

종류주식제도의 개선방안

권종호(건국대 법대 교수)

I. 개관

- 현행 상법에서 인정하고 있는 종류주식은 3유형. 즉 ①이익배당, ②건설
이자배당, ③잔여재산분배에 관해 내용이 다른 주식(상법 제344조 제1항).
그러나 실제로 이용되는 종류주식은 배당우선주 하나뿐임
- 종류주식의 다양화는 발행회사의 입장에서 보면 자금조달수단의 다양화
를 의미하지만, 투자자에게 있어서는 투자상품의 다양화를 뜻하고 금융기
관의 입장에서는 취급하는 금융상품의 다양화를 의미. 바로 이 점 때문에
미국에서는 일찍부터 다양한 유형의 종류주식을 인정하여 왔고 일본의
경우도 2001년 상법개정에서 대폭적으로 새로운 유형의 종류주식을 도입
하였으며, 영국이나 프랑스 등 유럽의 경우도 최근 종류주식의 다양화에
적극적. 다만 종류주식이 방어수단으로 활용되는 것에 대해서는 신중
- 외국의 입법례
 - 종류주식에 관한 외국의 입법례는 국가별로 차이가 있지만 일반적으로
미국과 일본의 경우는 종류주식에 대한 제한이 적는데 반해 유럽에서는
상대적으로 엄격
 - 미국에서는 종래부터 종류(class)가 다른 주식뿐만 아니라 같은 종류주식
내에서도 조(series)가 다른 주식을 발행하는 것을 인정하여 왔고, 또한
의결권에 관해서도 1주1의결권과는 다른 내용을 정하는 것을 인정하는
등 종류주식의 다양화에 적극적. 그리고 배당액이 특정사업부문이나 자
회사의 업적에 연동하는 트랙킹스톡도 종류주식의 한 유형으로 인정

- 독일의 경우에는 1998년 KonTrag의 제정을 통해 ①1주1의결권원칙의 법정, ②복수의결권주식 기타 보통주식과의 비비례적인 의결권제도의 금지, ③의결권의 상한을 정하는 의결권제한(voting cap)의 금지 등 규제를 강화. 이탈리아의 경우도 복수의결권주식을 금지하고 최근에는 상장회사에 대해 voting caps도 금지하는 등 상대적으로 엄격한 규제를 하고 있음
- 이에 대해 프랑스의 경우에는 종류주식에 대해 상당히 유연. 복수의결권주식의 경우 2년 이상 보유한 주식에 대해서는 의결권을 2배로 하는 것이 가능하며, voting caps도 도입이 가능하나 매수자가 회사자본 또는 의결권의 3분의2를 취득한 경우에는 당해 규정은 무효
- 영국의 경우에는 의결권제한주식, 무의결권주식 및 복수의결권주식은 법적으로는 가능하며,1) 종래에는 복수종류주식을 이용한 회사가 미국보다도 많았음. 그러나 현재에는 복수종류주식을 이용하는 회사는 거의 없다고 하나 실은 꽤 많이 존재한다는 조사결과도 있음2)
- 일본의 경우는 2001년 상법개정을 통해 다양화된 종류주식이 2005년 신회사법에서도 그대로 승계됨으로써 현재는 총9종류의 종류주식이 허용. 즉 ①잉여금배당(잉여금배당에 관한 종류주식), ②잔여재산분배(잔여재산분배에 관한 종류주식), ③주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항(의결권제한주식), ④주식양도에 관해 회사의 승인을 요하는 것(양도제한주식), ⑤주주에 의한 주식의 취득청구(취득청구권부주식), ⑥회사에 의한 주식의 강제취득(취득조항부주식), ⑦회사에 의한 전주식의 강제취득(전부취득조항부주식), ⑧주주총회·이사회결의사항 중에서 당해결의외 특정종류주주로 구성된 종류주주총회의 결의가 필요한 것(거부권부주식), ⑨종류주주총회에서 이사·감사를 선임하는 것(임원선해임권부주식)에 관해 내용이 다른 주식이 그것. 1주1의결권원칙 또한 단원주제도로 인하여 사실상 포기한 것으로 이해되고 있음

1) M. Goergen and L. Renneboog 'Strong Managers and Passive Institutional Investors in UK', F. Barca and M. Becht, The Control of Corporate Europe(Oxford 2001), p.278.

2) M. Bennedsen and K. Nielsen, Nielsen "The Impact of a Break-Through Rule on European Firms"(2002) Center for Economic and Business Discussion Paper, available at <http://ssrn.com/abstract=328020>. 동 논문에 의하면 영국의 공개회사 중 복수종류주식을 이용하고 있는 회사는 다른 어떤 EU국가보다도 많고 EU전체에서 복수종류주식을 이용하고 있는 1,035사중(조사대상공개회사 5,162사의 약 20%) 중 467사(약 45%)가 영국회사

