증서(그 대표적인 유형으로는 미법조재단의 모범사채신탁증서와 1983년 미법률가협회가 공표한 모범간이사채신탁증서¹⁵⁾ 등이 있다고 한다.)에 전환사채권자 등의 기대를 보호하는 파괴방지조항을 규정하여 존속회사나 신설회사에 전환권 등을 승계하는 보충신탁증서를 체결하지 않고 발행회사가 합병한 경우에는 신탁증서에 근거한 계약상 채무불이행이 발생하도록 하고 이처럼 채무불이행이 되면 발행회사는 기한이익을 상실하여 전환사채권자 등이 원금변제와 손해배상청구를 할 수 있도록 하는 방식으로 제도를 운영하고 있다고 한다.¹⁶⁾

이처럼 미국에서는 사채발행(인수)계약과 합병계약 등에서 합병당사회사가 발행한 전환사채 등의 취급에 관한 상세한 규정을 통해 이해관계자들 사이의 권리관계를 조정하는 실무관행이 발전되어 온 것으로 보인다.¹⁷⁾ 실제 미국의 상장회사가 체결하는 합병계약에서는 소멸회사 내지 합병의 대상이 되는 회사¹⁸⁾가 발행한 전환사채 등 및 주식매수선택권과 같은 잠재적 지분권에 관한 의무를 존속회사 내지 합병의 대가를 지급하는 회사가 승계하는 사례들이 다수 발견된다.

(나) 일본에서의 논의

일본의 경우에는 회사법의 제정 이후 신주예약권 제도에 관한 전반적 개편이 이루어지기 이전에 합병의 결과 발행회사의 변경으로 채무의 내용이 달라지게 되어 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 소멸한다는 견해와 그러한 전환권 등을 채권의 일종으로 보아 존속회사가 그에 따라서 신주를 발행할 의무를 부담한다는 견해가 대립되어 왔다고 한다.¹⁹⁾

그런데, 일본 회사법은 신주예약권, 즉 권리자가 일정한 권리행사기간 내에 미리 정해진 가격으로 발행회사에 대하여 신주발행을 청구할 수 있는 권리(신주예약권이 사채에 부착되어 신주예약권부사채가 발행되는 경우에는 전환권 내지 신주인수권으로서의 역할을 하는 것으로 이해된다.²⁰⁾)를 새로 도입하면서, 발행회사가 합병, 분할 등 기업조직재편을 하는 것과 관련하여

14) Parkinson V. West End Ry., 173 Mass. 466 53 N.E. 891(1899)

15) ABA, Model Simplified Indenture, 38 Bus. Law. 741(1983)

16) 김두환, "전환사채에 관한 법적연구 - 사채권자보호를 중심으로 -", 박사학위논문, 고려대학교 대학원, 2003, 223~238면.

17) Stephen I. Glover, "SOLVING DILUTION PROBLEMS", *Business Lawyer*, August 1996, pp. 1265 ~ 1267.

18) 미국에서는 실무상 존속회사와 소멸회사 양자 간에 이루어지는 합병보다 삼각합병(특히, 역삼각합병)의 사례들이 더욱 많은데, 역삼각합병의 경우 실질적으로 합병의 대상이 되는 회사가 소멸회사로 되지는 않으나 당해 회사의 잠재적 지분권에 대한 합병의 대가를 지급하는 모회사와의 관계에서의 취급은 양자간의 합병에도 참고할 만한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 보인다.

19) 森本 滋 編, 전게서, 145頁

여 신주예약권 또는 신주예약권부사채의 발행계약 및/또는 합병계약 등에서 신주예약권 또는 신주예약권부사채의 승계 등에 관한 사항을 규정하도록 하고 일정한 조건하에 신주예약권 또는 신주예약권부사채의 보유자에게 매수청구권을 인정하고 있다.²¹⁾

2. 합병계약상 필수적 기재사항의 변동 가능성 관련 고려사항

합병계약에는 합병으로 인하여 존속회사가 발행하는 신주의 총수, 종류와 종류별 주식의 수, 존속회사의 증가할 자본금 및 소멸회사의 주주에게 배정되는 합병대가 내지 합병신주에 관한 사항 등 일정한 사항이 기재되어야 한다.²²⁾ 그런데, 합병절차가 진행되는 과정에서 존속회사 또는 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사되는 경우에는 주식수의 증가로 위와 같은 합병계약상 필수적 기재사항이 변동될 수 있고 나아가 합병당사회사의 주당 가치에 변화가 발생할 수도 있다.

우선, 전환권 등이 행사됨으로써 발행되는 신주에 의한 희석효과를 합병비율 등에 반영할 필요가 있는지, 만일 그렇다면 어떻게 반영할 것인지 여부에 대한 검토가 필요하다고 사료된다. 다음으로, 합병계약이 체결된 이후 전환권 등의 행사로 인하여 합병계약상 필수적 기재사항이 변동될 수 있는 경우를 어떻게 처리할 것인지 살펴볼 필요가 있다.

가. 합병비율 관련 고려사항

합병대가로서 존속회사의 신주가 소멸회사의 주주에게 제공되는 경우에는 존속회사의 주식에 대비되는 소멸회사 주식의 가치, 즉 합병비율이 중요한 의미를 가지게 되는데, 합병비율은 그 취지상 존속회사와 소멸회사의 주주에게 불이익이 발생하지 않도록 공정해야 한다.²³⁾ 상법에서는 합병비율 내지 존속회사의 주식가치(기업가치)와 소멸회사의 그것을 어떠한 기준과 방식으로 산정하거나 평가할 것인지에 관하여 아무런 규정을 두고 있지 않으나, 자본시장법에서는 합병비율의 산정에 관하여 일정한 규율을 하고 있다.

즉, 합병당사회사 중에서 상장회사가 있는 경우에는 자본시장법에서 정하는 방법에 따라 합병비율을 산정하도록 명시적으로 규정하고 있으나, 합병당사회사가 모두 비상장회사인 경우에는 이와 관련하여 아무런 규정이 마련되어 있지 않다. 우선 상장회사 간의 합병을 하는 경우에는 합병당사회사 모두 자본시장법상 상장회사에게 적용되는 방식에 따른 합병가액, 즉 합병을 위한 이사회 결의일 또는 합병계약의 체결일을 기산일로 하여 일정한 산식에 따라 합병당

20) 권중호, 주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구(IV)-일본-, 한국법제연구원, 2008, 33면

21) 일본 회사법 제236조, 제749조, 제753조, 제787조, 제808조

22) 상법 제523조

23) 한국상사법학회 편저, 전게서, 354~355면

사회사 주식의 시장가격을 기초로 정해진 가액으로 합병비율을 산정한다.²⁴⁾ 이처럼 상장회사 간의 합병에서는 일정한 시점의 주가에 따라서 합병비율을 산정하도록 법정되어 있으므로, 입법론적 관점은 별론으로 하고 적어도 해석론의 차원에서는 후술하는 합병비율 결정방식에 대한 논의의 실익이 없다고 볼 수 있다. 다음으로, 상장회사가 비상장회사와 합병을 하는 경우, 상장회사의 합병가액은 위와 동일한 방식으로 산정해야 하고, 비상장회사의 합병가액은 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액으로 하되 상대가치를 비교하여 공시해야 한다.²⁵⁾²⁶⁾ 한편, 상법만 적용되는 비상장회사 사이의 합병에 있어서는 주식의 본질가치에 대한 절대적인 평가방법이 존재하지 않으며, 다만 순자산가치, 시장가치, 수익가치²⁷⁾ 등 모든 가치요소와 평가방법을 종합적으로 고려하되 개별 사안에 따라서 적절한 방법을 취사선택하여 합병비율을 정할 수밖에 없다는 것이 일반적 견해이다.

전술한 자본시장법에 따른 비상장회사의 합병가액 산정방식 중 자산가치는 주당 순자산가액으로서 순자산을 발행주식의 총수로 나누어 산정하게 되는데, 여기서 순자산은 주요사항보고서를 제출하는 날이 속하는 사업연도의 직전사업연도 말의 재무상태표상의 자본총계에서 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일²⁸⁾ 현재까지 유상증자, 전환사채의 전환권 행사 및 신주인수권부사채의 신주인수권 행사에 의하여 증가한 자본금을 가산한다고 규정하고 있다.²⁹⁾ 그런데, 이러한 규정은 분석기준일 이전에 전환권이 행사된 경우만을 전제로 합병비율 산정방식을 정하고 있다. 이 때 전환권 등이 행사되지 않은 전환사채 등이 있는 경우에도 이를 발행된 주식과 동일하게 보아 합병비율 산정에 반영하여야 하는지 여부가 문제될 수 있다.³⁰⁾ 또한,

24) 자본시장법 제165조의4, 동법 시행령 제176조의5 제1항 제1호

25) 자본시장법 제165조의4, 동법 시행령 제176조의5 제1항 제2호

26) 다만, 기업인수목적회사의 경우 자본시장법 시행령 제176조의5 제3항 제2호 나목에서 피합병법인이 주권비상장법인인 경우 합병가액을 기업인수목적회사와 협의하여 정하는 가액으로 산정할 수 있다는 근거를 두고 있다. 그 외에도 기업인수목적회사는 상장예비심사 신청일 현재 전환사채권자 등이 전환권 등을 행사하여 취득한 주식에 대하여도 (i) 합병 승인을 위한 주주총회의 결의에 관하여 의결권을 행사하지 않거나 그 의결권을 위탁결원에 위임하여 의결내용에 영향을 미치지 않도록 의결권을 행사하겠다는 내용, (ii) 주식매수청구권을 행사하지 않겠다는 내용을 포함한 사채인수계약을 체결하도록 하는 특칙을 두고 있다(유가증권시장 상장규정 제68조 제1항 제10호 및 동 규정 시행세칙 제64조 제2항). 나아가 기업인수목적회사가 발행한 전환사채 등을 보유한 전환사채권자 등에 대하여는 채권자보호절차를 배제하는 내용으로 사채인수계약을 체결하여야 한다는 견해도 있다(신영수, “기업인수목적회사(SPAC)의 설립, 상장 및 운영 관련 실무상 제문제”, 『YGBL』, 제2권 제1호(2010), 89~90면).

