

규제연구 제18권 제1호 2009년 6월

차등의결권 제도의 경제학적 분석

박 양 균*

차등의결권 제도란 회사가 의결권 수가 서로 다른 종류의 주식을 발행할 수 있는 제도다. 차등의결권주식을 발행할 경우 지배주주나 경영진은 적은 지분율을 가지고도 회사 지배구조에 막강한 영향력을 행사할 수 있다.

이런 차등의결권 제도 도입을 반대하는 사람들은 1주 1표 원칙과 주주평등원칙에 어긋난다고 비판한다. 그러나 역사적으로 볼 때 1인 1표, 신중한 중위투표, 1주 1표 등 다양한 의결권 행사 방식이 존재했다. 최근에도 유럽이나 미국 기업들은 1주 1표가 아닌 다른 의결권 행사 방식을 채택하는 경우가 있다.

제3자가 보기에 불평등한 대우를 받는 계약처럼 보이더라도, 그것이 자발적인 계약에 의한 것이라면 거래당사자가 모두 이익을 얻는다. 그러므로 자발적인 계약에 의한 차등의결권 제도 도입은 주주평등원칙에 위배되지 않으며, 오히려 이 제도 도입을 금지하는 것은 계약자유의 원칙에 위배되며 시장의 효율성을 떨어뜨린다.

또 차등의결권으로 인해 지배주주의 사익추구 가능성을 제기하지만, 선행연구 결과들은 일관된 결론을 내리지 못하고 있다. 그리고 차등의결권 주식을 도입할 경우 주식 회사들은 경영권 안정을 유지하면서 자금조달 수단을 다양화할 수 있다. 따라서 차등의결권 제도는 주주들의 선택에 의해 채택할 수 있도록 현행 상법상 강행규정인 1주 1표 원칙을 임의규정으로 개정해야 한다.

핵심용어: 경영권, 계약자유의 원칙, 적대적 M&A, 차등의결권, 1주 1표

* 자유기업원 선임연구원, 서울특별시 영등포구 여의도동 44-3 제일상호금융빌딩 7층(e-mail: pyk@cfe.org)

** 이 논문의 초고에 대해 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원분들에게 감사드린다.

접수일: 2008/10/29, 게재확정일: 2008/12/15

I. 서론

차등의결권 제도 도입 추진에 대한 반대 목소리가 높다. 차등의결권 제도는 회사로 하여금 의결권 수가 서로 다른 종류의 주식을 발행할 수 있도록 하는 제도를 말한다. 그동안 우리나라 상법은 주식 한 주에 하나의 의결권만을 인정해 왔으며, 예외적으로 배당우선주를 인정했을 뿐 차등의결권 제도를 금지해 왔다. 그러나 차등의결권 제도를 도입하면 주식의 종류마다 각각 다른 수의 의결권을 부여받는다. 초다수의결권(superior voting rights)을 가진 주주들은 통상 1주당 10표나 100표 등을 가질 수 있다. 따라서 이 제도에서는 적은 지분을 가지고도 상당한 비율의 의결권을 행사할 수 있어 회사의 지배 구조에 막강한 영향력을 행사할 수 있다.

차등의결권 제도 도입을 추진하는 배경에는 국내 자본이 외국자본에 대한 역차별 규제를 받고 있다는 인식이 깔려 있다. 자본시장이 개방되고 외환위기 이후 외국인투자 관련 규제를 비롯해 적대적 M&A 규제가 완화되었다. 반면 국내 자본에 대해서는 의결권 제한, 출자총액제한 등 각종 규제를 하고 있다. 이러한 역차별 규제로 인해 한국 기업들이 적대적 M&A에 무방비로 노출되어 있다는 것이다.¹⁾

반면 차등의결권 제도 도입을 반대하는 시민단체 등은 이 제도는 기존 경영진과 지배 주주의 경영권을 보호하고 주주들의 이익을 침해하는 제도라고 주장한다. 특히 차등의결권 제도의 경우 우리나라 상법 제369조에서 규정하는 1주 1표의 원칙에 위배되며, 주

1) 그 대표적인 사례로 소비린과 SK, 칼 아이칸과 KT&G의 경영권 분쟁이 있다. 특히 KT&G의 경우 한국 증권선물거래소에서 ‘기업지배구조 최우수기업’으로 선정되었으며, 공정거래위원회에서 경영 투명성과 공정성이 높다고 평가되어 온 기업이었다. 그럼에도 불구하고 KT&G는 기업 사냥꾼인 칼 아이칸의 적대적 M&A 대상이 되었다.

주평등원칙에 어긋난다는 것이다.

그러나 이러한 문제제기는 차등의결권 제도의 부정적인 측면만을 지나치게 강조하고 있다. 대체로 한 제도는 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 동시에 가지고 있으며, 이는 세세하게 따져보아야 한다. 사실 제도가 어떤 효과가 있을지 사전적으로(ex ante) 어느 누구도 알 수 없다. 다만 아직 차등의결권 제도를 시행해 본 적이 없는 한국으로선 먼저 제도를 시행하고 있는 외국의 사례는 어떠한지, 또 그들의 시행착오를 답습하지 않고 부작용을 줄일 수 있는 방안은 무엇인지 등을 고려하는 것이다. 그리고 무조건적 금지 보다는 이 제도를 도입할 수 있도록 허용하고 그 채택 여부는 주주들의 선택에 맡겨야 한다. 본고에서는 적대적 M&A 방어책으로 도입을 추진 중인 차등의결권 제도에 대해 경제학적 관점에서 분석하고자 한다.

이 글은 다음과 같이 구성되어 있다. 제2절에서는 주주들의 의결권 행사 방식이 역사적으로 어떻게 변화해 왔는지 미국의 사례를 통해 의결권 행사 방식의 변천과정을 살펴본다. 제3절에서는 차등의결권 제도가 무엇인지, 그리고 이 제도가 등장하게 된 배경은 무엇인지, 관련 규제는 어떤 것이 있는지 등을 살펴본다. 제4절에서는 국제적으로 차등의결권 제도를 도입한 나라는 어디인지, 그리고 유럽과 미국의 기업들은 어느 정도나 차등의결권 제도를 채택하고 있는지 그 현황을 살펴본다. 제5절에서는 차등의결권 제도를 경제학적 관점에서 분석하고, 마지막으로 제6절은 결론이다.

II. 의결권 제도의 변천과정

1. 의결권이란 무엇인가?

사람들의 일상생활은 의사결정의 연속이다. 회사에 출근하면서 어떤 교통수단을 이용할 것인지, 또 점심은 어떤 것을 먹을 것인지 등 수많은 일들에 대해 결정해야 한다. 이러한 개인 일상생활의 의사결정은 비교적 단순하다. 개인 스스로 결정하면 되기 때문이다. 그러나 집단의 의사결정은 개인보다 훨씬 더 복잡해진다. 집단의 구성원인 개인들은 각각 서로 다른 이해관계를 가지기 때문이다. 예를 들어 어떤 사람은 한식당을 가고 싶어

하고, 또 어떤 사람은 일식당에, 또 다른 사람은 증식당에 가고 싶어 한다. 모든 사람들이 가기 위해서는 서로 다른 선호를 조정해야만 한다. 구성원이 적을수록 쉽게 조정 가능하지만, 구성원이 많아질수록 의견 조정에 시간이 많이 들어가며 의사결정은 어려워진다.

주식회사 또한 마찬가지다. 회사의 모든 주식을 개인이 소유하고 있는 1인 주식회사의 경우 의사결정은 쉽다. 회사의 주인이 1명이므로 의견조정을 할 필요도 없으며 주주가 회사 경영에 대한 의사결정을 내리면 된다.

