

# Contents

Vol.90 | 2019. 1호

- 03 연구논단Ⅰ**    국내 M&A 제도현황과 소수주주권 보호  
박경서 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 23 연구논단Ⅱ**    경영권 방어 전략의 현황과 분석  
신진영 연세대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 48 연구논단Ⅲ**    반복적 경영권 교체와 피인수기업의 재무적 부실  
김우진 서울대학교 경영(전문)대학(원) 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원  
조은아 한국은행 경제연구원 부연구위원
- 65 연구논단Ⅳ**    일감몰아주기 현황과 사익편취 방지를 위한 정책과제  
박상인 서울대학교 행정대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 81 연구논단Ⅴ**    전자증권법 도입에 따른 주주권 행사관련 변화와 몇가지 이슈  
안수현 한국외대 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 99 연구논단Ⅵ**    국민연금의 스투어드십 코드 참여: 주요 내용, 의의 및 과제  
송민경 한국기업지배구조원 선임연구위원

# 국내 M&A 제도현황과 소수주주권 보호<sup>1)</sup>

연구논단 I

박경서 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

국내 기업 간 M&A가 거래건수 및 금액 측면에서 꾸준한 증가 추세를 보여주고 있는 가운데 선진국과는 매우 다른 양상이 나타나고 있으며 다음과 같은 몇 가지 이슈들이 제기되고 있다.

첫째, M&A시 외국에 비해 과도하게 높은 경영권 프리미엄이 지불되고 있는 바 이는 인수비용을 증가시키고 부실한 기업의 구조조정을 지연시키는 요인이 된다.

둘째, 경영권인수 시 지배주주지분만을 인수하는 것이 가능하여 소수주주는 M&A에 따른 혜택에서 소외되어 있다.

셋째, 동일 지배주주가 존재하는 계열사 간 합병의 경우에는 지배주주일가의 지분이 높은 기업에 비해 지분이 낮은 기업의 가치가 상대적으로 저평가되어 소수주주에게 불리한 거래가 이루어지고 있다는 비판이 제기된다.

넷째, 경영권분쟁 하에서 경영진이 우호적인 투자자에 대한 자사주매각을 허용하고 있어 경영진의 참호구축(entrenchment) 현상을 유발하고 저가매각의 경우에는 소수주주의 주주권을 침해하는 문제가 발생하고 있다.

다섯째, M&A 과정에서 이사회에 대한 선관의무가 거의 작동하지 않고 있어 특정 지배주주에게 유리한 합병조건 등이 독립적이고 공정한 평가 없이 승인되고 있다. 또한 사후적으로 부적절한 조건하에서의 M&A에 대한 주주소송이 제기되더라도 입증책임 등의 부담으로 원고측인 소수주주는 승소의 가능성이 거의 없는 상황이다.

이러한 현상들의 공통점은 기업가치의 손실과 함께 관련기업 소수주주의 경제적 이

1) 본 원고는 2018년 한국증권학회지 제 46권 1호에 게재된 “국내 M&A 제도 현황과 개선방안 - 소수 주주권 강화를 중심으로” (정찬식, 김선민 공저)를 발췌 정리한 것임을 밝힙니다.

익과 주주로서의 권리가 상대적으로 보호받지 못한다는 점이다. 국내기업의 소수주주권이 침해되는 이면에는 적은 지분을 가졌음에도 절대적 경영권을 행사하고 보호받는 지배주주의 안주현상(entrenchment)이 자리 잡고 있고 이의 배경에는 지배주주의 경영권을 보호해 온 정부정책이 작용하고 있다. 하지만 저성장기조가 지속되면서 과거 성장 경제하에서 기업의 과감한 투자와 성장을 유도하기 위해 도입된 대주주보호정책이 아직도 유효한가에 대해 많은 의문이 제기되고 있다. 창업경영자와 달리 능력이나 도덕성 측면에서 여러 문제를 드러내기도 하는 3, 4세대로 경영권이 넘어가고 있기 때문이다. 특히 한국경제가 갖는 대기업중심의 독과점적인 경제구조 하에서 일감몰아주기 등으로 부당한 혜택을 제공하는 기득권의 보호로 신생기업의 출현이나 중소기업의 성장을 방해하는 현상도 우려되고 있다.

본 보고서는 국내 M&A 제도 및 현황을 분석하고 이를 개선할 수 있는 방안을 제시한다. 대부분의 선진국과 달리 국내 M&A 관련제도는 우호적 기업인수 및 합병에 초점을 맞추고 있는 반면 규율형 M&A의 유도나 투자자보호에 있어서는 매우 취약하다. M&A 시 소수주주권이 보호되지 않음에 따라 사전적으로 기업의 주가가 저평가되고, 이는 국내 기업의 자본조달비용을 높여 기업경쟁력에 부정적 요소로 작용하고 있다.

M&A에 있어 소수주주권 등 투자자보호가 중요한 이유는 소수주주의 주주권은 거의 인정되지 않는 가운데 무능하거나 부도덕한 경영이 빈번히 발생하고 있고, 이는 경영권 안주현상으로 연결되어 해당기업 뿐만 아니라 국가경제의 건전한 성장을 위협하고 있기 때문이다. 특히 구조조정의 관점에서 국내에서는 기업이 극도로 부실화되어 자본잠식이 된 상황에서만 은행을 중심으로 한 부채구조조정 성격의 구조조정이 작동하고 있다. 이는 M&A를 통한 자본시장에서의 선제적 구조조정시장이 취약하기 때문에 나타나는 현상인데, 만약 선진국에서와 같이 국내에 규율형 M&A 시장이 보다 활성화된다면 자본시장 주도의 구조조정기능이 작동할 수 있을 것이고 이러한 기업부실화의 문제를 사전적으로 대응하여 손실규모를 완화할 수 있을 것이다.

이와 관련하여 본 연구는 국내 M&A 시장 및 경영권 거래에 있어 관찰되고 있는 소수주주권 침해현상에 초점을 맞추어 이에 대한 개선방향을 제시하고 있다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 주요이슈에 대한 논의와 해외 제도와의 비교를 통해 제도개선방안을 제시하며, 3장에서 보고서의 결론을 제시한다.

## II. 국내 M&A 시장의 주요 이슈 및 제도개선방안

### 1. 부분인수제도

#### (1) 제도 및 현황

국내 M&A 제도는 공개매수 시 의무매수지분이 규정되어 있지 않아 피인수기업의 지배주주만이 M&A의 혜택을 누리는 현상이 관찰되고 있다. 국내 관련법에서는 공개매수를 10인 이상으로부터 5% 이상을 매수하는 경우에 적용해야 하는 것으로만 규정하고 있다. 반면에 일단 공개매수가 적용될 경우 최소한 얼마를 인수해야 하는가에 대해서는 아무런 제한이 없다. 따라서 주식인수에 의해 경영권을 확보하고자 하는 경우 인수자는 첫째, 10인 미만의 기존 주주에게서 필요한 지분만을 인수하거나, 둘째, 경영권행사에 필요한 추가적인 지분의 확보를 위해 공개매수를 하더라도 원하는 만큼의 최소지분만 인수하면 충분할 경우 나머지 지분의 인수는 발생하지 않는다.

반면에 미국을 제외한 대부분의 국가에 있어 일정 이상의 투자자로부터 일정 지분 이상을 매수할 경우 첫째, 모든 주주에 대한 공개매수제안과 둘째, 일정 지분 이상의 지분 매수를 강제하고 있다. 이러한 제도상의 차이는 주요 국가별 M&A 거래에 있어서의 평균 인수지분이 한국의 경우 여타 주요국에 비해 낮은 수준으로 나타난다(〈표 1〉 참조).

〈표 1〉 국가별 평균 인수지분 비교

(단위 : %)

	한국	미국	독일	싱가포르
인수지분	47.5	94.9	71.3	58.3

자료: 김석봉(2015)

국내제도상 공개매수 하에서 최소의무매수지분에 대한 규제가 없음에 따라 국내에서는 M&A 가능성이 제기되거나 이사회 등의 결의가 있을 경우 매수대상기업의 주가는 오히려 하락하는 현상이 발생하고 있으며 이는 외국의 경우 매수대상기업의 주가는 공시 후 20% 이상 상승하는 것과 비교된다.<sup>2)</sup>

통상 M&A를 통한 경영권 교체 시 현재의 주가보다는 높은 가격을 지불하기 때문에 정상적인 M&A라면 인수자가 기존 경영진보다는 능력이 있거나 M&A를 통해 시너지를 창출할 수 있는 등 기업가치가 제고되는 경우가 전제조건이다. 반면에 국내의 경우

2) Jensen and Ruback(1983) 등 참조

오히려 M&A 공시에 대한 주가반응이 음의 초과수익률을 나타내고 있다는 점은 매우 특이한 상황으로 이해될 수 있는데, 이러한 주가하락의 주된 배경으로 다음과 같은 몇 가지 경우를 추정해 볼 수 있다.

첫째, 과대망상가설(hubris hypothesis)의 경우이다. 즉, 경영권 인수자의 경영능력이 기존 경영진에 비해 열등함에도 불구하고 두 회사 간 결합에 따른 시너지에 비해 과도히 높은 가격을 지불하면서까지 기업을 인수하는 경우이다. 예를 들어, 삼성테크윈과 삼성정밀화학은 인수전 국내 최대기업집단인 삼성그룹에 소속된 기업이었던 반면 인수기업은 한화와 롯데라는 다소 하위의 기업집단이라는 점에서 인수 후의 기업성공에 대한 부정적 전망이 대두될 수 있다. 하지만 두 사례는 관련다각화(related diversification)의 대표적 사례로서 인수기업과 피인수기업의 사업간 상당한 시너지효과가 예상되었고 실제 사후적으로도 이들 피인수기업에서 일부 상당한 수익증가가 실현되고 있다는 점에서 이러한 가설의 설득력은 감소한다.

둘째, 인수기업이 피인수기업의 경영권을 확보한 후 후자로부터 부의 이전(tunneling)이 예상되는 경우이다. 이는 인수기업에 대한 직간접적인 지배주주일가의 보유지분율과 피인수기업에 대한 직간접적인 지배주주일가의 보유지분율 간에 차이가 클수록 그 가능성이 높아진다. 다만 이러한 부의 이전 가능성은 기존 삼성그룹에 소속되었을 때에서도 항상 존재했다는 점에서 상대적 차이가 중요할 것이다.

셋째, 향후 단기간 내 M&A 가능성이 사라진 경우이다. 이는 사전적으로 기존 주가에 경영권교체에 따른 기업가치상승의 가능성이 반영되어 있는 상황에서 나타난다. 즉, 경영권 교체 시 기대할 수 있던 가치상승효과를 지배주주만의 지분매각으로 인해 여타 주주가 향유할 수 없게 됨에 따른 가격하락의 경우이다. 따라서 경영권교체에도 불구하고 여타 주주는 혜택을 볼 수 없다는 상황이 확인되면서 실망매물 증가 등으로 주가하락이 나타날 수 있다.

현실적으로 M&A 공시 후 주가하락현상은 위 세 가지 시나리오가 복합적으로 반영된 결과일 수 있다. 그럼에도 불구하고 중요한 점은 만약 제도상 일정수준의 소수지분에 대한 공개매수가 불가피하였다면, 그리고 현재의 주가보다 높은 가격으로 공개매수가 제안되었다면 이론적으로 공시효과는 (+)의 주가수익률로 나타났어야 할 것이다.

## (2) 해외사례

대부분의 OECD국가에서는 기업경영권 확보 시 피인수기업의 지배주주 지분뿐 아니라 소수주주의 지분을 대부분 인수하는 것으로 나타난다. 이에 따라 소수주주도 경영권 프리미엄을 공유하게 되고 공시 후 주가는 양의 초과수익률을 나타낸다.

영국의 경우 제도적으로 지배주주의 주식매각 시 소수주주에게도 참여할 기회를 주는 기회균등의 원칙(equal opportunity rule)을 적용한다. 따라서 의무공개매수제도(compulsory tender offer)가 적용되어 일정 지분 이상을 인수할 경우 모두 주주에게 공개매수를 제안해야 한다. 여타 유럽대륙국가의 경우도 European Takeover Directive에 기초하여 의무공개매수제도를 보편적으로 수용하고 있다. 이에 따르면 ‘매수대상기업의 모든 주주는 M&A 거래와 관련하여 균등하고 공정한 기회를 부여받아야 한다’라는 기본원칙이 적용되고 있다. 즉, 기업의 경영권교체로부터 발생하는 가치제고(시너지)의 효과를 피인수기업의 특정주주가 아닌 모든 주주에게 공정히 배분하는 것이 옳다고 판단하고 있는 것이다.

반면에 미국은 동일한 판례법을 보유한 영국과 달리 ‘사적계약의 자유’ 및 ‘주식양도의 자유’ 원칙에 따라 경영권 프리미엄은 경영권행사주주에게 귀속된다는 시장원칙(market rule)이 통상적으로 적용되고 있다. 따라서 미국은 OECD국가 중 예외적으로 의무공개매수제도가 적용되지 않는 국가이다. 다만 이의 현실적 적용에 있어 중요한 사실은 경영권 변동에 따른 소수주주의 피해를 줄이기 위해 피인수기업 지배주주의 주식매각에 있어 이사회에 상당히 엄격한 충실의무를 적용한다는 것이다(김화진(2012)). 따라서 미국에서는 경영권 프리미엄이 인수기업과 피인수기업의 주주간 협상에 의해 자유롭게 결정되지만, 피인수기업의 이사회가 추후 발생할 수 있는 배임(breach of duty)에 대한 민사소송을 우려하여 인수기업에게 소수주주의 지분도 인수토록 권고하는 관행이 정착되어 있다. 이에 따라 미국에서는 기업인수 시 평균 인수지분율이 전 세계 국가 중 가장 높은 94.9%를 기록하고 있다(〈표 2〉 참조). 이는 미국이 왜 굳이 의무공개매수원칙을 적용하지 않는가에 대한 중요한 시사점을 제고한다. 즉, 피인수기업 이사회에게 부과되는 강력한 선관의무와 사후적인 민사구제에 의해 소수주주의 권리가 그 어떤 나라보다도 강력히 보호되고 있기 때문에 공격 기업에게 무리하게 의무공개매수원칙을 적용할 필요가 없기 때문이다.

참고로 미국 델라웨어주(州)의 경우 M&A에 불만을 가진 주주가 소송을 제기할 경우 M&A 거래의 상대방이 지배주주이고 이사회 다수가 독립적이지 않거나 이해관계가 있을 경우(transaction with a controlling stockholder where a majority of the board is not independent and disinterested), 경영진은 거래가 절대적으로 공정(entire fairness)했다는 것을 증명할 입증책임을 부담한다(Harvard Law School Forum(2016)). 이 과정에서 적용되는 공정성기준(fairness test)은 공정가격(fair Price) 뿐만 아니라 공정한 절차(fair dealing)조건을 만족시켜야 피인수기업의 경영진이 배임 등의 혐의를 벗어날 수 있는 테스트로서 (a) 경영진 등으로부터 독립적인 특별위원회 등에서 거래를

승인하고, (b) 소수주주만이 참여하는 주주총회에서 과반수 찬성이 있을 경우에만 경영 판단의 원칙(business judgement)을 적용하고 있다.

