

<논 문>

## 워런트(warrant)의 도입을 위한 小論\*

金 建 植\*\*

### I. 序 說

워런트(warrant)는 본고장인 미국에서도 법률상 엄격히 정의되고 있는 개념은 아니다. 일반적인 용례에 의하면 워런트는 일정한 기간동안 일정한 수량의 주식을 일정한 가격에 매입할 수 있는 증권이라고 할 수 있다.<sup>1)</sup> 일종의 콜옵션(call option: 매수선택권)에 해당하지만 일반적인 콜옵션과 다른 점은 대상 주식을 발행한 회사에 의하여 발행된다는 점이다. 워런트는 그 가치가 대상 주식의 가치에 따라 변동한다는 점에서 요즘 주목되고 있는 파생상품(derivatives)에 속한다. 워런트는 우리 商法에 반드시 낯선 존재만은 아니다. 商法에 규정되고 있을 뿐 아니라 실제로 국내외에서 많이 발행되고 있는 신주인수권부사채에서 분리된 新株引受權證券(제516조의 5)이 바로 워런트에 해당한다.<sup>2)</sup> 또한 1997년 證券去來法에서 도입된 株式買入選擇權<sup>3)</sup>(제189조의 4)중 신주발행방식의 경우도 워런트에 속한다.

워런트가 이처럼 비록 제한된 범위에서나마 우리 법에서 자리를 잡고 있는 것은 나름대로 효용이 있기 때문이다. 그러나 워런트의 효용은 新株引受權附社債나 株式買入選擇權의 경우에만 한정되는 것은 아니다. 뒤에 설명하는 바와 같이 워런트는 다양한 상황에서 유용하다. 그러나 우리 商法の 해석상 워런트가 발행가능한 것인지에 대해서는 의문이 없지 않다. 아직 학계에서 논의는 별로 없지만 발행할 수 없다고 보는 견해가 오히려 일반적인 것이 아닌가 여겨진다.

이 글의 목적은 주로 워런트에 관한 다음의 두 가지 문제를 검토하는 것이다. 첫째, 우리 商法상 워런트를 발행할 수 있는가? 둘째, 商法상 워런트에 관한 규정을 어떻게 도입할 것인가? 첫째 물음에 대한 답은 긍정적이다. 그렇다면 둘째의 문제

\* 초고를 읽고 유익한 논평을 해준 박 준 변호사께 이 자리를 빌어 감사의 뜻을 표한다.

\*\* 서울대학교 法科大學 教授

1) David L. Scott, Wall Street Words, 363(1988).

2) 신주인수권부사채는 영문으로 bonds with warrants(BW)로 불리고 있다.

3) 흔히 스톡옵션(stock option)으로 불리고 있다. 양도가 금지되고 증권이 발행되지 않는다는 점에서 워런트와 차이가 있다.

에 대해서는 답할 필요가 없지 않은가? 그렇지 않다. 워런트발행이 가능한가에 대해서 회의적인 견해가 널리 퍼져있는 상황에서는 商法을 개정하여 워런트의 발행 가능성을 명시할 필요가 있기 때문이다.

이러한 두 가지 문제를 다루기에 앞서 약간의 준비작업이 필요하다. 워런트는 우리 商法상 株主의 新株引受權과 유사할 뿐 아니라 서로 충돌되는 개념이다. II에서는 우리 商法상 워런트의 지위를 제대로 파악하기 위해서 워런트와 新株引受權의 개념자체를 보다 명확하게 정리해두기로 한다. 또한 이 글은 워런트가 유용한 수단이라는 점을 전제로 하고 있다. III에서는 워런트에 대한 수요는 어떠한 경우에 인정될 수 있는 것인지, 과연 그러한 수요를 충족시킬 수 있는 대안은 없는 것인지에 대해서 검토하기로 한다. 이어서 IV에서는 이러한 준비작업을 토대로 商法상 워런트를 발행할 수 있는 것인지를 따져보기로 한다. 이와 관련해서는 우리 나라와 마찬가지로 워런트에 대한 명문의 규정을 두고 있지 않은 독일 주식법의 해석에 관한 논의를 참고하기로 한다. V에서는 워런트를 도입하기 위하여 商法을 개정하는 경우에 참고할 사항에 대해서 언급하고자 한다.

## II. 워런트 概念의 分析

### 1. 워런트의 意義

이 글에서는 일단 워런트를 보유자가 일정한 기간동안 일정한 수량의 특정 주식을 일정한 가격에 매입할 수 있는 권리로 정의하기로 한다.<sup>4)</sup> 보유자가 매수를 선택할 수 있는 권리만을 갖는다는 점에서 워런트는 일종의 콜옵션이다. 일반적인 콜옵션은 이론상 아무나 발행할 수 있는 것임에 비하여 워런트는 대상주식을 발행하는 회사자신이 발행한 것만을 가리킨다. 그러나 거래계에서는 워런트에 대해서도 옵션이라는 용어가 사용되기도 한다. 임직원에게 부여되는 스톡옵션이 그 대표적인 예라고 할 수 있다.

### 2. 新株引受權과의 比較

#### (1) 新株引受權과의 유사성

商法상 워런트와 가장 유사한 것은 新株引受權이다. 新株引受權附社債에 붙어 있

4) 워런트의 대상은 반드시 주식에 한정되는 것은 아니나 이 글에서는 주식을 대상으로 하는 워런트만을 다루기로 한다. 또한 워런트는 신주인수권을 표창한 “증권”을 지칭하는 의미로 사용하는 경우가 많다. Charles I. Woelfel, Encyclopedia of Banking & Finance(1994) 1199. 그러나 증권발행 여부가 권리의 내용에 차이를 발생시키는 것은 아니므로 이 글에서는 증권이 발행되지 않은 순수한 계약상에 권리에 불과한 경우도 워런트에 포함되는 것으로 다루기로 한다.

는 新株引受權은 워런트와 차이가 없으나 新株引受權이라는 이름이 붙어 있다. 그러나 新株引受權과 워런트는 완전히 일치하는 개념은 아니다. 商法상의 新株引受權이 워런트보다 폭넓은 개념이라고 할 수 있다. 商法상 新株引受權은 다양한 내용으로 사용될 수 있으므로 미리 그 의미를 정리해두지 않으면 혼란에 빠질 우려가 있다.

### (2) 株主의 新株引受權

먼저 商法상의 新株引受權은 우선 株主의 新株引受權과 제3자의 新株引受權으로 구분할 수 있다. 이 두 가지 중 워런트는 제3자의 新株引受權에 포함시킬 수 있다. 주주의 新株引受權은 法律(商法 제418조)에 기한 권리로서 抽象的 新株引受權과 具體的 新株引受權으로 나뉜다.<sup>5)</sup> 전자는 주식의 불가분적 일부를 이루는 것으로서 신주가 발행될 때 그것을 우선적으로 配定받을 수 있는 권리이다(제418조 제1항). 이 권리는 주식과 독립하여 양도할 수도 없고 회사에 대해서 신주발행을 요구할 수도 없으므로 권리성은 강하지 않다. 반면에 후자, 즉 具體的 新株引受權은 이사회가 신주발행결정으로 주주에게 발생하는 완전한 권리이다. 商法상 具體的 新株引受權은 보유자에게 株式引受人으로서의 지위를 부여하는 것은 아니다. 즉 新株引受權者의 權利行使 없이 바로 회사와 新株引受權者 사이에 주식인수계약이 성립된 것으로 볼 수는 없다. 또한 商法은 구체적 新株引受權을 形成權이 아니라 債權으로 전제하고 있는 것으로 보인다.<sup>6)</sup> 일단 이사회가 신주발행을 결정하면 新株引受權者인 주주는 주식인수의 청약에 의하여 회사에 대해서 인수계약을 체결할 것을 청구할 수 있다. 이론상 주식인수계약이 성립되려면 회사의 배정, 즉 청약에 대한 승낙이 필요하다. 주주의 新株引受權은 바로 이 시점에서 회사에 대하여 자신에게 배정할 것을 청구할 수 있는 권리이다.<sup>7)</sup>

### (3) 第3者の 新株引受權

다음에는 제3자의 新株引受權에 대해서 살펴볼 차례이다. 그에 앞서 주의할 것은 주주의 新株引受權을 제한하는 것과 제3자의 新株引受權과의 차이이다. 우리 商法은 정관으로 주주의 新株引受權을 제한할 수 있음을 전제하고 있다(商法 제418조 제1항). 그러나 주주의 新株引受權이 제한되었다고 해서 바로 제3자가 新株引受權

5) 독일에서는 추상적 新株引受權은 일반적인 법률상 新株引受權(generelles gesetzliches Bezugsrecht) 또는 신주인수기본권(Bezugsgrundrecht 또는 Bezugsstammrecht)으로, 구체적 新株引受權은 구체적 신주인수청구권(konkreter Bezugsanspruch)으로 불리기도 한다. Lutter, in Kölner Kommentar. zum AktG, 2. Aufl., §186 Rn. 10.

6) 정동윤, **회사법**(제5판 1999), 502면.

7) 이 권리는 채권이기는 하지만 계약이 아니라 법률의 명시적 규정에 기한 권리이므로 그것을 위반한 경우 단순히 손해배상청구권만이 발생하는 것으로 처리하기는 어려운 측면이 있다. 이 문제에 대한 검토는 다음 기회로 미루기로 한다.