II. 2008년 개정안상의 종류주식의 유형

- 2008년 법무부의 상법개정안에 의하면 주식회사는 ①이익배당, ②잔여재산분배, ③주주총회에서 의결권행사. ④주식의 양도제한, ⑤주식의 상환, ⑥주식의 전환에 관해 내용이 다른 주식을 발행할 수 있음(제344조 1항).
- 이 중 ① 및 ②는 현행상법에서도 인정되고 있는 것이고 ⑤ 및 ⑥의 경우는 현행의 상환주식과 전환주식을 기초로 한 것이라는 점에서 새로이 도입한 종류주식은 ③ 및 ④, 즉 의결권제한주식과 양도제한주식에 지나지 않음. 그러나 2006년 6월에 법무부가 발표한 상법개정안에서는 거부권부주식과 임원선해임권부주식이 포함되어 있었으나, 방어수단으로서 활용 가능성을 이유로 2008년 개정안에서는 삭제

1. 의결권제한주식

(1) 의의

- 의결권제한주식이란 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항에 관해 내용이 다른 주식.³⁾ 개정안에 의하면 어떤 종류의 주식은 모든 결의사항에 관해 의결권이 없거나(완전무의결권주식), 특정사안(예컨대 이사의 선임, 재무제표의 승인)에 관해서만 의결권이 있거나 혹은 없는 것으로 할 수 있는데, 이를 총칭하여 의결권제한주식이라고 함(개정안 제344조의3 제1항).

(2) 용도

가. 주주간계약의 회사법상 유효화

- 종류주식의 중요기능은 이른바 “주주간 계약”을 회사법상으로도 효력을 갖도록 하는 수단으로서의 이용. 의결권제한주식이 이러한 목적으로 사용되는 전형적인 경우로서는 중소기업의 동업자나 합작회사의 파트너간에

3) 미국의 경우 의결권제한주식은 정관의 정함이 있으면 발행할 수 있다(MBCA §6.01(c)(1), Del. Code Ann. tit. 8, §151(c), §212(a) et al). 독일의 경우에는 의결권제한주식(일부무의결권주식)의 발행은 허용되지 않고, 누적적 우선주에 한해 무의결권주식(완전무의결권주식)으로 발행할 수 있다(주식법 제139조 제1항).

지분비율에 상관없이 의결권비율을 동일하게 하고자 할 때 지분비율이 높은 쪽의 주식의 일부를 의결권제한주식으로 하는 경우

- * 공동출자로 합작회사를 설립하면서 당사자간에 예컨대 지분비율은 6대4로 하더라도 의결권 비율은 1:1로 하는 주주간 계약을 체결할 수가 있음. 그러나 이 계약을 위반하여 의결권행사가 이루어지더라도 주주총회의 효력은 부정할 수 없고, 단지 채무불이행으로서 손해배상책임을 물을 수 있을 뿐임. 이러한 상황에서는 다수과주주가 소유하는 주식의 일부를 의결권제한주식(완전무의결권주식)으로 하면 주주간의 계약을 회사법적으로도 유효한 것으로 할 수 있음

나. 방어수단으로서 활용

- 의결권제한주식을 이용한 방어수단으로는 정관에서 정한 사유에 해당하는 자가 보유한 주식 전부를 의결권제한주식으로 하는 방법과 일정비율을 초과하는 주식에 대해서만 의결권제한주식으로 하는 방법이 그 전형.
- 상법개정안에 의하면 의결권제한주식을 발행하려면 정관에서 정한 바에 따라 의결권행사조건을 정하여야 함(개정시안 제344조의3 제1항). 따라서 의결권행사조건으로 예컨대 “발행주식총수의 20%미만일 것”을 정하면 적대적 매수자가 아무리 많은 주식을 취득하더라도 행사할 수 있는 의결권은 20%로 제한되므로 강력한 방어수단으로 활용할 수 있음
- 적대적 매수자에게 의결권을 행사시키지 않겠다는 발상은 미국에서도 각 주의 회사법이 인정하고 있으며, 현재 27개주가 채용하고 있는 이른바 지배주식취득조항(control share acquisition provision)⁴⁾이 그것⁵⁾

□ 주주평등원칙과의 관계

4) 대상회사의 의결권총수의 일정비율이상을 취득한 자는 이해관계가 없는 주주의 다수결에 의한 승인이 없으면 의결권을 행사할 수 없다는 규정이 그것인데, 이 규정은 적대적 매수의 성패를 대상회사의 주주의 집단적 결정에 맡기는 것이므로 강압적인 매수에 대한 방어수단으로 이해되고 있다(Booth, The Promise of State Takeover Statutes, 86 Mich. L. Rev. 1671(1988) 1674).

5) 우리나라에서 감사의 선임의 경우 3%이상의 주식에 대해 그 초과분에 대해 의결권을 인정하지 않는 것(상법 제409조 제2항)도 목적은 다르지만 이와 유사한 발상이다.

