

# Contents

Vol.84 | 재창간호

**03** 연구논단Ⅰ 자기주식의 처분과 소수주주 이익의 보호  
송옥렬 서울대학교 법학전문대학원 교수

**20** 연구논단Ⅱ 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구  
김우진 서울대학교 경영대학 교수

**42** 연구논단Ⅲ 복수의결권주식의 도입에 관한 연구  
김화진 서울대학교 법학전문대학원 교수



# 자기주식의 처분과 소수주주 이익의 보호

연구논단 I

송옥렬 | 서울대학교 법학전문대학원 교수

## I. 서설

자기주식의 법리는 여전히 혼란을 겪고 있다. 2011년 상법개정으로 자기주식의 취득은 이익배당과 동일하게 취급되고 있는 반면, 자기주식의 처분은 여전히 신주발행과 다르게 취급되고 있다. 취득에서는 거래의 경제적 실질에 맞추어 두었으나, 처분에서는 경제적 실질과 차이가 생기고 있는 것이다. 아직도 하급심 판례는 “상법 또는 자본시장법에서 자기주식 처분을 신주발행과 동일하게 취급한다는 취지의 명문의 규정이 없다는 이유로” 자기주식 처분을 이용한 사익추구행위를 묵인하고 있다. 법원의 보수적인 법해석이 주된 이유이기도 하지만, 일부 자기주식 처분의 경제적 실질을 정확하게 이해하고 있지 못한 것에도 기인한다.

이 문제는 2015년 5월 삼성물산 합병에서도 다시 되풀이되었다. 2014년말 기준으로 삼성물산에서 지배주주 및 그 관계자의 주식보유 비중은 높지 않았다. 지배주주 일가의 직접 보유비중은 1.7%에 불과하였고, 관계회사 등 내부지분율을 모두 합하더라도 16.9%에 불과하였다. 국민연금이 13.1%를 보유하고 있는 것을 비롯하여 기관이 모두 28.5%를 보유하고 있었고, 그 다음이 해외투자자가 27.6%, 일반 개인투자자가 21.1%를 보유하고 있었다. 그리고 여기에 자기주식 5.8%가 있었다. 합병승인을 위해서는 출석주주의 3분의 2 이상의 찬성을 얻어야 하는데, 기관들이 모두 찬성한다 하더라도 내부지분과 합쳐 45.4%밖에 확보하지 못한 셈이어서 해외투자자와 개인투자자의 합류가 절실한 상황이었다. 여기서 삼성물산은 우호적 지분을 확보하기 위해서 보유하고 있던 자기주식 5.8%를 모두 KCC에게 매도하게 되고, KCC는 합병에 찬성표를 던졌다. 삼성물산이 매수인을 선택하였다는 것은, 결국 자기주식 5.8%의 의결권을 삼성물산 지배주주의 의사대로 행사한 것과 마찬가지이다.

일반적인 상식과는 반대로, 이런 자기주식 처분은 사실 결론에 큰 영향을 주지 못한다. 얼핏 삼성물산이 우호지분을 5.8% 확보한 것처럼 생각하기 쉽지만 실제 효과는 그렇게 크지 않다. 찬성표가 늘어나는 만큼 전체 의결권을 가진 주식수도 늘어나기 때문이다.<sup>1)</sup> 예를 들어, 삼성물산 합병은 83.57%의 주주가 출석하여 그 가운데 58.91% 주주가 찬성함으로써 69.53%의 찬성률로 특별결의 요건을 충족하였는데, 만일 삼성물산이 위 자기주식을 처분하지 않았더라도 위 합병은 77.77%의 출석, 53.11%의 찬성으로 68.29%의 찬성률을 기록하여 여전히 특별결의 요건을 충족하였을 것이다. 차이는 1.24%에 불과하다. 그렇기는 하지만, 워낙 주주총회 통과 여부가 불투명했기 때문에 이런 결정을 하게 된 것으로 보인다.

이후 삼성물산의 합병의 효력을 다투는 소송에서 이 자기주식 처분의 적법성이 크게 다투어졌다. 아직 대법원이 이 문제를 본격적으로 다룬 경우는 없다. 다만 확인의 이익을 판단하는 과정에서 “자기주식이 제3자에게 처분되어 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익이 감소되어 주식의 가치가 희석되는 것은 회사가 자기주식을 취득하여 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익이 증가하는 것과 마찬가지로 사실적·경제적 이익에 불과하다”고 판단한 것이 있을 따름이다.<sup>2)</sup> 현재 대부분의 하급심은 자기주식 처분에 신주발행 규정을 유추적용하지 않고 있는데,<sup>3)</sup> 그 근거는 상법 또는 자본시장법 근거가 없다는 점과 아울러, 신주발행과 자기주식 처분은 “실질에 있어서도 차이가 있다”는 것이다. 삼성물산 합병 판결에서도 그 근거가 다시 반복되었다.

먼저 제1심 판결에서는 “신주발행의 경우는 주식회사의 자본금과 기존 주주들의 지분비율에 직접적으로 영향을 주는 반면 자기주식 처분의 경우는 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 자본금에는 아무런 변동이 없고 거래당사자가 아닌 기존 주주들의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 본질적인 차이가 있다”는 점을 강조한다. 하급심에서 계속 강조되는 부분이며, 이하 본문에서 본격적으로 논의할 대목이다. 다음으로 신주발행은 단체법적 법률행위인 반면 자기주식의 처분

1) 이것은 신주발행의 경우도 마찬가지이다. 예를 들어, 현재 발행주식총수 100주 가운데 30주를 확보하고 있는 주주가 절반 이상의 우호지분을 확보하고자 하면, 단순히 20주 이상의 신주를 우호주주에게 발행하는 것으로는 부족하다. 20주를 발행한 경우 지분율은 전체 120주 가운데 50주가 되어 50%에 미치지 못하기 때문이다. 50% 지분율을 확보하려면 실제로 40주를 발행해야 한다. 이처럼 신주발행으로 경영권방어를 하고자 하는 경우, 얼핏 생각되는 것보다 훨씬 많은 신주를 발행해야 하는데, 이런 이유로 신주발행이나 자기주식 처분은 일반적으로 생각하는 것보다 경영권방어 효과가 그렇게 크지 않다.

2) 대법원 2010. 10. 28. 선고 2010다51413 판결.

3) 수원지법 성남지원 2007. 1. 30.자 2007카합30 결정; 서울북부지법 2007. 10. 25.자 2007카합1082 결정; 수원지법 안산지원 2009. 5. 12.자 2009카단 50500 결정; 서울중앙지법 2012. 1. 17.자 2012카합23 결정 등. 이에 비하여 자기주식의 처분에 주주의 신주인수권 규정이 유추되어야 한다고 본 사례는 서울서부지법 2006. 3. 24.자 2006카합393 결정이 거의 유일한 것으로 보인다.

은 그렇지 않다는 점, 상법과 자본시장법에서 자기주식 처분의 경우 신주발행 규정을 준용하고 있지 않다는 점, 그리고 마지막으로 위 판례에서 지적한 사항, 즉 자기주식의 처분으로 인하여 주주의 비례적 의결권에 영향을 주는 것은 자기주식의 의결권을 제한하는 상법 제369조 제2항의 반사적 효과에 불과하다는 점을 지적하고 있다. 이에 따라 입법론으로 양자를 동일하게 취급하는 것은 별론으로 하고, 해석론으로는 유추적용할 수 없다고 판단하였다.<sup>4)</sup>

항소심 판결에서는 이 판단을 그대로 인용하면서, 몇 가지 논거를 덧붙였는데, ① 상법 제342조에 아무런 제한이 없다는 점, ② 명문의 규정이 없음에도 주주평등을 강요하는 것은 회사의 자산에 관한 처분권한을 부당하게 제한하는 것이라는 점, ③ 상법 개정과정에서 자기주식 처분에 관하여 신주발행 절차를 준용하는 규정을 두는 방안이 검토되었으나 반영되지 않았다는 점 등이다.<sup>5)</sup>

이미 자기주식 처분에 관한 논의는 많은 논문에서 다루어졌기 때문에 다시 동일한 논의를 반복할 이유는 없다. 다만 이 글에서는 위 판례의 논리가 잘못되었다는 점을 지적하는 것에 집중하고자 한다. 본래 자기주식의 문제는 “경제적 실질과 법적 형식의 괴리”라는 고전적인 형태의 문제이다. 세법이나 회사법에서는 이 문제가 곳곳에서 등장한다. 이 문제에 대해서 경제적 실질과 법적 형식 사이에 어느 것을 우선시켜야 한다는 원칙은 아직 없고, 그 판단에 관한 일반이론도 아직 알려져 있지 않다. 구체적·개별적인 상황에서 당사자의 의사와 입법취지, 이익형량 등을 동원하여 판단하고 있을 따름이다. 자기주식 처분도 경제적 실질은 신주발행과 같지만 법적 형식은 매매라는 형식으로 신주발행과 다르므로, 법에서 어떻게 취급할 것인지는 문제되는 상황마다 달라질 수밖에 없다. 따라서 자기주식의 처분에 신주발행 규정을 유추적용할 것인지의 문제는, 양자의 경제적 실질이 같다는 점으로부터 논리필연적으로 해답이 도출되는 것이 아니다. 동일한 목적을 달성하는 여러 다른 수단을 법이 허용하는 경우는 대단히 많다. 문제는 위 판례들이 이런 식으로 논리를 전개하여 유추적용을 부정한 것이 아니라, 양자가 경제적 실질에 있어서 차이가 있기 때문에 다른 취급을 해야 한다고 보는 데 있다. 위 삼성물산 합병 사건 제1심에서 처음 제시된 논리가 바로 그것이다. 이 글에서는 이런 이해가 왜 잘못되었는지 보이고, 이를 바탕으로 최근 입법안에 대하여 살펴보고자 한다.

4) 서울중앙지법 2015. 7. 7.자 2015카합80597 결정.

5) 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015라20503 결정.

## II. 자기주식의 처분과 신주발행의 경제적 실질 비교

### 1. 판례의 입장

자기주식의 처분과 신주발행이 서로 경제적 효과가 다르다고 하는 견해는 여러 하급심 판결에서 반복되고 있다. 예를 들어, 한 하급심 판결에서는 “자기주식처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총자산에는 아무런 변동이 없고, 기존 주주의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 구별된다”고 하여 신주발행 규정의 유추적용을 허용하지 않았다.<sup>6)</sup> 심지어 유추적용을 인정한 유일한 하급심 판결에서도 “자기주식 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총자산에는 아무런 변동이 없고, 기존 주주의 지분비율도 변동되지 아니하여 형식적으로는 신주발행과 그 효과를 일부 달리 하지만”이라고 전제함으로써, 이 논거를 받아들이고 있다.<sup>7)</sup> 하급심 판결은 유추적용을 인정하든 부정하든 상관없이, 자기주식의 처분과 신주발행 사이에 일부 경제적 효과가 다르다는 점은 인정하고 있는 것이다.

이론적 분석에서도 이런 측면을 강조하는 경우가 있다. 한 판례평석에서는 다음 이유에서 자기주식처분에 신주발행 규정을 유추적용하는 것은 적절하지 않다고 보고 있다.<sup>8)</sup> ① 자기주식의 처분은 회사의 자금조달을 목적으로 하는 신주의 발행과 달리 회사가 이미 취득한 자기주식을 우연한 기회에 처분한다는 점에서 자금조달이 주요한 목적이 아니다. ② 자기주식의 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서, 회사의 총자산에 변동이 없어 신주발행의 경우와 효과를 달리한다. ③ 신주발행은 상법 등 관련 법령이 강행법적으로 규정한 절차에 따라 진행되어야 하는 단체법적 법률행위이지만, 자기주식처분은 이미 발행된 주식의 매매에 관한 개인법적 법률행위에 불과하다. ④ 상법 등 관련 법령에서 준용 규정을 두지 않은 것도 이러한 차이를 고려한 판단이라고 보아야 한다. ⑤ 신주발행에 관한 규정 가운데 어느 것을 해석으로 유추적용할지 판단하기 힘들고, 명시적 근거 없이 이를 유추적용하면 법적 안정성을 저해하게 된다. 여기서 ② 주장이 바로 경제적 효과에 차이가 있다는 것으로 볼 수 있다.<sup>9)</sup>

6) 수원지법 성남지원 2007. 1. 30.자 2007카합30 결정. 그러나 대법원이 전환사채발행에 대해서는 신주발행 무효의 소를 준용하고 있는 것을 의식하여, “전환사채발행의 경우 전환권을 행사하여 주식으로 전환될 수 있기 때문에 잠재적 주식의 성격을 갖는다는 점에서 신주발행과 유사하다”고 보고 있다. 위 서울중앙지법 2015. 7. 7.자 2015카합 80597 결정에서도 전환사채 발행과 구분하는 같은 내용의 서술이 있다.

7) 서울서부지법 2006. 3. 24.자 2006카합393 결정.

8) 문일봉, 2007, “자기주식처분과 관련된 가처분 : 수원지방법원 성남지원 2007. 1. 30.자 2007카합30 결정을 중심으로”, BFL 제23호, 94-95면.

9) 여기서 ③ 주장은 법형식이 다르다는 주장으로서, 그 자체가 유추적용을 부정하는 논거가 되기는 힘들다. 유추적용은 원래 법형식이 다른 것이 문제의 원인이기 때문이다. 다음으로 ④, ⑤ 주장은 명문의 규정이 없다는 것을 다시 설명하

그러나 이러한 논거는 타당하지 않다. 자기주식의 처분과 신주발행 사이에는, 회사의 총자산에 미치는 영향이라든가 기존 주주의 지분비율에 미치는 영향에 있어 차이가 없다. 심지어 배당가능이익으로 취득하지 않은 자기주식을 전제하면, 그 처분이 회사의 자본금에 미치는 영향은 신주발행과 완전히 동일하다. 이하에서 판례나 학설이 왜 이렇게 잘못 이해하고 있는지 분석한다. 결론부터 말하자면, 위와 같은 이해는 비교대상을 잘못 설정하고 있는 것이다. 자기주식의 처분과 비교해야 할 대상은 단순한 신주발행이 아니라 “자기주식을 소각한 다음” 이루어지는 신주발행이기 때문이다. 이 부분을 감안하지 않고 분석을 하게 되면, 자기주식 처분의 경우에는 보유하고 있던 자기주식이 없어지고 신주발행의 경우에는 보유하고 있던 자기주식이 계속 회사에 남아 있게 되므로 결론에 차이가 생길 수밖에 없다. 이런 분석은 자기주식을 미발행주식으로 보는 견해를 전제로 한다고 비판받을 수 있으나 그것은 잘못된 오해이다. 이하의 분석은 자기주식의 본질을 자산으로 보든 미발행주식으로 보든 차이가 없다는 점도 아울러 부기하여 둔다.

## 2. 분석

### (1) 총자산 및 자본금에 미치는 영향

판례는 “보유하고 있던 자기주식을 소각”하는 과정을 생략한 결과 자기주식의 처분과 신주발행의 경제적 효과가 달라진다고 보았다. 이를 보이기 위해서, 회계처리를 하는 형식으로 정리해 보면 다음과 같다. 이하의 설명은 단순히 경제적으로 어떤 사건이 일어났는지를 표현하기 위해서 회계적 용어를 상식적인 차원에서 차용한 것에 불과하고, 자기주식에 대한 특정한 회계처리를 전제한 것은 아니다. 사실 자기주식을 배당가능이익으로 취득했는지에 따라서 실제 회계처리는 달라질 수밖에 없으므로, 이하에서의 회계처리가 정확한 것은 아니다. 예를 들어, 일단 주식 수에 변화가 없으면 자본금 계정도 변화가 없다고 생각한다. 다만 경제적 실질을 설명하기 위한 것이라고 이해하면 충분하다.

#### 가. 자기주식의 처분

자기주식 처분부터 본다. 예를 들어, 회사가 1억원의 자기주식을 취득하고(이 가운데 자본금 5천만원), 이를 그대로 보유하고 있다가 다시 1억 2천만원에 처분한 경우를 생각해 보자. 이 경우 경제적 실질은 다음과 같을 것이다. 마지막의 결과는 취득시와 처분시의 계정과목을 통합한 것이다.

고 있는 것에 불과하고, 역시 유추적용을 부정하는 논거가 되기에는 미흡하다. 유추적용을 부정하려면, ⑤ 주장의 마지막에서 왜 “법적 안정성을 저해”하는지가 논증되어야 한다.

(취득시)	자기주식	1억원	/	현금	1억원
(처분시)	현금	1억 2천만원	/	자기주식	1억원
(결 과)	현금	2천만원	/	처분이익	2천만원
				처분이익	2천만원

이런 결과가 직관적으로 타당한지 생각해 보자. 자기주식을 자산으로 보든 미발행주식으로 보든, 실제로 자본금과 관련된 회계처리가 어떻게 되든 상관없이, 전체적으로 회사는 처음 자기주식을 취득하기 전과 비교해서 2천만원의 현금이 더 존재하는 것은 부정할 수 없다. 이 현금의 성격은 무엇인가? 회사가 사업을 해서 벌어들인 것은 아니고 결국 주주로부터 온 것이므로, 그 계정과목을 무엇이라고 보든 이것은 납입자본(paid-in capital), 종래의 회계용어를 빌리자면 자본잉여금 정도의 성격을 가질 것이다. 여기서 2천만원은 회사가 “주주로부터” 취득한 것이라는 점이 중요하다. 이것이 보통 자기주식 거래를 자본거래라고 부르는 이유이다.

나. 신주발행

이제 신주발행의 경우를 본다. 먼저 회사가 1억원의 자기주식을 취득한 다음(이 가운데 자본금 5천만원), 판례가 생각하듯이 단순히 같은 수의 신주를 1억 2천만원에 발행한 경우를 보자.

(취득시)	자기주식	1억원	/	현금	1억원
(발행시)	현금	1억 2천만원	/	자본금	5천만원
(결 과)	현금	2천만원	/	발행이익	7천만원
	자기주식	1억원		자본금	5천만원
				발행이익	7천만원

여기서 발행이익은 회계상 주식발행초과금이다. 발행이익도 주주로부터 온 것이므로 자본잉여금에 해당한다고 보면, 자기주식 처분에서의 처분이익과 경제적 실질은 동일하다. 마지막 결과를 자기주식 처분의 경우와 비교해 보면, 양자의 차이는 결국 자기주식 1억원과 자본금 5천만원, 발행이익 5천만원이다. 이를 두고, 판례는 “신주발행은 총자산과 자본금에 미치는 영향이 다르다”고 보았으나, 사실 단순히 처음 취득한 자기주식을 회사가 보유하고 있다는 것을 표현하고 있음에 불과하다. 직관적으로 아직 회사가 자기주식을 소각하지 않았으므로 발행주식총수가 그만큼 많을 것이고, 그 부분이 위 회계처리에 반영된 것이다. 이를 반영하여, 회사가 보유하던 자기주식을 “일단 소각하고” 다시 신주를 발행하였다고 하면 다음과 같이 회계처리를 할 수 있다.