27) 이러한 요소들을 적절히 가중평균하여 주식의 가치를 산정하는 방식을 소위 델라웨어 가중평균방식(Delaware Block Method)라고 한다.

28) 분석기준일은 주요사항보고서를 제출하는 날의 5영업일 전일을 의미하고, 다만 분석기준일 이후에 분석에 중대한 영향을 줄 수 있는 사항이 발생한 경우에는 그 사항이 발생한 날로 한다(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(이하 “발행공시규정”) 시행세칙 제8조).

29) 발행공시규정 시행세칙 제5조 제2항

30) 비록 전환상환우선주식의 사례이기는 하지만, 코스닥상장법인인 (주)하나그린기업인수목적회사가 비상장법인인 (주)선데이토즈를 합병한 사례의 경우 (주)선데이토즈의 합병가액을 산정하는 과정에서 (주)선데이토즈가 발행한 전환상환우선주(이는 기업회계기준상 부채로 인식됨)에 대하여 해당 우선주주로부터 합병기일에 보통주를

발행공시규정 시행세칙 제7조에 따라 상대가치는 (i) 피합병법인과 한국거래소 업종분류에 따른 소분류 업종이 동일한 주권상장법인 중 매출액에서 차지하는 비중이 가장 큰 제품 또는 용역의 종류가 유사한 법인으로서 최근 사업연도말 주당법인세비용 차감전 계속사업이익과 주당순자산을 비교하여 각각 100분의 30 이내의 범위에 있는 3사 이상의 법인(이하 "유사회사")의 주가를 기준으로 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30% 이상을 할인한 가액과 (ii) 분석기준일 이전 1년 이내에 유상증자를 하거나 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행한 사실이 있는 경우 그 거래가액을 가중산술평균한 가액을 100분의 10 이내로 할인 또는 할증한 가액을 산술평균한 가액으로 산정한다고 규정하고 있다.³¹⁾

상기와 같이 자본시장법상 상장회사가 합병당사회사인 합병에서 합병가액의 산정방식은 오로지 시장에서 형성된 주가에 의해서만 정해지거나 또는 합병계약의 체결 이전까지 전환권 등이 행사된 경우 등 예외적인 사유가 있을 때에만 전환사채 등에 의한 희석효과를 반영하고 있다. 현재 실무상으로도 대부분 합병당사회사의 전환사채 등이 지분회합으로써 발생하는 주식가치의 희석효과를 합병비율에 직접 반영하기 보다는 재무상태표에서 부채로 인식되는 전환사채 등의 사채 측면을 주로 고려하여 합병가액을 산정하고, 전환권 등의 행사로 발행회사의 주식수가 증가됨에 따른 주식가치 등의 하락 및 증권시장에서의 매도물량 증가에 관한 주가하락 위험을 증권신고서 등 합병과 관련된 공시자료 등에서 투자위험요소(유의사항)로서 기재하는 방식으로 처리되고 있는 것으로 보인다. 그러나, 만일 전환권 등의 행사로 인하여 발행될 수 있는 합병당사회사 주식의 수량이 상당하고 그 행사가액이 전환사채 등을 발행한 합병당사회사의 합병가액보다 낮아서 전환권 등이 행사될 가능성이 높은 경우에는 전환권 등이 행사됨으로써 증가될 수 있는 합병당사회사의 발행주식총수를 합병비율의 산정에 있어서 적절히 반영할 필요가 있지 않을까 사료된다. 나아가 자본시장에서 형성된 합병당사회사 주식의 가치가 장래 전환사채 등이 주식회합으로써 발생하는 희석효과를 충분히 반영하고 있다고 볼 수 있는 것인지 그리고 합병비율 관련 규제³²⁾의 보완 필요성에 대한 신중한 점검이 필요하지 않을까 생각된다.³³⁾

배정받는 협약서를 수령함에 따라 (합병) 당사자 간의 합의에 의하여 이를 자본으로 간주하여 자산가치를 산정한 바 있다(2013년 5월 30일자 (주)하나그린기업인수목적회사 금융감독원 전자공시 주요사항보고서).

31) 실제 코스닥상장법인인 현대드림투게더기업인수목적(주)가 존속회사로서 비상장법인인 (주)삼기오토모티브를 흡수합병한 사례의 경우 (주)삼기오토모티브가 발행한 전환사채를 고려하여 상대가치를 평가하였다(2011년 12월16일자 현대드림투게더기업인수목적(주) 금융감독원 전자공시 주요사항보고서).

32) 참고로, 미국과 일본 등 해외의 주요국에서는 우리나라처럼 합병가액 산정기준을 직접 규제하지 않고 합병당사회사가 자율적으로 합병가액을 정하도록 하고 있는 반면 우리나라의 경우 자본시장의 개인투자자 비중이 상대적으로 높은 편이어서 투자자보호의 관점에서 엄격히 합병가액 산정기준을 규제하고 있는 것으로 이해된다(금융감독원 2012. 10. 24.자 "상장법인과 합병하는 비상장법인의 합병가액 산정기준 개선" 제하의 정례 브리핑 자료 참조).

33) 물론, 이러한 점검에 있어서는 합병절차의 안정성, 주주 등 이해관계인의 예견 가능성, 자본시장법상 증권신고서 등 공시제도와와의 조화, 세무상 취급, 상업등기 절차 등에 대한 고려가 함께 이루어질 필요가 있을 것이다.

실제 미국 상장회사의 합병계약에서는 합병의 효력발생일 직전의 시점을 기준으로 합병의 대상이 되는 회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사되는 경우를 고려하여 합병비율을 산정하거나 합병비율의 조정 가능성을 열어 두는 사례들을 찾아볼 수 있다.³⁴⁾

나. 합병계약 체결 이후 합병계약의 필수적 기재사항 변동 관련 고려사항

합병계약 체결 전에 합병당사회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사된 경우에는 그 결과를 합병계약에 적절히 반영할 수 있겠으나, 만일 합병계약의 체결 이후 당해 전환권 등이 행사되는 경우에는 그로 인한 불확실성을 완화하고 합병계약상 필수적 기재사항의 변경 가능성에 대비하기 위한 조치가 필요하다.

실무상으로는 합병계약에 단주의 처리와 합병당사회사 주주들의 주식매수청구권 행사에 의한 자기주식 취득에 따라서 합병신주의 수량과 존속회사의 증가할 자본금의 액수 등이 조정될 수 있도록 하고 그러한 조정의 결과가 합병비율에 영향을 미치지 아니한다는 취지의 조항을 두는 사례들이 많다. 만일 합병계약의 체결 이후 합병기일까지 합병당사회사가 발행한 전환사채 등이 행사기간의 미도래 또는 높은 행사가액 등의 사유로 지분화될 가능성이 낮거나 설령 지분화한다고 하여도 그 수량이 미미한 경우에는 전술한 실무례에 준하여³⁵⁾ 합병계약상 전환권 등의 행사 가능성에 대비할 수 있을 것이다. 그러나, 합병계약의 체결 이후 전환권 등의 행사로 발행될 수 있는 합병당사회사 주식의 수량이 상당하고 그 행사가액이 전환사채 등을

34) 이러한 사례들에 해당하는 일부 합병계약들의 관련 조항들을 소개하면 아래와 같다.

① 구글(Google Inc.), 스노우마스 홀딩스(Snowmass Holdings Inc.), 유튜브(YouTube, Inc) 간에 체결된 2006년 11월 3일자 합병계약서 제1.1조 및 제2.6조 (h) 참조

이 합병계약의 전문은 (<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312506238320/dex201.htm>)에서 확인할 수 있다.

② 팜아테네(PharmAthene, Inc.), 토러스 머저십(Taurus Merger Sub, Inc.), 테라클론(Theraclone Science, Inc.) 간에 체결된 2013년 7월 31일자 합병계약서 제2.1조 (e), (h) 참조

이 합병내용의 전문은 (http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326190/000114420413042546/v351583_ex2-1.htm)에서 확인할 수 있다.

③ 스타라텍스 오일앤가스 홀딩스(STRATEX OIL & GAS HOLDINGS, INC.), 리치필드 오일앤가스(RICHFIELD OIL & GAS COMPANY) 간에 체결된 2014년 5월 6일자 합병계약서 제2.1조 (a), (c) 참조

이 합병계약의 전문은 (http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1482361/000114420414028022/v377566_ex2-1.htm)에서 확인할 수 있다.

④ 텔릭(Telik, Inc.), 타코마 액퀴지션(Tacoma Acquisition Corp.), 마브백스 테라퓨틱스(MabVax Therapeutics, Inc.) 간에 체결된 2014년 5월 12일자 합병계약서 스케줄2 참조

이 합병계약의 전문은 (<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1109196/000119312514195206/d722937dex21.htm>)에서 확인할 수 있다.

35) 나아가, 만일 합병계약 체결 이후 합병등기 이전까지 전환권 등의 행사로 인하여 발행되는 합병당사회사 주식의 수량이 일정한 수준을 넘는 경우에는 합병계약이 자동적으로 실효되거나 합병계약의 해제사유에 해당하도록 하는 조항도 고려해 볼 수 있을 것이다.

