

우리 기업의 海外証券 발행과 관련한 법적인 미비점과 개선방안

石光現

(한양대학교 법과대학 부교수)

【초 록】

법적인 미비점

필자는 이 글에서 한국기업의 海外証券 발행과 관련된 法的 諸問題 중 國際債를 중심으로 우리 법의 미비점과 개선방안을 논의한다. 이러한 작업을 위한 전제로서 「商法の 國際的 適用範圍」를 검토하는데, 왜냐하면 무엇이 외국법이 규율하는 사항이고 무엇이 우리 법이 규율하는 사항인지를 정확히 알아야 하기 때문이다.

海外証券과 관련 계약의 準拋法에 관계없이 ① 발행회사의 권리능력과 행위능력, ② 海外証券의 발행과 관련한 의사결정기관, ③ 회사를 대표하여 관련 계약을 체결하고 海外証券에 서명(또는 기명·날인)할 자와 ④ 기타 海外証券의 발행과 관련하여 商法이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무에 관한 사항은 屬人法人 한국법이 규율한다.

주식은 社員權으로 우리 商法에 따라 설립된 주식회사가 商法에 따라 발행하는 것이므로 한국기업이 발행할 수 있는 주식의 종류는 商法에 명시적으로 정하여진 것이거나 商法상 발행 가능한 것이어야 한다. 따라서 외국 및 내국 투자자들에게 다양한 유형의 주식을 발행할 수 있기 위하여는 商法을 개정하여 이를 가능하게 해 주어야 한다.

한편 사채는 社員權이 아니라 일종의 金錢債權이다. 商法 중 社債法の 國際的 適用範圍는 개별조항의 성질에 따라 ① 私法規定, ② 公法規定(刑事法 이외의)과 ③ 刑事法規定으로 구분할 수 있다. 社債法の 私法規定에도 여러 가지 성질의 규정이 있는데, ㉠ 商法이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무에 관한 규정은 우리 기업의 경우 商法이 屬人法으로서 적용되지만, ㉡ 社債權者의 권리에 관한 규정은 외국법이 準拋法人 경우에는 적용되지 않는다. 한편 ㉢ 受託會社에 관한 규정과 ㉣ 社債權者集會에 관한 규정에 관하여는 논란이 있을 수 있지만, 이 또한 외국법이 準拋法人 경우에는 적용되지 않는다고 보며 종래의 실무도 이러한 견해를 전제로 하고 있다.

나아가 商法은 特殊社債로서 轉換社債와 新株引受權附社債의 두 가지 株式連繫証券을 규정하고, 証券去來法은 장차 新種社債를 도입할 수 있는 가능성을 열어두고 있다. 현재 証券去來法施行令은 두 가지 特殊社債, 즉 利益參加附社債와 交換社債를 규정한다.

特殊社債에 특유한 문제점으로서 轉換權 또는 新株引受權의 準拋法이 있는데, 轉換權 또는 新株引受權의 발생, 내용에 대한 제한, 행사의 방법과 효과 등은 모두 한국법에 따를 사항이라고 본다. 종래 실무상으로는 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 準拋法은 외국법으로 하면서, 轉換權 또는 新株引受權의 행사의 방법과 효과 등 한국법이 규율하는 사항에 관하여는 商法과 부합하도록 사채의 조건을 정하였으므로 문제는 없다.

실무상 전환청구 또는 신주인수권행사의 방법이 문제되는데, 包括証券(global bond)이 발행되는 경우 社債權者 또는 新株引受權証券 소지인이 轉換權을 행사하거나 新株引受權을 행사하기 위하여 채권의 실물을 제출할 수 없으므로 전환청구시 또는 新株引受權 행사시 실물에 갈음하여 국제결제기구의 지시서를 제출하는 방법에 의한다. 이는 商法에 부합하지는 않지만 무효라고 볼 것은 아니다. 다만 실물을 제출할 수 없거나 실물을 제출하기에 적절하지

않은 경우 다른 서류로 갈음할 수 있다는 취지로 商法을 개정하는 편이 바람직할 것이다. 한편 商法과 証券去來法이 特殊社債의 유형을 열거하고 있는 것과 관련하여 ① 현행법상 주식회사가 현행법이 명시하지 않은 新種 特殊社債를 발행할 수 있는가와 ② 内國債에 관한 법리가 國際債의 경우에도 타당한가라는 의문이 제기된다. 필자는 현행법상 허용되는 社債의 조건은 다양하게 형성할 수 있고, 나아가 논란의 여지가 없는 것은 아니지만 주식회사가 발행할 수 있는 特殊社債의 유형은 현행법에 열거된 것에 한정되지 않는다고 본다. 더욱이 商法과 証券去來法の 취지가 한국기업은 법에 열거된 特殊社債만을 발행할 수 있다는 것이라고 하더라도 이는 内國債에만 적용되고, 國際債에는 아예 적용되지 않거나 적용되더라도 그 제한을 상당히 완화하여 이해할 필요가 있다고 본다.

개선방안

과거 선도적 기업의 海外証券 발행을 계기로 우리 법을 국제금융시장의 관행에 부합하도록 개정함으로써 많은 문제가 해결되었다. 그러나 海外証券의 발행과 관련한 현행법상 미비점이 尙存하므로 이를 다음과 같이 개선할 필요가 있다.

① 어느 법이 규율하는지를 명확히 할 사항

社債法을 개정하여 한국기업이 외국법이 準拋法인 國際債를 발행할 경우 社債法의 적용 여부와 적용범위를 명확히 할 필요가 있다.

② 외국법이 규율하는 사항

이는 海外証券의 발행시 외국법, 즉 당해 거래의 準拋法이 규율하는 사항이다. 이는 원칙적으로 準拋法에 의하면 되고 우리 법의 문제가 아니다.

③ 우리 법이 규율하는 사항

첫째, 한국기업의 주식에 관한 사항은 屬人法인 한국법이 규율하므로 내외의 투자자들에게 좀더 다양한 유형의 주식을 발행하기 위하여는 商法 중 會社法을 개정하여 이를 가능하게 할 필요가 있고, 둘째, 商法과 証券去來法상의 特殊社債의 발행에 관한 제한을 완화함으로써 주식회사의 자금조달을 용이하게 할 필요가 있다. 또한 대체로 内國債에 적용되는 사항으로서 社債法을 정비할 필요가 있다. 예컨대 受託會社의 법적 지위와 관련하여 현재의 실무에 맞게 주간사회사와 수탁회사의 관계를 명확히 하고, 受託會社의 설치강제 여부를 좀더 명확히 하며, 社債權者의 단체적 취급 및 법원의 개입의 범위를 정비하고, 또한 사채발행한도의 제한을 존치할 것인지를 재검토할 필요가 있다. 나아가 公社債登錄法도 정비할 필요가 있다.

④ 우리 법이 準拋法인 海外証券의 발행

우리 기업이 해외에서 주식을 발행할 경우 주식의 準拋法은 당연히 우리 법이고, 海外証券인 株式預託證書의 準拋法은 당연히 외국법이다. 문제는 사채인데 사채의 準拋法은 當事者自治에 의한다. 우리의 社債法을 체계적으로 정비함으로써 장래에는 영국법 또는 뉴욕주법에의 과도한 의존을 피하고 한국기업이 한국법을 準拋法으로 하는 유로채를 발행할 수 있도록 노력할 필요가 있다. 이는 商法の 國際化的 맥락에서도 필요하다.

요컨대 海外証券 발행과 관련하여 아직도 법적 미비점이 존재하는데, 우선 이러한 미비점을 보완함으로써 法的 危險을 최소화해야 할 것이다.

주제어: 유로채 / 상법의 역외적용 / 회사의 속인법 / 사채권자집회 / 수탁회사 / 사채의 준거법 / 국제적 강행법규 / 특수사채 / 신주인수권증권의 준거법 / 아리랑분드

Some Legal Uncertainties Concerning Overseas Issuance of Securities by Korean Companies and Proposal for Improvement

SUK Kwang Hyun

ABSTRACT

Legal Uncertainties

In this article the author discusses legal uncertainties surrounding overseas issuance of securities by Korean companies and proposals for improvement, with emphasis on issuance of international bonds. As a preliminary matter, the author reviews the scope of international (or extra-territorial) application of the Korean Commercial Code, since we should know clearly the distinction between matters that are governed by Korean law and those governed by foreign law.

In the case of overseas issuance of securities by Korean companies, ① legal capacity of the issuing company, ② the body of the issuing company which decides the overseas issuance of securities, ③ the person who is authorized to sign the related agreements and the bonds on behalf of the issuing company, and ④ other matters on restriction on the overseas issuance of securities imposed by the Korean Commercial Code, are governed by Korean law as the personal law of the issuing company.

Shares representing rights and obligations of a shareholder of a company are issued by chusik hoesa (joint stock company) under the Korean Commercial Code. Thus the types of shares which Korean companies may issue should fall under the types provided for or authorized under the Korean Commercial Code. Therefore, in order to enable Korean companies to issue more diverse types of shares to foreign as well as domestic investors, the Korean Commercial Code should be amended.

In determining the scope of international (or extra-territorial) application of the Korean Commercial Code, we need to classify the provisions of the Korean Commercial Code into three categories according to their nature, i.e., ① private law provisions, ② public law provisions (other than criminal law provisions) and ③ criminal law provisions. The private law provisions can be further classified into several subcategories, i.e., (a) provisions on the restrictions on issuance of special types of bonds under the Korean Commercial Code (which are governed by Korean law which is the personal law of the company), (b) provisions on the rights of bondholders (which are not applicable if the governing law of the bonds is foreign law), (c) provisions on bonds trustee and (d) provisions on the bondholders' meeting. Although there may be arguments to the contrary, the author believes that the provisions under (c) and (d) are not applicable if the governing law of the bonds is foreign law. The current practice of Korean companies is also based upon such view.

There are several issues peculiar to special bonds such as convertible bonds or bonds with warrants. A question arises as to the governing law of the conversion right and the subscription right under warrants. The author believes that creation, restriction on the terms and conditions, of convertible bonds or bonds with warrants and method and effect, of exercise of the conversion right and the subscription right under warrants are matters governed by Korean law. This was not clearly understood in the past. However, as a practical matter, there is no problem since the terms and conditions of convertible bonds or warrants have been actually set to be strictly consistent with the Korean Commercial Code.

In practice a question also arises as to the method of conversion of convertible bonds or exercise of subscription right under warrants where a global bond or a global warrant (rather than definitive bonds or definitive warrants) has been issued. In such case an instruction letter or a certificate of an international clearing institution is used for conversion or exercise of subscription right since holder of convertible bonds or warrants cannot practically submit the bonds certificate or warrants certificate represented by the global bond or global warrant. The author believes that such practice should be valid although it is not in strict compliance with the provisions of the Korean Commercial Code. However, it is more desirable for better clarity that an express provision be inserted in the Korean Commercial Code.

Improvement Plan

We could successfully remove many legal uncertainties that had existed in the past by aligning Korean law with the practices of international financial market. This has taken place on the occasion of the overseas issuance of securities by leading Korean companies. However, we have to admit that there still remain several legal uncertainties as to overseas issuance of securities. We need to take the following steps to improve the situation.

① Matters whose governing law should be clarified

We need to clarify by amending the Korean law on bonds in the Korean Commercial Code whether, and if positive to what extent, the provisions on bonds in the Korean Commercial Code are applicable to international bonds issued overseas and governed by foreign law.

② Matters governed by foreign law

Matters governed by foreign law are left to the foreign law. Therefore this is not an issue of Korean law.

③ Matters governed by Korean law

First, we need to amend the Korean Commercial Code so that Korean companies can issue more diverse types of shares to foreign as well as domestic investors. Second, we need to facilitate the procurement of funds by Korean companies by easing the restrictions on issuance of types of special bonds under the Korean Commercial Code and the Korean Securities and Exchange Act, which currently enumerate only a limited

number of types of special bonds. In addition, we need to streamline the Korean law on bonds in the Korean Commercial Code, in particular provisions on the legal status of the bonds trustee and the collective treatment of bondholders.

④ Overseas issuance of securities governed by Korean law

In the case of overseas issuance of shares by Korean companies, the governing law of the shares is of course Korean law, whereas the governing law of foreign depositary receipts is foreign law. In the case of bonds, the governing law is designated by the parties. We need to streamline the Korean law on bonds in the Korean Commercial Code so that Korean companies can issue eurobonds to be governed by Korean law. This is also necessary to achieve the internationalization of the Korean Commercial Code.

In sum there still remain several legal uncertainties as to overseas issuance of securities. We should try to minimize legal risks by removing such uncertainties.

【차 례】

I. 머리말

II. 商法の 國際的 適用範圍에 관한 접근방법

III. 株式會社の 屬人法의 결정과 屬人法이 규율하는 사항

1. 一般理論

2. 海外証券의 발행과 屬人法이 규율하는 사항

IV. 株式에 관한 사항

V. 社債에 관한 사항

1. 商法 기타 우리 법이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무에 관한 규정

2. 社債權者의 권리에 관한 규정

3. 受託會社에 관한 규정

4. 社債權者集會에 관한 규정

5. 한국기업이 발행할 수 있는 社債의 종류

VI. 特殊社債에 특유한 문제점

1. 商法の 규정

2. 轉換權과 新株引受權의 準拋法

3. 실무상의 몇 가지 문제점

VII. 商法과 証券去來法에 명시되지 않은 유형의 特殊社債의 발행

1. 內國債의 경우

2. 國際債의 경우

VIII. 改善方案

1. 어느 법이 규율하는지를 명확히 할 사항

2. 外國法이 규율하는 사항

3. 韓國法이 규율하는 사항

4. 韓國法이 準拋法인 海外証券의 발행

IX. 맺음말

I. 머리말

우리 나라 은행들과 기업들(이하 편의상 “우리 기업” 또는 “한국기업”¹⁾이라 한다)은 국제

적 신인도가 낮았던 과거에는 국내증권시장에서 자금을 조달하였지만 1970년대 중반 이래 해외증권시장에서도 有價証券을 발행함으로써 자금을 조달하였는데,2) 이는 1997년말에 발생한 외환위기 이후 한동안 침체되었으나 앞으로 꾸준히 증가할 것으로 생각된다. 한국기업이 해외에서 주로 외국 투자자들에게 발행하는 有價証券을 실무상 ‘海外証券’이라고 하는데, 이에겐 사채, 주식과 株式預託証券(depositary receipts) 등이 있고 사채에는 一般社債와, 轉換社債(convertible bond) 및 新株引受權附社債(bond with warrants)와 같은 株式連繫社債(equity-linked bonds) 등의 特殊社債가 있다. 또한 사채는 발행 및 판매지역과 표시통화에 따라 ‘内國債’(domestic bonds. 실무적으로는 ‘国内社債’라고도 한다)와 ‘國際債’(international bonds)로 나누어지고, 후자는 ‘外國債’(foreign bond)와 ‘유로본드’(eurobond, 이하 “유로채”라 한다)로 구분된다.3)

이 글에서는 한국기업의 海外証券 발행과 관련된 法的 諸問題 중 國際債를 중심으로 우리 법상의 미비점과 개선방안을 논의한다. 법적인 미비점은 법적 위험(legal risk)을 수반하므로 이를 배제하거나 감소시킴으로써 법적 안정성을 제고하고 거래비용을 절감할 수 있을 것이다. 이러한 작업을 위하여 우선 「商法の 國際的 適用範圍」를 검토하지 않으면 안된다. 왜냐하면 외국법이 규율하는 사항은 우리 법의 문제가 아니고, 우리가 개선할 수 있고 또한 개선해야 하는 것은 우리 법일 수밖에 없으므로 그 전제로서 외국법이 규율하는 사항이 무엇이고 우리 법이 규율하는 사항이 무엇인지를 정확히 알아야 하기 때문이다. 필자는 전에 유로채의 발행과 관련한 우리 法の 適用範圍에 관한 글을 발표하였는데,4) 여기에서는 당시의 논의를 좀더 진전시키고 株式連繫社債에 특유한 문제점도 언급한다.5)

1998년 “資産流動化에 관한法律”이 제정되었고 그에 따라 설립된 유동화전문회사가 외국 투자자들에게 海外証券으로 流動化証券(asset-backed securities, ‘資産担保証券’이라고도 한다)을 발행하기도 한다. 따라서 海外証券 발행과 관련한 법의 정비는 資産流動化를 원활히 하기 위해서도 필요하다.

