

주요 Q & A 질의응답

비상장 벤처기업 차등의결권 도입에 대한 반대 의견서

비상장 벤처기업 차등의결권 도입은,
재벌의 사익편취, 사금고, 세습 의결권 등에 악용되고
중소벤처 전체를 잠식시키는 결과를 가져다 줄 것입니다.
5%미만의 희박한 성공 가능성에만 집착하지 마시고,
95%이상의 실패 가능성을 경계하시길 당부드립니다.

2020. 10. 22.



경제정의실천시민연합
Citizens' Coalition for Economic Justice

Q1

차등의결권이란 무엇일까요?

A1. 무표결 보통주주 또는 우선주주의 의결권 추종(追從) 의사에 따라 소유권과 의결권이 양분된 특정 지분에만 의결권을 신탁함으로써, 특정 지배주주들의 출자지분에 한해서만 주주계약 또는 투자계약에 의해 1주1표를 초과하는 차등의결권을 부여하여 전문경영인 등에게 효율적인 경영권 행사를 하도록 출자지분에 비례하는 의결권을 맡기는 제도를 말합니다.

예를 들면, 재벌 2세 등 총수일가와 대주주들의 소유지분에 한해서만 예외적으로 1주당 최대 “10표” 를 신탁하여 자기 출자지분율을 초과하는 차등의결권을 행사토록 하여 지배권을 보장해주는 반면, 차등의결권이 없는 소수주주들에게는 원칙대로 1주당 1표만 보장함으로써 주주간 의결권을 10배로도 차별할 수 있습니다.

다만, 10배의 차별에 상응하는 보상에 대한 “프리미엄” 을 적절히 보장한다면, 계약에 따라 차등의결권은 성립될 수도 있습니다 <자료 1, 2>.

<자료1> 1주10표 차등의결권 (Dual-class Shares) 발행주식 구조

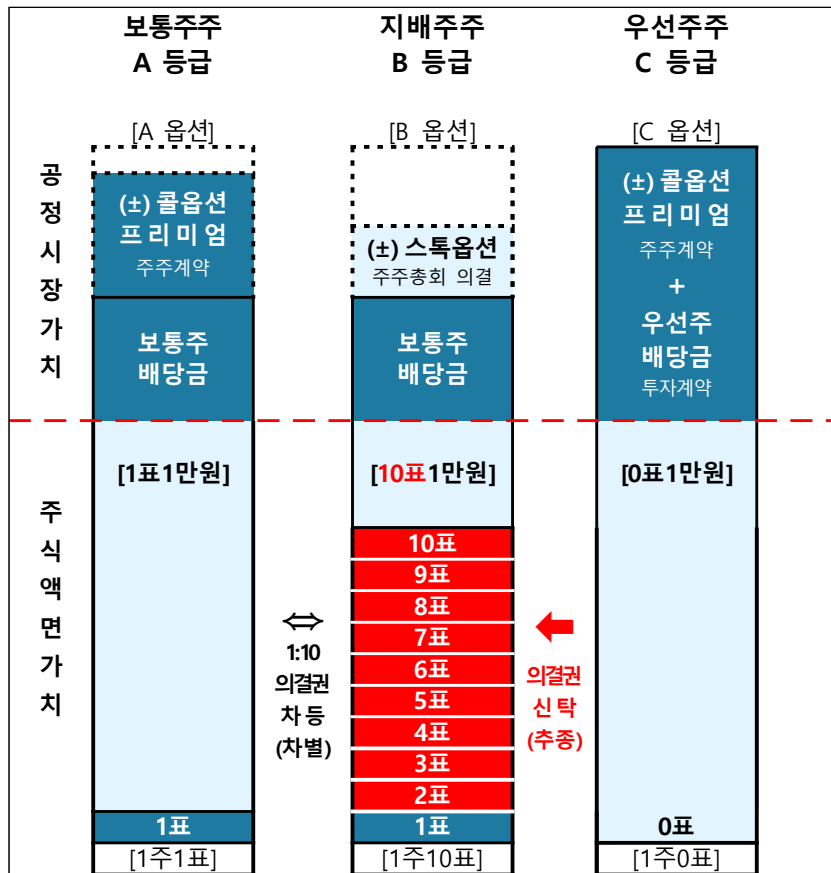
(예시) 1주당 액면가 1만원일 경우

주주	종류	출자액	소유지분	주식수	의결권	의결지분
보통주주 (예: 소수주주)	A 보통 (1:1)	49만원	49.5%	49주	49표	49.5%
지배주주 (예: 재벌, 대주주, 동일인)	B 차등 (1:10)	5만원	5.05%	5주	50표 +45 ↑	50.5% +45.45 ↑
우선주주 (예: 뮤추얼펀드 추종투자자)	C 우선	45만원	45.45%	45주	0표	0%
총계 (출자액, 주식수, 의결권)		99만원	100%	99주	99표	100%

※ 차등의결권은 단순히 1+9표의 의결권을 부여하는 제도가 아니라 무표결 보통주(우선주)의 추종의사(추종투자)에 따른 발행주식 수와 비중에 따라 1주n표가 성립되는 구조

<자료2> 1주10표 차등의결권의 효과

(예시) 1주당 액면가 1만원일 경우



- ☞ 배당과 콜옵션에 우선권을 주고 차등의결권에 신탁투자 하는 일반적인 우선주 외에도, 옵션이 제한되는 무표결 보통주까지 포함
- ☞ 미국의 경우 옵션의 제한 및 차등에 따라서 A to Z 뮤추얼 펀드 (주식투자)로 투자의 목적, 종류, 등급 등에 따라 주권이 세분화 됨

계약자유의 원칙에도 불구하고, 현행법에서는 주식회사 내 동일한 출자지분에 대해 주주간 의결권 “차별” 을 방지하기 위해 모든 주주가 평등하게 1주1표를 갖는 주식회사제도를 규정하고 있습니다.

상법 제369조(의결권) 제1항 : 의결권은 1주마다 1개로 한다.

☞ 주식회사의 주주는 1주당 1개의 의결권을 갖는 1주1표의 원칙을 규정하고 있는바, 위 규정은 강행규정이므로 법률에서 위 원칙에 대한 예외를 인정하는 경우를 제외하고 정관의 규정이나 주주총회의 결의에 따라 위 원칙에 반하여 의결권을 제한하더라도 효력이 없다.” — 대법원 2009.11.26. 선고 2009다51820판결

Q2

선진국들 대부분이 “차등의결권” 을 이미 도입했는데, 우리도 도입해야 되지 않을까요?

A2. “선진국들 대부분이 차등의결권을 도입했다” 는 언론보도는 왜곡된 것입니다. OECD 회원국 37개국 중 절반에 못 미치는 18개국 (48.6%)이 차등의결권을 제한적으로만 허용하고 있습니다 <자료3>.

☞ 최근 차등의결권을 도입한 싱가포르, 인도, 중국, 홍콩 등 BRICS 신흥국을 포함하더라도, 총 49개국 중 24개국으로서 역시 절반에 못 미치는 수준

<자료3> 전세계 주요 국가 차등의결권 도입 현황 (요약)

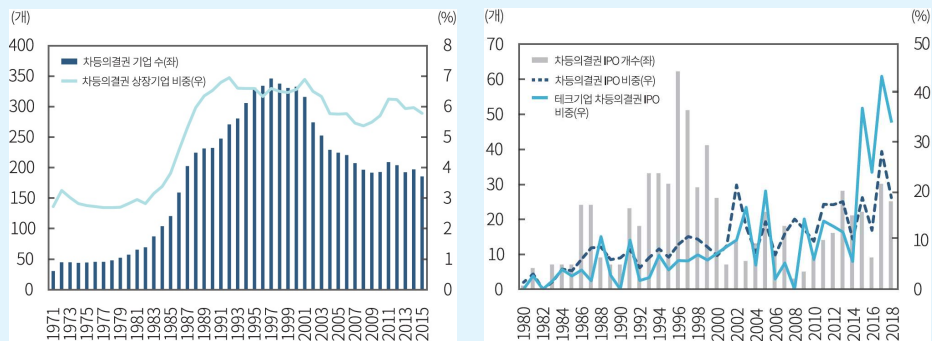
총 49개국	제한적 허용 (21 개국)	한시적 도입 (3 개국)	폐지 / 미도입 / 금지 (25 개국)	
OECD (37개국)	미국 (1주10표) 덴마크 (1주10표) 스웨덴 (1주10표)		독일 (2002년 사실상 폐지) 이스라엘(1990년 사실상 폐지) 일본 (2014년 사실상 폐지) 호주 (1993년 사실상 폐지)	
	아일랜드 (1주 3표) 헝가리 (1주 3표) 이탈리아 (1주3표, 2년 내 1주2표) 핀란드 (1주 2표)		그리스 네덜란드 (1인1표) 라트비아 룩셈부르크	
	폴란드 (1주4표, 집중투표) 영국 (1주3표, 상장금지)	멕시코 (1주 3표, 5년) 프랑스 (1주 2표, 2년)	리투아니아 벨기에 스페인 슬로바키아 슬로베니아 아이슬란드 에스토니아 오스트리아 콜롬비아 포르투갈	
	노르웨이 뉴질랜드 스위스 체코 칠레 캐나다 터키		한국 (비상장 벤처 차등의결권 도입 논의 중)	
	BRICS 기타 아시아 신흥국 (12개국)	싱가포르 (1주10표) 중국 (1주10표) 홍콩 (1주10표)	인도 (1주10표, 5+5년)	브라질 말레이시아 아르헨티나 인도네시아 코스타리카 사우디아라비아
		남아공 러시아		

*출처: 중소기업연구원 (2020); OECD (2019); 자본시장연구원 (2019); SHARMAN & STERLING LLP, ISS and ecgi (2007, 2016); etc.

하지만 차등의결권을 제한적으로 허용한 주요 국가들의 경우, 실제로는 차등의결권을 억제하기 위해 거래소에서 신주발행을 금지 시키거나 상장제한·폐지 등 기관투자자들 사이에서도 영구 퇴출 시키려는 움직임이 최근 들어 점차 확산되고 있습니다 <자료4>.