을 갖게되는 것은 아니다. 주주의 新株引受權이 배제되면 그 배제된 한도에서 이사회는 신주를 배정할 수 있는 자유를 누리게 된다. 물론 忠實義務와 善管注意義務의 구속을 받기는 하지만 이사회는 신주배정에 있어 상당한 재량을 갖게 된다. 결과적으로 특정인이 신주를 인수하더라도 이는 그 특정인의 新株引受權에 기한 것이 아니라 이사회에 배정권한행사에 따른 반사적 이익에 불과하다. 제3자가 新株引受權을 가지려면 정관에 의한 新株引受權의 배제에서 한 걸음 더 나아가 회사와 제3자 사이에 新株引受權을 부여하는 계약이 필요하다.<sup>8)</sup>

法律에 기한 주주의 新株引受權과는 달리 제3자의 新株引受權은 계약에 기한 것이기 때문에 그 내용은 계약자유의 원칙에 따라 다양하게 꾸밀 수 있다. 그리하여 이론상 제3자의 新株引受權은 주주의 新株引受權과 마찬가지로 회사의 신주발행을 기다려 비로소 행사할 수 있는 受動的인 權利(受動的 新株引受權)로 꾸밀 수도 있지만 반대로 회사에 대해서 미리 합의한 조건에 따라 신주를 발행할 것을 능동적으로 요구할 수 있는 能動的인 權利(能動的 新株引受權)로 꾸밀 수도 있다. 워런트는 제3자의 新株引受權중에서도 바로 能動的인 新株引受權에 속한다.<sup>9)</sup>

### 3. 워런트 行使의 效果

워런트는 계약에 기하여 발생하는 권리이기 때문에 그 행사의 효과면에서도 여러 가지 형태로 꾸밀 수 있다. 가장 워런트 보유자에 유리하기는 회사에 대한 의사표시에 의하여 자동적으로 주주지위를 취득하는 경우일 것이다(제1유형). 그러나 원칙적으로 주금의 납입전에 주주지위를 인정하지 않는 商法의 태도에 비추어 것처럼 의사표시만으로 주주지위를 취득하는 예외를 인정하기는 어려울 것이다.<sup>10)</sup> 그 다음으로 워런트 보유자에게 유리한 것은 워런트를 행사하면 회사의 행위를 기다리지 않고 바로 회사와 보유자간에 신주인수계약이 체결된 것으로 보는 경우이다(제2유형). 즉 워런트를 일종의 형성권으로 구성하는 경우이다. 그 경우에는 워런트 보유자는 주금을 납입함으로써 주주로서의 지위를 취득한다. 워런트 보유자에게 가장 불리한 것은 워런트의 행사를 주식인수계약의 청약으로 보고 회사는 워런트보유자와의 계약상 단순히 승낙할 의무가 있는 것으로 보는 경우이다(제3유형). 제3유형

8) 우리나라조항과 같이 법률에 기하여 新株引受權을 갖는 경우가 있지만(증권거래법 제191조의 7) 그것은 예외적인 경우이다.

9) 독일에서는 商法상 주주의 新株引受權을 좁은 의미의 新株引受權 또는 사원권적인 新株引受權(mitgliedschaftliches Bezugsrecht)으로, 워런트는 넓은 의미에서의 新株引受權 또는 계약상의 新株引受權(vertragliches Bezugsrecht)으로 분류하고 있다. Wiedemann in Großkommentar, AktG(4. Aufl., 1995), §186 Rdn. 49.

10) 전환사채의 경우에는 전환권의 행사가 있는 시점에 바로 주주지위를 취득하지만(商法 제516조 제2항, 제350조 제1항) 이 경우에는 애당초 주금납입이 필요하지 않기 때문에 그러한 처리가 가능하다.

의 워런트인 경우 회사가 청약에 응하지 않는 때에는 워런트 보유자로서는 계약상의 손해배상을 구할 수 있을 뿐이다.

이론상 워런트는 제2유형과 제3유형의 어느 쪽으로도 구성할 수 있을 것이다. 商法상 新株引受權附社債의 新株引受權이 두 가지 유형 중 어느 것에 해당하는지 받드시 명확한 것은 아니다. 그러나 일반적인 신주발행의 경우와는 달리 배정에 대해서 아무런 언급이 없이 바로 납입에 대해서 규정하고 있는 점(商法 제516조의8 제1항)에 비추어 볼 때 제2유형으로 전제한 것이 아닌가 여겨진다.<sup>11)</sup> 일반적으로 워런트가 어느 유형에 해당하는지는 꾸미기에 달려 있을 것이다. 워런트의 행사만으로 주식인수계약이 성립된 것으로 볼 수 있을 만큼 회사와 제3자사이의 워런트부여계약이 상세한 경우에는 원칙적으로 제2유형에 해당하는 것으로 볼 수 있을 것이다.<sup>12)</sup>

#### 4. 證券發行與否

워런트에 대해서는 유통성을 높이기 위해서 증권을 발행하는 것이 보통이다.<sup>13)</sup> 분리형 新株引受權附社債에서의 新株引受權證券이 바로 그러한 證券--즉 私法上の 有價證券--이라고 할 수 있다. 그러나 증권으로 표창되지 않는 워런트도 생각할 수 없는 것은 아니다. 그러한 워런트는 그냥 제3자의 新株引受權이라고 부르는 편이 보다 적합할지도 모른다. 결국은 용어상의 문제이지만 이곳에서는 증권의 발행여부와 관계없이 워런트라고 부르기로 한다.

#### 5. 新株發行型과 自己株式型

이제까지는 워런트를 주로 新株引受權과 대비하여 설명하다보니 회사가 신주를 발행하는 경우만을 전제하였다. 그러나 워런트 보유자의 관점에서 보면 주식을 취득하는 것이 중요하지 회사가 신주를 발행하는지(新株發行型) 보유중인 자기주식을 양도하는지(自己株式型)는 중요하지 않다.<sup>14)</sup> 원래 워런트는 자기주식형으로 출발하

11) 新株引受權의 행사와 동시에 납입이 이루어지는 경우에는 사실상 제1유형과 차이가 없을 것이다. 신주인수권을 행사한 자는 납입시부터 주주가 된다고 규정하는 상법 제516조의 9 때문에 제3유형이 허용되지 않는 것이 아닌가 하는 의문이 있을 수 있다. 그러나 제516조의 9는 주주가 되는 시점에 관한 규정이지 신주인수권 행사의 효과에 관한 규정은 아니다. 회사는 사전에 납입을 맡은 은행에 납입사무처리계약의 해지를 통고함으로써 신주인수권자의 납입을 가로막을 수 있을 것이다.

12) Andreas Fuchs, Selbständige Optionsscheine als Finanzierungsinstrument der Aktiengesellschaft, AG 1995, S. 433, 441.

13) Claussen, Aktienoptionen - eine Bereicherung des Kapitalmarktrechts, WM 1997, 1825, 1826.

14) 정관에 신주에 대해서도 당해 연도부터 이익배당을 한다는 정함이 있는 경우(商法 제423조 제1항 제2문, 제350조 제3항 후단)에는 이익배당의 면에서도 신주취득과 구주매

였다고 한다. 그러나 자기주식형의 경우에는 회사가 자기주식을 확보하고 있지 못하면, 즉 covered warrant가 아니라 naked warrant인 경우에는 워런트보유자가 주식을 취득할 수 있는지 여부가 불확실하다. 그러한 불확실성을 제거하기 위하여 차츰 신주발행형이 등장하였다고 한다. 그런 이유에서인지 신주발행형의 워런트는 naked warrant로 불리고 있다.

신주발행과 자기주식의 매도를 실질적으로 동일한 차원으로 보는 시각이 일반적인 미국에서는 워런트가 신주발행형에 한정되는지 아니면 자기주식형까지도 포함하는지에 대해서 별로 중시하지 않는 것으로 보인다. 이 글에서도 신주발행형만을 논의의 대상으로 삼기로 한다.

### Ⅲ. 워런트의 機能과 代替的인 手段

#### 1. 워런트의 機能

워런트는 주식에 대한 일반적인 콜옵션과 마찬가지로 보유자로 하여금 주가상승의 혜택을 누릴 수 있게 해준다. 반면에 워런트를 발행하는 회사로서는 당장에 주식을 발행해야 하는 것도 아니고 또한 행사기간 동안 주가가 행사가격에 미달하는 경우에는 신주를 발행할 필요도 없으므로 그리 부담을 느끼지 않는다.

워런트는 여러 가지 경우에 이용될 수 있다. 가장 대표적인 경우는 임직원에 대한 스톡옵션이다.<sup>15)</sup> 워런트는 자본시장에서는 회사에 투자하는 자에 투자를 유인하는 감미제(sweetener)로서 활용되고 있다. 新株引受權附社債에서도 新株引受權은 바로 투자자를 유인하는 감미제의 역할을 하고 있다. 이러한 감미제는 채권과 결합하여 발행되는 것이 보통이지만 주식을 발행하는 경우에도 추가적인 감미제로 활용되는 경우가 없지 않다.<sup>16)</sup> 워런트의 감미제기능은 특히 IMF구제금융시대를 맞은 우리 나라에서 커다란 과제로 대두되고 있는 부실기업의 처리와 관련하여 그 진가를 발휘할 수 있다. 도산상태에 빠진 기업의 갱생을 위하여 필요한 자금을 조달하는 경우 당해 기업의 주주, 기존의 채권자, 새로운 자금공급자사이에 이해를 조정하는 것은 쉬운 일이 아니다. 차입의 형태를 취할 때에는 높은 금리를 물 수밖에 없다. 그러나 금리가 높아지면 이자부담 때문에 부실기업의 회생자체가 곤란해진다. 그렇다고 해서 주식을 발행할 수도 없는 경우가 많다. 이미 가치가 영에 가까운 부

---

수는 차이가 없다. 일반주주의 관점에서는 발행주식수가 늘어난다는 점에서 신주발행 방식을 더 탐탁치 않게 생각할 수도 있을 것이다.