최근에는 우리 기업의 構造調整과 관련하여 회사가 취득한 自己株式 또는 系列社株式과 교환할 수 있는 交換社債를 발행하는 사례가 있으나 이에 관하여는 별도의 발표가 있으므로 논의하지 않는다.6) 또한 우리 기업의 외국에서의 주식(또는 原株) 발행과 관련하여 제기되는 문제점은 同時上場에 관한 주제발표에서 논의될 것이므로 여기에서는 논의하지 않는다. 그 밖에 최근에는 担保附社債信託法の 國際的 適用範圍와 관련한 문제점도 제기되고 있는데 그에 대한 논의는 다른 기회로 미룬다.7)

II. 商法の 國際的 適用範圍에 관한 접근방법

한국기업이 海外証券을 발행하는 경우 商法 제3편, 즉 회사에 관한 규정(이하 “會社法”이라 한다)의 적용 여부가 문제된다. 바꾸어 말하면 이는 海外証券 발행이라는 국제거래와 관련하여 제기되는 商法の 國際的 適用範圍의 문제이다. 이는 國際私法の 論点인데, 이것이 우리에게 생소하게 느껴지는 것은 통상 國際私法 문제는 특정한 법률관계 또는 쟁점(issue)을 확정하고 그의 準拠法을 탐구하는 방향으로 접근하나, 여기에서는 마치 法規分類說(statute theory)처럼 우리 商法으로부터 출발하여 과연 그것이 국제거래에 적용되는가라는 형태로 문제를 제기하기 때문이다.8) 그러나 이는 뒤집어 보면 어떤 쟁점에 대해 商法이 적용되는지 아니면 당해 거래의 準拠法이 적용되는지라는 문제와 다를 바 없고, 단지 그의 해결이 國際私法の 조항으로부터 곧바로 도출되지 않는 점에서 좀더 어려울 뿐이다.

사건으로는 國際去來와 관련하여 會社法の 國際的 適用範圍를 정함에 있어서는 會社法の 모든 조항을 일률적으로 판단할 것이 아니라 문제된 개별조항의 성질에 따라 구분할 필요가

있다. 會社法은 회사의 기관구성, 사원과 회사의 관계 및 사원과 사원간의 관계에 관한 조항과 같이 단체인 회사의 조직과 이를 둘러싼 법률관계에 관한 규정, 즉 團體法的 性質을 가지는 조항과, 회사와 제3자의 거래와 같은 去來法的 性質을 가지는 조항으로 구성되는데, 전자의 경우 단체법원리가 지배하며 그 범위에서 會社法은 대부분 강행법적 성격을 가지는데 반하여 후자의 경우 개인법상의 거래와 마찬가지로 사적자치와 거래안전의 보호와 같은 개인법상의 원리가 지배한다.⁹⁾ 여기에서 이런 구별에 주목하는 것은 團體法的 性質의 조항은 우리 會社法이 屬人法(lex societatis)인 경우 적용되지만 去來法的 性質의 조항은 우리 會社法이 당해 거래(이는 대부분 계약일 것이다)의 準拋法인 경우에 적용되기 때문이다. 따라서 양자의 구별이 문제가 되는데, 아래의 논의는 결국 이러한 구별에 관한 것이다. 會社法에는 그 밖에도 刑事法 또는 公法的 性質을 가지는 조항도 있는바 그들의 적용범위는 별도로 판단해야 할 것이다.

III. 株式會社의 屬人法의 결정과 屬人法이 규율하는 사항

1. 一般理論

과거 涉外私法은 회사의 屬人法에 관하여 아무런 규정을 두지 않아 견해가 나뉘었으나, 2001년 7월 1일자로 개정된 國際私法(제16조)은 원칙적으로 設立準拋法說을 취하고 예외적인 경우 거래의 안전을 위하여 本拋地法說을 취하고 있다.¹⁰⁾ 따라서 여기에서 말하는 한국기업이 海外証券을 발행하는 경우 屬人法은 한국법이 된다.¹¹⁾

회사의 屬人法은 회사의 설립, 權利能力의 유무와 범위, 行爲能力, 조직 및 內部關係, 社員의 권리와 의무 등을 포함하여 회사의 설립부터 소멸까지 회사의 모든 사항을 규율한다.¹²⁾ 회사의 屬人法의 적용범위는 회사의 內部事項(internal affairs), 즉 組織法상의 문제에 한정된다는 견해¹³⁾도 있지만 이는 적절하지 않으며 國際私法에도 반한다. 물론 예외적으로 특별연결할 사항을 인정할 필요가 있지만, 內部事項과 外部事項을 일원적으로 연결하는 것이 종래 유력한 견해였고 또한 國際私法의 입장이기도 하다.

2. 海外証券의 발행과 屬人法이 규율하는 사항

종래 실무상 海外証券 자체 및 海外証券 발행과 관련된 계약들의 準拋法이 영국법 또는 뉴욕주법이더라도 다음 사항들은 그와 관계없이 屬人法에 의하여 규율되는 것으로 이해되고 있다.

① 발행회사의 권리능력과 행위능력

② 海外証券의 발행과 관련한 의사결정기관,¹⁴⁾ 즉 이사회결의 또는 주주총회결의 등 海外証券을 발행하기 위하여 어떠한 내부절차가 필요한지에 관한 사항

③ 회사를 대표하여 관련 계약을 체결하고 海外証券에 서명(또는 기명·날인)할 자

④ 기타 海外証券의 발행과 관련하여 會社法이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무에 관한 사항. 사채의 발행한도가 그러한 예이다. 이에 관하여는 아래에서 상세히 논의한다.

어떤 쟁점이 위의 사항에 포함되는지, 나아가 회사의 屬人法에 따라 규율될 사항인지의 여부는 그 쟁점이 어떻게 性質決定(characterization, Qualifikation)되는가에 따라 좌우된다. 아래에서는 屬人法이 규율하는 사항을 좀더 상세히 검토한다.

IV. 株式에 관한 사항

주식은 社員權으로 우리 會社法에 따라 설립된 주식회사가 會社法에 따라 발행하는 것이고 그의 내용이 會社法에 따름은 전혀 의문이 없다. 따라서 한국기업이 발행할 수 있는 주식의 종류는 會社法에 명시적으로 정하여진 것이거나 會社法상 발행이 가능한 것이 아니면 아니 된다. 한국기업이 轉換社債 또는 新株引受權附社債를 발행한 경우 社債權者가 轉換權 또는

新株引受權을 행사하여 발행되는 주식도 마찬가지이다.

商法(제344조)은 주식회사가 이익이나 이자의 배당 또는 잔여재산의 분배에 관하여 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있음을 명시하고, 나아가 수종의 주식을 발행한 경우 償還株式(제345조), 轉換株式(제346조)과 無議決權株式(제370조) 등을 발행할 수 있음을 명시하고 있다. 이처럼 한국기업이 발행할 수 있는 주식은 會社法에 명시적으로 정하여진 것이거나 會社法상 발행이 가능한 것이어야 하는데, 이는 한국기업이 海外証券으로서 외국인 투자자에게 주식을 발행하는 경우에도 마찬가지이다. 왜냐하면 주식에 관한 사항은 발행회사의 屬人法이 규율할 사항이어서 주식의 準拋法을 외국법으로 할 수 없기 때문이다. 그러므로 외국 및 내국의 투자자들에게 다양한 유형의 주식을 발행할 수 있기 위하여는 會社法을 개정하여 다양한 유형의 주식의 발행을 가능하게 해 주어야 한다. 우리 나라에서는 이에 관한 논의가 아직 활발하지 않지만,¹⁵⁾ 주식에 관하여 주주평등의 원칙이나 자본충실의 원칙과 같은 強行法規를 위반하지 않는 한 회사가 발행할 수 있는 증권의 종류는 회사 스스로가 결정할 수 있어야 할 것이라거나,¹⁶⁾ 새로운 증권의 발행근거를 법에 명시하는 접근방법의 한계를 지적하고 기본적으로 자금제공자와 자회사간의 사적자치에 맡기는 부분을 확대할 것이라는 견해가 주장되고 있다.¹⁷⁾ 참고로 일본은 수종의 주식을 좀더 다양화하기 위하여 2001년 商法을 개정하였음은 주목할 만하다.¹⁸⁾

한편 海外証券인 株式預託證書라 함은 국내주식을 原株로 하여 외국에서 原株 대신 거래되는 有價証券을 말하는데, 한국기업은 외국의 예탁기관(depositary)과 예탁계약(deposit agreement)을 체결하고 商法에 따라 주식을 발행하여 이를 예탁기관에 예탁하고, 예탁기관은 위 주식을 原株로 하여 동일한 금액의 株式預託證書를 발행한다.¹⁹⁾ 이 경우 原株인 주식은 당연히 商法에 따른 것이지만 株式預託證書는 예탁기관이 외국법에 따라 발행하는 有價証券이고 會社法의 적용대상이 아니다. 발행회사의 주주명부상으로는 예탁기관이 단일한 주주로 기재되나, 실질적인 주주는 株式預託證書의 소지인이다. 여기에서 예탁은 우리 개념으로는 株式預託證書의 소지인을 수익자로 하고 예탁기관을 受託者로 하여 原株를 신탁하는 것이다.²⁰⁾ 따라서 信託法이 정한 신탁의 대항요건²¹⁾을 구비하여야 예탁기관이 파산하더라도 株式預託證書 소지인의 권리가 보호될 수 있다.

V. 社債에 관한 사항

사채는 주식과 달리 우리 會社法에 따라 설립된 주식회사에 대한 社員權이 아니라 일종의 金錢債權이다. 우리 학설은 '社債契約'이라는 개념을 사용하는데, 이는 사채의 모집에 따라 사채청약을 하고 발행회사가 사채를 배정함으로써 발행회사와 사채의 인수인, 즉 최초의 社債權者와의 사이에 성립하는 계약이라고 하고, 사채계약의 법적 성질에 관하여는 債券売買說과 消費貸借說 등의 학설이 대립하고 있다.²²⁾ 사건으로는 사채 자체는 별도의 계약은 아니나,²³⁾ 사채의 조건에 따라 社債權者의 권리가 결정되는바, 사채계약의 법적 성질에 관하여 어떤 견해를 따르든간에 사채는 債權的인 權利를 표창하는 有價証券이라는 점에서, 그 권리의 내용이 會社法에 의하여 상세하게 규율되는 주식과는 차이가 있다.

商法은 사채에 관한 조항(제4장 제8절)(이하 "社債法"이라 한다)을 두고 있는데, 이러한 조항의 國際的 適用範圍은 商法 일반에 관하여 언급한 바와 같이 개별조항의 성질에 따라 구분해야 한다. 社債法 조항은 ① 私法規定, ② 刑事法 이외의 公法規定과 ③ 刑事法規定으로 구분할 수 있다.²⁴⁾ 여기에서의 관심사는 私法規定인데 문제가 되는 것은 다음과 같다.²⁵⁾

1. 商法 기타 우리 법이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무에 관한 규정

商法이 발행회사에 부과하는 제한의 예로는 사채발행한도가 있다.

그 밖에 우리 법이 발행회사에 부과하는 제한 또는 의무의 예로는 시가하락 등에 의한 전환가액 또는 신주인수권행사가액의 조정(이른바 refixing)에 관하여 금융감독위원회의 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」(제61조의2, 제63조. 이하 “공시규정”이라 한다)이 이를 이사회(또는 주주총회)에서 정하도록 한 것과, 조정 후 전환가액 및 신주인수권행사가액의 하한을 제한하는 것을 들 수 있다.²⁶⁾

전자에 관하여 보면 사건으로는 商法이 사채발행한도를 제한한 것은 사채의 大量性·公衆性에 비추어 발행회사의 상환능력을 고려한 것이라는 점에서 이는 성질상 회사의 屬人法에 따를 사항이라고 본다.²⁷⁾ 왜냐하면 사채발행한도에 관한 규제는 어느 특정 시점에 발행하는 사채의 조건에 관계없이 특정회사가 발행한 모든 사채에 일률적으로 적용되지 않으면 의미가 없기 때문이다. 물론 타인자본 중 유독 사채발행한도만을 규제하는 商法의 입장이 적절한지는 의문이다. 참고로 일본은 1993년의 商法 개정을 통하여 사채발행한도를 폐지하였다. 후자는 特殊社債에 관한 것이므로 아래(VI.3.)에서 논의한다.

2. 社債權者의 권리에 관한 규정

사채는 債權을 표창하는 有價証券이므로 발행회사와 社債權者의 관계는 去來法的 性質을 가지는 조항이지 團體法的 性質을 가지는 조항은 아니다. 따라서 社債權者와 발행회사의 관계는 사채의 準拋法에 따를 사항이다. 사채처럼 有價証券에 화체된 권리가 債權인 경우 당사자가 지정한 법이 債券에 화체된 권리의 準拋法이 된다.²⁸⁾ 이는 국제적으로 널리 인정된 連結原則인바, 종래 실무상 유로채의 準拋法은 영국법 또는 뉴욕주법이 되고, 外國債의 경우 발행시장에 따라 스위스법(스위스프랑본드), 뉴욕주법(양키본드), 일본법(사무라이본드) 또는 독일법(DM본드)이 되는 것은 바로 이러한 원칙에 근거한 것이다.

3. 受託會社에 관한 규정

社債權者들은 장기간에 걸쳐 공통의 이해관계를 가지는 집단이므로 이들의 이익을 집단적으로 보호할 필요가 있고, 발행회사의 입장에서 분산된 社債權者와 개별적으로 접촉하여야 하는 불편을 피하기 위하여는 社債權者들을 단체적으로 취급하는 것이 바람직하다. 이를 달성하기 위한 방법에는 社債權者集會와 受託者를 두는 두 가지 방법이 있다.

