

신주인수권부사채의 발행 현황 및 문제점

장윤제 연구원 (jyj@cgs.or.kr)

- ▶ 2015년 8월 분리형 신주인수권부사채의 공모 발행 허용 이후 2016년 12월 31일까지 공시된 신주인수권 부사채 발행 현황과 발행회사 정관의 관련사항을 검토함
- ▶ 발행 방법으로 사모 발행이 주로 활용되며, 결합형 신주인수권부사채의 사모 발행이 다수이나 공모 발행의 경우 전부 분리형 신주인수권부사채가 발행됨
- ▶ 발행 결의 시 사외이사 및 감사(위원)이 불참한 신주인수권부사채의 발행 결의가 다수 발견되어, 사외 이사 및 감사(위원)의 이사회 참석률 제고가 필요함
- ▶ 발행회사의 정관 검토결과, 일부 회사의 경우 정관에서 이사회에 위임하는 범위가 지나치게 넓어 주주의 권익이 보장되지 않을 우려가 있음

서론

- 신주인수권부사채는 사채의 발행 조건으로 사채권자에게 신주인수권을 부여하는 사채임
 - 신주인수권 행사를 통해 주식의 양도차익을 얻을 수 있고, 이율을 낮추어 자금조달 비용을 절감할 수 있다는 장점이 있음
 - 그러나 다음과 같은 악용의 우려로, 2013년 개정된 자본시장법은 상장회사의 분리형 신주인수권부사채³⁰⁾ 발행을 금지하였음
 - 경영진이 신주인수권 행사가격을 낮게 책정한 후, 분리된 신주인수권을 매입하여 지배력을 확보할 경우 기존 주주의 권익이 침해될 수 있음³¹⁾
 - 이후 경영권 프리미엄이 붙은 주식이 고가로 처분될 경우, 일반투자자는 주가 하락으로 인한 손실을 입을 우려가 있음³²⁾
 - 금융투자업계의 분리형 신주인수권부사채 발행에 대한 요구에 따라³³⁾ 2015년 8월 개정 자본시장법에서 공모에 한하여 상장회사의 분리형 신주인수권부사채 발행을 허용함

30) 신주인수권이 사채권에 결합되어 표창된 것을 결합형(비분리형) 신주인수권부사채라고 하며, 사채권에는 사채권만이 표창되고 신주인수권은 별도의 증권(신주인수권증권)에 표창되어 양자를 분리하여 양도할 수 있게 한 것을 분리형 신주인수권부사채라고 함(이철송, 2013, 「회사법 강의」, 박영사, p.1015)

31) 대법원 2015.12.10. 선고 2015다202919(신주인수권부사채발행무효확인의 소)에서 유사한 것으로 볼 수 있는 사례가 있었으나, 대법원은 긴급한 자금조달의 필요성이 있고 경영권분쟁이 임박하지 않은 점 등을 들어 사채발행이 적법한 것으로 판시함

32) 금융감독원 보도자료, 2000.5.31, “신주인수권부사채(BW)의 불공정 발행에 대한 대책 마련”

33) 더벨, 2015.7.18, 「분리형 공모BW, IB, 발행사에 단비될까」, http://www.thebell.co.kr/front/free/contents/news/article_view.asp?key=201507070100012710000768

- 신주인수권부사채의 발행은 건전하고 적법한 발행절차 및 공시를 거쳐야 함
 - 공모의 경우 편법적 사용의 가능성이 많지 않지만, 발행절차와 그에 따른 공시가 적정하지 않을 경우 투자자의 합리적 판단을 저해할 수 있음
 - 결합형 신주인수권부사채의 사모 발행 시 지분율 희석으로 인한 주주가치 훼손 및 신주인수권 침해 등이 발생 가능함
 - 따라서 상법은 신주인수권부사채의 발행 시 정관의 규율을 받거나 이사회 결의를 거치도록 하고 있으며,³⁴⁾ 주주 외의 자에게 발행 시 이에 관한 정관규정 또는 주주총회 특별결의를 요구함³⁵⁾
- 이 글에서는 자본시장법 개정 이후 2016년 12월 31일까지의 신주인수권부사채 발행(40사 발행 47건)에 관한 공시 현황을 분석하고,³⁶⁾ 발행회사의 정관을 검토하여 다음과 같은 사항을 확인함
 - 공시 내용을 통해 이사회 결의 시 사외이사 및 감사기구의 적정한 견제가 있었는지 확인함
 - 회사로부터 독립성을 가지는 사외이사나 감사(위원)의 이사회 결의 참석으로 경영진의 사이 편취를 예방하고 주주의 권익을 보호할 수 있음
 - 주주 외의 자에게 발행 시 상법이 요구하는 정관 규정의 구비상태를 조사하여, 정관에 의하여 주주의 권익이 적법하게 보호되는지 확인함