15) 최근에는 이러한 스톡옵션을 전문경영인 뿐 아니라 변호사, 공인회계사와 같은 전문직 종사자에게도 부여할 수 있도록 벤처기업육성에 관한 특별조치법을 개정하려는 움직임이 있다.

16) Fuchs, 주12, S. 437f.

실기업의 주식을 거액을 들여 인수할 자도 별로 없겠지만 경영진 쪽에서도 경영권이 위태롭게 되기 때문에 선뜻 응하기 어렵다. 이러한 딜레마를 해결할 수 있는 수단이 바로 워런트이다. 즉 자금제공자에게 낮은 이자를 지급하는 대신 워런트를 제공할 수 있다면 회사는 이자부담을 낮출 수 있어서 좋고 자금제공자는 자신의 도움으로 기업이 회생하는 경우에 그 혜택을 함께 누릴 수 있어서 좋다.

워런트가 반드시 차입에 의한 자금조달시에만 쓸모있는 것은 아니다. 신주를 발행하는 경우에도 추가로 워런트를 제공할 필요가 있는 경우가 있다. 부실기업이 자금조달을 위하여 주식을 발행하는 경우 발행가격이 액면에 미달할 수밖에 없을 것이다. 額面未達發行을 피하기 위해서는 사전에 대폭 減資를 할 수밖에 없다. 그러나 減資나 額面未達發行을 감행하기 위해서는 주주총회의 결의가 필요하기 때문에 신속한 자금조달이 불가능하다. 만약 워런트발행이 가능하다면 회사는 액면으로 인수하는 투자자들에게 워런트를 제공함으로써 액면인수로 인한 불이익을 상쇄해줄 수 있을 것이다. **다만 이 경우에도 워런트를 무상으로 제공하면 결국 실질적으로는 액면미달발행과 같은 것이 아닌가 하는 의문이 남는다.**<sup>17)</sup>

워런트는 기업인수시에도 진가를 발휘하는 경우가 있다. 예컨대 대상기업의 미래의 사업성에 대한 견해차 때문에 당사자사이에서 매수가격에 대하여 합의하기 어려운 경우가 있다고 하자. 그러한 경우 매수기업이 일단 자신의 평가에 따른 금액을 매도인에 현금으로 지급하고 매도인의 평가와 차이나는 부분은 워런트로 지급할 수 있다면 양당사자간에 합의가 가능할 수도 있다. 만약 매도인의 말대로 대상기업의 수익성이 좋아서 기업인수후에 매수기업의 주가가 오르게 되면 매도인은 대가로 취득한 워런트를 행사하여 추가로 자금을 확보할 수 있을 것이다.<sup>18)</sup>

## 2. 代替的인 手段

실사 商法상 워런트의 발행이 허용되지 않는다고 해도 만약 다른 수단으로 위와 같은 워런트의 기능을 대신할 수 있다면 구태여 商法을 개정하여 워런트를 도입할 실익은 그다지 크지 않을 것이다. 현재 商法상 워런트의 대체물로 고려해볼 수 있는 것은 轉換社債나 新株引受權附社債와 같은 주식 관련 사채이다.<sup>19)</sup>

주식 관련 사채는 워런트와 사채가 결합하고 있는 형태라고 할 수 있다. 따라서 워런트만 필요한 경우에도 반드시 사채를 발행하지 않으면 안 된다는 점이 단점이

17) 이 점은 박준 변호사가 교시해주었음을 밝혀둔다.

18) 주식의 공모발행시에 주간사인수에 대한 추가배정(overallotment)의 수단으로 워런트를 이용할 수 있다는 점에 대해서는 Fuchs, 주12, 438ff.

19) 株券上場法人이 발행한 轉換社債나 新株引受權附社債중에서 주식으로의 전환이나 新株引受權의 행사가 가능한 분에 해당한 금액은 社債發行限度의 제한을 받지 않는다(證券去來法 제191조의 5).



다. 예컨대 채무자인 회사가 기존채무의 기한연장을 받기 위해서 채권자에게 워런트를 제공할 필요가 있는 경우라면 회사는 기존의 채무를 轉換社債나 新株引受權附社債로 교체하는 것도 생각해 볼 수 있다. 이 경우에는 사채의 발행비용 등 거래비용이 추가로 소요될 것이다. 그러나 채무자에 대해서 倒産節次가 개시된 경우에는 채권자가 뜻하지 않은 불이익을 입을 수도 있다. 기존의 채권을 사채로 교체하는 것은 단순한 대출기한의 연장과는 달리 새로운 채무부담행위로 판단될 수도 있기 때문이다.<sup>20)</sup>

이러한 장애를 피할 수 있는 편법이 없는 것은 아니다. 轉換社債의 경우와는 달리 新株引受權附社債의 경우에는 신주의 발행가액은 사채의 “금액”을 초과할 수 없다고 하고 있다(제516조의2 제3항).<sup>21)</sup> 여기서 사채의 금액은 사채의 “액면금액”으로 보는 것이 일반적인 견해이다. 따라서 新株引受權附社債에서 사채 부분의 발행조건을 극도로 사채권자에 불리하게 하여 발행가액을 낮춘다면 사채권자는 실질적으로 워런트를 취득하는 것과 마찬가지로의 결과를 얻을 수 있다. 실제로 것처럼 新株引受權附社債라는 명목을 빌은 워런트가 이미 우리 자본시장에 등장한 바 있다. 1998년 신한은행은 주주들에게 액면미달로 신주를 발행하면서 주주들의 불만을 진정하기 위하여 다음과 같이 워런트적인 성격이 강한 新株引受權附社債를 발행한 바 있다.

#### [社債의 內容]

額面利率: 0%

滿期: 50년

割引賣出價額: 액면 1만원당 10원

新株引受權 行使 比率: 社債額面 1만원당 新株(普通株) 2매 행사 가능

行使價格: 5천원

行使期間: 사채발행후 3개월 경과하는 날부터 5년까지

早期償還選擇權: 회사는 사채의 발행후 5년이 되는 날에 조기상환선택권을 행사할 수 있으며 조기상환가액은 사채액면가액 1만원당 20원으로 함.

이러한 新株引受權附社債는 명목상으로는 新株引受權附社債이지만 실질적으로는 워런트의 성격이 두드러진다.<sup>22)</sup> 그럼에도 불구하고 금융감독위원회는 이러한 실질

20) 이 부분은 박준 변호사의 교시에 따른 것이다.

21) 전환사채의 경우에는 전환사채의 발행가액을 신주의 발행가액으로 하게 되어 있다(商法 제516조 제2항, 제348조).

22) 독일에서도 1997년 Henkel사가 워런트성이 강한 新株引受權附社債를 발행한 바 있다. Claussen, 주13, S. 1827.



적인 워런트의 발행을 승인하였고 발행에는 증가일로에 있다. 그러나 이러한 괴이한 형태의 新株引受權附社債를 발행하게 하기보다는 정면으로 워런트의 발행을 허용하는 것이 바람직할 것이다.

#### IV. 商法상의 許容 與否: 독일에서의 논의를 참고로 하여

##### 1. 序

과연 商法상 워런트를 발행하는 것은 허용되지 않는 것인가? 여지껏 이 문제에 대해서 우리 학계에서 본격적으로 논의가 이루어진 일은 없는 것으로 보인다. 그러나 명문으로 금지하는 규정은 없지만 막연히 현행법상 허용되지 않는 것으로 보는 견해가 일반적인 것 같다. 증권거래법에서 굳이 워런트의 일종인 스톡옵션을 도입한 것은 바로 그러한 전제에 입각한 것이다. 그러나 이 문제는 막연한 느낌에 의하여 해결하기에는 현실적으로는 물론이고 이론적으로도 너무나 중요한 문제이다. 이 문제를 정면으로 다루고 있는 우리 문헌은 찾지 못하였다. 그러나 독일에서는 워런트에 대한 논의가 일부에서나마 아직도 진행되고 있다. 우리 商法과 마찬가지로 독일 株式法도 워런트에 대하여 전혀 언급하고 있지 않다. 그리하여 학자들 사이에서 워런트의 발행이 허용되는지 여부에 대해서 다툼이 있다. 다수설은 부정설을 취하고 있지만 긍정설도 만만치 않다.<sup>23)</sup> 이러한 논의는 워런트에 대한 규정이 없는 우리 商法の 해석상으로도 참고가 된다. 이하에서는 독일에서의 논의를 먼저 소개한 후 그것을 토대로 우리 商法상 워런트의 발행이 허용될 수 있는 것인지에 대해서 살펴보기로 한다.

