

2021-01

ESG

현안분석

복수의결권제도 도입을 위한 효율적 방안과 기업지배구조

KCGS
한국기업지배구조원

복수의결권제도 도입을 위한 효율적 방안과 기업지배구조

임현일 부연구위원(hilim@cgs.or.kr)

요 약

- 최근 복수의결권제도 도입에 대한 논의와 관련하여 해외 자본시장에서의 도입 현황을 살펴보고 국내 복수의결권제도 도입과 관련된 이슈를 검토하고자 함
- 선행연구에 따르면 복수의결권제도는 긍정적 효과와 부정적 효과가 공존하고 있음
- 부정적 측면에서 복수의결권제도는 1주 1의결권에 따른 주주 평등의 원칙을 벗어남으로써 소유와 지배 간의 괴리를 발생시키며, 이는 경영자의 대리인 문제를 심화시킬 수 있음
- 반면 긍정적 측면에서 복수의결권제도는 안정된 경영권을 바탕으로 경영자가 기업의 성장에 집중할 수 있는 환경을 조성하고 적대적 M&A의 위협에서 벗어나 기업 활동 활성화와 양질의 고용 창출을 기대하게 함
- 복수의결권제도의 긍정/부정적 효과에 대한 고찰을 통해 복수의결권제도 도입에 따른 부정적 효과를 최소화시킬 수 있는 방안을 모색하고자 함

복수의결권제도 도입을 위한 효율적 방안과 기업지배구조

임현일 부연구위원 (hilim@cgs.or.kr)

1. 배경

- 최근 쿠팡의 뉴욕 거래소(NYSE) 상장을 통해 복수의결권제도에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있음
 - 2020년 4월 21대 국회 개원과 함께 복수의결권제도에 대한 입법이 발의되었으며, 중소벤처기업부는 비상장 벤처기업이 초기 성장단계에서 경영권 희석에 대한 우려없이 투자를 유치할 수 있도록 복수의결권제도 도입을 고려함
 - 정부는 2020년 12월 벤처기업육성에 관한 특별법 개정(안)에 대한 입법예고를 통해 복수의결권 주식을 발행한 벤처기업이 공개매수 및 주식등의 대량보유 등의 보고에 관한 특례를 추가하고자 함
 - 2021년 5월 더불어민주당 김병욱 의원은 복수의결권의 실효성을 확보하기 위하여 유니콘 기업 성장환경을 마련하기 위한 복수의결권법을 발의함
 - 정부에서 추진하고 있는 복수의결권 도입이 창업후 10년범위 내 존속기한을 두고, 상장 후 3년만 유효(총 합산 10년 이내 범위), 1주당 10개이하 등의 제한을 두어 실효성을 얻기 힘들다는 지적이 있음
 - 이에 대한 실효성을 높이기 위하여 4분의 3 이상 주주의 동의를 받도록 하여 소수주주의 권리를 보호하고, 정관기재사항, 복수의결권 소멸 요건, 의결권 제한 요건, 발행 보고 등을 명시함으로써 복수의결권주식의 남용방지와 함께 안전장치를 마련하도록 함
- 복수의결권 도입의 필요성에 대해 사회적 공감대가 형성되고 있는 것은 사실이나 복수의결권제도의 부작용에 대한 우려도 공존하고 있음

- 미국, 중국, 영국, 인도 등 유니콘 기업을 가장 많이 보유한 4개국에서 복수의결권제도를 도입하였으며, 유럽(프랑스, 이탈리아, 네덜란드 등)을 비롯한 아시아 주요 국가(홍콩, 싱가포르 등)에서도 복수의결권제도를 도입함
 - 자국의 유니콘 기업 육성을 비롯하여 경영자의 기업 R&D 집중 및 적대적 M&A에 대한 보호 수단으로써 복수의결권제도는 긍정적 기능을 수행하는 것으로 평가받고 있음
 - 또한 거래소 간의 경쟁이 심화됨에 따라 경쟁력 있는 기업의 상장을 유치하기 위해 복수의결권제도의 허용이 요구됨
- 반면 복수의결권 도입 기업이 IPO 이후 일정 기간 기업가치에 긍정적 기여를 하는 것으로 나타나고 있으나, 장기적으로 기업가치가 더 빠르게 훼손되는 현상이 실증연구를 통해 관찰되고 있음

□ 따라서 국내 복수의결권제도 도입에 있어 제도의 긍정적 효과를 극대화하고 부작용을 최소화하기 위한 준비과정이 필요하며 이에 대한 논의가 필요함

- 선행연구를 통해 복수의결권제도 도입에 따른 긍정 또는 부정적 효과에 대한 정확한 근거를 살펴볼 필요가 있으며,
- 미국 등 해외 선진 도입 사례를 통해 제도 도입 이후 각국에서 발생되고 있는 관련 이슈들을 참고할 필요가 있음

2. 복수의결권 제도

1) 복수의결권제도의 정의와 배경

□ 국내 상법은 예외적인 경우를 제외하고 1주 1의결권을 원칙으로 함

- 상법상 주주는 소유하고 있는 주식의 수에 따라 평등한 권리를 갖는다고 명시되어 있으며, 주주는 1주마다 1개의 의결권을 갖고 이익 또는 이자의 배당은 각 주주가 가지고 있는 주식의 수를 따르도록 함
- 즉 1주 1의결권의 원칙은 주주평등의 원칙을 기본으로 하는 주식회사 지배구조의 근간을 이루는 개념이며 경제학적 측면에서도 대리인 비용(agency cost)을 효율적으로 통제하는 원칙으로 평가되어 대다수의 국가에서 기본적인 회사법의 원칙으로 설정되어 있으며, 주주평등의 원칙은 강행규범이므로 주주평등의 원칙을 벗어난 정관, 이사회 결의, 주주총회 결의 등은 인정받을 수 없음

□ 반면 복수의결권은 1주로 다수의 의결권을 가질 수 있는 주식을 허용하는 제도임

- 복수의결권제도는 경영자(또는 지배주주)가 실제 보유한 지분보다 더 많은 의결권을 갖음으로써 초기 창업 기업의 경영권을 보장하기 위해 시작된 제도이며 적대적 M&A로부터 경영권을 방어하기 위한 목적으로 이용됨
- 최근 자국의 신생 기업을 보호하기 위하여 미국, 유럽, 일본, 중국, 홍콩, 인도 등 세계 각국에서 복수의결권제도를 도입하고 있으며, 경쟁력 있는 기업을 유치하기 위한 거래소 간의 경쟁이 심화됨에 따라 복수의결권제도를 허용하는 추세임

