

2014 주주총회 이슈 점검 : 회사 전환 종류주식

송민경 연구위원 (mksong@cgs.or.kr)

- ▶ 2011년 개정상법에서는 종류주식에 관한 규정을 도입해 발행 가능한 주식 유형을 대폭 확대했는데, 특히 부적절한 활용 여지가 없도록 ‘전환 사유’ 등을 정관에 정할 것을 전제로 ‘회사가 전환할 수 있는 (전환에 관한) 종류주식’의 발행을 허용함
- ▶ 올해 1분기 중 일부 회사는 회사 전환 종류주식을 정관에 도입하는 안건을 상정하면서 전환 사유에 “적대적 M&A가 우려되는 경우”를 포함시켰는데, 이는 부실경영위법경영 책임을 추궁해 경영진을 교체하려는 정상적 M&A를 저지하는 데도 부적절하게 활용할 여지가 있어 문제 소지가 적지 않음
- ▶ 특히, 어떤 기업집단의 경우 소속 계열상장사 5개사 모두 회사 전환 종류주식을 도입하면서 전환 사유를 정관에 명시하지 않고 해당 종류주식 발행시 이사회가 정할 수 있도록 규정했는데, 이는 전환 사유를 정관에 명시하도록 한 2011년 개정상법의 취지를 거스르는 시도로 보임

도입

2014년 3월 28일까지, 거의 모든 12월 결산 상장사가 정기주주총회를 개최했다. 한국기업지배구조원은 2012년부터 주주총회 안건을 분석해 기관투자자에 제공하는 중인데, 올해 1분기에도 마찬가지로 388개 유가증권시장 상장사의 정기주주총회를 분석했다. 필자는 이들 주주총회에 상정된 안건 중에서 의미 있는 안건을 선정해 분석한 결과를 전하고자 한다. 사례는 전환에 관한 종류주식(이하 “전환 종류주식”)이다.

종류주식 개념과 유형

종류주식은 몇 가지 권리에 관해 특수한 내용을 부여하는 주식으로 2011년 개정 상법에 도입됐다. 상법이 인정하는 종류주식은 크게 다섯 가지 유형으로 나뉜다. “이익배당에 관한 종류주식”, “잔여재산의 분배에 관한 종류주식”, “의결권의 배제제한에 관한 종류주식”, “주식의 상환에 관한 종류주식”, 마지막으로 “주식의 전환에 관한 종류주식”이다. 이들 종류주식은 표현 그대로 배당, (파산 시) 잔여재산의 분배, 의결권 행사, 상환, 전환이라는 주식소유자의 권리에 대해 각기 특수한 내용을 규정한다. 상법이 전제하는 주주평등의 원칙에 따르면 주식에는 회사에 대한 주주의 권리가 동등하게 담겨야 하지만, 서로 다른 유형의 종류주식 발행을 통해 여기에 차이를 둘 수 있다는 점이 종류주식의 가장 큰 특징이다.

사실 종류주식은 개정 전 상법에서 규정하던 “수종의 주식” 등과 ‘근본적으로’ 다른 주식이라고 보기는 어렵다. 과거에도 의결권이 없는 대신 이익배당에서 우선권을 인정한 우선주, 회사가 파산했을 때 잔여재산 분배에서 우선권을 인정한 주식, 회사가 상환할 수 있는 상환우선주 등은 발행 가능했다. 개정상법의 종류주식은 이렇게 제한적인 내용으로만 발행을 허용했던 주식 형태를 훨씬 폭넓게 확대한 것이다.

우선 기존에는 우선주를 발행하려면 정관에 최저배당률을 정해야 했지만, 개정법에서는 이 규정이 삭제됐다. 과거 우선주는 이익배당에 관한 ‘우선권’, 즉 이익배당을 우선해 받을 권리를 인정할 뿐인 형태였지만, 이제는 이익배당과 관계있는 어떤 형태의 권리이든 종류주식 내용에 반영할 수 있다. 가령 보통주보다 배당률이 5% 더 높은 배당 지급을 약속하는 종류주식을 얼마든지 발행할 수 있다.