##### 2. 獨逸株式法상의 新株引受權

독일에서의 논의를 제대로 이해하기 위해서는 워런트와 관련이 있는 주식법의 규정부터 살펴볼 필요가 있다. 독일 주식법상 基礎資本(Grundkapital)의 增資는 원칙적으로 주주총회의 결의에 의하여 이루어진다(제182조). 주주총회가 증자를 결정하는 것이 자금조달의 기동성을 담보할 수 없는 경우에는 회사는 정관으로 일정한 한도 내에서 증자를 결정할 수 있는 권한을 이사회에 부여할 수 있다(제202조 내지 제206조). 이 경우 이사회는 수권된 자본의 한도액, 즉 授權資本(genehmigtes Kapital)<sup>24)</sup>의 범위 내에서 신주발행을 결정할 권한을 갖는다.

독일 주식법상으로도 新株引受權은 원칙적으로 주주가 갖는다(제186조 제1항). 우리 나라에서와 마찬가지로 주주의 新株引受權은 제한할 수 있다. 주주의 新株引

23) Fuchs, 주12, S. 439f.

24) 학자에 따라서 認可資本 또는 認許資本이라는 용어를 사용하기도 한다.

受權은 기초자본을 증가하는 주주총회결의시에 일부 또는 전부를 배제할 수 있다(제186조 제3항). 新株引受權을 배제하는데 주주총회의 결의를 요구하고 있기 때문에 우리 商法에서와 같이 정관으로 배제하는 것은 불가능하다.<sup>25)</sup> 또한 新株引受權의 배제를 위해서는 주주총회결의와 같은 절차상의 요건이외에 필요성, 비례성 등 엄격한 실체상의 요건을 충족하여야 한다.<sup>26)</sup> 이러한 사정은 주식회사가 수권자본을 채택하고 있는 경우에도 마찬가지이다. 회사는 이사회에 수권하는 주주총회의 결의시에 주주의 新株引受權을 바로 배제해둘 수도 있고, 이사회에 주주의 新株引受權을 배제할 수 있는 권한을 부여할 수도 있다(제203조 제1항, 제2항).

주주의 新株引受權을 배제한다고 해서 자동적으로 제3자<sup>27)</sup>가 新株引受權을 갖게 되는 것은 아니다. 제3자에게 新株引受權을 부여하기 위해서는 주주의 新株引受權을 배제함과 아울러 제3자에게 新株引受權을 부여하는 계약을 체결하지 않으면 안 된다. 그렇지만 제3자에게 新株引受權을 부여하기 위해서는 그 전제로서 반드시 주주의 新株引受權을 제한하지 않으면 안 된다. 주식법은 그것을 명시하고 있다(제187조 제1항). 주주의 新株引受權을 제한하는 것은 주주총회결의에 의하여만 가능하므로 제3자에게 新株引受權을 부여하기 위해서는 주주총회결의가 필요하다. 주식법은 증자의 결의전에 제3자에게 新株引受權을 부여하는 것은 회사에 대해서 효력이 없음을 명시하고 있다(제187조 제2항).<sup>28)</sup>

이러한 규정에 의하면 제3자에게 新株引受權을 부여하기 위해서는 반드시 동시에 증자결의를 해야 한다는 결론이 된다. 그러나 제3자가 新株引受權의 행사여부를 미래의 시점에 결정할 수 있도록 할 필요가 있는 경우에는 이러한 주식법의 틀은 불편하기 짝이 없다. 이러한 불편을 구제하는 수단이 바로 조건부증자(bedingte Kapitalerhöhung)이다.<sup>29)</sup> 주식법은 주주총회가 기초자본을 조건부로 증가시키는 것을 허용하고 있다(제192조 제1항). 이러한 조건부증자의 결의는 회사가 신주발행을 요구할 수 있는 권리를 제3자에게 부여하는 한정된 경우에 한하여 행해진다(제192조 제2항). 사채권자에게 전환권이나 新株引受權을 부여하는 경우(제192조 제2항 제1호)는 물론이고 1998년의 주식법개정에 의하여 경영진에 新株引受權을 부여하는

25) Lutter, 주5, §186 Rn. 51.

26) 이 문제에 관하여 가장 상세한 문헌으로는 이동승, 주주의 新株引受權에 관한 연구(고려대 박사학위논문 1998) 참조.

27) 엄밀히 말하면 반드시 주주이외의 자를 의미하는 것은 아니다. 주주라는 지위에 기하여 자동적으로 新株引受權을 얻는 경우가 아니라면 주주라도 제3자라고 볼 수 있다.

28) 결과적으로 회사는 증자결의시에 그것을 누구에게 배정할 것인가에 대해서는 완전한 자유를 누리고 주주의 新株引受權과 제3자의 新株引受權이 충돌하는 경우에는 전자가 앞서는 셈이다.

29) 제3자의 新株引受權을 수권자본으로 담보하는 것도 불가능한 것은 아니지만 현실적으로 여러 가지 난점 때문에 현재 이용되지 않고 있다. Fuchs, 주12, S. 445.

경우(제192조 제2항 제3호)에도 조건부증자결의를 할 수 있게 되었다. 조건부증자의 결의가 있으면 그 한도에서는 주주의 新株引受權은 배제된다. 따라서 조건부증자와 함께 新株引受權附社債가 발행된 경우에는 新株引受權의 행사시에 주주의 新株引受權을 배제하기 위하여 주주총회의 결의를 얻을 필요가 없다. 또한 조건부증자의 결의가 있으면 후일 주주총회는 그것을 침해하는 결의를 할 수 없으므로(제192조 제4항) 제3자의 新株引受權은 확실히 보호된다.

주식법 제221조가 정하는 新株引受權附社債<sup>30)</sup>는 주주의 新株引受權에 대한 예외에 해당한다. 그러나 그로 인하여 주주의 이익이 특별히 침해된다고 볼 것은 아니다. 먼저 新株引受權附社債의 발행은 주주총회의 특별결의사항으로 되어 있다(제221조 제1항). 또한 그 사채의 인수권은 주주에게 부여되고 있으며<sup>31)</sup> 그것을 배제하기 위해서는 新株引受權의 경우와 마찬가지로 엄격한 요건을 충족해야 한다(제221조 제4항). 게다가 이러한 채권자의 주식취득권을 확실히 담보하기 위해서는 앞서 설명한 바와 같이 주주총회결의에 의하여 조건부증자가 선행되지 않으면 안 된다(제192조). 이러한 사정에 비추어 보면 新株引受權附社債도 주주의 新株引受權을 제한하고 제3자에게 新株引受權을 부여하는 권한을 주주총회에 부여하고 있는 주식법의 기본태도에서 벗어난 것이라고 보기는 어렵다.

### 3. 獨逸 株式法상 워런트의 許容 與否

앞서 언급한 바와 같이 독일에서는 주식법상 워런트의 발행은 허용되지 않는다고 보는 견해가 우세하다.<sup>32)</sup> 부정설의 주된 근거는 워런트가 주식법 221조와 192조 2항1호에서 허용하는 예외에 명시되고 있지 않다는 것이다. 또한 부정설은 워런트가 자기자본구조의 투명성을 해치며 투기에 이용될 수 있기 때문에 그 규정을 워런트에 유추적용하는 것에도 반대하고 있다. 그러나 반론도 만만치 않다. 이하에서는 부정설에 대한 반론으로 가장 최근에 발표된 Fuchs의 견해를 중심으로 소개하기로 한다. 다만 이러한 찬반론은 모두 경영진에게 스톡옵션을 부여하기 위한 조건부증자결의를 명시적으로 허용한 1998년의 주식법개정이 있기 전에 나온 것이라는 점을 주의할 필요가 있다. 1998년 주식법개정이 워런트일반에 관한 해석론에 미치는 영향에 대해서는 나중에 간단히 언급하고자 한다.

Fuchs에 의하면 먼저 워런트가 제221조의 新株引受權附社債<sup>33)</sup>에 포함되지 않는

30) 전환사채도 마찬가지이다.

31) 그러므로 주주는 간접적으로나마 신주에 대해서 인수권을 갖는 셈이다.

32) Lutter, 주5, §221 Rn. 185; Martens, Festschrift Stimpel(1985), S. 621, 629f; Hirte, WM 1993, 2067, 2068. 이에 반하여 긍정설로는 Karollus, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG. Komm., §221 Rn. 27ff; Fuchs, 주12, S. 433ff. 이하의 설명은 Fuchs의 논문에 의존한 바 크다.

다고 해도 바로 회사가 워런트를 발행할 수 없다는 결론이 도출되는 것이 아니라 는 점을 분명히 하고 있다.<sup>34)</sup> 제221조가 회사가 발행할 수 있는 자금조달수단을 제한하기 위한 규정은 아니기 때문이다. 주식법상 워런트가 허용되는지 여부는 제187조를 포함한 다른 규정이나 워런트 자체의 평가를 기초로 결정해야 할 것이다. 그러나 워런트에 관한 기존의 학설은 찬반론을 불문하고 모두 워런트가 제221조에 포함되는지의 문제를 중심으로 하고 있다. 그러나 221조에 포함되는지의 문제를 판단함에 있어서는 결국 워런트 자체의 평가도 반영되고 있으므로 실제의 차이는 그리 크지 않은 것으로 보인다.