2) 복수의결권제도의 쟁점

□ 해외 자본시장의 경우 과거 1주 1의결권이 보편적 원칙은 아니었으나, 20세기 이후 복수의결권 남용에 따른 사회적 반발로 인해 1주 1의결권 제도를 확립함

- 1920년부터 미국 기업들의 복수의결권주식 발행이 확대되었으며 Dodge Brothers 사태로 인해 복수의결권주에 대한 문제가 논의됨
 - 1925년 Dodge Brothers는 1억3천만달러 규모의 외부자본(무의결권주, 채권, 우선주)을 조달하였는데 Dodge Brothers를 소유하고 있던 Dillon은행은 단지 225만달러의 의결권만 보유하고 있었음
 - 이에 대해 사회적으로 강한 비난이 뒤따랐으며 뉴욕증권거래소(NYSE)는 법률에서의 허용 여부와 무관하게 복수의결권주의 상장을 공식적으로 금지하였음
- 영국은 2013년 런던증권거래소는 주주간 복수를 금지하도록 상장기준을 강화하였으며, 독일은 1998년 5월 복수의결권주 발행이 전면 금지되었음

□ 이와 같이 복수의결제도에 대한 부정적 시각이 지속되었으나, 최근 각국의 입장이 변화하고 있음

- 미국의 경우 2004년 구글이 복수의결권주식 발행을 시작으로 이후 Facebook, LinkedIn 등 대표적인 기술혁신기업들이 복수의결권을 통한 기업공개를 실시함
- 중국은 2018년 상하이 STAR Market을 통해 복수의결권제도를 허용하였으며, 인도에서도 2019년 복수의결권제도를 허용함

□ 우리나라를 비롯한 다수의 국가들은 여전히 복수의결권제도를 허용하지 않고 있으나 세계적인 흐름에 따라 복수의결권 허용에 대한 이슈가 제기되고 있음

- 우리나라의 경우 복수의결권제도의 필요성은 꾸준히 제기되어 왔으나 주주평등권을 침해할 수 있다는 반대로 도입되지 않음

- 그러나 벤처기업들에 대한 지원과 보호를 위해 복수의결권주가 허용되어야 한다는 의견이 강하게 제기되고 있음

3. 복수의결권제도의 효과

1) 복수의결권제도의 부정적 효과

□ 복수의결권제도는 1주 1의결권에 따른 주주평등의 원칙을 벗어남으로써 기업의 현금흐름 권(소유권)과 지배권 간에 괴리를 유발함

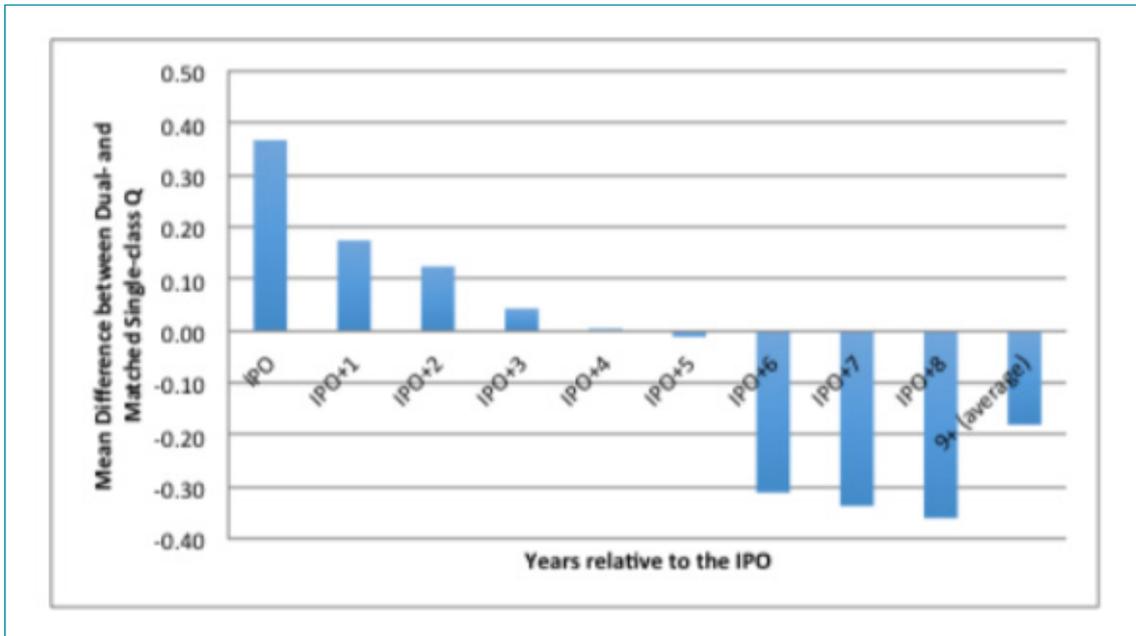
- 복수의결권을 통해 소유지배 괴리도(ownership-control disparity)가 심해질수록 경영자의 무능으로 인해 기업성과가 저조해도 교체되지 않는 참호구축효과(entrenchment effect)를 갖게 됨
- 경영자는 기업가치 및 주주가치 극대화를 위한 노력보다는 개인의 사적이익(private benefit)을 추구하는 대리인 문제(agency problem)를 야기 할 수 있음
 - Classens et al.(2000, 2002)은 소유지배 괴리가 큰 경우 지배주주는 의사결정에 대한 효익은 지배지분에 따라 획득하고 관련 위험은 소유 지분만큼만 부담하면 되기 때문에, 괴리도가 클수록 지배주주는 본인의 사적이익을 추구할 가능성이 높다고 주장함

□ 복수의결권제도의 부정적 효과에 대한 해외 선행연구는 다음과 같음

- Amoako-Adu and Smith(2001)는 IPO 이후 경영자와 주주 간의 갈등으로 인한 비용이 증가함에 따라 복수의결권의 장점이 점차 감소된다고 주장함
- Smart et al.(2008)은 투자자들이 복수의결권 회사에 투자를 기피해 주가에 부정적 영향을 미치는 것을 발견하고 그 원인을 경영자의 독단 및 실적과 운영 간의 괴리감으로 해석하였으며, 복수의결권주가 저평가되는 이유로 우선주나 황금주를 보유한 경영자가 경영권을 쉽게 포기하지 않는 구조로 해석함
- Villalonga and Amit(2009)는 미국 기업을 대상으로 창업가족(founding family)이 소유지배 괴리를 어떻게 달성하는지 살펴보고 복수의결권을 통한 가족기업의 소유는 기업가치를 훼손하는 것을 관찰함
- Masulis et al.(2009)은 미국의 복수의결권 기업을 대상으로 소유지배간 괴리가 커질수록 경영자는 높은 급여를 수령하고 주주가치를 훼손하는 M&A를 진행할 가능성이 크며, 불필요한 자본지출이 발생하는 것을 확인하였음
 - 저자들은 이를 통해 소유지배 괴리가 심할수록 경영자의 사적이익 추구행위가 심해진다고 주장함