신주인수권부사채 발행 현황

- 발행 현황 조사 결과, 발행 방법으로는 사모 발행이 주로 활용되나 발행 형태는 발행 방법에 따라 달라지는 것을 확인할 수 있음
 - 전체 발행건수 중 사모발행은 약 79%로, 사모 방식의 발행이 전체 발행에서 상당 부분을 차지함 (〈표 1〉 참조)

〈표 1〉 신주인수권부사채 발행 현황(2015.8월~2016.12월)

구분	계(발행건수)	사모(발행건수)		공모(발행건수)	
		비분리*	분리	비분리	분리
계	47	32	5	0	10
유가증권시장상장법인	5	1	0	0	4
코스닥시장상장법인	34	28	0	0	6
코넥스시장상장법인	1	1	0	0	0
기타법인	7	2	5	0	0

* 사모 발행 시 현행법상 대부분 결합형으로 발행함

34) 신주인수권부사채의 총액, 기간, 양도 관련 사항 등 상법 제516조의2 제2항 각호의 사항으로서 정관에 없는 것은 이사회가 결정하며, 정관으로 주주총회에서 결정하도록 한 경우에는 그러하지 아니함(상법 제516조의2 제2항)
 35) 신주인수권부사채를 주주 외의 자에게 발행할 경우, 발행할 수 있는 신주인수권부사채의 액 및 신주인수권의 내용, 신주인수권 행사기간은 정관에 두어야 하며 정관에 규정이 없을 경우 주주총회 특별결의로 정하여야 함(상법 제516조의2 제4항)
 36) 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 주요사항보고서(신주인수권부사채권발행결정) 및 사업보고서를 이용하였으며, 유가증권시장 상장법인인 코스닥시장상장법인, 코넥스시장상장법인, 증권별 소유자수 500인 이상 외부감사대상법인(이하 기타법인)을 대상으로 조사함

- 상장회사의 분리형 신주인수권부사채 사모 발행이 금지되기 때문에 사모 발행 시 기타법인을 제외하고 모두 결합형으로 발행되었으나, 분리형 신주인수권부사채의 발행이 허용되는 기타법인 및 공모 발행의 경우 분리형이 주로 활용됨을 확인할 수 있음
 - 자본시장법상 분리형 신주인수권부사채의 발행이 허용되는 기타법인은 7건을 모두 사모로 발행하였으며, 그중 5건을 분리형으로 발행함
 - 공모로 발행 시 결합형과 분리형 모두 발행 가능하나, 발행회사는 공모 발행 시 모두 분리형으로 발행함
- 주로 활용되는 사채의 형태 및 발행 방법을 볼 때, 이러한 사채는 오용될 경우 기존 주주와 투자자의 권리에 영향을 미칠 수 있는 사채이므로 특히 발행 시 사외이사 또는 감사기구의 감시 및 견제가 필요함

신주인수권부사채 발행 이사회 결의 시 사외이사 및 감사(위원)의 참석 여부

- 신주인수권부사채 발행 이사회 결의 시 사외이사가 및 감사(위원)가 불참한 결의가 다수 발견되어, 참석률 제고가 필요함(표 2) 참조

〈표 2〉 신주인수권부사채 발행 결의 시 사외이사 및 감사위원 참석 현황(2015.8월~2016.12월)

구분	사외이사 참석여부(건)					감사(위원) 참석여부(건)		
	계	사외이사 없음	모두참석	일부참석	모두불참	계	참석	불참
계	47	14	19	4	10	47	28	19
유가증권시장상장법인	5	0	4	1	0	5	5	0
코스닥시장상장법인	34	8	13	3	10	34	20	14
코넥스시장상장법인	1	1	0	0	0	1	1	0
기타법인	7	5*	2	0	0	7	2	5

* 사외이사가 없고 기타비상무이사의 참석을 사외이사의 참석으로 공시한 발행 3건

- 신주인수권부사채 발행 결의 시 사외이사 없이 발행된 건은 전체의 약 51%(사외이사가 없는 회사 포함), 감사(위원)가 불참한 결의는 전체의 약 40%로 상당 부분을 차지함
 - 사외이사가 있으나 모두 불참한 10건(7개 회사) 중, 감사(위원) 또한 불참하여 이사회 결의가 진행된 발행 건수는 6건(4개 회사)임
 - 사외이사가 없는 회사 포함, 사외이사 또는 감사기구 없이 사내이사의 결의만으로 신주인수권부사채가 발행된 결의는 전체 발행 건 대비 약 23%임
- 위의 현황을 볼 때, 다수 사례에서 경영진에 대한 적절한 견제가 없는 신주인수권부사채의 발행이 우려됨
- 사채발행은 회사의 재무구조 변동을 초래하는 중요한 사항으로, 발행에 관한 이사회 결의에 합리성과 적법성이 요구됨
 - 이사회 결의 시 회사가치와 주주권익이 보호되는 합리적 결의를 위해 사외이사 및 감사(위원)의 참석이 필요함

