

■ 논 단

주식회사 신주발행의 쟁점에 관한 소고

김 지 평

김·장 법률사무소 변호사 / 법학박사

요 약 문

상법 제416조 이하에서는 주식회사의 신주발행에 대해서 정하고 있다. 신주발행은 사채발행과 함께 주식회사의 주요한 자본조달수단이다. 기업의 성장단계 별로 신주의 발행 조건, 규모 및 신주인수 투자자의 성격이 모두 다르고, 각 단계에 따라서 효율적인 신주발행을 통한 자본조달이 기업의 성패를 좌우하는 경우도 많다. 본 논문에서는 주식회사의 신주발행과 관련하여 실무적으로 문제되는 쟁점들에 대해서 살펴보고, 이에 대해서 주주 상호 간의 이해관계를 적정하게 조정할 수 있는 합리적인 입법론 및 실무적 해석론을 제시해 보았다.

우선 신주발행의 절차와 관련해서는 주주배정에서의 신주인수기준일 공고 절차는 주주명부 상 총 주주의 동의가 있다고 하여도 위 제도 자체가 명의개서 미필 주주의 보호를 목적으로 한다는 점에서 생략하기 어렵다고 해석하는 것이 합리적이다. 반면에 제3자 배정에서의 기존 주주 통지 절차는 주주명부 상 총 주주의 동의가 있는 경우에는 생략이 가능하다. 또한 신주발행의 효력발생일을 납입일 다음 날로 규정하고 있는 현재의 상법 규정은 다른 주요국가 입법례와도 차이가 있고, 불필요하게 자금조달 및 거래기간을 지연시키는 문제가 있어서 입법론적 개정이 필요하다. 현물출자의 경우에는 현재 상법 상의 현물출자 인가제도와 상계를 통한 신주인수대금 납입 제도를 조화롭게 해석하고 회사의 손해를 방지하기 위한 합리적인 해석이 필요하고, 또한 현물출자 역시 주주 전원에게 신주인수권을 보장하는 거래가 아니라는 점에서 제3자 배정 신주발행 규제가 적용된다고 해석하는 것이 합리적이다.

신주발행계약에 있어서 회사의 운영과 관련하여 특정 주주에 대한 확약을 회사가 제공하는 것은 주주평등의 원칙 등에 반하여서 허용되기 어렵고, 결국 주주간 계약 등을 통해서 대주주에게 이에 대한 채권적인 의무를 부담하게 하는 방안이 현실적이라고 생각된다. 신주발행계약에 있어서 회사의 신주인수인에 대한 손해 배상 혹은 투자위험에 따른 손실 보상을 어느 정도까지 허용할 수 있는지도 자주 문제된다. 우선 회사의 신주발행 시점에서의 진술보장 및 손해배상 약정은 투자시점 이전의 과거에 발생한 위험에 대한 회사와 투자자 간의 위험 분배의 기능을 하고 자본시장법 상의 증권신고서 허위 기재 혹은 부실 기재 시

2 선진상사법률연구 통권 제92호 (2020.10.)

손해배상 조항과도 본질적으로 유사한 측면이 있으므로 그 유효성이 인정된다고 생각된다. 반면에 전환우선주 등에 있어서의 전환가격 조정 조항 등 신주 인수 이후의 주식가치 변동에 대한 손실보전 약정은 투자시점 이후의 위험에 대해서 회사가 특정 주주에게 보상 내지 주금의 환급을 제공하는 것이어서 주주평등의 원칙 및 자본충실의 원칙에 반한다는 문제제기가 가능하다. 따라서 발행 시점에 가격 조정의 일정한 한도를 정하는 등 예측가능한 범위 내에서 합리적인 수준으로 이루어지지 않는 경우에는, 해당 약정이 무효로 인정될 위험도 배제하기 어렵다고 생각한다.

주제어 : 신주발행, 주주배정, 제3자배정, 현물출자, 기준일, 신주발행계약, 진술보장, 손실보전

— <目 次> —

I. 서 설

II. 신주발행의 절차적 쟁점

1. 신주발행의 절차 일반
2. 신주발행의 효력발생일 관련 문제
3. 주주배정에서의 신주인수기준일
공고 절차 및 제3자 배정에서의
주주 통지 절차 생략 가부
4. 현물출자 규제의 적용 범위

III. 신주발행의 실체적 쟁점

1. 신주발행의 실체적 조건 일반
2. 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및
투자자 손해배상 약정의 유효성
3. 신주발행계약에 있어서 회사의 특정
주주에 대한 확약의무 제공 가능 여부
4. 전환우선주 등에 있어서의 전환가격 조정
조항 등 신주 인수 이후의 주식가치 변동에
대한 손실보전 약정 가능 여부

IV. 결 어

I. 서 설

상법 제416조 이하에서는 주식회사의 신주발행에 대해서 정하고 있다. 신주발행은 상법 제469조이하에서 규정하는 사채발행과 함께 주식회사의 주요한 자본조달수단이다. 또한 신주발행 등을 통한 자본조달에 대한 의사결정은 상법 제462조 이하의 이익배당, 상법 제341조의 자기주식 취득, 상법 제438조 이하의 자본감소 등을 통한 자본의 환급에 대한 의사결정과 함께 회사의 자본비용 수준을 최적으로 유지하고 회사의 효율성을 추구하기 위한¹⁾ 회사의 재무관리 관련 의사결정의 핵심적인 부분을 구성한다. 신생 벤처기업 등 성장 가능성은 있으나 회사의

재무구조 등이 안정되지 않아서 대출 또는 사채를 통한 자본조달이 쉽지 않은 기업들의 입장에서 신주발행을 통하여 기업의 위험을 감수하면서 수익을 추구하는 투자자들을 유치하는 것이 기업의 발전을 위하여 상당히 중요하다. 실제로 기업의 성장단계 별로 신주의 발행 조건, 규모 및 신주인수 투자자의 성격이 모두 다르고, 각 단계에 따라서 효율적인 신주발행을 통한 자본조달이 기업의 성패를 좌우하는 경우도 많다.

실무적으로는 이러한 주식회사의 신주발행 거래는 회사와 신주 인수인 간의 신주발행계약을 통해서 진행되고, 주주 간의 주식 인수 거래 혹은 주주간 계약 등과 달리 회사가 거래의 직접 당사자가 된다는 점에서 이사회 결의 등 회사의 내부 의사결정절차, 기존 주주의 이익 보호를 위한 통지 요건 및 발행가액 규제 준수, 회사가 특정 주주에게 일정한 내용의 회사 운영에 대한 확약 혹은 주식 투자에 따른 손실 보장을 위한 면책 약정 등을 할 수 있는지 여부가 자주 문제된다.²⁾ 그러나 상법에서는 이러한 사항에 대해서 명확히 규정하지 않고 있는 경우가 많고, 대법원 판례 등 선례가 부족한 경우도 있어서 신주발행 거래를 신속하고 효율적으로 진행하는 데에 있어서 장애가 되는 경우가 많다.

본 논문에서는 주식회사의 신주발행과 관련하여 실무적으로 문제되는 쟁점들에 대해서 살펴보고, 이에 대해서 거래 당사자 간의 이해관계를 적절하게 조정할 수 있는 합리적인 해석론을 제시하고자 한다.

II. 신주발행의 절차적 쟁점

1. 신주발행의 절차 일반

신주발행의 절차에 대해서는 상법 제416조 이하에서 규정하고 있고, 상법 제418조 제1항의 규정에 의하여 주주배정 신주발행을 진행하는 경우와 동조 제2항의 규정에 의하여 주주의 신주인수권의 예외를 인정하여 제3자 배정 신주발행을 진행하는 경우로 나누어 살펴 볼 수 있다. 제3자 배정 신주발행의 경우에는 상법 제418조 제2항에 의하여 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우여야 하고³⁾, 정관에 제3자 배정의

1) 김종길, 재무관리 I, 소은, 2018, 3~4면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 899~901면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1134면.

2) 森本滋, “新株の發行と株主の地位”, 『法學論叢』 第104卷 第2号(1978), 21面.

3) 상법 제418조 제2항의 경영상 목적 달성 필요성 등 제3자 배정의 요건은 엄격히 준수가 필요하다고 생각한다. 김교창, “일반공모방식에 의한 신주발행”, 『상장』(2014), 51면에서는 일반공모 방식의 신주발행의 경우에는 제3자 배정 방식이라고 하더라도 경영상 목적 달성 필요성 등이 요구되지 않는다고 해석하고 있고, KCC 사건에서 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12 선고 2003 카합 769 결정에서 법원도 같은 입장을 취하였다. 그러나 일반공모

근거 규정이 있어야 한다.⁴⁾

주주배정 신주발행의 경우에는 ㄱ) 우선 상법 제416조에서 정한 신주발행의 조건에 대해서 이사회의 신주발행 결의가 있어야 하고⁵⁾, ㄴ) 상법 제418조 제3항에 의하여 신주배정을 받을 주주를 정하기 위한 신주배정기준일을 그로부터 2주 전에 공고하고, ㄷ) 신주배정기준일의 주주에 대해서 상법 제419조에 따라서 그 인수권을 가지는 주식의 종류 및 수와 일정한 청약일 까지 주식인수의 청약을 하지 아니하면 그 권리를 잃는다는 뜻을 청약일로부터 2주 전에 통지 하여야 하며⁶⁾, ㄹ) 상법 제420조의 5에 의하여 청약일에 청약이 이루어지고, ㄴ) 이후 이사회의 신주발행결의에서 정한 납입기일에 납입이 이루어진 후에⁷⁾, ㄷ) 상법 제423조에 의하여 납입일의 다음 날에 신주발행의 효력이 발생하게 된다. 이사회에서 신주발행을 결의하면서 신주 인수권 증서를 발행하기로 한 경우에는 상법 제420조의 2에 의하여 청약일의 2주 전에 신주인수권 증서를 발행하고 상법 제420조의 5에 의하여 신주의 청약은 신주인수권 증서에 의하여 하도록 하여야 한다.⁸⁾

제3자 배정 신주발행의 경우에는 ㄱ) 우선 상법 제416조에서 정한 신주발행의 조건에 대해서 이사회의 신주발행 결의가 있어야 하고, ㄴ) 상법 제418조 제4항에 의하여 제3자 배정과 관련된

발행의 경우에 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 6 제1항 제3호에서는 경영상 필요성 요건을 별도 규정하고 있지 않지만, 기존 주주의 신주인수권 보호 및 희석화 방지를 위해서 상법 제418조 제2항에 따라서 기본적으로 제3자 배정의 경영상 목적은 요구된다고 해석하는 것이 타당하다고 생각한다. 같은 취지로 김현태, “신주발행금지가처분의 실무상 쟁점에 관한 고찰 : KCC와 현대그룹 사이의 적대적 M&A 사건을 중심으로”, 『BFL』 제23호(2007), 76~77면; 나세준, “자본시장법상 상장회사의 신주발행방법에 관한 연구”, 『법과 기업연구』 제6권 제2호(2016), 10면 참고.

- 4) 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1136면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 912~913면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1146~1147면 자기주식의 제3자에 대한 처분에 대해서는 대법원 판례는 신주의 제3자 배정과는 본질적으로 다른 규제이므로 제3자 배정 신주발행 규제가 적용되지는 않는다고 해석한다(대법원 2014. 7. 10. 선고 2012다29373 판결 등 참고). 같은 취지의 견해로 김용대, “신주의 자기주식의 처분과 신주발행 절차의 유추 적용 여부”, 『기업소송연구』(2009), 308면 이하 및 김현태, “신주발행금지가처분의 실무상 쟁점에 관한 고찰 : KCC와 현대그룹 사이의 적대적 M&A 사건을 중심으로”, 『BFL』 제23호(2007), 85~86 면 참고.
- 5) 신주발행거래 역시 당사자 사이의 약정에 기초한 거래이고 특수관계인에 대한 신주발행의 경우 이해 상충의 소지가 있으므로, 상법 제398조의 자기거래 규제에 따른 이사회 결의 요건 등이 적용된다고 보는 것이 합리적이다. 대법원 2013. 9. 12. 선고 2011다57869 판결 및 도두형, “자회사 발행 신주의 인수에 있어서의 이사의 자기거래 및 겸직금지”, 『변호사』 제47-I집(2015), 388 면도 같은 취지이다.
- 6) 대법원 2012. 11. 15. 선고 2010다49380 판결에 의하면 회사가 주주배정방식에 의하여 신주를 발행하려는데 주주가 인수를 포기하거나 청약을 하지 아니함으로써 그 인수권을 잃은 때에는(상법 제419조 제4항), 회사는 이사회의 결의에 의하여 그 인수가 없는 부분에 대하여 이를 제3자에게 처분할 수 있고, 이 경우 그 실권된 신주를 제3자에게 발행하는 것에 관하여 정관에 반드시 근거 규정이 있어야 하는 것은 아니라고 한다(채동현, “주주배정방식의 신주발행시 실권배정과 신주발행무효”, 『상장』(2013), 96면 이하 참고).
- 7) 실무상 신주인수대금 외화 납입이 가능한지 여부도 문제가 되는데, 납입은행이 발급하는 신주인수대금 납입증명서에 외화 납입 및 해당 외화의 납입일 기준 원화 환산금액을 기재하고 해당 환산금액이 신주발행으로 증가하는 자본금 이상이라는 점이 인정되면 실무상 가능하다는 견해로는 염춘필, “신주발행등기 절차와 실무상 쟁점에 대한 소고”, 『법무사저널』 제535호(2011), 33면 참고.
- 8) 김진석·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 647~648면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1144~1145면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 921면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1143면.

사항을 그 납입기일의 2주 전까지 주주에게 통지하거나 공고하여야 하며, ㄷ) 제3자 배정을 받는 투자자에 대해서 상법 제419조에 따라서 그 인수권을 가지는 주식의 종류 및 수와 일정한 청약일까지 주식인수의 청약을 하지 아니하면 그 권리를 잃는다는 뜻을 청약일로부터 2주 전에 통지하여야 하며, ㄹ) 상법 제420조의 5에 의하여 청약일에 청약이 이루어지고, ㅁ) 이후 이사회는 신주발행결의에서 정한 납입기일에 납입이 이루어진 후에, ㄴ) 상법 제423조에 의하여 납입일의 다음 날에 신주발행의 효력이 발생하게 된다. 실무적으로는 이사회에서 신주발행을 결의하면서, 제3자 배정을 받을 투자자와 별도의 신주인수계약을 체결하는 경우가 많고, 현물출자 방식으로 제3자 배정을 진행하는 경우에는 상법 제422조에 의하여 법원이 선임한 검사인의 검사 혹은 공인된 감정인의 감정 절차를 통해서 현물출자 대상 자산이 적절한 평가를 거쳐서 그에 기초한 가액으로 신주발행이 이루어지는지를 검증하고, 이에 대한 법원의 인가 절차를 거치게 된다.⁹⁾

2. 신주발행의 효력발생일 관련 문제

상법 제423조 제1항에 의하면 신주의 인수인은 납입 또는 현물출자의 이행을 한 때에는 납입기일의 다음 날로부터 주주의 권리의무가 발생한다. 그러므로 납입기일의 다음 날에 신주발행의 효력이 발생하므로 납입기일에 신주인수대금이나 현물출자 목적물이 납입된 경우에도 즉시 회사의 재산이자 자본의 일부로 인정되지 못하고, 그 다음 날이 되어야 회사의 재산으로 인정되고 회사가 이를 사용하는 것이 가능하다. 실무상으로도 납입기일에 주금납입계좌에 신주인수대금이 납입된 경우 그 다음 날에 인출이 가능하다.

신주발행의 효력발생일을 납입기일이 아니라 납입기일의 다음 날로 하는 이유에 대해서는 주주배정 유상증자 등의 경우에 있어서 납입기일에 여러 신주인수권자가 순차적으로 납입을 하는 경우 납입 시점 별로 신주발행의 효력발생을 인정하게 되면 신주인수권자 별로 주주가 되는 시기가 차이가 생기게 되므로 이를 확일적으로 규율하기 위한 것이라고 한다.¹⁰⁾ 그러나 실제로는 상법 제423조 제1항 후단에 따라서 신주발행의 경우에도 상법 제350조제3항 후단의 규정이 준용되어서, 신주에 대한 이익배당에 관하여는 정관으로 정하는 바에 따라 신주 발행의 효력발생시기가 속하는 영업연도의 직전 영업연도 말에 전환된 것으로 하여 동등 배당을 할 수 있기 때문에 위와 같은 확일적 취급의 필요성은 높지 않다.

이외에 전금이나 예함 등의 납입가장행위 방지의 측면도 문제될 수 있으나, 주금납입일에

9) 김건식·노혁준·천경훈, *회사법*, 박영사, 2020, 650~651면; 송옥렬, *상법강의*, 홍문사, 2020, 1149면; 이철송, *회사법강의*, 박영사, 2020, 928면; 정찬형, *상법강의(상)*, 박영사, 2020, 1149~1150면.
10) 송옥렬, *상법강의*, 홍문사, 2020, 1149면; 이철송, *회사법강의*, 박영사, 2020, 933면; 정찬형, *상법강의(상)*, 박영사, 2020, 1154~1155면; 神田秀樹, *會社法*, 弘文堂, 2013, 145面; 江頭憲治郎, *株式會社法*, 有斐閣, 2017, 755面.

신주의 효력이 발생한다고 하여서 납입가장행위의 위험이 실질적으로 증가한다고 보기는 어렵고, 납입가장행위는 신주발행 무효의 소 등으로 규제가 가능하므로 이를 이유로 주금납입일 다음 날에 신주발행의 효력이 발생하여야 한다고 보기는 어렵다.¹¹⁾

더구나 위와 같은 규정으로 인하여 납입기일에 회사가 해당 신주인수대금을 사용할 수 없게 됨에 따라서 투자자들이 투자 목적으로 회사를 설립하여 특정 투자대상 자산에 공동으로 투자하는 형태의 거래에 있어서 불가피하게 자금 조달 이후 하루를 기다려서 거래종결을 해야 하고 이에 따라서 불필요한 거래비용이 발생하는 문제가 있다. 그러한 이유로 위 투자목적 회사를 주식회사로 설립하지 못하고 지분발행에 위와 같은 대기 요건이 없는 유한회사의 형태로 설립하는 경우도 있으나, 이 경우에는 주식회사의 유연한 자본조달 규제 및 재무구조 관련 규정들이 적용되지 않아서 투자자들이 원하는 형태의 회사 운용이 어려워질 수 있다. 따라서 입법론적으로 위 규정을 개정하여 납입이 이루어진 즉시 신주 발행의 효력이 발생하도록 하는 것이 타당하다.