의결권 종류주식과 관련해서는, 상당히 새로운 형태의 주식 유형을 도입했다. 전에는 이익배당 우선주식에 대해서만 의결권을 배제했지만, 이제는 그와 같은 우선권이 없는 데도 의결권마저 없는 종류주식의 발행이 가능해졌다. 또 기존 법은, 우선주주가 우선적 배당을 받지 않는다는 주주총회 결의가 있으면 이 결의 다음부터 (우선 배당 지급을 결의하는 주주총회까지) 의결권이 부활하도록 명시해 강제했는데, 개정법에 따르면 반드시 그렇게 할 필요가 없다. 즉 과거 우선주에서 의결권 부활 조건만을 제외한 종류주식 발행이 가능하게 된 것이다.

무엇보다 특징적인 의결권 관련 종류주식은 의결권 ‘제한’에 관한 종류주식이다. 과거 우선주는 모든 안전에 대한 의결권 행사가 허용되지 않았지만, 이제는 일부 안전에 대해서만 의결권 행사를 불허하는 종류주식을 발행할 수 있다. 예를 들어 임원 선임 안전에는 의결권을 행사할 수 없도록 해 경영권의 핵심적인 내용에는 영향력을 행사하지 못하게 하면서 다른 안전에는 의결권 행사를 허용해 일정한 경영의사결정에 참여가 가능하게끔 하는 종류주식이다.

상환주식의 경우에도 다양한 형태의 발행이 허용됐다. 먼저, 개정 상법 아래에서는 우선주가 아닌 주식도 상환이 가능한 주식으로 발행이 가능해졌다. 개정 전에는 오직 우선주만이 상환 가능한 주식 유형이었기에, 상환주식은 사실상 상환우선주를 일컬었다. 이제는 상환(에 관한) 무의결권 종류주식 같은 유형의 상환주식이 시장에 나타날 수 있게 됐다. 이는 뜻이다.

또한 과거에는 회사가 상환을 시행할 수 있는 유일한 주체였지만, 이제 주주가 상환을 청구할 수 있는 (주주) 상환 종류주식도 허용한다. 전에는 회사가 우선주 배당 등을 절약할 목적으로 하는, 즉 회사 측 사정과 편의에 따른 상환만이 가능했다면, 상법 개정으로 현재는 주주가 투자금 회수 등 자신의 이익을 위해 상환 종류주식의 상환을 청구할 수 있게 됐다. 마지막으로 개정 상법에서 현물로 상환이 가능한 종류주식 발행을 허용했다는 점도 추가로 지적할 만하다. 이는 같은 법이 현물배당을 허용한 것과 궤를 같이한다.

주식 유형 확대의 취지

개정상법에서 이같이 다양한 형태의 종류주식 발행을 허용한 것은 회사와 투자자 모두의 만족을 높이려는 취지다. 가령 기존 우선주는 배당에 대한 우선적인 권리가 있지만, 의결권 행사가 전면적으로 제한됐는데, 이제는 더 높은 배당을 주면서 일부 안전에는 의결권 행사도 가능한 유형의 종류주식이 시장에 등장할

여지가 생겼다. 상환 시기와 규모 등을 주주가 조절할 수 있는 상환 종류주식도 마찬가지다. 이는 다양한 투자대상을 원하는 투자자 입장에서는 환영할 만한 일이다. 다양한 유형의 종류주식 도입은 이처럼 주식에 대한 투자자의 선호를 만족시키는 데 어느 정도 기여하리라 본다.

물론 종류주식은 자금조달 수단을 다양화하려는 회사의 필요에도 부응한다. 가령 공모에 의한 주식 발행은 부채비율을 낮추는 자금조달 수단이지만, 최대주주 지분율을 낮추는 경영권 희석 우려도 있다. 이 때 우선주 발행이 어렵다면, 임원 선임 안전 등에 대한 의결권 행사는 불가능하지만 나머지 안전에 대해서는 의결권 행사를 허용하는 종류주식 발행을 검토할 만하다. 이 유형의 종류주식을 발행함으로써 핵심 사항에 대한 경영권 희석은 피하고 주주권을 가능한 선에서 보장하면서 부채비율을 높이지 않는 안전한 외부 자금을 조달할 수 있다. 또한 상법 개정 전에는 회사가 전환할 권리를 갖는 전환주식은 발행이 불가능했지만, 이제는 가능하다.

그런데 종류주식은 주주권의 훼손 여지가 있으므로, 유의해야 한다. 이는 기본적으로 경영진이 자신에게 유리한 방향으로 종류주식의 내용을 자유롭게 정할 수 있어서다. 이를 고려해 개정 상법은 종류주식의 내용과 수를 미리 정관에 정하도록 해 주주의 승인[주주총회 특별결의]을 얻게끔 규정했다. 이러한 문제가 발생 가능한 대표적인 사례가 회사가 전환할 권리를 갖는 전환에 관한 종류주식[이하 “회사 전환 종류주식”]이다. 이는 이 글에서 다루려는 핵심 쟁점이므로 절을 달리해 구체적으로 살핀다.