(취득시)	자기주식	1억원	/	현금	1억원
(소각시)	자본금	5천만원	/	자기주식	1억원
	감차차손	5천만원			
(발행시)	현금	1억 2천만원	/	자본금	5천만원
				발행이익	7천만원
(결 과)	현금	2천만원	/	발행이익	7천만원
	감차차손	5천만원			

발행이익과 감차차손 모두 자본잉여금 항목임을 생각하면, 이 결과는 위 자기주식 처분의 경우와 아무 차이가 없다. 이 결과가 직관적으로 타당한지 생각해 보자. 보유하던 자기주식을 소각하였으므로, 회사가 거래의 처음과 끝에서 주식 수에 차이가 없다. 따라서 최종 결과에서 자본금에는 일단 차이가 없다는 점은 이해할 수 있다. 회사는 처음과 비교하여 2천만원이 많아졌는데, 그 이유는 감차하면서 주주에게 자본금보다 5천만원을 더 반환하였지만, 신주발행하면서 자본금보다 7천만원을 더 받았기 때문이다. 감차차손과 발행이익을 따로 기재한 것은 양자에서 거래한 주주가 다르다는 것을 표현한 것이고, 모두 회사의 주주라는 점에는 같다. 회사 입장에서는 양자를 상쇄하여 2천만원이 들어온 것으로 보면 되고, 이는 자본잉여금의 성격을 가진다. 이렇게 보면 자기주식의 소각 + 신주발행의 결과는 위 자기주식의 처분과 마찬가지로, 자본금에는 영향이 없고, 회사의 총자산은 2천만원 증가하였으며, 그 2천만원의 성격도 자본잉여금으로서 같다는 점을 알 수 있다.

#### 다. 분석결과

앞서 강조한 바와 같이, 하급심 판례들이 신주발행은 회사의 총자산 및 자본금을 변화시킨다고 본 이유는 여기서 “자기주식의 소각” 부분을 염두에 두지 않았기 때문이다. 자기주식의 소각까지 고려하면 이처럼 자기주식의 처분과 신주발행은 경제적으로 완전히 동일한 거래이다.

다만 위 분석은 자기주식 소각시 자본금이 감소되는 것으로 처리했다는 점에서 현행 법의 관점에서는 다소 오류가 있다. 만일 회사가 배당가능이익으로 자기주식을 취득하였다면 그 소각시 자본금이 감소되지 않기 때문이다. 그렇게 되면 자기주식을 소각한 다음 신주를 발행하게 되면 단순히 자기주식을 처분한 경우보다 자본금은 더 늘어나게 된다. 따라서 위 분석은 배당가능이익에 의하지 않는, 즉 특정목적에 의한 자기주식의 경우에만 그대로 타당하다. 그러나 이런 문제가 위 논리에 오류가 있다는 점을 말하고 있지는 않다. 근본적으로 배당가능이익이나 자본금이라는 개념이 경제적 실질과 크게 관련이 없을뿐더러, 위 설명은 판례의 논리를 분석하기 위해서 회계적 용어를 사용하여

설명한 것에 불과하기 때문이다. 현재의 판례가 배당가능이익으로 취득했는지 여부를 가지고 사안을 구분하고 있지 않은 만큼, 위 설명만으로도 판례의 논리적 전제를 보이기에는 충분하다. 물론 배당가능이익으로 취득한 자기주식을 감안하더라도 회사의 총자산에 미치는 효과에 대한 분석은 위 그대로 타당하다.

## (2) 기존 주주의 지분비율에 미치는 영향

하급심 판례는 모두 신주발행은 기존 주주들의 지분비율에 직접적으로 영향을 주지만, 자기주식 처분은 그렇지 않다고 보고 있다. 자기주식을 처분하게 되면 발행주식총수에는 변화가 없는 상태에서 거래당사자의 주식 수만 변동하고 다른 주주들은 주식 수가 변동하지 않는다. 따라서 자기주식 처분에서는 기존 주주들의 지분비율이 변동하지 않는다고 본 것이다. 다만 실질적으로 의결권 비율에 변동이 생기는 하지만, 그것은 사실상의 영향에 불과하다는 것이 대법원의 견해이다. 반면 신주발행은 전체 발행주식총수가 늘어나므로 기존 주주들의 지분비율에 영향을 주게 된다. 이 논리는 얼핏 타당해 보이지만, 역시 보유하고 있던 자기주식의 소각을 염두에 두지 않았다는 점을 지적할 수 있다.

예를 들어, 회사가 100주를 발행하였고 기존 주주가 A 20주, B 50주를 보유하고 있으면서 회사가 자기주식 30주를 가지고 있다고 생각해 보자. 여기서 C에게 30주의 자기주식 처분 또는 신주발행을 하면 결과가 어떻게 되는가? 먼저 판례가 신주발행이 기존 주주의 지분비율에 영향을 준다고 보는 이유는, 신주발행으로 인하여 A는 원래의 10분의 2에서 13분의 2로, B는 10분의 5에서 13분의 5로 변하는 것을 말하고 있다. 전체 주식의 수가 증가하기 때문에 지분비율이 변동된다는 것이다. 반면 자기주식처분의 경우에는 A는 원래의 10분의 2에서 여전히 10분의 2이고, B도 원래 그대로 유지되며, 다만 C의 10분의 3만 추가된다고 본다. A와 B의 지분비율이 달라지지 않은 것은 전체 주식의 수가 증가하지 않았기 때문이다. 여기서 바로 판례의 논리의 전제를 알 수 있다. 신주발행의 경우 먼저 보유하고 있던 자기주식을 소각하지 않은 것이다. 만일 신주발행의 경우, 원래 보유하고 있던 자기주식을 소각하고 그 다음 신주발행을 하는 것으로 보면, A의 경우 원래의 10분의 2에서 소각으로 7분의 2를 거쳐 다시 신주발행으로 10분의 2로 된다. B의 경우도 마찬가지이다. 역시 보유하고 있던 자기주식을 소각하는 것으로 하면 자기주식 처분이든 신주발행이든 기존 주주의 지분비율에 미치는 영향은 같다.

대법원 판례가 말하는 “사실상의 영향에 불과하다”는 것도 이 사례를 가지고 설명할 수 있다. 자기주식 처분의 경우 A는 원래 10분의 2가 아니라 7분의 2의 의결권을 가지고 있었다. 자기주식에 의결권이 인정되지 않기 때문이다. 이제 자기주식을 처분하게

되면 10분의 2로 변화하는데, 이것은 자기주식의 의결권에 관한 규정의 반사적 효과에 불과하다는 것이다. 그러나 이런 해석은 두 가지 문제가 있다. ① 먼저 위와 같이 자기주식을 소각한 다음 신주발행을 하게 되면 최종 결과는 동일하다. 그렇다면 신주발행에 있어서도 지분비율의 변화는 사실상의 영향에 불과한 것인가의 문제가 있다. ② 더 중요한 문제는 사실 의결권과 관련해서는 굳이 자기주식을 소각하는 것을 염두에 둘 필요도 없다는 것이다. 실질적 의결권의 관점에서는 어차피 자기주식은 이미 소각된 것과 마찬가지로 때문이다. 예를 들어, 신주발행의 경우 A는 원래 처음부터 10분의 2가 아니라 의결권 없는 자기주식 30주를 제외하면 7분의 2를 가지고 있었다고 보아야 하고, 이것이 신주발행으로 10분의 2의 의결권을 가지게 되는 것이다. 이는 자기주식 처분과 마찬가지로 결과이다. 대법원 판례는 이를 두고, “자기주식 처분이 신주발행과 마찬가지로 사실상의 의결권 지분비율에 변화를 가져올 수 있으나”, 이것은 어디까지나 “반사적 영향”에 불과하다고 본 것이다. 대법원이 “반사적 영향”에 불과하다고 본 것은 옳으나, 심지어 그 반사적 영향마저도 자기주식의 처분과 신주발행의 경우가 동일하다는 점에 대해서는 생각이 미치지 않은 것으로 보인다.

### (3) 결론

이처럼 하급심 판례가 자기주식의 처분과 신주발행의 경제적 실질을 오해하게 된 것은, 양자를 비교하기 위해서는 그 이외의 조건을 동일하게 하여야 한다는 점을 간과한 데 이유가 있다. 자기주식 처분의 경우에는 회사에 자기주식이 남지 않고, 신주발행의 경우에는 회사에 자기주식이 남아 있다면, 두 거래가 회사에 미치는 영향을 정확하게 파악할 수 없게 된다. 따라서 양자를 비교하기 위해서는 신주발행의 경우에도 회사에 자기주식이 남지 않는 상태와, 즉 회사가 보유하고 있는 자기주식을 모두 소각하고 동일한 수량의 신주를 발행하는 것과 비교해야 하는 것이다. 이 점에서 하급심 판례는 자기주식의 처분과 신주발행의 경제적 실질을 정확하게 이해한 것이라고 할 수 없다.

물론 이런 경제적 실질을 분석할 필요도 없이, 경영권분쟁 상황에서 신주발행과 자기주식 처분이 경영권방어의 측면에서 동일한 효과를 가져온다는 것은 쉽게 알 수 있다. 상장회사가 경영권방어를 이유로 자기주식의 확보에 주력하고 있다는 사실이 역설적으로 이를 보여주고 있다. 이미 재계에서도 경영권방어 관점에서는 자기주식 처분을 신주발행과 동일하게 이해하고 있다는 증거이다. 그렇다면 이론적으로는 자기주식의 처분에 대해서도 신주발행과 동일한 규제를 적용할 것인지, 다시 신중하게 따져 보아야 할 것이다.

### III. 자기주식 처분에 관한 입법방향

#### 1. 문제의 제기

자기주식 처분의 경제적 실질이 신주발행과 같다는 점으로부터 바로 양자에 대해서 동일한 규제가 적용되어야 한다는 결론이 도출되지는 않는다. 그러나 위 삼성물산 합병 등 여러 사건에서 자기주식을 이용하여 우호적 지분을 확보하는 현상이 계속되면서, 신주발행으로는 허용되지 않는 경영권방어를 자기주식 처분으로 달성하는 것이 정당한가에 대한 문제제기가 계속되었다. 이런 관점에서 양자의 규제를 맞추어 규제차익을 없애야 한다는 주장이 많다. 특히 상법에서 양자를 서로 다르게 규제하고 있는 것이 특별한 정책적 목적에 따른 것이 아니라, 단순히 경제적 실질에 대한 잘못된 이해에 기초하고 있었다면, 이런 태도를 계속 유지해야 한다는 정당성도 찾기 어렵다. 학계에서는 종전부터 신주발행과 같은 틀에서 자기주식 처분을 규제해야 한다는 것이 통설적 지위를 차지하고 있으며,<sup>10)</sup> 이에 따라 2011년 상법개정안이 만들어질 2006년 당시, 법무부가 입법예고한 상법개정안에 자기주식의 처분에 대해서 주주의 신주인수권 규정을 준용하는 규정을 둔 것이다. 이 규정은 이후 자기주식 처분을 통한 효율적인 재무관리에 장애가 된다는 이유 등 재계의 반발로 인하여 삭제되었는데, 이를 두고 상법이 의도적으로 자기주식 처분을 신주발행과 다르게 규정하고 있다고 이해하는 것은 다소 과한 해석이다. 보다 정확히 말하자면, 아직 상법은 이 부분에 대하여 입법적 판단을 내리지 않았거나, 또는 내렸더라도 이해관계자의 반발로 실현되지 못했다고 보아야 할 것이다.

이런 차원에서 최근 붓물처럼 쏟아진 상법개정안 가운데는 2006년에 개정에 이르지 못한 내용을 담고 있는 것이 있다. 예를 들어, 2016년 6월 7일 발의된 박영선 의원안에서는 상법 제342조에 제2항을 신설하여, “제1항에 따라 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우 각 주주가 가진 주식에 따라 균등한 조건으로 처분하여야 한다. 다만, 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우 특정한 자(해당 회사의 주식을 소유한 자를 포함한다)에게 자기의 주식을 처분할 수 있다”는 조문을 제안하고 있다. 주주의 신주인수권에 관한 제418조 제2항과 동일한 내용을 다시 적고 있는 것이다. 같은 해 11월 29일 발의된 이종걸 의원안도 문구는 다르지만 같은 내용을 담고 있다.<sup>11)</sup> 이 규정들은 결국 자기주식 취득의 경우와 마찬가지로,

10) 이철송, *회사법강의* 제23판 (2015) 399면; 정동윤, *상법(上)* 제6판 (2012), 496면; 정찬형, *상법강의(上)* 제18판 (2015), 750면; 김홍기, *상법강의* 제2판 (2016), 484면; 홍복기, *회사법강의* 제4판 (2016), 266면; 최준선, *회사법* 제10판 (2016), 306면; 장덕조, *회사법* 제2판 (2015), 185면; 김정호, *회사법* 제4판 (2015), 233면. 이와 비슷하게 이사의 의무로 해결하지는 제안은, 권기범, *현대회사법론* 제5판 (2014), 575면; 김건식·노혁준·천경훈, *회사법* 제2판 (2016), 658면.

처분의 경우에도 그 경제적 실질에 맞추어 동일한 규제를 하겠다는 것으로 이해할 수 있다. 이하에서는 이 개정안의 타당성에 대하여 검토하기로 한다.

## 2. 입법례

자기주식 처분이 재무적 차원과 회사의 지배권 차원에서 신주발행과 동일한 효과가 있다는 것은 각국의 입법례에 다양하게 반영되어 있다. 미국, 일본, 독일 등 통상 참고하는 입법례에서는 자기주식 처분을 통하여 “신주발행과 비대칭적으로” 우호적 지분을 확보하는 방법은 차단되어 있다. 다시 말해서, 우호적 지분의 확보가 금지되거나 허용되거나와 상관없이, 어느 경우든 신주발행과 동일하게 취급된다는 점에서는 동일하다는 것이다.

미국은 자기주식의 취득과 보유가 널리 인정되지만(treasury shares), 자기주식은 유통주식에서 배제함으로써(issued but not outstanding) 실질적으로는 소각된 것과 마찬가지로 취급되어 왔다. 자기주식의 경제적 실질에 가장 충실한 법제라고 할 수 있다. 따라서 자기주식을 제3자에게 처분하는 것은 새로 신주를 발행하는 것과 다를 것이 없다는 것이 일반적인 해석이다. 그 결과 자기주식의 처분을 신주발행과 마찬가지로 이 사회의 결정에 맡기고 있는 경우가 많다.<sup>12)</sup> 미국은 주주의 신주인수권이 원칙적으로는 인정되지 않는 주가 많은데, 어느 경우든 자기주식의 처분에 대해서는 신주발행과 동일한 규제가 적용된다. 반대로 영국은 아직도 자기주식에 대하여 엄격한 태도를 유지하고 있지만, 자기주식의 처분에 대해서는 주주의 신주인수권의 대상이 된다는 명문의 규정을 두고 있다.<sup>13)</sup> 독일도 영국과 비슷한 입법을 취하고 있다. 독일 주식법도 자기주식취득에 대해서는 근본적으로 종전의 엄격한 입장을 유지하고 있으므로 취득시 경제적 실질을 감안하고 있다고 보기는 어렵다. 그러나 일단 취득한 자기주식을 법정절차에 의하지 않고 처분하는 경우에는 신주발행절차에 따르도록 하고 있으며,<sup>14)</sup> 이 경우 주주평등의 원칙과 주주의 신주인수권 등이 준용되고 있다.

흥미로운 것은 일본 역시 자기주식 처분은 신주발행과 동일한 절차를 거칠 것을 명문

11) 역시 제342조에 다음과 같은 내용의 제2항을 신설하는 제안이다.

② 회사는 제1항에 따라 자기의 주식을 처분하는 경우에는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 처분하여야 한다.

1. 소각
2. 주주에게 그가 가지고 있는 주식수에 따라 균등하게 배분

12) 뉴욕주 회사법 §515(c); 델라웨어주 회사법 §160(b).

13) 2009년 회사법 제560조 제3항. 2006년 당시에는 제2항이었으나, 2009년 내용의 차이는 없이 제3항으로 편제되었다.

14) 독일 주식법 제71조 제1항 제8호.

으로 요구하고 있다는 점이다.<sup>15)</sup> 일본도 주주의 신주인수권이 원칙적으로는 인정되지 않기 때문에, 신주발행이든 자기주식 처분이든 주주배정의 부담은 없지만, 신주발행의 다른 발행규제를 회피하는 수단으로 자기주식 처분이 사용되는 것을 방지하기 위한 조치이다.<sup>16)</sup> 회사가 위법한 방법으로 자기주식을 처분한 경우, 위법한 주식발행에 준하여 주주 등은 그 유지청구, 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자 등에 대한 차액지급청구, 자기주식처분 무효의 소의 제기 등이 가능하다.<sup>17)</sup> 특히 일본에서는 보유하고 있는 자기주식을 시장에서 매각하는 것도 허용되지 않는데, 회사법 제정 당시 소량의 자기주식 처분은 시장에서의 매각을 인정하는 개정안이 추진되었으나, 의회의 검토과정에서 삭제되었다. 이 부분은 우리나라에서 자기주식 처분방법의 논의에서 의미가 있다.

### 3. 입법 관련 논의사항

#### (1) 개정안의 타당성

입법례를 보면 대부분의 국가에서 자기주식의 처분에 대해서는 신주발행과 동일한 규제를 적용하고 있음을 알 수 있다. 그 이론적인 배경은 물론 양자의 경제적 실질이 동일하며, 규제의 필요성도 동일하다는 것이다. 이런 측면에서 자기주식 처분에 대해서 상법상 신주발행 규제를 적용하는 것은 국제적 동향에 부합하는 개정이라고 할 수 있다.

반면 우리나라는 앞서 살펴본 바와 같이, 아직까지 자기주식의 처분은 신주발행과 다르다는 인식이 널리 퍼져있는 것으로 보인다. 이렇게 된 이면에는, 자기주식의 취득과 처분이 오랫동안 금지되면서 자기주식의 경제적 실질에 대한 이해가 부족하게 된 부분도 있고, 회사법이 전반적으로 규제적으로 해석되면서 경영권분쟁 상황에서 기업이 활용할 수 있는 경영권방어수단이 마땅하지 않다는 현실적인 부분도 있을 것이다. 특히 후자의 문제는 재계에서도 지속적으로 주장될 뿐만 아니라, 학계에서도 상당한 호응을 얻고 있는 것으로 보인다. 자기주식 처분이 신주발행과 같은 규제를 받게 되는 경우 유력한 경영권방어수단이 없어지는 결과가 되므로, 위와 같은 상법개정안은 신주인수선택권, 즉 포이즌필과 같은 방어수단의 마련과 함께 진행되어야 한다는 주장<sup>18)</sup>도 같은 맥

15) 일본 회사법 제199조 제1항.

16) 江頭憲治郎, 株式會社法 제4판 (2011), 261면.

17) 江頭憲治郎, 위의 책 각주 16, 262면. 일본 회사법 제210조, 제212조, 제828조 제1항 제3호, 제2항 제3호, 제834조 제3호, 제841조.

18) 황남석, 2016, “이해관계자의 거래 및 자기주식에 관한 규율의 강화를 위한 상법개정안 검토”, 상사판례연구 제29집 제4권, 491면.

락에서 이해할 수 있다.

그러나 자기주식 처분이 회사지배와 관련하여 남용되는 사건이 계속 이어지면서, 경영권방어수단의 제공이라는 측면보다는 지배주주의 사익추구의 방지라는 측면이 더 부각되고 있다고 보인다. 학계에서도 신주발행 규제의 “유추적용”을 반대하는 견해는 일부 발견되지만, “입법론”으로서는 위와 같은 상법개정안에 반대하는 견해는 거의 찾아볼 수 없을 정도로 대부분 찬성하는 것으로 보인다.<sup>19)</sup> 자기주식 처분에 신주발행 규제가 적용되지 않으면, 주주들의 비례적 이해관계가 침해될 수 있으며 비효율적인 경영권방어가 가능하다는 것이 주된 논거이다. 앞서 살펴보았듯이, 자기주식 처분의 본질이 신주발행이므로 특별히 양자를 구별해서 규제해야 할 실익이 없다면 이론적으로도 동일한 규제를 하는 것이 자연스럽다.