또한 신주인수권부사채가 발행되어 주주가 신주인수권을 행사하여 주금을 납입하여 신주를 발행받는 경우에는 상법 제516조의 10에서 납입을 한 때에 주주가 된다고 규정하고 있어서 일반 신주발행과 신주인수권 행사에 따른 신주발행의 그 실질이 다르지 않음에도 서로 다르게 취급되고 있는 문제점도 있다.¹²⁾

실제로 미국 회사법의 경우에도 위와 같은 규정이 없이 납입이 있으면 신주발행의 효력이 발생하도록 하고 있으며¹³⁾, 일본 회사법의 경우에도 기존의 상법 규정을 개정하여 납입기일에 신주발행의 효력이 발생하도록 하고 있다.¹⁴⁾

특히 일본 회사법의 개정연혁 및 개정 이유는 참고할 필요가 있다. 일본 상법의 경우 신주 인수인은 납입 기일에 주주가 된다고 규정하다가, 1962년 상법 개정을 통해서 상법 제280조의 9 제1항에서 납입기일의 다음 날에 주주가 된다고 개정하였다. 그 후 2004년 상법 개정을 통해서 다시 상법 제280조의9 제1항에서 납입기일에 주주가 되는 것으로 다시 개정하였다. 현재 일본 회사법 제209조 제1항은 위 상법 규정을 그대로 이어 받아서 규정하고 있다.

11) 견금이나 예합 등의 행위가 신주발행 무효에 이르는 경우에는 상법 제628조의 납입가장죄도 성립하지 않는다는 판례로는 대법원 2006. 6. 2. 선고 2006도48 판결이 있다. 같은 취지로 위현석, “신주발행의 부존재와 상법상의 납입가장죄”, 「대법원판례해설」 제62호(2006), 549~550면 참고.

12) 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결 등에서 신주인수권부사채 발행의 경우도 신주발행에 준하여 신주발행무효의 소의 법리가 적용된다고 하고 있다. 같은 취지로 김태진, “신주인수권부사채 발행의 무효”, 「기업법연구」 제32권 제3호(2018), 104면 이하 참고.

13) 미국 델라웨어주 회사법(Dellaware General Corporation Law) 제152조와 미국 수정모범회사법(Revised Model Business Corporation Act) 6.30조는 신주의 발행에 대해서 정하면서 납입일 다음날에 효력이 발생한다는 별도의 규정을 두고 있지 않고, 통상 납입일에 효력 발생하는 것으로 해석하고 있다.

14) 현행 일본 회사법 제209조에서는 모집주식의 인수인은 다음 각호의 경우에는 각호에 규정하는 날에 출자의 이행을 한 모집주식의 주주가 된다고 규정하고 있다.

1. 제199조 제1항 제4호의 기일을 정한 경우:해당기일

2. 제199조 제1항 제4호의 기간을 정한 경우: 출자의 이행을 한 날

1962년 상법 개정의 이유는 납입기일에 납입취급기관의 영업시간의 종료시까지 신주인수대금을 납입하게 되는데, 이 경우 납입기일에 주주가 되는 것으로 규정하면 당해 기일의 오전 0시부터 주주가 되어서 납입 전에 주식의 효력이 발생하는 것으로 해석하게 되고, 이와 달리 실제로 납입한 시점부터 주주가 된다고 한다면, 인수인에 따라 주주가 되는 시기가 달라지는 문제점이 있어서 납입기일 다음 날 일괄적으로 주주가 되는 것으로 정한 것이라고 한다.¹⁵⁾

그러나 2004년 상법 개정에서 다시 납입기일에 주주가 되는 것으로 개정하였고, 금전의 지불과 주식의 취득을 동시에 행하여 결제리스크 감소(Delivery versus Payment)를 하는 것이 필요하고, 신주의 효력이 납입기일에 발생하므로, 납입기일로부터 주식을 양도 등의 행위가 가능하여, 신속한 거래를 도모하기 위한 것이라고 한다.¹⁶⁾ 위에서 설명한 우리 상법 개정의 필요성과 같은 이유로 일본에서는 이미 상법을 개정하였고 이를 회사법에서도 계속 유지하고 있는 것으로 보인다.

3. 주주배정에서의 신주인수기준일 공고 절차 및 제3자 배정에서의 주주 통지 절차 생략 가부

가. 주주배정에서의 신주인수기준일 공고 절차 생략 가부

주주배정 유상증자의 경우에는 상법 제418조 제3항에 의하여 회사는 일정한 날을 신주배정기준일로 정하여 그 날에 주주명부에 기재된 주주가 제1항의 권리를 가진다는 뜻과 신주인수권을 양도할 수 있을 경우에는 그 뜻을 그 날의 2주간전에 공고하여야 한다. 그러나 그 날이 상법 제354조 제1항의 주주명부 폐쇄기간 중인 때에는 그 기간의 초일의 2주간 전에 이를 공고하여야 한다.¹⁷⁾

상법 제354조 제1항에서는 회사는 의결권을 행사하거나 배당을 받을 자 기타 주주 또는 질권자로서 권리를 행사할 자를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재변경을

15) 神田秀樹, 會社法コンメンタル(5) : §§199~234, 商事法務, 2013.

16) 神田秀樹, 會社法, 弘文堂, 2013, 145면; 江頭憲治郎, 株式會社法, 有斐閣, 2017, 755면; 神田秀樹, 會社法コンメンタル(5) : §§199~234, 商事法務, 2013.

17) 신주배정기준일 이외에 상법 제354조 제4항에서 규정하는 일반적인 기준일 공고 내지 주주명부 폐쇄기간 공고의 경우에도 공고 시점이 주주명부 폐쇄기간 중이거나 공고 기간 중에 주주명부 폐쇄기간이 해당하게 되는 경우에는 주주명부 폐쇄기간을 제외하고 2주의 공고기간이 부여되도록 기간을 두고 공고를 하여야 한다. 기준일 내지 주주명부 폐쇄기간 공고의 취지가 2주의 공고기간 동안 명의개서를 하지 않은 주주가 명의개서를 하여 권리행사를 할 수 있는 기회를 주고자 하는 것인데, 주주명부 폐쇄기간 중인 경우에는 이러한 명의개서가 불가능하므로 주주명부 폐쇄기간 중에 공고를 하게 되는 경우 등에는 공고의 취지가 물각될 수 있기 때문이다. 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 196면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 844면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 359~360면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 763~764면 특히 정관 상 정기주주총회 등을 위하여 주주명부가 폐쇄되는 사업연도 초 등의 경우에는 이러한 점을 유의할 필요가 있다.

정지하거나 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주 또는 질권자를 그 권리를 행사할 주주 또는 질권자로 볼 수 있다고 하여, 회사가 필요하다고 판단할 경우 기준일 혹은 주주명부 폐쇄기간을 설정할 수 있도록 규정한다. 보통 이는 회사의 중요한 의사결정으로 보아 상법 제393조에 따라서 이사회에서 결정하는 것이 일반적이다. 그러므로 주주총회나 배당 등을 진행하는 경우에도 반드시 기준일이나 주주명부 폐쇄기간을 설정해야 하는 것은 아니고, 18) 1인 회사 혹은 소수의 주주가 지배하는 비상장회사의 경우에는 주주의 변동이 거의 없고 주주 확정과 관련한 분쟁의 가능성이 적으므로 기준일이나 주주명부 폐쇄기간을 설정하지 않는 경우가 많다.

그러나 주주배정 신주발행의 경우에는 상법 제418조 제3항에서 신주인수권을 가진 주주를 확정하기 위하여 반드시 신주배정기준일을 정하도록 하고, 이를 2주 전에 공고하도록 하고 있다. 주주배정 신주배정은 주주의 이해관계에 중요한 영향을 미치고, 주주임에도 주주명부에 명의개서가 되어 있지 않다는 이유로 신주배정을 받지 못할 경우 예기치 않게 지분 가치 및 의결권이 희석되는 결과가 발생할 수 있으므로 상법 제337조 제1항 및 상법 제353조의 주주명부의 면책력에 기초하여 주주명부에 기재된 주주에게 신주배정을 하는 것을 허용하지 않고 반드시 신주배정기준일을 설정하고 이를 2주 전에 공고하여 명의개서를 하지 않은 주주에게 명의개서를 하여 신주배정에 참여할 수 있는 기회를 주도록 강제하고 있다. 19)

이와 관련하여 주주 전원의 동의가 있을 경우 위 신주배정기준일 공고기간을 단축할 수 있는지가 실무상 많이 문제된다. 특히 금융회사 등의 경우에는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”) 제30조 등에서 규정하는 영업용 순자본 비율과 같은 적정 자본비율을 충족하여야 하므로 해당 사업연도 말에 이를 충족하기가 어려울 것으로 예상되는 경우에는 신속히 주주배정 유상증자 등을 통해서 재무비율 개선조치를 진행하여야 하는데, 이 경우 신주배정기준일 공고기간을 준수할 경우 예정된 일정대로 유상증자를 진행하기 어려운 경우가 있다. 이에 대해서는 주주 전원의 동의가 있는 경우 신주배정기준일 공고기간을 단축하여 바로 주주배정 유상증자를 진행할 수 있다는 견해도 있을 수 있다. 그러나 위에서 살펴 본 바와 같이 신주배정기준일 공고기간을 두는 취지는 주주명부에 명의개서가 되지 않은 회사가 알지 못하는 주주가 있을 경우를 대비하여 이러한 주주에게 명의개서의 기회를 주어서 신주배정에 참여할 수 있도록 하는 것이므로, 주주명부 상의 주주 전원의 동의가 있다고 하더라도 위 제도에서 보호하고자 하는 이해관계인의 동의가 있다고 단정하기는 어렵다. 20) 그러므로 이러한 점을

18) 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 358면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 763면.

19) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 647면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1148면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 924면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1150면 신주배정기준일 공고를 생략한 경우 주주의 신주인수권 침해로신주발행 무효사유가 될 수 있다는 견해로는 김재범, “신주 등 발행의 공정성에 관한 연구”, 「상사법연구」, 제30권 제2호(2011), 556면.

20) 신계원, “신주발행으로 인한 변경등기”, 「법무사저널」 제417호(2002), 5면에서도 신주발행결의일에 앞서 회사는 배정일을 정하여 미리 공고할 수도 있는 것이고, 또 총주주주의 동의로 실권예고부최고기간을 단축할 수도 있는 것이어서(같은 취지의 일본등기선례 1951.10.3. 민사갑 1940호 민사국장 회답, 1979.11.6. 민사 5692호

고려하면 신주배정기준일 공고기간은 주주 전원의 동의로도 단축할 수 없다고 해석하는 것이 합리적이다.²¹⁾

다만 등기선례²²⁾에서는 신주발행절차에서 상법 제418조 및 제419조의 규정에 의한 신주인수권의 내용 및 배정일 지정공고와 신주인수권자에 대한 실권예고부 최고기간을 단축한 경우에, 이를 증명하는 서면으로서 실무상 신주인수권포기서를 첨부하게 하는 경우도 있으나 이는 현행법상 첨부서면은 아니며, 위 사항이 총주주의 동의가 없으면 효력이 없거나 취소할 수 있는 사항에 해당될 경우에는 총주주가 동의하였음을 증명하는 서면(총주주의 동의서 또는 신주인수권을 행사하지 않은 주주의 기간단축동의서 등)을 첨부하여 변경등기를 신청하여야 한다고 규정하고 있으나, 이는 주로 신주발행 변경등기 시 제출서면에 중점을 둔 선례이고 위 선례 문언 자체에서도 주주명부 상의 총주주 동의로 신주배정일 공고를 생략할 수 있는지 여부에 대해서는 명확한 결론을 내리지 않고 있다.²³⁾

민사국 제 4과장회답), 주권상장 법인등이 아닌 소위 폐쇄회사에 있어서의 실무관행은 긴급한 자금수요를 충족하기 위하여 배정일은 미리 공고하고 또 총주주의 동의로 실권예고부 최고기간을 단축한 다음, 신주인수권자가 인수권 있는 주식 전부를 인수함으로써 실권주가 생기지 않게 하거나, 총주주의 동의로 실권예고부최고기간을 단축하여 주주들의 인수권을 실권시킨 다음, 제3자가 인수하는 방법 등의 편법을 구사함으로써 납입기일을 신주발행결의일로부터 2~3일내의 날짜로 정하고 있는 것이 상례라고 기재하고 있다. 그러므로 상법 제419조 제1항의 실권예고부 최고기간은 기준일 상의 주주명부에 따른 신주인수권자 전원의동의로 생략이 가능하지만, 신주배정 기준일 공고기간은 총주주 동의로 단축이 어렵다는 취지로 이해된다.

- 21) 그러나 신주발행기준일 공고를 하지 않은 경우에 이러한 하자가 신주발행의 무효사유에 해당한다고 단정하기는 어렵다. 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결에서는 신주발행을 사후에 무효로 하는 경우 거래의 안전과 법적 안정성을 해할 우려가 큰 점을 고려할 때 신주발행무효의 소에서 그 무효원인은 가급적 엄격하게 해석하여야 하며, 신주발행에 법령이나 정관의 위반이 있고 그것이 주식회사의 본질 또는 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 주식에 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에는 그 신주의 발행을 무효라고 보지 않을 수 없다고 판시하여 신주발행 무효 사유 인정을 위해서는 신주발행의 규모 및 조건, 신주발행의 목적 등 제반 사정을 고려할 필요가 있다고 하고 있다. 이와 같이 신주발행 무효사유를 그 구체적인 사안에 따라서 엄격히 판단할 필요가 있다는 견해로는 박병훈, “신주발행의 무효원인 및 그 판단 기준”, 「대법원판례해설」 제83호(2010), 233면 이하; 권미연, “신주발행의 무효원인과 판단기준”, 「재판실무연구」 제2권(2010), 117면 이하; 김병연, “이사회결의 없는 신주발행과 신주발행 무효 주장”, 「상법판례백선」, (2012), 586면 이하; 김순석, “신주발행의 무효”, 「상법판례백선」, (2012), 591 면 이하; 김순석, “신주발행무효의 소”, 「상법판례백선」, (2012), 597면 이하; 김우진, “회사의 대표이사가 이사회결의 없이 또는 하자 있는 이사회결의에 의하여 신주를 발행한 경우 그 신주발행의 효력”, 「대법원판례해설」 제67호(2007), 581면 이하; 백숙중, “신주발행의 무효원인”, 「재판과 판례」 제20집(2011), 358면 이하; 채동헌, “가처분 결정의 취지에 반한 신주발행과 무효여부”, 「상장」, (2010), 108면 이하; 최성호, “이사회결의 없는 신주발행의 효력에 관한 연구”, 「비교법연구」 제10권 제1호(2009), 132면 이하 등 참고.
- 22) 등기선례 2002. 6. 24. 제정 제200206-14호, 주식회사의 신주발행시 신주인수권을 가진 주주가 신주인수권을 포기한 경우 변경등기신청서에 신주인수포기서를 첨부하여야 하는지 여부 참고.
- 23) 염준필, “신주발행등기 절차와 실무상 쟁점에 대한 소고”, 「법무사저널」 제535호(2011), 30면에서도 위 등기선례를 분석하면서 신주배정기준일 공고의 생략 시에는 주주명부에 기재되지 않은 명의개서 미필주주의 이익 침해가 발생할 수 있다는 점을 유의하여야 한다고 하고 있다.

나. 제3자 배정에서의 주주 통지 절차 생략 가부

이에 비해서 상법 제418조 제4항에서는 동조 제2항에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정하는 제3자 배정 신주발행의 경우 회사는 상법 제416조제1호, 제2호, 제2호의2, 제3호 및 제4호에서 정하는 사항을 그 납입기일의 2주 전까지 주주에게 통지하거나 공고하여야 한다고 규정하고 있다. 이는 상법 제418조 제2항 및 정관의 근거 규정에 따라서 제3자 배정 신주발행을 하는 경우 기존 주주의 지분가치 및 의결권 등이 희석될 수 있으므로 이를 미리 주주에게 알리고, 필요할 경우 상법 제424조의 신주발행 유치청구권 등 주주의 이익 보호를 위한 구제수단을 행사할 수 있도록 하기 위함이다.²⁴⁾ 그러나 위 통지 절차의 경우에는 상법 제337조 제1항 및 상법 제353조의 주주명부의 면책력에 기초하여 주주명부에 기재된 주주에게 회사가 통지를 하면 족하고, 따라서 주주명부에 기재된 주주 전원이 동의하는 경우에는 통지기간을 단축하는 것도 가능하다고 해석하는 것이 합리적이라고 생각된다.²⁵⁾ 또한 자본시장법 제165조의 9에서는 주권상장법인인 동법 제165조의6 또는 상법 제418조 제2항의 방식으로 신주를 배정할 때 동법 제161조 제1항 제5호에 따라 금융위원회에 제출한 주요사항보고서가 동법 제163조에 따라 금융위원회와 거래소에 그 납입기일의 1주 전까지 공시된 경우에는 상법 제418조 제4항을 적용하지 아니한다고 하여 주주 통지의무의 예외를 인정하고 있다.

그러므로 위에서 살펴본 금융회사 등의 경우에 신속한 유상증자의 필요가 있어서 주주배정 유상증자를 진행하는 경우에 신주배정기준일 공고기간 2주를 준수하기가 어려운 경우에는 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 유상증자 요건을 충족하고, 정관상 제3자 배정의 근거 규정이 있는 경우 1인 회사라고 하더라도 회사의 기존 주주에게 제3자 배정 형식으로 유상증자를 하는 경우도 있다. 제3자 배정의 경우에는 주주에 대한 통지기간 2주를 주주명부 상의 총 주주의 동의로 단축할 수 있기 때문이다.

24) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 647면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1137면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 925면; 정동운, 상법 회사편 해설, 법무부, 2012, 280면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1145면; 中村信男, "公開會社の第三者割当増資に係る 會社法上の規律とその見直し- 會社法および金融商品取引法の交錯の視点からの一考察", 『早稲田商學』第 431 号 (2012), 522~524面. 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다 37326 판결 등에 의하면 경영권 분쟁 상황에서 특정 대주주의 경영권 강화를 위한 제3자 배정 신주발행은 신주발행 무효 사유에 해당하고, 이에 대한 이의제기 등의 기회를 기존 주주에게 보장할 필요가 있다. 같은 취지로 신은영, "경영권 방어 목적의 제3자배정 신주발행", 『판례연구』 제23집(2009), 267면; 이진원, "주주의 신주인수권 침해와 신주발행무효의 소", 『판례연구』 제25집(2011), 144면; 정영진, "경영권방어목적의 신주발행의 적법성", 『민사법연구』 제14집 제2호(2006), 150면; 정찬형, "신주인수권부사채 발행의 무효 : 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결", 『법조통권』 제719호(2016), 713~717면; 채동헌, "경영권 분쟁상황에서의 주주의 신주인수권 배제와 신주발행무효", 『상장』 (2013), 110면 등 참고 일본의 대체적인 견해도 위와 같고(최문희, "적대적 M&A와 신주예약권 발행에 관한 일본 판례의 동향 : 후지TV와 라이브도어의 경영권 분쟁을 중심으로", 『BFL』 제11호(2005), 127 면 이하), 경영권 방어 목적의 신주예약권 발행 사례에서 유사한 취지의 판시를 한 일본판례로는 東京高裁 第16民事部 平成 第17年(二)第429号 참고.

25) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 647면.

이와 같은 경우에 1인 회사의 주주에게 주주배정의 방식으로 신주를 배정하지 않고, 제3자 배정의 방식으로 신주를 발행하는 것이 가능한지 여부 및 이러한 방식의 발행이 주주배정 유상증자 상의 신주배정기준일 공고 규제를 잠탈하는 것이 아닌지 여부가 논란이 될 수 있다.

그러나 회사의 1인 주주라고 하더라도 제3자 배정의 방식으로 신주를 발행하는 것이 불가능하다고 보기는 어렵다고 생각된다. 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 유상증자의 상대방을 주주 외의 자라고 규정한 것은 제3자 배정 유상증자는 주주에게는 불가능하다는 취지라기보다는, 기존 주주에 대해서 지분율에 비례해서 주주배정 유상증자를 하는 경우와 대비하여 제3자 배정 유상증자의 경우에는 기존 주주의 지분가치 및 의결권 희석의 위험이 있으므로 이를 실행하기 위한 요건 및 규제를 보다 강화하기 위한 것으로 해석하는 것이 타당하다. 그러한 취지에서 자본시장법 제165조의 6 제1항 제2호에서는 제3자 배정 방식의 신주발행을 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우 동항 제1호 외의 방법으로 특정한 자(해당 주권상장법인의 주식을 소유한 자를 포함한다)에게 신주를 배정하기 위하여 신주인수의 청약을 할 기회를 부여하는 방식으로 정의하여 기존 주주에 대한 제3자 배정 유상증자도 가능하다는 점을 명확하게 인정하고 있다. 더구나 앞서 살펴 본 바와 같이 주주 배정 유상증자의 경우 신주배정기준일 공고를 통하여 주주명부에 명의개서되지 않은 주주에게도 명의개서의 기회를 주어서 신주발행에 참여할 수 있도록 하고 있고, 그러한 관점에서 보면 현재 주주명부 상 회사의 주주가 1인이라고 하더라도 해당 주주 외에 다른 주주가 있을 수도 있고 해당 주주가 더 이상 회사의 주주가 아닐 수도 있으므로 주주명부 상 회사의 주주에게 제3자 배정 유상증자를 하는 것이 반드시 주주배정 유상증자와 같은 결과를 가져온다고 보기도 어려우므로 회사가 현재 주주명부 상의 주주에게 유상증자를 할 필요가 있다면 제3자 배정 유상증자를 진행하는 것도 허용될 필요성이 있다.

또한 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 요건 및 정관 상의 근거규정에 따라서 기존 주주에게 제3자 배정 유상증자를 진행하는 경우에는 주주배정에 비하여 가중된 제3자 배정 요건을 충족하여 유상증자를 진행하는 것이므로 이를 주주배정 유상증자 규제의 잠탈이라고 보기는 어렵다고 생각된다.²⁶⁾

26) 같은 취지의 견해로 장연수, “신주인수권의 제한에 관한 연구”, 연세대학교 법학석사 학위논문(1999), 17~18면 참고. 이에 대한 반대 견해로는 엄춘필, “신주의 발행과 제3자 배정에 대한 소고”, 『법무사저널』 제166호(2008), 91면 참고.

4. 현물출자 규제의 적용 범위

가. 현물출자 규제 개관

상법 제422조에 의하면 현물출자를 하는 자가 있는 경우에는 이사는 상법 제416조 제4호에서 규정하고 있는 현물출자를 하는 자의 성명과 그 목적인 재산의 종류, 수량, 가액과 이에 대하여 부여할 주식의 종류와 수에 대한 사항을 조사하게 하기 위하여 검사인의 선임을 법원에 청구하여야 한다. 이 경우 공인된 감정인의 감정으로 검사인의 조사에 갈음할 수 있다.

다만 상법 제422조 제2항 각호 및 상법 시행령 제14조에서 규정하고 있는 현물출자의 목적인 재산이 거래소의 시세 있는 유가증권으로써 현물출자 가액이 시세²⁷⁾를 초과하지 아니하는 경우 및 변제기가 돌아온 회사에 대한 금전채권을 출자의 목적으로 하는 경우로서 그 가액이 회사장부에 적혀 있는 가액을 초과하지 아니하는 경우 등에는 위 검사 혹은 감정 절차가 면제된다.

법원은 검사인의 조사보고서 또는 감정인 감정결과를 심사하여 검사 혹은 감정의 대상이 되는 사항을 부당하다고 인정한 때에는 이를 변경하여 이사와 현물출자를 한 자에게 통고할 수 있다. 위 변경에 불복하는 현물출자를 한 자는 그 주식의 인수를 취소할 수 있다. 법원의 통고가 있는 후 2주내에 주식의 인수를 취소한 현물출자를 한 자가 없는 때에는 위 사항은 통고에 따라 변경된 것으로 본다.

실무에서는 법원에 검사인의 선임을 청구하기보다는 회계법인 등의 감정평가보고서를 작성하는 경우가 일반적이고, 이를 법원에 제출하여 위 심사 절차를 거치게 된다. 법원의 현물출자 심사 및 인가 절차는 보통 4주 내지 6주 정도 소요되며, 비송사건으로써 변론 절차 없이 담당 재판부에서 감정평가보고서의 적정성 등을 심사하여 인가 여부를 결정한다. 법원에서는 현물출자의 목적물을 과대평가하는 등의 방법으로 회사의 자본충실을 해하는 것을 방지하는 측면에서 심사가 이루어지므로, 주로 본건 현물출자 대상에 대한 평가의 적정성을 검토하게 된다.

나. 매매대금채권과 주금납입채권 상계를 통한 현물출자 우회 문제

2011. 4. 14. 법률 제10600호로 상법이 개정되면서 상법 제422조 제2항 제3호에 의하여 변제기가 돌아온 회사에 대한 금전채권을 출자의 목적으로 하는 경우로서 그 가액이 회사장부에 적혀 있는 가액을 초과하지 아니하는 경우에는 현물출자 검사 절차를 거치지 않아도 되게 되었고, 또한 상법 제421조 제2항에 의하여 신주의 인수인은 회사의 동의가 있는 경우에는 주금의

27) 상법 제422조 제2항 제2호 및 상법 시행령 제14조 제2항에 의하면 다음 각 호의 금액 중 낮은 금액을 말한다.

1. 상법 제416조에 따른 이사회 또는 주주총회의 결의가 있는 날부터 소급하여 1개월간의 거래소에서의 평균 증가, 위 결의일부터 소급하여 1주일간의 거래소에서의 평균 증가 및 위 결의일 직전 거래일의 거래소에서의 증가를 산술평균하여 산정한 금액 2. 위 결의일 직전 거래일의 거래소에서의 증가

납입채무와 주식회사에 대한 채권을 상계할 수 있게 되었다. 이는 신주발행 절차를 유연화하고 특히 재무구조가 부실한 회사의 출자전환을 신속하고 효율적으로 진행할 수 있게 하여 회사의 재무구조 개선을 촉진하기 위한 것이다.²⁸⁾

상법 개정으로 위 규정이 도입된 이후에 실무상으로는 회사와 특정 부동산 등 현물에 대한 매매계약을 체결한 후 해당 매매대금에 상당하는 금액을 납입대금으로 하여 위 매도인에게 제3자 배정 방식으로 신주 발행 결의를 하고, 매도인이 회사의 동의를 받아서 해당 신주의 인수대금 납입 채무와 위 매매대금 지급 채권을 상계하는 것이 가능한지 여부가 많이 문제되었다. 위와 같은 거래를 진행하는 경우 현재 상법 제421조 제2항 및 상법 제422조 제2항 제3호에 의하여 매도인의 매매대금 채권을 출자전환하는 것은 현물출자 검사 절차 없이 가능하므로, 실제로는 특정 부동산 등 현물을 회사에 양도하고 신주를 인수한 결과를 발생시키면서 상법 제422조의 현물출자 규제를 받지 않을 수 있기 때문이다.

그러나 이와 같은 거래 방식은 상법에서 법원의 현물출자 검사가 없이 채권의 현물출자를 허용하거나, 주금 납입채무와 채권의 상계를 허용하여 출자전환을 용이하게 하고 있으나, 동시에 부동산 등 현물을 현금 대신 출자하는 행위는 기존과 같이 상법 제422조에 의하여 동조 제2항의 소규모 현물출자의 예외 혹은 거래소의 시세 있는 유가증권 현물출자의 예외 등에 해당하지 않는 이상 법원의 검사 절차를 통해서 그 가격의 적정성을 검증받도록 하고 있다는 점에서 현물출자 규제를 명시적을 회피하는 것이어서 탈법행위로 허용되기 어렵다고 보아야 한다.

상법 제290조 제3호에서는 회사 설립과 관련하여 현물출자 이외에 발기인이 회사성립 후에 특정 재산을 양수할 것을 약정하는 재산인수도 변태설립사항으로써 정관에 기재하도록 규정하고, 상법 제298조 내지 제300조에서는 이에 대해서 현물출자와 동일하게 재산의 가액 등에 대한 검사 및 법원의 인가 절차를 거치도록 하고 있다. 위 규정의 취지에 대해서는 발기인이 설립중의 회사의 기관의 지위를 남용하여 불공정한 재산인수의 약정을 체결하여 사익을 추구할 위험을 방지하는 동시에 재산인수가 현물출자의 제약을 피하면서 현물출자의 목적을 달성하기 위해서 이용될 수 있다는 점을 고려한 것이라고 일반적으로 논의되고 있다.²⁹⁾ 그러므로 이러한 취지에 비추어도 회사 설립 이후의 신주발행을 통한 현물출자 거래에 있어서 신주발행 이후의 재산 매매계약을 미리 체결하고 신주인수대금 납입채무와 매매대금 지급 채권을 상계하는 방식의 거래는 현물출자 규제의 잠탈로 허용되기 어렵다고 보는 것이 합리적이라고 사료된다.

28) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 648~649면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1149면; 정동윤, 상법 회사편 해설, 법무부, 2012, 284~287면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1153면.

29) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 120면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 761면; 이철송, 회사법강의, 박영사, 2020, 247~248면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 675면.

다. 유상증자 후 매매 거래 이행 관련 문제

위에서 분석한 회사와 특정 부동산 등 현물에 대한 매매계약을 체결한 후 해당 매매대금에 상당하는 금액을 납입대금으로 하여 위 매도인에게 제3자 배정 방식으로 신주 발행 결의를 하고, 매도인이 회사의 동의를 받아서 해당 신주의 인수대금 납입 채무와 위 매매대금 지급 채권을 상계하는 거래와는 달리 특정 부동산 등 현물에 대한 매매계약을 체결한 후 해당 매매대금에 상당하는 금액을 납입대금으로 하여 위 매도인에게 제3자 배정 방식으로 신주 발행 결의를 하고, 실제로 매도인이 위 신주인수대금을 납입하여 신주를 발행 받은 뒤 회사가 매도인에게 위 매매대금을 지급하는 형태의 거래를 하는 경우가 있다.

이와 같은 형태의 거래에 대해서도 실제로는 현물출자 거래와 같은 결과를 야기한다는 점에서 현물출자 규제의 잠탈이라는 문제제기가 있을 수 있다.³⁰⁾

그러나 이러한 거래는 위에서 논한 부동산 등 현물에 대한 매매대금 채권과 신주인수대금 납입채무를 상계하는 방식의 거래와는 달리 실제로 주금으로 현금이 회사에 납입된다는 점이 큰 차이가 있다. 현물출자 규제는 기본적으로 현금이 아니라 현물이 신주의 발행대가로 납입되는 경우에 신주발행금액보다 낮은 가치의 현물이 납입되어 회사의 자본충실이 저해되거나 다른 주주의 경제적 지분이 희석되는 결과를 방지하고자 하는 것이다.³¹⁾ 그러므로 기본적으로 현금이 신주의 발행대가로 명확히 납입되는 거래에 대해서 현물출자 규제를 적용하여야 한다고 보는 것은 합리적인 해석이라고 하기 어렵다. 상법 제290조 제3호에서 회사 설립의 경우 동조 제2호의 현물출자 이외에 회사 성립 후에 회사가 재산을 양수할 것을 약정하는 재산인수에 대해서 정관에 기재하도록 하고, 상법 제299조 내지 제300조에 대해서 이에 대해서 현물출자와 동일하게 감사인의 조사 혹은 감정인의 감정평가 및 법원의 인가를 받도록 하고 있는 것도, 발기인 등이 신주를 발행 받은 뒤 회사가 해당 신주인수대금으로 발기인으로부터 재산을 양수하는 거래를 하는 경우 이를 현물출자로 보아서 규제하기는 어렵다는 점을 고려하여 별도의 규제 규정을 둔 것이다.³²⁾

그러므로 위와 같은 형태의 거래에 대해서까지 현물출자 규제 위반이라고 보기는 어렵다고 사료된다. 이는 결국 회사와 주주 간의 거래로써 상법 제398조의 이사의 자기거래 규제 혹은 상법 제382조 및 민법 제681조의 이사의 주의의무 혹은 상법 제382조의 3의 이사의 충실의무

30) 참고로 회사가 특정 주주와 자산양수도 혹은 영업양수도 거래를 하면서 그 재원 조달을 하기 위하여 주주배정 유상증자를 하는 경우도 있는데, 이 경우에는 해당 주주도 유상증자로 신주인수를 하지만, 다른 주주들도 유상증자 거래의 당사자가 되므로 유상증자의 상대방과 자산양수도 혹은 영업양수도의 상대방이 일치하지 않아서 현물출자 규제 잠탈의 문제는 생기지 않는다.

31) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 117면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 759면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 673면.

32) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 120면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 760~761면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 675면.

규제가 적용될 문제이며, 현물출자 규제가 아니라 위 규제를 통해 회사와 주주 간의 위 재산양도거래가 회사의 경영상 필요성 및 거래 조건의 적정성을 확보되도록 하여야 한다고 해석하는 것이 합리적이라고 본다.

라. 현물출자의 경우 제3자 배정 요건 충족 필요 여부

앞서 본 바와 같이 상법 상 주식회사의 신주발행은 상법 제418조 제1항이 적용되는 주주배정 방식의 신주발행과 상법 제418조 제2항이 적용되는 제3자 배정 방식의 신주발행으로 구분된다. 현물출자를 통한 신주발행의 경우도 양자 중의 어느 하나의 형태로 보아야 하는 것인지, 아니면 상법이 인정하는 독자적인 신주발행의 형태로 보아야 하는 것인지 여부가 문제된다.

이에 대해서 기존의 대법원 판례는 주주의 신주인수권은 주주가 종래 가지고 있던 주식의 수에 비례하여 우선적으로 인수의 배정을 받을 수 있는 권리로서 주주의 자격에 기하여 법률상 당연히 인정되는 것이지만 현물출자자에 대하여 발행하는 신주에 대하여는 일반주주의 신주인수권이 미치지 않는다고 판시하면서, 소외 발행회사의 이사회에서 원고로부터 현물출자를 받아 이에 대하여 원고에게 위 회사의 보통주식 170,000주를 배정하기로 결의한 이상 원고를 제외한 위 회사의 구 주주들에게는 위 현물출자에 의하여 발행되는 신주에 대한 신주인수권이 없다고 판단하고, 위 구 주주들에게 신주인수권이 있음을 전제로 한 피고의 이 사건 각 증여채부과처분을 위법하다 하여 취소를 명한 것은 정당하다고 하였다.³³⁾ 위 판례를 근거로 현물출자로 인한 신주발행의 경우에는 상법 제418조 제1항의 신주인수권이 인정되지 않고, 따라서 이를 전제로 제3자 배정의 경우에 정관의 근거 및 경영상의 필요성 등 별도의 요건을 요구하고 있는 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 규제도 적용되지 않는 것이 판례의 입장이라고 하는 견해도 있다.³⁴⁾

이에 비해서 하급심 판결 중에는 피고 회사의 정관 상 '회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.'고 규정하고 있는 점에 비추어 보면, 피고가 그 목적사업인 지주사업을 원활하게 수행하기 위한 경영상 목적달성을 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 자회사의 주주로부터 당해 자회사의 발행주식을 현물출자받기 위하여 위 주주에게 제3자배정 방식에 의하여 피고의 신주를 발행할 수 있다고 할 것이라고 판시하는 등³⁵⁾ 현물출자의 경우에도 주주의 신주인수권은 여전히 인정되는 것이고 결국 특정인으로부터 현물출자를 받아서 신주발행을 하는 경우에는 주주의

33) 대법원 1989. 3. 14. 선고 88누889 판결.