<자료4> 영미권 차등의결권 자율규제 및 시장 동향

【미국】 나스닥 100 장외시장 기술특례상장 (Tech IPOs)만 일부 증가, 반면 나머지 대다수 주요 증권시장에서는 꾸준히 **감소·퇴출** 추세



- 모건스탠리 (‘17) ⇨ 무표결권 보통주 퇴출에 의한 차등의결권 감소 유도 등 스투어드십 코드 확립
- 증권거래위원회 (‘18) ⇨ 차등의결권 재벌세습 악용 다, 황재경영체제 반대, 기업가치 및 투자실적 저하를 막기 위한 일몰제(3~6년) 도입 검토 논의 중
- 뉴욕증권거래소 (‘19) ⇨ 1주10표 포이즌필 퇴출. M&A방어 목적의 신주발행, 교환오퍼(차등의결권 전환주 행사), 백지위임, 기타 투표거래 금지 등 적발시 상장폐지. 증권거래법에 따라 투자자 피해 발생시 상장폐지 적극
- S&P 다우존스 (‘19) ⇨ 차등의결권 기업 지수평가 배제, 차등의결권 자사주 소각, 양도시 자동전환 규정 신설, 공익단체 기부·신탁 등 스투어드십 코드 확립

【영국】 최근 10년동안 차등의결권 기업 수는 전체의 5%미만, 꾸준히 감소추세. ‘차등의결권-무표결권 보통주 (Dual-class Shares)’ 신주발행 실적 0% (‘06-‘16)

- 런던증권거래소 (‘14) ⇨ 기관투자자의 반대, 차등의결권 도입 포기
- FTSE 러셀 (‘17) ⇨ 무표결권 퇴출에 의한 차등의결권 감소 등 스투어드십 코드 확립
- 금융감독청 (‘18-‘19) ⇨ 런던증시 등 프리미엄 시장 차등의결권 상장금지 원칙 시행, 차등의결권으로부터 소수주주들의 프리미엄을 보호하기 위해
 - ① 소수주주추출권 요건 강화(대주주 지분을 75% → 90% ↑, Squeeze-out 조항),
 - ② 상장기업 차등의결권 해소규칙 유지(지분을 75%이상 확보시 주총결의에 따라 차등의결권 → 1주1표 전환, Breakthrough조항),
 - ③ ‘무표결 보통주주 의결권 추종’ 조항에 의한 소액주주 다중대표소송 제도화 (‘06) (소액+소수 주주대표 차등의결권 이전 행사, Coattail조항)

*출처: CFA Institute (2018); Ritter (2018); Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017); Shearman & Sterling LLP (2017); Huang (2017) 등 통계 참고; 기타 자본시장연구원 (2019) 재인용

차등의결권은, 당초 기대했던 “기업 자본구조의 유연성 및 안정적인 장기투자수익률 확보” 와 같은 긍정적 효과와 달리, 반대로 (1) 재벌과 대주주의 경영권 희석으로 인한 기업가치의 하락, (2) 의결권 침해로 인한 소수주주들의 피해 발생, (3) 장기 투자자들의 프리미엄에 대한 사익편취 등 부정적인 경험들을 통해 해외에서도 이미 실증됐던 ‘親재벌 기업정책’ 불과합니다.* <자료5>

<자료5> 미국 내 차등의결권 도입 기업집단의 재벌세습 유/무에 따른 기업가치 비교 ('01-'15)



∴ (도입결과) 차등의결권은 재벌의 세습의결권, 황제경영체제 구축, 사익편취 전용 등에 따른 기업가치 및 투자수익 하락 등의 부작용이 집중팔구 발생

- (황제경영) 차등의결권 도입 기업의 **93% 가족집단 지배기업** **多**
- (재벌세습) 차등의결권 도입 기업의 **89% 재벌2~3세 경영권 세습에 전용** **多**
- (사익편취) **프리미엄 가치** ↗ **재벌기업 -11.8% 하락** ↓ vs 일반기업 +20.8% 상승 ↑

↗ 가족경영체제, 재벌식 황제경영체제 존재하는 경우 차등의결권 도입·허용은 **매우 부적절**

*출처: Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017)

즉, 차등의결권은 ‘**코리아 디스카운트**’ 가 우려되는 제도입니다. 이러한 이유 때문에, 최근 차등의결권을 한시적으로 도입한 프랑스(2년), 멕시코(5년), 인도(5+5년)의 경우 유예기간 내 차등의결권을 모두 없애도록 엄격히 규제하고 있습니다.

* Bainbridge (1991, 2002, 2010); Baker, Litov, Wachter, Wugler (2004); Metrick, Gompers & Ishii (2004); Baker, Litov, Wachter, Wugler (2004); Pajuste (2005); Adams & Ferreira (2008); Bozec & Laurin (2008); Li & etc (2008); King & Santor (2008); Smart & etc. (2008); Masulis & etc (2009); Smith & et. (2009); Arugasin & etc. (2010); Gompers & etc. (2010); Zemi & etc. (2010); Holmén (2011); Amoako-Adu & etc. (2014); Baulkaan (2014); Belot (2014); Hossain (2014); Jensen & etc. (2014); Dallas & Barry (2015); Lauterbach & Pajuste (2015); Buckley (2016); McKinnon (2016); Paccos & Maria (2016); Berger, Solomon & Benjamin (2016); Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017); Bebchuk & Kastiel (2017); Berger, Sonsini, Bochner, Goodrich, Rosati (2017); Catan & Klausner (2017); Hong & etc. (2017); Li & Zaiasts (2017); Bartlett & Partnoy (2018); etc.

Q3

다른 선진국들처럼 한시적으로 도입하거나, 제한적으로 허용하게 되면 재벌의 사익편취, 황제경영체제 등 차등의결권으로 인한 부작용을 걱정할 필요 없지 않을까요?

A3. 앞선 <자료5>에서도 살펴보았듯이, 차등의결권은 재벌경제체제가 일반화된 우리나라에서는 이미 실패할 수밖에 없는 정책입니다.

재벌을 배제하고 이처럼 차등의결권을 허용한다고 하더라도, 차등의결권으로부터 소수주주와 투자자들의 손해를 보존하기 위한 **“강력한 보호제도”**와 이에 상응하는 **“차등적인 보상제도”**와 함께 **“이사회 통제”**가 뒷받침되지 않으면, 다른 선진국들이 그랬던 것처럼 똑같은 실패를 또 답습할 수밖에 없습니다.

이처럼 차등의결권의 부작용을 막기 위해, 선진국들 대부분이 공통적으로 도입했던 관련 규제제도들은 아래와 같습니다.

<요약> 주요 선진국 차등의결권 규제제도 현황

- (1) 이사회 의사결정권 통제·견제 강화 : 의결지분을 10~90%이상 요구
- (2) 이사회결의사항 축소 및 주주총회 1주1표 특별결의사항 확대
- (3) 소수주주축출권 통제·견제 : 지배주주의 소유지분을 최소 75~90%이상 요구
- (4) 차등의결권 '해소 (Breakthrough) 규칙' 채택 : 일정 지분을 확보시, 차등의결 지배권 상실
- (5) '무표결 보통주주 의결권 추종 (Coattail) 조항' 채택 : 무표결·소액주주 대표도 차등의결권 행사可
- (6) '차등의결권 양도시 1주1표 자동전환 규정' 채택 : 차등의결권 거래, 교환, 상속 등 투표거래 제한
- (7) 일몰조항 채택 : 2~10년 이내 1주1표로 전환
- (8) 反인수합병 (포이즌 필) 채택 금지 : 신주 발행·예약·인수 제한

*출처: 중소기업연구원 (2020); 자본시장연구원(2019); OECD (2007, 2019); SHEARMAN & STERLING LLP (2007, 2016); 기타 각국의 회사법 및 거래소 상장규칙 등 관련규정 직접 참조

(1) 이사회 의사결정권 통제·견제 강화 : 이사회 의사결정을 통제하기 위해 지배주주의 차등의결권의 행사 목적·제한·방법에 따라 최소 10% ~ 90% 이상의 의결지분을 요구, 정부기관 등 황금주에 의한 거부권 행사 금지

이사회 결의사항	←	주총보통 결의사항	→	주총특별 결의사항
1주10표		1주4표		1주1표
← 2/3 또는 3/4 가중다수결 / 황금주 거부권 행사 금지 →				특별다수결
최소 10%이상		← 33.3% ~ 90%이상 →		N/A

- ☞ 차등의결권을 통제하기 위해 (미국) 지배주주의 30~70% 의결지분을 표준정관 도입 권고, (이탈리아, 일본) 66.6%이상 의결지분을 要 (프랑스, 아일랜드) 75% 의결지분을 要 (덴마크, 영국) 90%이상 의결지분을 要 (홍콩, 중국) 출자지분 10% 이상 要 (50% 의결지분을 必)
- ☞ 이사회를 통제하기 위해 (미국) 이사회 1/2 절대다수결 (일본) 이사회 2/3 가중다수결 (EU) 종류별 발행주식수와 비중에 따라 2/3 또는 3/4 가중다수결 채택 (*만장일치제 폐지)
- ☞ 황금주 (미국, 영국, 아일랜드, 스웨덴, 폴란드, 핀란드) 거부권 행사 금지 (이탈리아, 일본, 싱가포르, 홍콩) 언론, 석유 군수, 통신 국영회사만 예외적으로 허용

(2) 이사회결의사항 축소 및 주주총회 1주1표 특별결의사항 확대 :

차등의결권으로부터 보통주주의 의결권을 보장하고 이사회
의 전횡을 막기 위해 주주총회에서 차등의결권이 배제되는
의결사항 정관 명시 (강행규정)

차등의결권 배제 / 1주1표 강제사항 (자동전환규정)