신주발행 규제를 부과하는 개정안에 대해서는, 자기주식의 본질이 자산이고, 자기주식의 처분은 단순한 자산의 매매에 불과하므로, 입법론으로도 상법상 단체법적 규정인 신주발행 규제를 부과하는 것은 적절하지 않다는 반대견해를 생각해 볼 수 있다. 그러나 이런 견해가 실질적으로 개정안에 대한 반대논거를 제공하고 있다고 보기는 어렵다. 우선 자기주식을 아직 자산이라고 보는 견해가 상법학계에서 논의되고 있기는 하지만 재무적인 차원에서는 거의 받아들여지기 어려운 생각이다. 자기주식은 재무적으로 미발행주식과 다를 바 없고, 그렇게 취급하는 것이 타당하다. 설사 상법학계에서 논의되는 것처럼 자산이라고 보더라도, 그 처분에 있어서 주주평등을 강제할 것인지는 별개의 문제로서, 자기주식의 본질로부터 연역적으로 도출될 수 있는 성질의 것이 아니다. 어디까지나 기존 주주의 비례적 이익의 보호 등 정책적으로 장단점을 감안하여 결정할 문제이다. 결국 자기주식의 본질과 상관없이, 개정안은 그 자체로 타당성을 가진다고 보아야 할 것이다.

## (2) 입법에서의 고려사항

### 가. 경영권방어의 문제

상법개정안은 신주발행과 마찬가지로 자기주식을 제3자에게 처분하는 경우에는 경영권방어 목적을 요구하고 있다. 경영권방어의 목적이 여기에 포함되는지 문제가 되겠으나,

19) 김정호, “자기주식의 처분과 경영권방어”, 경영법률 제24집 제3호 (2104), 77면; 김홍기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 기업법연구 제26권 제1호 (2012), 127면; 이영철, “자기주식의 취득 및 처분과 관련된 몇 가지 쟁점”, 기업법연구 제28권 제3호 (2014), 132면; 정준우, “개정상법상 자기주식의 재무관리에 관한 쟁점사항 검토”, 인하대학교 법학연구 제15집 제3호 (2012), 671면; 황현영, “개정상법상 자기주식 관련 해석상·실무상 쟁점 검토”, 선진상사법률연구 제60호 (2012), 192면; 황남석, 위의 논문 각주 18, 490-491면. 그 이외에도 일반적으로 위 각주 10 관련문헌 참조.

신주발행과 동일하게 해석해야 한다는 입장에서 보면 경영상 목적에 해당하지 않는다고 판단될 가능성이 높다.<sup>20)</sup> 그렇다면 자기주식 처분을 경영권방어에 이용할 수 있는 길은 봉쇄되는 것이다. 이에 따라 재계에서는 경영권방어수단을 보다 확충할 것을 대신 요구하는 흐름으로 갈 것이다.

사실 재계에서 자기주식 처분을 경영권방어의 중요한 수단으로 인식하고 있다는 것은 합리적으로 이해하기 어렵다. 앞서 서설에서 언급한 바와 같이, 자기주식을 처분함으로써 생기는 우호적 지분의 효과는 생각보다 대단히 작기 때문이다. 자기주식 처분의 효과가 그렇게 크지 않다면, 방어수단으로서 자기주식 처분을 상실함으로 인한 비용도 크지 않을 것이므로, 재계의 위와 같은 주장은 그렇게 설득력이 높지는 않다. 그러나 우리나라 상법 또는 자본시장법상 경영권방어수단이 별로 없다는 점은 경청할 바가 있다고 하겠다. 그나마 활용할 수 있었던 것이 자기주식 처분이었기 때문에, 자기주식 처분마저 사용할 수 없게 된다면 사실상 경영권방어가 불가능하게 됨을 의미하는 것처럼 인식할 수 있다는 것이다. 이런 측면에서, 상법상 어느 정도로 경영권방어를 허용할 것인지 논의가 다시 이루어질 필요가 있다.

이 논의는 몇 년 전에 포이즌필의 도입과 관련하여 이루어졌으나, 당시 경영권방어에 대한 부정적 인식으로 도입이 좌절된 경험이 있다. 그러나 경영권방어를 어느 경우에 허용할 것인가 하는 문제와 어떤 수단을 제공할 것인가의 문제는 서로 구분해서 생각해야 한다. 다시 말해서, 경영권방어의 논의는, ① 우리나라의 상황에서 경영권방어를 허용하는 것이 타당한가, ② 만일 허용한다면 어떤 수단을 제공하는 것이 바람직한가, ③ 만일 그 수단을 이용할 수 있도록 한다면, 어느 정도로 강력하게 만들 것인가 등으로 구분하여 논의를 진행하여야 한다.<sup>21)</sup> 각 단계의 논의는 가능하면 서로 독립적으로 이루어지는 것이 바람직하다. 포이즌필은 물론이고 자기주식 처분을 경영권방어수단으로 허용할 것인지의 문제는 첫 번째와는 상관없는 두 번째 문제이다. 따라서 어느 경우든 논의의 전제는 경영권방어 자체는 효율적인 경우와 비효율적인 경우가 있을 수 있으므로 이를 일률적으로 금지하는 것은 바람직한 법정책이 아니라는 것이다. 이 명제가 우리나라에서 받아들여지고 있는지는 아직 확실하지 않다. 다만 이 명제를 전제로 하면, 자기주식 처분과 관련하여 다음과 같이 두 가지 정책적 주장은 가능할 것이다.

첫 번째 주장으로는 현재 경영권방어를 위해서 이용할 수 있는 마땅한 법적 수단이 없다는 것이다. 따라서 자기주식 처분을 경영권방어수단으로 활용할 수 없도록 하면 대신 다른 방어수단을 허용할 필요가 있다는 것이다. 유력한 방안은 법무부에서도 도입을

20) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결.

21) 송옥렬, 2008, “포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점”, 상사법연구 제27권 제2호, 80면.

고려했었던 포이즌필이다. 포이즌필은 그 명칭에서 풍기는 느낌과는 달리 가장 효율적인 방어수단이라는 점을 주장하였는데,<sup>22)</sup> 그것은 역설적으로 포이즌필이 순전히 경영권방어만을 목적으로 개발되었기 때문이다. 자본조달이나 다른 경영상 목적을 위해서 만들어진 제도와는 달리, 포이즌필은 다른 부수적 효과가 거의 없기 때문에 다른 사회적 비용을 수반하지 않는다. 예를 들어, 신주발행이나 자기주식 처분은 모두 외부에 있던 자금이 회사로 유입되는 자본조달이라는 부수적 효과가 발생된다. 경영권방어가 아니었다면 이런 자금유입이 없었을 것이므로, 회사에는 그 자금의 기회비용을 충당할 만큼 수익률이 있는 투자기회가 없을 것이다. 결국 경영권방어로 인하여 자본의 비효율적 사용이라는 사회적 비용이 초래된 것이다. 포이즌필은 이런 효과가 없다는 점에서 충분히 입법적으로 고려해볼 만한 방어수단이다.

두 번째 주장은 자기주식 처분은 물론이고 신주발행도 경영권방어를 위해서 사용할 수 있도록 해야 한다는 것이다. 앞서 전제가 되는, “경영권방어가 사회적으로 효율적인 경우도 있다”는 명제를 받아들인다면, 신주발행을 경영권방어에 이용하는 것을 금지해야 할 이유가 없다. 사실 자기주식 처분에 대한 논란이 계속되는 것은 판례가 신주발행을 가지고 경영권방어에 사용할 수 없다고 계속적으로 판시하고 있기 때문이다. 그러다 보니 경제적 실질을 무시해 가면서까지 자기주식 처분은 경영권방어에 이용하고자 하는 것이다. 그러나 이 문제에 대한 정공법은 양자를 모두 경영권방어에 사용할 수 있도록 하고, 다만 그것이 위 전제, 즉 사회적으로 효율적인 경영권방어인지를 판단하는 기준을 세우는 것이다. 자기주식 처분과 신주발행을 동일하게 규제하기 위해서는 이런 식으로 제도가 발전하는 것이 바람직하다.

#### 나. 주주평등에 기초한 처분방법

자기주식 처분에 있어 상법개정안의 핵심은 원칙적으로 주주배정, 즉 주주평등을 준수하는 방식으로 처분해야 한다는 것이다. 단순히 신주발행 절차를 거쳐야 한다고 이해하면 될 것이다. 예를 들어, 제3자 배정을 하고자 하면 신주발행과 마찬가지로 이사회 결의를 거쳐야 하고, 처분가격의 할인율 등 가격 관련 사항이나 기타 절차도 모두 신주의 제3자 배정에 준하여 진행하여야 할 것이다. 이것은 비상장회사이든 상장회사이든 차이가 없다. 처분 수량이 적은 경우에는 이런 절차가 번거로울 수 있겠으나, 회사가 자기주식의 처분이 강제되는 것은 아니고, 신주를 소규모로 발행하는 경우에도 위 절차와 규제는 모두 요구되는 것이므로, 이런 해석은 어쩔 수 없다고 보아야 한다.

문제는 회사가 주주배정으로 자기주식을 처분하고자 하는 경우에도 신주발행의 주주

22) 송옥렬 (2008), 위 논문 각주 21, 95-98면.

배정 절차를 모두 거쳐야 하는가 하는 것이다. 이는 결국 주주평등을 어떻게 달성하는가의 문제이므로, 주주평등을 실질적으로 달성할 수 있는 이상 회사의 부담을 줄이는 방향으로 제도가 설계되는 것이 바람직할 것이다. 특히 상법은 배당가능이익에 의한 자기주식 “취득”의 경우에 주주평등 요건을 부과하고 있으므로(상법 제341조 제1항, 시행령 제9조 제1항), 이와 균형을 맞추는 것도 생각해 볼 수 있는 방법이다. 예를 들어, 비상장회사는 자기주식 취득의 경우, 회사가 이사회 결의로 취득하고자 하는 자기주식의 수량을 정하여 모든 주주에게 통지 또는 공고 등으로 매도의 기회를 부여하는 방법을 허용하고 있는데(상법 제34조 제1항 제2호, 시행령 제9조 제1항 제1호, 제10조), 이를 자기주식 처분에도 이용할 수 있을 것이다. 물론 신주발행의 주주배정 절차와 크게 차이가 생기지는 않는다.

이런 측면에서, 상장회사에 대해서 시장에서의 매각을 인정할 것인지의 문제가 있다. 상법개정안은 단순히 “주주가 가지고 있는 주식수에 따라 균등하게 배분”하는 방법으로 자기주식을 처분하도록 하고 있어서 시장에서의 매각이 허용되는 방법인지 불투명하다. 그러나 자기주식을 취득하는 시점에서는 주주평등을 유지하는 한 방법으로서 상장회사의 경우 거래소시장에서의 매수가 허용되고 있다(제341조 제1항 제1호). 거래소시장에서의 매매는 상대방을 특정할 수 없기 때문에 회사가 특정의 제3자와 거래할 방법이 없다는 것이다. 그렇다면 이 방법을 그대로 자기주식 처분에 허용하더라도, 역시 회사는 특정의 제3자에게 주식을 처분할 방법이 없기 때문에 주주평등이 유지되는 것으로 보아야 할 것이다. 특히 상장회사의 경우 시장에서의 처분이 허용된다는 것은 소규모 자기주식의 처분에 있어 중요한 의미를 가진다. 이사회의 일괄승인 이후 시장에서 나누어 처분도 가능할 것이다.

다만 자기주식을 취득하는 경우와 약간 다른 부분은, 취득의 경우에는 거래 상대방이 기존 주주가 될 수밖에 없지만, 처분의 경우에는 거래 상대방이 기존 주주가 된다는 보장이 없다는 것이다. 오히려 회사의 주식을 전혀 가지고 있지 않은 일반투자자가 매입하는 경우가 더 많을 것이다. 따라서 주주배정보다는 일반공모증자라고 보는 것이 더 타당할 수도 있다. 그러나 자기주식 처분을 규제하는 취지가 특정한 우호적 제3자에게 자기주식을 처분하는 것을 우려한 것이라는 점에서, 그 가능성이 없는 경우에는 주주평등에 문제가 없다고 보는 것이 타당하다. 또한 회사는 자기주식 처분을 통하여 시장가격에 영향을 줄 수 있지만, 이것은 자기주식 취득의 경우에도 동일하게 제기되는 문제로서, 일반적인 시세조종 규제의 틀 안에서 양자를 동일하게 취급하면 될 것이다.

## IV. 결어

거래의 경제적 실질을 법이 얼마나 존중할 것인지의 문제는 회사법의 단골 주제이면서도 답이 없는 문제이다. 법적 형식이 무의미한 것은 아니기 때문에, 경제적 실질이 항상 우선해야 한다고 말할 수는 없다. 그러나 법적 형식에 집착하다 보면 실질적인 효과가 동일한 사항에 대해서 다른 법을 적용함으로써 규제의 목적을 달성하지 못할 위험도 있다. 어디까지나 기능적인 분석을 통해 결정할 일이다. 다만 자기주식 처분의 경우에는 형식과 실질의 괴리를 인식하고 정책적 판단을 통해 법적 형식을 우선시킨 것이 아니라, 경제적 실질을 정확하게 파악하지 못하여 법적 형식을 중시한 사례에 가깝다. 이 글에서는 자기주식 처분의 경제적 실질을 분석하여, 판례가 전제하는 기초가 무엇인지 밝혀 보고자 하였다.

원래 주주의 신주인수권은 주주이익 보호의 관점에서 그다지 좋은 규제라고 할 수 없다.<sup>23)</sup> 또한 신주발행과 같이 자본조달을 위해 마련한 제도를 경영권방어에 사용할 수 없다는 법리도 별다른 근거가 없다. 결국 이런 비효율적인 규제가 신주발행에 부과되어 온 것이 문제의 발단이다. 현재의 논의와 상법개정안은 자기주식 처분을 이런 규제가 부과되는 신주발행으로 맞추자는 것이지만, 이것은 반만 옳은 처방이다. 더 바람직한 것은 신주발행을 현재의 자기주식 처분으로 맞추는 것이다. 그렇게 함으로써, 신주발행에 더 많은 자유를 부과하는 것이다. 물론 그 전제는 이를 이용한 사익추구 행위에 대해서 사후적인 책임을 확실하게 추궁할 수 있어야 한다는 것이다. 이 전제가 충족되지 못하기 때문에 우리 상법은 여전히 반만 옳은 처방에 만족할 수밖에 없다.

23) 송옥렬, 상법강의 제7판 (2017), 1128면.

# 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구\*†

연구논단II

김우진 | 서울대학교 경영대학 교수

## 1. 서론

신정부 출범 이후 다양한 분야에서 적지 않은 변화가 일어나는 가운데, 경제 정책도 많은 변화의 조짐을 보이고 있다. 특히, 재벌로 통칭되는 대규모기업집단에 대해서는 지난 정부에 비해 한층 더 강화된 감시와 규제가 시행될 것으로 예상된다. 현재 논의가 되고 있는 다양한 개혁 정책 중의 하나는 자사주와 관련된 사항이다. 자사주(treasury share)란 기업이 과거에 발행했던 주식을 다시 사들여서 보유하고 있는 주식이다. 자사주 취득(share repurchase)은 이처럼 이미 발행되어 시중에 유통되고 있는 당해 회사의 주식을 매입하는 행위를 지칭한다.

예전에는 자사주 취득을 통해 혹시 부당하게 주가를 조작할 우려가 있다는 인식이 지배적이어서 규제 당국에서 이를 엄격히 제한했었으나, 최근에는 일정한 요건을 갖춘 경우에는 자사주 취득을 널리 인정하는 편이다. 미국에서는 1982년에 SEC Rule 10b-18 (Safe Harbor Rule)을 도입하여 상장기업의 시장을 통한 자사주 매입을 폭넓게 허용하였고, 국내에서는 1994년부터 상장기업에 한해 자사주 매입이 허용되기 시작하였다.

기업이 신주를 발행할 때는 기업으로 신규 자금이 유입되어 현금 보유가 늘어나고 자산이 증가하는 반면, 이와는 반대로 자사주를 취득할 때는 기업으로부터 자금이 유출되어 현금 보유가 줄어들고 자산이 감소한다. 이처럼 자사주 취득은 주식의 신규 발행과 정반대의 효과를 지니는데, 크게 다음과 같은 3가지의 효과를 생각해 볼 수 있다.

\* 본 원고는 한국증권학회지(제46권1호, 2017, 35-60)에 게재된 김우진, 임지은 공저의 동명의 학술논문과 조선일보 기고문(2016.6.20. 김우진)을 요약, 발췌한 것입니다. 보다 상세한 분석 결과는 원 논문을 참조해 주시기 바랍니다.

† 이 글의 견해와 주장은 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

첫째, 자사주 취득은 개념상으로는 기존에 발행된 주식을 없애는 것이므로 자기자본이 감소하여 부채비율이 증가하는 한편 주식수 감소에 따라 주당 순이익이 증가하게 된다. 둘째, 자사주는 공짜로 취득한 것이 아니고 기존 주주들에게 현금을 주고 주식을 매입한 것이므로 기업으로부터 주식을 판 기존 주주들에게 현금이 이전된다. 이 두 번째 효과 때문에 자사주 취득을 배당과 마찬가지로 주주환원 정책(payout policy)의 하나로 이해할 수 있으며, 바로 이러한 해석이 자사주 취득에 대한 재무학계의 기본적인 입장이다. 셋째, 전체 주식수가 감소함에 따라 기존 주주들의 지분비율이 증가한다. 이처럼 자사주 취득은 주주환원의 효과와 아울러, 부채비율, 주당순이익 및 기존 주주들의 의결권이 상승하는 효과가 있다. 국내에서는 세 번째 효과, 즉 기존 주주의 의결권 상승 효과에 주목하여 자사주 취득을 주주환원 보다는 적대적 인수합병에 대한 방어 수단으로 인식하는 경향이 있다.

재무적 관점에서는 자사주는 발행되었지만 유통 중이 아닌(issued, but not outstanding) 주식으로서 법적으로 배당 및 의결권이 부여되지 않는다. 미국에서는 이러한 취지를 반영하여 상장기업의 시가총액을 계산할 때에도 자사주는 제외하고 유통주식수만 고려하여 산출한다.

이처럼 기업이 보유 중인 자사주는 사실상 존재하지 않는 주식이므로, 이를 처분하는 행위는 개념상 신주의 발행과 동일하다고 봐야 한다. 그러나 현행 국내법상으로 신주 발행 시에는 주주의 동의 등 보다 엄격한 절차가 요구되는 반면, 자사주 처분은 비교적 자유롭게 허용되고 있다. 이와 같이 신주 발행과 자사주 처분은 재무적으로는 그 개념이 동일함에도 불구하고, 법적인 취급이 상이함에 따라 자사주가 경영권 방어의 수단으로 널리 활용되어 온 것이 사실이다. 가장 최근의 사례는 국정농단 사태의 정점에 있는 삼성물산과 제일모직의 합병에서 찾아 볼 수 있다. 당시 삼성물산은 우호 지분 확보를 위해 발행주식 총수의 5.8%에 해당하는 자기주식을 KCC에 매각함으로써 합병결의를 성사시켰다. 이에 대해 미국계 헤지펀드 엘리엇은 주주평등의 원칙에 반함을 이유로 가처분 소송을 제기하였으나 국내 법원에서는 이를 인정하지 않았다. 이와 같은 경영권 방어 목적의 자사주 매각 또는 처분은 기존 경영진의 경영권을 보다 공고하게 함으로써 주주와 경영진간의 이해관계 상충을 심화시킬 가능성이 있다. 특히 자사주 매각이 저가에 이루어질 경우 주주가치 희석 및 하락으로 이어질 수 있다는 점이 문제로 지적된다.