34) 권기범, 현대회사법론, 삼영사, 2017, 1028~1029면; 임재연, 회사법 I, 박영사, 2012, 634~635면; 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020, 1137면; 최기원, 신회사법론, 박영사, 2012, 773면.

35) 수원지방법원 2007. 9. 21. 선고 2007가합5499 판결.

신주인수권이 침해되므로 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 요건이 충족되지 않는 한 신주발행이 불가능하다는 입장을 보인 판례도 있다. 같은 취지에서 현물출자에 의한 신주발행의 경우에도 제3자 배정 발행에 해당하므로 상법 제418조 제2항에 의하여 정관 상 제3자 배정의 근거가 있어야 하고, 제3자 배정의 경영상 필요성이 인정되어야 한다는 견해도 있다.³⁶⁾

상법 제418조 제1항에서는 주주의 신주인수권을 신주 발행의 기본 원칙으로 인정하고 있다. 이를 인정하지 않을 경우 신주발행에 의하여 주주의 의결권 등 공익권과 배당 및 잔여재산 분배에 대한 권리 등 자익권이 희석되어 주주의 이익이 훼손될 우려가 있기 때문이다. 그러므로 주주의 신주인수권이 예외가 인정되기 위해서는 동조 제2항의 제3자 배정 요건에 따라서 기존 주주들이 주주총회 특별결의를 통해서 승인한 정관 상 제3자 배정의 허용근거가 있어야 하고, 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 주주의 신주인수권 배제를 정당화할 정도의 경영상 필요성이 인정되어야 한다. 현물출자의 경우에도 기존 주주 외에 제3자가 회사의 신주를 발행 받는 것이므로 신주인수권 배제로 인한 주주의 주주권이 희석될 위험이 있다는 점은 동일하다. 그러므로 이 경우에도 상법 제418조 제2항의 제3자 배정 요건이 충족되는 경우에 한하여 신주발행을 허용할 필요가 있으며, 그렇지 않을 경우에는 주주의 주주권이 부당하게 침해될 수 있다. 상법 제416조 이하의 신주발행 규정에서도 현물출자를 독자적인 신주발행의 한 형태로 인정하는 것이 아니라 기본적으로 주주배정 혹은 제3자 배정의 구분을 통해서 신주발행의 요건 및 절차를 규정하되, 현물출자의 경우에는 금전이 아닌 현물이 납입되므로 신주의 발행가액에 준하는 현물이 납입되도록 추가적인 검사절차 등을 규정하고 있다. 그러므로 이러한 규정 체계에 비추어서도 현물출자를 독자적인 신주발행의 한 형태로 취급하는 것은 부당하고, 상법 제418조 제2항의 제3자 배정의 요건 및 절차를 갖추도록 하는 것이 타당하다. 그러한 점에서 정관 상 제3자 배정의 근거가 없거나, 제3자 배정의 경우 발행주식의 일정 비율 내에서만 가능하도록 정관에서 규정하고 있는데 이미 그 발행한도를 소진한 경우³⁷⁾ 등에는 정관 개정 없이는 현물출자가 불가능한 것으로 보는 것이 합리적이다.

36) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 643~644면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 1138면; 김현태, “신주발행금지처분의 실무상 쟁점에 관한 고찰: KCC와 현대그룹 사이의 적대적 M&A 사건을 중심으로”, 『BFL』 제23호(2007), 84~85면; 정동윤, 회사법, 법문사, 2003, 504~505면; 이준섭, “주주의 신주인수권의 배제”, 『상사법연구』 제13집(1994), 238면; 이동승, “주주의 신주인수권에 관한 연구-그 배제요건을 중심으로”, 고려대학교 법학박사 학위논문(1998), 262~263면; 김웅진, “주주의 신주인수권 제한에 관한 연구”, 서울시립대학교 법학석사 학위논문, (2004), 63~64면; 김은주, “주주의 신주인수권 배제에 관한 연구-배제의 이론적 근거와 요건을 중심으로”, 연세대학교 법학석사 학위논문(1999), 84면 참고.

37) 상장회사 표준정관 제10조 제1항 주식에서는 제3자 배정 한도와 관련하여 “본항 각호의 어느 하나에서 정한 ‘발행주식총수의 100분의 〇〇’는 실제 신주를 발행하는 시점의 발행주식총수를 기준으로 판단하며, 이 때 발행주식총수는 발행할 신주와 기 발행주식총수를 합산하여 계산함. 또한 각호의 어느 하나에 근거하여 이미 발행된 주식은 다음 발행한도 계산시 한도에서 차감하는 누적적 방식에 의해 계산함.”이라고 설명하고 있다.

III. 신주발행의 실체적 쟁점

1. 신주발행의 실체적 조건 일반

신주발행의 실체적 조건과 관련하여 상법 제416조에서는 회사가 그 성립 후에 주식을 발행하는 경우에는 다음의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정하도록 하고³⁸⁾, 다만 상법에 다른 규정이 있거나 정관으로 주주총회에서 결정하기로 정한 경우에는 그러하지 아니하다고 규정하고 있다.³⁹⁾ 그러므로 아래 사항이 상법에서 정하고 있는 신주발행의 실체적 조건의 기본적인 내용이다.

- ㄱ) 신주의 종류와 수
- ㄴ) 신주의 발행가액과 납입기일
- ㄷ) 무액면주식의 경우에는 신주의 발행가액 중 자본금으로 계상하는 금액
- ㄹ) 신주의 인수방법
- ㅁ) 현물출자를 하는 자의 성명과 그 목적인 재산의 종류, 수량, 가액과 이에 대하여 부여할 주식의 종류와 수
- ㅂ) 주주가 가지는 신주인수권을 양도할 수 있는 것에 관한 사항⁴⁰⁾

38) 이상훈, “합병비율 불공정과 구제수단 - 비판과 대안: 불공정의 재정의와 신주의 추가발행”, 『증권법연구』 제18권 제3호(2017), 70면에서는 합병비율 불공정으로 인한 주주의 손해를 보전하기 위해서 합병 소멸회사 주주 등의 회사에 대한 직접 신주발행청구권이 인정되어야 한다고 하나, 위 상법 규정 상 이사회에서 신주의 종류와 수를 명시적으로 결정할 경우에 한하여 신주발행이 허용되는 이상 위와 같은 견해는 현행법 상으로는 인정이 어렵다고 본다. 대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다73020 판결에서도 주식회사가 타인으로부터 돈을 빌리는 소비대차계약을 체결하면서 “채권자는 만기까지 대여금액의 일부 또는 전부를 회사 주식으로 액면가에 따라 언제든지 전환할 수 있는 권한을 갖는다”는 내용의 계약조항을 둔 경우, 달리 특별한 사정이 없는 한 이는 전환의 청구를 한 때에 그 효력이 생기는 형성권으로서의 전환권을 부여하는 조항이라고 보아야 하는바, 신주의 발행과 관련하여 특별법에서 달리 정한 경우를 제외하고 신주의 발행은 상법이 정하는 방법 및 절차에 의하여야만 가능하다는 점에 비추어 볼 때, 위와 같은 전환권 부여조항은 상법이 정한 방법과 절차에 의하지 아니한 신주발행 내지는 주식으로의 전환을 예정하는 것이어서 효력이 없다고 판시하였다. 같은 취지로 정진세, “채권의 주식전환 약정의 효력”, 『법률신문』 제3571호(2007), 15 면 참고.

39) 일반적으로 상법에서 이사회의 권한사항으로 규정하고 있는 사항에 대해서도 상법 제361조의 규정 및 주주총회의 최고기관성에 근거하여 정관에서 정한 경우 주주총회에서 이를 결정할 수 있다고 보는 것이 다수의 견해이며 (김홍기, 상법강의, 박영사, 2019, 487면; 권기범, 현대회사법론, 삼영사, 2017, 647면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 915면; 최기원, 상법학신론(상), 박영사, 2014, 688면; 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 287~288면; 최기원, 신회사법론, 박영사, 2012, 435면), 상법 제416조에서도 이러한 해석의 연장선 상에서 이사회의 권한 사항 중의 하나인 신주발행에 대해서도 주주총회에서 이를 결정할 수 있다는 점을 명문으로 인정하고 있다.

40) 현행 상법 및 자본시장법 상 미국 회사법이나 일본 회사법에서 인정되는 Naked Warrant 혹은 신주예약권의 발행은 인정되지 않고, 1) 주주배정 신주발행 시 신주인수권증권의 발행, 2) 상법 제516조의 2에 의한 분리형 신주인수권부사채의 발행에 따른 신주인수권 증권 발행 및 3) 상법 제340조의 2에 의한 주식매수선택권에 한하여 Warrant의 발행이 가능한 것으로 해석되고 있다. 분리형 신주인수권부사채의 경우 사모발행을 통해서 Warrant 금지 규제를 회피하고, 경영권 방어 내지 강화 목적의 제3자 배정 신주발행이 가능해질 수 있다는

나) 주주의 청구가 있는 때에만 신주인수권증서를 발행한다는 것과 그 청구기간

또한 위 ㄱ) 에서 규정하는 신주의 종류와 관련하여 보통주 외에도 상법 제344조 제1항에서는 회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식을 발행할 수 있다고 규정하고 있으므로 종류주식을 발행하는 경우에는 해당 종류주식의 조건을 추가적으로 규정하게 된다. 상법 상 종류주식 발행 시 정하게 되는 종류주식의 조건에 대해서는 상법 제344조 내지 제346조에서 구체적으로 규정하고 있다.

이외에 실무상으로는 위에서 살펴 본 상법에서 규정하는 전형적인 신주발행의 일반적 조건⁴¹⁾ 및 개별 종류주식의 구체적 조건 이외에 회사와 투자자가 신주발행계약을 체결함에 있어서 협상 경과에 따라 당사자 간의 합의에 기초하여 부가적인 조건을 규정하게 되는데, 신주발행은 개별적인 회사의 계약과는 달리 회사의 주식을 발행하는 단체적 성격의 자본거래라는 점에서 주주평등의 원칙 혹은 자본충실의 원칙 관점에서 위와 같은 부가적인 조건이 유효하여 회사에 대해서 구속력을 가지는지 여부가 자주 문제된다.

점에서 규제의 필요성이 있고, 실제로 상장회사에 대해서는 자본시장법 제165조의 10 제2항에서 분리형 신주인수권부사채의 사도발행을 금지하고 있다는 점에 대해서는 이승화·이주용, “실권주의 처리와 분리형 신주인수권부사채 발행 금지에 관한 소고”, 『BFL』 제61호(2013), 135면 참고. 신주인수권 증권의 세법 상 가액 평가도 문제가 되는데 기본적으로 주식 가액에서 주금 납입액을 공제하여 평가하되 신주발행으로 인한 희석효과를 고려한다(조성권, “신주인수권부사채 발행을 통한 신주인수권의 무상수증 및 그 무상수증이익의 계산방법”, 『BFL』 제34호(2009), 82면 이하; 하태홍, “2011. 4. 28. 선고 2008두17882 판결 해설”, 『대법원판례해설』 제87호(2011), 848면 이하 등).

- 41) 신주발행의 일반적 조건 중에서 가장 기본적인 사항은 신주의 발행가격에 대한 것이고, 특히 주식의 실질가치보다 낮은 저가발행의 경우 신주발행의 효력 및 이사의 주의의무 위반 여부에 대해서 논란이 많다. 또한 상법 제424조의 2에서 신주인수인이 이사와 통모하여 현저히 저가로 주식을 발행한 경우에 대해서는 별도의 구제수단을 두어서 신주인수인의 이익반환의무 및 이를 위한 대표소송 절차 등을 규정하고 있다. 저가발행의 경우 이사의 책임에 대해서는 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결(에버랜드 사건 판결)에서 신주배정과 제3자 배정 방식을 나누어서 후자의 경우에 한해서 이사의 의무 위반 및 회사의 손해가 문제되는 것으로 판시하였다. 같은 날 선고된 대법원 2009. 5. 29. 선고 2008도9436 전원합의체 판결(삼성 SDS 사건 판결)도 같은 취지이다. 이와 같은 판례를 비판하면서 주주배정과 제3자 배정을 구분하지 않고 이사가 적정한 가격에 신주를 발행할 의무를 위반한 경우에는 이사의 책임이 인정되어야 한다는 견해로는 박수현, “신주의 저가발행에 관한 논의 : 삼성 에버랜드와 SDS에 대한 판결을 중심으로”, 『기업법연구』 제24권 제3호(2010), 201면. 주주배정의 경우에도 실권주 배정 시에는 저가발행에 대한 이사의 위반이 인정되어야 한다는 견해로는 송옥렬, “신주의 저가발행에서 이사의 임무위배”, 『민사판례연구』 제33-1권(2011), 734면; 오영근, “신주 등의 저가발행과 배임죄의 성립 여부”, 정암 정성진박사 고회기념논문 「한국 형사법학의 이론과 실천」(2010), 544면; 이훈중, “전환사채의 저가발행과 배임죄에 관한 판례평석 : 삼성에버랜드 주식회사의 전환사채발행을 중심으로”, 『한양법학』 제29집(2010), 452면; 정채영, “실권된 주식·전환사채의 제3자 배정에 관한 문제점”, 『상사판례연구』 제22권 제4호(2009), 238면. 저가발행의 기준이 되는 적정 신주발행가격 산정 시 경영권 프리미엄을 고려하여야 한다는 견해로는 김영희, “삼성SDS의 신주인수권부사채 저가 발행 판결에 대한 검토”, 『기업지배구조연구』 제32호(2009), 62면.

2. 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정의 유효성

실무상으로 회사에 대한 구속력 여부와 관련하여 자주 문제되는 신주발행의 실체적 조건으로는 우선 신주발행계약 체결 시점 및 신주 납입대금 지급 시점에서의 회사의 상태에 대한 진술보장 조항 및 이에 대한 회사의 손해배상의무 조항을 들 수 있다.

가. 신주발행계약 상 회사의 진술보장 규정의 통상적인 내용 및 기능

M&A 를 위한 주식매매계약과 유사하게 회사와 투자자 간의 신주발행계약에 있어서도 회사의 상태에 대한 진술보장조항이 규정되는 경우가 많고, 주로 ㄱ) 회사의 설립의 유효성, ㄴ) 신주발행을 위한 이사회 결의 등 내부수권절차의 준수, ㄷ) 회사가 체결한 주요 계약상 신주발행을 금지하거나 상대방의 동의를 요하는 규정 등의 부존재, ㄹ) 회사의 기준재무제표의 적정성 및 우발채무 등의 부존재, ㄺ) 회사의 법령 위반 사실의 부존재, ㄻ) 회사의 중요 계약의 유효성 및 계약 위반 사실의 부존재, ㄼ) 회사의 주요 부동산에 대한 소유권 내지 사용권의 확보, ㄽ) 회사의 지적 재산권에 대한 소유권 내지 사용권의 확보, ㄾ) 근로관계법령의 준수 및 근로계약 위반 사실 등의 부존재, ㄿ) 세금 체납 사실의 부존재, ㅁ) 회사의 의무보험의 가입 및 주요 보험계약의 유효성, ㅂ) 공개목록에 기재된 사항 이외의 회사의 소송 및 잠재적 분쟁의 부존재 등이 규정된다.

위와 같은 신주발행계약 상의 진술보장 조항은 크게 두 가지 기능을 하게 되는데, 우선 거래의 선행조건으로서 신주 납입대금 납입 당시에 위 조항의 위반이 있어서는 안되고 위반 시에는 투자자가 납입대금의 납입을 거부할 수 있게 되며 계약에 대한 해제도 가능하게 하는 기능을 한다. 다음으로는 신주 납입대금 납입 및 신주 인수 이후에도 위 규정 위반이 밝혀지는 경우에는 주주가 회사에 대해서 진술보장 위반에 의한 손해배상을 청구할 수 있도록 하는 기능을 한다.⁴²⁾

선행조건 및 해제원인으로서의 진술보장 조항의 유효성에 대해서는 실무상 별다른 의문이 없다. 상법 상 주금납입 및 신주발행의 효력이 발생되기 전의 문제이므로 상법 상 신주발행의 효력에 대한 단체법적 처리와 관련이 없고, 단지 주금 납입의무 발생 여부를 당사자 간의 합의에 따라서 정하는 것이기 때문이다. 반면에, 주금납입 및 신주발행의 효력이 발생한 이후에 회사가 진술보장 위반을 이유로 투자자에게 손해배상의무를 부담하는지 여부는 일종의 주금의 환급에 해당할 수 있다는 점에서 신주발행의 효력 내지 자본충실의 원칙 관점에서 검토가 필요하다. ⁴³⁾

42) 이외에 진술보장이 투자자가 대상회사에 관하여 행하는 실사(due diligence)를 보충하고, 매도인 내지 발행회사로 하여금 중요한 정보를 공개하도록 하는 유인이 되며, 당사자 간 거래 협상의 전제로서 기능한다는 지적도 있다. 김태진, “M&A계약에서의 진술 및 보장 조항 및 그 위반”, 『저스티스』 제113호(2009), 34~35면 참고.