발행회사 정관 상 신주인수권부사채의 액

- 발행회사는 정관 상 신주인수권부사채의 액에 관하여 대부분 적법하게 규정하였으나, 일부 회사의 정관에서 주주의 권익이 침해될 우려가 있는 사례가 발견됨
 - 사모 발행 시 정관 또는 주주총회 특별결의로 발행의 액을 정하지 않는 경우 위법이며, 검토결과 이러한 사항을 미준수한 회사는 없음
 - 상법은 정관에 사채의 액을 기재하도록 규정하였으나, 실무상 발행한도만을 정관에서 정하고 구체 적인 액은 이사회에 위임하고 있음
 - 이는 신속한 경영판단 및 효율적 경영을 위한 것으로, 위법하지 않은 정관임
 - 그러나 위임의 적정성에 대한 판단이 필요할 것으로 보이는 사례가 일부 발견됨
 - 일부 회사의 경우 정관 상 발행할 수 있는 액의 범위가 지나치게 넓은 사례가 발견됨
 - 코스닥시장상장법인 2개 사(공모 발행)는 정관에 주주 외의 자에게 발행할 수 있는 사채의 액을 규정하지 않음
 - 한 기타법인의 경우 정관에 규정된 주주 외의 자에 대한 신주인수권부사채발행한도가 1조원으로, 자본금의 약 3배에 달함
 - 이러한 정관 규정은 이사회에 대한 주주의 위임 범위가 지나치게 넓어, 다음과 같은 주주권의 침해의 우려 및 경영상 단점이 있음
 - 사채발행의 적정 한도에 대해 주주 및 투자자의 예측이 어려워짐
 - 주주 외의 자에게 사채를 발행할 경우, 발행시마다 주주총회의 특별결의가 요구되어 발행의 신속성이 저해될 수 있음

정관 상 신주인수권의 내용

- 상법은 신주인수권부사채를 주주 외의 자에게 발행 시 정관에 신주인수권의 내용을 규정할 것을 요구하고 있음
 - 신주인수권부사채 관련 사항은 정관의 신주인수권부사채 관련 조항에서 규정하고 있으나, 신주 인수권의 경우 대부분의 회사 정관이 이 조항이 아닌 별도의 신주인수권 관련 조항에서 신주인수 권의 내용을 규정하고 있음
 - 따라서 이 글에서는 정관 상 별도의 신주인수권 관련 조항에 규정된 신주인수권의 내용을 검토함
- 신주인수권부사채를 발행한 회사 모두 정관에서 신주인수권의 내용을 규정하였으나, 일부 회사의 정관에서 주주의 권익이 침해될 우려가 있는 사례가 발견됨
 - 발행주식총수의 100분의 100을 초과하지 않는 범위 내에서 이사회 결의로 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있도록 하는 경우
 - 이러한 정관 규정에 따르면, 이사회는 최대 발행주식총수의 전부를 주주 외의 자에게 발행할 수 있음
 - 이 경우 기존 이사회 결의에 의하여 기존 주주의 권리가 과도하게 희석될 수 있으며, 기존 주주는

- 이러한 주주권의 제한에 대해 사전적으로 대응하기 어려움³⁷⁾
- 이는 전항(정관 상 신주인수권부사채의 액)에서 검토한 사례와 유사한 문제점이기도 함
 - 기존 주주의 신주인수권 제한에 대한 예측가능성을 높이고 주주권의 침해를 예방하기 위해 적절한 한도 내에서 주주 외의 자에 대해 신주를 배정할 수 있도록 정관을 규정하는 것이 바람직할 것으로 판단됨
- 회사의 소유구조를 바꾸기 위해 기존 주주의 신주인수권을 제한할 수 있도록 정관으로 규정한 경우³⁸⁾
- 상법 및 자본시장법은 주주 외의 자에 대한 신주배정을 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위해 필요한 경우에 한하여 인정함
 - 그러나 M&A를 위한 신주발행에서 기존 주주의 신주인수권을 제한할 경우 지배권 확보 및 탈법적 승계를 위해 이러한 정관 조항이 오용될 우려가 있음
 - 또한 경영권 분쟁이 임박한 상태에서 기존 주주의 신주인수권을 제한하는 신주인수권부사채를 발행할 경우, 비록 정관에 근거하였더라도 사채발행무효의 소가 제기될 수 있음