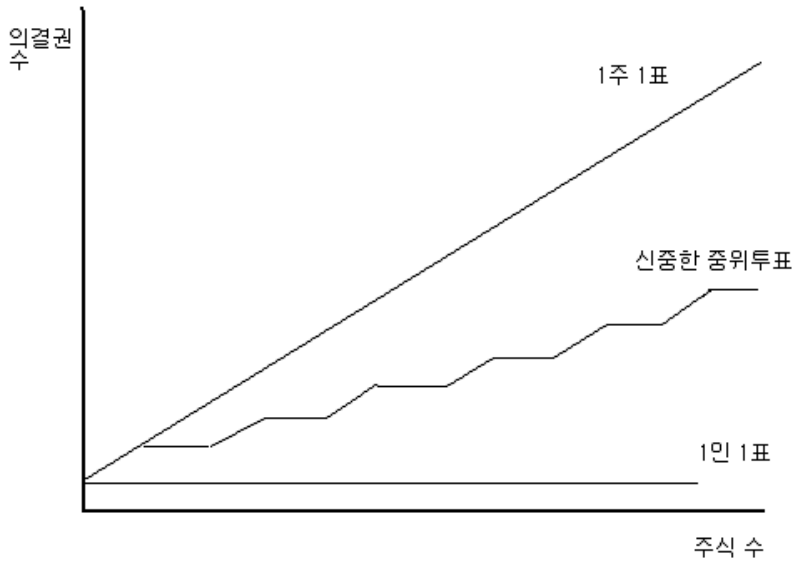
그러나 주식시장에서 거래되는 공개회사는 수많은 사람들로 구성되어 있고 이해관계가 서로 다르기 때문에 의사결정을 내리기가 쉽지 않다. 그리고 주주가 모든 회사의 의사결정에 참여해 결정을 내리는 것은 아니다. 그래서 주주들은 주주총회에서 자신들을 대신해 회사를 운영할 대리인인 경영진을 선임하고, 회사의 일상적인 의사결정은 경영진에게 맡긴다. 대신 주주들은 주주총회나 임시총회에서 정관 변경, 이사나 감사 임명, 중요한 영업의 양도·양수 등 회사의 중요한 안건에 대해 의결권을 행사한다. 일반적으로 회사의 통상적인 업무는 경영진들이 결정하지만, 주주들의 재산권에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사안에 대해서는 주주들이 의사결정을 내린다. 이처럼 의결권은 주주들이 주주총회에 참석해 의안에 대해 의사를 표시할 수 있는 권리를 말하며, 오직 주주들만이 가지고 있는 고유한 권리이다.

2. 의결권 행사 방식

주주들이 의결권을 행사하는 방식은 여러 가지가 존재한다. 1주 1표(one share one vote), 1인 1표(one shareholders one vote), 신중한 중위투표(prudent mean vote) 등이다.

먼저 1주 1표 방식은 주식 하나에 한 개의 의결권을 부여하는 것을 말한다. 그러므로 주주는 각 개인이 소유한 주식 수만큼 의결권을 가지게 된다. 예를 들어 주주가 10주를 가지고 있다면 10개의 의결권을 가지며, 100주를 가지고 있다면 100주를, 1000주를 가지고 있다면 1000주를 행사할 수 있다. 따라서 이러한 투표 방식에서는 많은 수의 주식을 보유한 사람이, 즉 자본을 많이 투자한 사람이 회사에 대해 많은 영향력을 행사할 수 있다. 반면 적은 수의 주식을 가지고 있는 사람들은 그만큼 회사에 미치는 영향력이 작을 수밖에 없다.

〈그림 1〉 주주의결권 행사 방식



둘째, 1인 1표 의결권 행사 방식은 주주 1인당 하나의 의결권을 행사하는 것을 말한다. 이는 오늘날 민주주의 사회에서의 선거원칙과 동일하다. 대통령 선거 시 재산이나 신분 등에 관계없이 유권자 1인당 1표를 행사하듯이 주주들 또한 개인당 하나의 의결권을 행사할 수 있다. 이 방식에서는 자본을 투자한 액수에 관계없이 각 주주마다 하나의 의결권을 행사한다. 그러므로 자본을 적게 투자한 사람이나 많이 투자한 사람이나 회사에 대한 영향력은 동일하다.

셋째, 신중한 중위투표(prudent mean vote)는 1주 1표와 1인 1표의 중간에 있는 투표 방식이다. 이 방식은 복수의 주식 수마다 하나의 의결권을 가지거나 주식 수에 가중치를 두어 의결권을 부여하는 방법, 대주주가 행사할 수 있는 의결권 수를 제한하는 방법 등 여러 가지가 존재한다. 예를 들어 1주에 대해서는 1개의 의결권, 2주 이상 10주 미만의 2주당 1개의 의결권, 10주 이상 30주 미만의 경우 4주당 1개의 의결권, 30주 이상 60주 미만의 경우 8주당 1개의 의결권을 갖는다. 그러므로 신중한 중위투표 방식은 자본을 많이 투자한 사람에게 더 많은 의결권 수를 부여하면서도 소유한 주식 수보다는 의결권 수를 적게 부여해 대주주들의 권한을 어느 정도 제한할 수 있는 효과를 가진다.

3. 의결권 제도의 역사적 변천

대부분의 사람들은 주식회사의 의결권 행사 방식은 1주 1표가 원칙이며, 1인 1표나 신중한 중위투표 제도는 주주평등주의 원칙에 어긋난다고 생각할 것이다. 그러나 의결권 행사 방식은 1주 1표가 원칙인 것처럼 보이지만, 역사적으로 보면 그렇지 않다는 것을 알 수 있다.²⁾

역사적으로 의결권을 행사하는 방식은 1인 1표, 1주 1표, 신중한 중위투표 등이 존재한다. 18세기에 주주들은 1인당 1개의 의결권이나 주식 몇 주당 1개의 의결권을 가지고 있었다. 그 당시에는 1인 1표 방식이나 신중한 중위투표 방식이 보편적인 의결권 행사 방식인 반면, 1주 1표 방식은 거의 존재하지 않았다. 실제로 1781년 북아메리카은행 정관(Bank of North America's Congressional charter)이 전통을 따르지 않고 주주들에게 1주 1표를 인정하고 위임장 대리투표(proxy vote)를 허용했을 때, 상당한 논란을 불러일으켰다.³⁾ 반대론자들은 주주들은 평등한 투표권을 가지며 사람에게만 투표할 수 있는 권리가 허용되어야 한다고 하며 위임장 대리투표를 반대했으며, 의결권은 대주주보다는 소액주주들의 이익을 위해 배분되어야 한다고 주장했다.

그 당시 미국 보통법(common law)은 민주주의 투표 방식처럼 평등한 투표권을 요구했다.⁴⁾ 이러한 전통은 17세기 영국에서 유래한 것으로서 영국에서는 동인도무역회사처럼 이윤을 추구하는 초창기 회사들은 모든 주주에게 각각 하나의 의결권을 부여했다. 그 이유는 회사를 구성하고 있는 단위(unit)를 주식(shares)이 아니라 길드나 상호회사의 경우처럼 구성원(members)으로 보았기 때문이다. 그러므로 명시적 규정이 없는 경우에 주주들은 그들이 투자한 자본에 관계없이 주주 개인마다 하나의 의결권을 부여받았다.

2) Collen Dunlavy, "Corporate Governance in Late 19th-Century Europe and the U.S.: The Case of Shareholder Voting Rights," in Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press, 1998.

3) Colleen Dunlavy(1998)에서 재인용, 원 출처는 Maier, Pauline, "The Revolutionary Origins of the American Corporation," *William and Mary Quarterly* 3rd ser., 1993.

4) Collen Dunlavy, "From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation," in Kenneth Lipartito and David B. Sicilia, *Constructing corporate America: history, politics, culture*, Oxford University Press, 2004.

신중한 중위투표는 1인 1표와 1주 1표 중간 형태의 제도로 투자한 자본을 고려해 만들어졌다.⁵⁾ 이 제도는 18세기에 이르러 나타났으며 대주주에게 1인 1표가 아닌 투자한 자본을 고려해 의결권을 부여하고 대주주들이 행사할 수 있는 의결권 수에 상한을 두어 제한했다. 예를 들어 버지니아광산회사는 5주당 1표, 10주당 2표, 15주당 3표, 20주당 4표, 30주당 5표, 40주당 6표, 60주당 7표, 80주당 8표, 100주당 10표, 140주당 11표, 180주당 12표, 200주나 그 이상 주식을 소유한 사람에게는 15표를 부여했다.⁶⁾ 19세기 초까지 미국의 주식회사는 어떤 식으로든 대주주의 의결권을 제한했다.⁷⁾

그러나 18세기 말과 19세기 초에 접어들어 직접적으로 주주들이 투자한 지분율에 따라 의결권을 부여하는 1주 1표 제도를 채택하는 추세가 나타나기 시작했다.⁸⁾ 예를 들어 1784년에서 1818년 사이에 메릴랜드주법은 신중한 중위투표 방식인 가중의결권(weighted voting system)을 인정했으나, 1819년 이후 대부분 회사의 정관(charter)은 1주 1표 의결권 원칙을 채택했다. 그렇지만 1819년부터 1852년 사이에도 여전히 회사의 40%는 주주 1인당 의결권 상한을 두는 제도를 채택했다.⁹⁾