43) 자본충실의 원칙 등 위반으로 신주발행에 위법사유가 인정되는 경우 사전적으로는 상법 제424조의 신주발행유지청구권

나. 자본충실의 원칙 및 주금의 환급 금지의 원칙 상 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정의 유효성 여부 검토

상법 제421조에서는 이사는 신주의 인수인으로 하여금 그 배정한 주수에 따라 납입기일에 그 인수한 주식에 대한 인수금액의 전액을 납입시켜야 하고, 신주의 인수인은 회사의 동의 없이 신주에 대한 납입채무와 주식회사에 대한 채권을 상계할 수 없다고 규정하고 있다. 또한 상법 상으로는 상법 제438조 이하의 자본감소 절차를 거치는 경우와 상법 제432조 제1항에 신주발행무효의 판결이 확정된 때에 신주의 주주에 대하여 그 납입한 금액을 반환하는 경우 외에는 이미 주주가 납입한 주금을 반환하는 것이 불가능하다. 이는 주식회사의 자본충실의 원칙을 반영한 것으로 해석되는 것이 일반적이다.⁴⁴⁾

그런데 위와 같이 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정이 규정되어 있어서⁴⁵⁾, 회사의 진술보장 위반을 이유로 신주를 인수한 투자자가 회사에 대해서 손해배상을 청구하는 경우, 이는 실질적으로 보면 납입한 주금 일부의 환급에 해당할 수 있으므로 이를 허용하는 것이 위 상법 규정 및 그 기초가 되는 주식회사의 자본충실의 원칙 상 허용되는 것인지 여부가 문제된다.⁴⁶⁾

및 이에 기반한 신주발행 유지가처분, 사후적으로는 상법 제429조의 신주발행무효소송의 사유가 될 수 있다. 위법한 신주발행에 대한 구제수단에 대한 상세한 설명은 김영곤, “불공정한 신주발행과 구제수단”, 『기업법연구』 제15집(2003), 11면 이하 및 김지안, “신주발행에 있어서 신주인수권 기타 주주보호수단에 관한 연구”, 서울대학교 법학석사 학위논문(2013), 130면 이하 등 참고.

44) 김건식·노혁준·천경훈, 『회사법』, 박영사, 2020, 74면; 송옥렬, 『상법강의』, 홍문사, 2020, 745면; 정찬형, 『상법강의(상)』, 박영사, 2020, 652~653면.

45) 진술보장 규정 위반에 따른 손해배상의 법적 성질에 대해서 대법원 2018. 10. 12. 선고 2017다6108 판결 및 대법원 2018. 7. 20. 선고 2015다207044 판결에서는 매도인이 대상회사의 상태에 관하여 사실과 달리 진술·보증을 하고 이로 말미암아 매수인에게 손해를 입힌 경우에는 계약상 의무를 이행하지 않은 것에 해당하므로 일종의 채무불이행 책임이 성립한다고 하면서, 계약서에 진술·보증 조항과 그 위반으로 인한 손해배상 조항이 함께 있다면 그 조항에 따른 손해배상책임을 인정하여야 하고, 무과실책임인지 아니면 민법 제390조 단서가 적용되는 과실책임인지는 계약 내용과 그 해석에 따라 결정해야 한다고 하였다(이영선, “진술 및 보장 위반에 따른 책임의 범위와 제한”, 『BFL』 제93호(2019), 79면). 이에 대해서 ㄱ) 진술보장 규정 위반에 따른 책임은 주식매매계약의 목적물인 주식의 하자에 대한 책임이므로 민법 제580조 이하의 하자담보책임으로 보아야 한다는 견해(김홍기, “M&A 계약 등에 있어서 진술보장조항의 기능과 그 위반 시의 효과”, 『상사판례연구』 제22권 제3호(2009), 78~80면; 이동진, “기업인수계약상 진술·보증약정위반과 인수인의 악의”, 『서울대학교 법학』 제57권 제1호(2016), 194면), ㄴ) 주식매매계약 상의 약정 위반에 따른 손해배상책임으로 보는 견해(김태진, “M&A계약에서의 진술 및 보장 조항 및 그 위반”, 『저스티스』 제113호(2009), 49면; 임철현, “진술보장 위반책임을 본질”, 『법학연구』 제30권 제3호(2019), 173면) 및 ㄷ) 귀책사유를 요하는 채무불이행이 아니라 비전형계약으로서 손해담보약정 위반에 따른 계약책임이라는 견해(천경훈, “진술보장조항의 한국법상 의미”, 『BFL』 제35호(2009), 89면)가 있다. 그러나 주식매매계약에서 진술보장 내용은 회사 자체에 대한 내용 혹은 매도인에 대한 내용도 있기 때문에 매매목적물인 주식의 하자과 동일시하기는 어렵고, 주식매매계약에서 매도인이 진술보장의무를 부담하였고 이러한 의무 위반에 대한 책임으로 손해배상책임이 인정되는 것이므로 귀책사유와 무관한 손해담보약정 위반이라기보다는 채무불이행에 의한 손해배상책임으로 보는 것이 타당하다고 생각한다. 더구나 신주발행계약은 해당 신주가 존재하지 않는 상태에서 체결되는 것이므로 대상 신주의 매매라고 보기 어려워서 매도인의 담보책임 규정이 적용된다고 보기 어렵다.

위 쟁점에 대해서는 이론적인 논란이 있을 수 있으나 아래와 같은 점에서 자본충실의 원칙이나 주금의 환급금지 규정 등을 이유로 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정까지 무효라고 보기는 어렵다고 생각된다.

우선, 자본시장법 상의 증권신고서 허위 또는 부실기재에 따른 회사의 손해배상 규정을 고려할 때, 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정까지 무효라고 보기는 어렵다. 신주발행과 관련하여 자본시장법 제9조 제7항의 모집에 해당하는 경우 공모 규정에 따라서 발행회사가 동법 제119조에 의하여 증권신고서를 제출하게 된다. 그런데 자본시장법 제125조 제1항에서는 증권신고서와 투자설명서 중 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 증권신고서의 신고인인 발행회사와 신고 당시의 발행인의 이사 등은 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다고 명시하고 있다. 다만, 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 예외이다. 실제로 증권신고서에는 발행회사의 최근 재무제표를 비롯하여 위에서 언급한 신주발행계약에서 회사의 상태에 대한 진술보장조항에 포함되는 대부분의 사항이 기재된다. 그러므로 이에 대해서 허위의 기재 또는 투자 판단에 있어서 중요한 사항⁴⁷⁾의 기재 누락이나 부실 기재 등이 있는 경우는 대부분 신주발행계약에 있어서의 진술보장조항 위반이 발생하는 경우와 실질적으로 동일한 상황인 경우가 많다. 발행회사가 신주를 공모발행하는 경우 증권신고서를 제출하도록 하는 이유 자체가 회사가 불특정 다수의 투자자에 대해서 신주를 공모하는 경우 투자자가 정보 비대칭에 따른 손해를 보지 않도록 발행회사가 회사에 대한 중요한 정보를 공시하도록 하고, 해당 공시에 허위 또는 부실기재가 있는 경우에는 투자자의 손해를 배상하도록 하는 것이다.⁴⁸⁾ 발행회사가 특정한 투자자에게 신주를 발행하는 사모

46) 이러한 문제는 신주발행무효의 소에 의해서 신주발행이 무효가 되어서 주금이 환급되는 경우에도 동일하게 발생하는데, 이 경우 자본증가를 신뢰하고 회사에 대한 채권을 취득한 채권자를 보호하기 위해서 자본감소 절차에 준하는 채권자 보호절차를 준용할 필요가 있다는 견해로는 양만식, “신주의 발행과 주주의 지배적 이익에 관해서”, 『법학논총』 제36권 제2호(2012), 728면. 그러나 상법에 명문의 준용규정이 없는 상황에서 채권자에게 변제 내지 상당한 재산의 담보제공 내지 신탁을 청구하여 채권금액을 회수하거나 그 신용을 보장할 수 있는 권리를 주는 채권자 보호절차를 허용하는 것은 회사에게 불측의 손해를 야기할 수 있고, 무효가 된 신주발행을 신뢰하고 채권을 취득하였는지 여부를 판단하는 것도 실무상 분쟁의 여지가 상당히 있다고 생각된다.

47) 대법원 2015. 12. 23. 선고 2013다88447 판결에서는 자본시장법 제125조의 중요사항이란 ‘투자자의 합리적인 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항’(자본시장법 제47조 제3항)을 말하는 것으로서, 이는 합리적인 투자자가 금융투자상품과 관련된 투자판단이나 의사결정을 할 때에 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항을 의미한다고 하고, 나아가 어떠한 사항이 합리적인 투자자가 중요하게 고려할 상당한 개연성이 있는 사항에 해당하는지는 그 사항이 거짓으로 기재·표시되거나 기재·표시가 누락됨으로써 합리적인 투자자의 관점에서 이용할 수 있는 정보의 전체 맥락을 상당히 변경하는 것으로 볼 수 있는지에 따라 판단하여야 한다고 판시하고 있다. 중요사항의 의미에 대해서는 임재연, 자본시장법, 박영사, 2020, 511~512면 참고.

발행의 경우에는 이러한 증권신고서 규제를 통한 보호를 받을 수 없기 때문에 정보비대칭으로 인한 불공정한 손해의 발생가능성을 줄이기 위해서 신주발행계약 상의 진술보장 및 손해배상 조항을 두는 것이고, 사실 공모의 경우에 한해서 증권신고서 규제를 두는 취지도 사모의 경우에는 투자자가 협상력이 있어서 신주발행계약을 통해서 보호를 받을 수 있는 경우가 많기 때문이다. 49) 그러므로 만약 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정이 상법 상의 자본충실의 원칙 등에 비추어 무효라면, 위 자본시장법 상의 증권신고서 허위 기재 등에 의한 회사의 손해배상 규정도 무효라고 보지 않을 수 없다. 따라서 자본시장법 상의 증권신고서 규제 및 손해배상 조항의 존재 자체가 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 위반으로 인한 손해배상은 상법 상의 자본충실의 원칙 등에 반하지 않는다는 점에 대한 근거가 된다고 생각된다.⁵⁰⁾ 위 자본시장법 규정은 상장 여부를 불문하고 공모 신주발행을 하는 경우에는 모두 적용되므로, 상장회사와 비상장회사 모두 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정이 무효라고 보기는 어렵다.

다음으로 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정은 회사와 투자자 간에 신주발행 가액 및 조건 결정에 있어서의 불확실한 손해 위험을 적절히 분배하는 기능을 하므로⁵¹⁾, 이러한 진술보장 및 손해배상 약정을 통해서 회사가 보다 유리한 조건으로 신주를 발행할 수 있어서 상법 상의 자본충실의 원칙 등에 오히려 부합한다고 볼 여지도 있다는 점이다. 회사가 신주발행계약 상의 진술보장에 기재된 사항에 대해서는 그 위반으로 인한 손해에 대한 위험을 부담하기로 함으로써, 해당 손해의 실제 발생 가능성 및 그 손해액의 불확실성을 투자자가 감수하지 않게 되고, 그에 따라서 보다 높은 신주발행가격을 투자자가 수용할 수 있게 되기 때문이다. 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결에서도 주주배정의 방법이 아니라 제3자에게 인수권을 부여하는 제3자 배정방법의 경우, 제3자에게 시가보다 현저하게 낮은 가액으로 신주 등을 발행하는 경우에는 시가를 적정하게 반영하여 발행조건을

48) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2020, 947면.

49) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2020, 442~451면.

50) 같은 취지의 견해로 허영만, “M&A계약과 진술보장 조항”, 『BFL』 제20호(2006), 18면; 김흥기, “M&A 계약 등에 있어서 진술보장조항의 기능과 그 위반 시의 효과”, 『상사판례연구』 제22권 제3호(2009), 76면. 신주발행계약의 계약사항 위반에 대한 손해배상에 대해서 그 유효성을 인정하면서 주금환급금지 혹은 자본충실의 원칙 등이 적용되지 않는다고 한 판례로는 서울고등법원 2010. 6. 18. 선고 2009나106708 판결.

51) 김태진, “M&A계약에서의 진술 및 보장 조항 및 그 위반”, 『저스티스』 제113호(2009), 40면; 허영만, “M&A계약과 진술보장 조항”, 『BFL』 제20호(2006), 18면; 김태진, “M&A계약의 진술 및 보장 조항에 관한 최근의 하급심 판결 분석”, 『고려법학』 제72호(2014), 431면; Neil Sinclair, Warranties and Indemnities on Share Sales, Longman, 1992, P.2 (1992); 김상곤, “진술 및 보장 조항의 새로운 쟁점”, 『상사법연구』 제32권 제2호(2013), 89면. 대법원 2018. 7. 20. 선고 2015다207044 판결에서도 M&A 계약에서 진술 및 보증 조항을 둔 목적은, 계약 종결과 이행 이후 진술 및 보증하였던 내용과 다른 사실이 발견되어 일방 당사자에게 손해가 발생한 경우에 상대방에게 그 손해를 배상하게 함으로써, 불확실한 상황에 관한 경제적 위험을 배분하고 사후에 현실화된 손해를 감안하여 매매대금을 조정할 수 있게 하기 위한 것이라고 판시하였다.

정하거나 또는 주식의 실질가액을 고려한 적정한 가격에 의하여 발행하는 경우와 비교하여 그 차이에 상당한 만큼 회사의 자산을 증가시키지 못하게 되는 결과가 발생하는데, 이 경우에는 회사법상 공정한 발행가액과 실제 발행가액과의 차액에 발행주식수를 곱하여 산출된 액수만큼 회사가 손해를 입은 것으로 보아야 하고, 이와 같이 현저하게 불공정한 가액으로 제3자 배정방식에 의하여 신주 등을 발행하는 행위는 이사의 임무위배행위에 해당하는 것이라고 판시하였다. 즉 주주배정의 방식이 아니라 특정한 투자자와 신주발행계약 등을 통해서 제3자 배정 발행 조건을 협상하는 경우 회사 이사는 주식의 실질가치를 반영하여 신주발행이 이루어지도록 할 의무를 부담하고, 이러한 의무 위반이 있는 경우 민,형사상 책임이 문제될 수 있다. 그러므로 그러한 과정에서 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정을 통해서 회사와 투자자 간에 위험을 적정하게 분배하고, 신주발행가격을 극대화하는 것이 이사의 의무이행을 위하여 필요할 수 있고, 이를 상법 상의 자본충실의 원칙 위반으로 무효라고 한다면 이사가 위와 같은 의무를 이행하는 것을 불가능하게 하는 것이어서 합리적인 해석이라고 볼 수 없다. 물론 과도한 진술보장 및 손해배상약정을 통해서 회사에 손해가 발생하는 것은 문제가 될 수 있겠지만, 오히려 위와 같은 관점에서는 이는 제3자 배정 방식의 신주발행에 있어서 회사에 유리한 조건을 발행을 할 의무를 부담하게 하는 위 판례 상으로도 이사의 주의의무 내지 충실의무 위반이므로 그러한 관점에서 제제가 가능할 수 있다. 또한 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 사항은 대부분 회사의 영업 및 재무상태를 잘 아는 이사의 입장에서는 명확히 확인이 가능하고 진술보장 조항을 두어도 이에 대한 위반 혹은 그로 인한 손해배상의 발생 가능성이 높지 않다는 점을 인정할 수 있는 사항이지만, 회사의 상황을 깊이 있게 알지 못하는 투자자 입장에서는 회사의 진술보장 및 손해배상 조항으로 보호받지 못한다면 신주발행 여부 혹은 신주발행 가액 등 조건에 대해서 판단이 어려운 경우가 많다. 즉, 이러한 정보비대칭으로 인한 의사결정의 비효율을 제거하고 신속하고 효율적이 회사의 자본조달을 가능하게 하는 기능을 하기 때문에 그러한 점에서도 그 유효성을 인정할 필요가 있고, 회사의 자본충실의 원칙에 반한다고 하기도 어렵다. 또한 신주발행계약 실무 상으로는 진술보장 위반으로 인한 손해배상은 신주발행금액의 10% 내지 20% 등으로 배상 한도를 두는 경우가 많기 때문에 가사 회사 이사들의 예상과 달리 진술보장 위반이 발생한다고 하더라도 그로 인한 회사의 자금 유출은 제한이 가능하고, 또 이러한 진술보장이 없는 경우에는 신주 발행 자체를 투자자가 거부하거나 회사가 제한한 가격보다 상당히 할인된 가격으로 신주에 투자할 가능성이 높으므로 결국 회사 입장에서는 진술보장 위반이 발생하여 추후 손해를 배상하는 경우보다 더 손해가 될 수도 있다. 예를 들어서 회사가 제조하는 제품에 하자가 있어서 제조물 책임 등이 문제될 수 있을 경우, 투자자 입장에서는 그 손해발생의 정도를 예측하기 어렵기 때문에 신주발행에 투자하기가 불가능할 수 있고, 이 경우 위 제품의 하자의 내용 및 손해발생 가능성에 대해서 보다 많은 정보를 가지고 있는 회사 경영진 측에서 이에 대한 진술보장을 투자자에게 제공하고

실제 제조물 책임이 문제되어서 진술보장 위반이 발생하는 경우 일정 한도 내에서 회사가 투자자에게 손해를 배상하는 것으로 하여서 위험을 배분한다면 회사가 보다 신속하게 높은 신주 발행가격으로 신주발행을 할 수 있다. 그러한 측면에서 앞서 본 자본시장법 제125조 제1항에서는 증권신고서의 허위 기재 내지 부실 기재에 대해서도 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 증권의 취득자가 취득의 청약을 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의무가 없다고 규정하고 있으나, 불특정 다수에 대한 회사의 일방적인 증권신고서 공시의 경우와 달리 특정 투자자가 회사가 협상을 통해서 신주발행계약을 체결하는 경우에는 투자자가 위험의 존재 자체는 알고 있지만 그로 인한 손해가 발생하는 경우 그 손해액 등에 대해서 예측이 어려워서 이를 신주발행가격에 직접 반영하지 않고 진술보장 및 손해배상규정을 두는 경우도 있을 수 있으므로 투자자가 위험의 존재를 알았다고 하여서 위 규정이 무효라고 보기도 어렵다고 생각된다.⁵²⁾