전환에 관한 종류주식

2014년 주주총회와 관련해 이 글에서 관심을 갖는 종류주식은 전환에 관한 종류주식이다. 앞서 설명한 바와 유사하게 개정상법은 전환 종류주식에 대해서도 많은 변화를 가져왔다. 우선 기존에는 우선주와 보통주 간의 전환이 가능한 전환주식만이 허용됐다. 반면 이제는 이들 유형의 주식 외에도 다양한 종류주식 간의 전환을 내용으로 하는 전환 종류주식을 발행할 수 있다. 예컨대 무의결권 전환 종류주식과 보통주, 상환 종류주식과 보통주 간 전환을 규정한 전환 종류주식을 시장에서 관찰할 수 있다.

이보다 더 중요한 변화는 전환권이 회사에 있는 전환 종류주식도 허용됐다는 사실이다. 의결권이 완전히 배제되는 우선주와 보통주 간에 실제 전환이 이루어지면 의결권 및 경영권에 중대한 영향이 발생할 수밖에 없다. 때문에 법 개정 전에는 주주만이 ‘전환을 청구’할 수 있게 해 전환주식의 실제 전환 여부를 정할 권리를 주주에게만 부여했다. 그러나 상법 개정으로 사정이 바뀌었다. 이제 회사도 스스로 전환 여부를 결정할 수 있는 전환 종류주식을 발행할 수 있다. 이는 경영권의 향배와 관련해 매우 중요한 의미가 있다. 예컨대 현재 경영권 다툼이 있는 어떤 회사를 가정해보자. 전체 발행 주식의 1/4이 이익배당 전환 종류주식인데, 이는 회사가 전환권을 행사하면 보통주로 전환한다. 경영권 다툼을 벌이는 2대주주는 이 종류주식을 전혀 보유하고 있지 않고, 1대주주는 40%를 보유하고 있으며, 이 종류주식을 제외한 지분율은 2대주주와 1대주주가 각각 10%, 20%다. 이제 경영권 분쟁에서 유리한 고지를 차지하려는 1대주주의 선택은 간단하다. 이사회 결의로 현재의 이익배당 종류주식을 보통주로 전환하면 된다. 이 간단한 조치로 1대주주의 지분율이 20%에서 25%($3/4 \times 20\% + 1/4 \times 40\%$)로 높아지기 때문이다.

이처럼 대주주나 경영진 등이 악용할 가능성이 적지 않아, 개정상법은 특별히 회사 전환 종류주식에 대해 회사가 전환권을 행사할 수 있는 사유를 정관에 미리 명시하도록 했다. 지분율이나 의결권의 예기치 않은 변동 가능성을 최소화하기 위해서다. 이 유형의 전환 종류주식은 주식이 부여하는 권한을 행사할 때 그 사유를 정관에 미리 밝혀야 하는 유일한 사례다.

2014년 주주총회 안건 사례 분석: 회사 전환 종류주식

한국기업지배구조원이 분석한 388개 사 중 12개사는 전환 종류주식 발행이 가능하도록 정관을 변경하는 안건을 상정했으며, 그 중에서도 회사에 전환권이 주어진 종류주식을 정관에 규정한 회사는 10개사다.

필자가 관심을 갖고 살펴본 항목은 이들 회사가 규정한 전환 사유다. 이 중 특기할 만한 것은 “적대적 M&A가 우려되는 경우”다. 이 안건을 주주총회에서 승인받으면, 이사 교체를 둘러싼 경영권 분쟁이 발생하는 경우 이사회는 전환권 행사를 결정해 분쟁 상대방의 의결권을 희석시키고, 분쟁에서 이기려는 목적으로 회사 전환 종류주식을 이용할 수 있다. 이 길이 열린다면, 가령 단기차익을 노리고 아무런 경영상 문제가 없는 경영진을 흔들려는 투기자본 등의 부당한 공격 시도에 적절히 활용 가능하다. 실제 해외 투기자본이 국내 금융회사를 공격해 핵심 자산 매각, 초고액 배당 등을 통해 극단적인 단기이익을 얻고는 떠나는 바람에 회사가 생존조차 어려워진 사례도 분명히 있었다.