- Lauterbach and Pajuste(2015)는 1996년부터 2009년까지 복수의결권을 도입한 121개 유럽기업을 대상으로 분석한 결과 장기적 관점에서 복수의결권을 자발적으로 폐지한 기업들은 기업가치에 긍정적 효과를 유발하는 것으로 관찰됨
- Li and Zaiats(2017a)는 1996년부터 10년간 미국의 복수의결권 기업을 대상으로 분석한 결과, 복수의결권 도입 기업은 독립성이 낮은 이사들을 고용하는 경향이 높은 것을 발견함
- 또한 Li and Zaiats(2017b)는 전 세계 19개 국가의 복수의결권 기업을 대상으로 조사한 결과 복수의결권 도입 기업의 정보환경이 열악하고 회계정보 불투명성이 증가하는 것을 관찰함
 - 한편 복수의결권을 폐지한 기업의 경우 정보 건전성이 향상되는 것을 확인할 수 있었으며, 회계정보 조작이 감소하는 것으로 확인되었음
- Cremers et al.(2018)은 복수의결권 회사의 잠재적 이익이 IPO 이후 하락하고 대리인 비용이 증가하는 것을 실증적으로 관찰함
 - 장기적으로 복수의결권 기업의 효율성이 하락하는 것을 확인하고 이를 해결하기 위해 복수의결권 도입시 일몰효과를 강조함
 - [그림 1]은 복수의결권 도입 기업과 그렇지 않은 기업의 IPO 이후 상대적 기업가치(Tobin's Q)를 나타내고 있음
 - IPO 직후 복수의결권 기업의 상대적 가치가 하락하는 것이 확인되며, 상장 이후 5년이 경과되는 시점에서 복수의결권 기업의 가치가 상대적으로 낮게 전환되는 것으로 관찰됨

[그림 1] 복수의결권 도입 기업의 상대적 기업가치



출처: Cremers et al.(2018)

□ 국내의 경우 복수의결권제도의 효과에 대한 선행연구는 존재하지 않으나, 가족 기업이 많은 국내 특수성을 기반으로 소유지배 괴리에 관한 연구들이 활발하게 이루어짐

- 우리나라의 재벌기업은 피라미드 또는 순환출자방식을 통해 소유권과 지배권의 괴리가 발생하는 대표적 케이스라고 할 수 있음
- 김명인·최종학(2008)은 소유지배 괴리가 클수록 기업가치에 부정적 영향을 미치는 것을 관찰하였으며, 괴리가 클수록 적극적으로 이익조정을 수행하여 지배주주의 이익을 부풀리려 한다는 것을 실증함
- 선우혜정 외(2010)는 소유지배 괴리도가 증가할수록 애널리스트의 이익예측치 오차가 증가하는 것을 발견하였으며, 이는 괴리도가 큰 기업들이 이익조정을 더 활발하게 하기 때문이라고 주장하였음

2) 복수의결권제도의 긍정적 효과

□ 복수의결권제도 도입에 따른 긍정적 효과를 주장하는 입장은 다음과 같음

- 벤처기업의 창업 장려 인센티브 역할
 - 세계에서 유니콘 기업을 가장 많이 보유한 미국, 중국, 영국, 인도 모두 자국 기업의 경영권 보호와 혁신성장을 위해 복수의결권제도를 도입하였으며, 아이디어와 기술력은 있으나 안정적인 자금력이 부족한 초기 기업들에게 복수의결권이 도움이 됨
- 자금조달이 용이성
 - 설문조사에 따르면 우리나라 벤처기업 두 곳 중 한 곳은 투자 유치 시 창업주의 지분희석 또는 경영권 약화를 우려하는 것으로 확인되며, 창업주의 낮은 지분은 벤처기업의 투자 유치에 부정적 영향을 미치는 것으로 조사됨
- 자원배분의 비효율성 제거
 - 창업주가 복수의결권을 통해 강력한 리더십을 발휘하여 기업의 혁신성을 유지함으로써 장기적으로 기업가치를 제고시킬 수 있음
- 고용창출, 투자수요해소, 국부유출 차단
 - 2004년 구글의 복수의결권주식 상장 이후 실리콘밸리의 대표적 기술혁신기업들을 통해 양질의 고용창출이 확대됨
 - 저금리 기조하에 시중의 넘치는 유동자금의 투자처로 유도할 수 있음
 - 첨단기술기업들이 국내가 아닌 해외증시에 상장하는 것은 국부유출이라는 시선이 존재함

□ 복수의결권제도의 긍정적 효과에 대한 해외 선행연구는 다음과 같음

- DeAngelo and DeAngelo(1985)는 복수의결권 구조가 공개회사와 폐쇄회사 사이에 있는 중간형태의 가장 적합한 구조이며, 기업이 회사에 대한 지배권을 유지하면서 자본시장

에 접근할 수 있는 최상의 방법이라고 주장함

- Dimitrov and Jain(2006)는 미국의 복수의결권 기업을 대상으로 분석한 결과 복수의결권 전환 후 평균적으로 23% 수준의 초과수익률이 발생하는 것을 관찰하였으며, 경영자의 참호구축효과를 관찰할 수 없다고 주장함
- Jog et al.(2010)은 캐나다 기업을 대상으로 분석한 결과 복수의결권 제한 기업의 가치, 영업성과, 주가수익률이 단일의결권 기업 대비하여 낮지 않음을 발견하였으며, Hoi and Robin(2010)은 미국의 기업을 대상으로 분석한 결과 복수의결권과 기업가치에 직접적으로 유의한 연관성이 없다고 주장함
- Lauterbach and Yafeh(2011)는 이스라엘 기업을 대상으로 실증분석을 진행한 결과 복수의결권 폐지가 기업의 가치 향상에 유의미한 영향이 없음을 관찰함
- Bauguess et al.(2012)은 미국의 경우 기업들이 복수의결권을 도입한 이후 기업의 자본지출을 통해 주요 사업에 대한 집중을 늘리고, 기업 내 비핵심 사업 매각을 통해 기업가치가 상승한 것으로 나타나며, 이는 모든 주주들의 프리미엄을 증진시킨다고 주장함
- Jordan et al.(2016)은 복수의결권 기업이 단일의결권 기업보다 단기간에 느끼는 시장압박이 약하고, 기업의 성장 기회를 늘리고, 혁신성이 좋은 기업의 가치를 더 성장시키는 것을 관찰함
- Howell(2017)에 따르면 금융위기 이전에 주식시장에 상장한 기업의 9.3%만이 복수의결권을 유지하였으나, 금융위기 이후 16.5%로 증가하였으며, 복수의결권 기업이 위기 상황에서 더 높은 생존력을 보인 것으로 확인됨