발행한 합병당사회사의 합병가액보다 낮아서 전환권 등이 행사될 가능성이 높아 합병비율의 조정 필요성이 인정되는 경우를 상정해 보았을 때, 그러한 경우 일정한 범위에서 이사회가 합병계약상 합병비율을 수정/보완할 수 있도록 위임하거나 일정한 산식에 따라서 자동적으로 합병비율이 조정되도록 하는 조항을 두는 방안을 고려해 볼 수도 있을 것이다. 이러한 방안의 법적 유효성과 관련하여, 법에서 합병비율을 명확히 기재하여 합병당사회사 주주총회의 특별 결의를 거치도록 요구한 만큼 합병비율은 합병조건 중 가장 중요한 사항이라는 점을 감안하여 무효라고 보아야 한다는 견해가 있으며,³⁶⁾ 반면 합병비율의 결정에 대한 명확한 범위, 산식이 결정되어 있는 이상 주주총회에서의 합병계약 승인시 합병비율을 일부 유보하더라도 이를 위법하다고 보기는 어렵다는 견해도 제기되고 있다.³⁷⁾

생각건대, 구체적 사안에 따라서는 합병계약상 필수적 기재사항의 변경 가능성을 고려하여 적절한 범위에서 합병계약상 전환권 등의 행사에 따른 합병비율의 사후적 변경의 여지를 두는 방안 자체를 무효라고 단정하기는 어려울 것이며 이는 실무적으로도 필요할 것이다. 다만, 상장회사가 관여된 합병에 대하여 자본시장법상 합병비율 규제가 적용되고 아직 합리적인 합병비율 산정 방식에 관한 심도 있는 논의가 미흡한 현실에서 상기 방안이 어느 정도의 범위에서 허용될 수 있을 것인지 불확실하며, 이와 관련하여 추후 충분한 논의가 이루어지고 실무관행이 정립되어 나갈 필요가 있다고 본다.

3. 전환사채권자 등의 보호절차 관련 고려사항

만일 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등에 관한 의무를 사채발행(인수)계약상 조정조항 등에 따라서 합병 이전과 비교하여 그 보유자들에게 불리하지 않은 조건으로 존속회사가 승계하고 그들의 권리행사에 별 문제가 없는 경우에는 그들의 보호를 위한 별도의 법적 조치를 취할 필요는 없을 것이다. 그러나, 그렇지 않은 경우에는 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등과 관련하여 전환사채권자 등에 대한 보호의 필요성과 그 방안에 대한 고려가 필요하다. 이와 관련하여 당해 전환사채권자 등에게 채권자보호절차와 별도로 소멸회사에게 전환권 등에 대한 매수청구를 할 수 있는 권리를 인정할 수 있는지 여부가 문제될 수 있으나 명시적 근거규정이 없는 이상 그러한 권리를 인정하기는 어려울 것이며, 결국 그들에 대한 보호는 손해배상청구에 의하여 이루어질 수 있을 것으로 사료된다. 미국에서는 합병절차상 소

36) 권기범, 기업구조조정법(제4판), 삼성사, 2011, 175면

37) 노혁준, “합병계약에서의 불확실성-합병비율 유보와 합병계약의 해제를 중심으로-”, 『상사판례연구』 제22권 제4권(2009), 65면. 이 견해는 합병계약의 다양한 조건, 유보조항이 가능하다고 보아야 하고, 합병비율에 탄력성을 부여함으로써 합병계약 체결일 이후 발생한 사정을 적절하게 반영할 수 있으며, 합병비율의 큰 틀을 주주총회에서 정하고 나머지 세부사항을 산식에 따라 일정 범위 내에서 결정하도록 하는 구조가 주주총회의 권한을 침해하거나 관련자의 이익을 해하는 것이라고 보기 어렵다는 점을 근거로 한다.

멸회사의 워런트 내지 옵션 보유자의 권리는 경제적 위험을 부담하지 않은 이상 주주 이상의 권리를 부여할 수는 없고 주주와는 다르게 취급되어야 하므로 그들에게 매수청구권을 인정하지 않는 입장이 확립되어 있으며, 그들에 대한 보호는 계약적 규율에 맡겨져 있다고 한다.³⁸⁾

참고로, EU합병지침³⁹⁾은 소멸회사의 주주 이외에 특별한 권리가 부착된 소멸회사 증권의 보유자들에게 그보다 동등하거나 우월한 권리가 존속회사에서 부여되어야 한다는 원칙을 천명하고 있으며,⁴⁰⁾ 일본 회사법은 흡수합병계약에서 소멸회사의 신주예약권 또는 신주예약권부사채의 승계조건과 그 발행 당시의 승계조건이 합치하는 경우를 제외하고는 신주예약권 가치의 하락으로부터 그들을 보호하기 위해 그들이 소멸회사 등에 대하여 자신의 신주예약권 또는 신주예약권부사채를 공정한 가격으로 매수하여 줄 것을 청구할 수 있도록 정하고 있다.⁴¹⁾⁴²⁾

4. 기타 주요 고려사항

가. 종류주주총회의 결의

합병계약 체결 후 합병등기 전 단계에서 전환사채 등의 전환권이 행사된 경우 전환대상 주식이 종류주식이라면 종류주주총회의 결의가 필요한지 여부가 문제될 수 있다. 즉, 회사의 합병으로 인하여 어느 종류의 주주에게 손해를 미치게 될 경우에는 주주총회의 결의 외에 그 종류주식의 주주의 총회의 결의가 있어야 하기 때문이다.⁴³⁾ 명문의 규정이 있는 이상 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권이 행사된 경우 전환대상 주식이 종류주식이라면 종류주주총회의 결의가 필요하다는 점을 부인할 수 없을 것이다. 다만, 종류주주총회의 결의는 해당 종류주식의 주주에게 손해가 미치게 될 경우에 필요한 것이므로, 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 잠재적 지분권에 대하여 존속회사의 승계의무를 전제로 하여 합병계약상 전환권 등의 행사로 발행될 존속회사의 종류주식을 소멸회사의 종류주식과 동일한 조건으로 하여 소멸회사의 종류주식 주주에게 합병비율에 따라 발행할 수 있는 근거규정을 마련하여 두는 경우에는 전환권 등의 행사로 발행되는 해당 종류주식의 주주에게 손해가 미치는 것이 아니므로 소멸회사가 종류주주총회의 결의를 받아야 하는 절차를 피할 수 있을 것으로 보인다.

38) 森本 滋 編, 전게서, 148頁; 森 まどか, “合併時の新株予約権の處遇と問題点”, 『最新倒産法・會社法をめぐる實務上の諸問題—今中利昭先生古希記念』(2005), 596頁

39) DIRECTIVE 2011/35/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 5 April 2011 concerning mergers of public limited liability companies

40) EU합병지침 제15조

41) 일본 회사법 제787조 제1항 제1호, 제2항

42) 森本 滋 編, 會社法コンメンタル 第17卷, 商事法務, 2010, 170頁

43) 상법 제436조, 제435조

나. 약식합병 요건의 미충족 가능성

합병계약 체결 후 합병등기 이전의 단계에서 합병당사회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사된 경우 그로 인하여 존속회사가 소멸회사 발행주식총수의 100분의 90 이상을 소유하지 못하거나 '총주주'의 동의를 얻지 못하여 간이합병의 요건을 충족하지 못하게 되는 때⁴⁴⁾ 또는 합병의 과정에서 존속회사가 발행하여야 하는 합병신주의 총수가 그 발행주식총수의 100분의 10을 초과함으로써 소규모합병의 요건을 갖추지 못하게 되는 때⁴⁵⁾에는 소멸회사 또는 존속회사의 주주총회에서 합병계약 승인 및 반대주주의 주식매수청구권의 행사절차가 필요한지 여부가 문제될 수 있다. 생각건대, 약식합병에서는 합병계약에 대한 합병당사회사 주주총회의 승인을 생략하고 이사회 결의로 대신할 수 있고 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않을 수 있으므로 신속하게 저렴한 비용으로 합병절차를 진행할 수 있다는 장점이 있으나, 전환권 등의 행사로 간이합병 및 소규모합병의 요건이 충족되지 않는 이상 약식합병의 특례가 적용되기는 어려울 것으로 보인다. 따라서, 만일 합병등기일까지 전환권 등의 행사로 인하여 상기 약식합병의 요건이 충족되지 않는다면 소멸회사 또는 존속회사는 원칙적으로 통상의 합병절차에 따라 합병에 대하여 주주총회의 승인을 받고 반대주주의 주식매수청구권 행사절차도 진행하여야 할 것으로 사료된다.

다. 현금교부합병 관련 고려사항

상법 제523조 제4호에서는 “존속하는 회사가 합병으로 소멸하는 회사의 주주에게 제3호에도 불구하고 그 대가의 전부 또는 일부로서 금전이나 그 밖의 재산을 제공하는 경우에는 그 내용 및 배정에 관한 사항”을 합병계약서에 기재하도록 하여 흡수합병에서 합병대가의 전부 또는 일부를 교부금으로 지급할 수 있는 현금교부(교부금)합병 제도가 도입되었다.