- 주주총회의 소집 및 소집권자 지정 (보통주주만 소집可)
- 정관 개정
- 이사·감사의 선임·해임 (독립성 보장必)
- 법인 해산·청산
- 영업양도 / 인수·합병 (간의·소규모 합병도 포함)
- 상장폐지 결의
- 스톡옵션 / 전환사채 발행
- 신주 예약·인수·발행 등 콜옵션 행사 ☞ **포이즌필 제한 또는 금지**
- 기타 자본금 감소 등 주주에게 손해를 끼칠 우려가 있는 경우
(예: 자사주 담보차입매수소각, 할인발행, 포괄적 교환·이전·분할 등 정관기재사항)
- ☞ (미국, 영국, EU 등) 상장규칙 등을 통해 판례법으로 확립된 **강행규칙** 사항, 증권거래법 등에 따라 다른 주주들의 재산권·의결권 행사를 침해하는 증권거래 **자율규제可**
(일본, 홍콩, 싱가포르, 인도, 중국 등) 회사법 또는 상장규칙을 통해 **강행규정 명시**

(3) 소수주주축출권 통제·건제 : 차등의결권을 갖는 지배주주가 사익편취 목적으로 소수주주나 반대주주의 지분을 강제로 빼앗아 상장 폐지하는 것을 통제하기 위해 지배주주의 소유지분을 최소 75%~90% 이상 요구

※ (EU) EC경쟁법 75% (캐나다, 영국, 일본, 홍콩, 싱가포르) 90% 요건 ⇨ 다중대표소송을 통해 출자지분율이 낮은 차등의결권 지배주주가 10~25%이상 지분을 확보하도록 견제하는 효과, **역으로 차등의결권 축출권으로도 활용** 가능

(소수주주축출권) 지배주주가 소수주주의 주식을 강제로 매수할 수 있는 제도

※ 참고 : 국내 상법 360조의 24 (지배주주의 매도청구권) 은 지분을 95%이상을 요 하지만 **탈법적으로 자사주 지분율을 포함**시키기 때문에, **지분을 산정 방법에 문제** 有 현행 상법에 아직까지 **다중대표소송제 미도입** ⇨ 차등의결권은 우리 법체계와 맞지 않음

⇨ 최근 한국거래소 자율규제에 따라 상장회사의 경우 자사주 지분율 산입 제외

(4) 차등의결권 '해소 (Breakthrough) 규칙' 채택 : 인수·합병의 공정성을 위해 적대적 매수자 등 보통주주가 다음과 같이 '일정 지분율 (즉, 차등의결권에 상응하는 의결권 수)' 이상을 확보하면, 주주총회의 특별결의에 따라 지배주주의 차등의결권이 무효가 되고 1주1표로 전환되는 법률 (opt-in조항, 사전 주총결의예) 및 상장규칙 (opt-out자율규제, 사후 주주동의必) 선택적 도입

⇨ '소수주주축출권'과 함께 행사하여 차등의결권을 축출하는 데 **역이용**

차등의결권 해소 규정 Breakthrough	일 본	영 국	이 탈 리 아	프 랑 스	아 일 랜 드	덴 마크	폴 란드	핀 란드	형 가 리	미 국	싱 가 포 르	홍 콩
비상장 (Opt-in)	1/2	9/10	← 3/4 → (EC 경쟁법 채택)			N/A	N/A	N/A		△ 이사회 자율	N/A	N/A
상장 (Opt-out)	1/3	3/4	2/3	3/4	3/4	9/10	주총 결정 (정관)	주총 결정 (정관)	△ 이사회 자율	△ 이사회 자율	긴급 공시 의무	? 도입 검토중

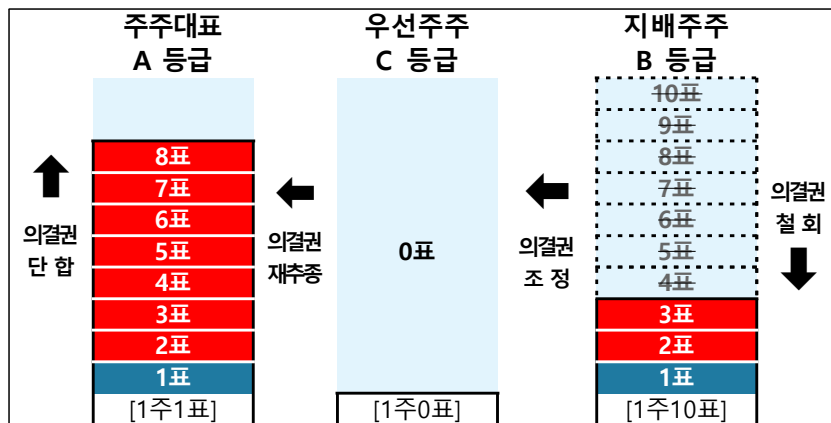
⇨ 차등의결권 (일본) 사실상 폐지 및 재벌기업 등 상장 퇴출, 비상장의 경우에도 간이·소규모 M&A 등 엄격히 규제 (영국, 이탈리아) 상장 퇴출 및 마피아 등 재벌주주 축출에 역이용 (EU) EC 경쟁법의 원리에 따라 대부분 소수주주축출권 요건과 동일하게 규제, 실효성 논란 有 (인도, 중국) 복수의결권주주의 지배권 상실 조항 상장규칙으로 명시

⇨ 그밖에 (미국, 헝가리) 거래소 자율규제 사항 명시 (싱가포르) M&A, 특히 '주식담보차입매수(LBO)' 및 '경영자담보차입매수(MBO)' 시 실시간 지분율 공시 등 주식매수청구권 사전 보장토록 유도

(5) '무표결 보통주주 의결권 추종 (Coattail) 조항' 채택: 지배주주의 차등의결권으로 인한 불공정한 현금흐름을 역전시키기 위해 무표결 보통주주들 (차등의결권 뮤추얼펀드의 追從투자자들) 이 소수주주 대표에게 차등의결권을 재신탁하여, 무표결주주의 재추종 의사에 따라 지배주주와 주주대표 간의 차등의결권을 조정하여 무표결·소수주들이 차등의결권을 행사할 수 있도록 의결권 단합을 보장하는 상장규칙 (opt-in자율규제, 투자자 사전동의要) 및 판례법 (opt-out구제, 소액주주 다중대표 소송 및 디스커버리 제도) 확립 <자료6>

<자료6> 무표결 보통주주 의결권 재추종 효과 (Coattail Effect)

(예시) 우선주주가 주주대표가 3/4이상 지분율을 확보한 경우



☞ 지배주주의 차등의결권 축출, 지배권 상실 / 우선주주의 의결권 복권 효과 적극 보장

규제 구분	캐나다	영국	일본	미국	홍콩	싱가포르	인도	중국
도입 형태	상장규칙	판례법 회사법	회사법 판례법	판례법	회사법 판례법	회사법 판례법	상장규칙	상장규칙
추종 효과	○	○	△ 예외적으로 허용	△ 스튜어드십 코드	N/A 거래소 자율규제可	N/A 거래소 자율규제可	○	○
다중대표소송	○	○	○	○	○	○	○	○
디스커버리	○	○	N/A	○	○	○	○	○

☞ (캐나다) 상장규칙 최초 도입 (87) ☞ 모든 주주에게 동일가격, 동일조건이 보장되지 않으면 지배주주의 차등의결권 박탈, M&A 등 경영권 양도 금지를 통한 사익편취 가능성 원천 차단

(영국) 판례법 (Bushell v. Faith, 1970)의 소액주주 다중대표소송 제도화(06) ⇨ 다중대표소송이 허용되는 예외사항으로 소수주주와의 차등의결권 단합이 보장되지 않으면 지배주주의 차등의결권 지배권 박탈

(일본) 회사법 도입(14) ⇨ 차등의결권 개혁과 투자자·소액주주를 보호하기 위해 다중대표소송제 도입
 - 의결권이 있는 보통주주의 경우 주식매수청구권 법원경매를 통한 사전 현금보존
 - 무표결권 보통주주의 경우 공정가액에 따라 사전 현금보존, 이의가 있을 경우 경매청구토록 하여 프리미엄 공정시장가치 사후 회수
 - 판례: 간이·소규모 합병 등을 위해 1주10표를 갖는 차등의결권 지배주주가 콜옵션 전매상환권 행사할 경우 대다수 소액주주들의 의결권이 분열(1주1표 미만)에 따라 1주10표 이상의 차등의결권을 부당하게 행사하게 되므로, 소액주주들의 의결권 보장 및 주식매수청구권의 현금보존을 위해 차등의결권의 조정을 통한 단합·추종 효과 예외적으로 인정

(미국) 상장규칙 등 미도입 그럼에도 불구하고 ⇨ 최근 기관투자자들을 중심으로 "차등의결권 일몰조항"이 없는 경우 '의결권 추종 조항'을 정관에 명시토록 하는 스투어드십 코드 확산, 이중·다중대표소송 및 디스커버리제도 등 판례법 70-80년대 확립 증권집단소송 문화 既일반화

(홍콩, 싱가포르) Opt-in 상장규칙 미도입 그러나 ⇨ 거래소 자율규제 위원회 Opt-out 규제·감독 명시(18~19) 법원의 허가에 따라 다중대표소송제 허용 및 디스커버리제도 既도입

(인도, 중국) 상장규칙 도입(19) ⇨ 복수의결권주주의 지배권 상실 조항 명시

(EU) EC경쟁법 Opt-in조항 미도입 ⇨ 각국 회사법, 판례법, 상장규칙 등에 따라 자율규제

(6) '차등의결권 주식양도시 1주1표 자동전환 규정' 채택 :

지배주주의 차등의결권 이전 및 세습 등을 통한 지배력 이전을 막기 위해 차등의결권 주식 거래, 교환, 상속 외에도 백지위임 및 암묵적인 투표거래 등에 의한 차등의결권의 대리 행사시 1주1표로 자동 전환되는 상장규칙 도입

미국	홍콩	싱가포르	인도	중국
△ 교환오퍼 금지	○	○	○	○

※ (미국) 나스닥 및 뉴욕증권 거래소 차등의결권 교환오퍼 (Exchange Offer) 등에 의한 경영권 양도 금지 규정만 보유, 위반 시 거래소 내 자율규제위원회 결정에 따라 상장폐지 등 사후적인 자율규제 방안 강구 ⇨ 뉴욕증시의 경우 상장폐지 및 강제매각 추진중 (19)

(7) 일몰조항 채택 : 차등의결권의 부작용을 막기 위해 최대

2~10년 기간 내 차등의결권을 한시적으로 허용하고, 일몰기간 내 유상증자 등을 통해 내 불비례하는 차등의결권의 출자지분율을 모두 해소하여 1주1표로 전환토록 하고, 실패 시에는 차등의결권을 전량 소각토록 하는 상장규칙 도입

미국	프랑스	멕시코	인도
?	2년 이내	5년 이내	5+5년 이내
도입 검토중			

☞ (인도) 거래소의 허가에 따라 조건부 1회 추가 5년 연장可 (미국) 학계 3~6년 일몰조항 도입의견 多, 관련 판례법은 일몰기간 3~5년 초가 시 위법추정 판시通 (CTS Corp. v. Dynamics Corp. of Am., 1987; City Capital Assoc. Ltd. v. Interco, Inc., 1988).