제221조는 轉換社債, 新株引受權附社債, 利益參加附社債, 항의권(Genusrechte)의 4가지 자금조달수단을 특별한 규율대상으로 삼고 있다. 그것은 이들이 채권적인 권리이면서도 모두 주식적인 속성을 지니고 있으므로 주주이익을 보호하기 위한 것이다. 제221조는 그러한 자금조달수단의 발행으로부터 주주이익을 보호하기 위하여 그 발행에 주주총회의 특별결의를 요구하고 주주에게 인수권을 부여하는 등 조치를 취하고 있다. 워런트는 제221조에 명시된 新株引受權附社債의 新株引受權과 본질적으로 차이가 없다. 新株引受權附社債에서 新株引受權은 발행즉시 분리되어 따로 거래의 대상이 되는 것이 보통이다. 이러한 사정을 고려하면 워런트에 대해서도 제221조의 규율을 받는 것이 당연할 것이다. 워런트가 당초 제221조에 명시되지 않은 것은 법의 제정당시에는 워런트라는 것이 독일의 자본시장에서 그다지 알려지지 않았기 때문이다.

부정설은 워런트에 제221조를 유추적용하면 주주의 신주인수권에 대한 제한에 주주총회결의를 요하는 제187조의 원칙이 무력하게 되고 제187조의 원칙, 제221조(및 제192조 제2항)의 예외가 뒤바뀌게 된다는 것을 근거로 삼고 있다.<sup>35)</sup> 그러나 워런트에 221조를 유추적용하는 경우에도 주주의 이익은 충분히 보호된다. 먼저 조건부증자결의가 필요하기 때문에 주주는 의사결정에 참여할 수 있다. 또한 주주가 워런트의 인수권을 가지며 이 인수권은 新株引受權과 마찬가지로 보호된다.<sup>36)</sup>

부정설은 또한 워런트가 자기자본구조의 투명성을 해치며 회사나 취득자가 투기 수단으로 이용할 수 있다는 점을 강조한다. 워런트가 발행된 경우 장차 자본금 및 자기자본이 어떻게 변화할지를 예측하기 어려운 것은 사실이다. 그러나 이러한 사정은 新株引受權附社債나 전환사채가 발행되는 경우에도 마찬가지로 발생한다. 또

33) 실제로 221조는 전환사채(Wandelschuldverschreibungen)라는 용어만을 사용하고 있지만 그것이 新株引受權附社債(Optionsanleihen)도 포함한다는 점에 대해서는 다툼이 없다.

34) Fuchs, 주12, S. 439.

35) 대표적인 견해로 Lutter, 주5, §221 Rn. 185.

36) Fuchs, 주12, S. 444.

한 워런트가 투기수단으로 이용가능하다는 점을 강조하는 견해는 시시각각으로 새로운 자금조달수단이 생겨나고 있는 현대의 금융시장에서는 더 이상 받아들이기 어려운 너무나도 퇴영적인 견해라고 여겨진다.

실사 워런트가 221조의 유추적용에 의하여 발행가능하다고 해도 워런트취득자의 권리를 담보하기 위해서는 여러 차례 언급한 바와 같이 제192조에 의한 조건부자본증가결의가 있어야 한다. 제192조 제2항은 증자결의를 할 수 있는 경우를 한정하고 있다. 그러나 법문에는 사채권자에 대한 新株引受權의 부여는 포함되고 있지만 워런트의 부여는 포함되고 있지 않다. 과거 이와 관련해서는 제192조 제2항을 융통성있게 해석하여 사채권자에 대하여 전환권 또는 新株引受權을 부여하는 경우(1호)에 워런트를 부여하는 경우도 포함되는 것으로 보아야 한다는 견해도 없지 않았다.<sup>37)</sup>

1998년 주식법개정으로 조건부증자의 결의를 할 수 있는 경우의 하나로 워런트의 일종인 스톡옵션을 경영진 등에 발행하는 경우가 명시적으로 추가되었다. 따라서 일반적인 워런트를 발행하는 경우에도 조건부증자를 결의할 수 있다는 해석을 하기는 어려워졌다.<sup>38)</sup> 그렇지만 1998년의 개정을 반드시 워런트에 대한 긍정설에 쐈기를 박은 조치로 이해해야만 하는 것은 아니다. 주식법 제192조의 개정으로 말미암아 분명해진 것은 워런트를 발행하면서 조건부증자결의를 할 수 없다는 점뿐이고 워런트는 여전히 新株引受權附社債에 관한 제221조의 유추적용에 따라 발행이 가능하다고 해석할 수 있다. 이제 워런트보유자의 新株引受權을 보다 확실히 보장하기 위해서는 조건부증자결의보다는 불편하지만 수권자분을 이용할 수밖에 없을 것이다.<sup>39)</sup> 1998년의 개정은 자본시장의 국제화를 촉진하기 위한 것이었는데 그로 인하여 거꾸로 국제시장에서 뿌리를 내리고 있는 워런트의 발행이 저해된 것은 아이러니라고 하지 않을 수 없다.

#### 4. 우리 商法상 워런트의 許容 與否

##### (1) 有價證券 法定主義

이상에서 설명한 독일에서의 학설대립은 우리 商法の 해석상으로도 시사하는 바가 크다. 우리 나라에서는 워런트에 대해서 아직 별로 논의가 없지만 아마도 독일에서와 마찬가지로 부정설이 우세할 것으로 여겨진다. 증권거래법이 성질상 워런트와 같은 주식매수선택권에 대해서 특별히 규정을 도입한 것도 현행법상 워런트의

37) 보다 상세한 것은 Fuchs, 주12, S. 445f.

38) Claussen, 주13, S. 1831.

39) 주주의 新株引受權이 자동적으로 배제되는 것이 아니고 수권은 5년 동안에 한정되는 등 불편이 존재한다. Fuchs, 주12, S. 445, FN 108.

발행이 허용되지 않는다고 보았기 때문으로 짐작된다. 우리 나라에서 부정설의 근거로는 어떠한 것들이 제시될 수 있을까? 먼저 생각해 볼 수 있는 것은 이른바 “有價証券法定主義”라는 관념이다. 유가증권법정주의란 유가증권에는 항변의 절단 등 특별한 법적 보호장치가 수반되므로 법에서 규정한 것과 다른 새로운 유가증권을 당사자들의 합의로 창출할 수는 없다는 원칙이다. 여기서 말하는 유가증권은 권리의 유통성을 제고하기 위하여 발행되는 私法上的 유가증권이다. 따라서 유가증권으로 표창되지 않은 단순한 계약상의 권리로서의 워런트는 유가증권법정주의와 관계없이 창출할 수 있다는 결론이 나온다. 나아가 워런트를 증권에 표창하는 것도 유가증권법정주의에 반한다고 할 수 없다. 본질적으로 동일한 新株引受權証券이 商法에서 명시적으로 허용되고 있기 때문이다.<sup>40)</sup>

유가증권법정주의와는 별도로 우리 나라에서는 막연히 법에서 명시적으로 허용되지 않은 증권은 발행할 수 없다는 관념이 널리 퍼져있는 것 같다. 이러한 관념은 과거 투자자의 이해가 미흡했던 당시에는 나름대로 투자자를 보호하는 기능이 없지 않았을 것이다. 또한 기업의 금융관행이나 자본시장이 덜 발달되었을 당시에는 기업에도 큰 불편이 없었을 것이다. 법에서 정하지 않은 새로운 자금조달수단을 이용할 필요가 그리 크지 않았을 것이기 때문이다. 그러나 자본시장에서 국가간의 장벽이 급속히 허물어지고 있는 오늘날 이러한 관념은 더 이상 고집할 수 없는 시대착오적인 것이다. 실제로 우리 기업은 商法에서 명시적으로 허용하지 않은 증권을 이미 발행하고 있다. 그 좋은 예가 바로 우리 기업들이 국내외에서 발행하고 있는 劣後債(後順位債: subordinated bond)이다. 열후채는 다른 면에서는 일반사채와 같고 단지 도산시의 처리에서 일반사채가 완전히 상환을 받은 후에야 비로소 상환을 받을 수 있다는 점에 차이가 있다. 도산시에만 차이가 생겨난다는 점에서 단순히 일반사채와 원리금지급조건이 다른 정도로 볼 수도 있다. 그러나 일반사채와 열후채는 순위의 면에서 차이가 있다는 점에서 보통주와 우선주의 구별과 실제로 다를 바 없다. 만약 우선주가 商法에 근거규정이 있기 때문에 비로소 발행할 수 있는 것이라면 열후채에 대해서도 마찬가지로의 논리를 적용할 수 있을 것이다.

## (2) 既存株主의 利益

워런트에 대한 반론 중 가장 중요한 것은 워런트가 기존주주의 이익을 침해할 소지가 크다는 점이다. 그러한 견해에 의하면 워런트를 기존주주에게 발행하는 것은 문제가 없다는 결론에 이른다. 그러나 워런트를 제3자에게 발행하는 경우에도 기존

40) 민법상 지시채권과 무기명채권은 명시적으로 허용되고 있다(제508조, 제523조). 따라서 新株引受權을 채권적 권리로 이해하는 한 그것을 유가증권으로 표창하는 것은 당연히 허용된다고 해야 할 것이다.