자사주는 이외에도 지주회사로 전환하는 기업집단들에 의해서도 많이 활용된다. 국내 대부분의 지주회사는 1차로 지주회사가 될 회사와 사업 자회사가 될 회사로 인적 분할을 한 다음 지주회사가 자회사의 주주들을 대상으로 자회사 지분을 공개 매수하면서 그 대가로 지주회사의 신주를 발행하여 지급하는 2단계 전환과정을 거쳐서 설립되

었다. 인적 분할은 법률상 합병의 정반대 개념으로 원칙적으로 두 회사 간에는 아무런 지분관계가 형성되지 않고 주주차원에서만 분할이 이루어진다. 예컨대 내가 10주를 갖고 있던 회사가 A, B 두 회사로 인적분할을 하면 A 주식 10주, B 주식 10주를 부여 받는 식이다. 이후 지주회사가 자회사의 지분을 확보하기 위해 자회사 주주들에게 공개 매수를 신청하면, 대부분의 일반 주주들은 응하지 않고, 지배주주 일가만 적극적으로 응하게 된다. 그 과정에서 지배주주 일가는 보유 중인 자회사의 지분을 지주회사에 넘기는 대가로 지주회사의 신주를 부여 받게 된다. 이 과정을 통해서 지배주주 일가는 지주회사에 대한 지분율을 평균 약 두 배 정도 증가시키는 한편, 사업자회사에 대한 지분은 거의 포기하게 되는데, 이는 사실상 사업자회사에 대한 지배주주 일가의 배당권을 축소시켜 자회사의 일반 주주와 이해관계 상충이 발생할 수 있다. 이렇게 증가한 지분의 절반가량을 향후 경영권 승계 시 상속세로 납부하더라도 기존의 지배력을 확보할 수 있으므로 지주회사 전환은 승계를 염두에 둔 기업집단에서 일어난다는 것이 일반적인 견해이다.

이와 같은 지주회사 전환 과정에서 회사를 지주회사와 사업회사로 인적 분할할 때 보유 중인 자사주를 자산으로 취급하여 분할된 자회사의 자사주를 모회사에 남겨둠으로써 분할과 동시에 별도의 지분취득 행위 없이 두 회사 간 지분관계가 자동적으로 형성되게 된다. 이처럼 분할된 자회사의 자사주는 분할 시점에서 바로 자회사에 대한 지분으로 활용되는데, 언론에서 흔히 등장하는 소위 ‘자사주의 마법’은 바로 이를 지칭하는 것이다. 2006년 SK의 지주회사 전환 시 17.8%의 자사주를 취득하여 분할된 자회사의 자사주를 모회사가 승계, 보유하도록 했는데, 이후 여러 기업집단에서 이러한 방식을 활용한 바 있다.

이에 본 연구에서는 자사주의 처분과 관련한 해외 사례 및 제도를 살펴보고, 국내 기업들이 자사주를 취득한 이후 이를 어떻게 처분하고 소각하는 지를 실증적으로 분석함으로써 최근 상법 개정 동향에 시사점을 제공하고자 한다. 그 간의 자사주에 대한 국내외 연구 결과는 주로 자사주의 ‘취득’에 초점을 두고 있어서 취득 이후의 처분(재매각) 또는 소각 행위에 대한 연구는 거의 없었다. 분석 결과 국내 유가증권 시장 상장기업들 중 자사주를 실제로 소각하는 경우는 극소수에 불과함을 알 수 있었다. 자사주 소각행위가 있었던 경우는 전체 표본의 2.3%에 지나지 않았다. 즉, 국내 상장기업들은 취득한 자사주의 대부분을 소각하지 않고 재매각 하는 경향이 있음을 발견하였다. 기업 유형별로는 기업지배구조가 양호한 기업들의 경우 그렇지 않은 기업들에 비해 취득한 자사주를 소각하는 경향이 더 두드러졌다. 특히, 배당을 많이 하는 기업일수록 소각도 많이 나타나 양자 간에 보완적인 관계가 발견되었다. 이는 지배구조가 우수한 기업일수록 자

사주 매입을 주주환원 정책의 일환으로 인식하고 있다는 것을 의미한다.

한편, 기업지배구조 수준이 좋을수록 자사주 매각을 더 자주하는 것으로 나타났다. 반면 지배구조 수준이 더 낮을수록 대규모의 자사주 매각이 일어나는 경향이 있었는데, 이는 특히 매각되는 자사주가 발행주식 총수의 10% 이상인 경우, 즉 경영권 방어와 밀접한 관계가 있는 것으로 추정되는 경우에 더욱 두드러지게 나타났다. 이러한 연구 결과는 자사주가 기존 지배주주의 경영권 보호를 위해 활용되고 있음을 보여 줌으로써 최근 논의 중인 상법 개정안에 대한 실증적 근거를 제공한다는 차원에서 그 제도적, 실무적 의의를 찾을 수 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 서론에 이어 제2장에서는 자사주 처분과 관련된 해외와 국내 제도 현황 및 그 간의 연구 동향을 소개한다. 제3장에서는 데이터 및 표본의 구성에 대해 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 소개하고, 제5장에서는 위와 같은 실증 분석 결과를 토대로 정책적 시사점을 포함한 결론을 제시한다.

## 2. 제도적 배경 및 연구 동향

### 2.1. 제도적 배경

#### 2.1.1. 국내 상법 규정

현행 상법은 회사가 자기주식의 처분방법을 정관에서 정할 수 있고, 정관에 규정이 없을 경우에는 이사회가 결정할 수 있는 것으로 규정하고 있다. 2011년 개정 전 상법에서는 자기주식의 취득은 원칙적으로 금지하고, 합병이나 영업양도 등 회사의 조직법적 거래에 부수하여 파생적으로 일어나는 불가피한 비자발적 취득만 인정하였다. 다만, 상장기업에 대해서는 증권거래법을 통해 1994년부터 시장을 통한 자사주 취득이 허용되었다. 이후, 2011년 상법 개정으로 자기주식의 취득은 기업의 통상적인 재무활동으로 인정되었고, 자사주에 대해서는 보유 및 처분의 자유가 널리 허용된다는 것이 법조계 및 판례의 시각이다.

법 개정 이전에는 경영권 방어 목적의 자사주 처분은 인정되지 않는다는 일부 하급심 판례도 있었으나(서울서부지법 2006.3.24. 2006카합393 결정), 그 이후 상당수의 하급심 판결 및 대법원 판결(대법원 2010.10.28. 선고 2010다51413 판결)에서는 자기주식 처분에 대해 신주의 발행과는 달리 주주평등의 원칙을 적용하지 않았다. 이와 같

은 자사주 처분과 신주 발행에 대한 이원적인 접근 방식은 개정 상법을 통해 명문화 되었으며, 대법원의 입장도 삼성물산의 KCC에 대한 자사주 매각을 인정한 결정에서 다시 한 번 확인되었다.

### 2.1.2 해외 제도

해외의 입법 사례를 보면 다수의 국가에서 자사주의 취득과 처분에 대한 주주의 이해를 중요한 법적 권리로 보고 기존 주주의 비례적 지위를 보호하고 있다. 예컨대, 독일 주식법에서는 자기주식의 취득과 처분은 주식 평등의 원칙에 따를 것을 명문으로 규정하고 있으며(동법 71조1항8호) 제3자 배정 시 신주의 제3자 배정 관련 규정을 준용하도록 하고 있다. 일본 회사법에서도 자사주 처분 시에는 신주발행과 동일한 절차에 의하도록 하고(동법 199조) 이러한 절차에 위반하여 이루어진 자사주 처분에 대해서는 무효소송을 제기할 수 있도록 하고 있다. 영국 회사법 역시 자기주식의 처분도 주주의 신주인수권 대상이 되도록 규정하고 있으며(동법 560조2항) 특히 자율규제인 City Code에 따르면 M&A 상황 하에서는 주주가치를 훼손할 수 있는 어떠한 방어행위도 원칙적으로 금지하고 있다. 반면, 미국의 경우는 자사주 매각에 대한 특별한 제도적 제한은 없는데, 이는 민사소송을 통한 사후적 구제가 매우 발달한 미국의 특성상 시장 자체의 규율이 작동하는 것으로 봐야 한다는 시각이 우세하다.

### 2.1.3 최근 상법 개정 동향

작년에 더불어민주당 소속 박용진 의원이 발의한 상법 개정안(2016.7.13.)은 회사의 인적분할 시 자사주에 신주 배정을 금지하는 내용을 포함하고 있다. 같은 당 소속 박영선 의원이 발의한 법인세법 개정안도 같은 원칙에서 자사주에 신주를 배정할 경우 양도 손익이 있는 것으로 판단하여 과세하도록 하고 있다. 이 두 법안은 인적분할을 통해 지주회사를 설립할 때 분할된 자사주를 모회사가 승계하도록 함으로써 분할과 동시에 모자회사간 지분관계가 자동으로 형성되는 현행 방식을 규제하는 것이 목적이다. 박영선 의원이 제안한 상법 개정안에는 다수의 해외 입법 사례와 마찬가지로 자사주 처분에 있어서도 신주 발행과 동일하게 주주평등의 원칙을 명시적으로 적용할 것을 제안하고 있다.

## 2.2. 자사주 관련 연구 동향

자사주 관련 그간의 국내외 연구는 주로 자사주 '취득'의 효과에 집중되어 왔다. 재무 금융 분야에서는 자사주 취득이 주주환원 정책(payout policy)의 일환으로 널리 인식

되면서 현금 배당과의 비교 분석 또한 다양한 각도에서 이루어졌다. 예컨대, 자사주 취득 공시에 대한 시장의 반응을 분석한 Comment and Jarrell (1991)에 따르면 장내 매수의 경우 평균 약 2%의 수익률이, 공개 매수(tender offer)의 경우에는 평균 약 11%에 달하는 수익률이 보고되고 있다. Ikenberry, Lakonishock, and Vermaelen (1995)은 자사주 취득 기업의 장기 주가 성과를 분석하였는데, 가치주(value stock)가 성장주(growth stock)보다 향후 4년간 수익률이 더 높아지는 현상을 보고하고 있다.

국내에서는 이태희, 김철규, 임병문(2001), 정무권(2005) 등이 유사한 방법론을 통해 자사주 매입 기업의 공시 효과 및 장단기 성과 분석을 실시하였다. 김효진, 윤순석(2010)은 자사주 취득과 현금배당의 대체 관계에 주목하여 국내 기업의 특징인 소유지 배괴리 현상의 정도가 양자 간 대체 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 이처럼 그간의 연구는 주로 자사주의 '취득'을 분석하고 있는데, 이는 특히 미국에서 자사주 취득을 배당과 마찬가지로 주주환원 정책의 일환으로 파악함으로써 취득된 자사주는 당연히 소각됨을 전제로 하고 있기 때문이 아닐까 사료된다.

한편, 일부 연구에서는 자사주 취득이 경영권 방어 수단으로 쓰일 수 있음을 이론적, 실증적으로 지적하기도 한다. 자사주 매입을 통해 적대적 인수자의 매입 가능 주식을 줄이는 한편, 주가 상승으로 적대적 인수자의 매입 비용을 증가시킬 수 있기 때문이다(Bagnoli, Gordon, and Limpman (1989), Persons (1994) 등). Joh and Ko (2007)는 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 지배주주의 의결권이 부족한 기업일수록 자사주 취득이 더 활발함을 보고하며, 자사주가 경영권 방어 수단으로 이용될 수 있음을 지적하였다. 정성창, 김영환(2013)은 자사주 취득과 기타 경영권 방어 수단의 대체 관계를 분석하였다. 그러나 이러한 연구 역시 자사주 '취득'을 통한 경영권 방어 가능성을 분석한 것이고 '처분'을 통한 경영권 방어 현상을 분석한 것은 아니다.

반면 자사주 '처분'에 대한 연구는 그 적법성 및 허용 여부에 관한 법학자들의 논평이 주류를 이루어 왔으며(김홍식(2016), 박정국(2013), 안효섭(2014), 정준우(2012) 등) 이에 대한 실증 분석 결과는 거의 전무한 실정이다. 재무 또는 회계 분야에서 자사주 처분을 분석한 연구로는 자사주 처분 기업들의 이익 조정을 고찰한 기현희, 김민철(2012)이 거의 유일하다. 본 연구는 이러한 연구의 공백을 메우고 자사주 처분 및 소각 기업들의 특성을 실증적으로 분석함으로써 최근 상법 개정 논의 동향에 보탬이 되고자 하였다.

### 3. 연구 표본의 구성

#### 3.1 분석대상 표본 및 자료수집

본 연구는 한국거래소 유가증권 시장에 상장되어 있는 모든 제조업체를 분석대상으로 하였으며 금융 산업은 부채비율 등 기업 특성이 제조업과 차이가 있으므로 제외하였다. 표본기간은 자사주 자료가 존재하는 기간인 2004년부터 2015년까지이고, 한국상장회사협의회에서 제공하는 데이터베이스인 TS2000에서 자기주식 취득 및 처분현황 자료를 추출하였다. 한국기업지배구조원에서 2005년부터 2015년까지의 기업별 지배구조 평가점수를 제공받았으나, 2014-2015년은 평가체계가 개정되어 자료의 일관성을 위해 동 자료를 활용한 분석기간은 2005년부터 2013년까지로 제한하였다. 연구모형에 포함된 기업특성 변수 측정을 위하여 기업의 재무회계 자료와 산업분류 등 일반적인 사항에 대한 자료는 에프앤가이드에서 추출하였다.

#### 3.2 변수 구성 및 정의

##### 3.2.1 자사주 변수

기초 자기주식 수에 당해 기간 중 취득한 자기주식 수를 추가하고 당해 기간 중 처분한 자기주식 수와 소각한 자기주식 수를 제외하면 기말 자기주식 수가 도출된다. 이를 특정한 회계연도 내에 취득한 자사주로 재정리하면, 취득 자사주의 향후 처리는 다음 3가지 형태로 구분할 수 있다. 즉, 특정 회계연도에 취득한 자사주는 당해 연도 내 재처분되거나, 소각되거나, 또는 기말까지 보유하게 된다. 본 연구에서는 처분, 소각, 보유 자기주식 수를 기간 중 상장주식 수 또는 평균적으로 보유한 자기주식 수로 표준화한 값을 주요 종속변수로 하여 실증분석을 진행하였다.

##### 3.2.2 기업지배구조 변수

기업의 지배구조를 평가하는 데 사용할 주요 변수는 다음과 같이 한국기업지배구조원에서 제공하는 정의 및 수치를 사용하였다.

- (1) 주주권리보호(Shright): 주주권리의 보호 및 행사 편의성, 소유구조, 특수관계인과의 거래 등을 살펴보고 주주권리 보호를 위한 제반 장치들이 마련되어 있는지 평가한다.
- (2) 이사회(Board): 이사회의 구성 및 운영, 평가 및 보상 등과 같은 활동내역을 평가한다.
- (3) 공시(Disclosure): 공시일반, 홈페이지 공시를 통한 영업보고서 및 기타 기업관련

사항의 공시여부를 평가한다.

- (4) 감사기구(Audit): 감사기구의 설치 및 운영에 관한 사항을 평가한다.
- (5) 경영과실배분(Distribution): 경영 손익의 배분이 잘 되고 있는지 평가한다.
- (6) 감점(Minus): 기타 감점될 만한 사항을 판단하여 평가한다.
- (7) 총점(Gov\_total)= Shright+ Board+ Disclosure+ Audit+ Distribution- Minus

### 3.2.3 기업특성변수

본 연구에서는 기존연구들을 참고하여 기업특성 변수로 기업규모, 현금, 수익성, 배당, 부채비율, 시가-장부비율을 사용한다. 보다 구체적으로, 기업규모는 총자산에 자연 로그를 취한 값을 사용한다. 현금, 수익성, 배당, 부채비율 변수는 현금성 자산, 당기순이익, 배당금, 총부채를 각각 총자산으로 나눈 값을 사용한다. 시가-장부비율은 시가총액을 장부가 자본금으로 나눈 값을 사용하고, 여기서 장부가 자본금은 보통주자본금에 자본잉여금, 이익잉여금, 그리고 이연법인세 부채를 더한 값에서 자기주식을 차감하여 구성하였다.

- (1) 기업규모(Size):  $\ln(\text{총자산})$
- (2) 현금(Cash): 현금성 자산 / 총자산
- (3) 수익성(Profitability): 당기순이익 / 총자산
- (4) 배당(Dividend): 배당금 / 총자산
- (5) 부채비율(Lev): 총부채 / 총자산
- (6) 시가-장부비율(MBratio): 시가총액 / 장부가 자본금

## 4. 실증 분석 결과

### 4.1 기초 통계량

자사주 취득, 처분, 소각 현황에 대한 기초 통계량은 분석 기간인 2004년부터 2015년까지를 대상으로 작성되었다. <표 1>에서는 금융권을 제외한 전체 유가증권시장 회사를 대상으로 전체 표본 7,428개의 관측치(기업\*연도)에 대한 자사주 활동과 각 자사주 활동별 기초통계량을 전체 및 연도별로 보여준다.

[A]에서는 2004년부터 2015년까지 전체 기간 및 연도별로 전체 표본 수, 자사주 표본 수, 그리고 자사주 활동 비중을 보여준다. 자사주 표본 수는 당해연도 자사주 취득,

처분, 소각이 한 건이라도 있었던 기업-연도 표본 수를 의미하고, 자사주 활동 비중은 전체 표본 대비 자사주 표본을 의미하며 단위는 %이다. 2004년부터 2015년까지 전체 표본 총 7,426개 중 자사주 취득, 처분, 또는 소각의 자사주 활동을 1회 이상 했던 표본은 2,656개로 전체 유가증권시장의 35.8%를 차지한다. 연도별 추이를 살펴보면 최근 들어 다소 감소하는 경향이 있지만, 매년 유가증권시장 기업의 25% 이상이 자사주 활동을 활발하게 하고 있음을 알 수 있다.

[B]에서는 각 자사주 활동의 상대적인 비중이 어느 정도 되는지 파악하기 위해 유가증권시장 상장기업 중에서 자사주의 취득, 처분, 소각 활동이 있었던 기업만을 분석 대상으로 한정하여 이들의 각 활동별 현황을 개별적으로 분석하였다. 결과에 따르면 2004년부터 2015년 사이에 유가증권시장에 상장해 있던 7,428개 관측치 중 1,904개의 관측치가 자사주 취득 활동을 했고 1,460개 관측치가 처분을 했으며 174개 관측치가 소각을 한 것으로 나타난다. 이에 의하면 실제 소각을 하는 경우는 취득이나 처분에 비해서 현저히 적게 발생하는 것을 알 수 있다.

[B]에서 활동 비중은 [A]의 전체 표본 대비 [B]의 각 자사주 활동 표본수를 나타내는데, 전체 표본의 25.6%가 자사주 취득 활동을, 19.7%가 처분 활동을 하는 것으로 보아 국내 상장기업들은 자사주 취득 및 처분 활동을 매우 활발히 하고 있음을 알 수 있다. 반면 소각 활동 비중은 평균 2.3%로, 자사주 취득과 처분에 비해 소각 활동은 매우 드물게 일어나고 있음을 알 수 있다. 이는 국내 기업에서 자사주 취득을 주주환원 정책의 일환으로 보기에 한계가 있음을 시사한다.