□ 복수의결권제도의 긍정적 효과에 관한 국내 실증연구는 직접적으로 존재하지 않으나, 관련 규제와 법이론적 연구들이 존재함

- 유명일(2008)은 해외 사례를 통해 복수의결권 도입을 통한 경영권 방어에의 효용가치를 주장하였으며, 복수의결권주의 의결권 상한선과 발행규모 등을 규제하면 부정적 효과를 방지할 수 있다고 설명함
- 박양균(2009)은 자발적 계약에 따른 효율성 증진을 위해 주주들이 찬성한다면 복수의결권 제도는 문제가 없다고 주장함
- 김순석(2015)은 기존 주주 전원의 동의, 복수의결권 주식의 필요성 인정, 투자자에 의한 기업가치 평가 등의 단계를 극복한다면 벤처기업의 복수의결권 도입은 매력적인 선택이라고 설명함
- 유주선(2015)은 복수의결권주식은 기업의 경영인으로 하여금 소수의 주식을 가지고 기업 지배의 통제를 행사할 수 있고, 적대적 기업 인수에 대한 방어에 중요한 기능을 하므로 기업의 자율성을 보장하고 시장의 효율성을 고려하는 측면에서 복수의결권제도를 수용할 필요가 있다고 주장함

- 정혜련(2015)은 1주 1의결권 원칙이 회사의 지배권 경쟁에서 항상 주주의 이익을 극대화하는 것은 아니며, 경제적 효과 측면에서도 1주 1의결권 원칙은 최적의 수단이라기보다 차선의 방법이기 때문에 1주 1의결권 완화와 복수의결권 도입을 위한 효율적 방안을 고려해야 한다고 설명함

4. 국제현황

□ 해외 다수의 국가들이 복수의결권제도를 도입하고 있으며, 최근 자국의 창업기업 및 거대 소 경쟁력 확보를 위하여 복수의결권제도를 허용하는 추세임

- 미국, 중국, 영국, 인도 등 전 세계에서 유니콘 기업을 가장 많이 보유한 4개국에서 복수의결권제도를 도입함
- 유럽(프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 핀란드, 스웨덴, 스위스, 덴마크, 헝가리, 노르웨이, 아일랜드 등)을 비롯한 아시아 주요국가(홍콩, 싱가포르 등)에서도 복수의결권제도를 도입함

[그림 2] 국가별 복수의결권제도 기업 비중



출처: Kim et al.(2018)

□ 반면 독일, 스페인, 벨기에, 그리스, 폴란드, 룩셈부르크 등 복수의결권제도를 원칙적으로 인정하지 않는 국가도 여전히 존재함

- 독일은 2002년 6월 복수의결권 주식을 폐지하였으나 회사의 다양한 종류주식 발행을 인정하고 있으며, 기업은 종류주식의 범위에 대한 재량권을 허용받고 있음

1) 미국

□ 미국은 거래소 상장규정에서 신규상장회사의 복수의결권주 발행을 허용하고 있으나, 여전히 복수의결권제도에 대한 논의가 계속되고 있음

- 미국 기관투자자 협의회(Council of Institutional Investors; CII) 회사가 자본시장에서 자금을 조달하고자 할 때 동일한 잔여지분청구권을 가진 주식 투자자들은 보유지분에 비례하여 동등한 의결권을 가져야 함을 주장하고 복수의결권제도를 반대함
 - ISS(Institutional Shareholder Services; ISS) 역시 복수의결권제도는 기업가치와 긍정적 관계를 나타내지 않으며 기업지배구조를 악화시킨다고 주장함
- 반면 경영권 보호수단이 없는 신생 기업들의 경우 IPO를 하지 않으려는 경향이 있으므로 안정된 경영권 확보를 통한 기업의 장기적 성장을 위해 복수의결권을 허용해야 한다고 주장
 - NYSE 및 NASDAQ에 상장된 다양한 분야의 복수의결권 기업들이 성공했다는 평가를 받고 있음
 - IT 기업 뿐만 아니라 미디어(AMC, Cablevision, CBS, Liberty Media, Sinclair Broadcast Group, Scripps, Viacom), 금융(Berkshire Hathaway, Evercore, Houlihan Lokey), 소비재(Estee Lauder, Ford, Hershey, Constellation Brands, Coca-Cola, Nike, Panera Bread, Ralph Lauren, Nacco Industries) 등 다양한 기업들이 복수의결권제도를 도입하고 있음

□ 2004년 구글의 복수의결권주식 발행을 시작으로 이후 Facebook, Groupon, LinkedIn 등 대표적인 기술혁신기업들이 복수의결권을 통해 기업공개를 실시함

- 구글의 A클래스 주식은 1주1의결권, B클래스 주식은 1주 10의결권으로 구성되어 있으며, B클래스 주식은 언제든지 A클래스 주식으로 전환 가능하며 일정한 예외를 제외하고 타인에게 양도하거나 보유자가 사망하는 경우 A클래스 주식으로 자동 전환됨
 - 구글의 창업자 래피 페이지와 세르게이 브린의 지분은 11.4% 수준이나 전체의결권의 51%를 행사할 수 있음
- 복수의결권제도를 도입한 신규상장사 비중은 연도별로 2014년 6%, 2015년 11%, 2016년 14%, 2017년 17% 수준으로 꾸준히 증가하고 있으며, 2019년 상반기 상위 10위 안에 드는 상장기업의 경우 10개 기업 중 7개 기업이 복수의결권주식을 채택함(Lyft, Pinterest, Zoom, Levi Strauss 등)
 - 특히 소규모 기업에서 복수의결권주식을 상대적으로 많이 채택하고 있는 것으로 관찰됨