- 다만 의결권을 이처럼 지주비율을 기준으로 차별화하는 것에 대해서는 주주평등의 원칙과의 관계에서 논란의 여지가 있음, 일본에서는 법이 허용하는 불평등으로서 유효하다는 견해와 위법이지만 강한 합리성과 필요성이 있는 경우에는 유효하다는 견해가 대립하고 있으나, 어느 설이나 절대무효로 보지 않는다는 점에서는 공통
- 일본에서는 이처럼 보유주식수를 기준으로 차별적인 취급을 하는 의결권 제한주식에 대해서는 합리성과 필요성이 인정되는 경우에는 방어수단으로 사용하는 것이 가능하다는 것이 다수설. 우리나라의 경우에는 일본과는 달리 주주평등원칙에 대해 엄격히 해석하는 경향이 있고, 또한 일본의 경우에는 주주평등원칙에 관해 “주식의 내용과 수에 따른 평등”, 바꾸어 말하면 “주식의 내용과 수가 다른 경우에는 차별 취급”을 가능하게 하는 입법(신회서법 제109조 제1항)이 이루어졌으나 우리나라에서는 그러하지 않기 때문에 보유주식수를 기준으로 주주를 차별하는 의결권제한주식에 대해서는 그 당부를 둘러싸고 논란의 여지가 있을 것으로 생각됨
- 사건으로는 합리적인 차별, 즉 주주간에 불평등한 취급을 하지 않으면 주주의 공동이익이나 기업가치를 보전할 수 없는 상황이라면 그 한에 있어서는 주주평등원칙도 우선하는 가치는 아니라고 보아야 할 것이고, 따라서 의결권제한주식이 주주의 공동이익을 보호하고 기업가치를 제고하는 경우라면 당연히 정당화된다고 봄
- 의결권제한주식은 다른 종류주식과 결합할 경우 원시형태의 포이즌필로도 사용이 가능

2. 양도제한주식

(1) 의의

- 양도제한주식이란 주식양도에 관해 이사회의 승인을 요하는 점에 있어서 다른 주식과 내용이 다른 주식. 현행상법에서는 주식의 양도를 제한하려면 모든 주식을 대상으로 하여야 하나, 개정시안에 의하면 회사는 정관을 통해 주식의 종류별로 양도제한주식으로 하는 것은 물론이고 발행주식의

일부를 양도제한주식으로 하는 것도 가능(제344조의6)

- 따라서 보통주식은 상장을 원하지만 우선주식은 비상장주식으로 하고자 하는 경우라면 우선주식에 대해서는 양도제한주식으로 함으로써 소기의 목적을 달성할 수 있음. 뿐만 아니라 양도제한의 유무만으로도 하나의 종류주식을 구성하므로 보통주만 발행하고 있는 회사의 경우에도 그 일부에 대해 양도제한주식으로 할 수 있음.⁶⁾ 따라서 벤처기업에서 창업자나 중요주주가 보유하고 있는 주식에 대해서만 양도제한으로 하는 것도 가능

(2) 방어수단으로서 활용

- 양도제한주식을 활용한 방어수단으로서는 주식수를 기준으로 일정수 이상의 주식에 대해서만 양도제한을 하는 방법을 생각할 수 있음. 즉 지배권에 영향을 미칠 수 있는 주식(예컨대 발행주식총수의 20%이상)의 양도에 대해서만 이사회가 승인을 얻도록 하고, 그 이외의 주식에 대해서는 양도를 자유롭게 하는 방법

- 이 방법은 처음부터 주식에 대해 양도제한을 하는 것이 아니라 일정한 조건을 충족할 때 비로소 양도제한이 된다는 점에 특징이 있는데, 독일이나 스위스에서는 이 방식이 방어수단으로서 널리 쓰이고 있는 것으로 알려지고 있음.⁷⁾

- 그러나 이 방식은 현행의 주식양도제한제도(이른바 전주식양도제한제도) 하에서도 불가능한 것은 아님. 정관으로 주식양도에 대해 이사회가 승인을 얻도록 하지만 그 대상을 일정수 이상(발행주식총수의 20%이상)의 양도인 경우로 국한하는 방법이 그것.

- 이 대해서는 주식수를 기준으로 양도제한을 차별화하는 것에 대해서는 사실상 양도주주의 속성에 따른 불평등취급이고 따라서 주식양도제한제도의 취지상 허용될 수 없다는 입장이 있지만, 오히려 주식양도시 이사회가 승인을 얻어야 할 기회를 대폭적으로 줄여준다는 점에서 주주의 편의성이라는 측면에서 그 합리성은 충분히 인정되고, 따라서 부정할 이

6) 물론 이렇게 되면 양도에 제한이 있는 주식은 양도제한주식으로서 종류주식을 구성하고, 양도에 제한이 없는 주식은 양도제한이 없는 주식으로서 종류주식의 한유형을 구성하게 된다.