교부금합병에서 소멸회사의 채권자보호절차를 통해 상환되지 않고 전환권 등도 행사하지 않아서 존속회사가 승계하게 된 소멸회사의 전환사채권자 등이 가지는 잠재적 지분권에 대한 처리가 문제될 수 있다. 즉, 현행 합병제도 아래에서는 전환권 등에 대하여 별도의 합병교부금을 지급할 수 있는 명확한 근거가 없는바, 그렇다면 교부금합병의 과정에서 소멸회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등은 소멸하는 것인지 아니면 전환권 등이 유지되어 종전과 같은

44) 간이합병의 경우 '소멸회사 발행주식 총수의 100분의 90 이상 소유' 요건의 충족 시기에 관하여 (i) 합병계약 체결시부터 합병등기일까지 필요하다는 해석, (ii) 간이합병사실 통지공고일부터 합병등기일까지 필요하다는 해석, (iii) 존속회사의 합병승인 주총결의일부터 합병등기일까지 필요하다는 해석, (iv) 합병등기일까지 충족되면 된다는 해석이 있을 수 있는데, 위 (iii)의 해석이 합병당사회사에게 유리할 것이라는 유력설이 있다(권기법, 전게서, 237면).

45) 소규모합병의 경우 '발행주식총수의 100분의 10 이하 발행'의 요건은 합병등기일을 기준으로 충족되어야 한다고 해석된다(권기법, 전게서, 241면).

전환사채 등의 형태로 존속회사에게 승계되는 것인지 살펴볼 필요가 있다. 이와 관련하여, 합병대가의 유형에 따라서 전환권 등의 운명이 좌우되는 것은 불합리하고 사채와 잠재적 지분권이 연계된 전환사채 등의 특성에 비추어 교부금합병의 경우에도 소멸회사의 전환사채 등은 온전히 존속회사에 승계된다는 견해가 제기될 수 있다.⁴⁶⁾ 이에 반하여, 소멸회사의 주주도 존속회사로부터 현금을 교부받고 주주의 지위가 사실상 박탈된다는 점에 비추어 소멸회사의 전환사채권자 등을 소멸회사의 주주보다 우월하게 보호할 필요는 없으므로 그 전환권 등이 존속회사에 승계되어 유지된다고 보기는 어렵고 결국 교부금합병으로 인하여 소멸하는 것으로 해석하는 입장도 있을 수 있다.⁴⁷⁾ 후자의 견해에 의하는 경우 사실상 교부금합병에 의하여 소멸회사의 전환사채권자 등이 보유한 전환권 등이 강제로 행사되거나⁴⁸⁾ 상실되는 것과 동일한 결과가 초래되며, 만일 소멸회사의 전환권 등의 행사가액이 합병가액보다 낮으나 아직 권리행사기간이 도래하지 않거나 권리행사기간이 도래하였어도 소멸회사의 전환권 등의 행사가액이 합병가액보다 높은 상태여서 당장 전환권 등을 행사할 이유가 없는 경우에는 전환사채권자 등은 (교부금) 합병으로 인하여 예기치 않은 손해를 입을 수도 있다. 그런데, 현행 상법에서는 소멸회사의 전환사채권자 등에게 그러한 손해에 대한 보상의 명시적 근거가 없는 것으로 보이며, 그렇다면 그러한 보상의 가능성, 범위, 산정방식 등에 대한 법리적 분석 및 합병계약에서 임의적 기재사항으로서 그러한 보상과 관련된 내용을 어느 정도의 범위에서 규정할 수 있을 것인지에 대하여 향후 별도의 검토가 필요할 것으로 사료된다.⁴⁹⁾

라. 삼각합병 관련 고려사항

(1) 소멸회사의 잠재적 지분권 처리

개정 상법에서는 교부금합병과 함께 삼각합병제도를 도입하여 합병대가를 보다 유연하게

46) 다만, 이러한 견해에 의하더라도 분리형 신주인수권부사채의 신주인수권 부분에 대하여는 그 특성상 다른 해석이 이루어질 수도 있을 것이다.

47) 미국에서는 교부금합병의 경우 통상 전환사채의 사채 부분이 소멸하여 전환사채권자가 바로 현금대가를 수령하는데 이 때 전환권의 행사가액이 합병대가를 초과하는 경우에는 전환사채권자가 액면 이하의 현금을 수령하게 되는 결과가 되므로 주식 이외의 자산을 대가로 하는 합병의 경우에는 사채권자에게 계약에 의하여 매수청구권을 부여하고 그 매수가격은 액면에 이자를 가산하는 것으로 하고 있다고 한다(森 まどか, 전계논문, 601頁). 그런데, 상기 방안에 의하는 경우에는 시장 이자율 또는 전환의 대상이 되는 주식의 가치에 따라서 전환사채권자에게 과다하거나 과소한 보호가 이루어질 수 있다는 점을 지적하면서, 그 대안으로서 전환권 부분만을 평가하여 그에 대한 대가를 지급하고 사채 부분은 승계/유지되는 방안을 제시하는 견해가 있다(Marcel Kahan, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Fall 1995, p. 161

48) 森 まどか, 전계논문, 598頁

49) 참고로, 미국의 합병계약에서는 교부금합병의 경우 소멸회사 또는 합병의 대상이 되는 회사의 전환사채권자 등에게 지급되는 대가 등 그에 대한 취급에 관하여 상세한 규정을 두는 사례들이 많으며, 일본 회사법에서는 교부금합병의 경우 소멸회사의 신주예약권자에게 신주예약권이 아니라 금전을 교부하는 것이 인정되고 합병계약에 그에 관한 사항을 기재하도록 하고 있다(동법 제749조 제1항 제4호 八/제5호 및 江頭憲治郎, 株式會社法(제2판), 有斐閣, 2008, 760頁).

제공할 수 있도록 하였다. 이와 같은 삼각합병의 특이성은 자회사가 소멸회사의 권리의무를 포괄승계한다는 점에서는 통상의 합병과 동일한 효과를 가지지만, 합병대가로 자회사의 발행 주식 대신 모회사의 발행 주식을 소멸회사의 주주에게 교부한다는 점에 있다. 한편, 삼각합병을 통한 기업조직재편의 실익은 여러 가지가 논의되고 있으나, 그 중에 하나는 기업집단의 유지 및 기업집단 내의 조직재편을 들 수 있다.⁵⁰⁾ 즉, 기업집단 내에서 특정 모회사의 지배 하에 있는 자회사가 기업집단 외의 다른 회사와 합병을 하는 경우, 자회사가 그 대가로 자기의 주식을 지급하게 되면 모회사의 지배가 어려워질 염려가 있으나, 삼각합병에 있어서는 자회사가 존속회사로서 남게 되므로 모회사는 합병 전과 마찬가지로 자회사와 지속적인 모자회사 관계를 유지할 수 있다는 장점이 있다.

삼각합병의 경우 위에서 논의한 바와 동일한 논리에서 존속회사인 자회사가 소멸회사의 모든 권리의무를 포괄적으로 승계하므로 소멸회사의 전환사채권자 등이 보유한 전환권 등의 행사로 인하여 존속회사의 주식을 발행하여 줄 의무를 부담한다고 해석한다면, 사정에 따라서 완전모자회사 관계가 훼손되어 모회사의 자회사에 대한 지배관계가 약해질 우려가 있다. 상법은 이 문제에 대하여 아무런 규정을 두고 있지 않기 때문에 원칙적으로 삼각합병에서 소멸회사의 잠재적 지분권자에게 모회사의 주식을 교부할 수는 없고 존속회사인 자회사에 대한 관계에서 잠재적 지분권자로서의 지위가 승계된다고 볼 수밖에 없을 것이다. 이에 대하여 합병 후 잠재적 지분권자들의 권리행사로 자회사에 소수주주가 생기는데, 이것은 완전모자회사 관계를 유지하고자 하는 삼각합병의 특성에 반하여 그 효과도 반감할 것이라는 이유에서 입법적 해결이 필요하다는 주장이 제기되고 있다.⁵¹⁾ 생각건대, 삼각합병은 모회사가 실질적으로 소멸회사를 인수하되 소멸회사의 채무는 자회사가 승계하는 이점을 향유하기 위한 것이라는 점에서 비록 잠재적 지분권이라고 하더라도 채무를 본질로 하는 전환사채 등은 합병 당시에 전환권 등을 행사한 경우를 제외하고는 자회사가 승계해야 할 것이다. 그러나 삼각합병은 모회사가 결합기업관계를 유지하고 경제적 이점을 향유하기 위하여 추진되는 것이고 이것은 모회사의 선택적 사항이므로 전환권 등의 처리 문제에 대한 모회사의 의사를 존중하는 관점에서 삼각합병의 합병계약에서 소멸회사의 잠재적 지분권에 대하여 모회사 주식을 교부하고자 하는 경우에는 그 뜻을 기재하도록 하고 이러한 경우에 한하여 모회사의 주식이 지급되도록 하는 방향으로 모회사가 선택적으로 대응할 수 있게 하는 입법조치를 검토할 필요가 있다고 사료된다.⁵²⁾

(2) 모회사 주식취득 수량

상법 제523조의2에 따라 자회사가 취득할 수 있는 모회사의 주식은 소멸회사의 주주에게 지

50) 윤희웅/김가영, “삼각합병에 대한 법적 검토”, 『증권법연구』, 제14권 제2호(2013), 286면.