52) 대법원 2015. 10. 15. 선고 2012다64253 판결에서는 M&A 계약에서의 진술보증 조항 위반에 대해서 매수인이 이를 알았거나 해당 위반 사실 발생에 매수인이 관여한 경우에도 매도인의 손해배상책임이 인정될 수 있다는 취지로 판시하였다. 같은 취지의 미국 판례로는 CBS, Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co., 53 N.E. 2d 997 (N. Y. 1990)이 있고, 반면에 Galli v. Metz, 973 F.2d 145, 150-51, 2d Cir. (1992)에서는 매수인이 매도인이 제공한 사실관계를 충분히 알고 주식매수거래를 진행한 경우에는 종결하였으므로 계약 상 명시적인 반대규정이 없는 이상 그 권리를 포기한 것으로 보아야 한다는 취지로 판시하였다. 판결실무상 진술보증 위반을 매수인이 안 경우에도 손해배상청구를 하는 경우를 Sandbagging이라고 하고, M&A 계약에서 이를 금지하는 규정을 두는 경우를 Anti-Sandbagging 규정이라고 하고, 이를 적극적으로 허용하는 규정을 두는 경우를 Pro-Sandbagging 규정이라고 한다(서완석, “미국의 진술 및 보장 조항에 관한 최근 동향”, 「선진상사법률연구」 제67호(2014), 109면 이하). M&A 계약에서 위와 같은 명시적인 규정이 없는 경우 Sandbagging이 허용될 수 있는지에 대해서는, ㄱ) 진술보장의 위험 분배 기능 및 진술보장 위반은 민법 제390조의 채무불이행책임이고 민법 제580조 제1항 단서의 악의의 매수인의 담보책임 제한 규정은 적용이 없다는 점에서 악의의 매수인도 손해배상청구가 가능하다는 견해(김태진, “M&A계약에서의 진술 및 보장 조항 및 그 위반”, 「저스티스」 제113호(2009), 54면), ㄴ) 원칙적으로 가능하고, 다만 예외적으로 신의성실의 원칙 내지 권리남용 금지의 원칙 위반에 이를 정도의 악의적인 사정이 매수인에게 인정되면 부정된다는 견해(허영만, “M&A계약과 진술보장 조항”, 「BFL」 제20호(2006), 32~33면; 허진용·정영민, “진술 및 보장 위반에 대한 악의의 매수인의 손해배상청구 허용 여부”, 「울춘판례연구」 (2017), 267면 등이 있고, 이준기, “M&A계약의 주요 조항과 법적 쟁점 : 진술 및 보장 위반에 관한 매수인의 악의의 법적 효과”, 「BFL」 제68호(2014), 30면에서는 위 견해에 따르면 신의칙 위반의 기준으로 매수인이 진술보장 위반 사실을 인지하고 이를 가격에 반영하였는지 여부를 제시하고 있음.) 및 ㄷ) 악의의 매수인에 대한 보호 필요성 결여 및 진술보장 위반을 인지한 경우에는 협상을 통해서 이를 가격에 반영하는 등 이익 보호를 위한 노력을 하여야 한다는 이유로 이를 부정하는 견해(김흥기, “M&A 계약 등에 있어서 진술보장조항의 기능과 그 위반 시의 효과”, 「상사판례연구」 제22권 제3호(2009), 76면; 정영철, “주식매수인이 악의인 경우 진술과 보장위반을 이유로 한 손해배상청구가 가능한지 여부”, 「선진상사법률연구」 제73호(2016), 215~216면) 등이 있다. 앞서 살펴 본 대법원 2018. 10. 12. 선고 2017다6108 판결의 취지와 같이 진술보장 위반은 일반적인 채무불이행 책임으로 보아야 하고, 특히 신주발행계약은 주식매매계약과는 차이가 있어서 민법 제580조의 매도인의 담보책임규정이 바로 적용되기 어렵다. 또한 진술보장위반사실을 아는 경우에도 그 손해가 현실화되지 않은 경우에는 이를 바로 신주발행가격에 반영하기도 어려우므로, 이를 가격 조건에 반영하지 못한 것으로 신의성실의 원칙 위반이라고 단정하기는 어렵다. 그러므로 신주발행계약 상 명시적인 Anti-Sandbagging 규정이 없는 경우에는, 권리남용이나 신의성실의 원칙 위반에 이를 정도의 예외적인 특별한 사정이 없는 이상 투자자의 악의를 이유로 진술보장 위반에 따른 책임이 부정된다고 보기는 어렵고, 이러한 해석이 진술보장 조항의 위험분배 기능에도 부합한다고 생각된다.

다만, 아직 이에 대한 명확한 대법원 판례가 없는 상황이므로, 실무적으로는 위와 같은 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상약정이 상법 위반으로 인하여 무효로 될 위험이 있다는 점을 고려하여 신주인수계약 혹은 이외 연계된 주주간 계약에서 회사의 기존 대주주 등 회사 이외의 자로부터도 회사에 대한 동일한 진술보장을 받고 그 위반 시 회사와 기존 대주주 등이 연대하여 손해배상의무를 부담하도록 하는 방식으로 투자자가 보호받을 수 있도록 하고 있다.

3. 신주발행계약에 있어서 회사의 특정 주주에 대한 확약의무 제공 가능 여부

가. 신주발행계약 상 회사의 확약의무 규정의 통상적인 내용 및 기능

공동투자를 통한 합작투자계약과 유사하게 회사와 투자자 간의 신주발행계약에 있어서도 투자자의 투자 및 신주발행 이후에 회사의 경영에 관한 투자자의 관여 및 정보제공 등을 보장하기 위하여 일정한 확약의무 조항이 규정되는 경우가 있다.⁵³⁾ 주로 ㄱ) 회사의 임원 선임 내지 이사회 구성 등에 대한 투자자의 임원 지명권, ㄴ) 회사의 사업계획 확정, 기업공개(IPO), 합병, 분할, 영업양수도, 해산 등 회사의 중요한 의사결정사항, 회사의 관계사 거래 등 이해충돌 관련 사항 혹은 주주총회 특별결의사항 등에 대한 투자자의 동의권 내지 거부권 혹은 회사의 투자자에 대한 사전통지 및 협의의무, ㄷ) 회사의 부채비율 내지 유동성 비율 등 특정 재무비율의 유지의무, ㄹ) 회사의 사업연도별 혹은 분기별 결산자료 및 재무정보, 재무제표 등에 대한 투자자의 정보요청권 내지 회사의 정보제공의무 등이 규정된다.

위와 같은 신주발행계약 상의 확약의무 조항은 크게 두 가지 기능을 하게 되는데, 우선 투자 이후 회사의 중요한 의사결정에 대해서 투자자가 관여할 수 있게 하여서 대상회사의 가치를 유지하고 투자자의 손해를 방지하는 기능을 한다. 다음으로는 투자자의 투자자금 회수 혹은 이익보장을 가능하게 하는 기능을 한다. 대상회사의 대주주가 회사 주식을 매각하여 경영권이 변동되는 경우, 투자자 입장에서는 투자의 전제가 변동되고 향후 독자적으로 주식을 매각하여 투자자금을 회수하기가 어렵게 될 수 있는데, 위와 같은 회사에 대한 확약이행 청구권이 있는 경우에는 이러한 상태로 회사 경영권을 매각하는 것은 현실적으로 어렵기 때문에 대주주가 주식 매각 과정에서 어떠한 형태로든 투자자의 협조를 구할 수 밖에 없고 이를 위한 협상 과정에서 동반매각 등 투자자의 투자자금 회수 혹은 이익보장이 가능해지게 되기 때문이다.

그러나 실제로 위와 같이 일부 주주에 대해서만 명시적으로 회사가 경영관여를 허용하는 것은 주주평등의 원칙 및 회사의 의사결정과 관련한 이사회 내지 주주총회의 의사결정 관련 규정과 배치될 수 있어서 그 효력 여부에 대한 검토가 필요하다.

53) 문호준, “합작 계약의 주요쟁점-최근의 회사법 개정 사항을 중심으로-”, 『국제거래법연구』 제21권 제1호(2012), 32면.

나. 주주평등의 원칙 상 신주발행계약 상 회사의 확약의무 규정의 유효성 여부

신주발행계약 상의 회사의 특정 주주에 대한 확약의무 규정이 상법 상 주주평등의 원칙 및 이에 기반한 1주 1의결권의 원칙 등 회사의 의사결정 관련 규정에 비추어 유효하다고 볼 수 있는지 여부가 문제된다.

주주평등의 원칙이란, 주주는 회사와의 법률관계에서는 그가 가진 주식의 수에 따라 평등한 취급을 받아야 함을 의미한다. 이를 위반하여 회사가 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효이다.⁵⁴⁾ 그리고 회사의 의사결정과 관련하여 주주평등의 원칙이 반영된 것이 상법 제369조 제1항의 1주 1의결권의 원칙이고, 상법 제344조의3에서 이에 대한 예외로 의결권이 없는 종류주식이나 의결권이 제한되는 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 의결권을 행사할 수 없는 사항과, 의결권행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정하도록 엄격히 규정하고, 위와 같은 종류주식의 총수는 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못하도록 하고 있다. 또한 위 의결권 제한 종류주식 이외에 차등 의결권 주식 등 1주 1의결권의 원칙과 배치되는 주식의 발행은 허용되지 않는 것으로 해석된다.⁵⁵⁾

그러므로 신주발행계약을 통해서 회사가 특정 주주에게 그 의결권 지분과 상관 없이 일정 수 이상의 임원에 대한 지명권한을 부여하거나, 회사의 중요한 의사결정에 대한 동의권 내지 정보제공 요구권을 부여하는 것은 위와 같은 상법 상의 주주 의사결정 원칙에 반한다는 문제 제기가 가능하다.

이에 대해서는 계약자유의 원칙 및 회사의 투자 유치의 필요성 등을 고려해서 신주인수계약 상 회사의 확약의무 규정의 유효성을 인정해야 한다는 견해도 가능하다. 그러나 위와 같은 확약의무 규정을 허용할 경우 투자자가 회사에 대한 경제적 이해관계의 비율을 초과해서 회사 의사결정에 관여할 수 있게 되고, 경우에 따라서는 적은 지분으로 회사와 이해관계가 별로 없는 상태에서 회사 자체의 이익을 위해서가 아니라 주주 자신의 개인적인 이익을 위해서 회사의 이익에 배치되는 의사결정을 하거나 회사에게 이익이 되는 거래를 저지하는 등 회사 의사결정의 왜곡이 일어나게 되는 문제가 생기게 된다.⁵⁶⁾ 그러므로 회사 자체가 위와 같은 확약의무의 주체가 되는 것은 유효하다고 보기 어렵다고 해석하는 것이 합리적이라고 생각된다.

54) 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920, 9937 판결 등 참고.

55) 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 『법경제학연구』 제12권 제1호(2015), 7~8면; 이양복, “차등의결권주 도입론에 대한 법적 고찰”, 『기업법연구』 제31권 제2호(2017), 93면; 정혜련, “차등의결권에 관한 소고-각국의 입법, 태도의변화, 그리고 기업의 효율성을 중심으로”, 『기업법연구』 제29권 제2호(2015), 81~82면.

56) 회사에 대한 경제적 이해관계 혹은 그 지분비율과 의결권 비율 내지 회사 경영관여 권한의 정도에 괴리가 있는 경우에는 이러한 의사결정 왜곡의 문제가 발생할 수 있다. 김지평, “주식에 대한 이해관계와 의결권의 분리에 대한 소고”, 『BFL』 제44권 제0호(2010), 41~42면; 엄세용, “의결권 신탁의 자본시장 활용 및 규제”, 『증권법연구』 제19권 제2호(2018) 48~58면; 최민용, “주식 등의 대량보유자의 재검토: 의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로”, 『상사법연구』 제26권 제2호(2007), 475~483면; Mike Burkart & Samuel Lee, “One Share-One Vote: the Theory, 12 Rev. Fin. 1(2008), p.3.

실무 상으로도 이러한 문제제기의 가능성을 고려하여 보통 임원 지명권 내지 동의권 등의 규정은 회사 외에 대주주와도 주주간 계약을 통해서 확약의무를 부여하여 회사에 대한 투자자의 권한행사가 불가능하게 될 경우 주주간 계약 위반을 이유로 대주주에게 손해배상을 청구할 수 있도록 하여 이를 간접적으로 강제하는 방법이 많이 사용된다.

실제로 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920, 9937 판결에서도 같은 취지로, 갑 주식회사와 그 경영진 및 우리사주조합이 갑 회사의 운영자금을 조달하기 위하여 을과 '을은 우리사주조합원들이 보유한 갑 회사 발행주식 중 일부를 액면가로 매수하여 그 대금을 갑 회사에 지급하고, 이와 별도로 갑 회사에 일정액의 자금을 대여하며, 갑 회사 임원 1명을 추천할 권리를 가진다'는 내용의 주식매매약정을 체결하였고, 그 후 갑 회사가 을과 '을이 위 임원추천권을 행사하는 대신 갑 회사가 을 및 그의 처인 병에게 매월 약정금을 지급한다'는 내용의 약정을 체결하여 을 등에게 매월 약정금을 지급하였는데, 갑 회사가 위 약정금 지급약정이 주주평등의 원칙에 반하여 무효라고 주장하면서 약정금의 지급을 중단하고 부당이득반환을 구한 사안에서, 을이 임원추천권을 가지게 된 것은 자금난에 처한 갑 회사에 주식매매약정에 따라 주식매매대금과 대여금으로 운영자금을 조달해 준 대가이므로, 임원추천권 대신 을 등에게 약정금을 지급하기로 한 위 지급약정도 그러한 운용자금 조달에 대한 대가라고 볼 수 있고, 이와 같이 을 등이 지급약정에 기해 매월 약정금을 받을 권리는 주주 겸 채권자의 지위에서 가지는 계약상 특수한 권리인 반면, 을 등은 주식매매대금을 지급하고 주식을 매수한 때부터 현재까지 갑 회사의 주주이고, 이러한 주주로서의 권리는 주식을 양도하지 않는 이상 변함이 없으므로, 을 등이 갑 회사로부터 적어도 운영자금을 조달해 준 대가를 전부 지급받으면 갑 회사 채권자로서의 지위를 상실하고 주주로서의 지위만을 가지게 되는데, 채권자의 지위를 상실하여 주주에 불과한 을 등에게 갑 회사가 계속해서 지급약정에 의한 돈을 지급하는 것은 갑 회사가 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 주주인 을 등에게 부여하는 것으로 주주평등의 원칙에 위배된다고 판시하였다.

4. 전환우선주 등에 있어서의 전환가격 조정 조항 등 신주 인수 이후의 주식가치 변동에 대한 손실보전 약정 가능 여부

앞서 살펴 본 신주발행계약에 있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정은 신주발행 시점 혹은 그 이전에 발생한 회사의 위험에 대해서 투자자를 보호하기 위한 규정이다. 바꾸어 말하면, 신주발행 시점에 이미 존재하고 있는 회사의 위험에 대해서 회사가 진술보장을 제공하여 투자자를 보호하고, 대신 보다 유리한 조건으로 신주발행가격이나 다른 신주발행 조건을 설정하여 투자 유치를 촉진하는 기능을 한다. 위와 같은 계약의 유효성에 대해서는 이론적인 논란이 있을 수 있으나 자본충실의 원칙이나 주금의 환급금지 규정 등을 이유로 신주발행계약에

있어서 회사의 진술보장 및 투자자 손해배상 약정까지 무효라고 보기는 어렵다는 점은 앞서 분석한 바와 같다.

반면에 신주발행계약에 있어서 신주발행 이후에 회사에 발생하는 위험 내지 기업가치의 하락에 따른 손실을 보전해 주는 기능을 하는 규정도 있다. 가장 직접적인 것은 기업 가치 내지 주식 가치의 하락이 있는 경우 이를 금전으로 주주에게 보상해 주는 규정을 생각해 볼 수 있지만, 이는 주금의 환급금지 원칙 상 허용되기 어렵다.⁵⁷⁾ 실무에서 많이 활용되는 방안은 상법 제346조의 전환주식을 발행하면서 그 보통주식으로의 전환가액을 조정하여 전환주식 발행 이후의 기업가치 하락에 대해서도 전환주식 주주가 손실을 보지 않도록 하는 것이다.⁵⁸⁾

이와 같이 주주가 회사의 신주에 투자를 한 이후의 회사 경영에 따른 주식 가치 변동에 대해서는 주주가 그 위험을 부담하는 것이고 회사가 이를 보전해 주는 것은 부당하다는 문제제기가 있을 수 있고 그러한 측면에서 위와 같은 약정의 유효성 여부가 문제될 수 있다.

가. 전환가액 조정의 필요성 및 유형

위와 같이 보통주식으로의 전환가액을 하향 조정하는 것은 이를 통해서 전환주식 발행 후에 주식가치가 하락한 경우에도 전환을 통해서 받는 보통주식의 수량을 늘릴 수 있어서 전환주식 주주가 손실을 보지 않도록 하기 위함이다. 상법 제348조에서는 전환으로 인하여 신주식을 발행하는 경우에는 전환 전의 주식의 발행가액을 신주식의 발행가액으로 한다. 그러나 이는 전체 전환주식의 발행 가액 총액이 그로 인하여 전환되는 보통주식의 발행가액 총액과 같아야 한다는 의미이므로⁵⁹⁾, 전환주식 1주 당 보통주식 전환가액을 하향 조정하는 경우에는 보통주식

57) 상법 제432조 제1항에서는 신주발행무효의 판결이 확정된 때에는 회사는 신주의 주주에 대하여 그 납입한 금액을 반환하여야 한다고 규정하여, 신주발행이 무효가 되지 않은 경우에는 주금의 환급을 금지하고 있다. 정동윤, 주석상법(회사 IV), 한국사법행정학회, 2014, 196면. 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38178 판결에서는 회사가 직원들을 유상증자에 참여시키면서 퇴직시 출자 손실금을 전액 보전해 주기로 약정한 경우, 그러한 내용의 '손실보전합의 및 퇴직금 특례지급기준'은 유상증자에 참여하여 주주의 지위를 갖게 될 회사의 직원들에게 퇴직시 그 출자 손실금을 전액 보전해 주는 것을 내용으로 하고 있어서 회사가 주주에 대하여 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하는 셈이 되고 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하는 것으로서 주주평등의 원칙에 위반되어 무효라고 하면서, 위 약정 체결 시점이 위 직원들의 주주자격 취득 이전이라 할지라도 그들이 신주를 인수함으로써 주주의 자격을 취득한 이후의 신주매각에 따른 손실을 전보하는 것을 내용으로 하는 것이므로 주주평등의 원칙에 위배되는 것으로 보아야 하고, 위 손실보전약정 당시 그들이 회사의 직원이었을 뿐만 아니라 시가가 액면에 현저히 미달하는 상황이었다는 사정을 들어 달리 볼 수는 없다고 하였다.