7) 법무부 방어수단개선위원회에서 이준섭교수가 발표한 자료에 의함

유는 없다고 봄

3. 상환주식

(1) 의의

- 상환주식이란 주식의 상환, 즉 이익으로써 하는 주식소각에 있어서 내용이 다른 주식(개정안 제345조). 현행상법은 상환주식에 대해 단지 어떤 종류주식에 부과할 수 있는 속성의 하나에 지나지 않는 것으로 보고 있으나, 개정안은 종류주식의 하나로 인정
- 현행상법에 의하면 상환주식의 상환은 회사에 의해서 뿐만 아니라 주주의 청구에 의해서도 할 수 있음. 다만 대상주식과 상환재원에 대해서는 이익배당우선주식에 한해 배당가능이익으로만 상환이 가능하도록 엄격히 제한하고 있음(제345조 제1항). 그 때문에 이익배당우선주 이외의 종류주식의 경우에는 회사가 매입하여 소각하는 것이 불가능하고, 또한 재원규제와 관련해서도 현금 이외에 유가증권이나 기타 재산을 대가로 하는 것이 가능한지 논란이 있었음
- 개정안에서는 이러한 점을 고려하는 한편 법률관계를 명확히 하기 위하여 상환주식을 회사측에 상환권이 있는 것(상환조항부주식· 동조 제1항)과 주주에게 상환청구권이 있는 것(상환청구권부주식· 제3항)으로 구분한 다음, 상환의 대가는 현금이외에도 유가증권, 그 밖의 자산(사채 등)도 가능한 것으로 하였음(제4항). 다만 “다른 종류의 주식”은 제외하기로 하였는데, 그 이유는 다른 종류의 주식을 대가로 하게 되면 그것은 전환주식이 되기 때문
- 그리고 상환주식은 이익배당 및 잔여재산분배에 관한 종류주식, 의결권 제한주식, 양도제한주식에 한해 발행할 수 있도록 하였는데(제5항), 이는 상환주식의 대상을 확대하는 한편 보통주식을 상환주식으로 발행하는 것은 방지하기 위해서임(제5항의 반대해석).

(2) 방어수단으로서 활용

- 전술한 바와 같이 개정안에 의하면 (i) 보통주식은 상환주식으로 발행할 수 없고 (ii) 대가로는 종류주식을 교부할 수 없음. 방어수단으로서 가장 확실한 방법은 적대적 매수자의 주식(보통주식)을 강제로 상환하는 것임. 그런데 (i)은 그것이 불가능함을 의미.
- 그리고 상환주식을 이용한 방어수단으로서 생각해 볼 수 있는 또 하나의 방법은 주주에 대해 우선주를 상환주식으로 발행하여 무상으로 배정하고 유사시에 적대적 매수자를 제외한 일반주주로부터 우선주를 강제상환하면서 그 대가로 보통주식을 교부하는 것임.⁸⁾ 그러나 (ii)는 그것이 불가능함을 의미. 그런 의미에서 개정안상의 상환주식은 방어수단으로 이용에는 한계가 있음

(3) M&A연구회에서 논의

- 상환주식의 방어수단으로서 활용가능성에 관해 보고자는 개정시안에 의하면 한계가 있음을 지적하였으나, 이에 대해 “우선주를 상환주식으로 발행해 두고 적대적 M&A가 시도되는 경우 대상기업이 상환주식을 상환해 일시적으로 막대한 현금유출을 발생시키는 형태로 방어수단으로 활용이 가능하다는 의견이 개진되었음
- 그러나 이러한 방식으로 상환주식을 방어수단으로 사용하는 것은 현실적으로 상당한 어려움이 있는 것으로 사료됨. 왜냐하면 상환주식을 발행하려면 먼저 정관으로 상환가액, 상환기간, 상환의 방법과 상환할 주식의 수를 정하여야 하므로(개정안 제345조 제1항) 자칫하면 적대적 M&A와 상관없이 회사는 엄격한 상환책임을 부담하여야 하는 문제가 있음. 뿐만 아니라 상환기간이 경과한 후 적대적 매수자가 나타나면 상환주식은 방어수단으로 활용할 수 없음. 그리고 우선주를 무의결권주식으로 발행할 경우에는 발행한도제한(상법의 경우 발행주식총수의 4분의1, 자통법의 경우 2분의1)이 있어서 우선주(무의결권주식)를 무한정 발행할 수 없을 뿐만 아니라 상환재원에 대해서도 배당가능이익으로 제한되므로(제345조 제1항) 배당가능이익이 없는 기업의 경우에는 방어수단으로 사용할 수 없음

8) 이는 적대적 매수자의 지분비율을 떨어뜨려 경영권을 방어하는 방법이다.

4. 전환주식

(1) 의의

- 전환주식이란 주식의 전환, 즉 다른 종류의 주식으로 전환을 하는데 있어서 내용이 다른 주식을 말함(개정안 제346조). 전환주식 역시 현행상법은 종류주식에 부과할 수 있는 속성의 하나로 보고 있으나 개정안은 종류주식의 하나로 인정
 - 현행상법에 의하면 전환주식의 전환은 주주의 청구에 의해서만 가능하고(제346조 제1항) 회사는 할 수 없음. 그 때문에 회사로서는 배당압력을 피하기 위해 우선주를 다른 종류의 주식으로 전환하려고 해도 불가능할 뿐만 아니라 기업공개나 구조조정과정에서 종류주식의 단순화, 주주관리비용의 절감 등을 목적으로 전환주식을 활용하는 것도 여의치 않음. 개정안에서는 이점을 고려하여 전환주식을 회사측에 전환권이 있는 것(전환조항부주식· 제2항)과 주주측에 전환청구권이 있는 것(전환청구권부주식· 제1항)으로 이원화.
 - 그러나 전환의 대가는 현행상법에서와 마찬가지로 다른종류주식으로만 국한하고 현금, 유가증권 기타 재산을 교부하는 것은 제외하였는데, 그 이유는 전환주식이 상환주식화하는 것을 방지하기 위해서임