-
- 5) 1790년에 미국 재무장관 Alexander Hamilton은 미국 제일은행(first Bank of United States) 주주들에게 적합한 의결권이 무엇인지 논의할 때 “1주 1표를 부여하는 것은 소수의 지배주주들에게 은행의 권한과 이익을 독점화한다”고 반대할 동시에 “대주주들에게 1인 1표를 부여하는 것은 부적합하다”고 주장했다. Collen Dunlavy(2004) 전계서
 - 6) Collen Dunlavy, “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights,” 63. Wash. & Lee L. Rev.1347, 2006.
 - 7) 19세기에 영국, 프랑스, 독일 등도 미국과 유사하게 주주들의 의결권을 제한했다. 영국의 경우는 일반적으로 주식 수가 증가함에 따라 최초 10주까지는 1주당 1표를, 매 5주 추가부터 100주까지 5주당 1표, 그 이상에 대해서는 10주당 1표를 부여했다. 프랑스의 경우는 소수의 주식을 소유한 주주에게는 의결권을 부여하지 않았지만, 대주주 또한 의결권을 제한했다. 일반적으로 0~4주까지는 의결권을 받지 못했으며, 5~10주는 1표, 11~20주는 2표, 21~40주는 3표, 40주 이상은 5표를 부여했다. 독일은 증권거래소에 상장된 회사에 대해 의결권 상한 제도를 두었으며, 독일 회사법은 5% 이상을 소유한 주주들에게는 5%, 10% 이상을 소유한 주주들에게는 10%로 의결권 상한을 두었다. Frank Partnoy & Shaun Martin, “Encumbered Shares,” University of California, Berkeley Law and Economic Workshop, 2004.
 - 8) Collen Dunlavy(2006) 전계서
 - 9) 실제로 미국 회사들의 경우 1825년부터 1835년 사이에 1,233개 회사의 정관 중 38%가 1인 1표, 35%가 1주 1표, 그리고 27%가 신중한 중위투표 방식을 채택한 것으로 나타났다. 영국의 경우 1845년부터 1865년 사이에 55개 회사의 정관 중 36%는 1주 1표, 9%는 1인 1표를 56%는 가중의결권 방식을 채택했다. 그리고 프랑스의 경우는 1825년과 1835년 사이에 74개 회사 정관 중에서 3%는 1주 1표, 46%는 1인 1표, 51%는 가중의결권을 독일에서는 1835년부터 1844년 사이에 40개 회사 중 3%는 1인 1표, 97%는 가중의결권을 채택했다. Collen Dunlavy, “The Unnatural Origins of One Vote per Share-A Charter in the

1주 1표 의결권 행사 원칙이 처음으로 임의규정(default rule)으로 채택된 것은 1852년 메릴랜드주 회사법이다.¹⁰⁾ 회사의 정관에 특별히 의결권 행사 방식을 정하지 않은 경우 1주 1표 의결권 행사를 원칙으로 정한 것이다.¹¹⁾ 1주 1표 방식을 임의규칙으로 채택한 이유는 무엇인가? 가장 중요한 이유는 아마도 회사법 개혁 노력이 대부분 회사에 의해 주도되었기 때문일 것이다. 회사는 의결권 행사 방식을 1주 1표 방식으로 바꿀 경우 대규모 자본을 쉽게 끌어들이 수 있을 것이라고 판단했을 것이다.¹²⁾ 기존의 의결권 상한 등의 신중한 중위투표나 1인 1표 의결권 행사 방식에서 대규모 자본가들의 투자 인센티브를 수밖에 없다. 많은 자본을 투자했음에도 불구하고 행사할 수 있는 의결권 수가 제한되어 있어 회사에 대해 투자한 만큼 영향력을 행사할 수 없기 때문이다.

1900년에 이르러 다수의 미국 회사들은 의결권 행사 방식으로 1주 1표 제도를 선택했으며, 주 회사법도 임의규정(default rule)으로 1주 1표 방식을 채택했다.¹³⁾ 그러나 회사들은 여전히 선택에 따라 자유롭게 다른 의결권 행사 방식을 채택할 수 있었다. 그리고 1900년대 초 20년 동안 회사들의 의결권 채택 추세는 달라졌다. 특히 회사들은 의결권을 가진 보통주와 의결권을 갖지 않은 무의결권 보통주를 발행함으로써 경영권은 잃지 않고 자본을 조달했다. 1920년대에 이러한 자본조달 방식은 경영자들에게 인기를 얻었으며 투자자들 또한 무의결권 보통주를 상당수 구매하려 했다.¹⁴⁾

반면, 1920년대에 학계 일각에서는 무의결권 보통주 발행에 대해 반대하기 시작했다. 반대 이유는 내부자들에게는 보통주를 발행하고 일반 투자자들에게는 무의결권 보통주를 발행해 자신들의 경영권을 유지하기 위한 수단으로 이용한다는 것이다. 이러한 무의결권 보통주 발행에 대한 반대는 Dodge Brother사가 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장하려는 1925년에 최고조에 달했다. Dodge Brother사는 1억3천만 달러 가치의 채권, 우선주, 무

History of Corporate Governance,” April 2005. <http://www.stern.nyu.edu/eco/seminars/Dunlavy.pdf>

10) Stephen Bainbridge, “The Scope of the SEC’s Authority over Shareholder Voting Rights,” UCLA School of Law Research Paper No.07-16, May 2007.

11) 버지니아주는 대주주의 권한을 가장 오랫동안 제한했으나, 1886년에 1주 1표 의결권을 임의규정으로 정하는 법을 통과시켰다.

12) Stephen Bainbridge(2007) 전제서

13) Stephen Bainbridge(2007) 전제서

14) Stephen Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4,” *Washington University Law Quarterly* 69, 1991, pp.565-634.

의결권 보통주를 일반 투자자에게 판매했지만, 회사의 경영권은 225만 달러 보통주를 가지고 있는 투자은행에 의해 지배되었다. NYSE는 1926년 1월 미래에 상장위원회가 상장요건 승인을 고려할 때 경영권 문제에 대해 세심한 주의를 하겠다는 새로운 입장을 발표했다. NYSE는 이 정책을 점점 강화해 1940년에 공식적으로 무의결권 보통주 상장에 반대했다. NYSE는 1956년 Ford Motor사의 상장 시 예외적으로 이중자본구조(dual class capital structure)를 허용했지만 1980년대 중반까지 기본정책을 고수했다.

Ⅲ. 차등의결권 제도의 도입 배경과 규제

1. 차등의결권 제도의 도입 배경

앞 절에서 살펴보았듯이 주주들의 의결권 행사 방식은 1인 1표, 신중한 중위투표, 1주 1표 등 여러 가지 방식으로 변화해 왔음을 알 수 있다. 20세기에 이르러 주주들의 의결권 행사 방식은 1주 1표가 표준(standard) 규칙으로 정착했다. 1926년 초 NYSE는 무의결권 주식의 상장과 차등의결권을 가진 회사의 상장을 금지했다.¹⁵⁾ 그러나 아메리칸 증권거래소(AMEX)는 무의결권 주식을 금지했지만, 다중의결권(multiple class of voting stock)을 가진 주식의 발행을 금지하지는 않았다.

이처럼 1주 1표 방식은 표준일 뿐, 그 예외는 항상 존재했다. Lease, McConnell, Mikkelson(1983)에 의하면 1940년과 1978년 사이에 유통시장(secondary market)에서는 무의결권 주식이나 혹은 차등의결권을 가진 보통주를 발행한 회사 30개 정도 거래되었다.¹⁶⁾

그러나 1980년대 적대적 M&A가 활발해지자 차등의결권 제도를 가진 회사들의 수는 증가했다. Lehn, Netter and Poulson(1990)의 연구는 이러한 사실을 잘 보여주고 있다.¹⁷⁾

15) Ronald J. Gilson, "Regulating the equity component of capital structure: The SEC's Response to the One-Share, One-Vote Controversy," in Donald H. Chew, *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, 1997.

16) Ronald Lease, John McConnell & Wayne Mikkelson, "The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations," *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.439-471.

17) Kenneth Lehn, Jeffrey Netter & Annette Poulson, "Consolidating Corporate Control: Dual Class

1주 1표의 보통주를 차등의결권을 가진 두 종류의 보통주로 자본구조를 변경한 회사 수는 1976년과 1979년 사이에 단지 4개사에 불과했지만, 1980년과 1987년 사이에는 97개사로 급증했으며 이 중 43개사는 1986년과 1987년 사이에 변경했다. Partch(1987)에 의하면 1962년부터 1984년 사이에 차등의결권 주식을 채택한 44개 공개회사 중 37개사가 1980년 1월 이후에 이 제도를 채택했다.¹⁸⁾ 또 다른 연구결과에 의하면 34개 이상의 회사는 1986년 3월과 1987년 5월 사이에 차등의결권 주식을 통한 자본조달 방식(dual class capital structure)을 채택했다.¹⁹⁾ 이러한 사실을 고려해 볼 때 1980년대에 적대적 M&A가 활발해지자 이에 대한 방어책으로 차등의결권 주식 발행이 확산된 것임을 알 수 있다.

2. 차등의결권 제도란 무엇인가?

차등의결권 제도란 회사가 의결권 수가 다른 종류의 주식을 발행할 수 있는 제도를 말한다. 각각의 주식은 회사에 대해 동일한 경제적 소유권을 갖지만 각 종류의 주식마다 다른 수의 의결권을 가진다.²⁰⁾ 차등의결권 제도의 핵심은 회사의 경영진이나 지배주주에게 초과수의결권(superior voting rights)을 가진 종류의 주식을 발행해 경영권을 안정시키는 것이다. 그러므로 차등의결권을 가진 주식의 발행은 적대적 M&A를 방어하기 위한 효과적인 장치이다.