### (3) 제도개선방향

국내기업 간 경영권 거래 시 소수주주의 가치를 보호하고 주주간 형평성 강화를 위해서 의무공개매수제도의 도입이 검토되어야 한다. 의무공개매수제도는 인수기업의 입장에서 M&A를 위해 인수비용이 증가하므로 효율적인 경영권 교체를 저해할 가능성이 있다는 단점을 갖는다 (Bebchuk(1994)). 그럼에도 불구하고 미국을 제외한 전 세계 대부분의 국가에서 잔여지분에 대한 공개매수의무를 요구하고 있는 것은 소수주주권 보호가 보다 중요한 가치를 가진 정책목표로 인식되고 있다는 점을 시사한다.

국내의 경우 정부는 M&A 활성화를 위하여 1998년 아시아경제위기 직후 의무공개매수제도를 폐지한 바 있다. 즉, 의무공개매수의 경우 인수물량의 증가로 인수자의 자금 부담과 투자리스크가 증가하는 문제를 완화함으로써 기업 간 M&A를 활성화하겠다는 정책의지가 반영된 것이다. 하지만 이러한 제도변화로 국내기업 간 M&A가 활성화되었는가에 대한 실증적 증거는 없는 상황이다. 특히 주식교환에 의한 인수합병의 경우 인수자의 현금자금조달은 전혀 필요치 않다. 설사 현금에 의한 인수합병의 경우에도 경제성장률 둔화로 과거 두 자리 숫자의 금리가 현재는 3% 내외의 저금리 기조로 바뀐 상황에서 M&A 장애요인으로서 자금조달의 부담 문제는 완화된 상황이다. 특히 LBO 등에 의한 자금조달방식의 다양화도 인수자금의 조달을 용이하게 중요한 배경이다.

이와 관련하여 가장 중요한 질문은 경영권 프리미엄이 누구에게 귀속되는 것이 정당한(fair) 가의 문제이다. 의무공개매수제도는 경영권 프리미엄이 모든 주주에게 귀속되는 것이 적절하다는 것을 전제로 하고 있기 때문이다. Adolph and Berle(1958)은 회사의 경영권은 회사의 자산으로서 이의 처분에 따른 이익은 지배주주가 아닌 주주 전원에게 귀속되는 것이 타당하다고 주장하고 있다. 지분을 조금 더 보유하고 있다고 해서 회사 매각 시 지배주주 만이 혜택을 보는 것은 정당하지 않다는 것이다.

지배주주는 일반 소수주주에 비해 보다 많은 주식을 보유함에 따른 위험을 부담하는 중요한 차이가 있다. 하지만 1) 다수 지분의 보유여부는 자신의 선택에 의한 것이며, 2) 경영권을 행사하는 과정에서 이미 그에 수반된 다양한 사적 혜택 (private benefit of control)을 향유하고 있고, 3) M&A 시 발생하는 두 회사 간 시너지가 본인의 능력에 기인하지는 않는다는 점 등이 고려되어야 한다. 따라서 자신의 보유지분을 매각할 경우 더 이상 위험을 부담하지 않게 되는데도 불구하고 기존에 향유하던 사적경영권혜택 이상의 추가적인 보상을 요구하는 것에 따른 정당성 논란이 제기될 수 있다. 특히

한국에서와 같이 사적경영권혜택이 상당부분 일감몰아주기 등과 같이 다른 주주의 이익에 반하고 회사의 사업기회를 편취하는 행위에 기인하는 경우라는 점에서 이를 정당화하는 것은 주주 형평성(fairness)에 위배된다.

이와 관련하여 경영권 프리미엄이 발생하고 거래되는 과정을 살펴보는 것도 경영권 프리미엄을 누가 갖는 것이 적절한지에 대한 판단에 도움이 된다. 흔히 효율적 주식시장에서 경영권 프리미엄은 시장가치와 기업인수시 지불된 가격 간 차이로 추정하는데 이의 배경은 첫째, 두 회사 간 M&A를 통해 기대되는 시너지의 일부를 지불하는 경우와 둘째, 회사인수 후 향유할 수 있는 사적 혜택을 포함하여 인수자가 사업확장(empire building)이라는 사적이익추구를 위해 높은 가격을 지불하는 경우가 있는데 두 경우 모두에 있어 피인수기업의 경영진이 경영권 프리미엄의 발생에 기여하는 부분은 거의 없다. 즉, 회사의 매각결정은 주주총회의 승인사항으로 지배주주나 경영진뿐만 아니라 전체 주주의 역할이 모두 중요하기 때문이다.

경영권 교체 시 피인수기업의 경영진은 경영권을 넘겨줌으로써 그동안 자신들이 사적으로 즐겨왔던 혜택을 포기하게 된다. 하지만 이의 대부분이 정당하지 못한 행위로 얻어지는 사적 이익을 포기하는 경우로서 원래 자기 것이 아닌 모든 주주의 자산과 비용에 기초한 혜택일 뿐이다. 또한 본인들의 노력과 능력에 의해 좋은 성과를 이루고 기업가치를 제고했을 경우 이는 이미 주가에 반영되어 있을 것이다.

또 다른 상황으로 지배주주가 있는 A기업이 B기업의 경영권을 인수하기 위해 시장가치보다 높은 가격을 지불할 경우 그 부담은 A기업의 전체주주가 분담한다. 반면에 A기업의 지배주주가 추후 B기업에 대한 자신의 지분만을 C기업에 매각하여 경영권을 넘길 경우 그 프리미엄은 A기업의 지배주주만 가져가는 문제가 발생한다. 즉, B기업 인수시 지불한 시장가치보다 높은 비용은 전체 주주가 분담하고 이의 매각에 따른 시장가치보다 높은 가격은 지배주주만이 즐기는 문제가 생기는 것이다.

결론적으로 이러한 논의가 시사하는 바는 경영권 및 이에 수반되는 가치는 회사의 것이며 따라서 M&A 거래 시 경영권 프리미엄은 전체주주가 공유하는 것이 보다 합리적이라는 것이다.

한편, 의무공개매수제도의 도입 시 인수기업의 인수비용이 상승하는 문제는 현실적으로 매우 중요한 문제이다. 하지만 이 또한 적어도 이론적으로는 국내 상장기업의 소유구조상 결정적인 장애요인은 아니다. 즉, 국내 상장기업의 경우 지배주주지분율과 계열사지분율 등을 합산한 '내부지분율'은 35% 내외인 반면 이에 상응하거나 더 높은 비율의 기관투자자지분, 외국인투자자지분, 소수 국내투자자지분이 존재하는 기업이 다수이다. 따라서 이론적으로는 지배주주 지분율을 인수하나 전체 주주에 대한 공개매수제

안을 통해 경영권지분을 인수하나 경영권교체는 가능하다. 이 경우 경영권을 뺏기지 않으려는 기존 지배주주의 경우 소수주주에 대해 경쟁적인 공개매수를 제안하는 현상이 예상될 수 있는데 이러한 상황이 시사하는 바는 경영권시장이 경쟁적으로 변할 경우 기업의 주주들은 최대한 높은 가격으로 주식을 매각할 가능성이 증가하고 이는 사전적으로 M&A 가능성이 있는 모든 기업의 주가를 높이는 역할을 한다는 것이다.

특히, 의무공개매수가 도입될 경우 인수자의 매입대금규모는 증가할 수 있으나 주당 매수가격은 하락할 가능성이 있다(김석봉(2015)). 일정 지분 이상의 지분매수 시 공개매수제도를 적용하고, 매수지분을 일정지분(예를 들면 50%) 이상으로 의무화할 경우 '주당매수가격'은 하락할 가능성이 높은 것이다. 또한 매수대금의 증가는 공개매수를 보다 신중하게 선택토록 유도하는 효과도 기대된다.

공개매수에 의한 소수주주지분 인수를 통해 경영권인수가 가능해지기 위해서는 국내에 있어 기존의 지배주주 중심의 주식회사제도가 전체주주 중심의 주식회사제도로 변화할 필요가 있다. 즉, 기업의 주인은 지배주주 뿐만 아니라 다수의 소수주주도 포함하는데 이들은 모두 동등한 대우를 받을 필요가 있다는 것이다. 사실상 자본주의 국가의 경제성장은 재산권의 보호내지는 강화의 역사와 궤를 같이한다. 재산권의 보호는 또한 시민사회의 형성과 밀접한 연관이 있다. 즉, 중세 절대적 왕권으로부터 자신의 재산과 권리를 지키기 위한 움직임이 시민혁명으로 연결되었으며 이는 현대 회사법의 기원인 대륙법의 출현을 가져왔다. 역사적으로 주주의 재산권이 보장될 때 투자가 활성화되고 이는 경제성장의 원동력이 되는 것이다.

지배구조관점에서 외국의 기준으로는 전문경영자에 불과한 지분을 가진 지배주주일가가 거의 도전받지 않는 경영권을 거의 100% 가까이 독점하고 있다는 것은 지분권과 통제권간 괴리도(disparity between cash-flow right and control right)의 증가로 심각한 대리인 문제의 배경이 되고 있다(Grossman and Hart(1988), Harris and Raviv(1989), La Porta et al.(1999) 등). 무엇보다도 4% 내외의 적은 지분을 가진 지배주주의 경영권과 소수주주의 재산권 가운데 어느 것을 더 보호하는 것이 향후 국가경제의 발전을 위해 보다 적절한가에 대한 판단은 우리 사회가 선진사회로 가는 또 다른 시금석이다.

## 2. 합병 시 주식교환비율의 결정방식

최근 진행되고 있는 M&A 거래의 상당수는 주로 동일 기업집단 내 상장계열사 간 주식교환방식에 의한 합병이라는 특징을 갖는다. 문제는 흔히 두 계열사에 대한 지배주주의 지분율에 상당한 차이가 있어 합병조건에 따라 지배주주와 소수주주 간 이해가 상충되는 상황이 발생할 수 있다.

### (1) 합병조건상의 문제

국내법에 따르면 상장기업 간 합병의 경우 이사회의 합병승인일 이전 30일간 평균종가, 7일간평균종가, 전일종가의 산술평균을 이용하여 합병비율이 결정된다. 이는 외국의 경우 시장가치뿐만 아니라 순자산가치 등 공정가치(fair value)를 고려하고 있는 것과 비교되는데 국내에서는 주관적 판단이 개입되는 공정가치의 산정에 수반되는 논란을 없애기 위해 비교적 객관성이 높은 시장가치를 기준으로 합병비율의 결정을 유도하고 있다.

이때 문제가 되는 것은 국내 기업집단 내 계열사 간 합병 거래에 있어서 피합병기업의 이사회가 실질적으로 지배주주의 영향력 하에 있는 상황이며 이에 따라 이사회의 합병의사결정, 합병일자선택 및 주식교환조건의 결정 등에 있어 과연 이사회가 지배주주로부터 독립적일 수 있는가에 대한 의문이 제기된다는 것이다. 특히 박경서 등(2018)의 분석에 따르면 이사회의 합병결의 이전에 합병에 대한 정보가 주가에 반영되는 현상이 관찰되고 있다.<sup>3)</sup> 즉, 주식시장에서는 두 계열사 간 합병 시 지배주주가 보다 많은 지분을 보유한 회사에게 유리한 조건으로 합병조건 등이 결정될 것으로 예상하고 이러한 기대감이 실제로 주가에 반영되어 지배주주지분율이 상대적으로 많은 회사의 주가가 그렇지 않는 회사의 주가에 비해 더 상승하는 현상이 나타나고 있는 것이다.

이에 따라 이사회가 합병을 승인한 일자의 경우 과거 1년 내외의 기간 중 피합병기업의 주가가 상대적으로 거의 가장 낮은 날짜가 되는 결과가 나타나고 이에 따라 피합병기업의 소수주주는 상당히 불리한 조건으로 합병조건이 결정된다. 두 회사 간 합병에 있어 시장가치만을 사용해도 되는 경우의 전제조건은 합병일 현재 양사의 주가가 두 회사의 가치를 적절히 반영하고 있고, 특정인에 의한 조작 등의 문제가 없어야 하는데 국내의 경우 지배주주의 경제적 이해가 합병에 개입되어 있음으로 인해 사전적으로 양사의 상대적 주가에 왜곡이 발생하고 있고 우연히도 이사회는 지배주주지분율이 높은 회사에게 유리한 날짜에 합병을 승인하는 현상이 나타나고 있는 것이다.

### (2) 경영권 프리미엄의 무임승차 문제

국내 계열사 간 M&A는 상당 부분 지배주주의 경영권 강화를 위해 시도되고 있다. 하지만 현 제도 하에서 상장사간 합병은 시장가치에만 기초하여 주식교환비율이 결정되기 때문에 계열사 간 합병을 통해 지배주주가 여타 계열사에 대한 경영권을 강화하는

3) 박경서 등(2018)에 따르면 합병공시 2개월 이전부터 공시 하루 전까지의 기간 동안 계열사 간 합병기업 중 지배주주 지분율이 높은 계열사는 주가지수대비 평균 17.0%의 초과수익률을 기록하고 있으나 지배주주 지분율이 낮은 계열사는 평균 1.6%의 초과수익률을 기록하고 있으며 양자는 통계적으로 1% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 반면에 공시일 전후 (-1,+1) 기간 중 양자 간 수익률 차이는 없는 것으로 나타난다.

혜택을 갖게 되지만 아무런 경영권 프리미엄을 지불하지 않는 현상이 나타난다. 시장가치에 의해서만 합병비율을 결정하는 방식의 경우 어느 일방이 향유하게 될 경영권 프리미엄을 전혀 반영할 수 없고 이에 따라 피합병기업의 소수주주는 혜택을 볼 수 있는 기회를 상실한다는 점에서 논란의 소지가 있다. 다만 시장가치 이외에 순자산가치 등에 의해 주식교환비율을 결정할 수 있을 경우 단순히 지배주주지분율이 더 높은 기업의 주주들이 시장가치기준의 경우보다 더 높은 가격을 지불해야 적정한지에 대해 논란이 있을 수 있다. 즉, 경영권강화에 따른 혜택은 주로 지배주주만이 향유하지만 이를 위한 비용은 지배주주가 더 많은 지분을 가진 회사의 전체주주가 부담하기 때문이다. 이는 결국 지배주주의 경영권 강화와 경제적 이해가 개입되어 있는 계열사 간 합병에 대해서는 지배주주와 소수주주간 이해상충문제를 해결하기 위해 매우 엄격한 공정성 기준(fairness test)이 적용되어야 할 필요가 있음을 시사한다.