(2) 방어수단으로 활용

- 방어수단이라는 측면에서는 현행상법에서와 마찬가지로 전환은 종류주식 간에만 인정하므로 특별히 개선된 것은 없음. 다만 종류주식이 다양화된 결과 전환대상주식의 범위가 확대되면서 종류주식간의 조합에 있어서 전환주식의 촉매제로서의 기능이 증대되었다는 점은 주목할 필요가 있음
 - 종류주식이 사실상 배당우선주가 유일한 경우에는 전환주식은 방어수단으로 활용이 어려우나 개정안에서처럼 의결권제한주식이 종류주식의 한 유형으로 도입되면, 보통주식을 전환조항부주식으로 발행하면서 전환대상주식을 의결권제한주식으로 하면 사실상 포이즌필과 유사한 방어수단이 되기 때문.⁹⁾¹⁰⁾

- 전환대상을 종류주식으로 국한하지 않고, 현금이나 유가증권 기타 재산으로까지 그 범위를 확대하였다면 전환주식은 보다 강력한 방어수단으로 활용이 가능하였을 것임. 그렇게 되면 회사는 적대적 매수자가 취득한 주식을 현금이나 사채 등으로 간단하게 전환할 수 있게 되기 때문¹¹⁾

Ⅲ. 검토사항

1. 2008년 개정안상의 과제

- 이상에서 검토한 바에 의하면 2008년 상법개정안에서 새로이 도입된, ①의결권제한주식과 ②양도제한주식, ③상환주식, ④전환주식 중 ① 및 ②는 방어수단으로서도 그 활용도가 매우 크나 ③ 및 ④는 방어수단으로서 이용에는 제약이 있거나(③) 불완전함(④)
- 방어수단은 주지하다시피 다양한 종류주식을 원활하게 조합할 수 있어야 효율적인 이용이 가능. ③ 및 ④가 방어수단으로서 이용에 제약이 있는 상황에서는 ① 및 ②조차도 방어수단으로서 효용은 제한적일 수밖에 없음.¹²⁾

2. 검토사항

① 전환주식과 상환주식의 경우 방어수단으로 활용이라는 측면에서 개정안

- 9) 개정안에 의하면 전환주식을 발행할 경우 회사는 전환조건을 정하여야 하는데(제346조 제1항·제2항), 보통주식을 전환조항부주식으로 발행하면서 전환조건으로 예컨대 발행주식총수의 20%이상에 해당하는 주식을 이사회가 승인없이 취득한 경우 취득주식전부 혹은 초과취득주식에 대해 의결권제한주식으로 강제전환하는 것으로 정할 때에는 사실상 포이즌필이 된다.
- 10) 전환조항부주식을 방어수단으로 이용하는 또 하나의 방식은 의결권제한주식(무의결권주식)을 전환조항부주식으로 하여 사전에 주주에게 무상으로 배정해 두고(이른바 수반성의 문제를 해결하기 위해서는 주식양도시에는 의결권제한주식도 동시에 양도되는 것으로 하는 것이 필요) 정관에서 정한 일정한 사유(예컨대 이사회승인 없이 일정수이상의 주식취득)가 발생한 경우 적대적 매수자 이외의 주주가 소유한 의결권제한주식을 보통주식으로 강제전환하는 방식이다. 이 방식을 취하면 적대적 매수자의 지분비율을 획기적으로 떨어뜨릴 수 있다.
- 11) 보통주식을 전환조항부주식으로 발행하면서 예컨대 발행주식총수의 20%이상을 이사회가 승인없이 취득할 경우 당해주식을 현금이나 사채를 대가로 하여 강제전환한다고 하는 경우가 그것이다.
- 12) 예를 들면 상환주식의 대상과 대가에 대한 제한이 없으면 보통주식을 상환주식으로 발행하면서 그 대가로 의결권제한주식을 교부하는 형태의 방어수단을 만들 수 있을 것이다. 그러나 개정안에서는 보통주식은 상환주식으로 할 수 없고, 종류주식은 대가로 사용할 수 없으므로 종류주식을 이용한 이러한 형태의 방어수단은 만들 수 없다.

상의 내용정도라면 충분한지?

② 전환주식과 상환주식의 경우 방어수단으로서 개선할 점이 있다면?