차등의결권 주식을 도입하기 위한 방법은 다음과 같다.²¹⁾ 먼저 가장 기본적인 방법으로 두 종류의 보통주(통상적으로 A클래스와 B클래스)를 발행하는 것이다. A클래스 주식은 1주 1표 의결권을 가지며 보통주와 동일한 속성을 가진다. 반면 B클래스 주식은 보통

Recapitalizations versus Leveraged Buyouts,” *Journal of Financial Economics* 27, 1990, pp.557-580.

18) Megan Partch, “The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics* 18, 1987, pp.313-339.

19) Stephen Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, Foundation Press, 2003에서 재인용. 원 출처는 SEC Office of the Chief Economics, “The Effects of Dual-Class Recapitalizations on the Wealth of Shareholders 11-12, June 1, 1987.

20) 한국은 무의결권 주식을 인정하고 있다. 이런 점에서 보면 한국은 이미 차등의결권 제도를 부분적으로 도입하고 있다고 볼 수 있다. 그러나 이 글에서는 무의결권 주식은 제외하고 1주 복수의결권을 인정하는 것을 차등의결권 제도로 정의한다.

21) Stephen Bainbridge(2003) 전제서

주의 모든 속성을 갖지만, 세 가지 예외적인 특징을 가지고 있다. 첫째, B클래스 주식은 사실상 양도할 수 없다. 둘째, B클래스 주식은 A클래스 주식으로 전환할 수 있으며, 전환 후에 양도할 수 있다. 셋째, B클래스 주식은 1주당 복수의 의결권을 가지는 데 통상적으로 10개의 의결권을 갖는다. B클래스 주식 소유주는 주식을 양도할 수 없기 때문에 그 주식을 처분하려 할 때, 자신이 소유한 주식을 A클래스 주식으로 전환해야 한다. 그러므로 일반인이 소유한 B클래스 주식 수는 시간이 지남에 따라 감소한다. 대조적으로 지배주주나 혹은 재직 중인 경영자가 소유한 B클래스 주식은 유지되며, 이들의 영향력은 커지게 된다. 대체로 B클래스 주식을 소유한 주주들은 장기 투자자들이며 회사의 경영진을 임명하고 사실상 회사의 지배구조를 통제할 수 있다. 그러므로 차등클래스 주식 발행은 회사에 추가적인 지분투자 없이 경영권을 방어할 수 있게 해준다.

또 다른 방식은 주식교환(exchange offer)을 통해 B클래스 주식을 발행하는 방법이다.²²⁾ 이 방식은 기존에 1주 1표 보통주를 보유한 주주들을 대상으로 1주당 복수의 의결권을 가진 B클래스 주식으로 교환해 주는 방법이다. 그러나 이러한 주식교환에 의해 B클래스 주식을 소유한 주주들은 더 낮은 배당권(lesser dividend rights)과 동시에 더 낮은 배당률(concomitant lower dividend rate)을 받게 된다. 따라서 대부분의 일반주주들은 자신이 소유한 지분을 B클래스 주식으로 교환하려 하지 않을 것이다. 사실상 경영권에 관심 있는 경영진과 지배주주들이 B클래스 주식을 보유하게 될 것이다.

또 하나는 이중의결권(double voting rights) 방식이다.²³⁾ 이 방식은 주식의 보유기간에 따라 추가적인 의결권을 부여한다.²⁴⁾ 즉 장기 투자자와 단기 시세차익을 노리는 일반 투자자들을 구분하여 의결권을 부여한다. 프랑스에서는 최소 2년 동안 보통주를 보유한 주주들에게 장기 보유 대가로 추가적인 의결권을 부여한다.²⁵⁾ 이 방식은 주식 자체에

22) Stephen Bainbridge(2003) 전게서

23) 이중의결권은 프랑스식 차등의결권 제도로 미국에서는 이와 유사한 방식으로 테뉴어보팅(tenure voting)이 있다. 엄격한 의미에서 보면 이중의결권은 서로 다른 종류의 주식을 발행하는 것이 아니기 때문에 차등의결권이라 할 수 없다.

24) Mike Burkart and Samuel Lee, "One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective," ECGI Finance Working Paper No.176, May 2007.

25) 프랑스에서 이중의결주식(double voting shares)의 법제화는 1933년으로 거슬러 올라간다. 그 당시 차등의결주식(dual class stock)을 금지하면서 이중의결권 주식을 도입했다. 일반적으로 추가적인 의결권을 얻기 위해서는 주식을 최소 2년 정도 보유해야 하거나 그 이상 기간 동안 보유해야 한다. Mike Burkart

의결권이 부여되는 것이 아니라 보유기간에 따라 주주들에게 부여되는 권리이며, 서로 다른 종류의 주식(dual class stock)을 발행하는 것이 아니다. 그리고 그 권리는 타인에게 이전불가능하며, 주주는 소유한 주식을 시장에서 처분함에 따라 그 권리를 상실하고 1주 1표를 갖는 보통주로 바뀐다.

3. 차등의결권 관련 규제

미국의 증권거래소는 NYSE, AMEX, NASDAQ 등 거래소 간 경쟁이 존재한다. 회사가 거래소에 상장하기 위해서는 각 거래소가 규정하고 있는 상장요건을 충족시켜야 한다. 주주의 의결권 행사 방식도 그 상장요건 중 하나다. 앞에서 살펴보았지만 차등의결권과 관련해 NYSE는 무의결권 보통주나 차등의결권을 가진 다중(multiple class)의 보통주를 가진 회사의 상장을 금지하고 1주 1표를 상장요건으로 규제하는 등 다른 거래소보다 가장 강력하게 규제했다. 그러므로 차등의결권을 채택한 회사들은 NYSE에 상장할 수 없었다. AMEX도 무의결권 보통주의 상장을 금지했지만, 차등의결권 주식에 대해서는 NYSE보다 더 유동적이었다. 반면, NASD는 장외시장(over-the counter market)이나 NASDAQ에 등록하는 회사에 대해 의결권 행사 방식에 대한 어떤 제약도 하지 않았다.

그러나 1980년대에 적대적 M&A가 활발해짐에 따라 회사들(issuers)은 NYSE에 상장요건을 완화해 줄 것을 요청했다. 그러자 1986년 9월 NYSE는 그동안 고수해 온 1주 1표 원칙의 포기를 선언했다.²⁶⁾ 그 이유는 거래소 간 경쟁에서 불리하다고 생각했기 때문이다. NYSE의 상장요건 개정안은 사외이사와 주주 과반 수 이상의 승인을 얻었을 때, 기존 보통주의 의결권을 감소시킴으로써 보통주의 의결권을 제한하는 종류의 주식 발행을 허용하도록 하는 것이었다.

NYSE가 상장 규칙을 개정하기 위해서는 증권거래위원회(SEC)의 승인이 필요하다. 왜냐하면 NYSE는 1934년 증권거래법 제19조에 자율규제기관(self-regulatory agency)이기

and Samuel Lee(2007) 전게서 각주 32 재인용. 원 출처는 Conac, Pierre-Henri, "The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach," *European Company & Financial Law Review*, 2005.

26) Richard Y. Roberts, "Listing Standards on Shareholder Voting Rights," Twentieth Annual Securities Institute, Cleveland Bar Association, March 1, 1991.

때문이다. SEC는 NYSE의 제안을 보유하는 한편, NYSE, AMEX, NASD에 거래소 간에 협상을 통해 스스로 공동 입장을 정하도록 요청했다. 거래소 간 협상이 실패하자 SEC는 규제를 만드는 계획에 착수했으며 1988년에 Rule 19c-4라는 규제를 만들었다. 이 규제는 만약 회사가 기존 주주들의 의결권을 차별적으로 줄이거나 제한하는 행위를 했다면, 그 회사의 주식 상장을 금지하도록 모든 거래소의 규칙을 개정하도록 하는 것이었다. 결과적으로 Rule 19c-4는 SEC가 모든 공개회사의 지배구조 문제를 규제하려는 최초의 시도였다.