(8) 反인수합병 (포이즌 필) 채택 금지 : 지배주주의 경영권 방어를 위한 고의적인 지분을 희석이나 사익편취로 인한 주주와 투자자 피해를 막기 위해 차등의결권 신주 발행·예약·인수를 일체 금지하는 판례법 (opt-out구제) 확립 및 상장규칙 (opt-in자율규제) 확립

미국	영국	일본	싱가포르	홍콩	인도	중국
△	○	○	○	△	△	△
상장 제한 경영판단원칙	일체 금지 판례법 확립	상장 금지 사실상 불가	상장 금지 신주발행금지	상장 제한 신주발행제한	상장 제한 신주발행제한	상장 제한 신주발행제한

※(미국) 차등의결권 경영판단원칙 (Kahn v. M&F Worldwide Corp., 2014 등) : ①이사회 절대다수결 과반수 찬성 ②소수주주 특별총회 독립성 및 자율성 보장 ③ 소수주주 특별총회와의 공정가격 협상 의무 ④소수주주 투표권 사전통지 ⑤소수주주에 대한 강요 없을시 적법추정 ☞ 포이즌필 배제법칙 : ⑥소유지분을 10%미만인 지배주주가 일몰기간 5년 초과하는 신주예약권 부적법 (CTS Corp. v. Dynamics Corp. of Am., 1987) ⑦소유지분을 15%미만인 등기이사가 일몰기간 3년 초과하는 신주예약권 부적법 (City Capital Assoc. Ltd. v. Interco, Inc., 1988) ⑧지분을 50%미만인 동일인의 신주인수권 행사 적법추정 배제 (Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp., 1989) 등

(영국) 판례법 포이즌필 금지 확립 (Bushell v Faith, 1970) ☞ 신주발행 건수 0건 ('06-'16)

(일본) 상장회사 차등의결권 금지, 차등의결권 개혁 ('14) 이후 비상장회사 정관규제에 따라 전체 발행주식 중 차등의결권 단원주식 수 지주회사 1/3이하(공정거래법) 일반회사 1/2이하(既회사법) ☞ 대부분 단원주식 수를 이미 초과함에 따라 신주발행 사실상 불가, 포이즌 필 채택률 계속 감소(RECOF Database): ('14) - 3.35% ('15) - 3.47% ('16) - 6.34% ('17) - 8.58% ('18) - 5.43%

(싱가포르) 상장회사 차등의결권 신주발행 및 포이즌필 금지 명시, 비상장회사의 경우 회사법상 경영판단원칙에 따라 소수주주 투표권 및 주식매수청구권 보장토록 규정

(홍콩, 인도, 중국 등) 상장규칙을 통해 차등의결권 신주발행 제한 등

요컨대, 차등의결권은 소수주주의 의결권 보호 및 투자자의 의결권 추종 여부에 따라 한정적, 제한적으로만 성립될 수 있습니다.

이처럼 영미권 등 주요 선진국에서 투자자 참여와 주주 보호를 기본 전제로 성립된 차등의결권은, 지배주주의 차별적인 경영권 방어·보호에 근간하는 법원(法源) 자체는 경쟁법의 원리에 정면으로 위배되기 때문에 상상조차 할 수도 없습니다. 오히려 ▲ 지배권 상실 및 지배주주 축출 등의 견제를 통해 합리적으로 운영되고 있으며, 특히 ▲ 이사회 의사결정 능력과 대표권을 대폭 축소시켜서 주주총회에 의해 효과적으로 통제되고 있고, 이에 따라 ▲ 투자자의 재산권과 소수주주의 투표권을 제약하지 못하도록 강력하게 보호되고 있음을 알 수 있습니다.

그러나 국내에서는 아직까지 차등의결권 도입에 대응하는 선진국들의 자율규제 제도까지 받아들일 준비가 전혀 안 돼 있습니다. 이처럼 차등의결권 제도를 도입하기 위해서는, 재벌개혁 그 이상의 지배구조 개선이 선행되어야 함을 알 수 있습니다.

재계, 벤처, 정부는 “마음의 준비” 조차 돼있지 않은 상황입니다.

Q4

구글이나 페이스북처럼 차등의결권이 있으면, 국내 기업들의 혁신 성장과 성공의 밑거름이 될 수도 있지 않을까요?

A4. 오비이락(烏飛梨落)과도 같은 얘기입니다. 구글, 페이스북은 차등의결권 때문에 결코 성공한 게 아닙니다. 페이스북과 구글은 ‘엔젤투자’를 받아 창업과 기술개발에 성공한 것으로 잘 알려져 있습니다 (『구글 성공신화의 비밀 (2005)』, 위키 검색).

그 이후, 기업주도형 벤처캐피탈(CVC)과 차등의결권을 도입하면서 오히려 경영권 독재를 통한 지배력 확대, 프리미엄 독점, 반독점(Antitrust) 등에 악용하여 투자자와 주주들로부터 큰 반발을 사 왔고, 사회적으로도 큰 논란이 돼 왔습니다 <자료7>.

<자료7> 사례 : 구글, 페이스북 CVC 및 차등의결권, 경제력집중, 반독점체제

- (구글) 차등의결권 도입 후 혁신벤처 등 230개 경쟁사 인수합병 (2004-현재)
 - 1998년 구글 창립
 - 1999~2001년 벤처캐피탈 엔젤투자 투자유치 성공을 위해 전문경영인(에릭 슈미트) 도입 등 검색엔진 서비스 시장 확장
 - 2004년 구글 차등의결권 도입 및 나스닥 상장, 전문경영인 및 공동창업주 등 3인의 경영권 보장을 위해 1주10표 부여 (골든 터치)
 - 2004년 구글맵(\$5천만), 2006년 유튜브(\$16.5억), 2007년 더블클릭(\$31억) 등 구글의 주요 서비스 인수 ⇨ 현재 구글 전체매출 \$1,368억 달러 중 85% 차지 (‘18)
 - 2009년 구글벤처스 CVC 설립 ⇨ 전자상거래, SNS 시장 M&A 추진
 - 2011년 전문경영인의 차등의결권 지분 공동창업주 승계 ⇨ 모토로라(\$125억) 미국 역대 최대 흡수합병, 2013년 Capital G CVC 설립 이후 2014년 홈오토메이션 R&D 네스트랩(\$32억), 알파고 AI기술 구글딥마인드(\$6.25억) 등 신기술 회사 신설합병 추진
 - 2015년 알파벳 지주회사체제로 전환 및 지주사 차등의결권 우회상장 ⇨ 구글과의 3:1 물적분할 과정에서 교환오피(차등의결권 → 보통주 전환권)를 행사하여 공동창업주의 지배력 확대 (28.8배) 및 사익편취 논란으로 인해 투자자와 주주들로부터 반발, 공동창업주 사과, 뉴욕증시 및 나스닥 자율규제위원회 ‘교환오피 금지’ 상장규칙 신설
 - 2017년 대만 휴대전화 HTC(\$11억), 2019년 창업주 경영권 사퇴 (지배권 유지) 빅데이터 분석 루커(\$26억), 스마트워치 핏빗(\$21억) 등 신기술 사업 인수 및 경쟁업체 제거를 통해 해외시장으로 지배력 계속 확대
 - 2020년 독점금지법 위반 혐의로 기소 결정 (10.20.)

○ (페이스북) 차등의결권 도입 후 혁신벤처 등 79개 경쟁사 인수합병 (2009-2019)

- 2004년 페이스북 창립
- 2005~2007년 벤처캐피탈 엔젤투자 투자유치 및 마이크로소프트 우선주 투자유치 성공
- 2009년 SNS 광고영업 등으로 흑자로 전환, 주주총회의 결의에 따라 창업주 마크 주커버그 (Mark Zuckerberg)에게만 약 1주60표 (1:58) 부여 (골든 터치) 및 CVC설립
- 2012년 일몰규정 7년 조건부 1주10표 차등의결권 나스닥 상장 허용, \$160억 달러 규모 IPO 청약 → 차등의결권 조정 및 인스타그램 \$10억 달러 인수합병 과정에서 무표결 신주 발행으로 인해 시가총액 약 \$25억 달러 증발, 투자자 반발 증권집단소송
- 2013년 경쟁사 스냅챗 \$30억 달러 적대적 인수합병 시도 논란 (2017년까지 계속)
- 2014년 WhatsApp (페이스북 메신저) \$190억달러 인수 등 시장지배력 강화
- 2015~2018년 해외 경쟁사 M&A 추진 등 신기술 인수를 통해 시장지배력 계속 확대
- 2019년 페이스북 개인정보유출 및 정치편향 온라인광고 등 창업주의 독단적인 경영권 행사 사회적 문제로 확산
 - 연기금 등 기관투자자 일몰기간 연장 불허 및 차등의결권 폐기 권고,
 - 주주총회 68% 찬성 결의에 따라 차등의결권 해소 (Breakthrough) 결정,
 - 무표결 보통주주 83% 차등의결권 추종의사 철회 → 차등의결권 축출, 1주1표 전환, 창업주 지배권 상실
- 2020년 현재 반독점 혐의 등으로 청문회 조사 진행 중 ...

*출처: Forbes (2019); Bloomberg (2019); Han (2012); CB Insights (2020.8.13.) 및 위키 (2020.10.12.) 검색

그 결과, 페이스북 (2019) 은 차등의결권을 폐지하여 창업주의 지배권을 박탈시켜 사실상 내쫓았고, 한편 구글 (2019) 역시 전문경영인 체제로 회귀하면서 창업주들이 경영 일선에서 물러나게 되었습니다.