그러나 적대적 M&A가 반드시 그런 의도로 혹은 그와 같은 방식으로만 시도되는 것은 아니다. 바로 이 점에서 전환 사유에 경영권 방어를 포함시키려는 시도는 문제의 소지가 다분하다. 오히려 부실경영·위법 경영의 책임을 묻기 위해 경영진을 교체하려는 정상적인 M&A마저 어려워질 가능성이 큰 탓이다. ‘회사와 주주의 이익을 위해’ 경영권 방어가 필요한 적대적 M&A의 구체적인 유형을 밝히고 이 경우로만 회사 전환 종류주식의 전환 사유를 한정했다면, 평가가 달랐을 것이다. 그러나 경영권 방어를 전환 사유에 포함시킨 10개 회사 중에서 그런 구분을 명확히 한 사례는 없었다. ‘적대적 M&A가 우려되는 경우’라는 표현은 너무나 모호해 이사회가 자의적으로 해석해 악용할 우려가 크다. 이는 주주의 신주인수권을 엄격히 보호하려는 최근 여러 판례의 취지 및 동향에도 역행한다. 이들 판례에 따르면, 신기술 도입이나 재무구조 개선 등 상법이나 정관에서 정하는 시급한 경영상 필요 없이 경영권 방어 목적으로 신주를 제3자에게 배정하는 것은 위법으로서 무효다. 참고할 만한 가장 최근 판례로는 울산지법의 2013년 2월 “신주발행무효” 판결이 있다. 비슷한 취지에서 위 전환 사유는 주주권의 보호의 측면에서 너무나 모호하다는 지적을 피하기 어렵다.

더 심각한 사례도 있다. 어떤 기업집단의 경우 5개 계열사 모두가 회사 전환 종류주식을 도입하는 정관 변경 안건을 이번 주주총회에 일제히 상정했는데, 전환 사유를 정관에 명시하지 않았다. 대신 “회사가 전환을 할 수 있는 사유, 전환조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용은 주식 발행 시 이사회 의결로 정한다.”고 규정했는데, 이는 해당 사유를 정할 권리를 사실상 이사회에 부여한 셈이다. 이 정관 변경 안건이 주주총회에서 통과되면, 이사회는 추후 적대적 M&A 시도에 따른 경영권 분쟁이 발생할 가능성이 있을 때 (회사가 이익배당 종류주식을 보통주로 전환할 수 있는) 회사 전환 종류주식을 발행하면서

전환 사유에 “적대적 M&A가 우려되는 경우”를 포함시킬 수 있다. 만일 이 종류주식을 분쟁 상대방이 매입하지 않는다면, 최대주주 측은 이 주식을 대규모로 매입했다가 전환함으로써 경영권 분쟁에 효과적으로 대응이 가능하다.

그러나 그와 같은 정관 규정은 기존 주주의 권익을 심각하게 저해할 우려가 있음이 자명하다. 심지어 “적대적 M&A”라는 표현도 삭제하고 전환 사유에 단순히 “경영권 분쟁이 우려되는 경우”라고 규정할 여지마저 있다. 이 경우 2대주주가 독립적 사외이사를 주주제안 형식으로 추천만 해도 이사회가 전환권을 행사할지 모른다. 물론 이런 예시는 극단적이겠지만, 현재의 정관 규정만으로는 배제하기 어렵다는 점이 문제다. 경영권에 관심이 있거나 경영 관여의 의사가 있는 주주 혹은 투자자에게 해당 종류주식은 상당한 불확실성을 야기한다.

특히 문제의 정관 규정은 개정 상법의 취지를 명백히 거스르는 시도라고 본다. 왜냐하면 개정 상법은 회사 전환 종류주식이 경영권에 끼치는 영향이 직접적이고 매우 커서 ‘전환이 가능한 사유’를 정관에 명시하도록 특별히 규정하고 있기 때문이다. 이 규정은 당연히 전환 사유를 미리 주주들에게, 게다가 2/3 이상의 찬성[‘특별결의’]으로 승인받으라는 취지다. ‘전환 사유는 ... 발행 시 이사회가 정한다’는 정도의 정관 규정으로 법이 정한 강제사항을 이행했다고 볼 수 있는지 의문이다. 설령 회사의 뜻대로 정관이 확정되더라도, 그에 따라 나중에 회사 전환 종류주식을 발행할 때 종류주식에 기재할 전환 사유에 따라 소송을 당할 법적 위험은 없는지 심각하게 검토할 필요가 있지 않을까 싶다.