(1) 商法의 규정

商法은 受託會社制度和 社債權者集會制度를 두고 있다. 商法상 受託會社는 社債의 발행회사로부터 社債募集의 위탁을 받은 은행, 신탁회사, 증권회사 등을 말하는데, 商法 제484조 제1항의 해석상 受託會社는 社債權者를 위하여 社債를 상환받는 데 필요한 재판상, 재판 외의 모든 행위를 할 권한이 있는 社債權者의 법정대리기관이라고 한다.²⁹⁾ 受託會社는 법정대리권을 가질 뿐이므로 본인인 社債權者가 여전히 사채상의 권리를 가짐은 물론이다.³⁰⁾

그런데 우리 나라의 실무상으로는 受託者의 기능을 두 가지로 나누어 사채모집의 위탁을 받은 증권회사를 주간사회사라고 하고, 社債權者를 위하여 사채의 상환을 받음에 필요한 모든 행위를 할 권한이 있는 受託會社를 그와는 구별되는 개념으로 보고, 주간사회사는 발행회사와 ‘인수 및 매출계약’을 체결하고 사채모집과 납입 등 발행절차만을 책임지는 데 반하여, 受託會社는 발행회사와 ‘모집위탁계약’을 체결하고 사채원리금의 상환을 관리한다.³¹⁾ 필자는 內國債 발행의 실무가 이런 식으로 발전된 배경을 알지 못하나 그것이 商法과 양립될 수

있는지 의문이다. 商法の 문면에 충실하자면 사채모집의 위탁을 받은 증권회사가 受託會社가 되어야 할 것이나, 증권회사가 受託會社와 주간사회사의 지위를 겸할 경우 ‘利益의 衝突’(conflict of interest)이 발생한다.³²⁾

商法상 주식회사가 사채를 발행할 경우 반드시 受託會社를 두어야 하는 것은 아니며, 종래 실무상으로도 통상 無保證社債의 경우는 受託會社를 두지만 保證社債의 경우는 受託會社를 두지 않는다. 그런 의미에서 受託會社는 임의적 기관이라고 설명한다.³³⁾

어쨌든 商法상 受託會社의 지위는 信託法상의 受託者는 아니므로³⁴⁾ 영국법이나 뉴욕주법에 따른 信託契約상 유로채의 受託者의 지위와는 다르다. 商法상 受託會社의 지위에 관하여는 해석론상 좀더 명확한 해명이 필요하다.

(2) 유로채의 실무

유로채의 실무상으로도 變動金利債(floating rate notes)의 경우는 통상 受託者를 두지 않으나, 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 경우에는 受託者를 둔다. 후자의 경우 발행회사와 受託者는 信託契約를 체결하는데 準拋法이 영국법이면 ‘信託契約’(trust deed)에 의하고, 뉴욕주법이면 ‘信託證書’(trust indenture)에 의한다. 영국법이 準拋法인 경우 영국의 信託法(Trust Act 1925)이, 뉴욕주법이 準拋法인 경우 미국의 信託證書法(Trust Indenture Act 1939)이 각각 적용된다.³⁵⁾ 受託者의 유무에 따라 발행회사의 채무불이행시의 처리에 차이가 있다. 즉 受託者가 있으면 社債權者들을 위하여 조치를 취할 권리와 책임이 受託者에게 귀속하지만, 受託者가 없으면 각 社債權者가 그러한 권리와 책임을 가진다. 따라서 통상 채무대리인을 두는 유로채의 경우에는 각 社債權者가 개별적으로 기한의 이익을 상실시킬 수 있으나, 受託者를 두는 경우에는 受託者가 발행회사에 대해 조치를 취할 의무가 있음에도 불구하고 조치를 취하지 않는 경우를 제외하고는 각 社債權者는 원칙적으로 기한의 이익을 상실시키거나 기타 조치를 취할 수 없고(이른바 ‘no action clause’³⁶⁾) 일정비율(예컨대 25%) 이상의 社債權者 또는 受託者만이 사채 전부의 기한의 이익을 상실시킬 수 있도록 한다.

(3) 商法の 규정은 強行規定인가

商法상 受託會社는 임의기관임은 위에서 보았다. 따라서 受託會社에 관한 규정은 強行規定 또는 強行法規가 아니다.

이에 대하여 受託會社의 설치 여부는 임의적이지만 일단 受託會社를 두는 이상 商法の 규정은 강행적으로 적용된다는 견해가 주장될 여지도 있다. 그러나 위에서 본 바와 같이 商法상 受託會社는 社債權者의 법정대리인일 뿐이고 信託法상의 受託者는 아니라는 점에서, 사채에 따른 권리가 受託者에게 신탁되는 것으로 이해하는 영국법이나 뉴욕주법상의 사채의 受託者의 지위와는 차이가 있으므로,³⁷⁾ 國際私法상 영국법 또는 뉴욕주법을 信託契約의 準拋法으로 지정할 수 있다면, 그러한 외국법상의 受託者에게 商法상의 受託會社에 관한 규정을 적용하는 것은 타당하지 않다. 따라서 영국법 또는 뉴욕주법을 準拋法으로 하는 社債信託의 경우 商法の 受託會社에 관한 규정이 國際的 強行法規로서 적용된다고 볼 근거는 전혀 없다. 유로채에 관하여도 受託會社에 관한 商法 제484조가 적용되는 것으로 보는 견해³⁸⁾도 있지만 이는 근거가 없고 社債權者의 기대에도 반한다.

영미법상의 신탁과 유사한 신탁 개념이 인정되는 우리 나라의 경우 영국법 또는 뉴욕주법에 따라 설정된 社債信託은 별 어려움 없이 승인될 수 있고 準拋法の 선택도 유효한 것으로 볼 수 있다.³⁹⁾ 다만 실무상 우리 나라에서는 信託契約의 準拋法에 대해 債權契約처럼 취급하는 경향이 있지만 이는 문제가 있다. 信託契約은 통상 信託契約의 성립, 해석 및 효력이 準

拋法에 의하여 규율된다고 규정하는데, 효력에는 수익자가 信託財産에 대하여 재산적 권리(proprietary interest)를 가지는가를 포함하는 것으로 이해되기 때문이다. 따라서 신탁을 하나의 독립적인 제도로 보아 그의 準拋法을 일원적으로 이해할지, 아니면 債權法的 側面과(準)物權法的인 側面을 구분하여 별도로 이해할지가 우선 문제되고, 일원적으로 이해하는 경우에도 헤이그국제사법회의가 1985년 채택한 「신탁의 準拋法과 承認에 관한 협약」과 같은 접근방법을 취할지, 아니면 독일의 일부학설이 취하듯이 재단에 준하여 취급할지가 문제된다. 어느 경우이든 신탁의 설정을 위한 재산의 이전에 대하여는 별도의 連結原則이 적용될 것이다. 社債信託을 포함한 신탁의 準拋法은 좀더 체계적인 검토를 필요로 한다.40)

4. 社債權者集會에 관한 규정

(1) 商法の 규정

商法(제490조 이하)은 受託會社制度 외에 社債權者集會制度를 두어 그 소집, 권한, 결의방법, 결의의 효력발생 및 그 집행 등에 관하여 규정하고 있다.

1) 기한의 이익 상실사유에 관한 규정

商法(제505조)에 의하면 발행회사가 社債의 이자의 지급을 해태한 때 또는 정기에 社債의 일부를 상환하여야 할 경우에 그 상환을 해태한 때에는 社債權者集會의 결의에 의하여 회사에 대하여 일정한 기간 내에 그 변제를 하여야 한다는 뜻과 그 기간 내에 변제를 하지 아니할 때에는 社債의 총액에 관하여 기한이 이익을 잃는다는 뜻을 통지할 수 있고, 회사가 그 기간 내에 변제를 하지 아니한 때에는 社債의 총액에 관하여 기한의 이익을 잃는다. 따라서 발행회사가 이자지급을 해태하더라도 당연히 기한의 이익을 상실하는 것은 아니고, 社債權者들이 社債權者集會를 열어 결의를 하고 법원의 인가를 받은 뒤 나아가 발행회사에게 2개월 이상의 일정기간을 정하여 서면으로 변제를 최고하고 발행회사가 불이행하는 경우에 비로소 기한의 이익을 상실한다는 것이다. 商法상 2개월의 기간을 단축할 수 없다.

여기에서 우선 商法 제505조는 기한의 이익의 상실사유와 절차를 제한한 強行法規인가라는 문제가 제기된다. 위 규정은 당사자들이 기한의 이익 상실사유를 정하지 않은 경우에도 그에 정한 사유가 발행하면 社債權者는 기한의 이익을 상실시킬 수 있다는 취지로 보인다.41) 그렇다면 굳이 이를 기한의 이익 상실사유를 제한한 強行法規로 볼 이유가 없다. 발행회사가 이미 履行遲滯에 빠졌는데 社債權者集會의 결의를 거쳐 상당한 기간 최고를 한 뒤에 비로소 기한의 이익을 상실시킬 수 있다면 社債權者의 정당한 이익이 보호될 수 없다는 점에서 위 조항은 비판을 받고 있다.42) 현재 국내에서 발행되는 無保証社債의 경우 ‘사채모집 위탁계약서’는 商法の 규정과는 달리 비교적 광범위한 기한의 이익 상실사유를 규정하여 위 商法 조항이 強行法規가 아님을 전제로 하고 있는 것으로 보인다.43)

사건으로는 제505조는 상실사유와 절차의 측면에서 強行法規가 아니므로, 일단 国内的 強行法規에 해당하고 그에 추가하여 準拋法이 외국법임에도 불구하고 적용이 관철되는 이른바 國際的 強行法規가 될 수는 없다. 國際的 強行法規의 의미는 아래에서 논의한다.

2) 법원의 허가 및 인가요건

商法(제490조)에 의하면 社債權者集會는 商法에 규정되어 있는 사항 외에는 社債權者의 이해에 중요한 관계가 있는 사항에 관하여 법원의 허가를 얻어 결의를 할 수 있다. 이는 다수결의 남용으로부터 個別社債權者의 이익을 보호하기 위한 것이다.44) 또한 商法(제498조 제1항)상 社債權者集會의 결의가 효력을 발생하기 위하여는 법원의 인가를 받아야 한다.45) 이는 법원이 후견자적인 지위에서 社債權者의 이익을 보호하기 위한 것이다. 따라서 商法에 규정되어 있는 사항 외에 社債權者의 이해에 중요한 관계가 있는 사항에 관하여 社

債權者集會가 어떤 결정을 내리고 이를 실행하기 위해서는 일단 법원의 허가를 받아 결의를 하고, 그 결의에 대해 다시 법원의 인가를 받아야 한다.

다만 内國債의 발행과 관련하여 모집위탁계약에서 법원의 허가 없이 결의할 수 있다는 약정을 할 수 있는가에 관하여는 견해가 나뉘나 이를 긍정하는 견해가 유력하다.⁴⁶⁾ 반면에 社債權者集會의 결의에 대한 법원의 인가는 당사자가 합의로써 배제할 수 없다고 본다. 즉 결의사항에 관한 商法 제490조는 強行法規가 아니지만, 결의의 인가에 관한 제498조 제1항은 強行法規라는 것이다.⁴⁷⁾ 여기의 強行法規라 함은 당사자가 합의에 의하여 적용을 배제할 수 없는 '단순한 強行法規' 또는 国内的 強行法規를 말한다. 과연 그것이 準拋法이 외국법임에도 적용이 배제되지 않는 이른바 '國際的 強行法規'인가는 아래에서 논의한다.

(2) 유로채의 실무

유로채의 실무상으로는 통상 社債權者集會制度를 두는데, 財務代理人契約(受託者를 두지 않는 경우) 또는 信託契約(受託者를 두는 경우)이 社債權者集會에 관하여 상세히 규정한다. 그에 의하면 통상 社債權者集會는 통상결의에 의하여 社債의 조건 중 상대적으로 경미한 사항을 변경할 수 있고, 특별결의에 의하여 만기, 이자지급기일, 원리금 및 통화 등 중요한 사항을 변경할 수 있다. 유로채의 경우 社債權者集會를 개최하기 위하여는 물론이고 社債權者集會의 결의가 발효하기 위하여 법원의 허가 또는 인가는 요구되지 않는다.

한편 유로채의 경우 발행회사가 사채의 조건에 따른 이자를 지급하지 않거나 관련 계약상의 의무를 불이행하거나 기타 일정한 사유가 발생한 경우 수탁자는 재량으로, 또는 일정한 수의 社債權者의 요구가 있거나 社債權者集會의 특별결의에 따라 지시를 받은 경우에는 의무적으로 발행회사에게 통지함으로써 기한의 이익을 상실시킬 수 있는데, 이는 사채의 조건에 '채무불이행사유'(event of default)로서 상세하게 규정된다.⁴⁸⁾

(3) 商法の 규정은 強行規定인가

여기에서 한국기업이 유로채 등의 國際債를 발행하는 경우 社債權者集會에 관한 商法 규정의 國際的 適用範圍가 문제된다. 구체적으로 예컨대 광범위한 기한의 이익 상실사유를 정한 國際債의 조건이 유효한지, 또한 기한의 이익을 상실시키는 社債權者集會의 결의를 위하여 우리 법원의 허가가 필요한지, 나아가 결의의 발효를 위하여 우리 법원의 인가가 필요한지가 문제된다.⁴⁹⁾ 과거 한국기업들은 社債權者들에게 조기상환요구권(put option)을 부여한 사채를 발행하였는데, 최근 社債權者들로부터 조기상환요구를 받았지만 자금사정으로 인하여 응할 수 없는 상태에 있는 한국기업들의 경우 社債權者들의 채무불이행 선언을 피하기 위한 방편으로 社債權者들의 동의를 얻어 사채조건을 변경할 필요가 있게 되었다. 그 결과가 문제가 현실적인 의미를 가지게 되었다.

1) 기한의 이익 상실사유에 관한 규정

기한의 이익 상실사유와 절차에 관하여 보면, 위에서 언급한 바와 같이 商法 제505조는 國際的 強行法規가 아니므로 準拋法이 영국법 또는 뉴욕주법인 사채의 경우 기한의 이익 상실사유의 효력의 유무는 準拋法에 따라 판단할 사항이고 商法이 적용될 여지는 없다.

2) 법원의 허가 및 인가요건

商法에 규정된 사항 이외에 社債權者의 이해에 중요한 관계가 있는 사항에 관한 社債權者集會의 결의를 위하여 우리 법원의 허가가 필요한지에 관하여 보면,⁵⁰⁾ 商法 제505조와 마찬가지로 商法 490조는 強行法規가 아니므로 商法이 적용될 여지는 없다.

한편 社債權者集會의 결의가 발효하기 위하여 우리 법원의 인가가 필요한지에 관하여 보면, 準拋法이 영국법 또는 뉴욕주법인 사채의 경우에도 商法(제498조 제1항)이 적용된다고 하

기 위해서는 동 조항이 屬人法에 의하여 규율될 사항이거나 國際的 強行法規여야 한다.

첫째, 屬人法이 규율할 사항인가.

이는 社債權者集會에 관한 商法 규정이 회사의 屬人法의 적용범위 내에 포함되는가의 문제이다. 社債權者들의 이익을 집단적으로 보호할 필요가 있고, 발행회사의 입장에서 社債權者들을 단체적으로 취급할 필요가 있기 때문에 商法이 社債權者集會制度를 두고 있는 것이지만, 이는 社債權者들을 단체적으로 취급할 필요가 있다는 것이지 社債權者들이 발행회사라는 단체 내지는 조직의 일부로서 발행회사의 屬人法에 따라 규율되어야 한다는 의미는 아니다. 더욱이 社債權者들은 사채의 準拋法에 따른 권리를 가지는 것으로 인식하는데, 발행회사의 屬人法을 적용하는 것은 그들의 기대에도 어긋난다. 특히 스위스프랑본드, 양키본드와 사무라이본드 등과 같은 外國債의 경우 社債權者들은 사채의 準拋法이 되는 당해 표시통화의 국가, 즉 시장소재지국의 법에 따른 권리를 가지는 것으로 기대한다. 따라서 社債權者集會에 관한 사항을 발행회사의 屬人法에 속하는 문제라고 볼 것은 아니다. 社債權者集會는 회사의 内部組織에 관한 문제이기 때문에 商法이 적용된다는 견해는 근거가 없다.