“고인 물은 썩는다” 는 말처럼, 차등의결권은 창업주의 혁신을 보호하기 보단 경영권 참호(황제경영체제)를 구축하게 되면서, 오히려 경영 혁신과 쇄신을 저해하고 도덕적 해이와 사익편취의 수단으로도 전략할 수 있어서 투자자와 주주의 신뢰를 저해하고, 경제력집중에 악용돼 왔습니다.

5%미만의 보이지도 않는 희박한 성공 가능성에만 집착하지 말고, 지금까지 실증된 95%이상의 필연적인 실패 가능성을 우리는 항상 경계해야 할 것입니다.

Q5

**비상장 중소벤처기업들에게만 차등의결권을 허용하게 되면
토종 유니콘 기업(기업가치 10억달러 이상)의 투자·육성·성과
상장에도 도움을 줄 수 있지 않을까요?**

A5. 최근 재계, 벤처, 정부에서 “CVC / 차등의결권” 을 도입하면, 마치 기업의 경영권이 안정적으로 보호되기 때문에 비상장 벤처투자자와 기업육성에 성공할 것 마냥 선전하고 있습니다 <자료8>.

<자료8> 국내 비상장 벤처기업 차등의결권 도입 찬성 요지

(장기투자) 중소벤처기업들의 경우 기술 및 신용만으로는 장기 R&D에 필요한 정부보조금이나 은행대출이 다소 제한되므로, 장기적인 주식투자를 받기를 선호

☞ 기술특례상장을 목표로 하는 차등의결권 도입

(경영안정) 신주발행을 통해 자금을 조달할 경우 적대적 M&A에 노출되기 쉬워 기술개발과 경영에만 전념하기 다소 어려우므로, 혁신창업주의 경영권을 초기에 보호할 필요

☞ 차등의결권을 통해 CEO의 지분을 부담 경감

*출처: 조세일보 (2019) 등

그러나 앞서 살펴봤듯이, 차등의결권은 주식회사의 경영권 방어·보호 제도가 결코 아닙니다. 더군다나, 합리적인 투자자의 관점에서 지배주주만 “1주10표” 갖는 비상장 기업에 장기 투자할만한 유인(誘引)은 더더욱 있을 수가 없기 때문에 벤처 투자·육성·혁신·성과는 하등의 관계조차 기대할 수 없습니다.

다만, 정부적 목적의 황금주나 세습목적 등의 비상식적인 추종투자를 제외하면, 국내 자본시장에서는 이처럼 비상장 벤처에 억지로 투자할만한 거짓 유인조차 선동하기도 어렵습니다. 벤처기업 일반에게 차등의결권을 허용하는 것은 오로지 “세습 의결권” 으로만 악용될 수 있을 뿐입니다 <자료9, 10>.

<자료9> 국내 벤처기업 지배구조 현황 (2019년 기준)

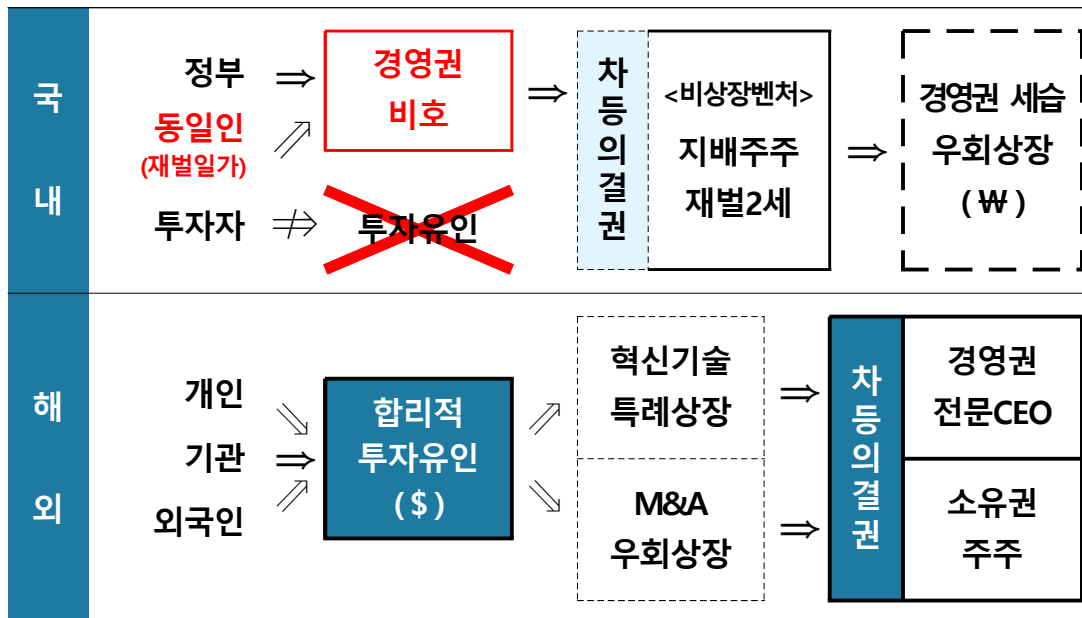
(*단위: 개사, %)

업종	대상기업 수	창업주	이사 임직원	가족	기관투자 (VC)	투자조합 (엔젤)	개인투자
에너지/화학/정밀	2,676	53.2	22.5	12.1	3.9	0.4	8.0
의료/제약	1,082	43.0	16.6	10.8	5.4	1.2	13.2
컴퓨터/반도체/전자	3,273	50.4	21.4	11.9	3.6	1.9	10.9
통신/방송	1,216	48.9	27.9	8.7	4.0	0.8	9.6
기계/자동차/금속	5,573	60.2	14.5	17.5	1.3	0.3	6.1
식품/섬유/비금속	6,465	46.4	32.6	12.9	1.5	1.0	5.7
SW/IT서비스	4,088	35.8	42.6	9.8	3.1	2.7	6.0
정보통신/방송	2,423	41.2	37.8	6.5	2.2	4.0	8.2
도소매 / R&D	3,764	51.4	28.7	7.6	2.4	1.3	8.7
기타	758	52.5	28.5	14.2	0.4	0.7	3.7
벤처 전체 (평균)	31,318 개	49.1 %	27.7 %	11.8 %	2.5 %	1.4 %	7.5 %

*출처: 중소기업벤처부 (2019); 기획재정부 & 한국조세재정연구원 (2020) 재인용

↓ 동일한 지배력 **88.6%** 가족경영체제 구축

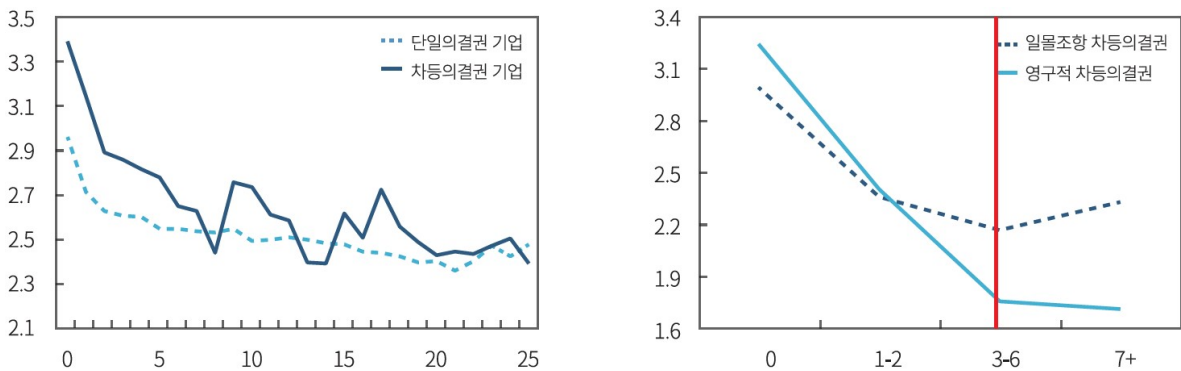
<자료10> 국·내외 차등의결권 도입 및 상장 활용례 비교



※ (미국) 주요 3대 시장(舊아멕스·뉴욕증시, 나스닥)의 1980-2017년 차등의결권 IPO 698건 (전체 IPO의 8.35%) 중 기술 IPO 9.4%, 비-기술 IPO 6.6%로 낮음. 2014년 이후 나스닥 100 장외시장 기술특례상장 대다수 ☞ <자료4> 참고.

물론, 선진국들처럼 특정 산업분야에서 “신기술”에 잠재력이 있거나 이를 실질적으로 개발할만한 “전문경영인”이 있다면, 매우 드물게나마 차등의결권에 대한 “합리적인” 추종투자와의사참여를 통해 우회 또는 기술특례 상장 이후 “3년” 이내 일몰기간 동안 단기투자 효과만을 추정할 수도 있을 것입니다 <자료 11, 12>.

<자료11> 상장 이후 미국 차등의결권 기업가치 (토빈값) 추이



*출처: Kim & Michaely (2019), Jackson (미국증권거래위원회, 2018), 자본시장연구원 (2019) 재인용

<자료12> 차등의결권 투자한계효용 체감 법칙 (通·多)

- (非가족지배 기업집단) 오직 재벌기업이 아닌 경우에만 한정적으로 차등의결권 투자한계효용 증가 (가족지배집단기업) 【저위험】 전문경영인 위탁 < 창업주 보호 (1세대 제한) < 경영권 세습 (2세대 이상) 【고위험】 순으로 예외없이 **프리미엄 가치할인을 항상 폭락**
- (일몰제) 일몰제가 없는 기업에 비해 한정된 기간 동안만 차등의결권을 운영하는 기업의 투자한계효용 증가 ⇨ 【상장회사】 한계효용 체감 기간 **상장 후 평균 3년 이내** 실증 <자료9>
※ 【비상회사】 **차등의결권 도입 후 5+1년 이내** (주총의결 1년 연장可) **다설문 결과**
- (스튜어드십 코드) 기관투자자의 의결권 행사가 소극적인 기업에 비해 적극적인 기업의 차등의결권 투자한계효용 증가 ⇨ 차등의결권의 조건에 따라 상이
 - (황금주) **정부기관투자자 차등의결권 추종투자 금지** ⇨ 반드시 의결권 행사
 - (무표결) **신주발행 (포이즌 필) 금지** ⇨ (우선주) 전체 발행주식의 25%미만 항상 유지
 - (지분율) 【상장회사】의 경우 우선주(최대 25%비중)의 2/3, 즉 차등의결권 소유지분율 최소 16.67%이상 (1주5표 이하) 보유 ⇨ 위반시 **지배권 축출 또는 1주1표 자동 전환**
【비상회사】 소유지분율 최소 5%이상 (1주10표 이하) 보유 ⇨ 위반시 **지배권 자동상실**
 - (양 도) 차등의결권 양도 금지 ⇨ **의결권 세습 금지**
 - (건전성) 자산유동화비율 【외국자본】 최소 50%이상 【자국자본】 최소 25%이상 ⇨ **대주주 자격**
 - (ESG) 환경, 사회, 지배구조 등 **차등의결권 정보공시의무** 준수

*출처: S&P Dow Jones (2019); CalPERS (2018); Wnden (2018)CFA Institute (2018); FTSE Russell(2017); MSCI (2017); Bebchuk & Kastie (2017)

하지만 차등의결권의 한정적인 효과는 가족지배기업을 기본적
적으로 배제하기 때문에, 대한민국 재벌공화국 체제 아래
 비상장 중소벤처기업의 차등의결권 도입은 세습 의결권이
 아니고서야 이처럼 논의조차 성립 불가능한 얘기들입니다.