### (3) 해외 사례

외국의 경우 상장 여부와 상관없이 기업 간 M&A에 있어 시장가치뿐만 아니라 순자산가치 등 공정가치를 적용하고 있다. 또한 기업 간 M&A에 있어 지배주주의 이해관계가 개입되었을 경우 합병이사회는 공정성기준을 충족해야 할 의무를 갖는다. 영국의 합병관련 규정인 'UK City Code on Takeovers and Mergers'나 EU의 합병관련 지침인 European Takeover Directive도 모든 주주 간 형평성과 가격의 공정성을 강조하고 있다. 또한 관련 소송 등에 있어 합병 시 시장가치가 인정되는 전제조건은 주가가 회사의 가치를 적절히 반영하며 특정인에 의한 조작 등의 문제가 없어야 한다는 것이며 그렇지 않을 경우 순자산가치 등의 적용을 요구하고 있다.

참고로 선진국에도 기업집단(conglomerate)이 존재하고 이의 자회사간 합병 등이 발생하는데 국내 기업집단과의 근본적인 차이는 그 소유구조에 있어 상장 지주회사가 비상장 자회사를 100% 가까이 소유하는 형태라는 것이다. 즉, 지주회사(holding company)만이 상장되어 있고 나머지 계열사들은 비상장사로 남아 있는 것이 선진국 기업집단의 주된 형태이다. 따라서 선진국의 경우 지배주주일가는 자신의 자금으로 지주회사의 지분을 추가로 매입하지 않는 한 경영권을 강화할 수 없는 상황이다. 반면에 국내 대규모기업집단은 계열사의 상당수가 소수주주가 존재하는 상장사이다. 이에 따라 대규모기업집단의 지배주주들은 상대적으로 적은 자금으로 큰 규모의 자산에 대한 절대적 경영권을 행사하는 혜택을 누리게 된다. 지배주주가 낮은 지분보유를 통해 대규모 자산에 대한 절대적 통제권을 갖고 경영능력에 상관없이 경영권을 유지할 수 있는 상황은 여타 주주와 이해상충이 발생하는 주된 배경이며 계열사 간 합병과정에서 발생하는 이해

상충의 문제가 대표적 사례이다 (Grossman and Hart(1988), Harris and Raviv(1989), La Porta et al.(1999)).

#### (4) 제도개선방안

동일 기업집단에 소속된 상장기업 간 합병의 경우 주식교환비율의 결정시 시장가치 뿐만 아니라 순자산가치 등을 고려할 수 있도록 제도개선을 검토할 필요가 있다. 다만 순자산가치의 추정은 보다 주관적 판단이 개입된다는 점에서 오히려 지배주주나 경영진이 새로운 제도를 악용할 가능성이 증가한다. 따라서 계열사 간 합병 시 순자산가치 등의 추정에 있어서는 경영진으로부터 독립적인 특별위원회가 외부의 독립적인 기관으로부터 자문을 받도록 이사회 소위원회의 기능보완과 절차상 공정성의 확보가 수반되어야 할 것이다. 특히 지배주주일가 등의 지분이 포함된 계열사 간 합병의 경우 이들로부터 독립적인 특별위원회에서 합병조건의 공정성을 확인하고 공정가치의견서(fairness opinion)를 구하도록 제도를 보완할 필요가 있다.

또한 합병승인을 위한 주주총회의 개최방식에 있어 지배주주일가와 이들의 영향력 하에 있는 계열사 지분을 제외한 소수주주만이 참여한 주주총회에서 동 안건을 처리하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 합병조건에 불만을 가진 소수주주들에 의해 민사소송이 제기될 경우 위의 조건들을 충족하지 못하면 합병조건이 적정하였다는 입증책임을 경영진에게 부과하는 것도 필요하다.

### 3. 경영권 분쟁 하에서의 자사주 매각

#### (1) 배경

국내 기업의 경영권 분쟁 하에서 제기되고 있는 또 다른 이슈는 자사주 매각의 정당성에 관한 것이다. 관련하여 국내 상법은 회사가 자기주식의 처분방법을 정관에서 정할 수 있고, 정관에 관련규정이 없을 경우 이사회가 결정할 수 있는 것으로 정하고 있다.<sup>4)</sup> 또한 판례상 국내 법원은 독립적 법인격을 가진 회사가 보유한 자산에 대한 소유권행사의 형태로 M&A하에서 자사주 매각을 인정하고 신주발행의 법리를 적용할 수 없다는 판단 하에 신주인수권 침해는 없다고 판단하고 있다.<sup>5)</sup>

하지만 회사가 보유하고 있던 자사주를 매각할 경우 회사에 현금이 유입되고 자사주를 매입한 투자자는 의결권을 보유하게 되는 등 이는 유상증자와 동일한 재무적 효과를

4) 상법 제342(자기주식의 처분)

5) 수원지법 성남지원 2007.1.30. 2007키합30 참조

갖는데 이와 달리 자사주 매각에는 아무런 제한이 없어 소수주주의 주주권이 손상될 가능성이 발생한다. 흥미롭게도 국내 법원은 경영권 방어를 목적으로 신주를 발행하여 특정인에게 매각할 경우는 기존 주주의 신주인수권이 침해된다는 모순적인 판례를 보이고 있다.<sup>6)</sup>

이와 관련하여 최근 국내 상장기업의 자사주 매입이 상당히 증가한 바 있는데 이의 배경으로 적대적 M&A에 대한 방어 목적이 있을 것으로 추정된다. 또한 자사주 매입은 자기자본의 감소를 가져오므로 부채비율이 높은 기업은 경영권 분쟁시 자사주 매각이라는 수단을 사용하기가 부담스러운데 이를 극복하기 위해 유상증자를 한 후 자사주를 매입하는 경우도 가능하다. 다만 이는 경영진의 경영권 방어를 위해 여타 주주에게는 불필요한 비용을 유발한다는 점에서 기업가치를 훼손하는 대리인 문제의 한 유형이 될 수 있다.

### (2) 자사주 매각의 배임 가능성

경영권분쟁 하에서 우호적 세력에 대한 자사주 매각은 기존 경영진이 상대적으로 무능력함에도 불구하고 경영권 방어의 혜택을 볼 수 있다는 점에서 이해상충의 가능성이 내재되어 있다. 즉, 자사주 매각을 통한 경영권 방어와 참호구축현상(entrenchment)으로 인해 기업가치의 하락이 발생할 경우 여타 주주가 손해를 보는 것이다. 특히 자사주 매각 과정에서 자사주를 기업가치에 비해 저평가된 가격으로 매각할 경우 주주권뿐만 아니라 주주가치의 희석화 문제가 발생한다.

이에 따라 관련 연구에서는 정관상 특별한 규정이나 주주의 동의 없이 자기주식을 제3자에게 처분하는 행위는 이사의 선관의무 위반이라는 주장이 제기되고 있으며 (안성포(2011), 윤승영(2015) 등), 기존 주주들이 회사에 대하여 가지던 비례적 지위에도 침해가 발생하는 문제도 있다고 지적하고 있다(최완진(2011)).

자사주를 매입하는 기업의 이사회도 배임의 가능성이 제기된다. 백기사(white knight)가 되기 위한 주식매수가 매수기업의 가치를 제고하는지 여부에 대한 판단이 적절한 절차를 통해 이루어지는가에 대한 논란이 제기될 수 있다. 자사주 거래가 단순히 자사주 매각기업과 매수기업의 경영진간 상호 참호구축을 위한 협력적 행위라면 소수주주와의 이해상충 가능성이 발생하는 것이다.

### (3) 해외 사례

영국의 경우 회사법은 자기주식의 처분도 주주의 신주인수권 대상이 되는 것으로 규정함으로써 자사주 매각을 제한하고 있다 (영국 2006 회사법 제560조 2항). 또한 'UK

6) 서울 서부지법 2006.3.24. 2006카합393, 대법원 2009.1.30. 2008다50776 등 참조

City Code on Takeovers and Mergers'는 M&A상황 하에서 주주가치를 훼손할 수 있는 어떠한 방어 행위도 원칙적으로 금지하고 있다. 유럽의 대륙국가들도 유사한 법제도를 적용하고 있다. 독일의 경우 주식법은 자기주식의 취득과 처분은 주주평등의 원칙에 따를 것을 요구하고 있으며, 제3자 배정 시 신주의 제3자 배정 관련 규정을 준용토록 규정하고 있다.<sup>7)</sup> 일본도 자기주식의 처분에 신주발행과 동일한 절차를 요구하고 있다(윤승영(2015)).<sup>8)</sup>

자사주 매각에 대한 별다른 제약이 없는 유일한 국가는 미국이다. 하지만 이는 근본적으로 이사회가 주주가치보호를 위해 최선인 경우로 판단될 경우에만 자사주매각을 진행하고 그렇지 않은 경우 민사소송이 제기될 수 있는 시장규율기능이 작동하는 국가라는 점에서 국내와는 법적 환경에 커다란 차이가 있다(Ayres(1990)).

#### (4) 개선방안

자사주 매각 시 현금이 유입되어 자기자본이 증가하고 이의 의결권이 부활된다는 점에서 기존 주주의 배당권과 의결권이 희석되는 문제가 발생한다. 이러한 이유로 유상증자의 경우 특정한 조건하에서만 특정 투자자에게 주식을 매각할 수 있고 그렇지 않은 경우 기존의 지분율에 비례한 주주배정방식을 택하게 되어 있다.<sup>9)</sup>

한편, 자사주 매입 시 이에 응하지 않는 주주들의 지분율이 증가하였다가 자사주 매각 시 다시 이들의 지분율이 원래 수준으로 회복되므로 주주권의 희석은 발생하지 않는다는 판례가 존재한다.<sup>10)</sup> 즉, 회사의 자사주 매입으로 주주들은 일시적으로 의결권이 증가하는 혜택을 보았다는 것이다. 하지만 자사주 매입과 매각의 사이 기간 중에 동 회사의 주식을 매입한 주주도 존재한다는 점에서 회사가 자사주를 매각할 경우 이들의 지분율은 희석되는 결과가 발생한다. 심지어 자사주 매입 이전에 동 회사의 주식을 보유하고 있던 주주들도 자사주 매입 후 계속 주식을 보유하기로 한 의사결정을 할 때 자신의 지분율이 증가할 것을 고려하였을 것이다. 기존주주와 새로이 주식을 매입한 주주를 구분하는 것이 어렵고 자사주 매입의 효과가 이미 잔존 주주들의 의사결정에 영향을 미쳤다는 점에서 위의 주장은 적절치 않다.

무엇보다도 자사주 매각의 동기측면에서 일상적인 경영상황에서의 유상증자와는 중요한 차이를 갖는다. 즉, 우호적인 세력에 대한 자사주 매각은 기존 지배주주나 경영진

7) 독일 주식법 제71조 제1항 제8호3문 및 5문

8) 일본 회사법 제 199조

9) 상법 제418조 제1항 및 제2항

10) 서울중앙지방법원 2012.1.17. 자 2012카합23.

의 경영권 방어효과를 갖는다는 점에서 경영진과 여타주주 간 이해상충이 발생할 수 있는 상황이다. 따라서 경영권분쟁 하에서 이사회에는 자사주의 매각에 있어 보다 신중한 선관의무, 특히 충실의무가 적용될 필요가 있다. 하지만 미국 등과 달리 국내 기업의 이사회에 주주에 대한 충실의무가 적용되는지 그 여부에 대한 법적 논란이 있고, 현실적으로도 국내기업의 이사회가 지배주주 또는 경영진으로부터 독립적이지 못하다는 점에서 이사회에 많은 재량권을 부여한 미국식 제도를 적용하고 있는 현실은 적절치 못하다.

보다 거시적으로 자사주의 임의적인 매각을 허용할지 여부는 기존 경영진의 경영권을 중시할 것인가 아니면 소수주주권의 주주권을 더 중요시 하는 가에 대한 판단이 개입되어 있다. 과거 국내 관련법과 제도는 기존 경영진의 경영권을 보다 중요시 한 바 있다. 이는 잠재적 사업가에게 창업을 유도하여 경제성장에 기여하는 효과를 갖는다는 점에서 분명히 장점이 있다. 하지만 국내 경영권 시장은 기존 경영진이 아무리 무능하고 비도덕적이어도 주주가치가 완전히 잠식되고 회사가 부도상태가 되지 않는 한 경영권 교체가 발생하지 않는 문제를 갖고 있다. 이는 자원의 효율적 배분측면에서 매우 열등한 구조인바 국가경제의 자원배분에 있어 우리가 갖고 있는 매우 치명적인 약점이기도 하다.

우리 경제가 과거의 고도성장기와 달리 저성장구조가 고착화되어가고 있는 상황, 창업경영자가 은퇴하고 온실 속에서 자란 2, 3세 경영자가 사회적으로 물의를 일으키는 행동을 하는 가운데 별다른 검증도 없이 경영권을 상속하는 상황, 대규모기업집단이 한국경제 내에서 독과점적 위치를 갖고 있어 새로운 사업과 창업에 걸림돌이 될 수도 있다는 점, 소득불평등과 계층 간 갈등이 심각한 사회적 문제로 대두되고 있는 상황 등을 고려할 때 기존 경영진의 경영권을 무조건 보호하는 정책의 타당성은 재검토되어야 할 때가 되었다.

결론적으로 자사주 매각이 유상증자와 동일한 재무적 효과를 갖고, 지배주주나 경영진을 제외한 여타 주주의 주주권을 심각하게 손상한다는 점에서 유상증자의 경우와 동일하게 자사주 처분 시 모든 주주가 인수권을 갖는 것으로 제도를 개편할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 자금의 부족 등으로 이에 참여하지 못하는 소수주주가 다수 발생할 수 있다는 점에서 경영권분쟁 하에서의 자사주 매각은 여전히 지배주주나 경영진의 이해와 소수주주의 이해가 상충되는 상황이다. 따라서 선진국에서와 같이 자사주 매입 시 이의 매입목적을 투명하게 밝히고 이를 달성한 경우 즉시 소각을 하는 관행이 자리 잡을 필요가 있다.

## 4. 주식매수청구 시 가격결정방법

### (1) 현황과 문제점

현행 국내법은 합병에 반대하는 주주에 대해 주식매수청구권(appraisal right)을 부여하고 있다.<sup>11)</sup> 주총의 합병결의에 반대하는 주주가 주총 이전에 회사에 서면으로 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우 주총결의 후 20일 이내에 회사에 주식의 매수를 청구할 수 있으며 회사는 매수청구기간이 종료하는 날로부터 1개월 이내에 해당주식을 매수할 의무가 발생한다. 또한 2011년 개정 상법 제360조의 25는 공개매수제도 하에서 '소수주주의 주식매수청구권제도'를 도입하여 95% 이상의 지분을 보유한 지배주주에 대해 매수의무를 부여하고 있기도 하다.