이에 대해 Business Roundtable은 기업지배구조와 관련한 규제는 주회사법(state law)의 영역이므로 SEC가 의결권에 상당한 영향을 미칠 수 있는 규칙을 채택할 권한이 없다고 주장했다. 반면 SEC는 만약 위원회의 행위가 법의 목적을 촉진시키기 위함이라면 거래 규칙을 수정을 인정할 수 있다며, 증권거래법 19조(c)의 Rule 19c-4를 채택할 수 있는 권한을 가지고 있다고 주장했다. 그러나 D.C.의 순회법원은 의결권을 규제하는 것은 법 목적을 촉진시키는 것이 아니며 SEC의 권한을 넘어서는 것이라고 판시했다.²⁷⁾

D.C. 순회법원 판결에도 불구하고 SEC는 계속해서 차등의결권 주식 발행을 통한 자본조달을 금지하려고 시도했다.²⁸⁾ 그 결과 1994년 5월에 NYSE는 SEC의 압력을 받아들이고, SEC의 Rule 19c-4보다는 유동적이지만 반(反) 차등의결권 주식 상장기준(anti-dual class listing standards)을 채택하게 된다.²⁹⁾

유럽에서도 의결권 행사 방식을 1주 1표 방식으로 강제할 것인지에 대한 논란이 있었다.³⁰⁾ 유럽위원회(European Committee: 이하 EC)는 자본시장 통합에 따라 차등의결권 제도가 경영권시장을 위축시킬 우려가 있다며 이 제도를 폐지하고 1주 1표 강행규정화를 논

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

28) Lucian Bebchuck & Assaf Hamdani, "Federal Corporate Law: Lessons from History," *Columbia Law Review* 106, 2006, pp.1793-1839.

29) NYSE 상장사 매뉴얼은 "증권거래법 12조에 의거해 등록된 거래소에서 거래되는 보통주를 소유한 기존 주주들의 의결권은 회사의 '어떤 행동'이나 신주 발행을 통해서 차별적으로 감소되거나 제한되지 않는다. 여기서 '어떤 행동'은 의결권 상한제의 채택, 초다수의결권(superior voting rights) 주식의 발행, 혹은 주식교환을 통한 기존 보통주 의결권보다 작은 의결권 수를 가진 주식 발행 등이 여기에 포함된다"고 규정하고 있다. NYSE listed company manual Section 313.00 voting rights

30) European Committee, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Institutional Shareholder Service, Shearman & Sterling, European Corporate Governance Institute, May 2007. 참조.

의했다. 그러나 EC는 2007년 국가마다 법적 제도가 서로 다르다는 것을 인정했다. EC가 지배권 강화 수단(Control Enhancing Mechanism)으로 인정한 것은 두 가지 원칙인데, 하나는 비례원칙(proportionality principle)인 1주 1표 원칙이며, 다른 하나는 회사가 자율적으로 의결권을 채택할 수 있는 전통적인 계약자유 원칙(freedom of contract principle)이다. EC는 이 두 원칙을 인정함으로써 그 동안 추진해 왔던 1주 1표 강행규정화를 포기했다.

IV. 외국의 차등의결권 제도 도입 현황

1. 국가별 차등의결권 제도 도입 현황

제도를 논의함에 있어 많은 사람들은 다른 나라는 어떻게 하고 있는가에 관심을 가진다. 특히 미국을 비롯해 영국, 프랑스, 독일 등 유럽 선진국들은 어떻게 하고 있는가에 더 많은 관심을 가진다. 아마도 그 이유는 다른 나라 사례들로부터 교훈을 얻어 부작용을 줄일 수 있기 때문일 것이다. 물론 많은 나라가 채택하고 있다고 해서 반드시 좋다는 것은 아니고, 몇몇 나라만 채택했다고 나쁘다는 것은 아니다. 중요한 것은 이 제도가 시장에서 자생적으로 만들어진 것이냐의 여부다. 만약 이 제도가 자생적인 결과라면 시장에서 필요에 의해 만들어진 것이라고 봐야 한다.

차등의결권 제도나 다중의결권(multiple voting rights) 제도 채택 여부에 대해 정보를 얻을 수 있었던 OECD 회원국은 총 28개국이다.³¹⁾ 이 중에서 이 제도 도입을 금지하고 있는 나라는 태평양연안 2개국 한국과 오스트레일리아를 비롯해 유럽 9개국 오스트리아, 체코, 독일, 이탈리아, 룩셈부르크, 폴란드, 벨기에, 스페인, 포르투갈 등으로 총 11개국이었다. 이 중에서 독일은 전통적으로 차등의결권을 인정했지만 1998년 5월에 차등의결권 주식 발행을 금지³²⁾했으며, 오스트리아와 이탈리아도 차등의결권을 허용했으나

31) OECD, *Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD Steering Group on Corporate Governance, December 2007.

32) M. Gogeren, M.C. Manjon, and L.D.R. Rosenberg, "Recent Developments in German Corporate Governance," Center Discussion paper 2004-123, November 2004.

최근에 금지했다.³³⁾ 한국은 상법 제369조 제1항에서 의결권은 1주 1표로 한다고 규정하고 있으며, 동법 제370조에서 예외적으로 무의결권 우선주를 인정하고 있다. 반면 미국, 영국, 프랑스, 네덜란드, 스위스, 스웨덴, 노르웨이 등 17개 국가는 이 제도 도입을 법적으로 허용하고 있다.

〈표 1〉 차등의결권 및 다중의결권 제도 허용 여부 국제 비교

국가	채택 여부	국가	채택 여부
그리스	○	영국	○
네덜란드	○	오스트레일리아	×
노르웨이	○	오스트리아	×
뉴질랜드	○	이탈리아	×
덴마크	○	일본	○
독일	×	체코	×
룩셈부르크	×	캐나다	○
멕시코	○	터키	○
미국	○	포르투갈	×
벨기에	×	폴란드	×
스웨덴	○	프랑스	○
스위스	○	핀란드	○
스페인	×	한국	×
아일랜드	○	헝가리	○

주: 독일, 오스트리아, 이탈리아는 차등의결권을 허용해 왔으나 최근 들어 금지한 국가
 자료: OECD(2007)

2. 유럽 기업들의 차등의결권 제도 채택 현황

영국, 독일, 프랑스 등 유럽에 있는 기업들은 어느 정도나 차등의결권 제도를 채택하고 있을까? 유럽 국가들의 차등의결권 제도 채택 현황(〈표 2〉 참조)은 Bennedsen and Nielsen(2008)의 연구를 보면 잘 나타나 있다.³⁴⁾ 그 결과에 의하면 차등의결권 제도를

33) Guido Ferrarini, "One Share - One Vote: A European Rule?," ECGI Working Paper No.58, 2006.

34) Bennedsen, M. and K. Nielsen "The Principle of Portional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe," ECGI Working Paper, May 2008.

www.ecgi.org/competitions/rof/files/pp_bennedsen_may08.pdf

채택한 회사 비율이 가장 높은 국가는 스웨덴으로 200개 회사 중 123개사가 채택해 그 비율이 62%에 이르고 있다. 그 다음은 스위스로 161개의 회사 중 84개사 52%가 차등의결권 제도를 채택하고 있다. 영국의 경우도 1,632개 회사 중 411개사 25%가 차등의결권 제도를 채택하고 있다.

Deminor(2005)도 FTSE(Financial Times Stock Exchange) 선진국지수에 편입된 기업들을 대상으로 유럽 기업들은 어떤 의결권 행사 방식을 채택하고 있는지를 조사했다.³⁵⁾ 그 결과 유럽 기업의 평균 65%가 1주 1표를 채택하고 있으며, 35%는 차등의결권, 무의결권, 황금주, 의결권 상한, 소유 상한 등을 채택하고 있는 것으로 나타났다. 1주 1표 원칙 비중이 가장 낮은 국가는 네덜란드로 14%였으며, 그 다음으로는 스웨덴 25%, 프랑스 31% 순으로 나타났다.

〈표 2〉 국가별 차등의결권 채택 비율

국가	기업 수	차등의결권 회사 수	비율
오스트리아	90	21	23
벨기에	85	0	0
덴마크	164	48	29
핀란드	104	46	44
프랑스	495	15	3
독일	582	112	19
아일랜드	60	15	25
이탈리아	169	73	43
노르웨이	138	15	11
포르투갈	70	0	0
스페인	146	0	0
스웨덴	200	123	62
스위스	161	84	52
영국	1,632	411	25

자료: Deminor(2005)

35) Deminor Rating, "Application of the One share- One Vote Principle in Europe," *Association of British Insurers*, March 2005.

3. 미국 기업의 차등의결권 제도 채택 현황

미국 기업들은 어느 정도나 차등의결권 제도를 채택하고 있을까? Gompers 외(2004)에 의하면 차등의결권 제도를 채택한 미국 기업들의 수는 1991년에 100개사였으며, 1998년에는 255개사로 증가했다가 2001년에는 215개사로 감소했다.³⁶⁾ 이 중 하위의결권(lower voting) 주식과 초다수의결권(superior voting) 주식 등이 시장에서 거래된 회사는 1994년에 30개사, 2001년에는 42개사로 나타났다. 그리고 일부 종류의 주식 거래가 제한된 기업의 수는 1994년에 70개사에서 2001년에 178개사였으며, 하위의결권 주식만 거래되는 기업의 수는 1994년에 66개사에서 2001년에 157개사로 증가한 것으로 나타났다.