특히, 차등의결권은 특정 산업에 신기술을 갖는 상장기업을
 전제로 하거나 목표로 하기 때문에, 결국 실질적인 기술이
 담보되지 않으면 추종투자 계약은 성립 불가능하며, 오히려
벤처 투자의욕과 기업가치를 제거하여 기존에 없던 투자수요
 마저 영원히 씨를 말리는 부작용을 낳게 됩니다.

그 누가 1주10표를 갖든, 비상장 벤처의 영속적인 가족경영
 을 위해서 도대체 누가 투자를 하겠습니까? 투자란, 결국
 기술과 혁신만 있으면 얼마든지 뒤따라오기 마련입니다.

과거 차등의결권을 도입했던 독일·이스라엘·일본 등 선진
 국들이 결국 왜 폐지했었는지, 또 최근 도입한 인도·홍콩·
 싱가포르 등 신흥국들이 여전히 무엇을 우려 할 수밖에 없었는지,
 그리고 현재까지 EU·영미권 등지에서 왜 그토록 차등의결권을
축출하고 시장에서 영구 퇴출시키려고 노력해 왔는지 다시
 한 번 더 재고해볼 필요가 있습니다.

지금처럼 국내 벤처중소기업들에 대한 ‘기술탈취’와 ‘단가
 후려치기’ 등 재벌 대기업들의 불공정거래 관행이 일반화된
 경제상황 속에서, 현재 더 이상 이에 투자할 만큼 매력적인
 벤처기업은 시장에 남아있지도 않고, 높은 진입장벽과 불공정한
 시장구조로 인해 더 이상 혁신 아이디어와 기술을 갖는 스타트업
 창업은 꿈도 꾸기도 어려운 우리의 현실부터 뒤돌아봐야
 합니다 <자료13>.

<자료13> 재벌기업으로 인한 불공정한 시장경쟁과 중·소기업 피해 추이

전체 중·소벤처 기업체수 감소 : 35,187개 → 31,318개 (*전체 불공정 피해사례)

- ① 전속거래 하도급 관행 : 매출액 대비 납품액 81.8%의 의존도 ('18)
- ② 기술탈취: 전체 중 11.3% ('19) / 기술도용: 30.1%→31.5% / 인력유출: 5.6%→24.2%
- ③ 단가후려치기 : 전체 중 32.7% → 11.1%



출처: 중소벤처기업부 & 통계청 / 정보통신신문

- “대기업과 中企간 전속거래, 단가 후려치기 등 부작용” [연합뉴스 2017.11.7. 기사]
- 60대 그룹 70%가 '전속거래' ... 부당거래 혐의 높아 [KBS 2018.11.29. 보도]
- 현대重, '단가 후려치기,' '사후 계약서' 사실로 [프리티안 2019.12.18. 기사]
- 하도급업체 '깜감이 계약서'에 전전공공하다 폐업, 대안 없나? [매일노동뉴스 2020.1.30. 기사]
- 삼성重, '선시공 후계약 단가 후려치기' 감빌 '덜미' ... 공정위, 법인고발 조치 [전자신문 2020.4.23. 기사]
- 기술 탈취도 세계 1위? ... 협력업체 기술 뺏고 거래도 끊은 현대중공업 [KBS 2020.7.26. 보도]



- 이장섭 의원, “중소기업 지난 5년간 기술 유출·탈취로 4,346억원 피해” [2020년 10월 9일 국정감사]
- 김경만 의원, “기술탈취 근절, 피해기업 구제를 위한 특단의 대책 마련해야” [중소기업뉴스 2020.10.8. 기사]
- “차등의결권 도입 논란, 재벌개혁이 먼저 ... 도입땐 벤처투자 더 어려워져” [내일신문 2018.10.29. 기사]

Q7

한국에서 차등의결권 제도 도입에 따른 기대효과와 문제점에는 과연 어떤 것들이 있을까요?

A7. 우리나라의 특수성, 즉 “재벌경제체제” 를 종합적으로 감안하면, 투자는커녕 차등의결권은 결국 ▲재벌의 경영권 세습으로 변질될 가능성이 높고, 특히 ▲비상장 벤처기업의 세습 의결권으로만 악용될 수밖에 없습니다.

이로 인해 투자는 더욱 줄고, 재벌의 사익편취와 지배권 세습은 더욱 쉬워져 재벌체제가 더욱 공고화될 수밖에 없는 현실입니다.

최근, 우리정부가 제 2벤처 붐을 확산시키기 위해 도입하고자 하는 “비상장 벤처기업 차등의결권 제도 <자료14>”의 허구성(虛構性)을 살펴보면 다음과 같습니다.

<자료14> 팩트체크 (1) : 정부 비상장 벤처기업 차등의결권 도입 추진 (중기부, 2019.3.6)

- (경영권 희석 방지) 벤처투자 유치 과정에서 우려되는 경영권 희석 방지
- (스타트업 혁신 보호) 스타트업 기업의 창업주 경영권을 보호하여 기업가 정신 유지
- (경영권 편법승계 방지) 엄격한 요건 하 차등의결권 산주발행 허용 검토 (벤처특별법 개정)

(1) 차등의결권 주식을 갖는 비상장 기업은 벤처투자 유치에 오히려 더욱 불리합니다.

- (기관투자자) 벤처캐피탈 투자가는 기업의 의사결정에 참여 불가능, 특히 상장(즉, 기술특례상장 또는 M&A 우회상장)을 전제하지 않는 비상장 차등의결권 제도는 비상장 벤처의 투자 리스크를 감수할만한 “매력” 없음.
- (스타트업) 기관투자자로부터 벤처캐피탈을 유치해야 하는 신생 벤처기업의 입장에서도, 차등의결권은 합리적인 의사결정과 투자유인에 걸림돌이 되기 때문에, 창업주 경영권 보호를 들어 차등의결권을 고집하기 어려움.

(2) 비상장 차등의결권의 핵심은, 비상장 기업과 벤처캐피탈 사이의 지분율 및 경영권 통제에 관한 합의에 의해서만 성립되는 추종투자 계약에 있습니다.

- (투자자 이익 보호) 창업주의 지배권에 대한 보장은 **실질적인 투자이익이 보호될 때** 주주간 계약으로서 성사될 수 있음.
- (스튜어드십 코드) 투자자의 합리적인 의사결정 참여와 차등의결권 통제를 통해 **주주간 호혜적인 이익이 증진될 수 있음.**
- (사적자치의 원리) 차등의결권은 투자자의 **자율적인 추종회사와 합리적인 투자 계약을 통해 가장 효율적인 경영권 배분이 이뤄질 수 있음.**

(3) 현재 국내 상황에서, 차등의결권은 도덕적 해이와 벤처버블의 가능성만 높입니다.

- (민간투자 축소) 국내 벤처기업의 **5.8%만 벤처캐피탈, 2.6%만 엔젤투자** 유치 경험 (2018 벤처기업정밀실태조사 결과) ☞ **벤처투자 실적 저조(↓)**
- (정부투자 부실화) 국내 벤처투자 대부분 정부의 직간접적 금융지원 성격 ☞ **정부 투자지원에 대한 성과·책임은 낮고(↓) 재정 의존성만 높음(↑)**

정부 중소벤처기업부의 비상장 벤처기업 차등의결권 도입 추진 방향은 오히려 벤처 시장과 투자를 잠식시키는 역효과가 심히 우려됩니다.

또한, 최근 정치권에서 “적대적 M&A 방어를 위해 차등의결권을 도입해야 한다” 는 주장의 허구성을 살펴보더라도, 소수 주주나 투자자에 대한 강력한 보호나 차등적인 보상제도에 관한 아무런 합의도 없이, 이사회 통제조차 전혀 이뤄지지 않은 상황에서 “포이즌 필” 도입부터 궁리하는 것 자체가 건강부회(牽強附會)가 아닐 수 없습니다 <자료15>.

<자료15> 팩트체크 (2) : 코로나19 국내 차등의결권·포이즌 필 도입 논의의 허구성

매일경제 2020년 9월 7일 월요일 A06면 정치

野 “기업 옥죄기 맞서 경영권 보호”... 정부 ‘공정경제법’에 맞설

국민의힘, 상법개정안 추진
추경호 “코로나로 약해진 기업 외국자본 기업사냥 방어 필요”
차등의결권·포이즌 필 도입 골자
재계 “공정경제3법 제검토됨”

제1야당인 국민의힘이 정부의 상법 개정에 맞서 기업 경영권 보호장치를 마련하는 법안을 발의한다. 코로나19 사태 여파로 재무건전성이 약화된 국내 기업을 외국 자본의 ‘기업사냥’으로부터 보호한다는 취지다. 앞서 정부는 다중대표소속제 신설과 지주회사 지분을 요건 강화 등을 골자로 한 공정경제3법을 국회에 제출한 바 있어 이번 정기국회에서 여야 간에 치열한 논리 공방이 예상된다.