51) 김지환, “삼각합병의 활용과 법적 과제”, 『기업법연구』, 제25권 제4호(2011), 94면

52) 송중준, “삼각합병의 구조와 관련 법적 문제”, 『기업법연구』, 제27권 제3호(2013), 156~157면

급하기 위한 것에 한정되기는 하지만 소멸회사의 전환사채 등의 전환권 등이 존재하는 경우에는 합병계약의 체결 이후 합병의 효력이 발생하기 이전에 당해 권리가 행사될 수 있으므로 자회사가 취득해야 할 모회사 주식의 수량을 사전에 정확히 확정하는 것이 현실적으로 곤란하다.⁵³⁾ 그렇다면, 소멸회사의 주주에 대하여 모회사 주식을 교부하고자 하는 경우 자회사는 소멸회사의 전환권 등이 행사될 가능성과 예상 수량을 바탕으로 어느 정도 여유를 두어 모회사 주식을 취득해야 할 것이고, 실제 전환권 등의 행사로 소멸회사의 주주가 된 전환사채권자 등이 합병대가로서 지급받은 모회사 주식의 수량이 자회사에 의해 취득된 수량에 미달하는 경우 남은 모회사 주식은 자회사가 보유하게 될 것이다. 이러한 경우 상법 제342조의2의 위반이 아니냐는 의문이 제기될 수 있는데, 이와 관련하여 소멸회사 주주에게 교부하는데 필요한 수량을 초과하여 취득한 경우에도 취득 시점에서 합리적으로 판단하여 초과취득이 되지 않을 범위 내에서 취득한다면 별 문제가 없고 상법 제342조의2 제2항에 준하여 합병의 효력 발생일로부터 6개월 내에 처분하여야 한다고 해석하는 견해가 있으며,⁵⁴⁾ 이는 타당하다고 사료된다.

Ⅲ. 분할 또는 분할합병에서의 주요 법적 고려사항

분할회사는 소위 '배정자유의 원칙'에 따라 어떤 적극/소극재산을 신설회사 또는 승계회사에게 이전할 것인지 자유롭게 정할 수 있다. 그런데, 전환사채 등의 잠재적 지분권으로서의 성격에 비추어 상기 배정자유의 원칙이 분할회사의 전환권 등에 대하여 어느 정도까지 적용될 수 있는지, 즉 그 적용에 법적 제한은 없는지에 관하여 살펴볼 필요가 있다. 그리고, 전환사채권자 등이 분할계획서 등이 작성된 이후 분할회사에 대하여 전환권 등이 행사된 경우 분할(합병)비율과 분할계획서 등의 필수적 기재사항의 변경 가능성이 문제될 수 있다. 또한, 회사분할의 연대책임 제도를 분할회사가 전환권 등과 관련하여 부담하는 의무에 대하여 어떻게 적용할 것인지에 대한 논의가 필요하다.

1. 전환사채 등의 분할 관련 고려사항

가. 국내에서의 논의

회사합병과 반대되는 개념인 회사분할의 경우 분할회사의 권리의무의 전부 또는 일부가 분리되어 승계회사에 부분적으로 포괄승계되고, 그 대가로 승계회사의 주식이 분할회사의 주주

53) 윤영신, "삼각합병 제도 도입과 활용상의 법률문제", 『상사법연구』, 제32권 제2호(2013), 21면

54) 김지환, 전제논문, 79면; 최준선, 회사법(제7판), 삼성사, 2012, 691면

에게 부여된다.⁵⁵⁾ 그런데, 회사분할 또는 분할합병에 있어서 분할회사가 전환사채 등을 발행한 경우 분할회사의 전환사채권자 등이 가진 잠재적 지분권에 대한 보호 내지 처리방법과 관련하여 상법은 아무런 규정을 두고 있지 않다. 따라서 회사합병에서 소멸회사의 전환사채권자 등이 가진 잠재적 지분권의 승계 가능성 문제와 유사하게 분할회사의 전환사채권자 등이 가진 잠재적 지분권의 분할 가능성에 대한 논의가 필요한데, 이는 전환사채권자 등이 보유한 잠재적 지분권과 같이 금전채권 등의 대체적 권리가 아닌 비대체적 권리도 분할의 대상이 될 것인지의 문제로 귀결된다.⁵⁶⁾ 이와 관련하여, 전환사채의 경우 회사합병시 적용되는 전환사채의 등기에 관한 규정을 회사분할에 준용하고 있으며⁵⁷⁾ 상업등기선례⁵⁸⁾도 회사분할시 승계되는 전환사채의 등기 방법에 대하여 규정하고 있다는 점 및 분할의 대상은 재산이고 그 재산이 적극 및 소극재산이기만 하면 대차대조표의 부(部)에 계상될 수 있는지 여부를 불문하고 분할의 대상으로 보아야 한다는 점 등을 근거로 전환사채 등의 잠재적 지분권에 대한 회사의 의무도 회사분할의 대상이 될 수 있다고 보는 견해가 있으며,⁵⁹⁾⁶⁰⁾ 이는 타당하다고 본다.

다음으로, 전환사채 등을 분할하는 방식과 관련하여, 이론상으로는 (i) 배정자유의 원칙에 따라 일정한 조정을 거쳐 분할회사의 전환사채 등이 분할 이후에도 계속 분할회사에 남아 있는 방식, (ii) 전환사채 등이 분할비율 등에 따라서 분할회사와 승계회사에 안분되는 방식 또는 (iii) 승계회사에 모두 이전되는 방식 등을 고려해 볼 수 있을 것이다.⁶¹⁾ 전환사채 등의 사채권 측면을 고려하면 해당 전환사채 등이 승계회사에 이전되는 특정 사업부만의 자금조달을 위하여 발행된 것이 명백하다는 등의 특별한 사정이 없는 한 상기 방식들 중에서 어느 것이든 가능하겠으나, 전환사채 등의 잠재적 지분권 측면을 고려하면 주주들의 지위에 준하여 전환사채 등을 분할비율에 따라 분할회사와 승계회사에 안분하는 것이 좀 더 타당해 보인다.⁶²⁾

실무상으로는 (i) 신주인수권부사채에서 분리된 신주인수권을 분할비율에 따라 분할회사와 승계회사에 안분한 사례,⁶³⁾ (ii) 전환사채와 신주인수권부사채의 신주인수권을 자본금에 비례하여 분할회사 및 신설회사에 안분하되 분할로 인한 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액을

55) 이는 이 글의 주요한 검토대상인 인적분할을 기준으로 한 것이며, 이하 승계회사는 분할신설회사를 포함하는 개념으로 사용한다.

56) 권기범, 전제서, 384면

57) 상법 제530조의11 제1항, 상법 제528조 제2항

58) 주식회사 분할시 신주인수권부사채나 전환사채의 승계가 있는 경우 승계에 따른 등기를 하여야 하는 시점에 관한 등기선례(1-247 2003. 11. 14.) 참조.

59) 권기범, 전제서, 384면

60) 김상준/이태현, “회사분할과 전환사채, 스톡옵션”, 『BFL』, 제49호(2011), 87면

61) 분리형 신주인수권부사채의 경우에는 위 방식들 중에서 신주인수권과 사채권 부분의 분할에 관하여 각기 다른 방식이 적용될 여지가 있을 것으로 보인다.

62) 김상준/이태현, 전제논문, 93면

63) 2011. 3. 21. 자 대우자동차판매(주) 금융감독원 전자공시 증권신고서. 다만 대우자동차판매는 2011. 7. 29. 분할계획을 철회하였다.

조정한 사례,⁶⁴⁾⁶⁵⁾⁶⁶⁾ (iii) 신주인수권부사채의 신주인수권은 분할비율에 따라 분할회사와 신설 회사에 안분하되 신주인수권증권이 분리된 사채권은 모두 신설회사로 이전하여 분할회사에 대한 신주인수권의 행사를 위하여는 분할회사에 신주인수대금을 현금납입하도록 한 사례⁶⁷⁾ 또는 (iv) 분할 전 회사에 존재하는 신주인수권을 모두 신설회사로 이전한 사례 등이 있는 것으로 보인다.⁶⁸⁾ 나아가, 비록 하급심 판례⁶⁹⁾이기는 하지만, 코스닥상장법인인 (주)프리셋(상호 변경 후 (주)삼보모터스)이 인적분할 방식으로 비상장법인인 (주)아이디씨텍을 승계회사로 신설하면서 분할 당시 존재하는 신주인수권을 모두 승계회사로 이전한 사안에서, 법원은 신주인수권의 행사기간이 도과하였다는 이유로 회사분할무효확인 및 각 분할당사회사에 대한 신주인수권의 확인청구에는 확인의 이익이 없다고 각하하였으나, 신주인수권자의 동의 없이 임의로 승계회사로 신주인수권을 이전시킬 수 없다고 보아야 하므로 회사분할시 신주인수권을 승계회사에 이전하기 위해서는 신주인수권자의 동의를 얻거나 분할비율에 따라 각 분할당사회사가 신주인수권자에게 각각 신주를 발행할 의무를 부담하며 이러한 의무를 위반하여 신주인수권자에게 손해가 발생하는 경우 이는 채무불이행 또는 불법행위를 구성할 수 있다는 이유로 신주인수권자의 손해배상청구는 인용하였다.

나. 외국에서의 논의

일본의 경우에는 회사법에서 앞서 합병에 관하여 살펴본 바와 마찬가지로 분할계획서상 신주예약권 또는 신주예약권부사채의 승계 및 신주예약권부사채권자 등의 매수청구권 관련 제도가 마련되어 있다. EU분할지침⁷⁰⁾은 소멸회사의 주주 이외에 특별한 권리가 부착된 분할회사 증권의 보유자들에게 그들이 분할회사에서 보유하던 권리와 최소한 동등한 권리가 승계회사에서 부여되어야 한다는 원칙을 규정하고 있다(동지침 제13조). 그리고, 독일에서는 전환권 등과 같은 옵션이 자기자본의 성격을 가지는 특별한 권리로서 단순한 채권자의 권리를 넘는 것으로 이해하여 그 보유자의 지위를 주주와 마찬가지로 보호하는 방향을 취하고 있다고 하며,⁷¹⁾ 독일 기업재편법에 의하면 분할회사의 전환사채에 대하여 그 전환권 행사시에 동등한

64) 2009. 9. 17.자 우리들생명과학(주) 금융감독원 전자공시 증권신고서

65) 2010. 12. 28.자 (주)나우콤 금융감독원 전자공시 증권신고서

66) 2008. 4. 30.자 (주)동성화학 금융감독원 전자공시 분할신고서

67) 2009. 11. 13.자 (주)코오롱 금융감독원 전자공시 분할신고서

68) 2006. 4. 17.자 (주)에쓰엔지니어링 금융감독원 전자공시 분할신고서

69) 서울동부지방법원 2007. 11. 22. 선고 2005가합8192판결. 이 판결은 항소심(서울고등법원 2008나8159)에서 신주인수권자에게 12억원을 지급하는 조건으로 조정된 것으로 보인다(2011. 2. 28.자 (주)삼보모터스 금융감독원 전자공시 참조).