문제는 국내의 경우 주식매수청구권이 행사된 상장주식의 매수가격결정에 있어서 시장가치를 적용한다는 것이다. 관련법에 따르면 상장주식의 경우 주식매수청구에 따른 회사의 매수가격은 과거 2개월, 1개월 및 1주일간 거래량가중평균가격의 산술평균가격으로 결정토록 되어 있다.<sup>12)</sup> 따라서 앞에서 논의한 합병 시 주식교환비율 결정에서와 마찬가지로 합병시점의 선택 등에 있어 지배주주나 경영진의 이해가 소수주주와 상충될 수 있고, 사전적으로 시장가격이 왜곡되었을 가능성이 항상 존재하기 때문에 시장가치만에 의한 주식매수가격결정은 논란의 대상이 되어왔다(양기진(2012), 김재범(2013), 엄세용(2013) 등 참조)

참고로, 주식시장에서 보유주식의 매각이 가능한 상황(market-out exception)에서 합병이나 영업양수도 등에 반대하는 소수주주에게 주식매수청구권을 인정할지 여부는 한때 논란의 대상이었다. 하지만 다음의 상황을 고려하여 각국은 주식매수청구권을 인정하는 것이 추세인데 이의 배경은 다음과 같다(Model Business Corporation Act(1993) 및 엄세용(2013) 등).<sup>13)</sup>

첫째, 정보비대칭과 불완전성하에서 현재의 가격이 회사의 가치를 충실히 반영하지 않을 가능성이 있다. 둘째, 보유주식의 규모가 클 경우 매각 시 할인가격에 매각해야 하는 손실의 가능성이 있다. 셋째, 시장가격이 합병 등의 정보를 이미 반영하여 저평가되었을 가능성이 있다.

이와 관련하여 국내 판례를 살펴보면 2011년 두산산업개발(현 두산건설)과 두산건설(주)간 합병 시 1심법원은 순자산가치, 수익가치, 시장가치를 2:1:1의 비율로 인정하고

11) 상법 제522조의3 제2항 및 자본시장법 제165조의5 제1항

12) 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항

13) 1858년 미국 펜실베이니아 주대법원이 최초로 이를 인정한 바 있다. (Lauman vs. Lebanon Valley R. 사건)

고등법원은 순자산가치와 시장가치를 인정한 반면에 대법원은 가격조작이나 거래계약으로 인해 시장주가가 현저히 왜곡되었다는 특별한 사정이 없다는 근거로 시장가치만을 인정하고 이와 관련한 입증책임을 원고에게 부과한 바 있다.<sup>14)</sup>

입증책임의 귀속에 관한 국내 법원의 관점은 유사한 사건에 있어 경영진에게 입증책임을 부과하는 선진국의 경우와 극히 대비되는 시각이다 (양기진(2011)). 외국에서 경영진에 대해 입증책임을 부여하는 이유는 내부자인 경영진이 보다 많은 정보를 보유하고 있고, 경영진은 좋거나 나쁜 경영관련 정보의 공시여부에 선택권을 보유하며, 회사의 행위에 반대하는 소수주주의 보호라는 입법취지 등을 고려한 결과이다. 반면에 국내의 경우 선진국과 달리 증거개시(discovery)제도가 도입되지 않은 상황으로, 회사가치의 판단에 도움이 될 내부정보에 대한 접근권이 없는 외부주주의 경우 시장가치의 부당성 여부를 증명하기란 매우 어려운 상황임에도 불구하고 원고인 소수주주에게 입증책임을 부여하고 있다.

국내의 M&A와 관련된 지배구조상 특성도 논란의 배경으로 작용하고 있다. 즉, 국내 M&A의 상당수가 계열사 간 합병이고, 지배주주일가의 합병 양사에 대한 지분율간 차이가 크며, 이사회 합병결의 이전에 합병관련정보가 주가에 반영되는 현상은 단순히 시장가치에 의한 주식매수제도가 상당한 문제가 있을 수 있음을 시사한다.<sup>15)</sup> (앞 절의 ‘합병교환비율에 관한 논의’ 참조)

## (2) 개선방안

국내 계열사 간 M&A의 경우 지배주주가 관련되어 사전적으로 주가가 반응하는 상황, 이사회 M&A시점 선택 시 개재될 수 있는 이해상충문제, 지배주주에게 유리하도록 주가를 왜곡할 가능성 등을 고려할 때 주식매수청구에 대한 가격결정방식은 시장가치 이외에 순자산가치 등 공정가치를 고려하는 방식으로 보완될 필요가 있다. 특히 지배주주 등 M&A 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주체가 관련되어 있을 경우 민사소송에서 시장가치가 공정한 가격(fair price)이라는 입증책임을 경영진에게 부여할 필요가 있다.

14) 대법원 2011.10.13. 자2008마264

15) 2016년 5월 30일 서울고등법원은 삼성물산과 제일모직 간 합병에 반대하며 주식의 매수를 청구한 주주들의 주식 매수가격을 관련법에 따라 시장가치에 기초하여 회사가 정한 가격에서 상향조정하는 결정을 내린 바 있다. 이는 합병일 이전부터 시장에 합병설이 만연하였고, 삼성물산이 의도적으로 주가를 낮게 유지하기 위해 회사관련 호재성 정보의 공시를 의로 지연하였다는 사실 등 시장가치의 단순한 적용이 적절치 않음을 감안한 결정이었다. (서울고등법원 2016.5.30. 2016라20189)

## 5. M&A 시 이사회 의 선관의무

### (1) 현황

국내 상장기업의 이사회는 M&A와 같이 주주가치에 결정적 영향을 미치는 사안에 대해 독립적이고 전문적인 판단이 어려운 상황이다. 통상 관련 안건이 이사회에 보고되는 시점이 이사회 직전인 경우가 많으며, 기업가치분석 등의 전문성을 갖춘 사외이사가 많지 않고, 이를 보완하기 위해 외부 독립적인 자문기관의 공정의견(fairness opinion)을 참고하는 관행도 미비하기 때문이다. 특히 지배주주 등의 이해관계가 개입된 M&A 거래에 있어서 이를 결정하는 이사회 의 독립성은 심각하게 문제가 되고 있으며, 제3자에 대한 자사주 매각 등에 있어서도 이러한 행위가 진정으로 회사가치에 도움이 되는지 아니면 단순히 경영진의 경영권 방어를 위한 것인지 등 이해상충문제에 대한 판단도 미흡하다. 또한 공개매수제외가 발생했을 때 매수대상회사의 이사회는 별다른 공시의무가 없고 회사가 자율공시를 할 수 있다.<sup>16)</sup>

선진국에 있어서도 이사회 의 선관의무가 충실히 이행되지 못할 경우가 있다. 하지만 이는 주주소송을 통해 민사적으로 관련 이사에 대한 엄격한 처벌이 부과됨으로써 사전적으로 기업경영진이나 이사들은 선관의무의 이행에 매우 민감하게 대응하고 있다. 반면에 국내에서는 사법제도의 특성상 M&A 과정에 있어 M&A와 관련한 이사의 선관의무 불이행에 대한 처벌사례가 거의 전무하며 특히 사외이사에 대해서는 처벌사례가 관찰되지 않는 실정이다. 결국 지배주주 또는 경영진에게는 유리하나 소수주주에게는 불리한 M&A 관련 의사결정이 신중한 판단 없이 진행될 가능성이 매우 높다.

### (2) 해외 사례

선진국의 M&A 관련제도가 다양함에도 불구하고 소수주주권이 보호될 수 있는 가장 주된 배경은 이를 결정하는 매수대상회사 이사회가 주주가치 보호를 위해 회사 및 주주에 대한 선관의무를 충실히 이행하기 때문이다. 경영권 분쟁이 발생한 순간부터 최종 결정이 내려지기까지 이사회는 이와 관련된 충분한 정보를 주주들에게 제공하고, 독립적이고 전문적인 판단을 통해 주주가치를 극대화할 수 있는 방안을 모색하는 관행을 유지하고 있다. 만약 사후적으로 민사소송이 발생하여 이사회가 특정 지배주주 또는 자신의 이익을 위하여 M&A를 진행하였다는 의심이 발생할 경우 이의 검토과정에서의 객관성과 공정성을 확보하지 못하면 선량한 관리자로서의 입증책임을 갖게 되기 때문이다.

16) '공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행인은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다'(「자본시장법 제138조제1항」)

외국의 경우 상장기업의 이사회는 공개매수제의 등이 발생했을 경우 이에 대한 찬성/반대 의견을 반드시 표명하고 공시할 의무가 있다 (영국의 City Code). 동시에 M&A의 조건이 주주에게 적절하다는 것을 보장하기 위해 가능한 모든 매각방안과 기회를 검토하고 최선의 대안을 제시할 선관의무를 부담한다. 미국의 경우 허용되고 있는 우호세력에 대한 자사주매각 등과 같이 현 경영진의 경영권 방어에 도움이 되는 전략을 사용하는 경우에도 과연 이러한 방어행위가 주주가치에도 도움이 될 것인가에 대한 치열한 검토 의무를 부담한다.

### (3) 개선방안

M&A 과정에서 이사회의 선관의무를 보다 폭넓게 적용할 필요가 있다. 이를 위해서는 M&A 절차나 가격조건 등의 부적절성에 대한 주주소송이 발생할 경우 이사회가 입증책임을 부담하도록 사법부의 법적용상 관점의 변화가 필요하다. 예를 들어 미국 델라웨어주(州)에서와 유사하게 합병승인과 가격조건 등이 지배주주나 경영진으로부터 독립적인 위원회에 의해 결정되고, 지배주주와 이의 특수관계인이 참여하지 않는 주주총회에서 합병이 승인되지 않는 등 공정성기준(fairness test)을 충족하지 못하는 경우 이의 입증책임을 피고인 경영진에 부과하는 것이다. 또한 M&A조건의 공정성을 검토할 전문적이고 독립적인 외부 자문(competent independent advise)을 의무화하는 방안도 도입한다.

## III. 결론

본 연구는 과거 국내기업 간 M&A에서 관찰된 현상과 관련제도에 대한 검토 및 외국 제도에 대한 비교분석을 통해 국내 M&A제도의 개선방향을 제시하고 있다. 국내기업에 있어 자본시장 주도의 사전적 구조조정을 위한 규율형 M&A가 활성화되지 못하고 있는 주요한 배경은 소수주주권 보호의 취약성에 있다는 관점 하에 이를 강화하는 방향으로 제도개선방안을 검토하였다. 무엇보다도 국내 M&A 관련제도가 소수주주권의 보호관점에서 절대 다수 선진국의 제도나 현실과 동떨어져 있다는 점에서 시급한 제도개선방안의 모색이 시급하다.

주요 제도개선 방안으로는 첫째, 기업인수합병에 있어 지배주주 지분뿐만 아니라 소수주주지분을 일정부분 인수해야 하는 의무공개매수제도를 도입하며, 둘째, 주식교환

에 의한 합병 및 합병반대 주식매수권청구 시 가격결정방식을 기존의 시장가치에 의한 방법에 추가하여 순자산가치나 미래가치 등을 활용하고, 셋째, 자사주매각 시 유상증자와 동일하게 주식인수권을 모든 주주에게 부여하는 방안, 넷째, 합병이사회의 선관의무 강화 등을 위한 제도보완을 제안하고 있다. 보다 근본적으로는 일감몰아주기 등을 통한 지배주주의 사적이익추구를 최소화함으로써 M&A의 장애물이 되는 과도한 경영권 프리미엄의 수준을 낮출 필요가 있다. 또한 지배주주의 사적이익추구의 주된 배경이 되고 있는 계열사 간 지배주주 지분율의 차이도 장기적으로 해결해야 할 과제이다.

본 연구에서 제시된 제도개선 방안들은 분명 그 장점과 단점을 가질 것이다. 어떤 제도가 더 나은가에 대한 판단에 있어서는 기본적으로 국내 기업의 경쟁력 강화와 기업가치제고를 위해 기존 지배주주의 경영권을 보호하는 것이 더 중요한지 아니면 보다 많은 지분을 보유하고 있는 소수주주의 주주권을 보호하는 것이 더 중요한지에 대한 판단이 필요하다. 이는 또한 과거 경영능력을 증명한 창업세대를 보호하던 지배구조정책이 과연 그 능력과 도덕성이 의문시되는 3, 4세대의 후계자에게도 적용될 수 있는가에 대한 판단의 문제이기도 하다. 무능한 경영으로 인한 경영실패가 진행되고 있는 기업에서조차 기존 경영진의 경영권을 보호해야 할 정당성은 매우 취약한 것으로 판단한다. 특히 지배주주의 경영권 보호에 우호적인 국내의 법제도와 사적혜택에 기인한 높은 경영권 프리미엄 형성이 규율형 M&A의 부재를 가져오는 주된 배경이었다는 점에서 제도개선이 필요하다.

그동안 한국경제가 성장해 오는 과정에서 용인해 왔던 일부 지배주주일가의 부당한 경영행태는 기업인에 대한 신뢰하락을 가져옴으로써 기업의 경영자율성을 확보하기 위해 필요한 규제완화에 중대한 걸림돌로 작용하고 있다. 본 보고서가 이에 관한 학술적 논의를 촉발하는 발제적 연구로서 그 의의를 갖기를 기대한다.

## 〈참고문헌〉

- 김석봉, “경영권프리미엄과 소수주주 보호”, 재무관리연구, 제32권 제3호(2015), pp.203-226
- 김재범, “M&A와 주식매수청구권에 관련된 문제점”, 상사법연구, 제32권 제2호(2013), pp.53-83
- 박경서, 정찬식, 김선민, “투자자는 이번 여름에 지배주주가 할 일을 알고 있다: 계열사 간 합병과 주주 간 이해상충문제”, 한국증권학회지 47권 5호, 2018
- 안성포, “자기주식취득의 허용에 따른 법적 쟁점”, 상사법연구, 제30권 제2호(2011), pp.73-104
- 양기진, “반대주주의 주식매수청구권에 관한 연구”, 기업법연구, 제26권 제1호(2012), pp.185-219
- 엄세용, “주식매수청구권 법제비교 및 개선방향연구”, 증권법연구, 제14권 제2호(2013), pp.165-205
- 윤승영, “경영권분쟁과 자기주식의 제3자에 대한 처분”, CGS Report, 제5권 5호(2015)
- 이상훈 “삼성물산합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향”, 한국상사법학회 2015년 추계공동학술대회
- 정운모, “주요국의 M&A규제 비교검토 및 한국제도의 발전방향”, 자본시장연구원 2006년 세미나
- 최완진, 「기업지배구조법 강의」, 한국외국어대학교 출판부, 2011.
- Adolph, A. and J. Berle, 1958, Control in corporate law, Columbia Law Reviews 58, pp.1212-1225
- Ayres, Ian, 1990, Analyzing stock lock-ups: Do target treasury sales foreclose or facilitate takeover auctions?, Columbia Law Review 90, pp.682-718
- Bebchuk, Lucian, 1994, Efficient and inefficient sales of corporate control, Quarterly Journal of Economics, Vol.109, pp.957-993
- Grossman and Hart, 1981, The allocational role of takeover bids" The Journal of Finance 36, pp.253-270
- Jensen, Michael and Richard Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, Journal of Financial Economics 11, pp.5-50
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2002, Investor protection and corporate valuation, Journal of Finance 57, pp.1147-1170

# 경영권 방어 전략의 현황과 분석

연구논단 II

신진영 | 연세대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

기업의 인수·합병(merger and acquisition: M&A)은 대상 기업의 자산이나 주식을 취득하여 경영권을 확보하는 인수와 두 개 이상의 기업이 결합하여 법률적으로 하나의 기업이 되는 합병을 의미한다.<sup>1)</sup> 최근에는 기업 경영의 의사결정에 대한 권한을 가진 경영권<sup>2)</sup>의 변화를 가져오는 일체의 행위를 포괄하는 것으로 의미가 확장되고 있으며 이를 기업지배권 시장(market for corporate control)으로 부르기도 한다.