S&P(Standard & Poor's) 500 기업 중 19개사가 차등의결권 제도를 채택하고 있는 것으로 나타났으며, 그 대표적인 기업은 Ford자동차다. Ford가(家)는 전체 지분율의 5%를 소유한 것으로 추정되는데, 이는 전체 의결권 총수 중에서 40%를 차지하고 있는 것으로 나타났다.³⁷⁾ 그 외 회사로는 United Parcel Service, Tyson Foods, Nike, Comcast, Hershey, Dillard's, Wm Wrigley Jr, Affiliated Computer Service 등이 있다. 차등의결권 주식을 채택한 기업들이 많은 산업은 통신(Communications), 비즈니스 서비스(Business Services), 인쇄 및 출판(printing and publishing), 도매(Retail), 기계(machinery)산업 등으로 나타났다.³⁸⁾

또한 하위의결권 주식과 초다수의결권 주식의 의결권 행사 비율은 1대 10 이상인 기업 수는 1994년에 9개사, 2001년에 13개사인 것으로 나타났다. 그리고 1대 10인 기업의 수는 1994년에 64개사, 2001년에 139개사인 것으로 나타났다. 1대 10 미만인 기업의 수는 1994년에 27개사, 2001년에 63개사인 것으로 나타났다. 이 결과 차등의결권을 채택한 기업들은 대체로 의결권 행사 비율을 1대 10으로 두고 있음을 알 수 있다.

36) Paul A. Gompers, Joy Ishii and Andrew Metrick, "Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies," NBER Working Paper No.10240, January 30, 2004.

37) Joann Muller, "Henry Ford's Will," *Forbes*, 2006. 2. 27.

38) Paul A. Gompers, Joy Ishii and Andrew Metrick(2004) 전계서

〈표 3〉 연도별 차등의결권 채택 기업 현황

구 분		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
차등의결권 기업 수		100	125	170	214	255	242	245	215
모든 종류 거래		30	44	47	50	49	52	45	42
일부 거래 제한		70	81	123	164	206	190	200	173
하위의결권 주식만 거래		66	74	107	146	177	165	178	157
차등의결권 비율	1대 10 이상	9	11	10	11	11	12	14	13
	1대 10	64	77	97	126	152	144	152	139
	1대 10 미만	27	37	63	77	92	86	79	63

자료: Paul A. Gompers 외(2004)

V. 차등의결권 제도의 경제학

1. 의결권 행사 방식 1주 1표가 원칙인가?

대부분의 학자는 주주들의 의결권 행사 방식으로 1주 1표를 원칙으로 받아들이고 있다. 현행 한국 상법 또한 1주 1표를 원칙으로 규정하고 있으며, 예외적으로 무의결권 우선주를 인정하고 있다. 이 원칙은 회사의 정관으로도 바꿀 수 없는 강행규정이다.

그러나 앞에서 살펴보았듯이 주주들이 의결권을 행사하는 방식은 1주 1표 외에도 1인 1표, 신중한 중위투표 등 다양한 방식이 존재해 왔다. 역사적으로 살펴볼 때 1인 1표나 신중한 중위투표 방식은 아주 보편적인 의결권 행사 방식이었다.³⁹⁾ 18세기에는 주주 1인당 1표를 부여하거나 자본투자 규모에 따라 의결권 행사 한도를 정하고 대주주의 의결권을 제한하는 신중한 중위투표 제도가 보편적인 의결권 행사 방식이었다. 반면 18세기에 1주 1표는 거의 존재하지 않았으며, 19세기에 이르러 나타나기 시작하며 20세기 초에 이르러 보편적인 의결권 행사 방식이 되었다.

그리고 최근에도 미국, 영국, 프랑스 등 많은 국가의 기업들은 1주 1표 원칙이 아닌 차등의결권 제도 등 의결권 행사 방식을 채택하고 있다. 특히 미국은 1980년대 이후 적대적 M&A가 활발해지면서 차등의결권 제도를 채택하고 있는 회사의 수가 증가하고 있

39) Stephen Bainbridge(2003) 전계서, Dunlavy(1998, 2004, 2005, 2006) 전계서

다. 유럽의 경우 최근에 의결권 행사 방식을 1주 1표로 바꾸자는 논의가 일고 있지만, 여전히 차등의결권 제도를 채택한 기업들이 존재한다. 이러한 사실을 고려할 때 1주 1표 의결권 행사 방식은 반드시 지켜야 하는 원칙이 아님을 알 수 있다.

Grossmann & Hart(1988)도 1주 1표가 항상 최적(optimal)의 의사결정 방식은 아니라는 사실을 보여주고 있다.⁴⁰⁾ 그들은 기업공개(IPO: Initial Public Offering)의 경우 의결권 행사 방식은 회사 가치를 극대화하기 위해서 선택되며, 이 경우 1주 1표가 아닌 다른 형태의 의결권 행사 방식이 채택될 수 있다고 주장한다.

실제로 구글(Google)은 2004년 NASDAQ에 기업을 공개(Initial Public Offering)하면서 경영권을 유지하기 위해 기업 내부자와 경영진에게는 1주 10표의 B클래스 주식을 그리고 일반 투자자에게는 1주 1표를 갖는 A클래스 주식 발행에 성공했다.⁴¹⁾ 이는 투자자들이 Google의 경우 차등의결권 제도가 최적의 의사결정 방식이라고 판단했다는 것을 의미한다.

2. 주주평등의 원칙과 계약자유의 원칙

차등의결권 제도에 대한 반대논리로 가장 그럴듯한 주장은 주주평등의 원칙이다. 주주평등의 원칙이란 주주가 주주로서 가지는 권리와 의무에 관하여 원칙적으로 그가 보유한 주식 수에 따라 평등한 대우를 받아야 한다는 것이다. 이는 주주라는 사람이 평등하게 대우받아야 한다는 의미가 아니라 주주가 가지고 있는 주식의 평등 대우를 의미하는 것이다.

이 주장은 얼핏 보면 타당한 것처럼 보이지만, 문제가 있다. 통상적으로 주주들은 주주가 가진 주식 수에 따라 평등한 대우를 받아야 한다. 그러나 이러한 관계는 당사자 간의 자발적인 계약에 의해 변경될 수 있다. 계약 당사자인 주주들 간에 자발적으로 불평등한 대우를 받는다는 계약을 했다면 이는 주주평등 원칙에 어긋나지 않는다. 거래

40) S. Grossman and O. Hart, "One-Share-One Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.175-202

41) Ben McClure, "The Two Sides of Dual-Class Shares," Investopedia Advisor, 2004. 9. 22.
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/092204.asp>

당사자 중 어느 한 쪽이 손해를 본다면 이 계약은 성립되지 않았을 것이다. 이는 이 자발적 계약으로 인해 거래 당사자인 쌍방 모두 이익을 얻고 있다는 것을 의미한다. 오히려 주주평등원칙을 주장하면서 거래를 제한하는 것은 거래 당사자들의 이익을 침해하며 자유시장경제의 중요한 원칙 중 하나인 계약자유의 원칙을 훼손한다.

차등의결권 제도 또한 이러한 관점에서 바라보아야 한다. 물론 이미 상장된 회사가 새롭게 차등의결권 주식을 도입한다면 이때에는 주주평등의 원칙에 위배될 수 있다. 상장 이전에 계약한 당사자들이 차등의결권 주식을 원하지 않을 수 있기 때문이다. 그러나 이 문제도 주식매수청구권을 인정하면 해결할 수 있다. 차등의결권 주식 발행을 반대하는 주주들은 매수청구권 행사를 통해 주식을 처분하면 되기 때문이다. 이러한 사실을 고려할 때 차등의결권 제도는 주주평등의 원칙에 위배되지 않는다.

3. 사익추구 위험과 주주들의 피해 증가?

차등의결권 제도 도입의 또 다른 반대논리는 경영진 혹은 지배주주 일가의 사익추구 위험이 증가한다는 것이다.⁴²⁾ 차등의결권 주식이 발행될 경우 경영진이나 지배주주가 회사에 대한 경영권을 현금흐름권(cash flow rights)보다 더 높여주는 특징을 갖게 된다고 주장한다. 이러한 종류주식을 통해 참호를 구축한 지배주주는 회사나 소수주주에게 손해를 전가하고 자신의 사익을 추구하는 사업계획을 추진할 왜곡된 인센티브를 갖게 되고, 이는 소수주주와 기업, 나아가 자본시장 전체에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 것이다.

물론 이 주장처럼 차등의결권 제도는 무능한 경영진을 축출하지 못하고 보호하는 역할을 하기도 한다. 일면 타당한 주장이다. 그러나 역으로 차등의결권이 없을 경우 유능한 경영진이 경영권을 빼앗길 수도 있다. 이는 회사가 경영권이 안정될 경우 경영진은 보다 더 열심히 회사경영에 참여할 수도 있다. DeAngelo and DeAngelo(1985)는 차등의결권 주식 구조는 경영진들이 그들의 인적자본을 회사(firm-specific)에 투자하도록 장려해 회사경영에 도움이 될 수 있다고 주장한다.

