

## [투자계약실무] 상환전환우선주 관련 실무적 기본포인트 - 전환조건 중 전환가격 재조정

(Re-fixing) 조항 쟁점: 대법원 2014. 9. 4. 선고 2013다40858 판결



### 1. 계약서의 전환가격 조정 refixing 조항

1. 발행회사가 시가를 하회하는 발행가액, 전환가격 또는 행사가액으로 유상신주 또는 주식연계사채를 발행하는 경우, 또는 주식배당이나 준비금의 자본전입 등으로 주식을 발행(당해 유상신주 또는 주식연계사채 발행 후 사후적으로 전환가격 또는 행사가액이 인수인의 주당 행사가액보다 하향조정되는 경우 포함)하는 경우에는 다음과 같이 행사가액을 조정한다.
조정 후 행사가액 = [(조정 전 행사가액 × 기발행주식수) + (신발행주식수 × 1주당 발행가액)] / (기발행주식수 + 신발행주식수)
2. 사채발행일로부터 매 3개월이 되는 날(이하 '행사가액 조정일')마다 행사가액 조정일 전일을 기산일로 하여 기산일로부터 소급한 1개월 거래량 가중평균가격, 1주일 거래량 가중평균가격, 기산일 증가를 산술평균한 가격과 기산일 증가 중 높은 가격이 본건 신주인수권부사채의 행사가액보다 낮은 경우에는 그 가격을 행사가액으로 조정한다(이하 '리픽싱 조항'이라고 한다). 다만, 조정 후 행사가액은 액면가액을 하회하지 못한다.
4. 자본감소, 주식분할 및 주식병합, 합병 등(이하 '자본감소 등')에 의하여 행사가액의 조정이 필요한 경우에는 자본감소 등 직전에 본 계약에 따른 신주인수권이 모두 행사되었더라면 인수인이 가질 수 있었던 주식의 수에 따른 가치로 보장하는 방법으로 행사가액을 조정한다(이하 '반희석화 조항'이라고 한다).
6. 조정 후 행사가액이 주식의 액면가를 하회하는 경우에는 주식의 액면가를 행사가액으로 한다.

#### ① 보통주의 시가하락 시 신주인수권의 행사가액을 하향조정하는 내용의 '리픽싱 조항' :

“사채발행일로부터 매 3개월이 되는 날(행사가액 조정일)마다 행사가액 조정일 전일을 기산일로 하여, 기산일로부터 소급한 1개월 거래량 가중평균가격, 1주일 거래량 가중평균 가격, 기산일 증가를 산술평균한 가격과 기산일 증가 중 높은 가격이 본건 신주인수권부 사채의 행사가액보다 낮은 경우에는 그 가격을 행사가액으로 조정한다. 다만, 조정 후 행

사가액은 액면가액을 하회하지 못한다.”

② **반희석화 조항** : “자본감소, 주식분할 및 주식병합, 합병 등에 의하여 행사가액의 조정이 필요한 경우에는 자본감소 등 직전에 본 계약에 따른 신주인수권이 모두 행사되었다면 인수인이 가질 수 있었던 주식의 수에 따른 가치로 보장하는 방법으로 행사가액을 조정한다.”

## 2. 주가하락 + 1차 가격조정 + 감자결정

발행회사는 주식의 시가하락을 이유로 리픽싱 조항에 따라 수차례 신주인수권 행사가액을 하향조정 한 후, 결국 행사가액의 최저한도인 액면가 500원까지 하향조정하였음. + 그 후 재무구조 개선을 위하여 보통주 10주를 1주로 병합하는 감자결정 + 반희석화 조항에 따라 이 사건 신주인수권의 행사가액을 종전 500원에서 5,000원으로 상향조정 + 그러나, 그와 같은 조정 이후에도 주식의 시가가 지속적 하락함

## 3. 양 당사자 주장요지

투자자 주장: 추가 주가 하락 + 리픽싱 조항에 따라 기준일 당시 다시 가격재조정 필요

+ 행사가격 798원으로 하향조정 주장 + 기존 하한액까지 조정된 것과 무관하게 기준일 당시 계약서의 가격조정조항에 따라 다시 가격조정 필요함

발행회사 주장: 이미 행사가격 조정으로 하한선 500원까지 조정되었음 + 감사 후 반희석화 조항을 적용하여 상향조정된 가격을 그 후 추가하락을 이유로 행사가액을 다시 재조정을 할 수 없음