또한, 자사주 취득 활동이 있었던 기업들은 평균적으로 상장주식 수의 2.6%에 해당하는 자사주를 취득하였고, 자사주 취득 금액은 평균 339억원으로 나타났다. 자사주 처분 활동이 있었던 표본들은 평균적으로 상장주식수의 3.2%에 해당하는 자사주를 처분하였으며 자사주 처분 금액은 평균 332억원으로 나타났다. 즉, 자사주 취득 및 처분 활동이 있는 기업의 경우 매년 약 300억원 규모의 취득 또는 처분 활동을 하며, 이는 평균적으로 상장주식 총수의 약 2-3%에 해당되는 규모임을 알 수 있다. 마지막으로 소각 열을 살펴보면, 분석에 활용된 표본 수는 취득과 처분에 비해 현저히 적지만, 한 기업-연도당 소각의 규모는 취득 또는 처분에 비해 매우 큼을 알 수 있다. 보다 구체적으로 전체 상장주식 수의 평균 5.6%, 금액으로는 평균 750억원에 해당하는 자사주를 소각하며, 이는 취득 및 처분 활동 규모에 비해 상대적으로나 절대적으로나 약 두 배에 해당한다. 이러한 결과는 국내 상장 기업의 소각 건수는 적지만 일단 소각하기로 한 경우, 그 규모는 상당 수준에 해당함을 알 수 있다. 즉, 주주환원 정책으로서의 자사주 취득 및 궁극적 소각은 간헐적이지만 상대적으로 대규모로 일어나는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 1〉 자사주 취득, 처분, 소각 현황

[A]는 전체 유가증권상장 회사를 대상으로 기업의 자사주 취득, 처분, 소각 활동 현황을 기업 수 및 전체 표본 대비 활동 비중으로 나타낸다. 전체 표본은 유가증권시장 전체 기업-연도이며 자사주 표본은 취득, 처분, 소각 활동이 한 번이라도 있었던 기업에 의미한다. 자사주 활동 비중은 전체 유가증권상장 회사에서 자사주 활동을 한 표본이 차지하는 비중이다.

[B]는 취득, 처분, 소각 활동별로 각 활동이 있었던 표본만을 추출하여 표본 수, 평균 활동비중, 상장주식 수 대비 평균 활동비중, 평균 금액을 나타낸다. 활동 비중은 전체 표본 대비 각 활동이 있었던 표본 수의 비중을 나타내며 단위는 %이다. 주식 수의 단위는 천 주이고 상장주식 수 대비 비중은 해당기간 동안 상장되어 있는 주식 수 대비 활동 주식 수로 나타내었으며 단위는 %이다. 금액은 주식수×증가로 계산하였고 단위는 억 원이다.

	[A]				[B]							
	전체	자사주 표본	자사주 활동 비중%	전체	취득	처분	소각	전체				
	전체 표본	자사주 표본	활동 비중 %	금액	표본수	활동 비중 %	상장 주식수 대비%	금액	표본수	활동 비중 %	상장 주식수 대비%	금액
Total	7,428	2,656	35.8	1,904	1,904	25.6	2.6	339	1,460	19.7	3.2	332
2004	562	253	45.0	200	200	35.6	3.4	299	129	23.0	2.8	220
2005	599	233	38.9	123	123	20.5	2.2	522	167	27.9	2.6	185
2006	612	240	39.2	167	167	27.3	3.1	506	142	23.2	3.7	181
2007	620	262	42.3	188	188	30.3	2.0	479	155	25.0	2.8	607
2008	618	251	40.6	212	212	34.3	2.9	139	109	17.6	3.4	121
2009	519	204	39.3	156	156	30.1	3.1	208	130	25.0	4.3	353
2010	638	236	37.0	167	167	26.2	2.9	559	132	20.7	3.8	761
2011	640	223	34.8	158	158	24.7	2.2	209	118	18.4	4.4	422
2012	669	205	30.6	142	142	21.2	2.3	188	105	15.7	2.5	159
2013	665	197	29.6	133	133	20.0	2.4	188	109	16.4	2.9	366
2014	652	188	28.8	131	131	20.1	1.7	291	98	15.0	2.9	237
2015	634	164	25.9	127	127	20.0	1.9	543	66	10.4	2.0	255

다음 <표 2>에서는 당해연도에 '취득'한 자사주가 어떻게 처분, 소각, 또는 기말까지 보유되는지를 고찰한다. 보다 구체적으로는 자사주 '취득'이 있었던 표본들만 추출하여 자사주의 취득, 처분, 소각, 보유(= 기말 자사주 - 기초 자사주) 활동의 금액과 각 자사주 활동의 주식수를 평균 자사주 [= (기초+기말 자기주식 수)/2]로 조정해 준 값의 기초통계량을 보여준다. 금액은 주식수 × 증가로 계산하였고, 단위는 억 원이다. 실증분석에서는 극단치의 영향을 통제하기 위해 로그를 취하여 사용하였다.

자사주 활동 주식수를 평균 자사주로 조정해 준 값의 중위수 기준으로 볼 때 취득은 0.419, 보유는 0.194로 나타났다. 이러한 결과는 당해연도에 취득한 자사주의 약 절반에 가까운 분량을 기중에 처분 또는 소각하지 않고 기말까지 보유하고 있음을 의미한다. 물론 이와 같이 보유되는 주식들은 추후 다양한 목적으로 처분이 가능하다.

〈표 2〉 자사주 취득한 표본의 처분, 소각, 보유 현황

당해연도에 자사주 취득이 있었던 기업만을 추출하여 자사주의 취득, 처분, 소각, 보유(=기말 자사주-기초 자사주) 활동을 나타내며, 각 활동에 대해 금액, 각 자사주 활동의 주식수를 평균 주식수로 조정한 값의 평균, 1 분위수, 중위수, 3 분위수를 보여준다. 여기서 평균 주식수는 (기초 자기주식 수 + 기말 자기주식 수)/2이다. 금액은 주식수×종가로 계산하였고, 단위는 억 원이다.

	자사주 취득한 표본의 활동별 분포										
	취득			처분			소각			보유	
	금액	평균 주식수	금액	평균 주식수	금액	평균 주식수	금액	평균 주식수	금액	평균 주식수	
표본 수	1,892	1,845	1,892	1,845	1,892	1,845	1,892	1,845	1,892	1,845	
평균	341	16.152	157	15.335	62	0.309	121	0.508	0	0	
25%	0.76	0.075	0	0	0	0	0	0	0	0	
중위수	13.54	0.419	0	0	0	0	3.58	0.194	0	0	
75%	81	1.856	9	0.119	0	0	39	1.351	0	0	

다음 <표 3>는 기업별 지배구조 점수와 기업특성 변수의 기초통계량을 보여준다. 지배구조 점수의 표본 기간에 맞춰 2005년부터 2013년 까지 자사주 취득이 있었던 기업만을 추출하여 취득한 자사주의 처분, 소각, 보유 활동을 파악하였다. 각 활동별로 자사주 활동이 있었던 표본은 [1]열에, 없었던 표본은 [0]열에 각 설명변수의 기초통계량을 보고하였다. 지배구조 점수는 한국기업지배구조원에서 제공하는 원 점수 (300점 만점)를 사용하였고, 기업특성 변수는 3.2.3에 제시된 정의대로 구성하여 분석에 사용하였다.

먼저 평균을 보면 자사주 처분 및 소각 활동을 한 표본[1]의 지배구조 점수가 활동을 하지 않은 표본[0]의 것보다 크게 나타나며, 이러한 현상은 총점뿐만 아니라 모든 세부 항목 점수에서 나타나고 있다. 반면 자사주 보유 활동을 한 표본, 즉 기초 대비 누적 보유 자사주를 증가시킨 기업-연도 표본은 전반적으로 낮은 지배구조 점수를 보인다.

기업특성 변수를 보면 처분 및 소각 활동을 한 기업이 기업규모, 배당, 부채비율, 시가-장부비율에서 평균적으로 큰 값을 가지고 있음을 알 수 있다. 반면 수익성 변수는 처분과 소각 활동에 따라 다른 특성을 보이는데, 처분을 하는 표본은 수익성 변수가 큰 값을 가지는 반면에 소각 활동을 하는 표본은 하지 않은 표본에 비해 낮은 수익성을 보이고 오히려 음의 값을 나타내고 있다. 이는 배당은 기업의 영업활동이 좋을 때 수익 분배의 관점에서 행해지고, 자사주 소각은 기업의 영업활동이 좋지 않을 때 보상의 관점에서 행해 질 수 있음을 제시한 Jagannathan, Stephens, and Weisbach (2000)의 연구 결과와 일맥상통한다.

〈표 3〉 기초 통계량

당해연도에 자사주 취득이 있었던 기업만을 추출하여 취득한 자사주를 처분, 소각, 보유, 보유 활동으로 구분하고, 해당 자사주 활동이 있었으면 1, 없었으면 0을 각각 부여하여 표본을 나누었다. 자사주 활동에 따른 기업특성 및 지배구조 설명변수의 평균과 중위수를 보여준다. 표본 기간은 지배구조 설명변수가 사용된 2005년부터 2013년까지이다.

	처분				소각				보유					
	Total		[1]		[0]		[1]		[0]		[1]		[0]	
	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수
Gov_total	115.58	110	120.66	113	112.154	108	123.819	110	114.984	110	112.35	108	119.68	113
Shright	49.894	50	50.357	50	49.582	50	49.947	50	49.890	50	49.734	50	50.098	50
Board	20.875	19	22.571	20	19.730	18	26.032	20	20.501	19	19.623	18	22.462	20
Disclosure	20.181	18	21.905	20	19.018	17	22.404	19	20.020	18	19.041	17	21.626	19
Audit	22.768	21	23.550	21	22.241	20	24.809	23	22.620	21	22.203	20	23.485	21
Distribution	2.681	3	2.884	3	2.545	3	3.287	3	2.637	3	2.529	3	2.874	3
Minus	0.928	0	0.607	0	1.145	0	2.872	0	0.787	0	0.952	0	0.897	0
Size	26.929	26.67	27.18	26.89	26.77	26.54	26.99	26.54	26.92	26.67	26.78	26.55	27.11	26.84
Cash	0.068	0.052	0.072	0.055	0.065	0.049	0.065	0.050	0.068	0.052	0.065	0.049	0.072	0.054
Profitability	0.018	0.038	0.026	0.045	0.012	0.035	-0.045	0.040	0.023	0.038	0.020	0.035	0.015	0.043
Dividend	0.009	0.005	0.011	0.006	0.008	0.004	0.012	0.006	0.009	0.005	0.008	0.005	0.010	0.006
Lev	0.482	0.483	0.487	0.482	0.478	0.486	0.534	0.498	0.478	0.482	0.473	0.483	0.494	0.482
MBratio	1.411	0.897	1.534	0.986	1.329	0.853	2.024	1.093	1.361	0.879	1.242	0.840	1.625	0.988
표본 수	1,635		652		983		123		1,512		914		721	

## 4.2. 실증 분석 결과 요약

지금까지 단변량 분석을 통해 우리나라 기업들의 자사주 취득, 처분, 소각, 보유 현황에 대해 알아보았다. 분석 결과 자사주 취득 및 처분 활동이 상대적으로 활발히 일어나고 취득한 자사주를 소각하는 경향은 희박하며 주로 기말까지 보유함으로써 누적 보유 규모를 증가시키고 있는 것을 알 수 있었다. 지금부터는 이와 같은 자사주 활동에 영향을 미치는 기업의 특성에는 어떠한 것들이 있는지 다중회귀분석을 통해 알아보려고 한다. 특히 기업지배구조 점수를 활용하여 지배구조가 자사주의 처분, 소각, 보유 등에 어떤 영향을 미치는지를 중점적으로 분석한다.

이하에서는 구체적인 통계적 분석 과정보다는, 주요 결과를 중심으로 요약하여 설명하고자 한다. 우선 기업 규모(Size)의 효과를 보면 규모가 큰 기업일수록 취득한 자사주를 보유하기 보다는 처분하는 경향이 나타났다. 이는 규모가 작은 기업일수록 추후 취득한 자사주를 다양한 목적으로 활용하기 위해 보유하는 경향이 있음을 시사한다. 한편, 현금(Cash)이 많은 기업일수록 자사주를 처분할 확률이 높아졌는데, 이는 자본조달 목적으로 자사주를 처분하는 것이 아닐 수 있음을 암시한다.

한편, 배당(Dividend)을 많이 할수록 자사주 소각을 할 확률이 많은 것으로 나타났는데, 이는 배당과 자사주 소각이 보충관계에 있다고 해석해 볼 수 있다. 또한 이사회(Board)의 평가점수가 높을수록 자사주를 소각할 확률이 높아졌는데, 주주권리정책에 있어서 이사회의 역할이 긍정적임을 알 수 있다. 전반적으로 지배구조가 좋을수록 자사주 처분과 소각을 할 확률이 높아지고 보유를 할 확률은 낮아짐을 발견하였는데, 이는 지배구조가 양호한 기업에서는 자사주가 원래 의미인 주주환원 정책의 일환으로 활용될 가능성이 상대적으로 더 높음을 의미한다.

또한 배당을 많이 하고 경영과실배분의 점수가 높을수록 소각하는 주식의 규모가 더 큰 것으로 나타나 소각 확률에 대한 분석과 동일한 결과를 보여준다. 전반적으로 지배구조가 양호할수록 자사주 소각 규모가 더 큰 반면 반면에 자사주 처분 규모는 지배구조가 낙후 될수록 더 큰 것으로 나타났다.

앞서 처분 활동 여부에 대한 분석에서는 지배구조가 좋을수록 처분할 확률이 높아지는 반면, 처분 규모에 대한 분석에서는 지배구조가 안 좋을수록 처분 규모가 더 커지는 것으로 나타났다. 이와 같이 처분 활동에 대한 지배구조의 영향은 처분 여부와 처분 규모에 대해 반대인데, 이는 현실에서 충분히 예상 가능한 상황이다. 즉, 지배구조가 좋은 기업은 주가 관리 등을 목적으로 (소량의) 자사주 거래를 활발히 할 수 있을 것으로 사료된다. 처분되는 자사주의 규모가 작은 경우는 일상적인 재무활동으로 경영권 방어 목

적과는 거리가 멀 수 있다.

반면 지배구조가 낙후된 기업은 자사주 처분을 할 가능성은 낮지만, 일단 처분하는 경우는 상대적으로 대규모의 처분을 한다고 해석할 수 있다. 이처럼 처분되는 자사주의 규모가 큰 경우, 예컨대 발행주식 총수의 일정비율 이상인 경우에는 우호세력에 대한 지분 매각 등 경영권 방어와 관련되었을 가능성이 상대적으로 더 높다고 볼 수 있다. 즉, 고빈도, 소규모 자사주 처분 보다는 저빈도, 대규모 자사주 처분이 경영권 방어와 더 관련이 있으며, 이는 지배구조가 낙후된 기업에서 더 활발히 일어난다는 해석이 가능하다. 한편, 지배구조가 안 좋은 기업은 자사주를 추가로 보유할 가능성은 높지만, 이 경우 상대적으로 소규모의 추가 보유를 하는 것으로 나타났는데, 이는 자사주를 소규모로 꾸준히 매입해서 축적해나가는 경향과 일치한다. 자사주 소각의 경우 지배구조가 양호한 기업에서 상장주식 수 대비 절대적인 소각도 더 많이 하고, 보유 자사주 대비 상대적인 소각도 더 많이 하는 것으로 나타났다.

지금까지는 기존에 취득한 자사주를 어떻게 처분, 소각, 보유하는지에 대한 분석 결과를 소개하였다. 이하에서는 경영권 방어 목적의 자사주 보유는 궁극적으로 대규모의 자사주 처분과 관련이 있을 것이라는 점에 착안하여 자사주 처분에 대한 분석을 보다 자세히 실시한다. <표 4>에서는 상장주식수 대비 자사주 처분 규모에 대한 분포를 제시하고 있다. <표 4>에서 보고하고 있듯이 대부분의 자사주 처분 사건은 전체 상장주식수 대비 소규모인 것을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 전체 상장주식의 5% 이상을 매각하는 대규모의 자사주 처분도 129건이나 되어 전체 처분 사건의 약 7%에 해당하는 것을 알 수 있다 이는 대규모의 자사주 처분이 존재하지만 그 빈도는 높지 않다는 것을 보여주는 것으로 해석된다.

**<표 4> 자사주 처분 활동의 규모별 분포**

이 표는 2004년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 자사주 취득이 있었던 기업을 표본으로 추출하여, 자사주 취득 이후 처분되는 자사주의 규모를 상장주식 수로 표준화한 후 그 분포를 보고한다.

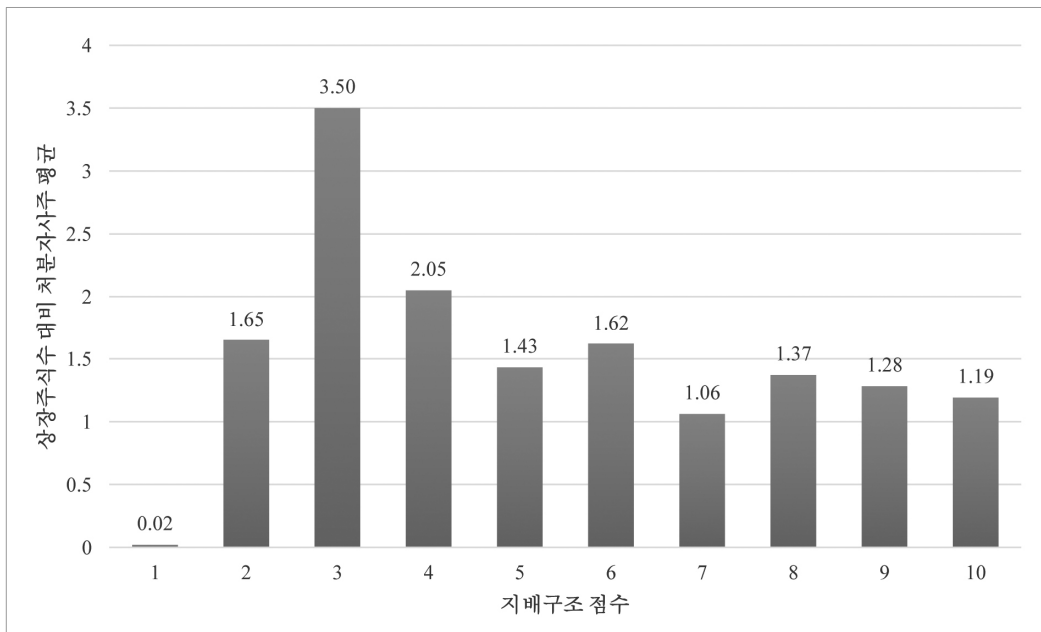
상장주식 수 대비 처분 자사주	빈도수	백분율(%)
<0.5%	1,445	76.4
0.5% - 1%	83	4.4
1% - 2%	104	5.5
2% - 3%	50	2.6
3% - 4%	51	2.7
4% - 5%	30	1.6

상장주식 수 대비 처분 자사주	빈도수	백분율(%)
5% - 10%	71	3.8
10% - 50%	51	2.7
50%<	7	0.4
총 계	1,892	100

〈그림 1〉에서는 자사주 처분 기업을 지배구조 점수 별로 총 10개 그룹으로 나누고, 각 그룹별로 처분되는 상장주식 수 대비 자사주 처분 규모의 평균값을 보고하고 있다. 그림에서 알 수 있듯이 지배구조 점수가 낮은 그룹에서 평균 자사주 처분 규모가 큰 경향을 보이고 있는데, 이는 경영권 방어와 연결될 수 있는 대규모의 자사주 처분은 지배구조가 낙후된 기업에서 일어날 개연성이 더 크다는 점을 시사한다.