□ 미국의 복수의결권제도는 상속세 문제와도 관련되어 있음

- 미국 포드사는 포드 가문 지분이 7% 수준이나 복수의결권을 통해 전체의결권의 40%를 갖고 있음
- 미국의 상속세율은 40% 수준이나 복수의결권제도를 통해 경영권을 유지할 수 있음

2) 홍콩

□ 홍콩거래소는 2018년 4월 복수의결권제도를 도입하였으며 최근 복수의결권 적용 대상을 개인 대주주에서 법인으로 확대함

- 보통주보다 더 많은 의결권이 부여되는 가중의결권(weighted voting right)을 통한 상장을 허용함
- 홍콩거래소는 주거래소(Main Board)와 성장기업거래소(Growth Enterprise Market)로 나뉘며, 주거래소에 한해 가중의결권 상장을 채택함

□ 주거래소의 복수의결권제도 허용은 중국 대형 벤처기업들의 IPO를 유치하기 위한 선택이며, 양질의 고성장 기업이 홍콩에 상장할 수 있도록 복수의결권을 허용함

- 2019년 기준 중국 50대 유니콘 기업(기업가치 10억달러 이상 스타트업) 중 42곳의 대주주가 법인으로 조사되었으며, 2020년 6월 항셱지수에 복수의결권 주식 발행 기업과 2차 상장기업이 포함될 수 있도록 기준을 낮춤
- 이들 기업은 항셱지수에 포함되지 않아 이 지수를 추종하는 인덱스펀드에 편입되지 못하였으나, 기준 변경을 통해 글로벌 자금이 홍콩 증시로 유입될 것으로 예상하고 있음
- 2019년 11월 알리바바는 홍콩에서 2차 IPO를 통해 110억달러를 조달하였으며, 중국 2위 전자상거래 업체 징둥닷컴과 IT기업 넷이즈도 홍콩에 2차 상장을 통해 각각 38억달러와 27억달러를 조달함

3) 중국

□ 중국 증권거래소는 1주 1의결권의 원칙에 따라 복수의결권제도 도입에 소극적이었으나 바이두(Baidu), 징둥(JD), 알리바바(Alibaba)등 중국 대표 IT기업들의 뉴욕증시 상장으로 인해 복수의결권제도 도입에 대한 논의가 시작됨

- 중국기업의 해외상장을 보완하기 위하여 중국 증권감독관리위원회는 2018년 6월 「예탁증서 발행 및 거래 관리방법」규정을 통해 해외상장 중국기업들의 주식을 예탁증서의 형태로 거래하도록 유도하였으나 큰 호응을 얻지 못함

- 바이두와 징동은 복수의결권 주식을 채택하고 A형 주식에 대해서는 주당 1개의 의결권을, B형 주식에 대해서는 각각 10개와 20개의 복수의결권을 부여한 후 B형 주식은 창업자가 모두 보유함
- 알리바바는 28명의 파트너로 구성된 파트너십이 주식보유량과 관계없이 50% 이상의 이사를 지명하여 회사를 컨트롤하는 형태로서 일반적인 복수의결권제도와는 차이점이 있음

□ 2018년 8월 중국은 혁신기업에 대한 복수의결권제도를 허용함

- 혁신 창업에 대한 서비스개선, 재무 및 세무 혜택, 정부조달상 혜택, 창업교육 강화 등 다양한 지원책과 동시에, 직접적인 자금조달 통로의 확대 차원에서 과학기술기업에 대한 복수의결권을 허용함
- 2018년 11월 중국은 상하이 증권거래소에 과학기술혁신주를 전문적으로 거래할 수 있는 커칭반(STAR Market)을 설치하고, 2019년 1월 커칭반 설립과 복수의결권 도입을 확정하였음

5. 복수의결권제도 쟁점

□ 복수의결권제도 도입에 대한 논의는 기존에도 이루어졌으나 21대 국회 개원과 함께 입법 발의되어 논의가 활발하게 이루어지고 있음

- 과거 2017년 11월 혁신벤처단체협의회는 ‘혁신 벤처생태계 발전 5개년 계획’을 통해 복수의결권제도 도입을 요구하였으며, 2018년 8월 더불어민주당 최운열 의원이 비상장 벤처기업에 복수의결권을 도입하는 내용에 관한 일부개정법률안을 발의함
- 이후 2018년 11월 더불어민주당은 복수의결권제도가 벤처기업에 원활한 자금조달을 통한 혁신창업을 활성화하는 제도라며 복수의결권제도 도입에 관한 논의가 시작되었음

□ 하지만 우리나라에 복수의결권제도를 도입하는 것에 대한 우려와 반론도 만만치 않은 상황이며, 복수의결권 도입의 타당성이 떨어진다고 주장함

- 해외에서 복수의결권 도입이 활성화되고 있다고 주장하나, 실제 조사에 따르면 신규상장기업 중에서도 일부만 복수의결권을 선택함
- 2019년 미국의 114개 신규상장기업 중 92개 기업(81%)은 단일의결권을 채택하였으며, 22개 기업(19%)이 복수의결권을 도입하였음

- 2016년 신규상장기업 중 9%, 2017년 21% 기업이 복수의결권을 도입하였으며, 이는 복수의결권 선택 기업이 꾸준히 증가하지 않을뿐더러 여전히 대다수 기업이 단일의결권을 채택함
- 기업의 관점에서 복수의결권이 필요하다면 기업공개시 복수의결권 도입을 선호해야 하나 실제로는 그렇지 않다는 것을 확인할 수 있으며, 이는 시장에서도 복수의결권을 선호하지 않기 때문으로 해석할 수 있음

□ 미국을 비롯하여 영국, 중국, 인도 등 다수의 유니콘 기업 보유국들이 복수의결권 제도를 도입하고 있으나 일부 성공적인 IT 기업들의 대표적인 케이스가 존재할 뿐 일반적이지 않음

- 미국에서도 복수의결권이 제한적으로 허용된 것일 뿐 여전히 논란이 되고 있으며, 미국 기관투자자협회는 자체 기업지배구조 가이드라인에 1주 1의결권을 명시하고 복수의결권에 반대하는 주주행동을 펼치고 있음
- 복수의결권의 성공적 사례라고 하는 구글도 주주가치 훼손을 이유로 장기간 소송에 휘말렸으며, 2017년 무의결권 주식으로 상장한 스냅(Snap Inc.)의 경우 지수(index) 구성에서 제외함

□ 홍콩, 싱가포르, 중국, 인도 등 아시아 국가들이 순차적으로 복수의결권제도를 도입한 것은 사실이나 이들 국가도 매우 제한적으로 복수의결권을 허용하고 있음