주주이익을 내세워 워런트를 봉쇄하는 것은 현명한 처사가 아니다. 제3자에게 워런트를 발행하면 기존주주의 이익이 희석되는 것은 사실이다. 그러나 기존주주의 이익이 희석되는 측면만을 고려하는 것은 워런트행사에 의한 신주발행이 불공정발행에 해당한다고 보는 견해와 일맥상통한다. 워런트의 발행이 기존주주에게 불리한 것으로 비치는 것은 워런트에 의하여 회사 내지 기존주주가 이익을 얻는 측면을 무시하기 때문이다. 회사가 아무런 대가없이 워런트를 제공하는 것은 아니다. 물론 회사이익에 의하여 정당화되는 범위를 넘어서 과도하게 워런트를 발행하는 경우에는 기존주주의 이익이 침해되는 것은 분명하다. 특히 우리나라에서는 워런트가 경영권보호의 수단으로 악용될 우려도 없지 않다. 그러나 경영진의 권한남용으로 인한 손해의 가능성은 다른 거래에도 공통된 것이다. 新株引受權附社債나 전환사채의 발행권한이 남용되는 경우에 기존주주가 손해보는 것과 크게 다를 바 없다. 그렇다고 해서 이러한 주식관련사채를 전면적으로 금지하자는 주장은 찾아볼 수 없다. 워런트의 무분별한 발행이 우려된다면 그것을 막는 방안을 강구하는 것이 정도이다. 워런트 자체를 금하는 것은 마치 면도칼이 상처를 입힐 가능성이 크다고 해서 면도칼 자체를 없애버리는 것과 다를 바 없을 것이다.

### (3) 워런트의 投機性

워런트에 대한 또 하나의 우려는 그것이 투기적이라는 것에 기인한다. 워런트가 투기에 이용될 수 있는 것은 사실이다. 주가의 하락(내지 현상유지)을 예상하는 발행회사는 워런트를 발행함으로써 투기를 할 수 있다. 투자자는 워런트를 매입함으로써 시세차익의 극대화를 노릴 수 있다. 워런트가 파생상품의 일종이기 때문에 투기가능성에 대해서는 파생상품에 대한 설명이 그대로 타당할 것이다. 파생상품거래는 투기에 이용될 수 있다. 그러나 그렇다고 해서 오늘날 파생상품거래자체를 금지하자는 견해는 거의 찾아보기 어렵다. 파생상품거래가 기업의 정당한 수요를 효과적으로 충족해줄 수 있기 때문이다.

워런트가 투자대상으로 리스크가 높은 것은 사실이다. 그러나 투자자의 보호를 위해서 워런트를 금지하자는 견해도 문제가 있다. 투자전문가인 기관투자자의 경우에는 리스크가 큰 상품을 거래하는데 문제가 없을 것이다. 일반투자자의 경우에는 멋모르고 워런트 투자에 뛰어들었다가 큰 손실을 볼 수 있다. 실제로 일본에서는 일반투자자들이 증권회사직원의 무책임한 권유에 현혹되어 워런트에 투자하였다가 막대한 투자손실을 입은 예가 적지 않다. 그러나 그러한 경우는 증권회사에 설명의무나 적합성원칙을 적용함으로써 대처하는 것이 正道라고 할 것이다.

### (4) 不公正發行



워런트의 행사가액은 워런트제공시의 시가보다는 높거나 적어도 같은 가격으로 정해지는 것이 일반적이다. 워런트보유자가 워런트를 행사하는 것은 행사가액이 대상주식의 시가보다 낮은 경우일 것이다. 그렇다면 워런트보유자가 시가보다 낮은 가격에 주식을 인수할 수 있기 때문에 그것이 商法 424조상의 “불공정한 가액에 의한 발행”에 해당하지 않는가 하는 의문이 들 수 있다. 그러나 워런트의 행사가액이 시가에 미달한다고 해서 워런트 행사로 인한 주식발행을 불공정발행으로 볼 수는 없다. 商法 제424조는 이사가 특정인과 짜고 기존주주에게 불리하게 현저하게 불공정한 가액으로 신주를 인수하는 경우를 막기 위한 것이다. 워런트의 행사에 의한 주식발행은 주주에게 불공정한 것이 아니다. 그 이유는 두 가지이다. 하나는 불공정성을 판단하는 기준시기와 관련된 것이다. 워런트를 행사하는 시점에서는 행사자는 시장가격보다 낮은 행사가액에 주식을 인수하므로 그 시점에서는 불공정한 것으로 보일 수도 있다. 그러나 기준이 되는 것은 행사시점이 아니라 이사와 통모하는 시점--즉 워런트를 취득하는 시점--이 되어야 할 것이다. 또한 불공정성을 판단함에 있어서는 워런트에 대한 대가를 아울러 고려해야 한다. 회사는 워런트를 발행할 때 무상으로 발행하는 것이 아니라 무엇인가 대가를 받는다. 예컨대 차입시에 감미제로 이용하는 경우에는 워런트를 발행하여주는 대가로 그렇지 않았으면 받지 못했을 신용을 제공받거나 아니면 적어도 보다 낮은 금리로 제공받는 것이다. 따라서 불공정성을 검토할 때에는 그러한 워런트의 대가까지 아울러 고려해야 할 것이다. 이렇게 본다면 워런트 행사로 인한 신주발행이 불공정발행에 해당하는 경우는 그다지 많지 않을 것이다.

#### (5) 신주인수권부사채 및 스톡옵션과의 충돌여부

우리 상법상 워런트가 허용되는지 여부를 판단함에 있어서 독일에서와 마찬가지로 상법이 명시하는 신주인수권부사채와의 관계를 어떻게 이해할 것인가 하는 점이 문제로 대두된다. 허용긍정설을 펴는 자라면 우리 상법이 사채로부터 분리된 신주인수권증권을 인정하고 있다는 점을 강조할 것이다. 허용부정설을 취하는 자는 상법이 신주인수권증권은 사채에 함께 발행되는 경우만을 인정한다는 점을 반대해석하여 워런트는 허용되지 않는다고 주장할 것이다. 그러나 앞서 지적한 바와 같이 상법상의 주식, 사채 등 증권에 관한 규정을 다른 형태의 증권을 배제하는 취지로 해석하는 것은 바람직하지 않다. 상법의 규정은 오히려 그러한 증권이 발행되는 경우의 권리관계를 분명히 함으로써 거래비용을 감소시키는 규정으로 이해하는 것이 옳바를 것이다.

워런트의 허용긍정설에 장애물이 될 수 있는 또하나의 규정으로 신주인수권부사채에서 부여되는 신주인수권의 한도를 정한 제516조의2 제3항이 있다. 그에 의하면

“신주인수권의 행사로 인하여 발행할 주식의 발행가액의 합계액은 각 신주인수권부사채의 금액을 초과할 수 없다” 이 규정의 취지는 신주인수권이 남발되는 것을 막기 위한 것이다. 만약 워런트가 허용된다면 이처럼 신주인수권의 한도를 사채금액에 한정하고 있는 제516조의2 제3항은 일반사채와 워런트를 동시에 발행함으로써 쉽게 회피될 수 있을 것이다.<sup>41)</sup> 워런트와 제516조의2 제3항이 확실히 조화하기 어려운 것은 사실이다. 그러나 이 규정을 이유로 상법상 워런트가 허용되지 않는다고 보는 것은 바람직한 해석은 아니라고 생각한다. 이 규정에도 불구하고 회사가 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있다는 점에 대해서는 학계에서 거의 다툼이 없다. 다만 상법상 허용된다고 보는 제3자의 신주인수권이 주주의 신주인수권과 같은 수동적인 권리에 한정되는지 아니면 워런트와 같이 능동적인 권리도 포함되는지에 대해서는 별로 논의가 없다. 제3자의 신주인수권에는 워런트와 같은 능동적인 신주인수권은 포함되지 않는다고 볼 것인가? 그렇다면 제3자에게 신주인수권을 인정하는 의미가 크게 퇴색할 것이다. 또한 법리상으로도 굳이 그렇게 해석할 필요는 없다. 제3자의 신주인수권을 어느 범위에서 허용할 것인가 하는 문제에서 가장 중요한 것은 기존주주의 신주인수권과의 관계이다. 제3자의 신주인수권은 그것이 수동적인 권리든 능동적인 권리든 누가 신주발행의 결정권을 갖는가에 차이가 있을 뿐 기존주주의 신주인수권을 제한한다는 점에는 차이가 없다. 따라서 제3자의 신주인수권을 인정하면서 능동적인 신주인수권만이 배제된다고 볼 이유는 없다. 그렇다면 제516조의2 제3항은 어떠한 의미를 갖는가? 이 규정은 결국 신주인수권이 사채에 부착되어 발행되는 경우, 즉 신주인수권부사채의 경우에만 적용되는 것으로 보아야 할 것이다. 이러한 해석에 의하면 제516조의2 제3항의 의의는 별로 크지 않다. 또한 배정시 아무런 제한이 없는 워런트의 경우와 균형도 맞지 않는다. 따라서 입법론적으로는 삭제하는 것이 바람직 할 것이다. 혹자는 증권거래법상의 주식매입선택권규정의 반대해석에서 워런트가 허용되지않는다는 결론을 도출할는지도 모른다. 그러나 증권거래법의 규정만을 근거로 商法상의 일반적인 문제에 관한 결론을 도출하는 것은 옳지 않다. 商法상 워런트발행이 허용되는지 여부에 대해서 의문이 존재하는 상황에서 증권거래법을 주관하는 재정경제부로서는 특별히 주식매입선택권에 관한 규정을 채택함으로써 해석상의 불확실성을 제거할 필요가 있었을 것이기 때문이다.