58) 이외에 신주 발행 시 주주간 계약을 통해서 대주주와 투자대상 주식에 대하여 일정한 가격으로 Put Option 계약을 체결하여 주가 하락에 따른 손실을 대주주로부터 보상 받는 방안도 많이 사용되지만, 이는 회사와의 신주발행계약이 아니라 대주주와의 주주간 계약에 포함되는 것이므로 본 논문에서는 상세히 분석하지 않는다.

59) 김진식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020, 172면; 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020, 808면; 이철승, 회사법강의, 박영사, 2020, 310면; 한원규·이제환, "상환주식과 전환주식의 법적 성질", 「증권법연구」 제3권 제1호(2002), 298면. 반면에, 위 발행가액을 전환주식 1주와 전환에 의하여 발행되는 보통주식 1주의 발행가액이 동일하여야

발행 주식 수를 증가시켜서 전환 주주가 더 많은 보통주식을 전환받을 수 있도록 하는 것이 가능하다. 다만, 이 경우에도 액면미달 발행은 상법 제417조에 의해서 제한되기 때문에 일반적으로는 액면가 이하로 전환가액이 하향 조정되도록 하지는 않는다.⁶⁰⁾

전환가액 조정의 방식은 주식가치 희석화 등에 따른 전환가액의 조정(Anti-Dilution Adjustment) 방식과 주식의 가치 하락에 의한 전환가액의 조정(Price Refixing) 방식으로 나누어 진다.⁶¹⁾

Anti-Dilution Adjustment 방식은 전환주식 발행 후 발행회사가 전환가액 이하의 발행가액으로 유상증자를 하는 경우 혹은 주식배당, 준비금의 자본전입 등 무상증자를 하는 경우에 기존 전환주식 전환에 의하여 발행될 주식의 실질가치는 하락하게 되므로 이러한 전환권의 희석화를 방지하기 위하여 전환가액을 조정하는 것이다. 통상적으로 아래와 같은 산식에 따라서 조정을 한다.

- ㄱ) 전환가액 이하의 발행가액으로 유상증자 시 조정 후 전환가액 = 조정 전 전환가액 $\times$ {(기 발행 보통주식수 + 신발행보통주식수 $\times$ 보통주식 주당 발행가액 $\div$ 조정 전 전환가액) $\div$ (기발행주식수 + 신발행주식수)}
- ㄴ) 무상증자 시 조정 후 전환가액 = 조정전 전환가액 / (1 + 무상증자 비율)

Price Refixing 방식은 주식의 시가 등 가치가 하락하는 경우 일정 주기 별로 산정된 시가 등 주식가치에 따라서 전환가액을 하향 조정하는 것이다.

한다는 의미로 해석하여 전환 비율 자체를 1:1 이외의 비율로 정할 수 없다는 견해로는 양승규, “전환주식의 발행”, 「상법의 논점」(2000), 79면. 그러나 위 견해는 전환주식 발행 후 주식배당, 무상증자 혹은 감자 등 전환주주 보호의 필요성이 당연히 인정되는 경우에도 그 조정을 불가능하도록 하고 있어서 상법 규정을 지나치게 엄격하게 해석하여 유연한 신주발행거래를 저해한다는 비판이 가능하다. 또한 위 견해에서는 우리 상법은 미국이나 일본의 경우와는 달리 무액면주식을 인정하지 아니하고, 5,000원 이상의 액면주식으로 한정하기 때문에 주식 사이의 비율을 달리하여 전환주식의 전환을 인정하는 것을 그 조건으로 삼을 수는 없다고 보아야 할 것이라고 하고 있으나, 이미 상법이 개정되어 무액면 주식이 가능해졌으므로 그 근거도 더 이상 유효하지 않다고 보인다.

60) 상법 제417조에 의하여 액면미달발행을 하는 경우에는 주주총회 특별결의 및 법원 인가가 있어야 하는 것이 원칙이고, 자본시장법 제165조의 8에서 상장회사의 경우 일정한 요건을 갖추어서 주주총회 특별결의를 진행하는 경우 법원인가가 면제되는 특례 규정을 두고 있다. 유사한 취지에서 전환사채 전환권 행사 시 액면미달 발행은 불가능하다는 견해로는 조민제, “전환사채의 전환권 행사에 따른 주식의 액면미달 발행의 허용여부에 관한 소고”, 「증권법연구」 제4권 제2호(2003), 157면 이하.

61) 전환사채의 전환가격 조정의 방식도 이와 유사하다. 이에 대한 설명으로는 금융감독원, 기업공시실무안내, 2019, 233면 참고.

나. 전환가격 조정의 유형별 유효성 여부

(1) Anti-Dilution Adjustment

Anti-Dilution Adjustment 는 전환주식 발행 이후에 발행회사가 전환가액 이하의 발행가액으로 유상증자를 하거나 혹은 무상증자를 하는 경우⁶²⁾ 전환주식 주주가 전환에 의하여 발행받을 주식의 실질가치가 하락하게 되므로 이로 인한 전환주식 주주의 손실을 방지하고 전환주식의 가치를 발행시점과 동일하게 유지하도록 하는 것이다. 즉, 위와 같은 조정은 주주가 회사의 신주에 투자를 한 이후의 회사 경영에 따른 주식 가치 변동에 대해서 회사가 손실을 보전해 주는 것은 아니고, 신주 발행 당시의 기대 내지 가치를 유지하는 것이다. 또한 위와 같은 유상증자 혹은 무상증자는 기존 지배주주 혹은 경영진이 결정하게 되므로, 이러한 결정에 대해서 소수주주인 전환주식 주주가 불측의 손해를 입는 것을 보호하는 기능도 한다. 전환주식 발행 시점에 그 발행조건에 따라서 기존 주주들도 전환주식 전환가액 조정의 방식 및 범위를 예측할 수 있으므로 기존 주주에게 손해가 발생한다고 보기도 어렵다. 그러므로 위와 같은 Anti-Dilution Adjustment 약정이 상법 상 효력이 없다고 보기는 어렵다고 생각된다.

자본시장법 제165조의 16 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-23조에서도 주권상장법인이 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에 대해서 규정하면서 전환가액 하향 조정 중 Anti-Dilution Adjustment에 대해서는 전환사채의 발행을 위한 이사회에서 증자·주식배당 또는 시가변동 등 전환가액을 하향조정 하고자 하는 각 사유별로 전환가액을 조정할 수 있다는 내용, 전환가액을 조정하는 기준이 되는 날 및 구체적인 조정방법을 정하여야 한다고 규정하여 전환사채 발행 시 그 조정 기준을 구체적으로 정하는 한 유효한 것으로 정하고 있다.

(2) Price Refixing

Anti-Dilution Adjustment에 비해서 Price Refixing은 전환주식 발행 이후의 보통주식 시가변동을 그대로 반영해서 전환가액을 하향조정하는 방식이어서, 주주가 회사의 신주에 투자를 한 이후의 회사 경영에 따른 주식 가치 변동에 대해서 회사가 직접적으로 손실을 보전해 주는 방식이다.

이러한 전환가액 조정 조항의 유효성은 위에서 살펴 본 주금의 환금금지 원칙 등 회사의

62) 이외에 발행회사가 합병, 분할, 포괄적 주식교환 혹은 포괄적 주식이전 등 조직개편을 하는 경우 전환주식의 취급 및 전환가격 조정 방식도 Price Adjustment의 한 형태로 문제된다. 이는 전환사채 및 신주인수권부사채 등 잠재주식의 경우에도 동일하다. 김병태, “기업조직재편상 주식관련사채에 관한 몇 가지 고려사항: 전환사채와 신주인수권부사채를 중심으로”, 『선진상사법률연구』 제67호(2014), 57면.

신주에 투자한 주주가 투자 이후의 위험을 부담해야 한다는 원칙에 반하고⁶³⁾, 기존 주주 입장에서 시가 하락에 의해서 전환가액이 어느 정도까지 조정될 수 있는지에 대한 예측이 어렵기 때문에 불측의 손해를 입게 될 우려도 있다.

그러므로 적어도 Price Refixing 으로 인한 하향조정의 한계 등을 전환주식 발행 시에 구체적으로 정하여 기존 주주의 이익을 보호할 필요가 있고⁶⁴⁾, 그렇지 않고 하한이 없거나 지나치게 낮은 Price Refixing 규정은 자본충실의 원칙 등 위반으로 상법 상 유효하다고 보기 어려운 것으로 해석될 수 있다고 생각한다.⁶⁵⁾

실무상으로도 Price Refixing 의 경우 조정의 하한 조항을 두는 것이 안전하다고 해석하는 경우가 많고, 특히 이와 관련하여 자본시장법 제165조의 16 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-23조에서 시가하락에 따른 전환가액의 조정시 조정 후 전환가액은 다음의 각 가액 이상으로 하여야 한다고 규정하고 있어서 상장회사 전환 주식 발행의 경우에도 아래의 하한 규정을 참고하고 있다.

- ㄱ) 발행당시의 전환가액(조정일 전에 신주의 할인발행 등 또는 감자 등의 사유로 전환가액을 이미 하향 또는 상향 조정한 경우에는 이를 감안하여 산정한 가액)의 100분의 70에 해당하는 가액. 다만, 정관의 규정으로 조정 후 전환가액의 최저한도(이하 "최저조정가액"이라 함), 최저조정가액을 적용하여 발행할 수 있는 전환사채의 발행사유 및 금액을 구체적으로 정한 경우 또는 정관의 규정으로 전환가액의 조정에 관한 사항을 주주총회의 특별결의로 정하도록 하고 해당 전환사채 발행시 주주총회에서 최저조정가액 및 해당 사채의 금액을 구체적으로 정한 경우에는 정관 또는 주주총회에서 정한 최저조정가액
- ㄴ) 조정일 전일을 기산일로 하여 1개월 가중산술평균주가, 1주일 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가액과 최근일 가중산술평균주가 중 높은 가액

63) 같은 취지로 한원규·이제환, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 『증권법연구』 제3권 제1호(2002), 304면.

64) 위와 같은 과도한 조건의 Price Refixing 규정으로 실제 전환주식이 보통주식으로 전환된 경우에는 앞서 살펴본 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결에 의해서 제3자 배정 방식의 저가 신주발행에 준하여 이사의 회사에 대한 의무 위반으로 인한 민,형사상 책임 등이 문제될 수 있다(채동헌, “대표이사가 무효인 주식매수선택권부여계약에 기하여 신주를 발행한 경우 배임죄의 기수시기”, 『상장』(2012), 102면 이하). 이 경우 배임죄 등의 성립 시점은 대법원 2011. 11. 24. 선고 2010도11394 판결에 비추어 실제로 전환으로 인하여 보통주식이 발행되어 회사에 손해가 발생한 때라고 보는 것이 타당하다.

65) 자본충실의 원칙에 위반한 신주발행은 신주발행 무효사유에 해당한다는 견해로는 노혁준, “신주발행의 무효사유에 관한 연구”, 『선진상사법률연구』 제60호(2012), 59~60면; 김효신, “불공정한 신주발행과 그 구제”, 『상사판례연구』 제16권 제16호(2004), 396면. 대법원 2003. 2. 26. 선고 2000다42786 판결에서 피고 회사의 해외 자산을 처분한 다음 당국에 외환관리법에 따른 신고를 이행하지 아니하고 자산매각대금을 횡령한 후 유령회사인 사우스 아시아 걸프 코퍼레이션을 설립하고 위와 같은 은닉자금을 이용하여 위 회사 명의로 피고 회사의 신주를 인수한 사례에서 신주발행이 무효라고 판단한 바 있고, 위 사례는 실질적인 자기주식 취득이므로 자본충실 원칙에 반하여 신주발행이 무효가 되는 경우라고 볼 수 있다. 박진태, “신주발행무효확인”, 『상사판례연구』 제15권(2003), 825면 이하.

다. 전환가격 조정 규정과 관련된 회계처리

위와 같은 전환가격 조정 규정의 유효성 여부와 관련하여 해당 전환주식의 한국 채택 국제 회계기준(K-IFRS) 상의 회계 처리에 대해서도 참고할 필요가 있다.⁶⁶⁾

일반적으로 위와 같은 Anti-Dilution Adjustment 방식의 전환가액 조정 조항의 포함 여부는 당해 전환 주식의 회계처리에 특별한 영향은 없고, 위 전환주식이 자본으로 계상될 수 있다.

그러나 Price Refixing 방식의 전환가액 조정 조항이 있는 전환주식의 경우에는 자본이 아니라 부채로 회계처리가 될 수 있고, 이 경우 전환주식 발행 회사의 부채 비율 등에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문에 주의할 필요가 있다.⁶⁷⁾

한국 채택 국제회계기준 기업회계기준서 제1032호 '금융상품: 표시'의 문단 21.에서는“단순히 자기지분상품을 수취하거나 인도하게 된다고 해서 그 계약이 지분상품이 되는 것은 아니다. 기업은 수취하거나 인도해야 할 자기지분상품의 공정가치가 계약상 권리나 의무의 금액과 일치하도록 수량이 변동되는 기업 자신의 주식이나 그 밖의 지분상품을 수취할 권리나 인도할 의무를 가질 수 있다. 이러한 계약상 권리나 의무의 금액은 확정 금액일 수도 있으며, 자기지분상품의 시장가격이 아닌 다른 변수(예: 이자율, 일반상품가격, 금융상품의 가격 등)의 변동의 전부 또는 일부에 따라 변동되는 금액일 수도 있다. 예를 들면 (1) 100원과 같은 공정가치에 해당하는 자기지분상품을 인도할 계약과 (2) 100온스의 금과 같은 공정가치에 해당하는 자기지분상품을 인도할 계약의 경우, 이러한 계약은 기업이 자기지분상품을 인도하여 해당 계약을 결제해야 하거나 결제할 수 있더라도 금융부채이다. 기업이 변동 가능한 수량의 자기지분상품을 계약의 결제수단으로 사용하기 때문에 이러한 계약은 지분상품이 아니다. 따라서 그 계약은 자산에서 모든 부채를 차감한 후의 잔여지분을 나타내지 못한다.”라고 기재하고 있다. 그러므로 하한 등 제한이 없는 Price Refixing 조정 조항이 있는 전환 주식의 경우에는 위 기준서에서 언급하는“수취하거나 인도해야 할 자기지분상품의 공정가치가 계약상 권리나 의무의 금액과 일치하도록 수량이 변동되는 기업 자신의 주식이나 그 밖의 지분상품을 인도할 의무”에 해당할 수 있다. 전환가액이 보통 주식의 시가에 따라서 자동적으로 조정되는 경우에는 결국 전환

66) 신주발행에 있어서 법률적인 문제 외에 실무적으로 고려해야 할 사항으로는 회계처리 이외에 세금 문제 및 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 상의 부당지원행위 문제가 있다. 신주발행에 따른 법인세 발생과 관련해서는 주로 출자전환에 따른 익금 산입 등이 문제되는데, 이에 대한 분석으로는 박승두, “출자전환으로 취득한 주식의 취득가액을 시가 이하로 계상한 경우 법인세법상 익금에 해당하는지 여부”, 『성균관법학』 제25권 제3호(2013), 192면 이하. 신주발행에 있어서의 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 상의 부당지원행위 문제에 대해서는 송옥렬, “신주인수권부사채의 발행과 공정거래법상 부당지원행위”, 『BFL』 제10호(2005), 95면 이하.

67) 실제로 부채비율이 높거나 신용등급이 상대적으로 저조한 기업들을 중심으로 종류주식을 통한 자금조달에 관심을 보일 것으로 보인다는 견해도 있고(김희준, “종류주식 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구 : 상황 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로”, 『선진상사법률연구』 제64호(2013), 2면), 실무상으로도 그러하므로 종류주식이 부채로 취급되어 부채비율 악화 방이라는 원래의 목적이 달성되지 않는 경우에는 문제가 되는 경우가 많다.

주식 발행회사는 전환 시점을 기준으로 전환 주식의 발행가액에 일치하는 가치의 보통 주식을 발행해 주어야 하고, 이는 전환주식 발행 이후의 보통 주식의 주식가치 변동에 영향을 받지 않기 때문이다.

실무상으로도 신주 발행 거래에서 회계법인들이 위와 같이 하한이 없는 Price Refixing 전환 규정이 있는 전환주식 혹은 해당 회사가 이미 발행한 전환사채 등 부채의 Price Refixing 전환 규정과 동등하거나 보유자에게 더 유리한 내용의 전환 조건을 보장하는 전환 주식의 경우에는 부채로 회계처리될 수 있다는 입장을 보이는 경우가 있다.

이러한 회계처리 실무도 위와 같이 과도한 Price Refixing 규정은 주식으로서의 전환주식의 본질에 영향을 미치고 그 조건의 법률적 유효성에 대한 문제제기가 가능할 수 있다는 점과 관련이 있다고 할 수 있다. 특히 전환주식이 부채로 처리되는 경우에는 회사의 발행주식 총수에 액면금을 곱한 금액이 재무제표 상의 자본금과 일치하지 않게 되는 문제도 있다. 또한 해당 주식이 전환상환우선주식인 경우에는 상법 제345조 제1항에 따라서 배당가능이익 범위에서 해당 주식을 상환하여 소각한 경우에도 현금 상환금과 함께 부채로 처리된 전환상환우선주식이 소멸하여서 회사의 순자산에 변동이 없게 되어서 상법 제462조에 의한 배당가능이익이 줄어들지 않게 되는 문제가 생긴다. 그러므로 상법 제462조의 법문 상으로는 배당가능이익이 유지되어 추가적인 전환상환우선주식의 상환 혹은 배당이 가능하다는 결과가 되어서 해석 상의 쟁점을 야기한다.⁶⁸⁾ 그러므로 이러한 점에서도 과도한 Price Refixing 규정은 문제가 있다.

IV. 결 어

본 논문에서는 주식회사의 신주발행과 관련하여 실무적으로 문제되는 쟁점들에 대해서 살펴보고, 이에 대해서 주주 상호 간의 이해관계를 적정하게 조정할 수 있는 합리적인 입법론 및 실무적 해석론을 제시해 보았다.