그러면 차등의결권 주식으로 인해 주주들의 피해가 증가하는가? 이에 대한 실증연구

42) 최한수, 「재계의 경영권 방어수단 도입 주장에 대한 비판적 검토」, 『기업지배구조연구』, Spring 2008; 김우찬, 「독약증권(poison pill) 우리나라에선 진짜 독」, 『경제개혁리포트』, 2008-6호

들은 일관된 결론을 내려주지 못하고 있다. Partch(1987)는 1962년부터 1984년까지 차등의결권 주식을 발행한 43개사의 경우 전반적으로 주주들의 부(wealth)에 긍정적인(positive) 효과가 있는 것으로 나타났다.⁴³⁾ Dimitrov and Jain(2004)도 1979년부터 1998년까지 1주 1표에서 차등의결권 제도로 전환한 178개사를 분석했는데, 차등의결 주식이 주주들의 부를 증가시키는 것으로 나타났다.⁴⁴⁾

반면 Jarrell and Poulsen(1988)는 1976년부터 1987년 5월까지 차등의결권 주식을 발행한 94개사의 경우 부정적인 효과가 있는 것으로 나타났다.⁴⁵⁾ Cornett and Vetsuypens(1989)는 70개사 차등의결권 주식 발행이 주주들의 부에 긍정적인 효과를 주기도 하고 부정적인 효과를 주기도 하는 것으로 나타났다.⁴⁶⁾ 이러한 연구결과들은 차등의결권 주식 발행이 주주들의 부에 긍정적인 영향을 줄 수도 있으며, 부정적인 영향을 줄 수도 있다는 것을 의미한다.

설령 차등의결권 제도로 인해 경영진이나 지배주주들의 사익추구 가능성이 존재한다 할지라도 이를 방지할 수 있는 장치는 존재한다. 먼저 제도 도입 여부를 주주총회에서 결정하도록 하는 것이다. 만약 주주총회에서 차등의결권 제도를 도입한다면, 이는 주주들도 차등의결권 제도를 도입해 경영권을 안정시키는 것이 주주들의 이익증진에 도움이 된다고 판단한 것으로 보아야 한다. 물론 이 제도 도입을 반대한 주주들은 어떻게 할 것인가라는 문제제기를 할 수도 있다. 그러나 이 문제 또한 반대주주들에게 주식매수청구권을 행사하도록 하면 해결된다.⁴⁷⁾ 반대한 주주들은 회사에 주식을 사달라고 매수청구권을 행사해 주식을 팔고 떠나면 된다. 그러면 찬성한 주주나 반대한 주주나 어느 누구도 피해를 보지 않게 된다.

43) Megan Partch(1987) 전계서

44) Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, "Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class: Growth and Long-run Stock Returns," Working Papers, September 1, 2004.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422080

45) G. Jarrell and A. Poulsen, "Dual Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms," *Journal of Financial Economics* 20, January/March 1988, pp.129-152.

46) M.M. Cornett and M.R. Vetsuypens, "Voting Rights and Shareholder Wealth," *Managerial and Decision Economics*, September 1989.

47) Stephen Bainbridge(1991) 전계서

4. 시장의 효율성에 대한 규제인가?

차등의결권 제도 도입을 반대하는 사람들은 이 제도는 적대적 M&A에 대한 규제로 시장의 효율성에 대한 규제이며 경제적 유인을 왜곡시켜 사회적 후생을 떨어뜨릴 수 있다⁴⁸⁾고 주장한다. 물론 차등의결권 제도가 도입될 경우 적대적 M&A에 대한 효과적인 방어책이 될 수 있다. 그러나 적대적 M&A를 허용했듯이 적대적 M&A를 방어하는 것을 인위적으로 규제할 필요는 없다. 왜냐하면 주식의 매각 여부는 주식을 소유한 사람들이 결정할 문제이듯이 M&A 방어책의 도입 여부 또한 주주들이 선택해야 할 몫이다. 만약 주주들이 M&A 방어책을 도입하기로 결정했다면, 그것은 그렇게 하는 것이 주주들에게 이익이 될 것이라고 판단했기 때문이다.

그리고 M&A 방어책이 사회적 후생을 떨어뜨릴지 여부는 사전적으로(ex ante) 어느 누구도 알 수 없다. 다만 사후적으로(ex post) 손실이니 이익이니 논할 수는 있겠지만, 그것은 의미가 없는 일이다. 사람들은 과거, 현재, 그리고 불확실한 미래에 대한 정보를 가지고 예측을 하기 때문이다.

자유시장에서 거래는 자발적으로 이루어지며, 그 거래는 거래 당사자들을 이롭게 한다. 차등의결권 제도가 주주들의 자발적인 선택의 결과라면 이는 주주들에게 이익이 된다고 판단했기 때문일 것이다. 그렇지 않고 이 제도를 도입하지 않는다면 이는 도움이 안 된다고 판단했기 때문일 것이다. 그러므로 의결권 행사 방식을 1주 1표를 선택할지 아니면 차등의결권 제도를 채택할 것인지는 주주들이 결정해야 할 문제이다. 오히려 1주 1표 방식을 벗어난 제도 자체를 도입하지 못하도록 금지하는 것은 시장을 위축시키고 자원배분을 왜곡시켜 시장의 효율성을 떨어뜨리는 규제라 할 수 있다.

5. 자금조달 수단의 다양화

주식회사의 주식은 자본조달을 위한 아주 중요한 수단 중 하나다. 그러나 우리나라 상법은 통상적으로 1주 1표를 원칙으로 한 보통주 발행을 인정하고 있으며, 예외적으로

48) 최한수(2008) 전제서

이익배당우선주 성격을 띤 무의결권 주식을 인정하고 있다.⁴⁹⁾ 이처럼 상법은 보통주를 제외한 다른 종류의 주식 발행을 허용하고 있지 않다. 따라서 주식시장에서 자본을 조달하기 위해서는 보통주를 발행하는 방법 밖에 없다.

그러나 보통주의 발행은 회사의 지배구조에 영향을 준다. 1주 1표인 보통주를 발행하는 경우 현재 경영진이나 지배주주가 가지고 있는 지분율이 감소할 수밖에 없다. 이러한 기업의 경영진은 지분율 감소로 인해 경영권이 위협받을 수 있다. 특히 사업 초기단계에 있는 벤처기업의 경우 대규모 자금조달을 할 경우 창업자의 지분율이 감소하여 회사의 경영권을 상실할 위험이 증가한다.

차등의결권 주식 발행의 허용은 이러한 회사들로 하여금 자본조달을 좀 더 용이하게 해준다.⁵⁰⁾ 경영진은 1주당 10표나 100표 혹은 그 이상의 의결권을 가진 주식을 소유해 회사에 대한 지배권을 강화해 경영권을 안정시키고, 다른 투자자에게는 1표를 가진 보통주를 발행해 시장에서 자본을 조달하는 것이다. 투자자들은 차등의결권 주식을 발행한 회사가 미래 전망이 좋다고 판단할 경우 주식을 매입할 것이고, 그렇지 않은 사람들은 주식을 매입하지 않을 것이다. 결과적으로 차등의결권 제도 도입으로 인해 경영진은 자금조달 방법을 다양화할 수 있으며, 이를 통한 자본조달 성공여부는 투자자들의 선택에 의해 결정될 것이다.

VI. 결 론

주식회사의 주인은 일반적으로 주주라고 말한다. 회사의 주인이 주주임에도 불구하고 경영상의 대부분의 의사결정을 회사를 경영하고 있는 경영진에 의해서 결정된다. 다만 예외적으로 주주들의 재산에 중대한 영향을 미칠 수 있는 합병, 영업 양도 등에 관해서는 주주들이 결정하도록 하고 있다. 주주들은 그런 일들을 결정하고 또 경영진을 임명하기 위해 의결권을 가지고 있다.

49) 무의결권 우선주도 발행예정 주식 총수의 4분의 1 이내로 제한하고 있다.

50) 김병연·권재열·안성포, 『적대적 M&A 방어수단 관련 현행상 문제점과 개선방안』, 전국경제인연합회, 2005. 12.

많은 사람들은 주주들의 의결권 행사 방식은 1주 1표가 원칙이라고 생각하고 있다. 그러나 역사적으로 볼 때 의결권 행사 방식은 1인 1표, 신중한 중위투표, 1주 1표 등 여러 가지가 있다. 18세기에 보편적인 방식은 1인 1표, 신중한 중위투표였다. 1주 1표는 19세기에 들어서 나타나기 시작하며 20세기에 이르러 보편화된 방식이다. 하지만 현재도 여전히 의결권 상한, 황금주, 차등의결권 등 1주 1표가 아닌 다른 형식의 의결권 제도가 존재한다. 특히 차등의결권 제도는 1980년대 미국에서 적대적 M&A가 활발하게 일어났을 때, 이를 방어하기 위해 자발적으로 도입된 것이다.