둘째, 國際的 強行法規인가.

위에서 商法 제498조 제1항은 強行法規라고 하였는데, 문제는 그것이 단순한 強行法規 또는 國內的 強行法規에 그치는지, 나아가 準拋法이 외국법이더라도 배제되지 않는 '國際的 強行法規'인가가 문제된다. 國際私法 제7조는 외국법이 準拋法으로 지정되더라도 입법 목적에 비추어 準拋法에 관계없이 적용되어야 하는 우리 나라의 強行法規는 여전히 적용됨을 명시한다. 이는 과거 학설·판례에 의하여 당연시되던 것인데, 國際私法은 그 취지를 보다 분명히 하고 그것이 國際私法的 判斷의 결과임을 명확히 한 것이다. 國際的 強行法規에 해당하는 예로는 對外貿易法, 外國換去來法 및 독점규제및공정거래에관한법률을 들 수 있으나, 이는 일률적으로 판단할 것이 아니라 문제가 된 법조문을 중심으로 개별적으로 판단해야 한다.51)

여기에서 문제는 社債權者集會에 관한 商法の 규정이 國際的 強行法規인가의 여부인데 이는 결국 商法の 입법 목적에 비추어 판단해야 한다. 외국법이 사채의 準拋法이 될 수 있다면 社債權者들의 집단적 이익도 당해 準拋法이 정하는 바에 따르는 것이 합리적일 것이다. 社債權者의 이익을 보호하기 위한 商法 제498조 제1항을 國際的 強行法規라고 보기 위해서는 동 조항이 社債權者의 이익을 매우 강력하게 보호하는 것이고, 그러한 보호의 필요성이 매우 절실한 것이어서 한국기업이 사채를 발행하는 한 사채의 準拋法에도 불구하고 보호를 관철할 필요가 있으며, 그러한 취지가 입법자의 의도로서 인정될 수 있어야 할 것이나 그렇게 볼 근거는 전혀 없다. 만일 商法이 社債權者集會에 관한 규정은 한국기업이 발행하는 모든 사채에 적용된다거나, 한국기업이 한국 내에서 발행하는 모든 사채에 적용된다는 식의 규정을 두고 있다면 그 범위 내에서는 사채의 準拋法에 관계없이 적용되는 國際的 強行法規의 성질을 긍정할 수 있을 것이나 商法은 그러한 규정을 두고 있지 않으며 그렇게 해석할 근거도 없다. 국제적인 기관투자자들을 주된 대상으로 하는 유로채의 경우 社債權者들은 자신의 이익을 충분히 보호할 수 있는 지식과 능력을 구비한 자들이므로 우리 법원이 社債權者의 보호라는 명분으로 개입할 이유도 없다.

종래의 실무는 社債權者集會制度를 社債의 準拋法 내지는 관련 계약에 따를 사항이라고 보고, 社債權者集會의 결의에 대한 인가에 관한 商法 제498조 제1항 등 社債權者의 團體的 取扱에 관한 사항은 외국법이 準拋法인 사채에는 적용되지 않는다는 입장을 취하여 왔는데 이는 정당하다.52)

하지만 이 점에 관하여 이견이 주장될 수 있으므로 의문을 불식하기 위하여 商法에 명시적인 규정을 두는 방안을 진지하게 고려할 필요가 있다. 참고로 프랑스 商法(Code de commerce)은 社債에 관하여 상세한 규정을 두고 있으나(Article L228-46 이하), 발행계약에 반대의 조항이 없으면 프랑스회사가 외국에서 발행하는 社債에 대하여는 동법상의 社債權者団체에 관한 규정이 적용되지 않는다고 명시한다(Article L228-90).⁵³⁾

최근에는 유로채의 準拋法은 한국법으로 하고, 社債權者集會의 결의사항, 소집, 절차, 정족수, 결의의 집행 등 社債權者集會와 관련된 사항의 準拋法은 영국법으로 하는 사례가 있는 것으로 보인다. 이러한 실무는 社債權者集會에 관한 사항은 屬人法에 따를 사항이 아니고 國際的 強行規定도 아니라는 것을 전제로, 社債權者集會의 準拋法을 영국법으로 함으로써 社債權者集會에 관한 법원의 허가 또는 인가요건을 피하기 위한 방안으로 고안된 것으로 보인다. 이는 準拋法의 分裂(分割, d裂e뿔ge)의 예인데, 그것이 가능하기 위해서는 ‘部分問題’(Teilfrage) 또는 문제된 ‘쟁점’(issue)이 다른 부분과 논리적으로 분할가능하고, 그 경우 準拋法의 분열이 논리적으로 양립할 수 있어야 하므로,⁵⁴⁾ 위와 같은 구분이 과연 이러한 準拋法의 分裂에 내재하는 한계에 저촉되는가의 여부가 관건이 된다.

생각건대 위와 같이 準拋法을 분할지정하는 방안은 일응 논리적으로 가능할 것으로 보인다. 다만 사채조건의 변경과 같이 양자 중 어디에 해당하는지의 판단이 어렵거나 양자에 모두 해당되는 것으로 보이는 쟁점이 있을 수 있으므로 그와 같이 하려면 사채조건에 이러한 점을 좀더 명확히 할 필요가 있을 것이다. 양자간에 모순, 저촉이 발생할 가능성을 완전히 배제할 수는 없지만, 그렇더라도 위와 같은 準拋法의 분할지정 자체가 무효가 되지 않을 것이고,⁵⁵⁾ 그러한 문제점은 이른바 國際私法상의 適應(또는 調整)에 의해 해결될 수 있을 것이다.

(4) 아리랑본드의 발행과 商法の 적용

이처럼 社債權者集會에 관한 규정은 사채의 準拋法에 따를 사항이라고 하였으므로 외국기업 예컨대 외국의 주식회사 또는 그에 상당한 회사가 한국 내에서 한국법을 準拋法으로 하는 사채를 발행하는 경우 商法の 社債權者集會에 관한 규정이 적용된다고 본다.⁵⁶⁾ 그러나 예컨대 1995년 아시아개발은행(ADB)이 원화표시채권인 아리랑본드를 발행한 경우와 같이 발행인이 주식회사가 아니라 국제금융기구인 경우 문제가 있다. 아리랑본드는 그 당시 증권관리위원회 규정인 ‘국제금융기구의원화표시채권발행등에관한규정’에 따라 발행되었는데, 특별한 법인이 발행한 債券에 해당하는 것으로 우리 법을 準拋法으로 하여 국내의 사채발행의 실무례에 따라 발행된 것으로 보인다. 그러나 ADB와 같은 국제금융기구는 商法상의 주식회사 또는 그에 상당한 회사는 아니므로 우리 법이 準拋法이 되더라도 會社法이나 社債法이 적용되는 것은 아니고, 따라서 그 경우 계약에 기하여 社債權者들의 이익을 대표할 자로서 商法상의 受託會社에 준하는 受託者를 두더라도 그가 社債權者를 위하여 재판상 및 재판 외의 모든 행위를 할 권한을 가질 수는 없다. 재판 외의 모든 행위를 할 권한은 당사자들의 약정에 의하여 부여할 수 있겠지만, 우리 信託法(제7조)이 소송을 목적으로 하는 신탁을 금지하고 있음을 고려한다면, 당사자들이 합의에 의하여 受託會社에게 재판상의 행위를 할 수 있는 권한을 부여할 수는 없기 때문이다.⁵⁷⁾

5. 한국기업이 발행할 수 있는 社債의 종류

위에서 본 바와 같이 한국기업이 발행할 수 있는 주식은 商法이 결정할 사항이고 따라서 그러한 주식의 종류는 商法에 명시적으로 정하여진 것이거나 商法상 발행이 가능한 것이어야 한다. 한편 사채는 경우를 나누어 보아야 한다. 순전히 債權을 표창하는 사채라면 사채의

조건에 관하여 商法상 제한이 없으므로 당사자는 準拋法人 외국법에 따라 자유로이 발행할 수 있다. 반면에 特殊社債 특히 株式連繫社債의 경우 特殊社債의 발행근거를 규정한 商法 및 証券去來法の 규정취지와 관련하여 논란의 여지가 있다. 회사가 발행할 수 있는 사채의 종류는 회사의 屬人法에 따를 것이라는 유력한 견해(58)가 있으나 좀더 세밀한 검토가 필요하다. 이에 관하여는 아래(VI.)에서 特殊社債에 특유한 문제점을 검토한 뒤 아래(VII.)에서 다시 논의한다.

VI. 特殊社債에 특유한 문제점

한국기업이 발행하는 海外証券인 特殊社債의 법적인 문제점에 대한 검토는 아직 충분하지 않다. 상세한 논의는 후일로 미루고 여기에서는 轉換社債와 新株引受權附社債를 중심으로 商法の 國際的 適用範圍에 관한 몇 가지 논점을 소개한다.

1. 商法の 규정

商法은 통상의 一般社債 외에 特殊社債로서 轉換社債(제513조)와 新株引受權附社債(제516조의2)의 두 가지 株式連繫証券을 규정하고 있고, 証券去來法(제191조의4)은 주권상장법인 또는 협회등록법인은 그 밖에도 利益配當에 參加할 수 있는 社債, 주식 기타 다른 有價証券과 交換을 청구할 수 있는 권리가 부여된 社債와 기타 대통령령이 정하는 社債를 발행할 수 있다고 함으로써 장차 新種社債를 도입할 수 있는 가능성을 열어두고 있다. 59) 현재 証券去來法施行令은 두 가지 特殊社債, 즉 利益參加附社債(제84조의12)와 交換社債(제84조의13)를 규정하고 있다.

轉換社債라 함은 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 인정된 사채를 말한다. 轉換社債는 사채이지만 社債權者가 사채의 조건에 따라 轉換權을 행사함으로써 별도로 납입을 하지 않고 사채를 소멸시키고 신주를 발행시키는 점에 특색이 있다. 발행회사로서는 전환에 의하여 사채를 상환할 수 있고 轉換權이라는 감미료(sweetener)를 제공하는 대신 낮은 이자율로 자본을 조달할 수 있으며, 투자자로서는 사채의 확실성과 주식의 투기성을 함께 가질 수 있다는 장점이 있다. 투자자가 轉換社債를 취득하는 동기는 장래 일정시점에 轉換權을 행사하여 주식을 취득한 뒤 이를 상승된 시가로 처분함으로써 轉換社債 발행시 결정된 전환가액(1주의 발행가액)과 전환 당시의 주식의 시가의 차익을 얻기 위한 것이다. 商法은 제513조 이하에서 轉換社債의 발행을 위한 의사결정, 발행절차, 발행의 동기 및 전환청구 등에 관하여 규정을 두고 있다. 社債權者가 회사에 전환청구를 함으로써 전환의 효력이 생기므로(商法 제516조 제2항, 제350조 제1항) 轉換權은 形成權이다. 社債權者는 전환청구와 동시에 주주가 되나, 이자 또는 이익의 배당에 관하여는 전환청구를 한 때가 속하는 영업연도 말에 전환된 것으로 본다. 다만 정관에 규정을 둬으로써 직전 영업연도 말에 전환된 것으로 볼 수 있다(商法 제516조 제2항, 제350조 제3항). 단서는 國際慣行과 부합하도록 하기 위한 것이다.

한편 新株引受權附社債라 함은 사채의 조건에 따라 社債權者에게 新株引受權을 부여하는 사채이다. 사채와 新株引受權이 병존하므로 사채인 점에서는 一般社債와 다를 것이 없고 新株引受權이 부여된 점에서 차이가 있다. 新株引受權附社債에는 사채권과 新株引受權이 분리된 분리형과 그렇지 않은 비분리형이 있는데, 商法상은 양자가 모두 허용된다(제516조의5, 제516조의2 제2항 제4호). 유로채시장(Eurobond Market)에서는 대부분 분리형이나, 국내시장의 경우 초기에는 대체로 비분리형이 발행되었으나 근자에는 분리형으로 발행된다. 商法상으로는 新株引受權附社債가 아니라 新株引受權証券만(naked warrant)의 발행은 허용되지 않는 것으로 이해되고 있다. 그렇다면 분리형의 新株引受權附社債를 발행하는 경우에도 債

券과 新株引受權証券의 최초의 인수인은 동일해야 할 것이다. 商法은 제516조의2 이하에서 新株引受權附社債의 발행을 위한 의사결정, 발행절차, 발행의 등기 및 新株引受權의 행사, 주주가 되는 시기 등에 관하여 규정을 두고 있다. 新株引受權을 행사한 자는 주금을 납입한 때에 주주가 된다(商法 제516조의9). 통상의 신주발행의 경우에는 납입기일 익일부터 주주가 되나, 新株引受權附社債의 경우에는 주금납입일에 주주가 된다. 新株引受權証券(warrant)이 표창하는 권리의 성질에 관하여는 논란의 여지가 있으나, 新株引受權을 행사한 자는 주금납입을 함으로써 주주가 되며 회사의 승낙을 요하지 않는 점에서 形成權이라는 견해가 유력하다.⁶⁰⁾

社債權者가 轉換權을 행사하거나, 또는 新株引受權을 행사하고 주금을 납입하면 주식이 발행되는데, 예컨대 발행예정주식총수 중 잔여부분이 부족하여 轉換權 또는 新株引受權을 행사할 수 없는 사태가 발생할 수 있다. 실무상 그 경우 발행회사는 발행되었어야 하는 주식의 시가에 상당하는 금액을 社債權者에게 지급할 것을 규정한다. 이러한 권리는 轉換社債 또는 新株引受權証券에 표창된 권리로서 증권의 양도와 함께 이전된다.

2. 轉換權과 新株引受權의 準拋法

一般社債인 유로채의 경우 통상 受託者를 두지 않으나, 轉換社債 또는 新株引受權附社債와 같은 株式連繫社債를 발행하는 경우에는 受託者를 두는 것이 보통이다.⁶¹⁾ 受託者를 두더라도 轉換權과 新株引受權은 個別社債權者에게 유보되어 있고 受託者에게 신탁되지 않는다.⁶²⁾

실무상 유로채인 轉換社債와 新株引受權附社債의 準拋法은 영국법 또는 뉴욕주법이 된다. 轉換社債와 新株引受權附社債도 사채이므로 사채에 표창된 債權的인 權利에 관한 한 當事者自治의 원칙에 따라 외국법이 準拋法이 되는 것은 아무런 문제가 없다. 그러나 轉換社債는 주식으로 전환할 수 있는 권리를 함께 표창하고 社債權者가 轉換權을 행사함으로써 주식이 발행되고 회사의 자본이 증가하는 점에서 一般社債와는 다르고, 또한 新株引受權附社債의 경우 新株引受權証券은 주식을 인수할 수 있는 권리를 표창하고 社債權者가 新株引受權을 행사함으로써 주식이 발행되는 점에서 新株引受權証券의 準拋法도 마찬가지로인데, 이러한 특수성은 準拋法의 결정시에도 고려되어야 한다. 만일 轉換權과 新株引受權이 단순한 債權的인 權利라면 사채와 마찬가지로 당사자가 합의한 準拋法에 따를 수 있을 것이나, 이는 形成權으로서 그 권리의 발생, 내용 및 그에 대한 제한,⁶³⁾ 행사의 방법과 효과 등은 모두 법이 정한 사항일 뿐만 아니라 주식과 밀접하게 관련되므로 주식의 準拋法인 한국법에 따를 사항이라고 본다.⁶⁴⁾ 당사자들의 합의만에 의하여 대세적인 효력을 가지는 주식의 발행 및 자본 증가를 실현할 수는 없기 때문이다. 다만 商法의 규정이 모두 동등한 가치를 가지는지는 의문이다. 예컨대 轉換權 또는 新株引受權의 행사의 효력에 관한 규정에는 強行的인 效力을 인정해야 하지만 행사의 방법도 동일하게 취급할지는 의문이다. 왜냐하면 후자는 본질적이라기보다는 기술적인 사항이기 때문이다.