우선 신주발행의 절차와 관련해서는 주주배정에서의 신주인수기준일 공고 절차는 주주명부상 총 주주의 동의가 있다고 하여도 위 제도 자체가 명의개서 미필 주주의 보호를 목적으로 한다는 점에서 생략하기 어렵다고 해석하는 것이 합리적이다. 반면에 제3자 배정에서의 기존 주주 통지 절차는 주주명부상 총 주주의 동의가 있는 경우에는 생략이 가능하다고 생각된다. 또한 신주발행의 효력발생일을 납입일 다음 날로 규정하고 있는 현재의 상법 규정은 다른

68) 실무적으로는 이러한 불합리를 해결하기 위해서 상법 제462조의 배당가능이익 산정과 관련해서는 상법 제446조의 2의 규정에 따라서 상법이 회계기준에 우선하는 것으로 해석하여, 상환주식이 자본으로 인정되고, 이에 대한 과거 배당 지급액도 부채에 대한 이자가 아니라 배당으로 지급된 것으로 처리하여 배당가능이익을 계산하는 경우가 많다.

주요국가 입법례와도 차이가 있고, 불필요하게 자금조달 및 거래기간을 지연시키는 문제가 있어서 입법론적 개정이 필요하다. 현물출자의 경우에는 현재 상법 상의 현물출자 인가제도와 상계를 통한 신주인수대금 납입 제도를 조화롭게 해석하고 회사의 손해를 방지하기 위한 합리적인 해석이 필요하고, 또한 현물출자 역시 주주 전원에게 신주인수권을 보장하는 거래가 아니라는 점에서 제3자 배정 신주발행 규제가 적용된다고 해석하는 것이 합리적이라고 생각된다.

신주발행 계약의 실체적 내용과 관련해서는 신주발행계약에 있어서 회사의 운영과 관련하여 특정 주주에 대한 약속을 회사가 제공하는 것은 주주평등의 원칙 등에 반하여서 허용되기 어렵고, 결국 주주간 계약 등을 통해서 대주주에게 이에 대한 채권적인 의무를 부담하게 하는 방안이 현실적이라고 생각된다. 신주발행계약에 있어서 회사의 신주인수인에 대한 손해 배상 혹은 투자위험에 따른 손실 보상을 어느 정도까지 허용할 수 있는지도 자주 문제된다. 이는 두 가지 측면에서 살펴 볼 수 있는데, 우선 회사의 신주발행 시점에서의 진술보장 및 투자자 손해 배상 약정의 경우에는 투자시점을 기준으로 과거에 발생한 위험에 대한 회사와 투자자 간의 위험 분배의 기능을 하고 자본시장법 상의 증권신고서 허위기재 혹은 부실기재 시 손해배상 조항과도 본질적으로 유사한 측면이 있으므로 그 유효성이 인정된다고 생각된다. 반면에 전환 우선주 등에 있어서의 전환가격 조정 조항 등 신주 인수 이후의 주식가치 변동에 대한 손실보전 약정은 투자시점 이후의 위험에 대해서 회사가 특정 주주에게 보상을 제공하는 것이어서 주주평등의 원칙 및 주금 환급 금지의 원칙에 반한다는 문제제기가 가능하다. 따라서 발행 시점에 가격 조정의 일정한 한도를 정하는 등 예측가능한 범위 내에서 합리적인 수준으로 이루어지지 않는 경우에는, 해당 약정이 무효로 인정될 위험도 배제하기 어렵다고 생각한다. ☐

참 고 문 헌

[국내 문헌]

1. 단행본

- 권기범, 현대회사법론, 삼영사, 2017.
금융감독원, 기업공시실무안내, 2019.
김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2020.
김종길, 재무관리 I, 소은, 2018.
김흥기, 상법강의, 박영사, 2019.
송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2020.
이철송, 회사법강의, 박영사, 2020.
임재연, 자본시장법, 박영사, 2020.
정동윤, 주식상법(회사 IV), 한국사법행정학회, 2014.
정동윤, 회사법, 법문사, 2003.
정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2020.
최기원, 상법학신론(상), 박영사, 2014.
최기원, 신회사법론, 박영사, 2012.

2. 논문

- 곽병훈, “신주발행의 무효원인 및 그 판단 기준”, 「대법원판례해설」 제83호(2010).
곽수현, “신주의 저가발행에 관한 논의 : 삼성 에버랜드와 SDS에 대한 판결을 중심으로”, 「기업법연구」 제24권 제3호(2010).
권미연, “신주발행의 무효원인과 판단기준”, 「재판실무연구」 제2권(2010).
김교창, “일반공모방식에 의한 신주발행”, 「상장」(2014).
김병연, “이사회결의 없는 신주발행과 신주발행 무효 주장”, 「상법판례백선」(2012).
김병태, “기업조직재편상 주식관련사채에 관한 몇 가지 고려사항 : 전환사채와 신주인수권부 사채를 중심으로”, 「선진상사법률연구」 제67호(2014).
김상곤, “진술 및 보장 조항의 새로운 쟁점”, 「상사법연구」 제32권 제2호(2013).
김순석, “신주발행무효의 소”, 「상법판례백선」(2012).
김영곤, “불공정한 신주발행과 구제수단”, 「기업법연구」 제15집(2003).

- 김영희, “삼성SDS의 신주인수권부사채 저가 발행 판결에 대한 검토”, 「기업지배구조연구」 제32호(2009).
- 김용대, “신주의 자기주식의 처분과 신주발행 절차의 유추 적용 여부”, 「기업소송연구」 (2009).
- 김우진, “회사의 대표이사가 이사회결의 없이 또는 하자 있는 이사회결의에 기하여 신주를 발행한 경우 그 신주발행의 효력”, 「대법원판례해설」 제67호(2007).
- 김은주, “주주의 신주인수권 배제에 관한 연구-배제의 이론적 근거와 요건을 중심으로”, 연세대학교 법학석사 학위논문(1999).
- 김웅진, “주주의 신주인수권 제한에 관한 연구”, 서울시립대학교 법학석사 학위논문(2004).
- 김재범, “신주 등 발행의 공정성에 관한 연구”, 「상사법연구」 제30권 제2호(2011).
- 김지안, “신주발행에 있어서 신주인수권 기타 주주보호수단에 관한 연구”, 서울대학교 법학 석사 학위논문(2013).
- 김지평, “주식에 대한 이해관계와 의결권의 분리에 대한 소고”, 「BFL」 제0호(2010).
- 김태진, “M&A계약에서의 진술 및 보장 조항 및 그 위반”, 「저스티스」 제113호(2009).
- 김태진, “M&A계약의 진술 및 보장 조항에 관한 최근의 하급심 판결 분석”, 「고려법학」 제72호(2014).
- 김태진, “신주인수권부사채 발행의 무효”, 「기업법연구」 제32권 제3호(2018).
- 김현태, “신주발행금지처분의 실무상 쟁점에 관한 고찰 : KCC와 현대그룹 사이의 적대적 M&A 사건을 중심으로”, 「BFL」 제23호(2007).
- 김흥기, “M&A 계약 등에 있어서 진술보장조항의 기능과 그 위반 시의 효과”, 「상사판례연구」 제2 2권 제3호(2009).
- 김효신, “불공정한 신주발행과 그 구제”, 「상사판례연구」 제16권 제16호(2004).
- 김희준, “종류주식 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구 : 상환 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로”, 「선진상사법률연구」 제64호(2013).
- 나세준, “자본시장법상 상장회사의 신주발행방법에 관한 연구”, 「법과 기업연구」 제6권 제2호 (2016).
- 노혁준, “신주발행의 무효사유에 관한 연구”, 「선진상사법률연구」 제60호(2012).
- 도두형, “자회사 발행 신주의 인수에 있어서의 이사의 자기거래 및 겸직금지”, 「변호사」 제47-I집(2015).
- 문호준, “합작 계약의 주요쟁점-최근의 회사법 개정 사항을 중심으로-”, 「국제거래법연구」 제21권 제1호(2012).
- 박승두, “출자전환으로 취득한 주식의 취득가액을 시가 이하로 계상한 경우 법인세법상 익금에 해당하는지 여부”, 「성균관법학」 제25권 제3호(2013).

- 박진태, “신주발행무효확인”, 「상사판례연구」 제15권(2003).
- 백숙중, “신주발행의 무효원인”, 「재판과 판례」 제20집(2011).
- 서완석, “미국의 진술 및 보장 조항에 관한 최근 동향”, 「선진상사법률연구」 제67호(2014).
- 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 「법경제학연구」 제12권 제1호(2015).
- 송옥렬, “신주의 저가발행에서 이사의 임무위배”, 「민사판례연구」 제33-1권(2011).
- 송옥렬, “신주인수권부사채의 발행과 공정거래법상 부당지원행위”, 「BFL」 제10호(2005).
- 신계원, “신주발행으로 인한 변경등기”, 「법무사」 제417호(2002).
- 신은영, “경영권 방어 목적의 제3자배정 신주발행”, 「판례연구」 제23집(2009).
- 양만식, “신주의 발행과 주주의 지배적 이익에 관해서”, 「법학논총」 제36권 제2호(2012).
- 양승규, “전환주식의 발행”, 「상법의 논점」(2000).
- 엄세용, “의결권 신탁의 자본시장 활용 및 규제”, 「증권법연구」 제19권 제2호(2018).
- 엄춘필, “신주발행등기 절차와 실무상 쟁점에 대한 소고”, 「법무사저널」 제535호(2011).
- 엄춘필, “신주의 발행과 제3자 배정에 대한 소고”, 「법무사저널」 제166호(2008).
- 오영근, “신주 등의 저가발행과 배임죄의 성립 여부”, 정암 정성진박사 고회기념논문 「한국 형사법학의 이론과 실천」(2010).
- 위현석, “신주발행의 부존재와 상법상의 납입가장죄”, 「대법원판례해설」 제62호(2006).
- 이동승, “주주의 신주인수권에 관한 연구-그 배제요건을 중심으로”, 고려대학교 법학박사 학위논문, (1998).
- 이동진, “기업인수계약상 진술·보증약정위반과 인수인의 악의”, 「서울대학교 법학」 제57권 제1호(2016).
- 이상훈, “합병비율 불공정과 구제수단 - 비판과 대안: 불공정의 재정의와 신주의 추가발행”, 「증권법연구」 제18권 제3호(2017).
- 이승희·이주용, “실권주의 처리와 분리형 신주인수권부사채 발행 금지에 관한 소고”, 「BFL」 제61호(2013).
- 이양복, “차등의결권주 도입론에 대한 법적 고찰”, 「기업법연구」 제31권 제2호(2017).
- 이영선, “진술 및 보장 위반에 따른 책임의 범위와 제한”, 「BFL」 제93호(2019).
- 이준기, “M&A계약의 주요 조항과 법적 쟁점 : 진술 및 보장 위반에 관한 매수인의 악의의 법적 효과”, 「BFL」 제68호(2014).
- 이준섭, “주주의 신주인수권의 배제”, 「상사법연구」 제13집(1994).
- 이진원, “주주의 신주인수권 침해와 신주발행무효의 소”, 「판례연구」 제25집(2011).
- 이훈중, “전환사채의 저가발행과 배임죄에 관한 판례평석 : 삼성에버랜드 주식회사의 전환 사채발행을 중심으로”, 「한양법학」 제29집(2010).

- 임철현, “진술보장 위반책임의 본질”, 『법학연구』 제30권 제3호(2019).
- 장연수, “신주인수권의 제한에 관한 연구”, 연세대학교 법학석사 학위논문(1999).
- 정영진, “경영권방어목적의 신주발행의 적법성”, 『민사법연구』 제14집 제2호(2006).
- 정영철, “주식매수인이 악의인 경우 진술과 보장위반을 이유로 한 손해배상청구가 가능한지 여부”, 『선진상사법률연구』 제73호(2016).
- 정진세, “채권의 주식전환 약정의 효력”, 『법률신문』 제3571호(2007).
- 정찬형, “신주인수권부사채 발행의 무효 : 대법원 2015. 12. 10. 선고 2015다202919 판결”, 『법조통권』 제719호(2016).
- 정쾌영, “실권된 주식·전환사채의 제3자 배정에 관한 문제점”, 『상사판례연구』 제22권 제4호(2009).
- 정혜련, “차등의결권에 관한 소고-각국의 입법, 태도의변화, 그리고 기업의 효율성을 중심으로”, 『기업법연구』 제29권 제2호(2015).
- 조민제, “전환사채의 전환권 행사에 따른 주식의 액면미달 발행의 허용여부에 관한 소고”, 『증권법연구』 제4권 제2호(2003).
- 조성권, “신주인수권부사채 발행을 통한 신주인수권의 무상수증 및 그 무상수증이익의 계산방법”, 『BFL』 제34호(2009).
- 채동헌, “가처분 결정의 취지에 반한 신주발행과 무효여부”, 『상장』(2010).
- 채동헌, “경영권 분쟁상황에서의 주주의 신주인수권 배제와 신주발행무효”, 『상장』 (2013).
- 채동헌, “대표이사가 무효인 주식매수선택권부여계약에 기하여 신주를 발행한 경우 배임죄의 기수시기”, 『상장』(2012).
- 채동헌, “주주배정방식의 신주발행시 실권배정과 신주발행무효”, 『상장』(2013).
- 천경훈, “진술보장조항의 한국법상 의미”, 『BFL』 제35호(2009).
- 최문희, “적대적 M&A와 신주예약권 발행에 관한 일본 판례의 동향 : 후지TV와 라이브도어의 경영권 분쟁을 중심으로”, 『BFL』 제11호(2005).
- 최민용, “주식 등의 대량보유주의의 재검토:의결권과 수익권의 분리 현상을 중심으로”, 『상사법연구』 제26권 제2호(2007).
- 최성호, “이사회의 결의 없는 신주발행의 효력에 관한 연구”, 『비교법연구』 제10권 제1호(2009).
- 하태홍, “2011. 4. 28. 선고 2008두17882 판결 해설”, 『대법원판례해설』 제87호(2011).
- 한원규·이제환, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 『증권법연구』 제3권 제1호(2002).
- 허영만, “M&A계약과 진술보장 조항”, 『BFL』 제20호(2006).
- 허진용·정영민, “진술 및 보장 위반에 대한 악의의 매수인의 손해배상청구 허용 여부”, 『울촌판례연구』 (2017).

[외국문헌]

1. 단행본

Neil Sinclair, Warranties and Indemnities on Share Sales, Longman, 1992.

神田秀樹, 會社法, 弘文堂, 2013.

神田秀樹, 會社法コンメンタル(5) : §§199~234, 商事法務, 2013.

江頭憲治郎, 株式會社法, 有斐閣, 2017.

2. 논문

Mike Burkart & Samuel Lee, "One Share-One Vote: the Theory, 12 Rev. Fin. 1(2008).

森本滋, "新株の發行と株主の地位", 「法學論叢」第104卷 第2号(1978).

中村信男, "公開會社の第三者割当増資に係る 會社法上の規律とその見直し- 會社法および金融商品取引法の交錯の視点からの 一考察 ", 「早稻田商學」第 431 号(2012).

Abstract

The Analysis on the legal issues related with the new share issuance of the corporation

Kim, Ji-Pyoung

New share issuance, as well as bond issuance, is one of the principal means for a corporation to fund its capital. The terms and conditions of the issuance of new shares as well as the nature of investors subscribing new shares vary by growth stage of a corporation, and in many cases the success of the corporation relies on the efficient equity financing by way of issuance of new shares in each stage. This paper discusses the issues arising in practice related to the issuance of new shares by a corporation and proposes rational legislation and practical interpretation in order to reasonably mediate the interest of stakeholders surrounding the corporation.

First, with regard to new share issuing procedure, it is reasonable to construe that even if consents have been obtained from the entire shareholders listed in the shareholders registry, a notice of the record date for subscription of new shares may not be waived in allotting shareholders given that the purpose of the above regulation is to protect shareholders who have not registered their ownership in the shareholders registry. On the other hand, in case of the third party allotment, the notice to existing shareholders regarding thereof may be waived if consents are obtained from the entire shareholders listed in the shareholders registry. In addition, the currently effective KCC provisions defining the effective date of issuance of new shares as the date immediately following the payment date need to be amended from a legislative perspective because they not only differ from the legislation cases in other major countries but also unnecessarily delay financing and transaction period. Furthermore, as for in-kind contribution, it is necessary to harmoniously interpret the regulation of approving in-kind contribution and the system of paying the subscription price by way of an offset as set forth under the the Korean Commercial Code (the "KCC") and to reasonably interpret the provisions in order to

prevent damages to corporations. It would also be appropriate to construe that the regulations on third party allotment of new shares apply to in-kind contribution as well given that it does not guarantee preemptive rights to the entire shareholders.

In terms of a share subscription agreement, a corporation providing a commitment about the operation of the corporation to a certain shareholder is in violation of the principle of shareholder equality and thus is not legally valid. A realistic method would be executing a shareholders agreement so that major shareholders bear the obligation to procure the corporation to follow the covenant. In addition, a share subscription agreement often gives rise to an issue of to which extent the corporation's compensation for damages to subscribers or from the risk of investment is permissible. First, the representations and warranties and indemnification for damages for the breach thereof may be found effective because they are for the allocation of the risks that have arisen before the investment between the corporation and investors and also are similar in nature to the provisions of the Financial Investment Services and Capital Markets Act that stipulate the indemnification for damages in case of false statement or misrepresentation in a securities registration statement. On the other hand, any agreement on compensation for loss in share values after subscription of new shares, including an adjustment of conversion price of convertible preferred shares, because under such agreement the corporation provides compensation or refunds of share subscription amount to certain shareholders against the risks arising after investment, violating the principle of shareholder equality and the principle of capital soundness. Therefore, if such an agreement is not made reasonably within a foreseeable scope, such as by determining a specific limit on conversion price adjustment at the time of issuing the convertible shares, there is a risk that the agreement is found invalid by the court.

Key Words : new share issuance, shareholder allotment, the third party allotment, in-kind contribution, record date, share subscription agreement, representation and warranties, damages compensation