국회 기획재정위원회 소속 추경호 국민의힘 의원은 6일 “지난달 25일 기업을 옥죄는 상법 개정안이 국무회의를 통과했다”며 “해당 상법 개정안에 대응하고 기업의 실용성 있는 방어 수단을 마련하기 위해 ‘차등의결권’과 ‘신주인수선택권’ (포이즌필)을 도입하는 상법 개정안을 7일 대표발의할 것”이라고 밝혔다.

차등의결권은 일부 주주에 특별히 많은 수의 의결권을 부여해 일부 주주 지배권을 강화하는 제도다. 외국 투기 자본이 자국 기업을 적대적 인수·합병(M&A) 하는 것을 막기 위한 것으로 미국, 프랑스, 일본 등 선진국에서는 이미 시행되고 있다. 신주인수선택권은 외국 투기자본이 적대적 M&A 등 경영권 침해할 시도하면 신주 발행 때 기존 주주에게 시가보다 낮은 가격에 지분을 매입할 권리를 부여하는 것이다. 기존 주주가 더 많은 지분을 확보할 수 있고 M&A를 추진하는 쪽에서는 주식이 험값에 발행돼 기업가치가 떨어질 위험이 있어 포이즌필(독약처방)이라고 불린다.

추 의원은 “두 제도는 ‘1주 1의결권 원칙’에 배치되고 대주주 권한 남용과 견제 무력화가 우려된다는 지적 및 지급까지 국내에 도입되지 않았다”며 “그러나 이번 정부 상법 개정안이 시행되면 외국 투기자본 등에 의한 경영권 간섭에 길을 열어줄 우려가 있어 경영권 방어장치를 강화해야 한다는 목소리가 커지고 있다”고 설명했다. 그는 “선 시장제에 준한다면 정부가 기업 목적을 늘리는 커넥트 과도한 규제로 부담만 늘리고 있다”며 “우리 기업이 외국 투기자본에 의한 경영권 위협이 찾아진 만큼 경영권 방어장치를 마련하는 등 균형 잡힌 제도 마련으로 기업의 부담을 줄여야 한다”고 강조했다.

이에 앞서 재계 반발에도 불구하고 다중대표소속제 도입, 감사위원 분리선출 등을 담은 상법 개정안이 재계의 지속적인 우려 표명에도 불구하고 별도 수정 없이 지난달 25일 국무회의에서 최종 의결됐다. 이날 국무회의에

정부는 추진 ‘공정경제3법’ 내용
• 다중대표소속제도 신설
• 지주회사 지분율 요건 강화
• 공정의 전속고발권 제지
• 과징금 상한선 인상
• 감사위원 분리선출제 도입
• 3% 의결권 제한 규정 개편

국민의힘 추진 경영권 방어 법안 내용
• 차등의결권 도입에 일부 주주의 지배권 강화
• 신주 발행 때 기존 주주에게 낮은 가격에 지분 발행 권 부여 (신주인수선택권)
• 외국 투기 자본에 대한 기업의 경영권 방어 장치 마련

9월 정기국회 개원에 맞춰 국회 정부위와 법사위에 정부-공정경제법 개정안에 대해 신중하게 검토해줄 것을 요청하는 동시에 경제계 의견을 적극 반영해 달라는 의사를 전달했다.

민주당은 이번 정기국회에서 상법 법의 재·개정안을 대안법 제기를 거쳐 국회에 제출된 상태다.

재계는 장기간 경제 전체에 코로나19 사태까지 겹치며 기업 환경이 그 어느 때보다 어려운 상황인데도 정부의 법(反) 기업 정서가 난무하고 있다고 강하게 반발했다.

이와 함께 재계는 정부-여당의 이른바 ‘공정경제3법’ 개정안에 대해 국회에 다시 한 번 신중하게 검토해줄 것을 간곡하게 요청했다. 국회에서 정부안이 그대로 통과하게 되면 코로나19 사태로 인한 경제위기로 어려움을 겪고 있는 기업들의 경영 부담이 한층 가중되고 우리 경제 회복에도 찬물을 끼얹을 것으로 우려되기 때문이다. 지난날 31일 전국경제인연합회 등 경제단체는

9월 정기국회 개원에 맞춰 국회 정부위와 법사위에 정부-공정경제법 개정안에 대해 신중하게 검토해줄 것을 요청하는 동시에 경제계 의견을 적극 반영해 달라는 의사를 전달했다.

민주당은 이번 정기국회에서 상법 법의 재·개정안을 대안법 제기를 거쳐 국회에 제출된 상태다.

재계는 장기간 경제 전체에 코로나19 사태까지 겹치며 기업 환경이 그 어느 때보다 어려운 상황인데도 정부의 법(反) 기업 정서가 난무하고 있다고 강하게 반발했다.

이와 함께 재계는 정부-여당의 이른바 ‘공정경제3법’ 개정안에 대해 국회에 다시 한 번 신중하게 검토해줄 것을 간곡하게 요청했다. 국회에서 정부안이 그대로 통과하게 되면 코로나19 사태로 인한 경제위기로 어려움을 겪고 있는 기업들의 경영 부담이 한층 가중되고 우리 경제 회복에도 찬물을 끼얹을 것으로 우려되기 때문이다. 지난날 31일 전국경제인연합회 등 경제단체는

추경호·이석희 기자

*출처: 매일경제 (2020.9.6.) 기사

(1) 차등의결권을 도입해 일부 주주의 지배권 강화하게 되면, 한국 재벌경제체제의 특수성을 감안할 때 경영권 세습과 경제력 집중에만 더욱 악용될 개연성이 매우 지배적입니다.

- **(지배구조 악화)** 대기업집단 전체 내부지분율 평균 53.9% 그 중 총수일가 3.6% vs 계열회사 50.7% (공정위, 2020년 5월 기준) ➡ **총수일가의 1%미만의 소수 지분율만으로 손쉽게 계열사 전체를 지배하는 결과 초래**
※ **자회사 지분율 100% 보유가 선행되지 않으면, 결국 세습 의결권으로만 또 악용** **可**
- **(일몰제 무력화)** 차등의결권 제도와 가족집단기업 양립 불가 ➡ 한국 경제의 특수성을 감안하면 **황제경영체제 구축을 막기에도 역부족한 상황**

(2) 신주 발행 때 기존 주주에게 낮은 가격에 지분 매입 권리 부여 (신주인수선택권, 이른바 “포이즌 필” 행사) 하게 되면, 기업 내부의 경영자주도인수 (Management Buy Out)가 더욱 용이한 반면, 기업 외부의 투자회수 (Exit by M&A)를 더욱 어렵게함으로써 외부투자가 초기에 단절되고, 나아가 포이즌 필을 가장하여 남용할 경우에는 사익편취와 경영권 세습 수단으로 전략하고 기업가치의 폭락으로 인한 투자자 손해를 피할 수가 없습니다.

- (신주인수선택권 규제) 전세계 어디에서도 포이즌 필을 “권리”로서 인정해 주는 나라도 없고, 법도 없음 ☞ M&A 경쟁법 위반, 사전/사후 규제 中
※ 특히, 비상장 기업의 경우 적대적 M&A에 노출될 가능성 0%
☞ 대부분 투자자를 속여서 **프리미엄 편취 도구**로 포이즌 필 남용
- (신주발행 제한/금지) 차등의결권 신주발행은 정관에 기재된 의결권과 소유권 간의 괴리를 심화시켜 투자자의 의사결정 통제와 투자가치 판단을 어렵게 해 투자유인 축소 우려(↑) ☞ 거래소 등에 의해 엄격히 통제 / **일체 금지多**
- (경영판단원칙/ 포이즌 필 배제법칙) 주주총회 특별결의, 자율적인 가격협상, 투명한 긴급공시 기본 ☞ 주주총회의 독립적인 통제와 재배주주의 지분율에 따라 차등의결권 신주발행 제한적 허용可, **적대적 M&A 상황 종료시 반드시 원상회복 명령**

(3) “외국 투기 자본에 대한 기업의 경영권 방어 장치가 없다 (전경련, 2006)”는 주장은 가장 대표적인 거짓말에 지나지 않습니다. ‘경영진에 대한 적대적 M&A의 시장규율과 긍정적 기능을 수행한다’ 는 교과서적인 지침을 왜곡하려 드는 재계의 장두노미(藏頭露尾)에 불과합니다. 차등의결권이 없더라도, 국내에서 경영권 방어 수단과 방법은 아래와 같이 이미 차고도 넘칩니다 <자료16>.

- (상장기업) 국내에서 외국자본의 적대적 M&A 사례는 ‘SK-소버린(2003)’사태 단 1건에 불과. ☞ 적대적 M&A 위협은 주식 소유가 상당히 분산된 상장기업에게만 해당될 수 있는 **가상 시나리오.**
- (비상장회사) 비상장의 기업이 **적대적 M&A에 노출될 가능성은 사실상 無** ☞ 오히려, 비상장 벤처기업의 차등의결권을 도입하면 투자회수를 더욱 어렵게 해 외국자본의 **벤처캐피탈 투자와 우회상장 가능성 원천 차단**

(미국, 홍콩) 오히려 외국자본의 우회상장 등을 위한 차등의결권 장려 ☞ **소유와 경영 분리 목적**

<자료16> 국내 “적대적 M&A” 방어 수단

- ▶ **우선주 발행** (상법 344조의 3): 차등의결권에 상응하는 ‘무표결 보통주식’ 최대 1/4까지 허용 ➡ **최대 “1주2표” 차등의결권 행사와 동일한 既효과**

제344조의3(의결권의 배제·제한에 관한 종류주식) ① 회사가 의결권이 없는 종류 주식이나 의결권이 제한되는 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 의결권을 행사 할 수 없는 사항과, 의결권행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정하여야 한다.

② 제1항에 따른 종류주식의 총수는 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못한다. 이 경우 의결권이 없거나 제한되는 종류주식이 발행주식총수의 4분의 1을 초과하여 발행된 경우에는 회사는 지체 없이 그 제한을 초과하지 아니하도록 하기 위하여 필요한 조치를 하여야 한다.