따라서 외국법이 準拋法이 되는 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 경우 선택된 準拋法의 적용범위에 제한이 있음을 명시한다. 한국기업의 경우 실무상으로는 轉換權 또는 新株引受權의 행사에 따라 발행되는 주식은 한국법에 따른다는 점만을 명시하는 경향이 있으나, 사건으로는 轉換權 또는 新株引受權의 발생, 내용에 대한 제한, 행사의 방법과 효과 등이 모두 한국법에 따른다는 점을 명시함이 정확하지 않을까 생각된다.

이와 같이 유로채시장의 관행이 형성됨에 따라 표준화된 관행에 부합하지 않는 株式法을 가진 국가의 발행인은 사채를 발행할 수 없게 되었는데, 그 결과 미국법의 영향하에 표준화된

유로채시장의 관행은 각국의 株式法을 同化시키는 효과를 가져왔다.65) 과거 삼성전자가 최초로 유로시장에서 轉換社債를 발행하려고 했을 때 우리 商法이 유로채시장의 관행에 부합하지 않았기 때문에 轉換社債를 발행할 수 없었고 결국 1988년 자본시장육성에 관한 법률을 개정하여 주주명부폐쇄기간중 전환청구를 가능하게 하고, 전환청구의 효력발생시기와 전환에 따른 발행회사의 등기의무에 관하여 商法의 특례를 규정하는 등 유로채시장의 관행을 도입한 것은 그러한 예이다.66)

그러나 종래 실무상으로는 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 準拋法을 영국법 또는 뉴욕주 법으로 하면서, 轉換權 또는 新株引受權의 행사의 방법과 효과 등 한국법이 규율하는 사항에 관하여는 그 행사의 방법과 효과가 商法에 부합하도록 사채의 조건을 정하여 왔으므로 별로 문제될 것은 없다고 하겠다.

요컨대 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 경우에도 轉換權 또는 新株引受權의 행사의 효력과 같이 商法이 규정하고 있는 사항은 주식에 관련된 사항이므로, 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 準拋法에도 불구하고 商法이 屬人法으로서 적용된다. 그러나 이 점에 관하여 商法은 국제금융시장의 관행에 부합하므로 문제가 없다는 것이다. 그 밖에 商法 기타 한국법이 규정하지 않는 사항은 사채의 조건과 사채의 準拋法에 의해 보완되는데,67) 이는 한국법에 반하지 않는 한 허용된다. 한국기업의 유로채시장에서의 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 발행은 이러한 법적 기초 위에서 이루어지는 것이다.

3. 실무상의 몇 가지 문제점

(1) 轉換價額 또는 新株引受權行使價額의 조정

국가에 따라서는 국내법에 사채권자를 보호하기 위한 전환가액 또는 신주인수권행사가액의 조정에 관한 규정(이른바 稀積化防止條項(anti-dilution clause))을 두는 예가 있다. 이것이 屬人法에 따를 사항인가 아니면 사채의 準拋法에 따를 사항인가가 문제되나, 屬人法에 따를 사항이라는 유력한 견해가 있다.68) 전환가액 또는 신주인수권행사가액의 조정은 轉換權 또는 新株引受權의 내용에 관련되므로, 轉換權 또는 新株引受權이 屬人法에 따를 사항이라면 그렇게 보아야 할 것이다.

우리 나라의 경우 이 점은 과거 유가증권인수업무에 관한 규정에 의하여 규율되었는데69) 동 규정은 우리 나라의 유가증권인수업자들을 대상으로 하는 규정이므로 그에 구속되지 않는 외국 증권회사들이 인수에 참여하는 海外証券에는 적용될 여지가 없었다. 그러나 근자에는 이 규정은 폐지되고 채권인수업자의 협의에 의해 결정되는 방식을 취한다. 따라서 이런 원칙이 海外証券에 적용될 여지는 없다. 다만 시가하락 등에 의한 전환가액 또는 신주인수권행사가액의 조정(이른바 refixing)에 관하여 금융감독위원회의 공시규정(제61조의2, 제63조)이 조정에 관한 사항을 이사회(또는 주주총회)에서 정할 것과 조정 후 전환가액 및 신주인수권행사가액의 하한을 규정하는데, 이는 주권상장법인이 준수할 사항으로 되어 있으므로, 전환금지기간 또는 신주인수청구 금지기간 등에 관한 조항(제62조, 제63조)과 마찬가지로 海外証券의 경우에도 당연히 적용됨을 전제로 한 것이다. 실무상으로도 이에 따른다. 國內債와 國際債에 동일하게 이러한 제한을 적용하는 것은 타당하지만, 이러한 하한을 규정하는 것이 정책적으로 과연 바람직한지는 의문이다. 동 규정이 정하지 않은 기타 전환가액과 신주인수권행사가액의 조정은 사채의 조건이 정하는 바에 의하여 유로채시장의 관행을 따르고 있다. 우리 법이 이를 제한하지 않으므로 문제될 것은 없다.

참고로 종래 內國債의 경우 실무상 전환가액(또는 신주인수권행사가액)기준방식을 취하였으나 유로채의 경우 시가기준방식을 취한 점에서 차이가 있었던바, 양자를 달리 취급하는 것

은 바람직하지 않다고 생각된다. 다만 최근에는 실무상 주권상장법인 또는 협회등록법인과 같이 시장이 존재하는 때에는 内國債의 경우에도 시가기준방식을 취하는 예가 늘고 있는 것으로 보인다.

(2) 轉換請求 또는 新株引受權行使의 방법

유로채시장에서 발행되는 轉換社債의 경우 발행회사는 包括社債(global bond)⁷⁰를 발행하여 이를 Euroclear Bank나 Clearstream Banking⁷¹과 같은 국제결제기관에 위탁하고, 각 社債權者의 권리는 계좌이체에 의하여 양도하는 방식을 취한다. 新株引受權附社債의 경우에는 包括社債와 新株引受權에 관한 包括証券이 발행된다. 確定社債(definitive bond)를 발행하는 경우에도 사채의 조건상으로는 사채는 債券의 교부에 의하여 양도되나, 실제로는 사채의 실물은 결제기관의 공동예탁기관(common depository)에 의해 보관되고, 社債權者의 권리는 계좌이체의 방법에 의하여 양도된다.⁷²)

商法상 전환청구를 하기 위해서는 사채권자는 청구서 2통에 채권을 첨부하여 회사에 제출하여야 한다(제515조 제1항). 新株引受權 행사의 경우도 마찬가지이다(제516조의8 제1항). 2개 중 하나의 청구서는 회사가 보관하고 다른 하나는 등기를 위하여 필요하다. 그러나 包括証券이 발행되는 통상의 경우 특정 社債權者 또는 新株引受權証券 소지인이 轉換權 또는 新株引受權을 행사하기 위하여 채권의 실물을 제출할 수 없으므로 전환청구서 또는 新株引受權 행사시 실물에 갈음하여 국제결제기관의 지시서를 제출하는 방법을 취한다.

엄밀하게 말하면 이 방법은 商法에 부합하지 않지만, 실물의 제출이 현실적으로 불가능한 점을 감안할 때 이를 무효라고 하기 어렵고, 사채의 조건이 그러한 취지를 명시한 경우 더욱 그러하다. 轉換權 또는 新株引受權의 행사방법도 準拋法인 屬人法에 따를 사항이기는 하지만 轉換權 또는 新株引受權의 행사의 효력과 달리 행사방법은 기술적인 사항이기 때문에 반드시 強行的인 規定으로 보아야 할지는 의문이라는 점은 위에서 언급한 바와 같다. 그러나 의문을 해소하기 위하여 실물을 제출할 수 없거나 실물을 제출하기에 적절하지 않은 경우 다른 서류로 갈음할 수 있다는 취지로 商法을 개정하는 편이 바람직할 것으로 생각된다.

(3) 特殊社債의 조건에 관한 공시규정상의 규제

공시규정은 特殊社債의 발행시기를 제한하고, 전환기간 또는 신주인수권행사기간을 규제하고 있다. 즉 상장법인이나 협회등록법인은 ① 소수주주가 임원의 해임을 위하여 주주총회의 소집을 청구하거나 법원에 소집허가를 청구한 경우 청구시부터 해임 여부의 결정시까지의 기간 동안, ② 임원의 직무집행정지 또는 주주총회결의의 무효·취소 등을 청구하는 등 경영과 관련된 분쟁으로 소송이 진행중인 기간 또는 ③ 기타 그에 준하는 경영권분쟁사실이 신고·공시되고 그 절차가 진행중인 기간중에는 주주만을 대상으로 사채를 모집하거나 공모발행방식에 의하지 아니하고 轉換社債나 新株引受權附社債를 모집할 수 없다(공시규정 제60조 및 제63조). 또한 상장법인이나 협회등록법인은 轉換社債나 新株引受權附社債를 발행하는 경우 그 발행 후 1년이 경과한 후에 전환 또는 행사할 수 있는 조건으로 정하여야 한다(공시규정 제62조 및 제63조).⁷³)

이러한 제한은 발행회사가 경영권방어를 위한 수단으로 特殊社債를 발행하는 것을 방지하기 위한 장치인데, 이는 발행회사가 준수해야 할 의무의 형태로 규정되어 있다. 즉 위 제한은 轉換權 또는 新株引受權의 準拋法이 한국법이기 때문에 적용되는 것이 아니라, 발행회사가 위 규제를 준수할 의무를 부담하기 때문에 사실상 준수될 뿐이다.⁷⁴) 따라서 만일 발행회사가 의무에 위반하여 特殊社債를 발행한다면 회사가 규정위반에 따른 제재를 받는 것은 별론으로 하고 당해 特殊社債의 효력에는 영향이 없을 것이다. 이러한 제한은 발행회사에 대한

규제이므로 그런 규제를 들지는 정책적인 판단사항이지만 이를 두더라도 필요한 최소한에 그쳐야 할 것이다.

VII. 商法과 証券去來法에 명시되지 않은 유형의 特殊社債의 발행

위에서 언급한 바와 같이 商法은 特殊社債로서 轉換社債와 新株引受權附社債를 규정하고, 証券去來法 및 証券去來法施行令은 利益參加附社債와 交換社債를 규정하며, 証券去來法은 주권상장법인 또는 협회등록법인은 그 밖에도 대통령령이 정하는 社債를 발행할 수 있다고 함으로써 장차 新種社債의 도입가능성을 열어두고 있다. 이와 관련하여 다음 두 가지 의문이 제기된다.

첫째, 商法 및 証券去來法상 주식회사가 대통령령이 열거하고 있지 않은 新種의 特殊社債를 內國債로서 발행할 수 있는가.

둘째, 內國債에 관한 법리가 國際債의 경우에도 그대로 적용되는가. 이는 위(V.5.)에서 본 바와 같이 한국기업이 발행할 수 있는 사채의 종류를 결정하는 準拋法과 관련된다.

1. 內國債의 경우

商法 및 証券去來法상 주식회사가 대통령령이 규정하지 않은 新種의 特殊社債를 발행할 수 있는가라는 문제에 답하기 위해서는 ① 商法 및 証券去來法이 열거하고 있는 社債가 한정적인가의 여부와 ② 有價証券法定主義(numerus clausus der Wertpapiere)와의 관계에서 新種社債의 발행이 가능한지를 검토할 필요가 있다.

(1) 特殊社債에 관한 법규정의 취지

商法 및 証券去來法の 社債의 유형을 한정적인 것으로 보아 주권상장법인 또는 협회등록법인도 証券去來法에 열거된 社債만을 발행할 수 있을 뿐이고 열거되지 아니한 新種社債는 발행할 수 없으며,⁷⁵⁾ 주권상장법인 또는 협회등록법인이 아닌 주식회사는 証券去來法에 규정된 新種社債는 아예 발행할 수 없다는 견해가 주장될 수 있다. 종래 商法과 과거 자본시장 육성에 관한 법률과 그 후 証券去來法이 新種社債의 범위를 확장하여 온 것은 바로 이러한 견해를 뒷받침하는 것이라고 볼 여지가 있다.

종래 이에 관한 논의가 활발하지는 않지만, 사건으로는 商法 및 証券去來法이 주식회사가 발행할 수 있는 社債의 유형을 제한적으로 열거한 것으로 해석할 필요는 없다고 본다.⁷⁶⁾ 더욱이 商法 또는 証券去來法상 주식회사가 발행할 수 있는 유형의 社債를 그에 열거된 것으로 제한하는 취지로 해석하더라도, 民法에 기하여 無記名証券을 발행할 수 있다면 제한적인 해석은 의미가 없다. 왜냐하면 그 경우 주식회사가 발행한 것은 商法상의 社債가 아니라 民法에 따른 無記名証券이라고 볼 여지도 있고 商法상 주식회사의 무기명증권의 발행이 금지된 것은 아니기 때문이다.

따라서 현행법상 허용되는 一般社債의 조건과 내용은 다양하게 형성할 수 있고,⁷⁷⁾ 주식회사가 발행할 수 있는 特殊社債의 유형은 商法과 証券去來法에 열거된 것에 한정되지 않는다고 본다. 다만 어떤 特殊社債가 株式連繫社債와 유사하다면 관련 株式連繫社債에 관한 商法상의 규정을 유추적용할 필요가 있을 것이다. 바꾸어 말하면 현행법에 규정되지 않은 特殊社債의 발행이 전면금지된다고 볼 것이 아니라 문제된 사채의 조건이 주주의 권리를 침해하는지, 만일 그렇다면 주주보호를 위한 요건을 구비하는 것을 전제로 발행을 허용할 수 있을 것이다. 이에 대해 위의 입장에서부터 강한 비판이 예상되고, 특히 特殊社債의 발행가능 여부를 개별적으로 판단할 경우 법적 불확실성이 초래된다는 비판이 제기될 수 있으나 적어도 논리적으로는 이러한 유연한 견해가 가능하다고 본다. 특히 주식과 달리 사채의 경우에는

좀더 자유로울 수 있지 않을까 생각된다.78) 과거 利益參加附社債가 자본시장육성에 관한 법률에 도입되기 전에도 당시 商法상 新種社債를 발행할 수 있다는 견해가 유력하게 주장되었다. 최근에는 위에서 언급한 바와 같이 우리 나라에서도 유연한 견해가 주장되고 있음은 주목할 만하다.79)

(2) 有價証券法定主義

주식회사가 商法 및 証券去來法이 규정하지 않은 유형의 社債를 발행하는 것이 有價証券法定主義(有價証券制限主義라고도 한다)에 비추어 허용되는지의 문제이다. 有價証券法定主義라 함은 有價証券은 그 종류 및 내용이 법에 의하여 제한을 받는다는 이론으로, 한국법상 명문의 규정은 없으나 有價証券理論의 기초를 이루는 것으로 이해되고 있으며, 특히 指示式이나 無記名式 有價証券은 법이 인정한 경우에 한하여 발행할 수 있다고 한다.80) 이에 의하면 商法 또는 証券去來法에서 열거한 新種社債 외에는 발행할 수 없다고 볼 여지도 있다. 이 점은 보다 깊이 있는 검토를 필요로 하는 논점이나, 有價証券法定主義를 그와 같이 엄격히 이해할 필요는 없고 債權을 표창하는 有價証券의 경우에는 民法(제508조~제526조)에 의하여 指示式 또는 無記名式 有價証券을 발행할 수 있다는 견해도 가능하다고 본다.81) 그렇다면 指示債權, 無記名債權에 관한 民法 조항은 앞으로 商法 또는 証券去來法이 예정하지 않은 유형의 指示式 또는 無記名式 有價証券 발행의 근거로서 중요한 의미를 가지게 될 것이다.82)

2. 國際債의 경우

한국기업이 발행할 수 있는 사채의 종류를 결정하는 準拋法은 무엇인가와 관련하여 위의 논점을 본다.