□ 참고로, 일본의 경우 종류주식의 한 유형으로 취득조항부주식과 취득청구권부주식을 인정하고 있음. 이는 상환주식과 전환주식을 종류주식화하는 과정에서 양 주식은 기본적으로 자기주식의 취득이라는 점에서 같고 다만 대가에 있어서 차이가 있을 뿐이라는 점¹³⁾에 주목하여 자기주식취득에 관한 옵션을 회사가 갖는 것(취득조항부주식)과 주주가 갖는 것(취득청구권부주식)으로 나누고 대가를 자유화한 것(현금이외에 유가증권 기타 재산(사채 등))임

○ 이러한 방식을 취하게 되면, 회사는 종류주식을 이용하여 다양한 형태의 방어수단을 만드는 것이 가능. 예를 들면 회사는 보통주식을 일정한 요건이 충족된 경우 현금, 사채, 다른 종류의 주식, 유가증권, 기타 재산을 대가로 강제로 매수할 수 있는 것으로 하여 발행하는 것이 가능하게 됨. 이 경우 대가가 현금이면 실질적으로 상환주식에 해당하며, 대가가 다른 종류의 주식이면 전환주식에 해당하게 되고, 사채이면 새로운 유형의 주식으로서 매수자를 강제로 퇴출시키는 효과가 있음

13) 즉 상환주식은 회사가 자기주식을 취득하면서 대가로 배당가능이익을 교부하는 것이고(자기주식 취득+대가(배당가능이익)), 전환주식은 자기주식을 취득하면서 대가로 다른 종류주식을 교부하는 것(자기주식취득 + 대가(다른 종류주식))이다.

복수의결권주식의 도입방안

I. 서설

1. 의의

- 복수의결권주식이란 1주 1의결권의 보통주를 기준으로 의결권의 수가 많은 주식(예컨대 1주 10의결권)을 말함. 차등의결권주식(dual class common stock)의 하나이며, 차등의결권주식은 보통주식을 2종류이상으로 분류해서 발행하고 각 종류마다 다른 수의 의결권을 인정하는 것을 허용하는 제도를 말함¹⁴⁾
- 우리나라의 경우에는 1주 1의결권을 원칙으로 하므로(상법 제369조 제1항) 복수의결권주식은 허용되지 않은 것으로 봄이 통설

2. 용도

(1) 주주간 계약의 회사법상 유효화

- 주로 벤처기업이나 중소기업 혹은 합작기업에서 주주간 계약으로 출자에 따른 권리와 회사지배권을 분리시키기로 한 경우 이를 회사법적으로 유효한 것으로 하는 수단으로서 매우 효율적

(2) 방어수단으로서 활용

- 복수의결권주식은 황금주(거부권부주식, 임원선해임권부주식)과 함께 방어수단으로서 그 효용이 매우 높은 것으로 평가

3. 평가

- ① 복수의결권주식은 기업지배권거래의 왜곡을 가져올 뿐만 아니라 소유구조의 측면에서도 회사의 현금흐름에 대한 권리(cash flow right)를 분리시킴으로써 분산소유구조와 지배주주구조의 모든 대리비용을 함께 발생시

14) 송옥렬, “주식제도” 「21세기 회사법 개정의 논리」 (2007) 287면.

킬 수 있다는 점이 문제점으로 지적¹⁵⁾

- ② 그러나 1주 1의결권원칙을 예외없는 규범으로 강제하는 경우 당사자들의 선택을 왜곡할 가능성이 있는데 복수의결권주식은 이를 방지하며, 기업공개를 촉진하는 효과가 있고, 기업지배권 시장에서 효율적인 경영권변동을 유도하는 측면도 존재하는 것으로 보는 견해도 있음¹⁶⁾

II. 입법례

1. 미국

- 주회사법차원에서는 복수의결권에 대한 규제는 없으나 증권거래소의 상장규정에서는 규제가 존재
 - 전통적으로 NYSE의 경우에는 1926년 이래 1주1의결권원칙을 엄격히 고수해 옴으로써 복수의결권주식의 상장은 불허. 이에 반해 AMEX의 경우에는 일정한 조건¹⁷⁾하에 복수의결권주식의 상장을 허용. NASDAQ은 복수의결권주식에 대해 아무런 규제를 하지 않음
 - 그러나 1988년 SEC는 Rule 19c-4를 제정하여 IPO의 단계에서 복수의결권주식을 이용하는 것을 제외하고는 기존의 상장회사가 이미 발행된 주식의 의결권을 제한하거나 무효로 하는 것을 금지하는 것을 골자로 하는 규제를 시도하였으나 1990년 연방항소법원에 의해 위헌결정이 남으로써 결국에는 실패함
 - 다만 Rule 19c-4는 그 후 1994년 각 증권거래소가 합의하여 마련한 “의결권기준”(voting rights policy)에 반영되어 기본골격은 그대로 유지되고 있음. 그러나 의결권기준은 Rule 19c-4에 비해 몇 가지 점에서 유연한 내용으로 되어 있는데, 복수의결권주식과 관련해서는 이미 복수의결권주식 제도를 채택하고 있는 회사가 IOP시에 복수의결권주식을 발행한 경우에

15) 송옥렬, 상계서 288면.