#### 4. 서울고등법원 항소심 및 대법원 판결요지

이 사건의 쟁점은 피고의 주식병합에 따른 감자로 인하여 반희석화 조항의 적용이 이루어진 후에 주가가 다시 하락하였을 경우 리픽싱 조항에 의하여 이 사건 신주인수권 행사 가액의 최저한도를 5,000원 이하로 추가 조정할 수 있는지에 있다.

① 반희석화 조항은 신주인수권부사채를 발행한 회사의 자본구조에 변동이 발생한 때 공평의 견지에서 신주인수권부사채권자가 보유하였던 신주인수권의 경제적 가치를 그대로 유지되도록 조정하기 위한 것이고, 리픽싱 조항은 신주인수권부사채계약 체결 당시의 투자액 가치 그 자체를 보장하는 것으로서 신주인수권부사채권자가 주가 하락으로 인하여 입을 수 있는 투자위험을 제거하기 위해 조정하는 것으로서, 양자의 조정은 원칙적으로

별개의 사유에 의한 것이고 독립적으로 적용되는 것인 점,

② 발행회사 기존 주식 각 10주를 동일한 액면주식 1주로 병합하는 방식으로 감자를 실시하고 그 무렵 이를 원인으로 반희석화 조항에 따라 이 사건 신주인수권의 행사가격을 500원에서 5,000원으로 조정함으로써 감자에 의한 행사가액 조정은 종료된 점,

③ 이 사건 신주인수권의 행사가액 조정에 관한 규정에서 감자에 따른 신주인수권 행사 가액 조정 이후에 리픽싱 조항에 따른 행사가액 조정을 배제하는 것으로 규정한 바가 없  
는 점,

④ 이 사건 신주인수권의 행사가액에 관하여는 주식의 액면가를 하한으로 하고 있을 뿐  
이고 다른 제한은 없으므로, 감자가 있었다는 사유만으로 신주인수권 행사가액의 하한을  
주식병합비율을 반영하여 액면가의 10배인 5,000원으로 조정되어야 하는 것으로 볼 수는  
없는 점,

⑤ 이 사건 신주인수권의 행사가액 조정에 관한 규정에 따르면 주가의 변동으로 인한 행

사가액의 조정은 하향조정만이 가능하고, 기존의 조정일에 조정이 이루어졌는지 여부와 관계없이 그 후의 조정일에도 추가로 조정이 이루어질 수 있다고 규정하고 있는 점,

⑥ 상법 제516조의2 제3항은 신주인수권부사채의 발행에 있어서는 신주인수권부사채권자와 기존주주의 이해조정을 고려하여 '각 신주인수권부사채에 부여된 신주인수권의 행사로 인하여 발행할 주식의 발행가액의 합계액은 각 신주인수권부사채의 금액을 초과할 수 없다'고 규정하여 신주의 발행가액의 합계액이 신주인수권부사채의 금액을 넘지 않도록 하는 총액제한만을 규정하고 있고, 신주인수권의 행사가액의 조정에 관하여는 규정을 두고 있지 않으므로 신주인수권의 행사가액 조정은 신주인수권부사채의 발행회사와 인수인의 합의로 정해져야 하는 점 등의 사정에 비추어 보면,

발행회사의 감자로 인하여 반희석화 조항의 적용이 이루어진 후에 주가가 다시 하락하였을 경우 리픽싱 조항에 의하여 이 사건 신주인수권 행사가액의 최저한도를 5,000원 아래로 추가 조정할 수 있는데 제한이 없다.”

기업법무, 기술법무, 벤처기업, 계약분쟁, 손해배상, Claim, License, R&D 제휴계약

---

T. 02-591-0657 E. [kkh@kasanlaw.com](mailto:kkh@kasanlaw.com) H. [www.kasanlaw.com](http://www.kasanlaw.com)