(1) 特殊社債에 관한 법규정의 취지와 관련하여

필자는 현행법상 주식회사가 발행할 수 있는 社債의 유형은 商法과 証券去來法에 열거된 것에 제한되지 않는다고 보되, 특정한 유가증권의 실질이 株式連繫社債와 유사하다면 관련된 株式連繫社債에 관한 商法상의 규정을 유추적용할 필요성은 있다는 견해를 피력하였다. 따라서 한국기업의 屬人法에 의한 제한을 논의할 실익은 없다.

그러나 만일 商法과 証券去來法이 特殊社債의 유형을 제한하는 취지로 이해한다면 이러한 제한이 屬人법인 한국법에 따를 사항인지가 문제된다. 이에 관하여는 우선 두 가지 견해가 가능할 것으로 보인다.

첫째, 商法과 証券去來法の 제한의 취지가 주권상장법인 또는 협회등록법인이 아닌 주식회사 또는 주권상장법인 또는 협회등록법인에 대해 법에 명시한 特殊社債만을 발행할 수 있고 그 밖의 特殊社債의 발행을 금지하는 취지라면, 이러한 금지는 屬人법인 한국법에 따를 사항일 것이다. 예컨대 商法상 有限會社는 사채를 발행할 수 없는 것으로 이해되고 있고 이런 제한은 屬人法에 따를 사항인데, 위 견해는 商法과 証券去來法の 제한을 이와 유사하게 보는 것이다. 일반적으로 사채를 발행할 수 있는 능력의 문제는 屬人法이 아니라 사채의 準拋法이 규율할 사항이지만 屬人法이 어떤 제한을 두는 경우 그를 무시할 수는 없다.83) 하지만 유한회사의 경우 그의 폐쇄적·비공개적 성질상 사채의 발행이 허용되지 않는다고 보므로 이는 유한회사 자체에 부과된 제한이라고 이해할 것이지만, 特殊社債의 경우는 그러한 제한은 아니라는 점에서 양자를 동일시하는 것은 의문이다.

둘째, 特殊社債의 제한이 발행회사에 향하여진 것이 아니라 무분별한 新種社債의 출현으로부터 투자자를 보호하기 위한 것이라면 이는 屬人法이 규율할 사항이 아니라 사채의 準拋法 또는 사채시장 내지는 사채발행지법을 따를 사항이라고 볼 여지가 있다.

요컨대 特殊社債에 관한 商法과 証券去來法의 제한의 취지가 분명하지 않아 필자로서는 지금 단정적인 견해를 피력하기는 어렵지만 가사 그 취지가 한국기업은 그에 열거된 사채만을 발행할 수 있다는 것이더라도 이는 內國債에만 적용되고, 國際債에는 아예 적용되지 않거나 적용되더라도 제한을 상당히 완화하여 볼 필요가 있지 않을까 생각된다.

(2) 有價証券法定主義와 관련하여

國際債를 보면 債權을 표창하는 증권의 有價証券性은 그에 화체된 권리의 準拋法에 따른 사항이므로 예컨대 영국법상 國際債가 有價証券(negotiable instrument)으로서의 성질을 가진다면 그의 有價証券性은 영국법에 의할 사항이다. 한국법이 그러한 증권의 발행을 금지하지 않는 이상 우리 기업이 유로채시장에서 영국법을 準拋法으로 하는 有價証券으로서 國際債를 발행하는 것은 문제가 없다.⁸⁴⁾ 요컨대 國際債의 경우 우리 법상의 有價証券法定主義에 의한 제한은 문제되지 않는다.

VIII. 改善方案

과거 선도적 기업의 海外証券 발행을 계기로 우리 법을 국제금융시장의 관행에 부합하도록 개정함으로써 많은 문제가 해결되었다. 그러나 위에서 본 바와 같이 海外証券 발행에 관한 商法과 証券去來法의 적용 여부에 관한 불확실성 등 법적 미비점이 尙存함을 확인하였다. 이상의 논의를 기초로 海外証券의 발행과 관련한 우리 법의 미비점을 개선하기 위한 방안을 정리해 보면 다음과 같다.

1. 어느 법이 규율하는지를 명확히 할 사항

첫째, 社債法을 개정하여 한국기업이 외국법이 準拋法인 國際債를 발행할 경우 社債法의 적용 여부와 적용범위를 명확히 할 필요가 있다. 위에서 본 것처럼 논란이 있는 쟁점 중 일부는 합리적인 해석에 의해 해결할 수 있지만 다툼의 여지가 전혀 없지는 않다. 따라서 예컨대 외국법이 準拋法인 國際債에 대해서는 社債法 중 受託會社 및 社債權者集會에 관한 규정은 적용되지 않음을 명시함이 바람직할 것이다.

또한 여기에서 논의하지는 않았지만, 海外証券의 발행과 관련하여 証券去來法에 따른 有價証券申告의 필요 여부에 관한 기준을 좀더 명확히 정비할 필요가 있을 것이다.⁸⁵⁾

2. 外國法이 규율하는 사항

이는 海外証券의 발행시 외국법, 즉 당해 거래의 準拋法이 규율하는 사항이다. 이는 원칙적으로 準拋法에 의하면 되고 우리 법의 문제가 아니다.

우리의 관심사는, 국내에서 발행되는 有價証券에 대한 법제가 외국법과 상당한 차이가 있는데, 과연 이러한 차이가 불가피한 것인지 아니면 외국법의 장점을 수용하여 商法을 적절히 개정할 필요는 없는지를 검토하는 일이다. 이는 商法의 國際化를 위해서도 필요하다. 이러한 관점에서 사채법 중 정비할 사항은 아래(3.)에서 논의한다.

이는 비단 법만이 아니라 시장의 관행에도 타당하다. 위에서 언급한 바와 같이 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 전환가액 또는 신주인수권가액의 조정방식에 관한 국내의 관행을 재검토할 필요가 있다.

3. 韓國法이 규율하는 사항

이는 海外証券의 발행시 외국법이 準拋法이더라도 우리 법이 규율하는 사항에 관한 것이다. 이는 屬人法이 규율하는 사항이거나 그에 해당하는지의 여부가 문제되는 사항이다. 물론 우리 법 중 國際的 強行法規가 있다면 그에 의할 사항은 이에 포함된다.

첫째, 한국기업의 주식에 관한 사항은 屬人法인 한국법이 규율하므로 외국의 투자자들에게 좀더 다양한 유형의 주식을 발행하기 위하여는 會社法을 개정하여 이를 가능하게 할 필요가

있다. 미국의 개정모델회사법(Revised Model Business Corporation Act)은 회사가 발행할 수 있는 주식을 예시적으로 열거하고 기타 주식을 발행할 수 있음을 명시하는데,⁸⁶⁾ 장기적으로 이를 참조할 필요가 있다.

둘째, 商法과 証券去來法상의 特殊社債의 발행에 관한 제한을 완화함으로써 주식회사의 자금조달을 용이하게 할 필요가 있다. 현행법상 주식회사가 대통령령이 정하지 않은 新種의 特殊社債를 발행할 수 있는가에 관하여 논란의 여지가 있는데, 特殊社債의 근거규정을 좀더 포괄적으로 규정하는 방안을 고려할 필요가 있다. 또한 법체계상으로도 特殊社債의 발행에 관한 특례를 証券去來法이 아니라 商法에 두는 것이 바람직할 것이다.

셋째, 이는 아래 ④를 제외하면 모두 內國債에 관한 것이기는 하나 사채관리제도를 정비할 필요가 있다. 최근 商法이 빈번히 개정되었지만 社債法은 전혀 개정되지 않았다. 이는 社債法이 완비되어 있기 때문이 아니라 입법자들과 법률가들의 무관심에 기인하는 것이다. 그러나 금융수단으로서 사채가 차지하는 비중과 현행 社債法의 미비를 고려하면 이는 정당화될 수 없다. 社債法 중 정비할 사항은 우선 다음과 같다.

① 受託會社의 법적 지위와 관련하여 현재의 실무에 맞게 주간사회사와 수탁회사의 관계를 명확히 할 것. 수탁자의 지위를 정함에 있어서는 担保附社債信託法상의 受託者의 지위와의 균형도 고려해야 한다.

② 受託會社의 설치강제 여부를 명확히 할 것

③ 社債權者의 단체적 취급을 정비할 것. 이와 관련하여 社債法의 조항은 당사자의 합의가 없는 경우에 보충적으로 적용됨을 명확히 할 필요가 있다. 또한 社債權者集會의 결의에 대해 일률적으로 법원의 인가를 요구하는 것을 개정할 필요가 있다.

④ 사채발행한도의 제한을 존치할 것인지를 재검토할 필요가 있다.⁸⁷⁾

4. 韓國法이 準拋法인 海外証券의 발행

해외에서 주식을 발행할 경우 그의 準拋法은 당연히 우리 법이고, 海外証券인 株式預託證書의 準拋法은 당연히 외국법이다. 문제는 사채인데 사채의 準拋法은 當事者自治에 의한다. 장래에는 영국법 또는 뉴욕주법에의 과도한 의존을 피하고 한국기업이 한국법을 準拋法으로 하는 유로채를 발행할 수 있도록 노력할 필요가 있다. 그러기 위해서는 당해 거래에서 한국기업이 주도적인 지위에 있어야 함은 물론이나, 우리 법이 國際基準에 맞는 것이어야 하므로 우리의 社債法을 체계적으로 정비하여야 한다. 따라서 우리 법이 國際基準에 비추어 합리적인 것이 되도록 유지·발전시키기 위한 해석론적 및 입법론적 노력이 요청된다. 商法의 國際化는 이러한 맥락에서도 필요하다.

과거 일본 商法상 受託會社는 영국법에 따른 유로채의 受託者의 지위와는 차이가 있기 때문에 일본기업들이 유로채를 발행하면서 관련 계약의 準拋法을 일본법으로 한 경우에는 受託者가 아니라 채무대리인을 두었다고 한다. 근자에 우리 법을 準拋法으로 하는 경우에도 마찬가지로 受託者를 두지 않고 있다.

IX. 맺 음 말

위에서는 우리 기업의 국제적 활동과 관련하여 제기되는 다양한 논점들 중 주로 海外証券 발행을 중심으로 商法의 國際的 適用範圍에 착안하여 논의하였고, 그 결과 海外証券 발행에 관한 법적 미비점이 尙存함을 확인하였는데, 우선 이러한 미비점을 보완함으로써 法的 危險을 최소화해야 할 것이다. 종래 우리 기업의 자금조달수단으로서 海外証券 발행은 중요한 기능을 담당하였고 앞으로 그 규모는 더욱 확대되고 증권종류도 다양화될 것이므로 이러한 필요성은 더욱 커질 것이다. 또한 우리 법이 국제거래에 적용될 가능성도 점차 증대되고

있으므로 장래에는 입법과정에서도 우리 법의 내용이 國際基準 또는 國際慣行과 부합하도록 하고, 우리 법의 國際的 適用範圍를 합리적으로 판단할 수 있도록 적절한 기준을 제시할 필요가 있다. 나아가 어떤 사항을 법으로 규정하고 어떤 사항을 私的自治에 맡길 것인지, 또한 규정을 둘 경우에도 어느 범위에서 強行規定으로 할지를 조심스럽게 판단할 필요가 있다. 선불리 法에 규정을 둘 경우 입법자의 의도와 달리 規制法으로 작용할 우려가 있기 때문이다. 이러한 과제를 제대로 수행하기 위해서는 國際去來 내지는 國際去來法에 대한 이해와, 특히 國際私法的 視角과 마인드가 필수적인데 이는 국제화시대를 사는 법률가들에게는 불가결한 요소라고 할 것이다.

췍 참고문헌

- 金永武外, 『海外証券 發行의 法과 實務』, 韓經新書 16, 한국경제신문사, 1989.
- 법무부, 『國際化 時代의 涉外私法 改正方向』, 법무부, 1999.
- 石光現, 『2001년 改正 國際私法 해설』, 도서출판 지산, 2001.
- 石光現, “国内企業의 海外社債 發行의 實務와 法的인 問題点—유로債(Eurobond) 발행시 우리 法의 適用範圍에 관한 問題를 中心으로—,” 『國際私法과 國際訴訟』, 제1권, 박영사, 2001.
- 石光現, “国内企業의 海外社債 發行의 實務와 法的인 問題点—유로債(Eurobond) 발행시 우리 法의 適用範圍에 관한 問題를 中心으로—,” 『국제거래법연구』, 제6집, 국제거래법학회, 1997.
- 石光現, “國際的인 証券担保去來의 準拋法—PRIMA와 관련하여—,” 『증권법연구』, 제3권 제1호, 삼우사, 2002.
- 손주찬·정동윤(편집대표), 『註釈商法(IV)[会社(3)](김교창 집필부분)』, 한국사법행정학회, 1999.
- 신영무, 『証券去來法』, 서울대학교 법학연구소편 법학전서 59, 서울대학교 법학연구소, 1987.
- 유홍수, “해외증권발행 성과와 개선방안,” 『증권조사월보』, 증권감독원, 1987. 9.
- 尹榮信, “社債權者保護에 관한 研究—주주와 社債權者의 이익충돌을 中心으로—,” 서울대학교 대학원, 1997.
- 尹榮信, “상법상 다양한 증권발행의 촉진방안에 관한 연구: 트레이킹스톡을 中心으로,” 한국법제연구원, 2001.
- 이갑수, “証券의 國際去來와 適用法律,” 『증권조사월보』, 1986.
- 李哲松, 『会社法講義』, 제9권, 박영사, 2001.
- 李哲松, 『사채발행제도』, 한국상장회사협의회, 1990.
- 정찬형·강봉수·정동윤·손주찬, 『註釈 어음·手票法(I)(정찬형 집필부분)』, 제4권, 한국사법행정학회, 1998.
- 蔡利植, 『商法講義(下)』, 박영사, 1996.
- 최경렬, “국내기업의 해외DR 발행현황과 그 문제점,” 『증권법연구』, 제2권 제1호, 삼우사, 2001.
- 최기원, 『어음·수표법』, 재전정보판, 1996.