70) SIXTH COUNCIL DIRECTIVE of 17 December 1982 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty, concerning the division of public limited liability companies (82/891/EEC)

71) 森本 滋 編, 전계 會社法コンメンタル 第18卷, 148頁

권리내용의 승계회사의 주식으로 전환해 주는 것이 가능하다고 한다.⁷²⁾

2. 분할계획서 또는 분할합병계약상 필수적 기재사항 등의 변동 가능성 관련 고려사항

분할비율은 분할계획서의 필수적 기재사항은 아니지만 실무상 거의 모든 분할계획서에 기재되며 통상 분할되는 회사의 순자산에서 분할되는 사업부문의 순자산이 차지하는 비율에 의해 산정되고, 그에 따라서 (i) 각 주주에게 배정되는 분할회사와 승계회사의 주식 수가 결정되며, (ii) 사업관련성을 확정할 수 없거나 분할계획서에 미처 반영되지 못한 재산의 배정 비율이 결정된다. 회사의 분할 또는 분할합병에서도 회사합병의 경우와 유사하게 분할회사의 전환사채권자 등이 분할계획서의 작성 또는 분할합병계약의 체결 이후 분할회사에 대하여 전환권 등이 행사된 경우 분할회사 또는 승계회사가 어떻게 처리하여야 할 것인지 문제될 수 있다.⁷³⁾

분할합병의 경우 상장법인이 당사자인 분할합병에 있어서는 자본시장법상 합병비율에 준하여 분할합병비율을 산정하도록 규정되어 있고⁷⁴⁾ 분할합병계약의 거래구조가 합병과 유사하다는 점에서 전술한 합병 관련 논의가 분할합병의 특수성에 비추어 적절히 준용될 수 있을 것으로 보인다. 그런데, 분할의 경우 분할비율의 산정 방식이 법정되어 있지는 않으며 통상 순자산의 비중을 따라 분할비율이 결정되는바, 만일 분할절차의 진행 중 분할회사의 전환사채 등의 전환권 등이 행사되는 경우에는 분할비율이 변경되고 그에 따라서 분할계획서상 필수적 기재사항(승계회사가 분할 당시에 발행하는 주식의 총수, 그 자본금, 분할회사의 주주에 대한 승계회사 주식의 배정에 관한 사항 등. 상법 제530조의5 참조)이 변경되어야 할 수도 있다. 특히, 전환사채 등이 분할의 대상이 되어 그 내역이 분할계획서에 기재되는 경우에는 더욱 그러할 것이다. 이러한 경우, (i) 인적분할의 특성 등을 고려하여 분할비율 등의 변경 없이 분할을 진행하는 방안 또는 (ii) 주주들에게 불이익이 없고 예견될 수 있는 범위에서 분할계획서상 (미리 정해진 일정한 방식 또는 이사회 결의에 따른) 사후적 변경의 여지를 두는 방안 등을 고려해 볼 수 있을 것이다.

위 (i)의 방안의 경우, 주주들이 분할회사에 대한 지분비율과 동일한 비율로 승계회사의 주식을 배정받게 되는 인적분할의 특성상 합병의 경우와 달리 분할회사의 전환사채 등의 전환권 등이 행사됨으로써 발생할 수 있는 지분희석화 내지 당사회사 주식의 상대적 가치 변화는 별 문제가 되지 않을 것으로 보인다. 그러나, 전환권 등의 행사로 인한 분할회사의 재무구조 변경은 통상적인 사업수행 과정에서 예견되는 것으로 보기 어렵고 분할계획서의 필수적 기재사

72) B. Grunewald, in: Lutter(Hrsg.), UmwG 23, Rn.8.; 권기범, 전거서, 385면에서 재인용

73) 이는 승계회사의 발행주식이 분할회사의 주주들에게 배정되는 인적분할에 한하여 발생하는 문제로서 이하에서는 인적분할을 전제로 논의를 전개한다.

74) 자본시장법 시행령 제176조의6 제2항

항과 분할재무상태표에 영향을 미친다. 그렇다면, 원칙적으로 위 (i)의 방안을 채택하기는 어렵고, 분할회사에 대하여 전환권 등이 행사되는 경우에는 그에 따라서 분할비율과 분할계획서의 일정한 기재사항이 적절히 변경될 필요가 있을 것이다.

다음으로, 위 (ii)의 방안에 관하여 살펴보면, 실무상으로는 분할계획서에 주주총회에서 그에 대한 승인이 이루어진 후에도 분할기일 전까지 분할계획서의 수정/변경이 합리적으로 필요한 경우로서 주주에게 불이익이 없고 동질성이 유지되는 범위에서 분할계획서상 분할비율 등 일정한 기재사항이 이사회 결의로 변경될 수 있도록 규정하는 사례들이 많다. 이처럼 분할계획서에 분할비율의 변경 가능성을 사전에 유보하는 것에 대한 명시적 제한이 없는 이상, 적절한 범위에서 실무상 필요성이 인정되는 점을 고려하여 분할회사의 전환권 등이 행사된 결과 분할계획서상 유보조항에 의해 변경된 분할비율 및 분할계획서의 효력을 반드시 부인할 필요는 없을 것으로 생각된다.⁷⁵⁾⁷⁶⁾ 다만, 이론상 일정한 범위에서 그러한 유보조항의 효력이 인정된다고 하여도, 상장회사의 인적분할과 같이 회사분할을 위해 거래소에서 분할신주에 대한 (재)상장 절차가 진행되고 자본시장법상 증권신고서 관련 절차가 이루어지는 경우에는 상장제도와 공시제도의 관점에서 유보조항에 따른 분할비율 및 분할계획서의 사후적 변경의 여지가 제한될 수 있을 것이다.

3. 분할 또는 분할합병에서의 연대책임 관련 고려사항

전환사채권자 등이 가진 잠재적 지분권과 같이 금전채권과 같은 대체적 권리가 아닌 비대체적 권리도 연대책임의 대상이 되는지 여부에 관하여 의문이 있을 수 있으나, 회사분할의 등기 이전에 분할회사가 부담한 채무가 금전채무가 아닌 비대체적 의무도 해당 의무가 불이행되면 손해배상채무로 전환될 수 있기 때문에 이와 같이 전환된 손해배상채무에 대하여 분할회사와 승계회사가 연대책임을 부담한다는 견해가 있다.⁷⁷⁾ 다만, 이 견해에 의하더라도 손해배상채무로 전환되기 전까지 연대책임을 근거로 전환사채권자가 분할회사와 승계회사 모두에게 전환권을 행사할 수 있다는 해석은 현실적이지 않으므로, 전환권 등의 행사에 응할 의무에 관하여 연대책임을 인정하기보다는 전환권 등의 희석화 방지를 위한 전환사채권자 등의 권리관계 조정의 한 방편으로서 분할비율에 따라 분할회사와 신설회사 또는 승계회사에게 각각 전환권 등

75) 조현덕, “회사의 분할비율 관련 쟁점과 실무”, 『BFL』, 제49호(2011), 47~48면

76) 실무상 분할에 대한 이사회결의일 이후 분할기일 이전까지 전환사채의 전환 및 신주인수권 행사로 자본금 등이 변동하는 경우 이를 반영하여 분할하기로 기재한 사례들이 있다(2010. 12. 28.자 (주)나우콤 금융감독원 전자공시 증권신고서; 2009. 9. 17.자 우리들생명과학(주) 금융감독원 전자공시 증권신고서; 2008. 4. 30.자 (주)동성화학 금융감독원 전자공시 분할신고서).

77) 김상준/이태현, 전제논문, 88면; 김동민, “회사분할에서 채권자보호를 위한 연대책임규정의 한계”, 『상사법연구』, 제25권 제4호(2007), 216면.