- 홍콩의 경우 시가총액 400억 홍콩달러 또는 시가총액 100억 홍콩달러 이상 이면서 매출액 10억 홍콩달러 이상, 중국의 경우 시가총액 100억 위안 이상 또는 시가총액 50억 위안 및 전년도 영업이익 5억 위안 이상인 기업들로 제한하고 있음
- 이러한 기준을 적용할 경우 국내 벤처기업 중 해당하는 기업은 10개 이내로 미국(210개), 중국(102개), 영국(22개), 인도(18개), 독일(11개)에 이어 세계에서 6번째로 유니콘 기업의 수가 많으나¹⁾,
- 10개 유니콘 기업 중 2018년 영업이익 흑자를 기록한 곳은 절반에 불과하여 실제로 복수의결권을 적용받을 수 있는 기업은 소수임

□ 복수의결권제도 도입은 상대적으로 낮은 기업지배구조 수준을 더 악화시킬 것으로 판단되며 이는 자본시장 전체에 부정적 영향을 미칠 것으로 판단됨

- 외국인 투자자들로부터 한국의 주식시장이 외면받는 현상 즉, 코리아 디스카운트의 주요 원인을 한국의 낮은 지배구조 수준으로 꼽고 있음

1) 글로벌 시장조사업체 CB인사이트의 유니콘 기업 리스트에 따르면 엘로모바일, L&P코스메틱, 크래프톤, 비바리퍼블리카·우아한형제들, 야놀자, 위메프, 지퍼클럽, 무신사, 에이프로젠 등으로 파악되고 있음

- 최근 발표된 2020년 ACGA 아시아 기업지배구조 순위에 따르면 한국은 조사대상 12개국 중 9위로 여전히 지배구조가 취약한 것으로 나타남
 - 2016년 8위, 2018년 9위 등 최근에도 꾸준히 하위권에 머무르고 있으며 이는 지배구조 개선효과가 상대적으로 미약한 것으로 판단됨
- 국내 선행연구에서도 소유지배 괴리에 따른 대리인 문제 심화와 그에 따른 지배주주의 사적이익 추구 등의 문제들이 관찰되고 있으며, 지배구조 개선이 되지 않는 상황에서 복수의결권제도의 도입은 외국인 투자자를 비롯한 자본시장 참여자들에게 부정적 인식을 증가시킬 것으로 예상함

[표 1] 2020년 ACGA 아시아 기업지배구조 점수

구분	국가											
	호주	중국	홍콩	인도	인도 네시아	일본	한국	말레이 시아	필리핀	싱가 포르	대만	태국
1. 정부 및 공공 지배구조	68	29	65	45	31	60	60	32	28	60	68	35
2. 규제기관	65	52	69	53	24	62	53	53	27	63	66	51
3. 기업지배구조 규정	82	63	75	69	35	58	56	77	45	75	66	76
4. 상장된 기업	79	51	59	65	38	44	48	66	55	60	63	60
5. 투자자	66	18	34	44	19	60	44	43	21	39	38	38
6. 감사	86	43	81	54	59	77	70	86	60	81	76	76
7. 시민사회 및 언론	80	22	60	78	38	62	36	44	36	64	62	49
합계	74.7	43	63.5	58.2	33.6	59.3	52.9	59.5	39	63.2	62.2	56.6

출처: CG Watch 2020

□ 복수의결권제도를 통해 벤처기업들이 적대적 M&A 위협에서 벗어나 안정적 자금조달과 연구개발 투자가 가능하다고 주장하나 이는 타당성이 부족함

- 현재 상법상 다양한 종류주식 발행이 허용되고 있으며 이 중 의결권이 없는 무의결권 주식도 발행할 수 있으나 무의결권 주식을 발행한 기업은 없음
- 2019년 중소기업연구원에서 벤처기업과 벤처투자자를 대상으로 실시된 설문조사에 따르면 전체 209개 기업 중 117개 기업(56%)에서 투자발생 시 지분희석에 대한 우려를 해본 적이 있다고 답하였으나, 실제로 경영권 방어를 위한 다양한 방법들에 대한 인식은 부족한 것으로 나타남
- 현재 복수의결권제도를 도입하지 않더라도 3자 배정, 초다수결의제, 시차임기제, 자기주식 취득, 주식대량보유신고제 등 다양한 경영권 방어 수단이 존재함에도 불구하고 복수의결권제도를 도입하겠다는 것은 문제가 있음

□ 경영권 강화에 따른 경영자 또는 지배주주의 전횡은 대규모 기업집단 즉 재벌만의 문제가 아님

- 과거 고도 성장시대에 경영자에게 강력하게 집중된 권한이 기업의 성장동력이었던 것을 부정할 수는 없으나, 그에 따른 대리인 문제와 사적이익 추구행위는 자본시장에서 주주의 경제적 가치를 훼손시키는 결과로 나타남
- 중소벤처기업의 경우 기업지배구조에 대한 사전지식도 부족한 상황에서 복수의결권제도 도입을 통해 경영권 보호를 강화하는 조치가 과연 긍정적인 것인지 의문이 제기됨
 - 비상장기업의 경우 기업지배구조에 대한 공시도 이루어지지 않을뿐더러 관련 정보가 부족해 기업의 재무적 건전성을 판단하기에 매우 어려움
 - 따라서 해당 기업에 대한 시장참여자들의 정보접근성이 떨어져 잘못된 투자 위험에 노출되어 있음

6. 복수의결권제도 방향

□ 복수의결권제도 도입에 따른 부작용을 최소화하기 위해 기존 도입 국가들의 사례를 참고할 필요가 있음

- 미국을 비롯하여 홍콩, 싱가포르, 중국 등 복수의결권 도입 국가들의 법적 근거와 규정들을 근거로 향후 예상되는 문제점들에 대해 대비해야 함
- 복수의결권 관련 법률, 도입 기업의 자격 및 조건, 제한 요건, 일몰규정 등에 대한 구체적 대안이 논의되어야 함

1) 복수의결권 도입 기업의 자격 조건

□ 복수의결권제도 허용 산업

- 최근 복수의결권을 허용한 중국과 인도의 경우 첨단 기술을 기반으로 한 상품이나 서비스를 제공하는 기술혁신기업으로 한정하고 있으며, 이에 대한 상장심사 평가 기준을 제정하여 심사하고 있음
- 따라서 국내에서도 신규상장기업 가운데 과학기술혁신 기업을 대상으로 복수의결권을 제한할 필요가 있음
 - 4차 산업혁명 관련 기술산업은 국가적으로 미래의 원동력이 될 수 있으며 향후 고용창출 측면에서도 도움이 될 것으로 판단됨