한국금융연수원, 『국제債』, 제3판, 한국금융연수원, 2001.

한원규·이제원, “전환주식과 상환주식,” 『증권법연구』, 제3권 제1호, 삼우사, 2002.

江頭憲治郎, “商法規定の國際的適用關係,” 『國際私法 年報』, 第2号, 信山社, 2000.

落合誠一, “社債受託,” 池原季雄(編), 『國際信託の実務と法理論』, 有斐閣, 1990.

道垣内正人, “担保附社債信託法の國際的 適用範圍,” 『ジュリスト』, 有斐閣, 2000. 4. 1, No. 1175.

道垣内正人, “企業の國際的活動と—会社法の國際的事案の適用,” 岩波講座, 『現代の法』, 7卷, 岩波書店, 1998.

藤田友敬, “会社の從屬法の適用範圍,” 『ジュリスト』, 有斐閣, 2000. 4. 1, No. 1175.

石黒一憲, 『國際私法』, 新世社, 1994.

石黒一憲, 『金融取引と國際訴訟』, 有斐閣, 1983.

鈴木隆元, “種類株式の多様化,” 『ジュリスト』, 有斐閣, 2002. 4. 1, No. 1220.

竹内昭夫·龍田 節(編), 『現代企業法講座』, 東경대학출판회, 1985.

Horn, Norbert, Das Recht der internationalen Anleihen, Athenäum Verlag, 1972.

Mückener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch—Kindler, Internationales Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., C.H. Beck, 1999.

Prime, Terence, International Bonds and Certificates of Deposit, Butterworth & Co(Publishers) Ltd. 1990.

von Staudingers J., Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einföhrungsgesetz und Nebengesetzen—Grossfeld, Internationales Gesellschaftsrecht, Seiller—de Gruyter, 1993.

Tenekoon, Ravi C., The Law & Regulation of International Finance, Butterworths, 1991.

1) 여기에서는 우리 법에 따라 설립되고 한국 내에 본점(또는 주된 영업소)을 가지는 통상의 주식회사의 의미로 사용한다.

2) 1974년 한국산업은행이 아랍에미레이트에서 私募方式에 의하여 固定金利의 普通債(straight bond)를 발행하였고, 1985년 12월 삼성전자가 최초로 유로전환사채를 발행하였으며, 1989년 11월 삼미특수강은 최초로 유로신주인수권부사채를 발행하였다. 나아가 삼성물산은 1990년 12월 최초로 株式預託證書를 발행하였고, 두루넷은 1999년 株式預託證書가 아니라 株券을 영어로 발행함으로써 주식을 직접 미국의 NASDAQ 시장에 상장한 바 있다.

3) 外國債는 스위스프랑본드, 양키본드와 사무라이본드 등과 같이 표시통화의 국가, 즉 시장소재국에서 그 국가의 채권인수단을 통하여 주로 그 국가의 투자자들을 대상으로 발행, 판매되는 데 반하여, 유로채는 유로달러본드, 유로엔본드처럼 표시통화의 국가 이외의 국가에서 국제적 채권인수단을 통하여 주로 표시통화소속국 이외의 투자자들을 대상으로 발행, 판매되는 점에서 구별된다. 外國債는 시장소재국의 증권관계법에 의하여 규율되지만 유로채는 어느 특정국가의 규제를 받지 않는 점에서 차이가 있다.

4) 『國際去來法研究』, 제6집(1997), 29-64면. 石光現, “國內企業의 海外社債 發行의 実

務와 法的인 問題點—유로債(Eurobond) 발행시 우리 法の 適用範圍에 관한 問題를 中心으로—, 『國際私法과 國際訴訟』, 제1권(2001), 573면 이하는 이를 보완한 것인데 이하에서는 후자를 인용한다.

5) 그 밖에도 外國換去來法, 証券去來法 및 稅法과 相關한 論點들이 있으나 그에 대한 논의는 생략한다. 이에 관하여는 石光現(註 4), 622-629면 참조. 國際債에 관한 일반적인 논의는 한국금융연수원, 『國際債』, 제3판(2001) 참조.

6) 여기의 논점과 관련하여 한 가지만을 언급하면, 証券去來法施行令 제84조의13 제3항은 “交換社債를 발행하는 주권상장법인 또는 협회등록법인은 교환에 필요한 상장유가증권 또는 협회등록유가증권을 社債權者의 교환청구가 있는 때 또는 당해 사채의 교환청구기간이 만료하는 때까지 예약원에 예약하여야 한다”고 규정하는데, 交換社債의 準拋法이 外國법인 경우에도 이 조항이 적용되는가라는 의문이 제기된다. 종래 실무는 발행회사가 한국의 주권상장법인 또는 협회등록법인이면 동 항이 적용되는 것으로 본다. 이는 아마도 동 항이 발행회사에게 예약의무를 지우는 형태로 규정하기 때문일 것이나, 交換社債의 準拋法과 발행시장의 관행에 따를 사항이 아닐까 생각된다.

7) 이에 관하여는 우선 道垣內正人, “担保附社債信託法の國際的 適用範圍,” 『ジュリスト』, 2000. 4. 1(No. 1175), 50面 이하를 참조. 담보부사채신탁법이 한국기업이 해외에서 발행하는 담보부사채에 적용되기 위하여는 사채, 담보 및 신탁계약의 準拋法이 모두 한국법이어야 할 것이다. 문제는 담보의 準拋法은 한국법인에 사채와 신탁계약의 準拋法을 외국법으로 할 수 있는가이다.

8) 이런 관점에서 본다면 우리 법이 국제거래에 적용되는 경우 이를 한국법의 ‘域外適用’이라고 부를 수도 있을 것이다.

9) 李哲松, 『会社法講義』, 제9판(2001), 7면.

10) 國際私法 제16조는 “법인 또는 단체는 그 설립의 準拋法에 의한다. 다만, 외국에서 설립된 법인 또는 단체가 대한민국에 주된 사무소가 있거나 대한민국에서 주된 사업을 하는 경우에는 대한민국 법에 의한다”고 규정하는데, 그 단서는 “외국에서 설립된 회사라도 대한민국에 그 본점을 설치하거나 대한민국에서 영업할 것을 주된 목적으로 하는 때에는 대한민국에서 설립된 회사와 동일한 규정에 의하여야 한다”는 商法 제617조와 유사하다. 양자의 관계는 石光現, 『2001년 改正 國際私法 해설』(2001), 112-113면 참조.

11) 涉外私法은 제29조에서 “상사회사의 행위능력은 그 영업소 소재지의 법에 의한다”고 규정하였을 뿐이고 회사의 屬人法에 관하여 명문의 규정을 두지 않아 학설이 나뉘었으나, 여기에서는 한국기업이 발행회사임을 전제로 하므로 어느 견해에 의하더라도 한국법이 屬人法이 되었을 것이다.

12) 石光現(註 10), 114면. 스위스 國際私法 제155조는 법적 성질, 성립과 소멸, 권리능력과 행위능력, 명칭 또는 상호, 조직, 내부관계, 특히 단체와 그 구성원의 관계, 단체법적 규정의 위반에 기한 책임, 단체의 채무에 대한 책임과 단체의 조직에 기하여 행위하는 자의 대리를 단체의 準拋法이 규율하는 사항으로 열거하는데 이는 우리 國際私法의 해석문으로서도 대체로 타당하다. 일본에서는 屬人法을 ‘從屬法’이라고 부르는 경향이 있다. 일본의 논의는 藤田友敬, “会社の從屬法の適用範圍,” 『ジュリスト』, 2000. 4. 1(No. 1175), 9面 이하 참조. 屬人法이 규율하는 사항에 관한 독일의 논의는 Staudinger-Grossfeld, IntGesR(1993), Rn. 239ff.; MwitckKommBGB-Kindler, IntGesR, 3. Aufl. (1999) Rn. 412ff. 참조.

13) 법무부, 『國際化 時代の 涉外私法 改正方向』 (1999), 제7장(오승룡 집필부분), 258면, 261면. 독일에서도 유사한 分化說(Differenzierungstheorie)이 소수설로 주장되고 있는데 이는 内部關係와 外部關係를 구별하여 전자에 대하여는 設立準拋法說을 따르고, 후자에 대하여는 實行準拋法, 效力準拋法 또는 組織準拋法 중 그때그때 거래 또는 제3자에게 유리한 법을 적용하자는 견해이나 이는 바로 外部關係와 内部關係를 구분하는 점에서 배척되고 있다. 독일 학설은 Staudinger-Grossfeld(註 12), Rn. 22 ff.; M黱ckKommBGB-Kindler(註 12), Rn. 258ff. 참조.

14) 竹内昭夫·龍田節(編)(龍田節 집필부분), 『現代企業法講座 2 企業組織』 (1985), 288면도 동지. 그러나 石黒一憲, 『國際私法』 (1994), 302면은 内部關係와 對外關係를 구분하여 전자에 관하여는 그에 동의하나, 후자에 관하여는 사채발행관계의 契約準拋法에 의할 사항이라고 한다.

15) 다만 윤영신, “상법상 다양한 증권발행의 촉진방안에 관한 연구: 트래킹스톡을 중심으로,” (한국법제연구원, 2001)은 현행 商法상 새로운 자금조달수단의 예로서 트래킹스톡(tracking stock)의 발행가능성을 검토하고 있다. 트래킹스톡이라 함은 이익배당을 회사의 특정사업부문 또는 자회사의 업적에 연동하는 주식이다.

16) 한원규·이제원, “전환주식과 상환주식,” 『증권법연구』, 제3권 제1호(2002), 310면.

17) 윤영신(註 15), 69면.

18) 2001년 11월 21일 성립한 “商法等の一部を改正する法律” 중 수종의 주식과 관련된 주요내용은 첫째 의결권이 없거나 의결권이 일정사항에 제한된 의결권제한주식을 종류주식으로서 제도화한 것, 둘째 종래 적법 여부에 관하여 논란이 있던 트래킹스톡을 정면으로 용인한 것과 셋째 정관에 의하여 종류주주총회의 권한을 확장할 수 있도록 하고 종류주주에게 거부권의 부여를 인정한 것이다. 鈴木隆元, “種類株式の多様化,” 『ジュリスト』, 2002. 4. 1(No. 1220), 17면 이하 참조.

19) 株式預託証書에 관하여는 최경렬, “국내기업의 해외DR 발행현황과 그 문제점,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(2001), 213면 이하 참조.

20) 뉴욕주법을 準拋法으로 하는 예탁계약은 이러한 취지를 명시하지 않으나, 영국법을 準拋法으로 하는 예탁계약은 이를 명시한다. 이를 수동신탁인 ‘bare trust’라고 한다.

21) 주식의 경우 주주명부에 신탁재산인 사실을 기재하여야 제3자에게 대항할 수 있다(信託法 제3조 제2항). 주권이 발행되면 주권에도 동일한 기재를 하여야 하지만 무권발행의 경우 기재는 불필요하다.

22) 학설은 李哲松(註 9), 789면 참조.

23) 즉 사채의 양도에 의해 사채상의 채권이 양도되는 것이지 발행회사와 최초의 인수인간에 체결된 사채계약이 계약으로서 이전되는 것은 아니라는 의미이다.

24) 道垣内正人, “企業の國際的活動と-会社法の國際的事案の適用,” 『現代の法』, 7卷(1998), 155면도 동지.

25) 일본 商法 중 社債法の 개별적인 검토는 道垣内正人(註 24), 155-160면 참조.

26) 그 밖에도 轉換社債 또는 新株引受權附社債의 발행과 관련된 회사의 등기의무가 있으나, 이는 公法的 性質을 가지는 조항이라고 할 수 있다.

27) 竹内昭夫·龍田節(註 14), 288면도 동지. 그러나 石黒一憲(註 14), 302면은 内部關係와 對外關係를 구분하여 전자에 관하여는 그에 동의하나, 후자에 관하여는 사채발행관계의 契約準拋法에 의할 사항이라고 한다.

- 28) 有價証券의 準拋法을 논의함에 있어서는 ‘有價証券에 化체된 권리의 準拋法’과 ‘有價証券 자체의 準拋法’을 구분해야 하는데, 전자는 有價証券에 化체된 권리의 내용에 따라 상이하다. 石光現(註 10), 148면 주 217.
- 29) 李哲松(註 9), 794면.
- 30) 李哲松(註 9), 794면. 일본의 통설·판례이다. 尹榮信, “社債權者保護에 관한 研究—주주와 社債權者의 이익충돌을 중심으로—,” 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1997. 2, 209면.
- 31) 李哲松, 『사채발행제도』 (한국상장회사협의회, 1990), 98-99면.
- 32) 일본은 이러한 문제점을 인식하고 1993년 商法을 개정하여 受託會社를 사채관리회사로 변경하고 모집사무의 대행권한은 삭제하고 사채의 관리로 그 권한을 일원화하였다. 일본 商法 297조 참조. 일본의 논의는 尹榮信(註 30), 146면 이하 참조.
- 33) 일본에서도 1993년 개정전 商法상의 受託會社는 임의적인 기관으로 이해되었으나 1993년 개정은 사채관리회사의 개념을 도입하면서 이의 설치를 강제하였다.
- 34) 金永武外, 『海外証券 發行의 法과 實務』, 韓經新書 16(1989), 25面.
- 35) 社債信託에 관한 比較法的 考察은 Norbert Horn, Das Recht der internationalen Anleihen (1972), S. 337ff.; 落合誠一, “社債受託,” 池原季雄(編), 『國際信託の實務と法理論』 (1990), 99面 이하 참조. 전자는 교수자격논문인데 시일이 좀 지났지만 풍부한 내용을 담고 있다.
- 36) 이를 ‘訴提起禁止條項’ 또는 ‘不提訴條項’이라고 번역하기도 하나, 동 조항은 個別社債權者에 의한 제소만이 아니라 권리의 행사 전반을 염두에 둔 조항이라고 할 것이다. 이러한 조항의 효력에 관하여는 논란이 있다. Ravi C. Tenekoon, The Law & Regulation of International Finance(1991), p. 210 이하; 金永武外(註 34), 26면 참조.
- 37) 担保附社債信託의 경우는 통상의 신탁이지만, 無担保社債信託이 통상의 신탁과 동일한지에 관하여는 영미에서도 논란이 있다. 실무상 유로채 신탁의 경우 원칙적으로 사채권자가 발행회사에 대한 직접적인 채권자이고, 수탁자는 채무불이행이 발생한 경우에 비로소 발행회사에 대하여 자기에게 지급할 것을 청구할 수 있고 그 경우에 한하여 信託財産의 受託者가 되는 것으로 규정한다. Terence Prime, International Bonds and Certificates of Deposit(1990), p. 297 et seq. 참조. 落合誠一(註 35), 100面도 참조.
- 38) 신영무, 『証券去來法』, 서울대학교 법학연구소편 법학전서 59(1987), 531면.
- 39) 참고로 영국의 문헌들은 영국법에 따라 설정된 社債信託이 대륙법계국가에서 승인될 수 있는지를 우선적으로 논의하는데, 이는 社債信託의 경우뿐만 아니라 신탁 일반에도 적용된다. 헤이그국제사법회의가 1985년 채택한 「신탁의 準拋法과 承認에 관한 협약」은 바로 이러한 문제를 해결하기 위한 것이다. 社債信託에 관하여는 落合誠一(註 35) 97面 이하 참조.
- 40) 이에 관하여는 우선 池原季雄(編), 『國際信託の實務と法理論』 (1990), 24面 이하 참조.
- 41) 이런 의미에서 동조는 기한의 이익 상실사유를 규정한 民法 제388조와 유사하다.
- 42) 손주찬·정동윤(편집대표), 『註釋商法 (IV) [會社(3)](김교창 집필부분)』 (1999), 507면.
- 43) 尹榮信(註 30), 206-207면도 동지. 실무상 사채모집위탁계약서는 예컨대 발행회사가 사채모집위탁계약서에 규정되어 있는 사항을 위반한 경우 위반사항과 관련하여 受託會社가 요구하는 조치사항을 이행하지 아니하거나 위반사항을 시정하지 아니한 때, 또는 발행회사

가 당해 사채 이외의 사채에 관하여 기한의 이익을 상실한 때 등을 기한의 이익 상실사유로 규정한다.