또 차등의결권 제도를 도입한다고 해서 주주평등원칙에 위배되는 것은 아니다. 주주평등원칙이란 주주들이 소유한 주식 수에 따라 평등한 대우를 받을 권리를 말한다. 그러나 이러한 관계는 자발적인 계약에 의해 변경될 수 있다. 자발적인 계약은 거래 당사자가 모두 이익을 얻는다. 자발적으로 불평등한 대우를 받는 계약을 했다면 이는 주주평등의 원칙에 어긋나지 않으며, 거래 당사자 간에 이익을 증진시키는 것이다. 그러므로 차등의결권 금지는 계약자유를 인정하지 않고 자발적인 거래를 제한해 시장에서 자원배분을 왜곡시키고 효율성을 떨어뜨릴 수 있다.

물론 차등의결권 제도로 인해 지배주주(controlling shareholder)나 경영진의 사익추구(private benefit) 위험성과 주주들에게 손해를 입힐 가능성이 존재하지만, 이에 대한 선행 연구들은 주주들의 부에 어떤 영향을 미치는지에 대해 명확한 결론을 내리지 못하고 있다. 사익추구 가능성이 존재한다 하더라도 이를 방지할 장치는 존재한다. 차등의결권 제도 도입 여부를 주주총회에서 결정하게 하고, 이를 반대하는 주주들에게 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하면 된다. 그리고 차등의결권 제도를 도입할 경우 경영권을 안정적으로 유지하면서 자금조달 수단을 다양화할 수 있다.

차등의결권 제도가 주주들에게 이익이 될지 손해가 될지 사전적으로 알 수 있는 방법은 없다. 다만 어떻게 운영하느냐에 따라 사후적으로 부정적인 효과가 있을 수도 있고 긍정적인 효과가 있을 수도 있다. 이 제도를 시행해 본 적이 없는 우리로서는 외국의 사례를 참고삼아 부작용을 줄일 수 있는 방안을 찾으면 된다. 그 방안으로는 차등의결권 제도 채택 여부를 주주총회에서 주주들이 결정하도록 하고, 반대 주주들에게는 주식매수청구권을 부여하는 것이다. 주주들은 이 제도가 자신에게 이익이 된다고 판단하면 도입할 것이며, 그렇지 않을 경우 도입하지 않을 것이다. 따라서 차등의결권 제도는 무

조건 금지할 것이 아니라 주주들의 선택에 따라 채택할 수 있도록 해야 한다.

그러기 위해서는 현행 상법 제369조에서 규정하고 있는 1주 1표의 원칙을 개정해야 한다. 이 규제는 회사 정관으로도 변경할 수 없는 강행규정이기 때문이다. 따라서 이 조항을 “회사의 정관에 정함이 없는 한 의결권 행사는 1주 1표로 한다”로 개정해야 할 것이다.

참고문헌

- 김병연 · 권재열 · 안성포, 「적대적 M&A 방어수단 관련 현행법상 문제점과 개선방안」, 전국경제인연합회, 2005. 12.
- 김우찬, 「독약증권(poison pill) 우리나라에선 진짜 독」, 『경제개혁 리포트』, 2008-6호
- 최한수, 「재계의 경영권 방어수단 도입 주장에 대한 비판적 검토」, 『기업지배구조연구』, Spring 2008.
- Donald Chew, *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, 1997.
- European Committee, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Institutional Shareholder Service, Shearman & Sterling, European Corporate Governance Institute, May 2007.
- Lucian Bebchuk, *Corporate Law and Economic Analysis*, Cambridge University Press, 1990.
- Kenneth Lipartito and David B. Sicilia, *Constructing Corporate America: History, Politics, Culture*, Oxford University Press, 2004.
- Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press, 1998.
- NYSE, “Listed Company Manual,” www.nyse.com
- OECD, *Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD Steering Group on Corporate Governance, December 2007.
- Stephen Bainbridge, *Corporations: Law and Economic Analysis*, Foundation Press, 2002.
- _____, *Mergers and Acquisition*, Foundation Press, 2003.
- Arman Khachaturyan, “The One-Share-One-Vote Controversy in the EU,” ECMI Paper No.1, August 2006.
- Ben McClure, “The Two Sides of Dual-Class Shares,” *Investopedia Advisor*, 2004. 9. 22.

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/092204.asp>

Bennedsen, M. and K. Nielsen “The Principle of Portional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe,” ECGI Working Paper, May 2008.
www.ecgi.org/competitions/rof/files/pp_bennedsen_may08.pdf

Collen Dunlavy, “The Unnatural Origins of One Vote per Share-A Charter in the History of Corporate Governance,” April 2005.
www.stern.nyu.edu/econ/seminars/Dunlavy.pdf

_____, “Corporate governance in late 19th-century Europe and the U.S. The Case of Shareholder Voting Rights,” in Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press, 1998.

_____, “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights,” *Washington & Lee Law Review* 63, 2006, pp.1347-1588.

_____, “From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation,” in Kenneth Lipartito and David B. Sicilia, *Constructing corporate America: History, Politics, Culture*, Oxford University Press, 2004.

Deminor Rating, “Application of the One share-One Vote Principle in Europe,” *Association of British Insurers*, March 2005.

Frank Partnoy & Shaun Martin, “Encumbered Shares,” University of California, Berkeley Law and Economic Workshop, 2004.

G. Jarrell and A. Poulsen, “Dual Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms,” *Journal of Financial Economics* 20, January/March, 1988, pp.129-152.

Guido Ferrarini, “One Share-One Vote: A European Rule?,” ECGI Working Paper No.58, 2006.

Joann Muller, “Henry Ford’s Will,” *Forbs*, 2006. 2. 27.

Kenneth Lehn, Jeffrey Netter & Annette Poulson, “Consolidating Corporate Control: Dual

- Class Recapitalizations versus Leveraged Buyouts,” *Journal of Financial Economics* 27, 1990, pp.557-580.
- Lucian Bebchuck & Assaf Hamdani, “Federal Corporate Law: Lessons from History,” *Columbia Law Review* 106, 2006, pp.1793-1839.
- Marco Bigelli, “Dual Class Stock Unifications and Shareholders’ Expropriation,” Working Papers, February 2004.
- Megan Partch, “The Creation of Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics* 18, 1987, pp.313-339.
- M. Gogeren, M.C. Manjon, and L.D.R. Rosenberg, “Recent Developments in German Corporate Governance,” *Center Discussion paper* 2004-123, November 2004.
- Mike Burkart and Samuel Lee, “One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective,” ECGI Working Paper No.176, May 2007.
- M.M. Cornett and M.R. Vetsuypens, “Voting Rights and Shareholder Wealth,” *Managerial and Decision Economics*, September 1989, pp.175-188.
- Paul A. Gompers, Joy Ishii and Andrew Metrick, “Incentives vs. Control: An Analysis of U. S. Dual-Class Companies,” NBER Working Paper No.10240, January 30, 2004.
- Richard Y. Roberts, “Listing Standards on Shareholder Voting Rights,” *Twentieth Annual Securities Institute*, Cleveland Bar Association, March 1, 1991.
- Ronald J. Gilson, “Regulating the equity component of capital structure: The SEC’s Response to the One-Share, One-Vote Controversy,” in Donald H. Chew, *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, 1997.
- Ronald Lease, John McConnell & Wayne Mikkelson, “The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations,” *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.439-471.
- S. Grossman and O. Hart, “One-Share-One Vote and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.175-202.

Stephen Bainbridge, "The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights," *UCLA School of Law Research Paper* No.07-16, May 2007.

_____, "The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4," *Washington University Law Quarterly* 69, 1991, pp.565-634.

Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, "Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class: Growth and Long-run Stock Returns," Working Papers September 1, 2004. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422080

Economic Analysis of Dual Class Stock

Yang Kyoon, Park

Dual class stock is issued by a company giving different voting rights based on an investment of equal value. By issuing the dual class stock, managers can exercise control rights of corporate governance with small equity rates.

Most people have regarded the principle of one share one vote as mandatory rule. But historically shareholders have exercised various voting rights, one shareholder-one vote and prudent mean vote, one share-one vote etc. Therefore One share-one vote should not be understood as dominating rule with no exceptions.

If shareholders agree voluntarily the contract of issuing dual class stock, it does not infringe the principle of shareholders' equal treatments and all the parties get the benefit from the contract. The prohibition of dual class stock violates the freedom of contract and lowers the market efficiency. Therefore, shareholders must be given the choice to decide on issuance of the dual class stock.

Key words: Corporate governance, Control rights, Dual Class Stock, Freedom of Contract, One Share One Vote