인수 기업 입장에서 M&A는 외부 투자로서 기업의 사업 규모와 영역을 확대할 뿐만 아니라 전반적인 사업 전략을 전환하는 것을 가능하게 하는 기능을 한다. M&A는 또한 경제 내의 자원의 재배치가 효율적으로 이루어질 수 있도록 기능하며 다수의 연구들은 인수 및 피인수 기업 주주들의 부를 전반적으로 증가시키는 것을 보이고 있다. 기업지배구조 측면에서 볼 때 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제를 제어하고 이들에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단(external corporate governance mechanism)이다.<sup>3)</sup>

M&A가 인수와 피인수 기업 경영진 간에 동의를 통해 이루어질 경우 이를 우호적 인수·합병(friendly takeover)이라 하면 반면에 인수 기업이 피인수 대상 기업 경영진의 의사를 묻지 않거나 이들의 의사에 반하여 진행되는 M&A는 적대적 인수·합병

1) NAVER NEW 경제용어사전 M&A 정의에서 인용

2) 경영권 방어에 대한 국내 논의에 있어 경영권 '보호'라는 용어가 혼재되어 사용되고 있다. 주진형 “연금사회주의, 원조는 미국이다” (한겨레 2019.1.29.)에서 지적한 바와 같이 경영권은 참정권, 재산권 등과 같이 법률이 보장하는 이익과는 다른 개념으로서 기업에 대한 지배권, 즉 기업 경영에 대한 의사결정권을 확보하고 있는지의 여부라 할 수 있다.

3) M&A의 경제적 효과에 대한 기존 연구는 Mulherin, Netter and Poulson(2017)의 서베이 논문 참조.

(hostile takeover)으로 분류한다.<sup>4)</sup> 적대적 인수·합병은 공개매수(tender offer), 위임장 경쟁(proxy fight) 등을 통해 이루어지는데 인수기업의 종국적 목적은 충분한 우호 지분을 확보하여 피인수 기업의 기존 이사회와 경영진을 자신들이 지명한 혹은 우호적인 인사들로 교체하여 경영권을 장악하는 것이라 할 수 있다.

적대적 M&A 시도는 1980년 대 미국에서 M&A 거래가 급증하면서 동시에 증가하기 시작하였고 인수 기업과 피인수 대상 기업들 간의 기업지배권 시장에서의 치열한 경쟁이 유발되었다. 피인수 대상 기업들은 적대적 M&A 시도에 맞서 투자은행과 법무법인의 자문을 받아 다양한 방어전략을 개발하고 적용하게 되었고 이에 따라 현재의 다양한 경영권 방어전략들(anti-takeover defense)이 정착되는 계기가 되었다. 현재 미국 기업들의 대부분은 경영권 방어전략을 보유하고 있는데 Bebchuk, Cohen and Ferrell(2009)에 따르면 2000년대 초반 분석 대상인 1,500개 안팎의 기업들 중 주요 경영권 방어전략 6개 중 1개도 보유하지 않은 기업의 비율은 10% 정도에 머무르고 있다.<sup>5)</sup>

경영권 방어전략은 법조계, 학계, 정책 당국자 사이에 많은 논란을 불러일으키고 있다. M&A가 지닌 경제적 유용성과 효율성에도 불구하고 이를 저지하려는 경영진의 시도가 과연 법적 정당성을 지니며 주주를 비롯한 이해당사자들에게 이익이 되는지에 대해서는 현재까지도 다양한 논의가 진행되고 있다. 특히 M&A 이후 기업의 구조조정을 통해 일자리가 줄어들고 기업의 규모가 축소될 경우 지역 경제에 미치는 영향이 심대하므로 경영권 방어는 단순한 기업 간의 문제가 아니라 정치적, 사회적 이슈로까지 번지고 있다.

특히 M&A 거래가 미국 등 선진국을 벗어나 신흥시장으로 확대됨에 따라 경영권 방어와 관련된 논의는 이제 각국의 법률, 규제, 경제 환경에 따라 다양한 양상으로 전개되고 있다. 우리나라의 경우 선진국과 달리 적대적 M&A는 매우 드문 편이나 소버린펀드(Sovereign Fund)의 SK 그룹 경영권 장악을 위한 위임장 경쟁, 엘리엇(Elliott)의 삼성물산과 제일모직 합병 저지 시도 이후 외국 기업에 의한 국내 기업 대상 적대적 M&A 우려가 증가하고 있고 재계를 중심으로 경영권 방어전략의 도입을 촉구하는 요구가 커지고 있다.

본 연구는 경영권 방어에 대한 이해와 향후 경영권 방어전략 도입에 대한 논의에 도움이 되고자 경영권 방어에 대한 기존 연구를 정리하고 현재 진행되는 경영권 방어와 관련된 국내의 경향을 소개하고자 한다. 2절에서는 다양한 경영권 방어전략을 소개하고

4) M&A 과정에 있어 우호적인지 적대적인지 여부가 명확하지 않은 경우도 다수 존재한다. M&A는 인수와 피인수 기업 간의 치열한 협상의 결과로 성사되므로 이 과정에서 표면적으로 드러나는 과정과 실제 마후에서의 협상이 다르기 때문이다.

5) 이들 연구에 대한 논의는 3절 참조

3절에서는 경영권 방어가 M&A 활동과 기업가치에 미치는 다양한 영향에 대한 기존 연구를 정리한다. 4절에서는 경영권 방어에 대한 해외 최근 동향을 소개하고 5절에서는 경영권 방어와 관련하여 현재 진행되고 있는 국내 논의를 정리하면서 정책 방안에 대한 제언을 하고자 한다. 마지막 절에서는 향후 연구 방향을 제시하면서 결론을 맺고자 한다.

## II. 경영권 방어전략의 종류

### 1. 예방적 방어전략

경영권 방어전략은 그 종류가 매우 다양한데 방어전략을 채택한 시기에 따라 예방적 방어전략(preventive anti-takeover defenses)과 적대적 M&A가 시도된 이후 이를 저지하는 적극적 방어전략(active anti-takeover defenses)으로 구분할 수 있다.

예방적 방어전략은 인수자의 기업인수 비용을 높이거나 소요되는 시간을 지연하고 과정을 복잡하게 하여 사전적으로 적대적 M&A 시도 가능성을 낮추는 것을 목적으로 한다. 일반적으로 정관이나 세칙에 사전적으로 명시되는데 Gompers, Ishii and Metrick(2003)<sup>6)</sup>은 정관 조항에 포함되는 방어전략과 회사가登記되어 있는 주의 법 (state laws)에 따라 아래 표와 같이 28개로 분류하고 있다.

〈표 1〉 Gompers, Ishii and Metrick(2003) 분류 예방적 방어전략

분류	방어전략
M&A 지연 (delay)	백지위임 우선주(blank check preferred stock), 시차임기제(classified board), 특별주총(special meeting), 서면동의(written consent)
경영진 보호 (protection)	보상계획(compensation plan), 임용계약(contract), 황금낙하산(golden parachute), 비용보상(indemnification), 책임면제(liability), 퇴직금(severance)
의결권(voting)	정관(charter), 세칙(bylaws) 개정 제약, 집중투표제(cumulative voting), 비밀투표(secret ballot), 초다수의결(supermajority), 의결권 제한(unequal voting)
기타	반그린메일(anti-greenmail), 등기이사 의무(directors' duties), 공정가격(fair price), 연금낙하산(pension parachute), 독약조항(poison pill) 은낙하산(silver parachute)
관련 주법(state)	반그린메일법(anti-greenmail law), 기업결합법(business combination law), 현금회법(cash-out law), 등기이사 의무(directors' duties), 공정가격법(fair price), 특별정족수법(control share acquisition law)

6) 각 조항에 대한 자세한 설명은 Gompers et al.(2003)의 부록 참조.

M&A 시도를 지연시킬 목적의 전략으로 특별주총 소집 요건을 강화하거나 주주들의 서면동의를 요구하여 합병 승인을 위한 주총 개최를 어렵게 하거나, 경영진에게 우호적인 제 3자에게 유상증자를 허용하는 백지수표 우선주 조항이 포함된다.

경영진 보호를 위한 조항은 인수·합병 과정에서 발생할 수 있는 경영진의 책임을 면제해주거나 관련 법률 비용을 보상해주는 조항을 포함한다. 황금낙하산을 포함한 경영진 보수 관련 조항들은 기업의 인수·합병이 성사되어 경영진이 퇴직할 경우 이들에게 다양한 방식으로 높은 보상을 지불하는 것을 허용하고 있다. 이들 조항은 인수자의 비용을 증가시켜 M&A 시도를 저지하는 기능이 있는 반면, 기업이 인수될 경우 퇴직하게 되어 가장 큰 손실을 보게 될 경영진이 인수·합병을 저지하려는 참호구축(entrenchment) 동기를 완화시켜 도리어 M&A가 원활하게 진행될 수 있도록 할 가능성 역시 존재하여 경영권 방어전략으로서의 효과에는 논란이 있다.

초다수의결은 의결권 관련 조항 중 가장 대표적인 것으로 인수·합병 승인을 위한 주주 찬성률을 과도하게 높게 설정하여 인수·합병이 주주총회에서 가결된 가능성을 낮추는 기능을 한다. 이 조항이 적용될 경우 기존 경영진은 낮은 비율의 인수·합병 반대 지분만으로도 M&A를 저지시킬 수 있게 된다. 의결권 제한(unequal voting)은 tenure voting이라고도 불리는데 장기간 주식을 보유한 주주에게 더 많은 의결권을 부여하거나 주식 보유 기간이 짧은 주주의 인수·합병 관련 안전에 대한 의결권 행사를 제한하는 조항으로 인수 기업의 의결권 행사를 제약하는 기능을 한다.

이외에 공정가격 조항은 인수자가 현재 주가보다 높은 가격으로 일부 지분을 매입할 경우 인수를 성사시키기 위해서는 모든 주식을 그 가격으로 매입하도록 하여 인수 비용을 높이는 기능을 한다. 등기이사의무는 인수·합병 의사결정 과정에서 경영진과 등기이사는 주주 외의 이해당사자의 이익을 모두 고려하도록 하여 단순히 높은 가격을 지불하는 인수자에게 기업을 매각하는 것을 방지한다.

## 2. 시차임기제, 독약조항, 차등의결권

예방적 방어전략 중 가장 그 효과가 크며 동시에 논란이 많은 전략으로 시차임기제와 독약조항 그리고 차등의결권을 들 수 있다. 이들 전략들이 단독 혹은 결합하여 활용될 경우 적대적 M&A는 실질적으로 실현 불가능할 수 있다.

시차임기제는 staggered board라고도 불리는데 매년 전체 등기이사 중 일부만을 선임하도록 하여 이사 전체, 혹은 적어도 과반수가 교체되는 시기를 지연시키는 기능을 한다. 예를 들어 등기이사의 임기가 3년이고 매년 1/3만이 임기가 만료될 수 있도록 시차임기제를 설정하는 한편 연 1회 개최되는 정기주총에서만 등기이사를 선임할 경우

과반수 이상이 교체되는 시기는 1년 이상이 걸리게 된다. 이 조항이 적용될 경우 인수자는 과반수 이상의 지분을 확보하여도 실제 기업의 경영권을 확보하는데 상당한 시간이 소요됨으로 인해 인수·합병의 목적을 조기에 달성하기 어려운 상황에 처하게 된다. 한편 시차임기제를 회피하기 위하여 기존 등기이사들을 임기 전에 해임하고 인수자에게 우호적인 인사로 이사회를 구성하는 것을 막기 위해 시차임기제와 더불어 이사해임의결 요건을 강화하는 조항을 같이 설정하는 것이 일반적이다.

독약조항은 경영권 방어전략 중 가장 논란이 많은 조항인 동시에 예방적 방어 효과가 역시 매우 강력하다. 흔히 독약조항은 시차임기제와 결합되어 활용되는데 이 경우 기존 경영진의 동의 없이는 실질적으로 인수·합병은 불가능하게 된다. 독약조항은 주주권리 계획(shareholder right plan)이라고도 불리고 그 종류가 다양한데 적대적 M&A가 시작되어 특정계기(triggering event)가 발생할 경우 인수자를 제외한 기존 주주들이 회사의 신주를 시가보다 현저히 낮은 가격으로 매입할 수 있는 권한을 부여하는 형태로 적용되는 것이 전형적인 형태이다. 이때 특정계기는 인수자가 일정 비율 이상의 지분을 매입한 경우가 가장 일반적이며, 독약조항이 실제 활용된다면 인수자의 지분율을 현저히 낮아지게 되어 인수 자체가 불가능하거나 비용이 매우 높아지게 된다.<sup>7)</sup>

독약조항은 1980년대 적대적 M&A가 활발히 진행되는 시기 M&A 전문 변호사인 Martin Lipton에 의해 개발되었다. 독약조항은 인수자를 포함한 주주들을 차별적으로 대우하고 주주들이 현 시가보다 높은 가격으로 주식을 매도할 기회를 막아 경영진과 이사회의 선관주의 의무(fiduciary duty)에 위반된다는 법률적인 반론이 강하게 제기되었다. 그러나 많은 수의 기업들이 등기되어있고 기업 관련 판결을 가장 신속하고 권위 있게 처리하는 Delaware 주 대법원이 경영진이 기존 주주들을 대리하여 인수·합병 관련 의사결정을 내리는데 있어 독약조항의 채택은 경영판단원칙(business judgement rule)에 어긋나지 않는다는 판결을 내림으로 인해 그 정당성을 확보하게 되었다.<sup>8)</sup> 특히 독약조항은 주주총회 의결 없이 이사회 의결만으로 언제나 설정할 수 있어 그 활용도가 매우 높은 방어전략이라 할 수 있다.<sup>9)</sup>

차등의결권(dual class shares)은 특정 주식에 대해 다른 주식들에 비해 더 많은 수의 의결권을 부여하는 제도이다. 차등의결권은 '1주 1의결권' 원칙의 예외로서 일반적으로 창업주가 보유한 주식이 다수의 의결권을 지니게 되어 기업의 지배권을 확보하게

7) 다양한 종류의 독약조항에 대한 설명과 그 발전 과정은 선우석호(2008) 참조.