44) 그러나 다수결남용의 부작용은 법원의 인가절차에 의해 어느 정도 통제될 수 있으므로 결의사항에 대한 법원의 별도의 허가는 불필요하다는 비판이 있다. 일본에서는 1993년 商法 개정시 법원의 허가요건을 존치하면서 법원의 허가 없이 社債權者集會가 독자적으로 결의할 수 있는 법적 결의사항의 범위를 확장하는 방법을 취하였다. 尹榮信(註 30), 193면 이하 참조.

45) 担保附社債信託法의 경우 社債權者集會의 결의에 대한 인가제도가 없다는 점에서 商法과의 균형이 맞지 않는다는 비판이 있다. 尹榮信(註 30), 197면.

46) 尹榮信(註 30), 192면.

47) 후자의 점은 金永武外(註 34), 25면.

48) 대출계약의 경우 예컨대 차주의 파산신청은 기한의 이익의 당연상실사유이나 사채의 경우에는 당연상실사유를 두지 않는다.

49) 그 밖에 商法 제492조에 따르면 무기명식의 債券을 가진 자는 회일로부터 1주간 전에 채권을 공탁하지 아니하면 社債權者集會에서 의결권을 행사하지 못한다. 외국법이 準拋法인 國際債의 경우 이 조항의 적용 여부도 문제된다.

50) 기한의 이익을 상실시키는 社債權者集會의 결의를 위하여는 법원의 허가는 필요하지 않다. 이는 商法(제505조)이 규정하고 있는 법정결의사항이기 때문이다.

51) 石光現(註 10), 72면 이하 참조.

52) 金永武外(註 34), 25면; 이갑수, “証券의 國際去來와 適用法律,” 『증권조사월보』, 1986. 2, 16면; 石黒一憲(註 14), 303면도 동지. 石黒一憲, 『金融取引と國際訴訟』(1983), 277-278면도 참조. 準拋法이 뉴욕주법인 해외사채를 발행한 한국전력공사가 사채발행조건의 변경을 위하여 社債權者集會 결의허가를 신청한 사건에서 서울지방법원 2002. 9. 25 선고 2002비합37 결정은, 사채조건의 추가·삭제·변경과, 사채발행조건의 변경을 위하여 社債權者集會를 여는 것도 사채에 관한 채권·채무의 변경을 위한 절차에 관한 것이어서 결국 契約法的 問題에 귀착되므로 社債權者集會에 관한 사항도 당사자의 계약이나 사채의 準拋法에 따라 해결할 사항이라고 보고 그 부분에 대한 신청을 기각하였다. 이는 종래의 실무와 부합하는 판단으로서 정당하다. 그러나 위 결정은 한국전력공사의 분할 결과 신설된 발전자회사들이 商法(제530조의9 제1항)에 따라 부담하게 된 연대채무를 社債權者集會의 결의에 의하여 면제하는 것은 商法(제490조)에 정한 사채권자의 이해에 중대한 관계가 있는 사항에 해당한다는 이유로 社債權者集會의 결의사항이라고 보고 그 부분에 대하여는 신청을 인용하였다. 생각건대 회사분할로 인한 연대채무의 발생은 분명히 회사의 屬人法人 한국법이 규율할 사항이지만, 사채권자들이 社債權者集會의 결의에 의하여 연대채무를 면제하는 것은 여전히 사채의 準拋法에 따른 사항이라고 생각된다. 무엇보다도 위 결정처럼 準拋法이 뉴욕주법인 해외사채에 대해 商法 제490조를 적용할 근거는 없다. 따라서 이 부분의 타당성은 의문이다. 당사자들의 의도는 사채권자들의 발전자회사들에 대한 권리가 한국법상 발생한 것이므로 그의 면제에도 한국법이 영향을 미칠 가능성이 있다는 점에서 보다 안전하게 한국법상의 요건을 구비해 두자는 것이었다고 한다.

53) 이는 과거 프랑스 商會社法(Loi No. 66-537(24. 7. 1966) sur les sociétés commerciales)(제339조)에 있던 조항이다. 프랑스 외에도 독일과 스위스 및 오스트리아 등의 社債法은 적용범위를 스스로 국내채권 및 국내의 발행인으로 제한하고 있으므로 국제적

인 채권의 경우 결국 社債權者集會는 당사자의 합의에 따를 것이라고 한다. Horn(註 35), S. 422. 독일의 社債法은 “社債權者의 共同權利에 관한 法律”(Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen von 1899)을 말한다.

54) 石光現(註 10), 164-165면.

55) 만일 準拋法의 분할지정이 무효가 된다면 사채 및 사채권자집회의 準拋法을 모두 우리 법으로 볼지, 아니면 아예 準拋法指定이 없는 것이 되어 客觀的 連結을 할지가 문제될 것이다.

56) 石黒一憲(註 14), 303면도 동지. 일본에서는 이러한 문제가 한국전력공사의 사무라이본드 발행과 관련하여 표면화된 바 있다. 石黒一憲(註 14), 6-8면 참조. 社債權者集會 및 社債管理會社의 설치강제에 관한 근자의 논의는 江頭憲治郎, “商法規定の國際的適用關係,” 『國際私法 年報』, 第2号(2000), 141면 이하도 참조.

57) 그 밖에 외국법이 準拋法인 內國債의 발행도 문제된다. 즉 한국기업이 한국에서 외국법이 準拋法인 內國債를 발행하는 경우에는 社債權者集會에 관한 商法の 규정은 적용되지 않는다. 國際私法상 논리적으로는 內國債의 準拋法을 외국법으로 지정하는 것이 가능하다고 본다. 다만 모든 요소들이 한국에만 관련된 것이라면 國際私法(제25조 제4항)에 따라 商法の 強行法規의 적용이 배제되지 않는다. 따라서 예컨대 社債權者集會의 결의가 발효하기 위하여는 법원의 인가가 필요하다.

58) 竹内昭夫·龍田節(註 14), 288면.

59) 이는 과거 자본시장육성에관한법률에 있던 조항이나 동법은 폐지되었다.

60) 李哲松(註 9), 813면.

61) DM Bond나 스위스프랑본드의 경우는 受託者를 두기도 하나 통상은 受託者를 두지 않는다. 양키본드는 기명식으로 발행되는데 외국사기업의 경우에는 신탁증서법에 따라 受託者를 두어야 하나, 외국정부발행인의 경우는 이러한 의무가 없으므로 재무대리인을 둔다.

62) Horn(註 35), S. 343-334 참조. 新株引受權附社債의 受託者는 社債權者를 위한 受託者이고 新株引受權証券所持人의 受託者는 아니다. 유로채시장의 경우 新株引受權証券所持人集會制度를 둔다.

63) 예컨대 轉換社債의 총발행가와 전환으로 인하여 발행할 주식의 총발행가는 동액이어야 하고(商法 제516조 제2항, 제348조), 각 新株引受權附社債에 부여된 新株引受權의 행사로 인하여 발행할 주식의 총발행가액은 각 新株引受權附社債의 금액을 초과할 수 없다(제516조의2 제3항). 과거에는 新株引受權附社債의 금액이 발행가액과 액면가액 중 어느 것을 말하는가와, 발행시와 행사시 중 어느 때가 기준시기인지에 관하여 견해가 나뉘었으나, 근자에는 실무적으로는 문제가 정리되었다. 즉 전자에 관하여 금융감독위원회의 공시규정(제63조 제1항)은 발행가액을 초과할 수 없음을 명시한다. 한편 후자에 관하여 행사시절을 취하면 新株引受權証券 소지인의 지위를 위태롭게 할 염려가 있고, 발행시절을 취하면 사채를 발행하고 즉시 상환함으로써 新株引受權証券만의 발행을 금지하는 취지를 잠탈할 가능성이 있다. 근자에는 주로 분리형의 新株引受權附社債가 발행되고 사채권자에게 조기상환요구권을 부여하는 사례가 많은데 이는 발행시절을 전제로 하는 것이다. 후자에 관하여 과거 실무상으로는 행사시절이 채택될 가능성을 고려하여 기한의 이익이 상실될 경우 新株引受權은 소멸하는 것으로 하였다. 그런 사유가 발생하면 주지급대리인이 新株引受權証券 소지인에게 이를 통지하고 新株引受權을 행사할 기회를 주었다. 이는 그 경우 新株引受權의 실질적 가치는 없다는 점도 고려한 것이다. 金永武外(註 34), 76면 참조.

64) Horn(註 35), S. 316-317은 轉換權과 新株引受權 자체의 발생과 행사(Erfüllung)는 주식과 마찬가지로 회사의 屬人法에 따를 사항임을 명확히 한다. 그러나 石黒一憲(註 14), 303面은 社債權者가 轉換權을 행사하여 주주가 되는 것까지는 社債權者와 발행회사의 관계는 회사의 外部關係로서 契約準拋法에 의한다고 본다. 그는 轉換權 내지 전환메커니즘의 보장은 사채권자가 사채계약의 당사자로서 가지는 가장 기본적인 契約上의 權利라고 볼 것이라고 한다. 일본에서는 商法이 單位株制度를 도입한 결과 그에 미달하는 주식의 처분이 제한되었는데, 그러한 제한이 외국법이 準拋法인 轉換社債의 전환 결과 발행된 주식에도 적용되는가가 문제되었다고 한다. 石黒一憲(註 14), 303面; 石黒一憲, 『金融去来と國際訴訟』(1983), 269面 이하도 참조. 形成權의 경우에도(예컨대 각종 option의 경우처럼) 그를 행사한 결과 단지 당사자간의 채권·채무를 발생하게 하는 것이라면 當事者自治에 의해 그 形成權의 準拋法을 정할 수 있을 것이다.

65) Horn(註 35), S. 317.

66) 구 자본시장육성에관한법률 제10조 등 참조. 당시의 논의는 유흥수, “해외증권발행 성과와 개선방안,” 『증권조사월보』, 1987. 9, 23면 이하 참조. 이러한 특례는 동 법률이 폐지되면서 証券去来法에 도입되었다.

67) 예컨대 分離型 新株引受權証券의 경우 그것이 단순히 新株引受權만을 표창할 뿐이라면 準拋法을 한국법으로 하는 것이 논리적이거나, 외국 투자자들의 입장에서는 新株引受權証券을 표창하는 외에 위에서 언급한 바와 같이 주식의 발행이 불가능한 경우 金錢債權을 표창하고, 신주인수권행사가액의 조정은 물론 新株引受權証券의 조건의 해석 등도 準拋法인 외국법에 따라 하기를 원하므로 新株引受權証券의 準拋法을 외국법으로 정할 필요가 있다.

68) Horn(註 35), S. 317, Fn. 305는 이러한 견해하에 과거 프랑스기업은 뉴욕주법을 準拋法으로 하는 轉換社債를 발행하면서 신탁증서, 사채 및 利券의 수권, 체결, 발행과 전환가액조정조항은 프랑스법에 따름을 명확히 규정한 예를 소개한다.

69) 金永武外(註 34), 42면 이하 참조.

70) 이를 ‘大券’이라고 부르기도 한다.

71) 과거의 명칭은 ‘Cedel Bank, soci?et? anonyme’이었다.

72) 이는 ‘有價証券의 不動化’(immobilization)의 예이다. 부동화된 有價証券에 대한 국제적인 담보거래는 까다로운 準拋法決定의 문제를 제기한다. 이에 관하여는 石光現, “國際的인 証券担保去来的 準拋法—PRIMA와 關連하여—,” 『증권법연구』, 제3권 제1호(2002), 97-137면, 339-365면 참조.

73) 다만 국내에서 공모발행방식으로 발행하는 경우, 또는 외국에서 공모발행방식으로 발행하고, 유가증권신고서 또는 이에 준하는 공시서류를 발행지의 법규에 따라 당해 외국의 감독기관에 제출하거나, 사채의 발행일로부터 1년간 거주자가 당해 사채의 취득 및 권리행사를 하지 못한다는 내용을 사채의 권면에 기재하고 청약의 권유문서 등에 그 뜻을 표시하는 등의 적절한 조치를 하는 경우에는 그러하지 아니하다.

74) 만일 그러한 제한이 商法에 사채의 조건으로 규정되어 있다면 이는 轉換權 또는 新株引受權의 準拋法으로서 적용될 것이다.

75) 임재연, 『증권거래법』(2000), 535면; 정동윤, 『회사법』(2001), 581면은 이러한 취지로 보 인다.

76) 필자는 『國際去来法研究』, 제6집(1997), 62면 이래 이 견해를 유지하고 있다. 최병선, “우리 기업의 해외증권 발행—교환사채를 중심으로—,” 2002년 9월 12일 증권예탁원,

한국증권법학회와 한국증권학회의 주최로 개최된 「기업의 해외직접금융 활성화를 위한 국제세미나」 발표자료, 3면도 동지.

77) 後順位債도 이러한 예라고 할 수 있는데, 이는 회사의 자본조달을 용이하게 하고 금융상품의 다양화를 위해서도 필요하다.

78) 石光現(註 4), 633면.

79) 한원규·이제원(註 16); 윤영신(註 15) 참조.

80) 최기원, 『어음·手票法』, 제4증보판(2001), 34면; 정찬형·강봉수·정동윤·손주찬, 『註釈 어음·手票法(I)(정찬형 집필부분)』, 제4판(1998), 111면.

81) 蔡利植, 『商法講義(下)』(1996), 19면.

82) 따라서 民法의 규정을 무의미하다고 볼 것은 아니다. 다만 有價証券法定主義를 완화함에 있어 指示債權과 無記名債權을 동일하게 취급할 것인가는 더 검토할 사항이다.

83) Staudinger-Grossfeld(註 12), Rn. 293.

84) 영국에서도 유로채의 流通証券性이 논의되는데 상관습 또는 상관행(mercantile custom, mercantile usage)을 근거로 이를 긍정한다. Prime(註 37), pp. 237-244.

85) 海外証券을 발행하는 경우에는 有價証券申告를 하지 않는 것이 종래의 실무이다. 상세는 石光現(註 4), 625면 이하 참조.

86) 윤영신(註 15), 66면.

87) 그밖에 公社債登錄法도 정비할 필요가 있다. 예컨대 公社債登錄法에 따라 無記名債券을 등록한 경우 社債權者는 社債權者集會의 소집청구권 또는 의결권을 행사하기 위하여는 등록필증을 공탁하여야 하나(공사채등록법시행령 제46조, 商法 제491조 제4항, 제492조) 이는 등록을 무의미하게 하는 것이다. 또한 登錄社債의 방식에 의하여 債券 없이 사채를 발행하는 경우 보증의 방식이 문제된다.