- 또한 K-뉴딜과 관련된 배터리, 바이오, 인터넷, 게임 관련 기술벤처기업들을 대상으로 복수의결권을 허용하는 것도 고려할 수 있음

□ 기업의 규모와 영업 실적

- 홍콩의 경우 예상시가총액 400억 홍콩달러(약 6조 원) 이상 또는 시가총액 100억 홍콩달러 및 전년도 매출 10억 홍콩달러 이상으로 제한하고 있으며,
 - 중국의 경우 예상시가총액 100억 위안 이상 또는 시가총액 50억 위안 및 전년도 영업이익 5억 위안 이상으로 복수의결권주 발행을 제한하고 있음
- 현재 국내에는 예상 시가총액 1조 이상인 10개 유니콘 기업이 있으나, 홍콩과 중국의 기준을 적용할 경우 실제 복수의결권주 발행이 가능한 기업은 매우 한정적일 것으로 판단됨
- 따라서 국내 현실에 맞는 복수의결권제도 허용 가능 시가총액 규모와 영업 실적 기준을 구체화 시킬 필요가 있음
 - 예를 들어 10개 유니콘 기업을 포함하여, 기업가치 1000억 원 이상의 예비유니콘 기업에 대해 복수의결권을 허용하는 방법도 고려할 수 있음

2) 복수의결권 제한 요건

□ 기존 복수의결권 도입 국가들의 경우 복수의결권의 부작용을 최소화하기 위한 다양한 세이프 가드를 마련하고 있음

- 복수의결권 보유자의 자격, 복수의결권 배율 제한, 복수의결권 추가 발행 및 변경 제한 등 다양한 기준들이 적용되고 있음
- 따라서 국내에서도 복수의결권을 도입하기 위해선 다양한 제한 요건이 필수적으로 수반되어야 할 것으로 판단되며, 이와 관련하여 선형 국가들의 법제도 기준을 참고할 필요가 있음

3) 복수의결권 일몰 규정

□ 복수의결권제도 도입에 따른 부작용을 최소화하기 위해 기존 도입국가들은 다양한 일몰 규정을 적용하고 있음

- 미국의 경우 창업자가 사망하거나 복수의결권을 양도할 경우 자동으로 보통주로 전환되는 규정을 자율적으로 도입하고 있으며, 일정 기간이 지나면 자동으로 보통주로 전환되도록 기간을 설정하고 있음
 - Cramers et al.(2018)은 복수의결권 회사의 잠재적 이익이 IPO 이후 지속적으로 하락하는 것을 관찰하고, 이를 해결하기 위해 복수의결권의 일몰효과를 주장함
 - 실증적으로 5년이 경과되는 시점에서 복수의결권 기업의 가치가 상대적으로 낮게 전환

되는 것으로 확인됨

- 홍콩, 싱가포르, 중국, 인도의 경우 창업자가 사망하거나 임원직을 그만두면 보통주로 자동 전환되도록 규정하고 있음

□ 따라서 국내 복수의결권 도입 시 선형 국가들의 일몰 규정을 검토하여 복수의결권의 부작용을 최소화하고 긍정적 효과를 극대화할 필요가 있음

- 벤처기업의 경우 초기에 영업이익을 창출하기 어렵고, 장기적인 성장을 고려해야 하므로 벤처기업의 의견을 청취하여 그에 맞는 일몰 기간을 유동적으로 산정해야 함
- 이를 위해 기업의 성장성과 정량적·정성적 기업평가를 통해 갱신형 일몰 기간을 적용하는 것도 고려할 수 있음

4) 기업지배구조 인식 확대

□ 복수의결권제도의 긍정적 효과를 극대화하기 위하여 각국은 기업지배구조 건전성을 향상시키기 위해 노력하고 있음

- 홍콩의 경우 복수의결권 신청회사는 지배구조위원회를 의무적으로 설치해야 하며, 위원은 모두 독립된 사외이사로 구성하도록 하고 있음
- 싱가포르는 이사회 독립성을 요구하고 있으며, 복수의결권 신청회사의 지명위원회, 보수위원회, 감사위원회를 독립된 사외이사로 구성하도록 규정함
- 가장 최근에 복수의결권을 도입한 인도의 경우 매우 엄격한 지배구조를 요구하고 있으며, 복수의결권 기업의 최소 50% 이상, 하부위원회의 3분의 2 이상을 사외이사로 구성하도록 의무화하고 있음

□ 중소벤처기업의 경우 건전한 기업지배구조에 대한 인식이 확산되어 있지 않은 것으로 판단됨

- 최근 상장기업들을 중심으로 ESG의 중요성에 대해 논의되고 있으나 중소·중견기업들의 경우 기업지배구조에 대한 인식이 부족함
- 기업지배구조 개선에 대한 노력을 비용으로 인식하는 경우가 많으며, 따라서 기업지배구조에 대한 교육과 인식 개선이 수반되어야 할 것으로 판단됨

7. 결론

- 복수의결권제도에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있으나 복수의결권제도의 긍정적 기대와 부작용에 대한 우려가 공존하고 있음
- 복수의결권제도에 대한 긍정적·부정적 효과에 대한 연구결과들이 혼재되어 있으나, 현재까지의 연구결과는 복수의결권제도의 부정적인 효과가 다소 우세한 것으로 확인됨
 - 기존 도입 국가들을 대상으로 한 실증분석 결과 복수의결권 기업의 가치가 상대적으로 낮거나 기업성과에 부정적 영향을 미치며, 자본비용의 증가 및 신용등급의 하락, 회계정보의 불투명성, 이익조정 가능성, 정보비대칭 상승 등 부정적 효과가 큰 것으로 확인됨
 - 이는 복수의결권 기업의 소유지배 괴리도가 높은 것에 기인한 것으로 관찰되었으며, 복수의결권 도입 기업의 경우 경영자가 실제 보유한 주식수 보다 더 많은 권한을 갖음으로 인해 대리인 문제를 발생시킬 가능성이 큰 것으로 해석됨
- 복수의결권제도를 도입한 기존 국가들은 공통점이 존재함
 - 신규상장기업을 대상으로 제한적으로 복수의결권을 허용하고, 예상시가총액 및 매출액에 대한 제한이 있으며, 기업의 특성을 고려한 심사를 통해 복수의결권을 허용함
 - 경영자는 일정 지분 이상을 반드시 보유해야 하며 복수의결권이 일정 배율 이상으로 의결권을 갖지 못하도록 제한함
 - 기존 주주들의 권리나 경제적 가치가 훼손되지 않도록 복수의결권을 추가로 발행하거나 변경하는 행위에 대해 엄격하게 제한하고 있으며, 금융감독기관의 통제를 받도록 함
 - 적법한 기준을 유지하지 못하거나 최소 요건을 유지하지 못하는 경우 복수의결권을 자동적으로 폐지하도록 제한함
 - 복수의결권과 관련된 공시 의무 및 강화된 지배구조 기준을 적용함
- 복수의결권제도 도입에 따른 긍정적 효과를 극대화하기 위해 기존 도입 국가들의 사례를 검토하여 국내 자본시장에 최적화된 방안을 도출할 필요가 있음
 - 복수의결권 도입 기업의 자격 조건에 관한 규정이 필요함
 - 해외의 경우 기술혁신기업을 대상으로 복수의결권을 제한적으로 허용하고 있으며, 따라서 국내에서도 복수의결권을 적용할 수 있는 산업을 구체적으로 검토해야 할 것으로 판단됨