을 행사할 수 있도록 하는 것이 적절하다고 본다.⁷⁸⁾

한편, 회사분할에서 분할회사와 승계회사의 연대책임을 배제하려면 분할에 의하여 설립되는 승계회사가 분할회사의 채무 중에서 출자한 재산에 관한 채무만을 부담할 것을 정하여 주주총회 특별결의에 의한 승인을 받고, 채권자보호절차를 거쳐야 한다.⁷⁹⁾ 여기서 ‘출자한 재산에 관한 채무’는 분할회사의 채무 중 분할로 인하여 승계회사에 승계되는 채무를 의미하고,⁸⁰⁾ 판례도 이와 동일한 취지에서 “신설회사가 분할되는 회사로부터 승계한 영업에 관한 채무로서 해당 영업 자체에 직접적으로 관계된 채무뿐만 아니라 그 영업을 수행하기 위해 필요한 적극 재산과 관련된 모든 채무가 포함된다”고 판시하고 있다.⁸¹⁾ 통상적으로 전환사채 등은 어떠한 특정 사업부와 연관되어 있다고 보기 어려운 경우가 많을 것이므로 특정 사업부를 분할하고자 하는 경우 분할비율대로 나누어 분할계획서나 분할합병계약서에 기재하고 주주총회의 승인을 받은 후 채권자보호절차를 거치게 되면 승계회사는 ‘출자한 재산에 관한 채무’만을 부담한 것이라고 볼 수 있고, 따라서 이 경우에는 분할회사와 승계회사의 연대책임이 배제된다고 보아도 무방할 것으로 보인다. 그러나 전환사채 등이 어떠한 특정 사업부와 전적으로 연관되어 발행된 경우라면 달리 생각할 여지가 있다. 즉, 실무상 특정 사업부별로 자금조달의 필요성이 있어서 발행회차를 구분하여 전환사채 등을 발행하는 경우를 충분히 상정할 수 있는바, 이 경우에도 일률적으로 전환사채권자 등이 분할비율에 따라 분할회사와 승계회사에게 각각 전환권 등을 행사할 수 있다고 한다면 이는 오히려 승계회사가 ‘출자한 재산에 관한 채무’만을 부담한 것이라고 보기 어려울 것이다. 따라서 위와 같이 분할회사가 특정 사업부만의 자금 조달을 위하여 전환사채 등을 발행한 것이 명백한 경우에는 해당 특정 사업부를 분할 받은 승계회사가 전환사채 등으로 인한 채무를 전적으로 승계하더라도 이를 ‘출자한 재산에 관한 채무’만을 부담한 것으로 볼 수 있을 것이고, 이 경우에는 분할회사와 승계회사가 전환사채 등을 분할비율대로 나누어 안분하지 않는다고 하더라도 연대책임이 배제된다고 보는 것이 타당하다고 사료된다.

IV. 주식의 포괄적 교환/이전에서의 주요 법적 고려사항

주식의 포괄적 교환/이전(이하 “주식교환/이전”)은 지주회사 체제로의 개편 지원을 위해 간이하면서도 신속하게 완전모자회사 관계의 형성이 가능하도록 하는 제도이다. 그런데, 주식교

78) 김상준/이태현, 전계논문, 91면

79) 상법 제530조의9 제2항, 제527조의5

80) 권기범, 전게서, 434면

81) 대판 2010. 8.19. 2008다92336

환/이전에서는 합병 또는 분할에서와 같이 전환사채 등의 잠재적 지분권에 관한 의무의 승계와 관련된 문제가 발생할 여지는 없으나, 합병의 경우와 마찬가지로 전환권 등의 행사에 따른 완전모회사의 신주에 대비되는 완전자회사의 주식 가치, 즉 주식교환/이전의 비율(이하 “주식교환비율 등”)의 조정 필요성 등에 관하여 살펴볼 필요가 있으며 또한 완전모자회사 관계의 훼손 가능성에 관한 논의가 필요하다.

1. 주식교환계약 또는 주식이전계획서의 필수적 기재사항의 변동 관련 고려사항

주식교환계약서 또는 주식이전계획서에는 완전모회사가 주식교환/이전을 위하여 발행하는 신주의 총수, 종류와 종류주식의 수 및 완전자회사의 주주에 대한 신주배정에 관한 사항 등 일정한 사항이 기재되어야 한다⁸²⁾. 따라서, 합병의 경우와 마찬가지로 주식교환/이전의 절차가 진행되는 과정에서 완전모회사 또는 완전자회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사되는 경우에는 주식수의 증가로 위와 같은 주식교환계약서 또는 주식이전계획서의 필수적 기재사항이 변동될 수 있고 나아가 완전모회사 또는 완전자회사의 주당 가치의 변화가 발생할 수도 있다.

만일 전환사채권자 등이 주식교환/이전일 전에 전환권 등을 행사하는 경우에는 일단 사채발행(인수)계약에 따라 완전자회사의 주식을 발행한 후 다시 완전모회사의 신주를 교부해 주어야 할 것이다. 그런데, 이 경우 완전자회사가 발행한 전환사채 등의 전환권 등이 행사됨으로써 제공되어야 하는 완전모회사의 주식 수량을 미리 정확하게 예측할 수 없으므로 결국 주식교환계약서 또는 주식이전계획서에 완전모회사가 발행하게 되는 신주의 총수 등의 한도를 기재⁸³⁾하거나 전환권 등의 행사로 당해 기재사항이 변동될 수 있다는 취지를 적절히 기재하여야 할 것이다.

한편, 주식교환/이전의 대가로서 완전모회사가 완전자회사의 주주에게 신주를 발행하는 경우 주식교환비율 등은 완전모회사와 완전자회사의 주주 모두에게 중요한 의미를 가진다. 주식교환비율 등이 완전모회사와 완전자회사의 주주들에게 불이익이 발생하지 않도록 공정해야 할 것인데, 상법은 주식교환비율 등에 관하여 아무런 규정을 두고 있지 않으며 자본시장법에서는 합병비율 산정에 관한 규정을 준용하는 조항을 두고 있다.⁸⁴⁾ 따라서 합병의 경우와 유사하게 완전모회사 또는 완전자회사가 전환사채 등을 발행한 경우 주식교환비율 등의 산정방식, 전환권 등이 행사됨으로써 발행되는 신주에 의한 희석효과를 주식교환비율 등에 반영할 필요가 있는지 여부, 만일 그렇다면 어떻게 반영할 것인지 등이 문제될 수 있는바, 이에 대하여는 앞서 합병 부분에서 이루어졌던 논의들이 주식교환/이전 제도의 특성에 비추어 유사하게 적용될 수 있을 것으로 생각된다.

82) 상법 제360조의3 제3항 제2호 및 제360조의16 제1항 제2호

83) 권기법, 전거서, 480면

84) 자본시장법 시행령 제176조의6 제2항

2. 완전모자회사 관계의 유지 관련 고려사항

주식교환/이전에 있어서 완전자회사가 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행하고 있는 경우 그에 대한 구체적 취급/처리의 방향에 관하여 상법은 아무런 정함이 없다. 만일 완전자회사가 주식교환/이전의 효력 발생 후에 전환사채권자 등의 전환청구에 의하여 완전자회사의 주식을 발행하여야 한다면 완전모자회사 관계를 유지할 수 없게 되므로 삼각합병에서의 논의와 유사한 문제가 발생한다.

이와 관련하여 일본에서는 회사법 체제로 개편되기 이전의 구 상법 아래에서 주식교환/이전을 통한 완전모자회사 관계의 유지 방안에 관하여 여러 주장이 제기되었다고 하는데, 당해 방안으로서 ① 완전자회사가 주식교환의 성립 전에 전환사채 등의 기한전 상환을 하는 방안, ② 주식교환의 성립 이전에 전환사채권자 등에게 권리행사를 하게 하는 방안, ③ 주식교환의 성립 이후 전환사채권자 등의 권리 행사시 일단 신주발행을 한 후 그 전부를 완전모회사가 공개매수 등의 방법으로 취득하는 방안, ④ 아예 다시 주식교환을 실행하는 방안 등을 상정해 볼 수 있을 것이며 일본에서는 그 중 ④의 방안을 주장하는 견해가 다수였다고 한다.⁸⁵⁾

생각건대, 완전자회사의 전환사채권자 등이 주식교환/이전일 후에 전환권 등을 행사하는 경우 전환사채권자 등의 자발적 협조가 없는 이상 그 권리행사에 따라 발행된 주식에 해당하는 부분만큼 완전모자회사 관계가 훼손되는 것은 불가피하다. 이 문제에 대하여는 전환권 등의 행사기간이 경과한 후에 다시 주식교환/이전의 절차를 진행하여 처리하여야 하거나,⁸⁷⁾ 주식교환 이외에 다른 조직재편절차를 이용할 수밖에 없다는 지적이 있다.⁸⁸⁾ 또한, 이러한 문제를 완화하기 위해서 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행할 때에 주식교환/이전이 있을 경우에는 조기상환할 수 있으며 권리행사가 없으면 실효된다는 취지의 조건을 적절히 부가할 필요가 있다는 견해도 제기되고 있다.⁸⁹⁾ 주식교환/이전 제도의 취지를 충분히 달성하고 또한 다른 한편 주식교환/이전 이후 완전자회사의 주식이 유통성을 상실하게 됨으로써 발생할 수 있는 완전자회사의 전환사채권자 등의 불이익을 완화⁹⁰⁾할 수 있도록 완전자회사가 발행한 전환사채 등을 완전모회사가 승계하도록 하는 규정을 마련하는 입법적 조치를 고려할 필요가 있을 것으로 생각된다.⁹¹⁾

85) 최준선, “주식의 포괄적 교환과 이전제도의 몇 가지 문제점”, 『저스티스』, 통권 제67호(2002), 92~93면

86) 일본의 실무에서는 완전모회사가 되는 회사가 주식교환/이전으로 인하여 발행하는 신주의 주금총액(액면 x 발행신주 주식수)을 자본의 금액에 포함시켜 완전모회사의 자본을 기재하지만 완전자회사가 되는 회사의 주주가 신주인수권을 행사하는 경우를 상정하여 자본의 금액이 변동할 수 있다는 점을 계약서에 朱記하는 경우도 있다고 한다(전계논문, 93면).