16) 노혁준, 법무부 방어수단개선위원회의 발표자료(2008. 7. 15)

17) 상장주식의 보유자만으로 적어도 이사의 25%를 선임할 수 있어야 함

는 IPO후에 추가로 복수의결권주식을 발행하는 것을 허용.¹⁸⁾ 또한 경제적으로 어려움을 겪고 있는 상장회사가 복수의결권을 발행하는 것이 허용되는 경우도 있음¹⁹⁾

- o 2000년 자료에 의하면 IPO를 한 회사 중 복수의결권주식을 이용한 것은 전체건수의 9.7%, IPO시가총액전체의 18.2%임.²⁰⁾ 그리고 2004년에는 Google사가 NASDAQ에 상장하면서 복수의결권주식의 발행한 것은 유명

2. 유럽

- 2004년 성립의 EU의 공개매수에 관한 지침 제11조는 공개매수기간 중에는 복수의결권주식이나 의결권제한주식을 무효로 하는 이른바 BTR (Break-through Rule)을 채택. 다만 이 BTR들의 채택은 회원국의 선택사항인데, 2007년 2월 현재 완전히 이를 채택한 국가는 발트 3국 뿐이고 그 이외의 국가는 채택하고 있지 않음²¹⁾
- o 최근 들어 복수의결권주식이나 의결권제한주식제도를 폐지하고 있는 국가가 증가하고 있다고 하나 여전히 적지 않은 국가에서 동제도를 유지
- o 2005년 3월 현재 1주1의결권원칙을 채택하고 있는 기업의 비율은 1998년 KonTrag에 의해 복수의결권주식제도를 폐지한 독일의 경우에는 거의 100%, 영국의 경우에는 90%정도이나 유럽 전체를 평균하면 약3분의2밖에 되지 않음. 스위스, 스페인에서는 60%, 프랑스에서는 30%, 네덜란드에서는 10%정도임.

18) SEC Release No. 34-35121(1994) at 8(戸嶋浩二、種類株式の上場制度に関する検討事項 "「商事法務」第1800号 (2007) 17면 재인용).

19) 예컨대 NYSE의 경우 경제적으로 어려움을 겪고 있는 상장회사가 투자자로부터 출자를 받는 경우에 당해 투자자에 대해 발행하는 주식에 일정수의 이사를 선임할 수 있는 권리를 부여할 수 있음. 다만 이 경우에는 투자자가 지금까지 당해회사와 무관계이고 거래조건이 공정할 것 등이 조건으로 됨(NYSE, PARA. 313.00 Interpretation Nos. 96-03 and 96-05) . NYSE는 이와 같은 예외에 관한 해석집을 공표하고 있음(Voting Rights Interpretations Under Listed Company Manual Section 313).

20) Smart, S and Zutter,C., "Control As a Motivation For Underpricing: A Comparison of Dual And Single-Class IPOs"(August 2000).

21) Commission Staff Working Document "Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids"(2007/2/21. SEC(2007) 268) at 7 and 12[Annex 1]

- 특히 프랑스의 경우에는 2년이상 주식을 장기보유하는 경우에는 2배의 의결권을 부여하며, 또한 20%이상의 주식을 취득한 주주에게 15%까지만 의결권을 인정하기도 함. 네덜란드의 경우에는 우호적인 기금에 대해 황금주를 발행하는 것을 인정. 다만 이러한 특수한 주식을 활용한 방어수단의 도입에 관해서는 사전에 주주총회의 승인이 필요²²⁾

3. 일본

- 일본의 경우에는 1주 1의결권이 원칙임(회사법 제308조 제1항 참조). 다만 단원주제도를 이용하면 '소수의결권주식'을 만들 수 있으며 그 효과는 사실상 복수의결권주식과 유사
 - 단원주제도란 정관에서 정하는 일정수의 주식을 1단원으로 정하고, 1단원에 미만하는 주식에는 주주의 권리를 제한하는 제도를 말함. 단원미만주식에는 의결권이 인정되지 않음(회사법 제189조 1항). 이 때문에 총회참여권은 물론이고 소수주주권도 인정되지 않음. 다만 이 이외의 공익권과 자익권은 인정되나 이러한 권리 중 일부 또는 전부에 대해 정관으로 제한하는 것도 가능(제2항)
- 복수의결권주식의 효과
 - 주식을 A종류와 B종류로 나눈 후 A종류주식은 1단원을 1주로 하고, B종류주식은 1단원을 10주로 하면 사실상 A종류주식은 B종류주식의 10배의 의결권을 갖는 셈이 됨
- 방어수단으로 활용
 - 단원이 다른 복수의 종류주식을 발행하고 1단원을 구성하는 주식수가 적은 종류주식을 우호적인 주주(현경영진을 포함)에게 배정하는 방법. 예를 들면 발행주식총수가 100,000주인 회사에서 100주가 1단원인 종류주식을 발행주식총수의 40%를 발행하고, 200주가 1단원인 종류주식을 60%발행하여 전자를 우호적인 주주가 보유하고 있는 경우, 적대적 매수자가 후자의

22) 企業価値報研究会、「企業価値告書」50면, 神田秀樹監修、「敵対的買収防衛策」(財団法人經濟産業調査会・2005) 53면.