〈그림 1〉 지배구조점수별 평균 상장주식 수 대비 처분 자사주

이 그림은 2005년부터 2013년까지 유가증권 시장에 상장된 기업 중 자사주 취득이 있었던 기업을 표본으로 추출하여, 자사주 취득 이후 처분되는 자사주의 규모를 상장주식 수로 표준화한 후, 지배구조 점수별로 10개 그룹으로 나누고, 각 지배구조 그룹별로 상장주식 수 대비 처분되는 자사주 규모의 평균값을 보고하였다.



그 동안 재계에서는 국내 기업 관련 법제도상 경영권 방어 수단이 미국에 비해 미흡함을 꾸준히 지적해 왔다. 이에 따라 현행 제도상 활용 가능한 경영권 방어 수단은 현실

적으로 자사주가 거의 유일하다는 게 관련 업계의 시각이다. 예컨대 한국경제신문(2015.6.11.)에 의하면 재계에서는 “경영권 방어 수단으로 효과를 기대할 수 있는 것은 자사주 취득 밖에 없다”고 주장한다. 기사에 따르면 “국내 기업이 경영권을 지키기 위해 사용할 수 있는 방어 수단은 자사주 취득과 신주의 제3자 배정, 초다수결의제, 황금낙하산 정도이지만, 자사주 취득 외에 다른 수단은 사실상 무력화돼 있다.” 실제로 2015년에 제일모직과의 합병을 앞둔 삼성물산은 우호지분 확보를 위해 보유중인 자사주 전량을 KCC에게 매각한 바 있으며, 법조계에서도 적대적 M&A에 대한 방어전략으로서의 자사주의 취득 및 처분을 강조하고 있다.

이하에서는 이와 같은 경영권 방어 목적을 위한 자사주의 처분이 실제로 존재한다면, 어떤 특성을 가진 기업에서 그러한 경향이 더 두드러지게 나타나는 지를 검증한다. 역시 자세한 통계 분석 보다는 주요 결과를 중심으로 요약 설명한다. 분석 결과, 지배구조가 좋은 기업은 자사주 처분을 할 경우 소량의 자사주 처분을 할 가능성이 더 높은 것으로 나타났는데, 이는 앞서 보고한 결과와 일맥상통한다. 반면, 상장주식수 대비 자사주 처분주식수가 10% 이상인 대규모 처분 건에 있어서는 지배구조가 낙후될수록, 특히 감사 기구가 적절히 작동하지 않을수록 자사주를 처분할 확률이 높아지는 것으로 나타났는데, 이는 앞의 분석과 일치하는 결과이다. 통상 규모가 큰 자사주 처분은 경영권 방어 목적일 가능성이 높다. 즉, 지배구조가 안 좋을수록 대규모의 자사주 처분이 일어날 가능성이 높다는 실증분석 결과는 경영권 방어를 위해 자사주를 활용할 가능성을 뒷받침해주는 결과라고 할 수 있다.

한편 규모가 큰 기업일수록, 그리고 시가-장부비율이 낮은 기업일수록 대규모 자사주 처분을 하는 것으로 나타났다. 시가-장부비율이 낮은 기업은 현재 기업가치가 떨어져 있으므로 이를 해소하기 위한 M&A가 가능함에도 불구하고 경영권 방어를 위해 대규모 자사주 처분을 한다는 것은 주주이익을 저해하는 이해상충 문제의 발현으로 해석할 여지가 있다.

마지막으로 <표 5>에서는 상장주식수 대비 처분되는 자사주의 규모를 기준으로 전체 분석대상을 총 4개 그룹으로 나눈 후, 각 그룹별로 감사기구 점수의 평균과 중위수를 보고하고 있다. 표에서 알 수 있듯이 상장주식수 대비 10% 이상 대규모의 자사주 처분을 하는 기업들의 경우 감사기구 점수의 평균 및 중위수가 소규모의 자사주 처분을 하는 경우에 비해 더 낮게 나타나고 있다. 이는 앞에서 제시된 분석과 일치하는 결과로 여러 지배구조 관련 기능 중 특히 감사관련 기능이 취약할 경우 경영권 방어 목적의 자사주 처분을 통제하기 어렵다는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 5〉 상장주식 수 대비 자사주 처분 그룹별 감사기구 점수 분포

이 표는 2005년부터 2013년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 자사주 취득이 있었던 기업을 표본으로 추출하여, 자사주 취득 이후 처분되는 자사주의 규모를 상장주식 수로 표준화한 후, 4개 그룹으로 나누고, 각 상장주식 수 대비 처분 자사주 그룹별로 빈도수와 감사기구 점수의 평균과 중위수를 보고하였다.

상장주식 수 대비 처분 자사주	빈도수	감사기구 점수	
		평균	중위수
<1%	1,113	22.82	21
1% - 5%	173	23.94	22
5% - 10%	54	20.96	20
≤10%	50	19.48	15
전 체	1,390	22.77	21

## 5. 결론

재무이론에서 자사주 취득은 주주환원정책의 일환으로 이해하는 것이 일반적이다. 즉, 취득된 자사주는 궁극적으로 소각을 통해 배당과 유사한 효과를 야기하는 것으로 인식되고 있고 대다수의 기존 연구도 이러한 방향에서 진행되었다.

그러나 국내에서는 취득한 자사주 처분이 재무적 실질상으로는 신주 발행과 동일함에도 불구하고, 현행법상 이를 별도로 취급하여 주주평등의 원칙을 요구하지 않음으로써 기업 입장에서는 취득한 자사주를 추후 다양한 용도로 사용하고자 하는 인센티브가 존재한다. 대표적인 사례가 경영권 방어를 위한 보유 자사주의 제3자 매각과 인적분할 시 분할된 자회사 자사주를 모회사가 승계하도록 하는 관행이다.

본 연구에서는 자사주 처분에 대한 국내외 관련 제도 현황을 먼저 살펴보고, 국내 기업들의 취득 자사주 처분, 소각 및 보유 행위를 분석함으로써 최근에 진행되고 있는 상법 개정 동향에 대한 실증적인 논거를 제시하고자 하였다. 우선 국내와는 달리, 독일, 일본, 영국 등 해외에서는 자사주 처분에 있어서도 신주 발행과 유사 또는 동일하게 주주평등의 원칙이 적용되어 경영권 방어 목적의 제3자에 대한 자사주 매각은 일반적으로 허용되지 않음을 알 수 있었다. 반면, 국내 상법은 자사주 관련 광범한 자유를 인정함으로써 자사주가 주주환원 보다는 경영권 방어 목적으로 활용될 수 있는 여지를 열어 두고 있었다.

실증 분석 결과, 국내 기업은 자사주를 비교적 활발히 취득 및 처분하고 있으나, 실제

소각으로까지 이어지는 경우는 매우 예외적이었다. 기업특성 별로는 배당이 활발한 기업, 이사회 활동이 양호한 기업 등 지배구조가 우수한 기업에서 소각이 발생하는 경향이 발견되었다. 반면 지배구조가 낙후된 기업에서는 발행주식 총수의 10% 이상인 대규모의 자사주 매각이 발생하는 경향이 발견되어 경영권 방어와 밀접한 관계가 있음을 확인하였다. 이러한 결과는 최근 자사주의 제3자 매각 시에도 신주발행과 유사한 주주 평등의 원칙을 적용하는 상법 개정안에 대해 실증적인 타당성을 제공한다는 측면에서 그 제도적, 실무적인 시사점이 있다.

## 〈참고문헌〉

- 기현희, 김민철, “자사주 취득 및 처분기업의 이익조정”, 회계연구, 제17권 3호(2012), pp. 351-373.
- 김홍식, 방어적 “자기주식 취득 및 처분”, 금융법연구, 제13권 2호(2016), pp. 205-236.
- 김효진, 윤순석, “소유지배괴리도가 자기주식 취득과 현금배당에 미치는 영향”, 경영학연구 제39권 6호(2010), pp. 1477-1503.
- 박경서, “국내기업의 M&A와 소수주주권 보호”, 한국재무학회 제 2차 추계정책심포지엄 (2016), pp. 1-48.
- 박정국, “현행 상법상 자기주식의 취득, 처분 및 소각에 관한 소고”, 법학논총, 제37권 1호(2013), pp. 345-371.
- 안효섭, “경영권 방어수단으로서 신주의 제3자배정에 관한 연구”, 한국상사판례학회, 제27권 4호(2014), pp. 119-151.
- 이철송, “자기주식 관련 법규해설(I): 자기주식의 보유, 처분의 자유와 효용의 확대”, 법무법인 세종, Legal Update (2016a), pp. 1-6.
- 이철송, “자기주식 관련 법규해설(II): 자기주식 처분의 공정성에 관한 다툼 - 경영권 방어와 관련하여”, 법무법인 세종, Legal Update (2016b), pp. 1-5
- 이태희, 김철규, 임병문, “자사주매입 고시 후 추가수익률의 추세 분석”, 재무관리연구, 제18권 2호(2001), pp. 193-213.
- 정무권, “자사주매입 선언에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화”, 재무연구, 제 18권 2호(2005), pp. 67-99.
- 정성창, 김영환, “경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향”, 경영학 연구, 제42권 3호(2013), pp. 767-803.
- 정준우, 2012, “개정상법상 자기주식의 재무관리에 관한 쟁점사항 검토”, 법학연구, 제 15권 3호(2012), pp. 651-685.
- Aires, I., 1990, Analyzing stock lock-ups: Do target treasury sales foreclose or facilitate takeover auctions?, *Columbia Law Review* 90 (3), pp. 682-718.
- Allen, F., and R. Michaely, 2002, Payout policy, *North-Holland Handbook of Economics* 1(A), pp. 337-429.

- Bagnoli, M., R. Gordon, and B.L. Limpman, 1989, Stock repurchase as a takeover defense, *Review of Financial Studies* 2 (3), pp. 423-443.
- Comment, R., and G.A. Jarrell, 1991, The relative signalling power of Dutch auction and fixed price tender offers and open market share repurchases, *Journal of Finance* 46 (4), 1243-1271.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen, 1995, Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- Jagannathan, M., C.P. Stephens, M.S. Weisbach, 2000, Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 57 (3), pp. 355-384.
- Joh, S.W., and Y.K. Ko, 2007, The Effects of Ownership Structure on Share Repurchases in an Emerging Market: Incentive Alignment or Entrenchment?, Working Paper.
- Kim, W., and S. Wang, 2016, Free lunches for insiders under investor inertia, Working Paper.
- Persons, J. 1994, Signaling and takeover deterrence with stock repurchase: Dutch auctions vs. fixed price tender offers, *Journal of Finance* 49, 1373-1402.

# 복수의결권주식의 도입에 관한 연구\*

연구논단Ⅲ

김화진 | 서울대학교 법학전문대학원 교수

## I. 머리말

보통주식 1주에 1개 이상의 의결권이 부착되는 복수의결권주식은 상법 제369조 제1항의 1주 1의결권 원칙이 강행규정으로 해석되고 있고 판례도 그를 지지하고 있어서(대법원 2009.11.26. 선고 2009다51820 판결) 실제로 발행된 바 없다. 그에 따라 복수의결권주식이 회사금융과 지배구조에 어떤 변화를 가져오는지를 구체적으로 알 수 없으며 복수의결권주식의 발행과 운용의 실무도 형성되지 못하였다. 그러나 복수의결권주식의 도입이 입법론으로 논의되어 온 지는 상당한 시간이 경과하였다. 기업금융과 지배구조 측면에서 경제민주화 논의의 진행 흐름에 비추어 보면 당분간 복수의결권주식이 도입될 가능성은 그다지 크지 않아 보이는 하지만 소수지배주주들의 순환출자나 계열회사를 통한 기업집단 전체에 대한 지배력의 유지가 발생시키는 제반 문제들에 비추어 보면 복수의결권주식의 도입이 가지는 장점은 결코 무시할 수 없기 때문에 그에 대한 관심은 지속될 것이다.

이 글은 미국법 상의 복수의결권주식을 최근 문헌들과 함께 상세히 소개하여 향후의 논의에 보탬이 되고자 하는 것이다.<sup>1)</sup> 미국에서는 복수의결권주식이 광범위하게 활용되고 있어<sup>2)</sup> 실무가 발달되어 있고 복수의결권주식의 발행과 운용에서 발생하는 판례도

\* 이 글은 선진상사법률연구 제78호(2017.4.)에 발표된 것을 축약·정리한 것이다. 이 글의 견해와 주장은 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힌다.

1) 초기의 미국 식민지들은 영국왕의 특허장을 보유한 회사에 의해 통치되었다. 민주주의의 정착과정에서는 주주총회가 초기 의회의 역할을 했다. 퀘이커교도들이 개척한 펜실바니아에서는 식민지의 인구가 증가함에 따라 퀘이커교도들이 과반을 차지할 수 없게 되자 의회의 정원 배정 방법을 조정하여 퀘이커교도들이 인구 수보다 많은 의결권을 갖도록 했다. 복수의결권제도의 원형이라 할 만하다. 앙드레 모루아, 미국사, 김영사, p.71 (2015) 참조.

속출하고 있다. 미국 기업들의 지배구조를 연구함에 있어서 복수의결권주식은 핵심적인 고려 요소들 중 하나라고 보아도 좋을 정도이다. 이 글은 그에 대한 연구를 통해 현재 국내에서 다소 잘못 인식되어 있는 복수의결권주식의 속성과 지배구조에서의 역할을 명확히 하고 복수의결권주식을 국내에 도입하는 경우 생각해야 할 몇 가지 사항을 점검하고자 한다.

## II. 복수의결권주식에 대한 규율

### 1. 증권법과 증권거래소 규정

미국의 증권법은 복수의결권주식에 관해 규율하지 않는다. 복수의결권주식의 발행 등은 회사의 지배구조에 관한 사안이므로 연방법이 아닌 주법의 소관 하에 있다. 미국의 증권거래위원회(SEC)는 그러한 기본적인 원칙이 존재함에도 불구하고 1987년에 상장회사가 주주들의 의결권을 차등하는 것을 내용으로 자본구조를 재편하는 것을 금지하는 규칙(Rule 19c-4)을 제정한 바 있는데 이 규칙은 상장회사가 보통주주가 보유하는 의결권을 소멸시키거나 제한하거나 비례에 맞지 않게 감소시키는 것을 금지하였다.<sup>3)</sup> 회사가 상장되어 다수의 일반투자자들이 지배구조에 참여하고 있는 경우 자본구조의 재편에 관한 주주총회의 결의는 집단행동의 문제 등으로 주주들의 의사를 제대로 반영하기 어렵다는 것이 그 배경이다.<sup>4)</sup> 이 규칙은 1990년에 미연방항소법원(DC)에 의해 무효화되었는데 법원은 이 규칙이 기업의 지배구조에 관한 내용으로 구성되어 있어 SEC의 규칙제정권한 범위를 넘는 것이라고 보았다.<sup>5)</sup>

2) 1995-2012년 사이의 기간에 약 7천 개의 상장회사를 살펴 본 자료에 의하면 약 6%의 회사들이 복수의결권주식을 발행하였다. Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, 2016, "Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting", Delaware Journal of Corporate Law 40, p.578 참조. 미국기업들의 복수의결권주식 활용 현황에 대해서는, Stephen I. Glover, Aarthi S. Thamodaran, 2013, "Capital Formation: Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures", 27 Insights 1; Jeffrey N. Gordon, 1988, "Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice", 76 California Law Review 1 참조. 차등의결권 제도가 가장 많이 활용되는 나라는 스웨덴이며 상장회사의 80%가 차등의결권을 활용한다. Caspar Rose, 2002, "Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses", 13 European Journal of Law and Economics 91; Hwa-Jin Kim, 2014, "Concentrated Ownership and Corporate Control: Wallenberg Sphere and Samsung Group", 14 Journal of Korean Law 39 참조.

3) Louis Lowenstein, 1989, "Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson", 89 Columbia Law Review 979 참조.

4) William T. Allen et al., 2012, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization (4th ed.), Wolters Kluwer, pp.186-187 참조.

그러나 뉴욕증권거래소와 나스닥은 상장규정에 위 규칙과 동일한 내용을 포함시켜<sup>6)</sup> 위 규칙이 사실상의 규범력을 유지하도록 한다. 따라서 미국에서 상장회사의 복수의결권주식의 발행은 실질적으로 증권법의 규제를 받는 셈이다. 위 SEC 규칙이나 증권거래소들의 상장규정은 회사가 기업공개 시에 차등의결권제도를 채택하여 복수의결권주식을 발행하는 것은 금지하지 않고 있다. 미국의 증권거래소에 상장된 회사들이 복수의결권주식을 발행하여 시장에서 거래시키고 있는 배경이 여기에 있다. 일부 복수의결권주식은 그를 규제하는 규칙이 제정되기 전에 발행된 것들이기도 하다.<sup>7)</sup> 그리고 현행 상장규정들은 상장회사가 무의결권주식을 새로 발행하는 것은 허용하는 것으로 해석된다.<sup>8)</sup>

## 2. 회사법

복수의결권주식의 발행은 미국 각 주의 법률인 회사법이 규율한다. 특정 주의 회사법이 1주 1의결권 원칙을 보유하고 있는지, 보유하고 있는 경우 그를 강행규정으로 하고 있는지가 복수의결권주식 발행에 관건이다. 델라웨어 주 회사법전(§212[a])을 포함한 대다수 미국의 주 회사법전은 1주 1의결권의 원칙을 규정하면서 그를 임의규정으로 설정하고 있다.<sup>9)</sup> 즉, 미국의 대다수 주에서는 복수의결권주식의 발행이 허용된다. 위와 같이 증권거래소의 상장규정도 기업공개 시 복수의결권주식의 발행과 상장을 허용하므로 미국에서는 상장, 비상장을 막론하고 회사의 차등의결권제도 채택을 통한 복수의결권주식의 발행이 거의 완전히 자유로운 상태이다.

미국 회사의 복수의결권주식 발행과 운용에 있어서 유일한 제약은 주주 간의 충실의무로부터 발생한다. M&A거래나 주식배당 등의 경우에 경영권을 보유한 다수주주 또는 소수지배주주들이 소수주주들에 대한 충실의무에 의해 그 행동을 제약당하는 경우가 있는데 이에 관하여는 두 개의 최근 판례가 있다.<sup>10)</sup>

5) Business Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406 (D.C. Cir. 1990).

6) NYSE Listed Company Manual §313 (2016); NASDAQ Listing Rules §IM-5640 (2016).

7) Daniel Fischel, 1987, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", 54 University of Chicago Law Review 119; Joel Seligman, 1986, "Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy", 54 George Washington Law Review 687 참조.

8) David J. Berger et al., 2016, Tenure Voting and the U.S. Public Company, Working Paper, pp.14-15 참조. Snapchat (Snap, Inc.)은 무의결권주식만으로 기업공개를 계획하고 있으며 기업공개 후 창업자들의 의결권은 70%에 달한다고 한다. Maureen Farrell, 2017, "In Snap IPO, New Investors to Get Zero Votes, While Founders Keep Control", Wall Street Journal, Jan. 16 참조.