8) 독약조항의 법률적 의미와 관련 판결에 대해서는 Kang(2013) 참조.

9) 독약조항이 정관에 없는 기업도 적대적 M&A 위협에 직면할 경우 언제나 채택이 가능하므로 실질적으로 모든 기업이 독약조항을 잠재적으로 보유하고 있다는 의미로 Shadow pill이라는 용어가 사용되기도 한다.

된다. 예를 들어 Facebook의 Mark Zuckerberg를 포함한 지배주주들이 보유한 Class B shares는 주당 10개의 의결권을 보유한 반면 일반 주주들의 Class A shares는 주당 1개의 의결권을 지니고 있다. 결과적으로 Zuckerberg 등 지배주주는 18% 지분으로 70%의 의결권을 확보하여 절대적인 기업지배권을 지니고 있다.<sup>10)</sup> 이와 같이 차등의결권은 다른 방어전략을 압도하는 절대적인 유용성을 지니고 있으며 지배주주들이 이를 통해 50% 이상의 지분율을 확보한 경우 적대적 M&A는 실질적으로 불가능하게 된다.

### 3. 적극적 방어전략

예방적 방어전략에도 불구하고 적대적 M&A가 시도될 경우 인수 대상 기업의 경영진은 다양한 방식으로 인수 시도를 저지하여 결국 인수 시도를 포기하도록 유도하는 전략을 수행하게 되는데 이를 적극적 방어전략이라 한다.<sup>11)</sup>

그린메일(greenmail)은 인수자가 이미 매입한 인수 대상 기업의 주식을 매입 가격에 프리미엄을 추가하여 재매입하는 전략이다. 일반적으로 인수자가 그린메일을 받아드릴 경우 추후 적대적 M&A를 시도하지 않겠다는 불가침협정(standstill agreement)을 동시에 맺어 향후 재발 가능성을 제거한다. 적대적 M&A를 시도하는 기업사냥꾼(corporate raider)들은 실제 기업을 인수하는 것이 종국적 목적이기보다는 단기 차익 실현을 추구하므로 그린메일은 도리어 다른 기업사냥꾼의 적대적 M&A 시도를 부추길 수 있다. 이 때문에 예방적 방어전략의 하나로 그린메일을 금지하는 조항은 단기차익을 노리는 기업사냥꾼의 시도를 저지하려는 목적으로 정관에 명시되기도 한다.

백기사(white knight)는 적대적 M&A에 직면한 기업이 현 경영진에게 우호적인 인수자를 찾아 이들이 기업을 인수하도록 하는 전략이다. 한편 백지주(white squire)는 기업 전체를 인수하는 대신 인수 대상 기업의 주요 자산이나 지분을 매입하여 적대적 M&A 시도를 무산시키는 전략이다. 이들 전략을 채택할 경우 적대적 M&A는 피할 수 있으나 기업의 경영권은 백기사 혹은 백지주 역할을 담당한 인수자에게 이전되는 결과를 가져온다.

자본구조개편(capital structure change)은 기업의 재무구조를 변경시켜 적대적 M&A에 대응하는 전략이다. 이중 자본재구축(recapitalization)은 부채로 조달한 자금

10) 차등의결권 하에서도 배당은 지분율에 비례해 배분된다. Facebook의 경우에도 Zuckerberg 등 지배주주는 총배당 중 보유지분에 해당하는 18%의 배당을 받게 된다.

11) 예방적 방어전략과 적극적 방어전략의 구분은 선우석호(2008)를 따르고 있으며 이번 절에 소개되는 다양한 방어전략에 대한 자세한 설명은 선우석호(2008) 참조.

으로 주주들에게 초과배당을 지급하고 동시에 주식증서(stock certificate) 발급하게 되는데 이를 통해 인수자의 지분이 희석되고 경영진의 지분율이 상대적으로 증가하는 효과를 거둘 수 있다. 채권 추가 발행은 부채비율을 증가시켜 인수 대상 기업의 매력을 저하시키는 효과를 지닌다. 인수자는 인수에 성공해도 과도한 부채를 감당해야 하므로 이를 회피하기 위해 인수 자체를 포기할 가능성이 높아진다. 그러나 이 전략은 초토화 전략(scorched earth defense)라 불릴 정도로 인수 대상 기업이 과도한 규모의 차입을 했을 경우 도리어 재무적 곤경(financial distress)에 처하고 파산위험에 직면할 수 있어 신중한 판단이 요구된다.

우리사주조합이나 기존 경영진 혹은 우호적인 투자자에게 제3자 배정을 통한 주식의 추가배정은 인수자의 지분율을 희석시킴으로 인해 인수를 어렵게 하는 전략이다. 이 전략의 단점은 기존 주주들의 지분율 역시 희석되고 주가가 하락한다는 점인데 인수 대상 기업이 여유 현금을 보유하고 있을 경우 자사주 매입을 통해 기존 주주에게 대한 피해 없이 유사한 효과를 거둘 수 있다.

이외에도 인수자가 관심이 가지고 있는 기업의 주요 자산(crown jewel)을 매각하여 인수 매력도를 저하시키거나 인수 과정을 문제 삼아 소송을 제기하고 극단적으로 인수 기업에 대한 적대적 M&A를 반격으로 시도하는 역매수 전략(packman defense) 등도 활용된다.

적극적 방어전략은 인수자의 인수 시도를 저지하는 효과를 지니나 그 과정에서 인수 대상 기업 자체에도 불리하게 작용할 수 있으므로 그 적용에 있어서는 매우 신중해야 한다. 실제로 과도한 적극적 방어전략의 후유증으로 재무적 곤경에 처하거나 이후 다른 기업에 의해 인수되는 경우도 적지 않게 발생한다.

### III. 경영권 방어전략에 관한 기존 연구

#### 1. 경영권 방어전략에 대한 이론적 배경

경영권 방어전략의 채택이 기업가치와 나아가 경제 내의 효율적 자원배분에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 다양한 이론적 논리가 제시되어왔다.

경영권 방어전략의 부정적인 영향은 경영진 참호구축 가설(managerial entrenchment hypothesis)에 근거하고 있다. Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영진과 주주 간에는 이해상충이 존재하며 경영진은 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 경영 관련 의사결

정을 내리게 된다. 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제(agency problem)를 제어할 수 체제가 기업지배구조이며 M&A는 경영진에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단(external corporate governance mechanism)이다. 경영권 방어전략은 이러한 외부 기업지배구조 수단인 M&A가 효율적으로 기능하는 것을 저해하여 기업가치와 경제 내의 효율적 자원배분에 부정적인 영향을 미치게 된다는 것이다.

그러나 경영권 방어전략이 기업가치를 제고한다는 반론 역시 제기되고 있다. DeAngelo and Rice(1983)은 주주들의 지분이 분산되어 있고 경영진과 주주 간에 정보의 비대칭성으로 인해 시장효율성(market efficiency)이 성립되지 않는 경우 경영권 방어전략은 M&A 거래에 있어 인수 대상 기업에 유리한 협상력을 제공하는 효율적인 수단이며 따라서 이를 통해 주주의 부를 증가시키는데 기여한다는 논리를 제기하고 있다. 이를 협상 가설(bargaining hypothesis)이라 한다. 주가가 저평가되어 있는 시기 기업은 적대적 M&A에 노출될 가능성이 높는데 Grossman and Hart(1980)가 밝힌 바와 같이 인수자는 M&A 협상 과정에서 지분이 분산되어 있는 주주들의 무임승차 문제(free rider problem)를 활용하여 일부 주주에게만 시가보다는 높으나 내재적 가치보다 낮은 가격을 지불하면서 기업을 인수할 수 있다는 것이다. 경영권 방어전략은 경영진이 주주들을 대리하여 협상력을 확보하는 것을 가능하게 하며 기업이 내재적 가치보다 저가에 매각되는 것을 방지하므로 종국적으로 기업가치 제고에 기여한다는 것이다. 협상력 가설은 이후 법원 판결에서 경영진과 이사회에 경영판단원칙을 인정하는데 주요한 논거로 활용되고 있다.

한편 Stein(1988)은 경영권 방어전략이 경영진의 단기 실적 위주의 경영의사 결정(myopic decision)에서 벗어나 장기적 관점에서 투자 결정을 내릴 수 있도록 기능하여 기업가치 제고와 효율적 자원배분에 기여한다는 장기 실적 가설(long-term benefit hypothesis)을 제기한다. 경영진과 주주 및 시장 간에 정보의 비대칭성이 존재할 때 주가는 기업의 단기 실적에 민감하게 반응하게 되는데 단기 실적 악화는 주가 하락으로 이어져 적대적 M&A를 초래할 가능성이 높아지게 된다. 이 상황에서 경영진은 적대적 M&A를 피하기 위해 단기 실적 위주의 경영 의사결정을 내리고 이는 종국적으로 기업가치를 훼손할 수 있게 되는데 경영권 방어전략은 이러한 근시안적 의사결정에서 경영진을 벗어나게 하는 유용한 기능을 한다는 것이다.<sup>12)</sup>

12) 고객이나 다른 기업과의 장기적인 제휴가 중요한 기업들의 경우 경영권 방어는 이들과의 장기적이고 안정적인 관계를 지속시켜주고 이를 통해 기업가치 제고에 기여할 수 있다. 이런 측면을 강조한 가설을 Bonding hypothesis라 하면 장기실적 가설과 연관성을 지닌다.

## 2. 경영권 방어전략에 대한 실증 연구

경영권 방어전략의 효과가 긍정적인지 부정적인지의 여부와 위의 이론적 가설의 타당성은 결국 실증적인 검증을 통해 확인하려는 것이 현재까지 다양한 관련 실증 연구(empirical studies)의 목표라 할 수 있다.<sup>13)</sup>

사건연구(event study) 방법론을 활용한 실증 연구들은 특정 경영권 방어전략의 채택 혹은 포기가 단기 주가 수익률에 미치는 영향을 분석하고 있다. DeAngelo and Rice(1983), Jarrell and Poulson(1987) 등의 연구는 통계적으로 유의미하지 않은 수준의 수익률 반응을 보고하고 있으며 그 외의 연구들 역시 일관된 결과를 보이고 있지는 않다. 그 주요한 이유로는 경영권 방어전략의 채택 혹은 포기 결정이 이루어지는 시점에 기업가치에 영향을 미치는 다른 사건이나 상황이 벌어졌을 가능성이 높으며 이러한 효과들과 경영권 방어전략의 영향이 혼재되기 때문일 것으로 추론된다.

Gompers et al.(2003)는 관련 주법 중 정관 조항과 겹치는 4개를 제외한 24개 전략에 대하여 정관 혹은 관련 주법에 명시되어 있으면 1점을 부과하는 방식으로 경영권 방어전략 지수를 개발하였다. 이를 흔히 GIM Index라고 부르는데 0은 경영권 방어전략을 전혀 채택하지 않는 것을 의미하여 지수가 증가할수록 더욱 강력한 방어전략을 사전적으로 구비하는 것으로 해석할 수 있다. 이 지수는 이후 경영권 방어전략과 관련된 연구에서 경영권 방어전략과 나아가 기업지배구조의 대용치(proxy)로 광범위하게 사용되고 있다.

Gompers et al.(2003)은 1990년 1,500개 기업을 대상으로 한 실증분석을 통해 경영권 방어전략의 최상위 강도를 지닌 기업군의 연평균 수익률은 최하위 강도를 지닌 기업군보다 9% 낮다는 결과를 보고하고 있다. Tobin's Q로 측정되는 기업가치에 있어서도 통계적으로 유의한 수준으로 경영권 방어전략은 부정적인 영향을 미치는 것을 보이고 있다. GIM index 1점 증가는 1990년 대 초에는 Tobin's Q의 2.2% 감소를 초래하는 반면 후반기에는 더욱 증가하여 11.4%에 이르고 있다. Bebchuk et al.(2009)는 GIM index 중 기업가치에 직접적인 영향을 미치는 조항은 시차임기제, 초다수의결, 황금낙하산, 독약조항, 정관과 세칙 개정 제한의 6개이며 GIM index와 같은 방식으로 이들 조항으로 구성된 E-index로 실증분석을 시행하였다. 실증분석 결과는 Gompers et al.(2003)과 유사하게 경영권 방어전략이 강할수록 기업가치에는 부정적으로 작용함을 보이고 있다. 이후 실증연구에서 E-index는 GIM index와 더불어 널리 활용되고 있다.

13) 2010년 초까지의 경영권 방어전략에 대한 연구의 서베이는 Straska and Waller(2014) 참조.

경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구의 한계점은 역인과성(reverse causality)라고도 불리는 내생성(endogeneity)에 있다. 실증분석의 초점인 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 인과성을 밝히는 것인데 기업가치가 하락한 기업들이 적대적 M&A를 방지하기 위해 경영권 방어전략을 채택할 개연성을 배제하지 못한다. 이 경우 경영권 방어전략 채택 이후의 낮은 기업가치는 경영권 방어전략에 의해 초래된 것이라기보다는 경영권 방어전략의 채택이 단순히 저평가된 기업가치를 나타내는 표면적 현상이라 추론될 수 있다.<sup>14)</sup>

Karpoff, Schonlau and Wehrly(2017)는 도구변수(instrumental variables)를 활용하여 GIM index와 E-index의 내생성 문제를 직접적으로 해결하는 분석방법을 채택하였다. 이들은 경영권 방어전략이 실제로 M&A를 저해하는지를 분석하고 있으며 그 결과는 GIM index와 E-index의 증가로 측정되는 경영권 방어의 강도가 증가할수록 M&A 가능성은 통계적으로 유의하게 감소함을 보이고 있다.<sup>15)</sup>

Field and Karpoff(2002)은 IPO 기업의 경영권 방어전략 채택이 향후 M&A 가능성과 프리미엄에 미치는 영향을 분석하여 내생성 문제의 제약을 받지 않고 경영권 방어전략의 효과를 분석하고 있다. IPO 당시 경영권 방어전략의 채택은 공모가에 부정적인 영향을 미침에도 불구하고 50% 이상의 기업들이 1개 이상의 방어전략을 지니고 상장된다. Field and Karpoff(2002)은 경영권 방어전략은 이후 M&A 가능성을 감소시키고 동시에 프리미엄에는 별다른 영향을 미치지 않음을 보임으로써 경영진 참호구축 가설을 지지하는 결과를 도출하고 있다. IPO 당시 창업주는 지배주주인 동시에 경영진인데 이들이 누리는 비금전적 이득(non-monetary benefit)을 지키기 위해 방어전략을 채택하게 되고 이는 M&A 가능성을 저하시켜 지배주주 외 다른 주주들의 부를 훼손시키게 되는 것으로 추론된다.