신주인수권의 행사 기간

- 현재 발행회사의 정관 규정 상 신주인수권을 행사할 수 있는 기간 및 실제 발행 시의 행사기간은 주주권익에 부합하는 형태로 파악되나, 일부 회사는 정관 상 발행 익일부터 신주인수권을 행사할 수 있도록 규정함
- 정관에 규정된 권리행사의 시작은 발행 후 1월 경과 후 가능하도록 규정한 회사가 전체 발행회사 대비 약 60%이며, 실제 발행 후부터 신주인수권 행사가 가능한 시기까지의 기간은 1년 이상인 회사가 약 60%였음 (<표 3> 참조)

<표 3> 2015.8월~2016.12월 간 신주인수권부사채 발행 회사의 신주인수권 행사 기간

구분	정관 상 발행 후 권리행사시작까지의 기간					사채발행보고서 상 발행 후 권리행사시작까지의 기간				
	계	익일	1월	3월	1년	계	5일 이내	1월	3월	1년 이상
계	47	6	24	6	2	39	7	9	0	23
유가증권시장상장법인	5	1	4	0	0	5	0	4	0	1
코스닥시장상장법인	34	2	22 ^{*1}	8 ^{*2}	2	34	2	5	1	26
코넥스시장상장법인	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1
기타법인	7	5 ^{*3}	2 ^{*4}	0	0	5	1	0	0	6

*1 공모 발행 시 1월 / 사모 발행 시 1년 4사
 *2 공모 발행 시 3월 / 사모 발행 시 1년 5사
 *3 같은 회사가 3건 발행
 *4 공모 발행 시 1월 / 사모 발행 시 1년 1사

37) 상장회사협의회 표준정관의 경우 주주 외의 자에 대한 신주배정 한도를 발행주식총수의 20% 내외로 정할 것을 권고하고 있음
 38) 주주 외의 자에 대한 신주배정의 근거로 1)M&A를 통한 재무구조 개선 기타 전략적 제휴 및 계열관계의 형성, 2)투자유치 등 회사의 지배구조 개선을 위해 필요한 경우, 3)신규사업진출 등 회사의 경영목적 달성을 위하여 국내외 타회사를 인수 또는 투자할 때 등을 정관에 규정함

- 신주인수권의 행사를 사채 발행 후 빠른 시일 내에 할 수 있도록 할 경우, 신주인수권의 저가 매입을 통한 지배권 확보 등 신주인수권부사채의 오용이 가능함
- 따라서 정관 규정보다 실제 발행 후 신주인수권 행사 시작까지의 기간이 긴 것은 주주 권익 보호에 유리한 사항임
- 그러나 6개 회사가 정관 상 사채발행 익일부터 신주인수권을 행사할 수 있도록 정관에 규정하고 있었으며, 이러한 회사는 사채발행 시 사외이사 및 감사(위원)의 경영진에 대한 감시가 더욱 필요할 것으로 판단됨

검토결과

- 신주인수권부사채의 발행은 주로 코스닥시장상장법인에서 이루어지며, 발행 방법으로 사모 발행이 주로 활용됨
 - 사모로 발행된 신주인수권부사채는 현행법상 대부분 결합형 신주인수권부사채이며, 분리형이 발행 가능한 공모 발행의 경우 전부 분리형 신주인수권부사채로 발행되었음
 - 주로 활용되는 사채의 형태 및 발행 방법을 볼 때, 사외이사 및 감사기구의 적절한 경영진에 대한 견제가 필요함
- 신주인수권부사채 발행 결의 시 사외이사 및 감사(위원)의 참석률 제고가 필요함
 - 신주인수권부사채의 발행은 회사의 자금조달 및 재무구조 개선을 위한 중요한 수단이며, 사모 발행의 경우 기존 주주의 신주인수권을 제한할 수 있음
 - 그러나 발행 현황 조사 결과, 발행 결의 시 사외이사 및 감사(위원)의 참석은 양호하지 못한 수준임
 - 경영진의 사익편취 예방 및 주주권익 보호를 위해 사채 발행 결의 시 사외이사 및 감사(위원)의 참석률을 제고할 필요가 있음
- 발행회사는 대부분 적법한 정관을 갖추고 있으나, 일부 사례에서 주주의 권익이 보장되기 어려울 수 있는 경우가 있었음
 - 정관에서 사채 발행과 관련한 사항을 이사회에 위임하는 범위가 지나치게 넓거나, 정관 규정이 모호하여 주주 및 투자자의 예측가능성이 저해될 수 있는 사례가 발견됨
 - 정관 규정으로 이사회에 발행 관련 사항의 결정을 위임할 경우 적절한 위임의 범위를 규정하여 주주권 보호와 경영판단의 신속성이 조화되도록 규정할 필요가 있음