9) Shaun Martin, Frank Partnoy, 2005, "Encumbered Shares", 2005 University of Illinois Law Review 775, pp.783-784 참조. 20세기 초기의 상황에 대하여는, W. H. S. Stevens, 1926, "Shareholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control", 40 Quarterly Journal of Economics 353 참조.

### 가. 델파이 파이낸셜 그룹<sup>11)</sup>

복수의결권주식을 발행한 델파이 파이낸셜 그룹(Delphi Financial Group)의 CEO는 회사 지분의 12.9%를 보유하고 있었으나 의결권은 49.9%를 보유하고 있었다. 회사의 정관은 M&A 거래가 발생하는 경우 복수의결권주식에 대해 차등하여 매매대금을 지급하는 것을 금지하였다. 회사가 2011년에 M&A거래의 대상이 되자 이사회는 CEO로 하여금 조건을 협상하도록 하였고 CEO는 자신이 보유한 주식에 대해 매수인이 경영권 프리미엄을 지급한다는 조건으로 거래를 성사시켰다. 회사의 정관도 그를 허용하는 내용으로 개정하기로 합의하였다. 이사회는 이 거래를 승인하였고 회사의 소수주주들은 M&A거래를 저지하기 위해 소송을 제기하였다. 델라웨어 주 1심법원은 거래를 저지하지는 않았으나 CEO가 정관의 규정에 위반하여 경영권 프리미엄을 수령함으로써 충실의무를 위반한 데 대해 주주들이 별도의 소송을 통해 손해를 배상받을 수 있을 것임을 시사하였다. 주주들은 별도의 소송을 제기하였고 CEO가 수령한 프리미엄의 90%를 반환받는 조건에 합의하여 사건을 종결시켰다.

### 나. 구글<sup>12)</sup>

구글은 2004년 기업공개 시에 복수의결권주식을 발행하여 창업자들이 보유하고 있었다. 창업자들은 회사 지분의 15%를 보유하고 있었으나 56%의 의결권을 행사하였다. 회사의 규모가 커짐에 따라 유상증자의 결과로 창업자들의 지분이 경영권을 상실할 수 있을 정도로 낮아지게 되었다. 그러자 회사는 기존 A형 주식(1주 1의결권)보유 주주들과 B형 주식(1주 10의결권) 보유 주주들(창업자) 모두에게 새로 C형의 무의결권주식을 발행하여 배당으로 지급하기로 결정하였다.<sup>13)</sup> 이는 결과적으로 1:2의 주식분할을 발생시켰으나 기존 주식에 부착된 의결권의 수를 감소시키지는 않기 때문에 나스닥 상장규정 위반에 해당하는 자본구조의 재편이 아니다. 이사회는 이 거래를 승인하였고 소수주주들은 창업자인 지배주주들의 충실의무위반을 이유로 주식의 발행을 금지하는 내용의 소송을 제기하였다. 이론상으로는 A형 주식의 가격이 절반으로 하락하지만 C형 주식에 발생할 할인효과 때문에 소수주주들이 손해를 본다는 것이 이유였다. 이 소송은 주주들이 C형 무의결권주식의 A형 주식을 기준으로 한 거래할인율이 1%를 초과하는 경우 회사가 일정한 공식에 의한 금액을 지불하기로 하는 조건으로 합의되어 종결되었다.

10) Christopher C. McKinnon, 2015, "Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical & Empirical Buy-Side Analysis", 5 Michigan Business & Entrepreneurial Law Review 81, pp.84-87 참조.

11) In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation (Del. Ch. Mar. 6, 2012).

12) In re Google, Inc. Class C Shareholder Litigation (Del. Ch. Oct. 28, 2013).

13) Eric Jackson, 2012, "Google's Paranoid Governance Structure Has Made It Less Innovative, Not More", Forbes, April 13, 참조.

### Ⅲ. 복수의결권주식의 경제학

#### 1. 경제학 이론

경제학자들의 주류적인 시각은 1주 1의결권 원칙이 주주들의 부를 극대화 하는 데 가장 적합한 원칙이라는 것이다. 1주 1의결권 원칙은 회사를 적대적 인수 위협에 노출 시키므로 기업가치의 제고에 도움이 된다.<sup>14)</sup> 따라서 소유와 지배의 괴리를 발생시켜 지배주주의 통제 하에 있는 경영진을 견제하는 데 장애가 되는 복수의결권주식의 발행은 그에 반하기 때문에 기업가치의 제고라는 측면에서는 경제학적으로 바람직하지 못하다.<sup>15)</sup> 복수의결권주식의 발행은 공정거래법이 규제하는 가격담합에 비유되기도 한다.<sup>16)</sup>

반면, 복수의결권주식을 긍정적으로 보는 시각에 의하면 복수의결권주식은 경영자로 하여금 외부의 개입을 극소화한 상태에서 단기실적주의의 압력 없이 장기적 관점에서의 경영을 가능하게 하므로 기업가치의 제고에 도움이 된다.<sup>17)</sup> 복수의결권주식은 경영권방어 장치로서의 기능도 두드러지기 때문에<sup>18)</sup> 다른 경영권방어 장치와 함께 실증분석의 대상이 되는 경우가 많다. 스웨덴 코펜하겐 증권거래소 상장회사 102개를 대상으로 한 연구는 1995년에서 1999년 사이의 기간 동안 복수의결권주식이나 기타 적대적 기업인수에 대한 방어 장치를 갖춘 기업들이 그러한 장치를 갖지 못한 기업들에 비해 Tobin's Q, ROA, ROE 등 어떤 기준에 의해도 실적이 떨어지지 않은 것으로 드러났다고 한다.<sup>19)</sup>

복수의결권주식의 폐기와 주식 종류의 통합이 주주제안을 통해 주주총회에 상정되는 경우가 많은데 2014년에 페이스북도 폐기제안을 받은 바 있고 베니하나도 수년간의 진통 끝에 두 종류의 주식을 통합하였다.<sup>20)</sup> 복수의결권주식을 발행한 회사의 자본구조 재

14) McKinnon (2015), pp.87-88와 p.90에 인용된 논문들 참조.

15) Tian Wen, 2014, "You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges", 162 University of Pennsylvania Law Review 1495 참조.

16) Seligman (1986), p.721 참조.

17) McKinnon (2015), pp.89-91에 인용된 논문들 참조.

18) 페이스북도 2012년에 기업을 공개하면서 차등의결권을 도입하였다. 이 때문에 공개 전 56.5%였던 창업자 지커버그의 의결권은 공개 후에도 57.5%로 별 변동이 없게 되었다. 지커버그의 지분은 약 18% 정도이다. Dan Bigman, 2012, "Facebook Ownership Structure Should Scare Investors More Than Botched IPO", Forbes, May 23, 참조. 페이스북, 구글 등 실리콘 벨리의 기업들이 통상 기업공개 시에 차등의결권을 도입한 것과는 대조적으로 트위터는 2013년에 기업을 공개하면서 보통주 1종만을 발행하였다. Los Angeles Times, Oct. 3, 2013, "Twitter Has Good News for Shareholders: One Class of Shares" 참조.

19) Rose (2002) 참조.

편은 회사의 주가에는 부정적인 영향을 미치지 않는다는 것이 지배적인 견해인 반면 복수의결권주식의 폐기는 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 한다.<sup>21)</sup> 이러한 일견 모순된 결과는 복수의결권주식의 발행이나 폐기가 어떤 경우에는 주가에 긍정적인 영향을 미치지만 어떤 경우에는 주가에 부정적인 영향을 미치므로 회사들은 영향이 긍정적일 것으로 예상되는 경우에만 복수의결권주식을 발행 또는 폐기한다는 것으로 설명되고 있다.<sup>22)</sup>

## 2. M&A와 복수의결권주식

기업인수의 주체가 회사인 경우 기업인수는 자기회사 주주들의 장기적 이익을 감소시킨다는 것이 경제학계의 통설적 이론이다. 통상 인수주체는 인수대상 회사의 주식에 대해 과도한 가격을 지불하기 때문이다.<sup>23)</sup> 인수주체에게 발생하는 이러한 가치감소는 인수주체가 복수의결권주식을 발행한 회사인 경우 더 심각하게 나타난다. 한 연구에 의하면 복수의결권주식을 발행한 회사가 다른 회사를 인수한다고 발표했을 때 비정상수익율이 통상적인 경우보다 현저하게 감소하며 이는 시장이 소유와 지배가 괴리된 회사의 경영진이 M&A 차원에서는 통상적인 회사의 경영진보다 잘못된 결정을 내린다고 인식한다는 결론으로 연결된다.<sup>24)</sup>

이에 대하여는 물론 다른 결과를 보이는 연구들이 있다. 상장회사의 20% 정도가 복수의결권주식을 발행하고 있는 스위스의 145개 회사를 대상으로 연구한 결과에 의하면 복수의결권주식 발행 회사들의 기업인수는 1994-2005년의 기간 동안에는 통상적인 기업인수에 미치지 못하는 비정상수익율을 기록했으나 2006-2008년의 기간 동안에는 통상적인 기업인수에 비해 높은 비정상수익율을 시현했다고 한다. 미국기업들을 대상으로 한 한 연구도 이와 유사한 결과를 도출하였는데 복수의결권주식 발행 회사들은 초기에 혁신성이 강한 회사들을 인수대상으로 삼기 때문이라고 한다.<sup>25)</sup>

복수의결권주식을 발행한 회사가 인수의 대상이 되는 경우 통상적인 회사가 인수 대상이 되는 경우보다 높은 프리미엄을 수령한다는 연구가 있다.<sup>26)</sup> 이는 복수의결권주식

20) Wen (2014), pp.1511-1512 참조.

21) Dallas and Barry (2016), p.584 각주와 pp.171-172에 인용된 문헌들 참조.

22) Dallas and Barry (2016), pp.584-585 참조.

23) 이에 대하여는 무수히 많은 연구가 있다. 예컨대, Anup Agrawal et al., 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly", 47 Journal of Finance 1605 참조(인수주체 회사의 주주들에게 인수 후 5년의 기간 동안 통계적으로 유의한 10%의 손실이 발생하였다고 함).

24) Ashrafee T. Hossain, 2014, "Dual v. Single Class Firms: An Acquisition Perspective", 14 Journal of Accounting & Finance 9 참조.

25) McKinnon (2015), pp.93-94 참조.

을 발행한 회사의 경영진이 상대적으로 더 비효율적이라는 의미일 수도 있고 복수의결권주식 발행 회사의 경영진이 M&A 협상에서 협상력이 더 강하다는 의미일 수도 있다.<sup>27)</sup> 개별 주주를 기준으로 할 때는 의결권이 많은 주식의 주주가 통상적인 보통주주보다 높은 가격을 수령한다는 연구도 있다.<sup>28)</sup>

## IV. 특수한 복수의결권주식

### 1. 현황

장기투자 주주들에 대한 우대 장치는 다양하다. 장기투자 주주에게 이익배당을 많이 해 주거나 신주를 인수할 수 있는 옵션이나 워런트를 지급하는 사례가 유럽에서 증가하고 있다. 프랑스에서는 몇몇 회사들이 장기주주들에 대한 추가배당 제도를 도입하였다. 장기투자 주주에게 신주를 발행해 주는 회사도 있다. 세제혜택도 고려된다.<sup>29)</sup> 장기투자 주주들에게 복수의결권을 인정하는 것도 장기투자 주주들에 대한 우대에 포함된다. 그렇게 한다면 특수한 복수의결권주식이 만들어지는 셈인데 이 경우 발행 시부터 주식에 복수의 의결권이 부착되는 것이 아니고 정관에서 정한 조건이 충족되는 경우 보통주에 복수의 의결권이 인정되게 된다(이를 ‘Time-Phased Voting,’ ‘Time-Weighted Voting’ 또는 ‘Tenure Voting’이라고 부른다. 여기에서는 TPV라는 용어를 사용하기로 한다). 처음부터 복수의 의결권을 부여하고 주식의 양도 등 일정한 사건이 발생하는 경우 1의결권으로 복귀되게 하는 방식(high-low)과 일정한 기간이 경과한 후에 복수의 의결권이 부여되게 하는 방식(low-high)이 있다.

TPV는 개별기업들이 채택해서 사용하는 것이지만 최근에는 그에 대해 학계와 재계에서 우호적인 여론이 조성되고 있으며<sup>30)</sup> 입법적인 지원 논의도 활성화되고 있다. 법원

26) Scott W. Bauguess et al., 2012, “Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights”, 36 Journal of Banking & Finance 1244, pp.1249 참조.

27) Dallas and Barry (2016), p.588 참조.

28) Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, 1985, “Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock”, 14 Journal of Financial Economics 33, pp.57-60 참조.

29) Jesse M. Fried, 2015, “The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders”, 124 Yale Law Journal 1554, pp.1573-1574 참조.

30) Colin Mayer, 2013, “Firm Commitment: Why the Corporation is Failing Us and How to Restore Trust in it”, Oxford University Press, pp.246-247; Alex Barker, 2013, “Brussels Aims To Reward Investor

판결에 의해 무효화되기는 하였으나<sup>31)</sup> SEC는 이사회추천제를 포함하는 위임장 관련 규칙(proxy access rule)을 개정할 때 계속하여 최소한 3년간 주식을 보유한 주주들을 우대하는 내용을 채택한 바 있다. 의결권을 추가로 부여하는 것은 아니지만 영국에는 회사의 이사를 선임할 때 회사가 장기주주들과 협의할 것을 권고하는 제안이 나와 있다.<sup>32)</sup>

TPV를 채택한 12개의 미국 뉴욕증권거래소 상장기업들을 대상으로 한 연구에 의하면 TPV 채택 기업들은 다수가 가족기업들이다. 이들 회사는 1985-1987년의 기간 사이에 TPV를 채택하였다. 이는 적대적 기업인수가 급증한 1980년대와 시기적으로 일치하며 특히 뉴욕증권거래소가 1주 1의결권 원칙의 적용을 완화한 1984년과 상기 SEC 규칙(Rule 19c-4)이 등장한 1987년 사이라는 점도 주목된다.<sup>33)</sup> 이들 기업들은 금융에서 농업에 이르기까지 다양한 산업분야에 걸쳐 있으며 글로벌기업도 있고 지역기업도 있다. 상장을 폐지한 기업은 없으나 6개 기업이 2003-2009년 사이에 TPV를 폐기하였고 1개 기업이 TPV를 채택하지 않은 회사에 의해 인수되었다.<sup>34)</sup> TPV의 폐기 사유는 기업지배구조 논의와 주주민주주의가 확산되면서 1주 1의결권 원칙에 대한 평가가 정착되고 지배구조등급에도 영향을 미친 것이다. 의결권 자문회사, 기관투자자들도 TPV에 비우호적이다.<sup>35)</sup>

## 2. 이론

TPV에 대한 부정적 시각은 TPV가 주주가치에 부정적인 영향을 미친다고 본다. 통상적으로 주식을 장기 보유하는 주주는 지배주주이기 때문에 TPV는 지배주주가 행사하는 의결권 수를 증가시키고 그 결과 대리인 비용은 상승하게 된다. 또, 기업인수를 시도하는 주주는 대개 주식을 보유한 지 얼마 되지 않는 주주이므로 기업인수에 필요한 주

Loyalty”, Financial Times, Jan. 23; Justin Fox, Jay W. Lorsch, 2012, “The Big Idea: What Good Are Shareholders?”, Harvard Business Review, July-Aug., pp.56-57 참조. 미국 변호사협회도 이를 지지한다. “Report of the Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles and Responsibilities”, 2009, 65 Business Lawyer 107, p.151 참조.

31) Bus. Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

32) Fried (2015), p.1572 참조(Kay Commission 보고서). 이를 지지하는 의견으로 Leo E. Strine, Jr., 2010, “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?”, 66 Business Lawyer 1, p.7 참조.

33) Dallas and Barry (2016), pp.593-597 참조.

34) Dallas and Barry (2016), pp.598-599 참조.

35) Dallas and Barry (2016), pp.611-615 참조.

주권의 행사에 있어서 불리한 입장에 처하게 되고 이는 TPV를 채택한 회사의 인수를 어렵게 만든다. 그 결과, 마찬가지로 대리인 비용이 상승하게 된다. TPV를 채택한 회사에는 경영권의 사적 이익이 상대적으로 클 가능성이 있고 따라서 경영권의 사적 이익 취득을 목적으로 하는 기업인수를 유인하게 된다. 그러한 경로로 기업인수가 이루어진다면 새로운 지배주주는 경영권의 사적 이익을 취하는 데 큰 관심을 둘 것이다. 이러한 결론이 성립된다면 TPV를 채택한 회사는 회사의 자산을 비효율적으로 운용하는 주체들에 의해 인수될 가능성이 높다.<sup>36)</sup>

TPV에 대한 긍정적인 시각은 대체로 소유가 집중된 회사의 강점을 부각시키는 견해와 일맥상통한다. 즉, TPV에는 기업가치를 훼손하는 기업인수나 저가에 의한 기업인수를 방어하는 기능이 있고 경영진이 적대적 기업인수의 위협으로부터 자유로운 상태에서 경영과 투자에 대한 결정을 내릴 수 있게 한다는 것이다. 또, TPV는 장기 보유 주주들의 힘을 증가시키기 때문에<sup>37)</sup> 경영진이 장기 보유 주주들이 선호하는 내용의 사업을 전개할 수 있게 하고 이는 경영진을 단기실적주의에서 벗어날 수 있게 한다. 경영진이 장기전략에 의해 단기실적주의에서 벗어나면 경영진의 기회주의적 행동도 줄어들게 된다. 나아가 TPV는 지배주주의 지분관리 부담을 경감시키는 효과를 발생시킨다. 이 때문에 지배주주는 투자를 분산할 수 있는 여유를 가지게 되고 헤징에 대한 필요를 덜 느끼게 되어 회사의 소유구조가 지나치게 복잡해지는 일이 줄어들게 된다. 지분관리의 부담이 줄어들면 지배주주는 회사의 유상증자에 관대해지므로 회사에는 외부 투자자의 영입이 용이해지고 그를 통해 주주의 지분이 넓어지는 동시에 주주의 구성이 다양해진다.<sup>38)</sup> 한편, TPV 채택 기업들의 주가는 S&P 500 보다 훨씬 높은 것으로 나타난다. 이 현상이 TPV 채택의 효과인지는 명확하지 않으나 최소한 TPV의 채택이 주가에 부정적인 영향을 주지 않았다는 것은 확실하다.<sup>39)</sup>

### 3. 판례<sup>40)</sup>

텔라웨어 주 회사인 밀라크론(Milacron)의 지배주주인 가이어(Geier) 가족은 모두

36) Dallas and Barry (2016), pp.565-568 참조.

37) 이는 주식의 장기보유를 권장하는 효과를 발생시킨다. 1960-1980년 사이에 뉴욕증권거래소 상장주식의 평균 보유 기간은 3-5년이었으나 1990년대에는 2년으로, 2000년대 중반에는 1년 미만으로 감소하였다. 오늘날의 평균 보유 기간은 17주라고 한다. Tim Worstall, 2017, The Economic Mistake Behind Tenure Voting for US Stockholders, Forbes, Feb. 3 참조.

38) Dallas and Barry (2016), pp.568-576 참조.

39) Dallas and Barry (2016), pp.643-645 참조.

40) Williams v. Geier, 671 A.2d 1368, 1384-1385 (Del. 1996) 참조.