경영권 방어전략 중 가장 강력하면서도 많은 논란을 불러일으키는 전략은 독약조항이다. Cremers and Ferrell(2014)은 1978년부터 2006년까지의 자료를 통해 GIM index 및 E-index와 기업가치 간의 관계를 규명하고 있다. 이들은 *Moran v. Household* 판결로 독약조항의 정당성이 확보되고 많은 기업들이 이를 정관에 채택한 1985년 이후 기간에서만 GIM index 및 E-index의 증가 즉 강화된 경영권 방어전략

14) Bebchuk et al.(2009)은 경영권 방어전략 채택 이후 5년 뒤의 기업가치를 측정하여 내생성 문제를 우회적으로 해결하면서 경영권 방어전략이 지속적으로 기업가치 하락을 초래함을 보이고 있으나 직접적으로 내생성 문제를 계량경제학적으로 해결하지는 못하고 있다. 이는 Gompers et al.(2003)의 경우에도 마찬가지이다.

15) Karpoff et al.(2017)은 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향은 직접 분석하지 않으나 M&A가 인수대상 기업 주주들의 부에 미치는 긍정적인 영향을 고려할 때 M&A 가능성의 감소는 주주들의 부를 훼손시킴을 추론할 수 있다.

이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 통계적으로 유의한 수준에서 부정적 영향을 미침을 보이고 있다. 이는 주주들의 기업 지배구조와 소액주주 권리에 대한 인식이 높아지면서 발생하는 현상으로 해석하고 있다. 특히 각 index에서 독약조항을 분리하여 그 영향을 분석할 때 다른 조항을 압도하는 부정적 효과를 보임으로서 독약조항이 가장 강력한 경영권 방어전략인 동시에 기업가치에 미치는 부정적 영향 역시 매우 높음을 밝히고 있다.<sup>16)</sup>

독약조항이 모든 기업들에 대해서 부정적인 영향을 미치는 것은 아님을 최근 연구들은 보이고 있다. Bhojraj, Sengupta and Zhang(2017)은 Cremers and Ferrell(2014)와 달리 경영진의 독약조항 채택에 더 많은 재량권을 부여한 Delaware 주 대법원의 판결이 미치는 효과를 분석하고 있다. 그 결과 혁신적인 기업(innovative firms)들은 판결 이후 방어전략이 강화될수록 기업가치가 증가함을 보이고 있다. 이러한 결과는 경영권 방어전략의 장기실적 가설을 지지하는 결과라 해석할 수 있다.

독약조항의 법적 허용은 기업들이 언제나 독약조항을 채택할 수 있는 shadow pill을 부여한 것으로 독약조항의 채택 여부에 상관없이 실질적으로 모든 기업들이 독약조항을 보유한 것과 동일한 효과를 지니게 된다. Cremers, Guernsey, Litov and Sepe(2018)은 Bhojraj et al.(2017)의 분석을 확장하여 미국 35개 주별로 독약조항을 법적으로 허용한 이후 혁신적인 기업들과 고객, 전략적 제휴 기업 등 이해당사자들과 장기적이고 안정적인 관계가 중요한 기업들의 가치가 증가함을 보이고 있다. 이는 Bhojraj et al.(2017)의 결과와 같이 경영권 방어전략의 장기실적 가설을 입증하는 것으로 이해될 수 있다.

경영권 방어전략과 기업가치 간의 관계가 모든 기업들에게 동일하게 적용되지는 않는다는 결과는 Johnson, Karpoff and Yi(2017)에서도 도출되고 있다. 이들은 경영권 방어전략이 IPO 직후에는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치나 이후 그 효과는 점차 감소하여 10년 전후에 도달하면 통계적으로 유의한 수준에서 부정적으로 전환됨을 보이고 있다. 창업 초기인 IPO 직후에는 창업자의 경영 능력, 주요 고객이나 전략적 제휴 관계의 이해당사자와의 안정적인 관계가 기업가치를 제고하나 이후에는 이들 요인들의 중요도가 감소하면서 방어전략이 도리어 기업가치를 훼손하는 방향으로 작용함을 보이고 있다. 이는 기업의 업력에 따라 장기실적 가설과 경영진 참호구축 가설이 시기 별로 성립되는 것으로 이해될 수 있다.

독약조항 못지않게 강력한 방어전략으로 시차임기제를 들 수 있다. 미국의 경우 모든

16) Cremers and Ferrell(2014)는 Moran v. Household 판결이 기업들의 의사결정과는 무관한 외생적 사건인 것으로 분석 상의 내생성을 해결하고 있다.

기업들이 실질적으로 독약조항을 보유한 것과 마찬가지로 시차임기제의 도입은 인수자의 인수 대상 기업 경영권 확보에 소요되는 시간을 현저히 지체시키므로 매우 유효한 방어수단이다. Bebchuk and Cohen(2005)은 시차임기제가 기업가치에 통계적으로 유의한 수준에서 부정적인 영향을 미침을 보이고 있다. 그러나 Cremers, Litov and Sepe(2017)은 혁신적이고 이해당사자들과의 장기적이고 안정적인 관계가 중요한 기업들의 경우 시차임기제 도입이 도리어 기업가치를 제고하는 기능함을 분석하여 Bebchuk and Cohen(2005)의 주장을 반박하고 있다.<sup>17)</sup>

경영권 방어전략 중 가장 강력한 수단은 차등의결권으로서 지배주주가 이를 통해 50% 이상의 지분율을 확보한 경우 적대적 M&A는 실질적으로 불가능하게 된다.<sup>18)</sup> Gompers, Ishii and Metrick(2010)는 도구변수를 적용해 차등의결권 채택에 따른 내생성을 고려하여도 차등의결권은 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 보이고 있다. 이는 차등의결권이 경영진의 참호구축을 가장 강력하게 보장하는 수단으로서 기업가치를 감소시키는 기능을 하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 Jordan, Kim and Liu(2016)은 차등의결권을 채택한 기업들이 보다 장기적인 관점에서 투자 의사 결정을 내리고 단기 실적에 좌우되는 면이 감소하여 도리어 기업가치를 제고하는 효과를 가져옴을 실증적으로 제시하고 있다. 이는 장기실적 가설과 일관된 결과로 이해될 수 있다.

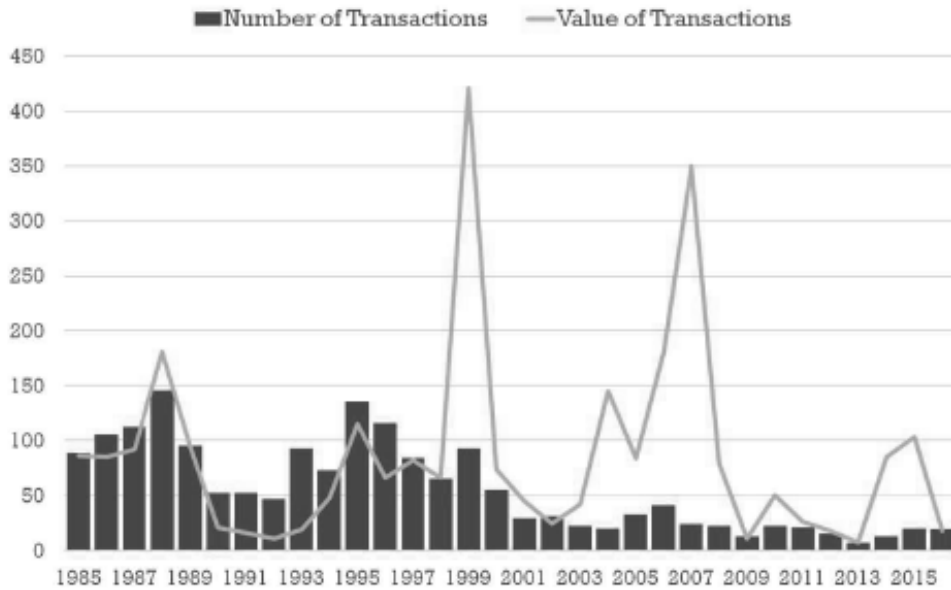
#### IV. 경영권 방어전략의 최근 동향

1990년 대 이후 경영진에게 독약조항, 초다수의결, 시차임기제 등의 다양한 경영권 방어전략을 채택할 수 있는 광범위한 재량권이 부여되고 있다. 아래 <그림 1>에서 보는 바와 같이 1990년 대 중반이후 적대적 M&A의 빈도는 연 100여건 안팎에서 2010년에 20여건 정도로 급격히 줄어드는 추세를 보이고 있다.

17) Amihud, Schmid and Solomon(2017)은 두 연구를 비교하여 두 연구 모두 계량경제적 분석에서 간과한 점을 지적하며 시차임기제가 기업가치에 별다른 영향을 미치지 않음을 보이고 있다.

18) 차등의결권은 다른 방어전략을 압도하므로 GIM index와 E-index는 포함하지 않고 있다.

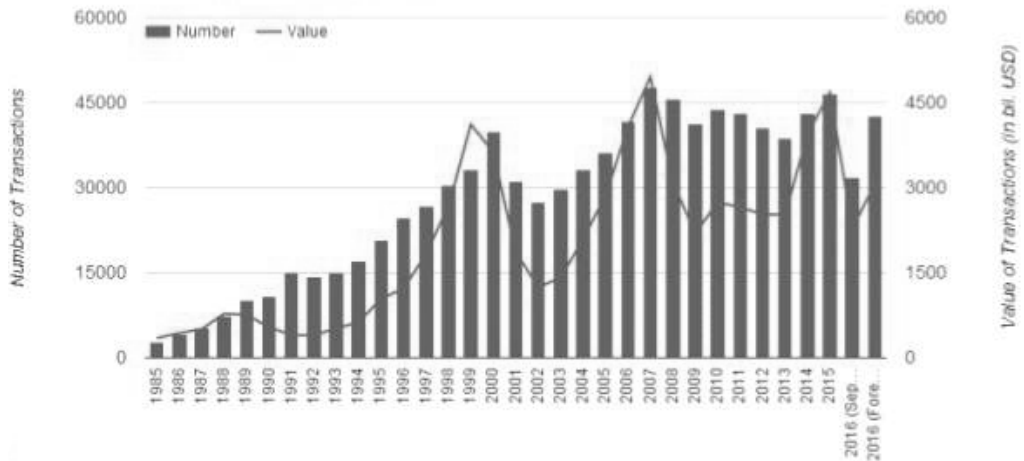
〈그림 1〉 연도 별 적대적 M&A 거래 수와 총 거래 금액



출처: imaa Institute <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>

그러나 〈그림 2〉에서 나타난 바와 전 세계적인 M&A 거래는 경영권 방어전략이 본격적으로 도입된 1980년 중반 이후 상승세를 유지하고 있다.

〈그림 2〉 연도 별 전 세계 M&A 거래 수와 총 거래 금액



출처: imaa Institute <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>

최근에도 공개시장 매수(tender offer)와 같이 공격적인 적대적 M&A 시도가 사라진 것은 아니나 M&A 활동이 증가하면서 적대적 M&A가 줄어든 주 원인을 경영권 방어전략의 광범위한 채택과 더불어 기업 지배권 시장의 변화에서 찾을 수 있다. Kang(2013)이 지적한 바와 같이 우호적 M&A 위주로 M&A 거래 규모가 증가하는 가장 큰 이유는 경영진에 대한 보상 규모와 구조의 변화에서 찾을 수 있다. 2000년 대 이후 미국 최고 경영자의 보수는 급격히 증가하는 동시에 보상체계의 구조도 스톡옵션 등 주식과 연동된 부분의 비중이 현금보상 부분을 압도하고 있다.<sup>19)</sup> 황금낙하산이 부여되지 않아도 M&A 과정에서 현 주가에 프리미엄을 추가하여 인수가격이 형성되고 경영진 퇴직 시 과도한 퇴직금이 지급되는 것이 일반화되면서 경영진 입장에서는 이러한 보수가 기업 인수에 따른 퇴직으로 상실할 사적 이득을 보상하기에 충분하다고 판단하게 될 것이다. 이 경우 경영진은 경영권 방어에 적극적이기 보다는 도리어 높은 가격에 기업을 매각하는 것을 선호하게 될 것이다.

최근 경향은 적대적 M&A가 줄어든 반면 주주행동주의(shareholder activism) 헤지펀드의 경영진에 대한 압력은 증가하고 있다.<sup>20)</sup> 전 세계적으로 주주행동주의 헤지펀드 수와 투자대상 기업의 수는 2012~2013년 150~160개 전후였으나 이후 2014년 203개, 2015년 397개로 급증하고 있으며 이들이 목표로 하는 기업의 수 역시 2010년 75개에서 2014년 344개, 2015년 551개로 증가하고 있다. 이들은 5% 안팎의 지분을 확보한 후 기관투자자를 중심으로 한 소액주주들의 지지를 받아 등기이사, 경영진 교체 등에 있어 의결권을 행사할 뿐 아니라 배당 증가, 기업 구조 개혁 등을 적극적으로 요구하는 있다. 이들은 소액주주들의 무임승차 문제를 해결하면서 기업가치 제고를 경영진에게 강력히 요구하므로 다수의 기관투자자들의 지지를 받으며 활동을 확대하고 있다. 최근 주목할 추세는 이들의 투자 대상이 점차 아시아 지역으로 확대되는 것으로 2015년 삼성물산과 엘리트의 위임장 경쟁의 사례와 같이 이들의 목표가 된 아시아 기업의 수는 2014년 14개에서 2016년 상반기에만 10개에 이르고 있다.<sup>21)</sup> 이러한 주주행동주의 헤지펀드는 독약조항 등과 같은 기존의 경영권 방어전략으로 대처할 수 없는 것으로써 경영진 입장에서는 적대적 M&A 시도와는 다른 대응 방안을 모색할 수 밖에 없다.

경영권 방어전략에서 최근 가장 큰 논란을 불러일으키고 있는 것은 상장기업의 차등 의결권 채택 증가라 할 수 있다. <그림 3>에서 보는 바와 같이 IT 기업을 중심으로 창업

19) 2010년 대 이후 CEO와 종업원 평균 보수 간의 비율은 스톡옵션 실현 금액을 포함할 경우 300배를 초과한다. Economic Policy Institute, <https://www.epi.org/files/pdf/152123.pdf> 참조.

20) 일부 통계에서는 행동주의 헤지펀드의 지분 매입을 적대적 M&A 시도로 분류하기도 한다.

21) 헤지펀드 주주행동주의의 최근 동향에 대한 자세한 논의는 KB 지식 비타민(2015) “주주행동주의와 행동주의 펀드의 성장” 참조

자 등 지배주주에게 차등의결권을 부여하고 IPO에 나서는 기업의 수는 급증하고 있다.