## V. 워런트 發行時의 檢討事項

商法の 해석상 법개정 없이도 워런트를 발행할 수 있다고 해도 회사가 워런트를

41) 박준 변호사는 이 규정이야말로 워런트를 가로막는 최대의 장애물이라고 보고 있다.

마음대로 발행할 수 있는 것은 아니다. 회사가 워런트발행시에 주의할 점 몇 가지를 살펴본다.

### 1. 株主의 新株引受權과의 關係

商法 제418조에 의하면 주주는 “정관에 다른 정함이 없으면” 보유주식수에 비례하여 新株引受權을 보유한다. 商法의 전환사채나 新株引受權附社債는 이러한 주주의 新株引受權이 미치지 않는 예외라고 할 것이다. 전환사채나 新株引受權附社債의 경우에는 商法에 규정이 있으므로 따로 규정이 없어도 주주의 新株引受權이 당연히 제한된다고 볼 수 있다. 그러나 商法이 명시하고 있지 않은 워런트의 경우에는 사전에 정관으로 주주의 新株引受權을 제한해둘 필요가 있을 것이다. 그러나 新株引受權을 구체적으로 어떻게 제한할 수 있는가에 대해서는 다소 의문이 없지 않다.

新株引受權을 제한하는 방법중에서 가장 광범한 것은 정관에서 주주의 新株引受權을 전면적으로 부정하는 것이다.<sup>42)</sup> 일단 주주의 新株引受權이 배제되고 나면 제3자에게 워런트를 발행한다고 해도 적어도 주주의 新株引受權과의 충돌은 문제되지 않을 것이다. 다수설은 商法상 이러한 新株引受權의 전면적인 배제가 허용된다고 보고 있다.<sup>43)</sup> 그러나 이에 대해서는 독일에서와 같이 新株引受權 제한의 내재적 한계를 근거로 그러한 전면적인 배제가 허용되지 않는다는 견해도 유력하다.<sup>44)</sup> 이곳에서 자세히 논할 여유는 없지만 전면적 배제를 부정하는 견해는 찬성하기 어렵다. 먼저 법문은 “정관에 다른 정함이 없으면”이라고 하여 정관에서 주주의 新株引受權을 제한하는데 어떤 제약이 있는 것으로 규정하고 있지 않다. 또한 주주의 新株引受權은 주주이익을 보호하는데 불가결한 권리도 아니다. 현재 미국의 주 회사법 중 다수는 물론이고<sup>45)</sup> 일본 商法도 원칙적으로 주주의 新株引受權을 인정하지 않고 있다(일본 商法 제280조의 1 제1항 5호 참조). 한편 우리 商法과 마찬가지로 주주의 新株引受權을 명시하고 있는 주 회사법에서도 정관으로 그것을 부정할 수 있다는 점은 당연한 것으로 받아들여지고 있다.<sup>46)</sup> 따라서 우리 商法 제418조의 문언도 주주들이 新株引受權을 완전히 포기하는 쪽의 선택도 할 수 있다고 해석하는 것이

42) 예컨대 정관에서 “주주는 商法 제418조 제1항의 新株引受權을 갖지 않는다”고 규정하는 경우이다.

43) 최기원, 商法學新論(상) 제9판, 1999, 826면.

44) 정동윤, 회사법 제4전정 증보판, 1997, 469면.

45) 1993년 현재 정관에 다른 정함이 없는 한 주주의 新株引受權을 부정하는 규정(소위 opt in statutes)을 채택한 주가 25주이고 다른 정함이 없는 한 주주의 新株引受權을 인정하는 규정을 채택한 주가 20주라고 하고 있다. 1 Model Business Corporation Act Annotated (3rd ed. 1993), pp. 457-458.

46) Harry G. Henn & John R. Alexander, Laws of Corporations(3d ed. 1983), p. 442; Robert Hamilton, The Law of Corporations (4th ed. 1996), p. 173.

온당할 것이다.

주주의 新株引受權을 전면적으로 배제하는 것이 바람직하지 않다면 워런트와 충돌하는 범위 내에서만 新株引受權을 제한해두는 방법도 고려할 수 있다. 예컨대 “다음 각호의 주식에 대해서는 주주가 新株引受權을 갖지 않는다”는 취지의 규정을 두고 그 하나로 “워런트의 행사에 의하여 발행되는 주식”을 명시하는 방법을 생각해볼 수 있다. 이러한 규정만으로는 누가 워런트 자체에 대한 인수권을 갖는가는 알 수 없다. 그렇다면 이사회는 워런트를 아무에게나 발행할 수 있을까? 新株引受權附社債에 관한 商法 제516조의3 제4항을 고려하면 그러한 해석이 가능한지 의문이 있다. 따라서 정관에 워런트의 한도, 내용은 물론이고 이사회가 워런트를 아무에게나 발행할 수 있다는 점을 명시하는 것이 바람직할 것이다.

## 2. 證券의 發行 與否

워런트를 발행하는 회사는 워런트를 표창하는 증권을 발행할 수도 있고 발행하지 않을 수도 있을 것이다. 양도가 가능한 워런트를 발행하는 경우에는 新株引受權證券에 관한 商法 제516조의5 제1항을 유추적용하여 반드시 증권을 발행해야 한다고 볼 것이다. 그 경우 증권의 기재사항은 新株引受權證券의 경우와 마찬가지로 보아야 할 것이다.

## 3. 證券去來法上的 問題

워런트는 주식을 취득할 수 있는 권리라는 점에서 증권거래법상의 有價証券(2조1항)에 해당하는지 여부가 문제될 수 있다. 증권거래법에서 열거되고 있는 유가증권 유형중에서 워런트에 가장 가까운 것은 “新株引受權을 표시하는 증서”(제2조 제1항 제6호)이다. 유가증권에 표시되는 권리는 유가증권이 발행되지 않는 경우에도 유가증권으로 본다고 하고 있으므로(2조2항) “新株引受權”도 유가증권에 해당할 것이다. 그렇다면 여기서 말하는 新株引受權은 워런트도 포함하는 것인가? 앞서 살펴본 바와 같이 일반적으로 新株引受權은 상당히 넓은 개념으로 워런트를 포함하는 개념이다. 또한 “新株引受權을 표시하는 증서”는 新株引受權證書(商法 제420조의 2)뿐 아니라 新株引受權證券(商法 제516조의 5)도 포함한다고 보는 것이 일반적인 견해이다.<sup>47)</sup> 그러므로 新株引受權證券과 실질적으로 차이가 없는 워런트도 증권거래법상의 유가증권에 해당한다고 할 것이다. 따라서 워런트를 공모하는 경우에는 유가증권신고서의 제출 등 증권거래법상의 공시의무가 부과된다(제8조 이하).

47) 사실 증권거래법상의 유가증권으로 다룰 필요는 극히 짧은 기간만 존속하는 新株引受權證書의 경우보다 新株引受權證券의 경우가 훨씬 더 크다.

#### 4. 登記의 必要

일반사채의 경우와는 달리 新株引受權附社債와 같은 주식관련사채가 발행되는 경우에는 납입이 완료된 날부터 2주간 내에 등기하여야 한다(商法 제514조의 2, 제516조의 7). 이는 주식관련사채가 주식으로서의 성격을 갖기 때문이다. 그렇다면 워런트도 등기하여야 하는가? 주식관련사채가 등기의 필요성이 있다면 워런트의 경우에도 등기의 필요성이 있음은 부정할 수 없다. 그러나 商法이나 비송사건절차법에 명문의 근거가 없는 현재의 상황에서는 그러한 등기는 사실상 불가능할 것이다. 그렇다면 이 점이 현행법상 워런트발행이 허용되지 않는다는 근거가 되는 것은 아닌가? 그렇게 볼 것은 아니다. 회사가 특정 제3자에게 能動的 新株引受權을 부여하는 계약을 체결하는 경우를 생각해보자. 그러한 계약을 등기가 불가능한 것을 이유로 막을 수는 없을 것이다. 워런트에 대한 등기가 불가능하다는 단순한 법률의 미비일 뿐이다. 그것을 이유로 워런트 자체를 막는 것은 본말이 전도된 해석일 것이다.

### VI. 商法改正의 必要性

위에서 언급한 바와 같이 현행 商法상 워런트의 발행이 반드시 금지되는 것으로 볼 이유는 없다. 그러나 일반통념상으로는 현행 商法상 워런트의 발행이 불가능하다고 보고 있는 것 같다. 그러한 일반통념이 전혀 근거없는 것만은 아니다. 또한 해석상 워런트 발행이 허용된다고 해도 입법적인 조치없이 워런트에 관한 각종의 문제를 모두 원만하게 해결할 수 있는 것은 아니다. 앞서 언급한 등기의 문제도 그 한 가지 예라고 할 것이다. 따라서 가급적 빠른 시일 내에 商法에 워런트의 발행근거를 명시함으로써 해석상의 불명확성을 해소하는 것이 바람직할 것이다.<sup>48)</sup>

한편 현행법의 해석론상 워런트의 발행을 부정하는 견해라고 해서 반드시 입법론으로까지 그것을 부정하는 것은 아닐 것이다. 앞에서(IV. 4.) 살펴본 워런트에 대한 부정론의 근거 중 워런트가 기존주주의 이익을 해친다든가 투기적이라든가 하는 주장은 워런트를 입법적으로 도입하는 경우에도 제기될 수 있을 것이다. 그러나 그러한 주장이 모두 근거가 없다는 점은 이미 앞의 검토에서 분명히 드러났다고 할 것이다. 또한 워런트의 필요성은 앞서 소개한 신한은행의 新株引受權附社債의 예에서 극명하게 제시된 바 있다.