87) 김동훈, “주식의 포괄적 교환·이전에 관한 소고”, 『기업법연구』, 제9집(2002), 382면

88) 김건식/노혁준 편저, “지주회사와 법”(“주식교환·주식이전을 통한 지주회사의 설립”), 소화, 2009, 226면

89) 김동훈, 전계논문, 383면

90) 森本 滋 編, 전계 會社法コンメンタール 第18卷, 146頁

V. 결 론

앞에서 살펴본 바와 같이 기업조직재편의 과정에서 전환사채 등으로 인하여 여러 가지 불확실성이 발생할 수 있으며 전환사채권자 등에게 예상하지 못한 손해가 발생할 수도 있다. 이러한 법적 불확실성을 완화하고 기업조직재편의 원활한 진행과 전환사채권자 등의 이해관계에 대한 합리적 조정을 도모하기 위해, 전환사채 등의 발행(인수)계약에 일정한 관련 조항(예컨대, 합병의 경우 발행자인 합병당사회사에 의한 조기상환이 가능하도록 하거나, 합병의 결과 전환사채 등이 존속회사에 승계되도록 하는 의무를 부과하거나 또는 합병절차와 관련하여 전환권 등의 권리행사를 제한하거나 그 기간을 조정하는 취지의 조항 등)을 규정하고 합병계약과 분할계획서 등의 기업조직재편 관련 서류의 필수적 기재사항의 변동 가능성에 대비한 관련 조항을 마련함으로써 이해관계인들 사이의 권리관계를 계약을 통해 사전에 정비하는 방안을 강구할 필요가 있다고 사료된다.

만일 사전에 전환사채 등의 발행(인수)계약과 합병계약 등에서 전환사채권자 등의 권리관계에 관한 사항을 적절히 정하지 않은 경우에는 기업조직재편의 당사회사가 전환사채권자 등과의 별도 협의를 통해 전환권 등의 행사로 발생할 수 있는 기업조직재편의 절차상 불확실성을 완화하는 방향으로 권리관계를 정리하거나 전환권 등의 행사를 적절히 통제하는 방안을 추진할 필요가 있을 것이다.

나아가, 상법 등 관계법령의 개정을 통해 기업조직재편 절차상 합병에 있어서 소멸회사 등의 전환사채권자 등의 매수청구권을 인정하거나 기업조직재편 당사회사의 합병가액 등의 산정 방식에 좀 더 유연성을 부여하는 방안 또는 삼각합병이나 주식교환/이전에서 완전모회사가 소멸회사 또는 완전자회사가 발행한 전환사채 등을 승계하는 방안 등의 도입도 신중히 고려해 볼 필요가 있다고 사료된다. ☐

(논문접수 : 2014. 6. 25. / 심사개시 : 2014. 6. 26. / 게재확정 : 2014. 7. 7.)

91) 참고로, 일본 회사법은 주식교환/이전에 있어서 완전자회사가 발행한 신주예약권부사채를 완전모회사가 승계하는 것을 인정하고 있으며(동법 제787조, 제808조), 이 경우 당해 신주예약권부사채의 보유자(주식교환의 경우에는 완전모회사의 채권자 포함)에 대하여 채권자보호절차를 거치도록 하고 있다(동법 제789조, 제810조).

참 고 문 헌

- 권기범, 『기업구조조정법』 제4판, 삼영사, 2011
- 권종호, 『주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구(IV)-일본-』, 한국법제연구원, 2008
- 김건식·노혁준 편저, 『지주회사와 법』, 소화, 2009
- 김동민, “회사분할에서 채권자보호를 위한 연대책임규정의 한계”, 『상사법연구』 제25권 제4호(2007)
- 김동훈, “주식의 포괄적 교환·이전에 관한 소고”, 『기업법연구』 제9집(2002)
- 김두환, “전환사채에 관한 법적연구 - 사채권자보호를 중심으로 -”, 박사학위논문, 고려대학교 대학원 (2003)
- 김상준·이태현, “회사분할과 전환사채, 스톡옵션”, 『BFL』 제49호(2011)
- 김지환, “삼각합병의 활용과 법적 과제”, 『기업법연구』 제25권 제4호(2011)
- 김홍수, “회사합병과 채권자보호”, 『경제법상사법논집 - 손주찬 정년』(1989)
- 노혁준, “합병계약에서의 불확실성-합병비율 유보와 합병계약의 해제를 중심으로-”, 『상사판례연구』 제22편 제4권(2009)
- 송종준, “삼각합병의 구조와 관련 법적 문제”, 『기업법연구』 제27권 제3호(2013)
- 신영수, “기업인수목적회사(SPAC)의 설립, 상장 및 운영 관련 실무상 제문제”, 『YGBL』 제2권 제1호(2010)
- 윤영신, “삼각합병 제도 도입과 활용상의 법률문제”, 『상사법연구』 제32권 제2호(2013)
- 윤희웅·김가영, “삼각합병에 대한 법적 검토”, 『증권법연구』 제14권 제2호(2013)
- 이철송, 『회사법강의』 제20판, 박영사, 2012
- 조현덕, “회사의 분할비율 관련 쟁점과 실무”, 『BFL』 제49호(2011)
- 최완진, “특수사채에 관한 법적 문제점”, 『상사법연구』 제7권(1989)
- 최준선, 『회사법』 제7판, 삼영사, 2012
- 최준선, “주식의 포괄적 교환과 이전제도의 몇 가지 문제점”, 『저스티스』 통권 제67호(2002)
- 한국상사법학회 편저, 『주식회사법대계 III』, 법문사, 2013
- 森本 滋 編, 會社法コンメンタール, 第17卷, 商事法務, 2010
- 森本 滋 編, 會社法コンメンタール, 第18卷, 商事法務, 2010
- 中東正文, “合併における轉換社債上の轉換義務の承継-アメリカ法を參考として”, 『中京法學』, 第29卷1号(1994)
- 森 まどか, “合併時の新株予約權の處遇と問題点”, 『最新倒産法・會社法をめぐる實務上の諸問題—今中利昭先生古希記念』(2005)

江頭憲治郎, 株式會社法(제2판), 有斐閣, 2008

Marcel Kahan, Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities, *Stanford Journal of Law Business & Finance*, Fall 1995

Stephen I. Glover, SOLVING DILUTION PROBLEMS, *Business Lawyer*, August 1996

Abstract

Certain Issues to Be Considered with respect to
Equity-Related Bonds in the Context of Corporate
Reorganization

- with Emphasis on Convertible Bonds and Bonds with Warrants -

Kim, Byung-Tae / Kim, Ji-Hoon

Equity-related bonds, such as convertible bonds and bonds with warrants, are widely used as financial investment instruments for smooth corporate funding purposes. The Capital Market and Financial Investment Services Act as recently amended provides systematic support for active mezzanine investment by PEFs, and listed companies can now issue conversion-type contingent capital securities. Equity-related bonds are basically bonds, but are characterized as having potential equity interests. Such dual nature of equity-related bonds may likely harm the interests of the holders thereof in the context of a merger and other corporate reorganization procedures, and may possibly create various legal uncertainties.

In the context of a merger, it would be necessary to consider certain legal issues with respect to (i) whether, and the extent to which, convertible bonds, etc. issued by the dissolving company could be assumed and succeeded to by the surviving company after such merger, and (ii) changes in the matters required to be described in the merger agreement, to the extent that such changes are caused by the exercise of conversion rights, etc. Also, some issues also need to be considered regarding the extent to which holders of equity-related bonds including convertible bonds are protected in the merger process, and the effect that the exercise of conversion rights, etc. may have on the merger process.

In the case of (horizontal) spin-off of a company, it would be necessary to consider (i) the legal restrictions in the course of applying, with respect to the convertible bonds, etc. issued by such company, the principle of freedom of allocation of the spun-off company's

assets, and (ii) the possibility of a change in the spin-off ratio and in the matters required to be described in the spin-off plan, in so far as such change may be caused by the exercise of conversion rights, etc. after the board of directors' approval for the spin-off plan. Furthermore, it is also necessary to examine how the joint and several liabilities between the spun-off company and the new company will apply to the obligations borne in connection with the convertible bonds, etc. issued by the spun-off company.

With respect to a comprehensive share exchange/transfer, some issues to consider include (i) the possibility of a change in the matters required to be described in the share exchange agreement or share transfer plan (such as the share exchange/transfer ratios) as a result of exercise of conversion rights, etc. under convertible bonds, etc. issued by the wholly-owned subsidiary and (ii) the discontinuation of the parent/wholly-owned subsidiary relationship.

As noted above, in the course of corporate reorganization, many legal issues can be raised by convertible bonds, etc. which were issued by such company, and therefore it is necessary to explore ways to mitigate the related legal uncertainties, smoothly proceed with the corporate reorganization, and reasonably adjust the interests of holders of such convertible bonds, etc.. To that end, first of all, it would be desirable to insert relevant provisions in the subscription agreement for convertible bonds, etc., as well as securing provisions that would provide against the possibility of any change in the matters required to be described in the transaction documents for corporate reorganization (such as merger agreement and spin-off plan), so that the rights of the interested parties can be arranged in advance through contractual clauses. If clauses setting forth the rights of the holders of convertible bonds, etc. are not appropriately inserted, in advance, in the subscription agreement and the merger agreement, the company subject to corporate reorganization would need to (i) consult separately with the holders of convertible bonds, etc. to adjust the rights in a way that could mitigate the procedural uncertainties in the course of corporate reorganization that could arise from the exercise of conversion rights, etc. or (ii) appropriately control the exercise of conversion rights, etc. Furthermore, it would be necessary to carefully consider (i) amending applicable laws, such as the Commercial Code, to recognize the appraisal rights of the holders of convertible bonds issued by the dissolving company, etc. in connection with a merger as part of a corporate reorganization

process, (ii) giving more flexibility to the calculation of the merger price, etc. of the company which is the subject of corporate reorganization, or (iii) the wholly-owning parent company, in a triangular merger or comprehensive share exchange/transfer, succeeding to the rights and obligations under the convertible bonds, etc. issued by the dissolving company or wholly-owned subsidiary.

Key Words : convertible bonds, bonds with warrants, merger, spin-off, comprehensive share exchange/transfer, corporate reorganization