50%의 의결권을 행사하였다. 1985년 말에 회사는 자본재편안을 마련하였는데 그 주요 목표는 주주들의 장기적인 이익을 도모하는 동시에 경영진이 단기적인 요소에 구애받지 않고 장기 전략을 채택할 수 있도록 한다는 것이었다. 자본재편안은 TPV를 포함하였으며 그에 의하면 정관의 변경을 통해 회사의 모든 주식은 10개의 의결권을 가지되 주식의 양도가 발생하는 경우 그러한 특성을 상실하고 양도된 주식은 1개의 의결권만을 가지며 양수인은 36개월의 기간 동안 계속하여 주식을 보유한 후에야 복수의결권을 회복하게 된다. 정관의 변경 이후 회사가 발행하는 주식에는 양도된 주식과 같이 1개의 의결권만이 인정되고 동일한 주주에 의해 계속하여 36개월 이상 보유된 후에 10개의 의결권을 가지는 주식으로 전환된다. 자본재편안은 이사회를 거쳐 1986년 정기주주총회에 부의되었다.

회사는 주주들에게 보낸 주주총회 자료에서 자본재편안이 현재의 주주들과 장기투자 주주들에게 회사의 경영에 보다 큰 발언권을 부여하며 의결권의 희석 없이 신주의 발행을 가능하게 하고 외부의 적대적 인수 시도를 억지한다는 내용을 포함시켰다. 자료에는 자본재편안의 몇 가지 단점도 설명되었는데 여기에는 장기투자 주주들에게로 의결권이 집중되면 회사의 창업자와 그 가족들도 장기투자 주주들이므로 그에게로 의결권이 집중될 수 있고 그에 따라 회사는 적대적 기업인수 대상으로서의 매력을 상실하게 된다는 점, 또, 주주들이 주주총회에서 정관의 개정에 찬성하는 것은 시장에서 높은 가격에 주식을 처분할 기회를 감소시킬 수도 있다는 점 등이 지적되었다. 주주들은 주주총회에서 72%의 찬성으로 정관의 개정을 승인하였다. 델라웨어 주 회사법 §242(b)(1)에 의하면 정관변경의 결의는 단순다수결에 의한다.

그러자 한 주주(Williams)가 회사와 이사들을 상대로 소송을 제기하였다. 원고는 자본재편안의 유일한 목적은 회사 경영진의 지위보전과 지배주주로 하여금 경영권을 유지한 채 지분 일부를 처분할 수 있도록 하는 것이라는 점, 자본재편안은 델라웨어 주 회사법의 원칙에 반하여 동일한 종류의 주식 간에 의결권의 차별을 조성하는 것이며 주식의 양도성을 제한하는 것이라는 점 등을 내세워 이사회가 주주들이 자본재편안에 찬성하도록 강제함으로써 충실의무를 위반하였다고 주장하였다. 그러나 델라웨어 주 1심법원과 대법원은 자본재편안을 집행하기 위한 정관 개정을 결의한 이사회는 경영판단 원칙의 보호를 받으며 그 결의의 불공정성에 대한 입증책임은 원고에게 있고 원고는 그 불공정성에 대한 입증을 다하지 못하였다고 하여 원고의 청구를 기각하였다.<sup>41)</sup>

41) 이후의 1심 판결 중에는 TPV가 델라웨어 주 회사법의 지지를 받지 못한다는 언급이 들어 있는 것이 있다. *Mercier v. Inter-Tel, Inc.*, 929 A.2d 786, 815 n.82 (Del. Ch. 2007) 참조.

#### 4. 평가

주식의 보유기간에 비례하여 의결권을 복수로 부여한다는 것은 단기투자자는 기업가치에 반하는 행동을 할 가능성이 높고 따라서 장기투자자를 우대하여 장기투자를 장려해야 한다는 통상적인 생각에<sup>42)</sup> 기초한다. 이 생각에 따르면 기업 경영자의 의무도 단기적인 주가상승이 아니라 장기적인 투자수익의 시현이다.<sup>43)</sup> 장기투자 주주는 충성도라는 심리적인 이유가 아니라 경제적 효율성의 관점에서 호의적인 대우를 받는다. TPV는 주주민주주의의 이념과도 일치한다는 시각이 있다. 통상적인 형태의 차등의결권제도와는 달리 TPV 아래서는 지배주주, 기관투자자, 소액주주 등 모든 주주가 정해진 조건하에 동등한 대우를 받을 뿐 아니라 동등한 기회도 보장받기 때문이다.<sup>44)</sup>

그러나 장기투자자 우대는 그것이 제도화되는 경우 국내에서는 재벌총수와 가족들에 대한 우대와도 연결되기 때문에 부정적으로 보이기도 할 것이다. 실제로 장기투자자를 우대하자는 서구에서의 논의는 주로 연기금, 보험회사인 기관투자자들이 장기투자자들이기 때문이다. 어차피 장기적으로 주식을 보유할 계획을 가지고 있는 기관들에게 TPV는 추가적인 인센티브로 작용한다. 일부 재벌총수들이 지배주주와 경영자의 지위를 겸하고 있어 경영권의 사적 이익을 추구하는 행위가 있지만 그를 제외하고 본다면 회사의 장기적인 가치에 자신의 경제적 이해관계가 걸려있다는 점은 기관투자자들과 같다. 장기투자자인 기관들에게 정치적, 재무적 인센티브를 부여하게 되면 기관들이 주주총회와 기업지배구조에 상대적으로 무관심한 경향도 시정될 수 있을 것이다. 기관들은 실적 압박을 받기 때문에 단기투자자이기 쉬운데 장기투자주주 우대는 그 문제도 바로 잡을 수 있다. 헤지펀드를 포함한 행동주의 주주들이 TPV에 반대할 가능성이 있으나 행동주의 주주들이야말로 장기적인 관점에서의 투자를 표방하고 회사 경영의 장기적인 비전을 요구하는 주주들이므로<sup>45)</sup> TPV에 반대하는 것은 모순된 행동이다.

한편, TPV의 실무적인 단점으로 TPV를 채택하면 실질주주를 확인하는 데 상당한 행정적인 비용이 수반된다는 것을 들 수 있다. 실제로 로퍼(Roper)가 2006년에 TPV를 폐기하면서 이를 이유로 든 사례가 있다.<sup>46)</sup> 그러나 국내에서는 이미 6개월 이상의

42) Lynne L. Dallas, 2012, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", 37 Journal of Corporation Law 265 참조(강력한 소수주주 보호장치를 가진 국가는 자본시장의 시가총액은 높으나 혁신이 부족하다는 연구).

43) Filippo Belloc, 2013, "Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection", 37 Cambridge Journal of Economics 863 참조.

44) Berger et al. (2016), pp.21-22, p.23 참조.

45) Lucian Bebchuk et al., 2015, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 115 Columbia Law Review 1085 참조.

46) Berger et al. (2016), pp.25-29 참조.

계속적인 주식 보유가 주주권 행사의 요건인 경우가 있고 주주총회를 위한 실질주주 증명 절차도 잘 가동하고 있기 때문에 큰 문제로 보이지는 않는다. TPV를 채택한 경우 그 혜택을 받는 주식은 그 자체로 복수의결권을 부착하는 것이 아니라 시간의 경과에 따른 요건의 충족으로 주주총회에서 복수의 의결권을 인정받을 뿐이므로 TPV를 폐기하기로 결정하는 경우에도 해당 주식을 다른 주식과 교환해 주는 절차는 필요 없을 것이다.

## V. 입법론

### 1. 기업공개와 복수의결권주식

미국기업들은 기업공개 시부터 다른 여러 경영권방어 장치와 함께 복수의결권주식을 경영권방어 장치로 활용한다. 기업공개에 있어서는 차등의결권제도를 포함한 경영권 안정 장치가 잘 갖추어지지 않으면 회사의 종업원들이 기업공개 후에 시장에서 주식을 처분하는 데 제약이 발생하기 때문에 기업공개 자체에 부정적인 영향을 미치기도 한다. 한 연구에 의하면 1988년에서 1992년 사이에 기업을 공개한 1,019개의 기업들 중 47%가 각종 경영권방어 장치를 마련하였고 5%가 복수의결권주식을 발행하였다.<sup>47)</sup> 또 다른 연구에 의하면 1994년에서 1997년 사이에 기업을 공개한 310개 기업들 중 6.4%가 복수의결권주식을 발행하였다.<sup>48)</sup> 기업공개 시에 복수의결권주식을 발행하는 경향은 최근에 더 심화되어서 2015년에는 8월 기준으로 기업공개 기업의 14%가 복수의결권주식을 발행하였다.<sup>49)</sup>

법무부가 한 때 마련한 바 있는 상법개정안의 차등의결권 관련 조항은 회사설립 시의 정관 또는 총주주의 동의에 따라 변경된 정관에 의해 회사가 의결권이 복수인 주식을 발행할 수 있다고 하였다. 회사가 복수의결권주식을 발행하는 경우 정관으로 복수의결권주식의 의결권의 수, 복수의결권주식의 배정방법, 일정한 사유가 발생한 때에는 주주

47) Laura Field, Jonathan Karpoff, 2002, "Takeover Defenses of IPO Firms", 57 Journal of Finance 1857 참조.

48) Robert Daines, Michael Klausner, 2001, "Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs", 17 Journal of Law, Economics and Organization 83; Michael Klausner, 2003, "Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stages", 152 University of Pennsylvania Law Review 755 참조.

49) Kristin Lin, 2015, "The Big Number-Share of IPOs This Year With Dual-Class Stock Structures", Wall Street Journal, Aug. 17 참조.

가 복수의결권주식의 상환을 청구하거나 회사가 복수의결권주식을 상환할 수 있다는 뜻 등을 정하도록 하였다. 그리고 복수의결권주식의 의결권의 수는 1주당 3개를 초과할 수 없으며 상장회사는 상장 이전에 발행한 복수의결권주식 이외에 새로운 복수의결권주식을 발행할 수 없다고 하여 미국의 제도와 같은 태도를 취하였다. 국내에서 다시 복수의결권주식을 도입하기로 하는 경우 동 개정안을 그대로 활용하면 될 것이다.

## 2. 경제정책적 고려

지배주주가 향유하는 유형 또는 무형의 이익이 많은 경우 지배주주는 결코 경영권을 포기하지 않게 되고 1주 1의결권 원칙 때문에 지배주주들은 가능한 한 많은 직접 지분을 확보하려는 노력을 기울이게 된다. 여기서 여러 가지 부작용이 발생한다. 회사가 성장할수록 유상증자를 통해 지배주주의 지분은 희석되고 2세, 3세로 승계될수록 상속세 부담 때문에 지분의 규모는 줄어든다. 경영권을 유지하는 데는 추가적인 노력이 필요하지만 지배주주의 재무적 역량에는 한계가 있다. 지배주주는 재무적 역량을 회사에 집중시킬 수밖에 없고 그에 따라 투자위험을 분산시키지 못하게 되어 사업상의 위험 인수에 보수적인 경향을 보이게 되며 헤징에 집착하기도 한다. 실제로 많은 지배주주들이 금융기법을 활용하여 지분의 집중에서 발생하는 위험을 헤지하거나 의결권의 수를 인위적으로 늘리고 있다.<sup>50)</sup> 미국에서는 차등의결권제도에 회의적인 시각에 입각하여 복수의결권주식을 폐지하게 되면 지배주주들이 결국 순환출자나 피라미드형 구조를 형성하여 계열사의 지분으로 경영권을 유지하려 할 것이기 때문에 폐지의 실효성은 의문이라는 지적이 있다.<sup>51)</sup>

복수의결권제도를 일반적으로 도입하기 어렵다면 주식의 보유기간에 연계하여 복수의 의결권을 부여하는 제도인 TPV는 적극적으로 검토해서 채택해야 할 것이다. 이는 재벌그룹들의 지배주주들 뿐 아니라 모든 주주들에게 공평하게 적용되는 인센티브를 가지고 있다. 주식의 양도나 상속으로 경영권의 이동이 발생하는 경우 이동 대상 주식은 원점에서 다시 시작하기 때문에 의결권의 차등 측면에서 지배주주가 경영권 프리미엄을 향유할 방법도 없다. 다만 우리나라 재벌그룹의 지배주주들은 계열사 지분을 통해 경영권을 강화하고 있고 계열사 지분은 대개 장기투자 지분이어서 이 제도는 소유와 지배간의 지나치게 큰 괴리를 발생시킬 수 있다는 점이 문제로 남는다.

50) Henry Hu, 1991, "New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare", 69 Texas Law Review 1273; Wolf-Georg Ringe, 2016, "The Deconstruction of Equity", Oxford University Press 참조.

51) Lucian Bebchuk, Oliver Hart, 2002, "A Threat to Dual-Class Shares", Financial Times, May 31 참조.

복수의결권주식 발행의 허용 여부는 증권거래소들 간의 국제적 경쟁에도 하나의 변수가 된다. 영국의 축구팀 맨체스터 유나이티드가 2012년에 뉴욕증권거래소에서 기업을 공개한 것은 런던증권거래소가 복수의결권주식을 허용하지 않기 때문이었다.<sup>52)</sup> 또, 2013년에 미국에서 기업을 공개한 9개의 중국기업들 중 8개가 차등의결권제도를 채택하였다.<sup>53)</sup> 2014년에 알리바바가 창업자 그룹의 경영권 확보에 필요한 차등의결권을 허용하지 않는 홍콩증권거래소(HKEX)에서의<sup>54)</sup> 기업공개를 포기하고 뉴욕증권거래소를 선택한 사례도 그를 잘 보여준다.<sup>55)</sup> 알리바바의 기업공개 규모는 250억 달러였다. 2010년 이래 40억 달러가 넘는 기업공개거래를 유치해 본 적이 없는 HKEX는 차등의결권제도에 대한 논란에 휩싸였으나 결국 종래의 입장을 유지하여 1주 1의결권 원칙을 고수하기로 하고 2015년 10월에 그 결정을 공표하였다.<sup>56)</sup>

## VI. 맺는 말

이 글에서 살펴 본 바와 같이 복수의결권주식의 발행을 허용하는 차등의결권제도는 미국 기업지배구조의 중요한 특징들 중 하나이다. 국내에서는 부정적인 이미지를 가지고 있는 복수의결권주식이 기업지배구조 차원에서 선진국인 미국 제도의 일부이고 버크셔와 같이 최상의 기업지배구조 보유 기업으로 인정받는 회사도 이를 채택하고 있다는 점, 또 기업지배구조 측면을 포함한 여러 면에서 일급의 선진국으로 평가되는 스웨덴에서 상장회사의 대다수가 복수의결권주식을 발행하고 있다는 점 등은 복수의결권주식이 기업지배구조에 미치는 영향이 최소한 중립적인 것으로 평가할 수 있을 것이다.

52) Steven M. Davidoff, 2012, "In Manchester United's I.P.O., a Preference for American Rules", New York Times DealBook, July 10 참조.

53) Wen (2014), p.1508 참조.

54) HKEX Main Board Listing Rule 8.11. (이 규정은 예외적인 경우에는 복수의결권주식의 상장을 허용할 수 있다고 한다. 알리바바는 그 예외로 인정받지 못하였다)

55) "NYSE to Run Software Tests for Trading Firms Ahead of Alibaba IPO", 2014, New York Times, July 1 참조. 알리바바는 차등의결권제도를 선택하지 않고 케이만제도에 페이퍼 컴퍼니를 새로 설립하여 그 회사를 공개하였다. 케이만 회사는 중국의 알리바바와 아무런 지분관계도 없고 중국의 알리바바로부터 이익의 100%를 이전받기로 한다는 계약을 체결하였다. 따라서 알리바바의 지배구조는 기업공개 이전의 지배구조와 같다. 많은 전문가들이 이 구조의 위험성을 지적하였으나 알리바바는 성공적으로 기업을 공개하였다. Yu-Hsin Lin, Thomas Mehaffy, 2016, "Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control", 10 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 437 참조.

56) K.C. Chan, 2014, "Asian Corporate Governance - And the Case of Dual Class Shares", 26-3 Journal of Applied Corporate Finance 50 참조.

특히 보유기간과 연동하여 복수의 의결권을 인정하는 제도는 경제민주화 조류와 주주 민주주의의 이념에 비추어 보아도 중립적인 제도인 것으로 보인다.

1주 1의결권 원칙이 주주권의 보호 측면에서는 우월한 원칙임이 세계적으로 널리 인정되고 있으나 1주 1의결권 원칙에는 정치적 민주주의 이념이 반영되어 있음도 부인하기 어렵다. 사업조직인 회사의 지배구조에 정치적 민주주의의 의사결정 방법이 강행적으로 적용되는 것이 옳은지는 의문이다. 물론 국내에 복수의결권주식을 도입하는 경우 그 결과로 순환출자나 계열사를 통한 지배력의 유지가 해소될 가능성은 그리 크지 않을 것이고 오히려 직접 지분과 의결권간의 괴리를 더 크게 하는 데 기여하는 또 하나의 추가적인 도구만 제공하고 끝날 염려도 있다. 그러나 이는 기업공개 시에 한하여 복수의결권주식의 발행을 허용하고 회사가 성장한 후에는 차등의결권을 폐기하는 주주제안과 실무를 개발함으로써 어느 정도 불식될 수 있을 것이다.

## 〈참고문헌〉

- 김화진, “독일 회사법의 최근 동향,” 선진상사법률연구 제75호 133 (2016)
- Allen, William T. et al., Commentaries and Cases on the Law of Business Organization (4th ed., Wolters Kluwer, 2012)
- Bauguess, Scott W. et al., Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights, 36 Journal of Banking & Finance 1244 (2012)
- Belloc, Filippo, Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection, 37 Cambridge Journal of Economics 863 (2013)
- David J. Berger. et al., Tenure Voting and the U.S. Public Company, Working Paper (2016)
- Butzke, Volker, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft (5. Aufl., Schäffer Poeschel, 2011)
- Chan, K.C., Asian Corporate Governance - And the Case of Dual Class Shares, 26-3 Journal of Applied Corporate Finance 50 (2014)
- Dallas, Lynne L., Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance, 37 Journal of Corporation Law 265 (2012)
- Dallas, Lynne L., Jordan M. Barry, Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 Delaware Journal of Corporate Law 541 (2016)
- DeAngelo, Harry & Linda DeAngelo, Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, 14 Journal of Financial Economics 33 (1985)
- Fried, Jesse M., The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders, 124 Yale Law Journal 1554 (2015)
- von Hein, Jan, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (Mohr Siebeck, 2008)
- Hüffer, Uwe, Aktiengesetz (11.Aufl., C.H.Beck, 2014)
- Lin, Yu-Hsin, Thomas Mehaffy, Open Sesame: The Myth of Alibaba’s Extreme Corporate Governance and Control, 10 Brooklyn Journal of Corporate,

- Financial & Commercial Law 437 (2016)
- Masulis, Ronald W. et al., Agency Problems at Dual-Class Companies (ECGI Working Paper, 2008)
- McKinnon, Christopher C., Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical & Empirical Buy-Side Analysis, 5 Michigan Business & Entrepreneurial Law Review 81 (2015)
- Rose, Caspar, Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses, 13 European Journal of Law and Economics 91 (2002)
- Saenger, Ingo, Mehrstimmrechte bei Aktiengesellschaften, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, 1813
- Seligman, Joel, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, 54 George Washington Law Review 687 (1986)
- Verse, Dirk A., Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften (Mohr Siebeck, 2006)
- Wen, Tian, You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges, 162 University of Pennsylvania Law Review 1495 (2014)