워런트에 관한 규정을 도입할 때에는 워런트에 대한 명시적인 규정을 두고 있는 미국회사법을 참고할 필요가 있다. 미국에서 워런트가 발행되기 시작한 것은 회사법에 근거규정이 도입되기도 전의 일이다.<sup>49)</sup> 1929년 텔라웨어주회사법에서 그 근거

48) 독일에서도 비슷한 취지의 주장이 존재한다. Claussen, 주13, S. 1831.

49) 미국법상의 워런트에 관한 상세한 설명으로는 윤영신, “우리 商法改正과 美國會社法”,

를 처음 도입한 이래 현재는 거의 대부분의 주에서 발행근거를 명시하고 있다. 예컨대 개정모범사업회사법(Revised Model Business Corporation Act)은 “회사는 주식매수를 위한 권리, 옵션 또는 워런트를 발행할 수 있다. 이사회는 권리, 옵션, 또는 워런트가 발행되는 조건, 형식, 내용과 발행할 대가를 결정할 수 있다”고 규정하고 있다(§6.24). 商法이 워런트의 발행을 명문으로 인정하는 경우에는 워런트의 행사결과 발행되는 신주에 대해서 따로 정관에서 주주의 新株引受權을 제한해둘 필요는 없을 것이다.<sup>50)</sup> 워런트를 양도가능한 것으로 하는 경우에는 商法상 新株引受權 證券에 관한 규정을 준용하는 것이 바람직할 것이다.

앞서 언급한 개정모범사업회사법의 규정은 이사회에 운신의 폭을 가장 넓게 인정하는 것이다. 그 반면에 주주이익이 침해될 가능성도 가장 크다. 이사회에 재량권과 주주이익보호라는, 때로 상반되는 두 가지 요청사이의 타협점을 어느 곳에서 찾을 것인가가 워런트에 관한 입법시에 가장 기본적인 고려사항이라고 할 것이다. 이와 관련해서 고려할 사항으로는 워런트의 발행한도를 부과할 것인가, 주주에게 워런트의 인수권을 부여할 것인가 등이다. 新株引受權附社債와 마찬가지로 주주이익의 자에게 발행할 수 있는 워런트의 경우에는 발행한도와 내용에 대해서 정관에 규정하거나 주주총회의 특별결의로 정하도록 해야 할 것이다.

## VII. 經濟現實의 變化와 會社法의 適應

워런트에 대한 반대론자들이 가장 우려하는 것은 이사회가 발행권한을 남용할 위험이라고 할 수 있다. 워런트가 낮은 행사가격으로 남발되면 기존주주들의 이익이 희석될 수밖에 없다. 그러나 워런트의 발행권한을 이사회가 갖고 商法이나 정관에 아무런 제한이 없다고 해도 이사회가 제멋대로 워런트를 발행할 수 있는 것은 아니다. 이사회에 모든 행동은 선관주의의무와 충실의무의 테두리를 벗어날 수 없기 때문이다. 따라서 워런트의 문제도 결국은 경영진에 행동의 자유를 어느 만큼 인정할 것인가 하는 회사법상의 근본문제에 귀착한다고 할 수 있다. 경영진에 권한을 많이 주면 줄수록 권한남용의 위험이 커지는 것은 물론이다. 그렇다고 해서 경영진의 행동을 구속한다면 원활한 경영이 저해되어 결과적으로 오히려 주주에게 불리할 수도 있다. 결국은 양극단의 사이에서 타협점을 찾을 수밖에 없을 것이다.

이제까지 우리 商法의 선택은 대체로 경영진의 행동반경을 제약하는 쪽에 치우쳤다고 할 수 있다. 額面未達發行의 制限(제417조), 自己株式取得의 制限(제341조), 社債發行의 限度(제470조)등은 모두 우리 商法의 그러한 경향을 보여주는 예에 속

各國의 最近 商法 動向, 法務部, 1998년, 25-42면 참조.

50) 그 점은 新株引受權附社債의 경우에도 마찬가지이다.



한다. 이러한 商法의 태도는 경영진에게 행동의 자유를 가급적 널리 허용하되 주주 이익에 반하는 행동만을 포착하여 제재를 가하려는 미국회사법의 기본사고와 상당히 거리가 있다. 이러한 미국식 접근방식은 fiduciary duty라는 일반개념과 그에 근거한 소송에 크게 의존하지 않을 수 없다. 이러한 접근방식은 남용위험이 있는 행동을 아예 봉쇄하는 우리 商法의 방식보다 운용비용이 많이 소요되는 것은 분명하다. 미국식모델의 더 큰 문제점은 능력있고 신뢰할 수 있는 법률가집단, 효율적이고 공평한 재판제도 등 법적 인프라가 제대로 갖춰지지 않은 사회에서는 작동하기 어렵다는 점이다. 법적 인프라가 미비한 사회에서는 운용이 간편한 단순한 제도만이 현실적으로 선택가능하다.<sup>51)</sup> 경영진의 재량남용여지를 원천적으로 최소화하는 경직적인 제도가 반드시 운용비용이 적다고는 할 수 없다. 경영진의 행동반경이 줄어들면 주주에 불리한 행동이 억제되는 것은 물론이지만 유리한 행동도 억제될 수밖에 없다. 이러한 바람직한 행동이 제한됨으로써 발생하는 비용--이런 비용은 겉으로 잘 드러나지 않는다--까지 고려한다면 이런 단순하지만 경직적인 제도의 비용은 훨씬 더 커질 수도 있다.

최근 우리 商法은--유감스럽게도 證券去來法의 선도하에--급속히 변모하고 있다. 그 변모의 추세는 대체로 단순한 제도에서 복잡한 제도로, 보다 경직적인 제도에서 보다 융통성있는 제도로 이행하는 것이 아닌가 여겨진다. 흥미있는 것은 이러한 변화의 물결은 비단 우리 나라에 국한된 것이 아니라는 점이다. 주주이익을 위해서 회사의 행동반경을 가장 엄격하게 제약하는 입법례에 속하는 독일 주식법도 최근에는 경제현실의 변화를 고려하여 급속히 변화하고 있다. 경영진에 대한 스톡 옵션의 도입(제192조 제2항 제3호), 10%까지 自己株式取得의 許容(제71조 제2항), 時價發行時 新株引受權排除의 許容(제186조 제3항 제4문)등 회사법의 유연화를 보여주는 예는 한두 가지가 아니다.<sup>52)</sup>

이 글에서 도입을 주장한 워런트는 주가상승의 이익을 효과적으로 제공할 수 있는 첨단기술의 고급병기라고 할 수 있다. 파괴력이 뛰어난 만큼 수반되는 위험도 큰 이러한 첨단병기를 안전하게 다루기에는 아직 우리 법제도가 미숙하다는 신중론도 일리가 없는 것은 아니다. 그러나 이미 우리 경제의 지각변동은 그러한 첨단병기의 효용을 더 이상 외면할 수만은 없는 지경에 이른 것이 아닐까? 세계자본시장을 휩쓸고 있는 변화의 물결을 애써 외면하며 과거의 고정관념에 안주하지 않고 변화하는 현실에 우리 회사법상의 제도를 적응시키려는 노력이 그 어느 때보다 절실한 시

51) 이러한 명제를 명쾌하게 설파한 최근의 논문으로 Bernard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review 1911 (1996)이 있다.

52) 독일 주식법의 최근 개정동향에 대해서는 박상근, “1990年代 獨逸의 株式會社 關聯法改革”, 各國의 最近 商法 動向, 법무부, 1998, 133면 이하 참조.



점이라고 할 것이다.

〈Abstract〉

## An Essay for Introducing Naked Warrants in Korea

Kon Sik Kim\*

### **I. Introduction**

Despite their various potential benefits, naked warrants are generally believed not to be allowed under the Commercial Code in Korea. The purpose of this paper is to examine the two related issues regarding warrants: (1) whether or not warrants can be issued under the current Code; and (2) whether or not we need to provide for warrants in the Code explicitly. The answers to these questions are both in the affirmative.

### **II. Analysis of the Concept of Warrants**

Detailed comparison is made between warrants and similar concepts adopted in the Code, such as the shareholder's preemptive right and bonds with warrants attached.

### **III. Functions and Substitutes of Warrants**

First, I discuss how warrants serve various useful functions. Next, the limits of bonds with warrants and convertible bonds, functional substitutes of naked warrants are described.

### **IV. Validity under the Current Code**

The issue as to whether naked warrants can be validly issued under the Code is examined from various perspectives. Before the discussion, I briefly introduce heated academic debates among scholars in Germany over the validity of naked warrants under the Stock Corporation Act(Aktiengesetz).

### **V. Issues to be Considered in Issuing Warrants**

### **VI. Revision of the Commercial Code**

Even though the Code should not be interpreted to proscribe warrants, we need to revise the Commercial Code to make it clear that firms may lawfully issue naked warrants. The provision on warrants in the Revised Model Business Corporation Act(Section 6.24) is briefly discussed.

### **VII. Economic Changes and the Adaptation of the Corporate Statutes**

In conclusion, an argument is made that firms should be allowed to issued warrants, and furthermore that we should adapt our corporate statutes to our rapidly changing economic environment.

---

\* Professor of Law, Seoul National University.