- 또한 기존의 상장심사 기준 외에도 복수의결권이 허용될 수 있는 기업의 규모, 재무적 판단 근거가 뒷받침되어야 할 것임
- 복수의결권 도입을 위한 제한 요건이 필요함
 - 복수의결권제도의 부작용을 최소화하기 위하여 각국은 다양한 세이프 가드를 마련하고 있음
 - 복수의결권 보유자의 자격, 복수의결권 배율, 복수의결권 추가 발행 및 변경 등에 대한 제한 요건이 필수적으로 수반되어야 할 것으로 판단됨
- 복수의결권 일몰 규정이 반드시 필요함
 - 선행연구에 따르면 복수의결권 도입 기업의 잠재적 이익이 상장 이후 지속적으로 하락하는 것으로 관찰되며, 따라서 복수의결권 일몰 기간을 규정할 필요가 있음
- 기업지배구조에 대한 인식 확대가 필요함
 - 해외 도입국가들은 복수의결권 도입 기업에 대해 수준 높은 기업지배구조를 요구하고 있는 것으로 확인되며, 기업지배구조를 개선을 통해 내부통제시스템을 강화할 의무가 필요함

참고문헌

- 김명인·최종학, 2008, “지배권과 소유권의 차이로 측정된 기업지배구조와 기업의 보수주의 사이의 관계”, 회계·세무와 감사연구 제47권, 181-210.
- 김순석, 2015, “복수의결권주식의 도입에 관한 법적 쟁점”, 기업법연구 제29권, 229-260.
- 박양균, 2009, “복수의결권 제도의 경제학적 분석”, 규제연구 제18권, 143-172.
- 선우혜정·최종학·이병희, 2010, “지분을 괴리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향”, 회계학연구 제35권, 1-32.
- 유영일, 2008, “복수의결권주에 관한 연구-도입필요성을 중심으로-”, 상사판례연구 제21권, 93-135.
- 유주선, 2015, “주주평등원칙의 완화와 복수의결권주식의 도입 가능성”, 증권법연구 제16권, 121-147.
- 정혜련, 2015, “복수의결권에 관한 소고-각국의 입법, 태도의 변화, 그리고 기업의 효율성을 중심으로”, 기업법연구 제29권, 79-115.
- Adhikari, H.P., T.T. Nguyen and N.K. Sutton, 2018, “The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 51, 113-138.
- Amoako-Adu, B. and BF. Smith, 2001, “Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class”, *Journal of Banking & Finance* 25, 1083-1111.
- Bauguess, S.W., M.B. Slovin and M.E. Sushka, 2012, “Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights”, *Journal of Banking & Finance* 36, 1244-1253.
- Claessens, S., S. Djankov and L.H.P. Lang, 2000, “The separation of ownership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J.P.H. Fan and L.H.P. Lang, 2002, “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”, *The Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Cremers, M., B. Lauterbach and A. Pajuste, 2018, “The life-cycle of dual class firms”, Working paper.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 1985, “Managerial ownership of voting rights : A study of public corporations with dual classes of common stock”, *Journal of Financial Economics* 14, 33-69.
- Dimitrov, V. and P.C. Jain, 2006, “Recapitalization of one class of common stock into dual-class : Growth and long-run stock returns”, *Journal of Corporate Finance* 12, 342-366.
- Hoi, C.K. and A. Robin, 2010, “Agency conflicts, controlling owner proximity, and firm value: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Corporate Governance: An International Review* 18, 124-135.
- Howell, J.W., 2017, “The survival of the U.S. dual class share structure”, *Journal of*

Corporate Finance 44, 440-450.

- Jog, V., P. Zhu and S. Dutta, 2010, "Impact of restricted voting share structure on firm value and performance", *Corporate Governance: An International Review* 18, 415-437.
- Jordan, B.D., S. Kim and M.H. Liu, 2016, "Growth opportunities, short-term market pressure and dual-class share structure", *Journal of Corporate Finance* 41, 304-328.
- Lauterbach, B. and A. Pajuste, 2015, "The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications", *Journal of Corporate Finance* 31, 171-185.
- Lauterbach, B. and Y. Yafeh, 2011, "Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares", *Journal of Corporate Finance* 17, 215-228.
- Li, T. and N. Zaiats, 2017a, "Corporate governance and firm value at dual class firms", *Review of Financial Economics* 36, 47-71.
- Li, T. and N. Zaiats, 2017b, "Information environment and earnings management of dual class firms around the world", *Journal of Banking & Finance* 74, 1-23.
- Masulis, R.W., C. Wang and F. Xie, 2009, "Agency problems at dual-class companies", *The Journal of Finance* 64, 1697-1727.
- Smart, S.B., R.S. Thirumalai and C.J. Zutter, 2008, "What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values", *Journal of Accounting and Economics* 45, 94-115.
- Villalonga, B. and R. Amit, 2009, "How are US family firms controlled?" *The Review of Financial Studies* 22, 3047-3091.

ESG **현안분석**

복수의결권제도 도입을 위한 효율적 방안과 기업지배구조

발행일	2021. 09. 06.
발행인	신진영
발행처	한국기업지배구조원
주소	서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층
전화	(02) 3775-3339
홈페이지	www.cgs.or.kr
인쇄처	경성문화사 (02) 786-2999



서울시 영등포구 여의나루로 76(여의도동 33) 신관 9층 (07329)
TEL. 02-3775-3339 FAX. 3775-2630 www.cgs.or.kr