- ▶ **자사주 처분** (상법 342조): 이사회 결의에 따라 자기주식을 자유롭게 처분可 ➡ **신주발행(이른바 “백기사”)과 동일한 효과 허용**

“자기 주식이 제3자에게 처분되어 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익(의결권 등)이 감소되어 주식의 가치가 희석되는 것은 회사가 자기주식을 취득하여 기존주주들의 회사에 대한 비례적 이익이 증가하는 것과 마찬가지로 사실적·경제적 이익에 불과 할 뿐이라 할 것” — 대법원 2010다51413; 헌재 2007카합30, 2007카합172, 2007 카합1082; 서울고법 2015라20503결정 등

- ▶ **자본시장법 5% Rule** (동법 제147조 주식 등의 대량보유상황 보고): 적 대적 M&A를 예방하기 위해 발행주식 총수의 5%이상 매입시 보유 현황, 목적, 계약 내용 등을 **의무 공시**토록 규정
- ▶ **특별결의** (상법 제522조): 적대적 M&A 등 기업 인수합병 시 반드시 주 주총회의 특별결의 (**2/3이상 찬성**) 要
- ▶ **상호·순환출자** (공정거래법 제14조) : 계열사간 법인주식을 상호보유를 허용하여 **지배주주의 출자지분을 부담를 경감(↓)시키고 지배권을 강화(↑)**

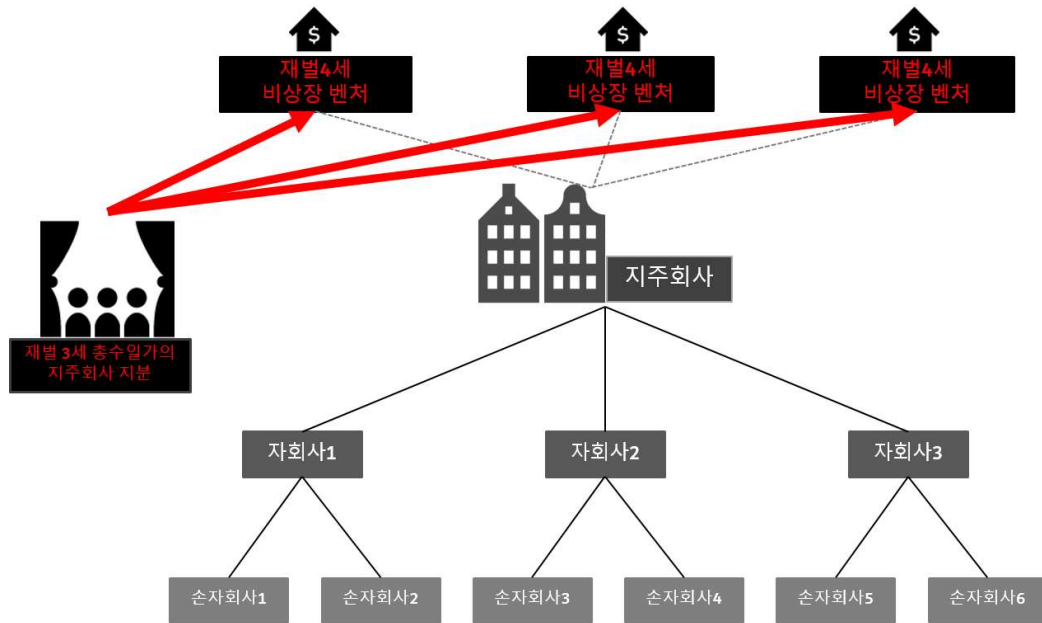
※ 선진국들의 경우, 지분율이 미달되면 오히려 **지배주주의 차등의결권 상실·축출·탈취**를 허용하는 등 ➡ **적대적 매수자 등에게도 공정한 M&A Rule 적극 장려**

위와 같은 검토에서 외국과 다른 한국경제의 특수성을 고려하면, 차등의결권은 결국 재벌의 경영권 세습과 경제력 집중에만 악용될 수밖에 없음을 알 수 있습니다.

특히, 비상장 벤처기업의 차등의결권은, 즉 “세습 의결권” 을 도입하려는 것밖에 되지 않습니다. 예외적으로, 차등의결권은 상장하려는 벤처(예: Q&A 5의 유니콘기업)에게나 다소 요구될 수

있는 것이지, “비상장” 벤처에게 不必要한 게 일반적입니다. 한국 재벌구조의 특수한 상황에 비취보았을 땐, 비상장 벤처의 차등의결권은 재벌세습의 유력한 수단으로만 또 편법적으로만 악용될 수밖에 없습니다 <자료17>.

<자료17> 예시 : 비상장 차등의결권 벤처기업의 지주회사 기업집단 승계 모델



*주석: 일본(2014)의 차등의결권 상장폐지 이후 등장한 비상장 기업의 차등의결권을 활용한 상장 지주사 편법적 승계 모델(kanda, 2015) 참조 *출처: 박상인 (2020)

이처럼, 재벌 4세의 벤처기업에게도 비상장 차등의결권을 허용하게 되면 적은 자본만으로도 지주회사집단 전체 계열사 지배가 더욱 용이해져 더욱 손쉽게 지배권을 세습할 수 있는 지름길을 열어주게 됩니다.

- (지주회사) 자산총액이 5천억원 이상인 회사로, 회사가 소유하고 있는 자회사 주식 장부가액의 합계액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 경우 (공정거래법 제2조 및 그 시행령 제2조)
- (벤처기업) 지주회사에 출자하는 회사는 아무런 규제를 받지 않음.
- (세습지배) 지주회사 요건을 충족하지 않은 비상장 벤처기업들을 재벌 후계자가 설립해, 이 회사가 총수의 지주회사 지분 인수, 주식 스왑 등을 통해 지배권 세습가능 (차등의결권) 소유지배구조 괴리 10 → 100배 이상(↑) 폭증

※ 멕시코 사례 : 1934년에 차등의결권을 도입했던 멕시코 재벌경제체제 하 1960년 1인당 GDP는 한국의 3배, 50년이 지난 2010년 현재 한국의 1/3로 추락

Q8

한국형 벤처기업의 투자·육성과 성장을 보장하기 위해서는 어떤 정책들이 필요하나요?

A8. 현재 중소벤처기업들의 혁신성장을 위해서, 정부와 국회가 당장 나서서 해야 할 일은 **‘징벌배상’** 및 **‘디스커버리(증거개시)’** 제도부터 우선 도입하는 것입니다.

- ☞ 불공정 전속거래 (하도급 갑을관계) 에 의한 단가 후려치기, 기술탈취 등 불공정행위를 억제하고, 이로부터 **중소벤처기업들의 혁신을 보호하는 데 매우 효과적**
- ☞ **차등의결권을 도입한 선진국들 역시 징벌배상 및 디스커버리 제도 도입**

아울러, 차등의결권을 구태여 도입하겠다면

- (1) 이사회 의사결정권 통제·견제 강화 : 의결지분을 10~90%이상 요구
- (2) 이사회결의사항 축소 및 주주총회 1주1표 특별결의사항 확대
- (3) 소수주주축출권 통제·견제 : 지배주주의 소유지분을 최소 75~90%이상 요구
- (4) 차등의결권 ‘해소 (Breakthrough) 규칙’ 채택 : 일정 지분을 확보시, 차등의결 지배권 상실
- (5) ‘무표결 보통주주 의결권 추종 (Coattail) 조항’ 채택 : 무표결·소액주주 대표도 차등의결권 행사可
- (6) ‘차등의결권 양도시 1주1표 자동전환 규정’ 채택 : 차등의결권 거래, 교환, 상속 등 투표거래 제한
- (7) 일몰조항 채택 : 2~10년 이내 1주1표로 전환
- (8) **反인수합병 (포이즌 필) 채택 금지** : 신주 발행·예약·인수 제한

☞ Q&A 3번 참조

관련 규제제도와 함께 **대기업집단 등 자회사 지분을 100% 보유가 선행되어야**, 비로소 국제적인 수준의 도입 논의가 이뤄질 수 있을 것입니다.

하지만 이처럼 차등의결권을 도입하지 않고서도, 정부에서 비상장 벤처기업에 대한 투자와 육성을 활성화 시키겠다고, 기존의 '벤처지주회사제도 (VC)' 등을 충분히 활용하면 투자 실적과 성과를 낼 수 있습니다 <자료18>.

<자료18> 국내 벤처투자 현황 및 투자실적

【벤처캐피탈】: 벤처창업이나 신기술 사업의 기업화 자금을 투자 또는 융자 등의 형태로 지원하고, M&A나 IPO 등을 통해 투자금 회수

【모태펀드】: 정부 주도적으로 벤처육성에 필요한 예산 및 펀드를 조성하여 VC를 통해 중소벤처기업에 간접투자하고, 이를 통해 지원금 회수

【엔젤투자】: 개인들이 창업투자조합을 결성하여 벤처창업에 필요한 증자돈을 출자하고, 주식으로 투자금 회수



(투자조합) 창업투자조합 및 한국벤처투자조합 포함한 수치 *출처: 한국벤처캐피탈협회 & 통계청

그런데, 비상장 벤처기업 투자·육성·혁신·성장과는 전혀 무관한 차등의결권은, 결국 재벌의 사익편취, 세습의결권, 황제경영체제 구축으로 또 오용될 수밖에 없다고 할 것입니다.

- ☞ 현재 코로나19 경제위기를 핑계로 "벤처를 육성시키겠다"는 허울 좋은 명분을 들어 재계의 오랜 숙원사업을 해결해주려는 세습의결권에 불가
- ☞ 공정한 시장토대도 없이 차등의결권을 도입한다면, 오히려 벤처시장까지 재벌 2세에게 세습시킨 것도 모자라 혁신 중소벤처를 잠식시키는 결과 초래

만약, 정부여당이 이처럼 차등의결권을 허용하는 법안을 통과 시킨다면, 아무런 개혁 없이 재벌의 세습 발판만 마련해준 “무능한 정부” 로 정말 낙인찍히고 국민들의 거센 비판을 받게 될 것입니다.

비상장 벤처기업의 차등의결권 도입, 여러분들이 꼭 막아주셔야 합니다. 부탁드립니다.

— 감사합니다. —