주식을 전부취득하더라도 의결권으로 계산하면 전자는 400의결권을 갖는데 반해 후자는 300의결권이 되므로 매수자는 회사를 지배할 수 없음

- 동경증권거래소의 경우 신규공개시에는 의결권제한주식이나 단원주제도를 이용한 의결권을 제한하는 종류주식의 상장을 허용하나, 이미 상장하고 있는 회사가 이러한 의결권을 제한하는 종류주식을 발행하거나 상장하는 것에 대해서는 기존주주의 보호의 관점에서 불허. 다만 상장주식보다 의결권이 적은 주식을 발행(및 상장)하는 것에 대해서는 “주주의 권리를 부당하게 제한하지 않는 한” 인정
- 상장주식보다 ‘의결권이 적은 주식’(소수의결권주식)의 발행은 기존의 일반주주의 권리를 훼손하는 것은 아님. 그러나 종류주식은 다양한 형태로 내용을 구성할 수 있는데, 예컨대 상장주식으로부터 소수의결권주식으로 전환을 가능하게 한 다음 소수의결권주식에 대해 배당을 높게 설정하는 등 전환을 촉진하는 내용으로 구성하게 될 경우에는 결과적으로 일반주주의 의결권을 제한할 수 있으므로 “주주의 권리를 부당하게 제한하지 않는 한”이라는 조건을 유보
- 동증에서는 “주주의 권리를 부당하게 제한하게 되는 경우”로서는 상장회사가 상장주식보다 의결권이 많이 주식을 발행하는 경우나 상장주식의 의결권을 제한하는 경우를 예시²³⁾

III. 검토

1. 도입여부

- 복수의결권주식의 도입에 대해서는 (i) 복수의결권주식은 사전전, 구조적으로 적대적 M&A를 차단하는 측면이 있고, (ii) 다수의결권이 경영권이전 여부뿐만 아니라 회사경영 사안 전반에 주어지는 것이므로 다른 경영권 방어수단보다 사회 전체적으로 비효율적일 가능성이 있으며, (iii) 위험부담과 지배간의 비례성(proportionality between risk bearing and control)유지는 주주의 권리보호라는 측면에서 매우 중요한데, 복수의결권주식은 이를 파괴함으로써 소수지분을 가진 지배주주의 등장에 따른 대

23) 戸嶋浩二、種類株式の上場制度に関する検討事項 "「商事法務」第1800号 (2007) 19면

리인비용문제를 증대시킬 우려가 있음을 이유로 우려는 표명하는 견해가 많음²⁴⁾

- 복수의결권주식은 방어수단이라는 관점에서 보면 지배주주의 동의가 없으면 적대적 M&A가 불가능하다는 점에서 거부권주식과 유사할 뿐만 아니라 자회사주식이 상장된 경우와도 흡사. 그런 의미에서 복수의결권주식의 도입에는 신중할 필요가 있음

2. 도입방안

- 다만 정책적인 이유로, 혹은 의결권에 대한 규제라는 측면에서 유사한 의결권제한주식의 도입이 이미 예정되어 있는 점 등을 고려하여 복수의결권주식을 도입한다고 하면 다음의 점이 검토되어야 할 것임

○ 첫째, 소규모 폐쇄회사에 한정할 것인가?

- 소규모 폐쇄회사나 합작회사 등의 경우에는 주주간 계약을 회사법적으로 효력을 갖도록 하는 수단으로서 복수의결권주식의 효용은 클 것으로 사료됨. 그런 의미에서 거부권부주식이나 임원임면권부주식처럼 원시정관이나 총주주의 동의에 의한 정관변경을 통해 도입하는 것은 복수의결권주식이 (i) 상장회사에는 방어수단으로서 이용되는 것을 제약하고 (ii) 벤처기업이나 중소기업 등 폐쇄회사에서는 경영상의 목적을 위해 이용할 수 있도록 한다는 점에서 적극적으로 검토할 필요가 있을 것으로 봄

○ 둘째, 상장회사에도 허용할 것인가?

- 이 경우라면 IPO의 경우에만 허용할 것인지, 이미 상장하고 있는 회사가 추가로 복수의결권주식을 발행하는 것을 인정할 것인지 검토가 필요
- 만일 상장회사의 경우에도 발행을 허용한다면 당연한 이야기이지만 남용방지에 관한 조치를 취하여야 할 것임(예컨대 발행할 수 있는 복수의결권주식의 총수(예컨대 발행주식총수의 4분의1)나 의결권의 배수에 제한을 둠(1:2, 1:10))

24) 노혁준, 전개자료 9-10면, 戸嶋浩二、種類株式の上場制度に関する検討事項 "「商事法務」第1800号 (2007) 20면

3. 단원주제도의 도입여부

- 전술한 바와 같이 단원주제도를 도입하면 1주 1의결권의 보통주에 비해 의결권의 수가 적은 주식을 만드는 것이 가능. 이러한 소수의결권주식이 신주발행의 형태로 발행되면 기존주주의 이익은 침해되지 않음. 그런 의미에서 복수의결권주식에 비해 기존주주의 이익보호에 유리
- 단원주제도를 이용한 소수의결권주식의 경우는 방어수단으로 이용되는 경우에도 기존주주의 이익침해는 최소화할 수 있다는 점, 경영상의 목적을 위해서는 주식병합의 수단으로 효용이 클 뿐만 아니라 주주관리비용의 삭감이라는 측면에서도 효용이 기대됨. 따라서 의결권에 차등을 두는 제도를 도입한다고 한다면 복수의결권주식보다는 단원주의 도입이 바람직할 것으로 사료됨