〈그림 3〉 IPO 당시 차등의결권 채택 미국 기업 비율(5년 이동평균)



출처: Recommendation of the Investor as Owner Subcommittee: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies

이는 기술주 중심으로 심화되고 있는데 2017년 미국 기술주 IPO 중 43.3%가 차등의결권으로 보유하고 상장되었다. 이러한 추세에 대해 기관투자자를 중심으로 한 반대 의견 역시 커지고 있다. State Street은 SEC가 차등의결권을 전면 금지시킬 것을 촉구하였고, Institutional Shareholder Service, Blackrock 역시 차등의결권이 주주권을 심각하게 훼손시킨다고 판단하여 강력한 반대 입장을 견지하고 있다. 한편 S&P Dow Jones는 향후 S&P 1500 지수에 차등의결권 보유 기업을 배제할 것을 발표했고<sup>22)</sup> FTSE Russell 역시 유동주식 전체의 의결권 비중이 5% 이하인 기업은 지수에서 배제하기로 했다.<sup>23)</sup> 정책당국자로서 SEC 의장인 Robert J. Jackson은 최근 연설을 통해 차등의결권, 특히 일정 기간이 지나거나 특정한 계기가 있으면 소멸될 수 있는 일몰 조항 (sunset clause)가 있는 차등의결권이 아닌 영구적으로 지배주주가 보유하는 차등의결권(perpetual dual class shares)에 대해서는 주주보호, 시장 투명성 확보 차원에서 강력한 반대 의사를 표명했다.<sup>24)</sup>

22) 기존에 지수에 이미 포함된 차등의결권 보유 기업에는 예외 적용.

23) 이에 대한 자세한 논의는 “Recommendation of the Investor as Owner Subcommittee: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies” 참조.

24) Robert J. Jackson “Perpetual dual class stock: the case against corporate royalty” 참조. 그는 “So perpetual dual-class ownership—forever shares—don’t just ask investors to trust a visionary

기관투자자나 정책당국자가 차등의결권에 대해 반대하는 것은 지배주주의 전횡을 방지할 수 없어 소액주주들의 이익이 침해될 가능성이 높으며 내부 및 외부 지배구조가 효율적으로 작용할 수 없는 상황에서 기업 경영의 투명성이 저하되고 이로 인해 전반적인 자본시장의 신뢰도가 저하될 것을 우려하기 때문이다. 특히 S&P, FTSE Russell 등 주요 지수 산출 기관이 이들 기업들을 지수에서 배제함으로써 차등의결권 채택 기업들의 주주 보유 주식의 유동성이 저하되고 이로 인해 주가에 훼손을 감수하는 결과를 초래하고 있다. 최근 거래소 간의 상장 기업 유치 경쟁이 치열해지면서 홍콩, 싱가포르 거래소가 차등의결권을 허용하여 아시아 지역에서도 차등의결권에 대한 논란이 커지고 있다.<sup>25)</sup>

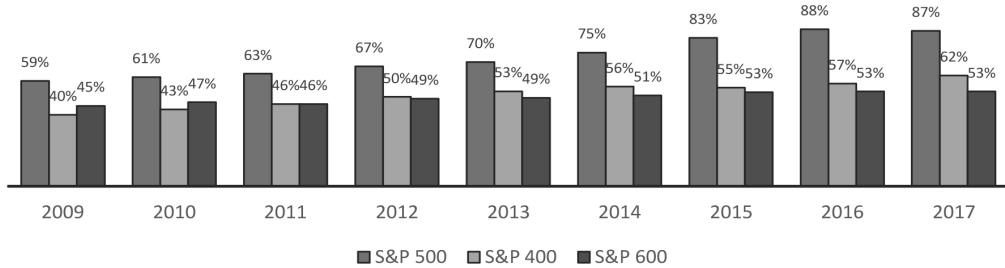
경영권 방어전략이 가장 광범위하게 활용되는 미국의 경우 최근 대기업을 중심으로 자발적으로 방어전략을 포기하는 추세가 늘어나고 있다. 이는 M&A 시장 구조의 변화와 더불어 분식회계 사태, 금융위기를 겪으면서 기업지배구조 개선에 대한 주주들과 정책당국의 강한 요구 등이 결합된 결과로 이해될 수 있다. 특히 주목되는 점은 시차임기제와 독약조항의 감소인데 아래 <그림 4>와 같이 대기업을 속하는 S&P500 기업의 경우 주총에서 매년 등기이사를 선임하여 시차임기제를 포기한 기업의 비중이 2017년 87%에 이르고 있다. 한편 S&P1500 기업 중 실제 적용 가능한 독약조항을 보유한 기업의 비중 역시 2005년 54%에서 2017년 4%로 급감했다.<sup>26)</sup>

founder. It asks them to trust that founder's kids. And their kids' kids. And their grandkid's kids. (Some of whom may, or may not, be visionaries.)” 라며 강력한 반대 의사를 표명했다.

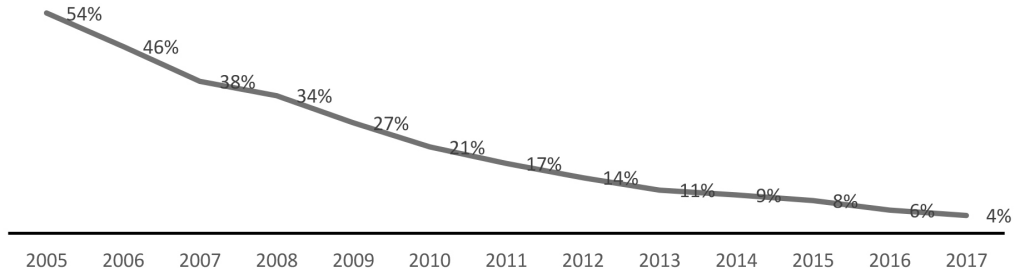
25) Alibaba가 차등의결권을 미국 시장에 상장한 이후 홍콩, 싱가포르 거래소는 중국 기업 유치를 위해 최근 차등의결권을 허용했다. 관련 논란에 대해서는 CFA Institute(2018) “Dual class shares: The good, the bad and the ugly”의 자세한 논의 참조.

26) 자세한 내용은 ISS (2018) “US Board Study” 참조.

〈그림 4-a〉 미국 기업 중 매년 등기이사를 선출하는 기업 비중<sup>27)</sup>



〈그림 4-b〉 미국 기업 중 독약조항 채택 기업 비중



출처: ISS Analytics

## V. 경영권 방어전략의 국내 동향

국내의 경우 상법이나 자본시장법 상 선진국과 같이 다양한 종류의 경영권 방어전략을 허용하고 있지는 않다. 그러나 칼 아이칸과 KT&G, 소버린펀드와 SK 간의 위임장 대결, 엘리엇의 삼성물산과 제일모직 합병 반대 등 외국인 투자자, 특히 행동주의 헤지펀드의 위협이 발생하면서 국내 기업들은 ‘기울어진 운동장’을 주장하며 독약조항, 차등의결권 등의 경영권 방어전략의 도입을 요구하고 있다. 이러한 논의를 위해서는 과연 국내 다수 기업들이 적대적 M&A에 노출되어 있는지 여부뿐만 아니라 적대적 M&A 위협으로 인해 기업의 정상적인 경영 활동이 장애를 받아 경제 전반에 부정적인 영향을 미치는지를 확인해 볼 필요가 있다.

임수진(2013)은 2013년 말 기준으로 국내 상장사들이 활용 가능한 경영권 방어전략

27) S&P500은 대기업(large-cap), S&P400 중규모 기업(mid-cap), S&P600은 소규모 기업(small-cap) 지수이며 S&P1500은 이들 기업을 모두 포괄한 지수이다.

10가지를 제시하고 있으며 이중 시차임기제는 전체 1,601개 사 중 87.1%가 채택하고 있다. 일종의 초다수의결에 해당하는 전략으로 임원 해임, 합병 특별의결의 요건 가중이 있으며 황금낙하산 역시 12.6%의 코스닥 상장사들이 채택하고 있다. 그 외 6개는 주식 발행을 통한 경영권 방어전략으로서 최대주주 및 특수관계인에게 제3자 배정 또는 사모 방식 유상증자, 이들에 대한 주식연계채권의 사모발행 등이 포함된다. 따라서 독약조항이나 차등의결권이 허용되지 않을 뿐 다양한 경영권 방어전략은 지배주주와 경영진이 활용 가능하다고 할 수 있다.<sup>28)</sup>

경영권 방어전략을 광범위하게 허용하고 있는 선진국과 달리 우리나라 기업들의 경우 지배주주와 특수관계인의 지분율이 월등히 높은 수준을 유지하고 있어 적대적 M&A가 실현되기는 매우 어려운 것이 현실이다. 스투어드십 코드의 도입과 더불어 국민연금의 국내 기업 보유 지분율의 상승에 대해 재계를 중심으로 기업 경영에 대한 국민연금의 과도한 영향력 행사 가능성을 우려하는 목소리가 커지고 있다. 일부에서는 이를 ‘연금 사회주의’라 하며 국민연금을 통한 정부의 기업 경영 개입 가능성을 제기하고 있다.<sup>29)</sup>

〈표 2〉는 2017년 말 기준으로 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유한 277개 기업들의 지배주주와 특수관계인의 지분율 분포를 정리하고 있다.

〈표 2〉 지배주주와 특수관계인의 지분율 분포

지분율	50%≤	40%≤ <50%	30%≤ <40%	20%≤ <30%	<20%	총
기업 수	74	64	70	46	23	277

〈표 2〉와 같이 거의 과반수에 이르는 기업들의 지배주주와 지분율이 40%를 초과하고 있어 국민연금을 포함한 기타 주주들의 보유 지분율에 상관없이 안정적인 기업 지배권을 확보하고 있다. 양측의 독려로 주총 참여율이 이례적으로 높았던 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 승인을 위한 삼성물산 주총의 참여율이 84%인 점을 고려한다면 40% 이상의 지분율을 확보할 경우 주총에서 지배주주에 반대하는 측이 원하는 방향으로 의결될 가능성은 지극히 낮다고 볼 수 있다. 최근 이슈가 되고 있는 한진칼의 경우 조양호 회장과 특수관계인의 지분율이 31.98%이고, 국민연금의 배당 증가 요구를 거부한 남양유업은 최대주주 개인의 지분율이 51.8%인 점을 고려할 때 국민연금을 포함한 주주들이 지배주주의 뜻에 반하는 안전을 통과시키기가 불가능하거나 매우 어렵다는

28) 선진국의 차등의결권과는 다르나 우리 상법에서는 무의결권주의 발행을 허용하고 있으며 그 수는 발행주식 총수의 1/4을 넘지 못한다(370조 2항)라고 규정하고 있다.

29) ‘연금 사회주의’ 용어의 기원과 정확한 의미에 대해서는 주진형 “연금 사회주의, 원조는 미국이다” (한겨레 2019.1.29.) 참조.

것을 확인할 수 있다.<sup>30)</sup>

우리나라 기업들은 지배주주와 특수관계인의 지분 비중이 높을 뿐 아니라 국민연금 등 연기금을 제외한 기관투자자들의 주총에서의 반대 비율 역시 매우 낮다. 2016년부터 2018년 사이 3년 간 국민연금 등 연기금의 주총 반대 비율은 10%를 상회한 반면 <표 3>에 정리된 바와 같이 국내 운용사 등을 포함한 기관투자자들의 찬성 비율은 95.3%에 이르고 있다. 이와 같이 지배주주들의 높은 지분율과 더불어 이들에게 우호적인 기관투자자들의 존재는 공개시장 매입이나 위임장 대결 등과 같은 선진국 방식의 적대적 M&A는 실현 가능성이 매우 낮음을 확인할 수 있다.

<표 3> 상장기업 정기 주주총회 기관투자자의 의결권 행사 내역

(단위 : 건, %)

시장구분	총 행사 건수	찬성		반대		중립		불행사	기업수
		건수	비율	건수	비율	건수	비율		
2016년	20,998	20,206	96.2%	502	2.4%	290	1.4%	885	649
2017년	19,280	18,462	95.7%	553	2.8%	265	1.4%	1,058	702
2018년	21,230	19,948	93.9%	974	4.6%	308	1.4%	1,788	736
3년간	61,508	58,616	95.3%	2,029	3.3%	863	1.4%	3,731	2,087

출처: 대신지배구조연구소(2018) “스튜어드십 코드 도입 후 기관투자자의 의결권 행사 내역 분석과 제어”에서 재인용

<표 4>이 보이는 바와 같이 2014년 이후 국민연금이 반대 의결권을 행사하여 실제 안건이 부결된 사례는 22건에 불과하다. 이는 총 반대 건수 1,749건 대비 1.26%에 불과하다.

30) 지배주주의 경우 감사선임과 감사선임에서 의결권 제한을 받아 지배권의 제약을 받는다. 감사선임 시 최대주주는 특수관계인과 합산하여 3%까지 의결권을 행사할 수 있고(합산3%), 기타주주는 개별주주 단위로 3%까지 행사할 수 있다. (단순3%). 감사위원선임 시에는 자산2조 이상 회사의 경우 사내이사인 감사위원은 최대주주만 합산3%로 제한되고 기타주주는 의결권 이 제한되지 않는다. 사외이사인 감사위원은 최대주주·기타주주 모두 단순 3%로 보다 완화된 3%율이 적용된다. 자산2조 미만 회사의 경우 사내이사인 감사위원은 자산2조 이상과 동일하나 사외이사인 감사위원은 최대주주·기타주주 모두 단순3%로 제한된다는 해석과 의결권 제한이 아예 적용되지 않는다는 해석이 갈린다. 금융사 지배구조법이 적용되는 금융회사는 사내·사외를 불문하고 감사위원선임 시 최대주주 합산3%·기타주주 단순3%가 적용된다.

〈표 4〉 국민연금이 반대 의결권을 행사하고 부결된 사례〉

의안	2014년		2015년		2016년		2017년		2018년 (1~10월)	
	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)
이사 선임	0	0.0	1	20.0	0	0.0	0	0.0	1	20.0
감사 선임	1	25.0	3	60.0	0	0.0	2	28.6	0	0.0
정관 변경	3	75.0	0	0.0	1	100.0	3	42.9	4	80.0
기타	0	0.0	1	20.0	0	0.0	2	28.6	0	0.0
합계	4	100.0	5	100.0	1	100.0	7	100.0	5	100.0
총반대건수	251		287		303		373		535	
총의결권행사건수	2,775		2,836		3,010		2,899		2,782	

추가적인 경영권 방어전략의 도입이 필요할만큼 적대적 M&A가 활발한지 여부 역시 확인할 필요가 있다. 강정민(2019)이 2010년부터 2018년까지 제출된 공개매수 신고서를 분석한 바에 따르면 총 117건 중 대부분은 지주회사 요건 충족, 상장폐지, 자기주식 취득, 경영권 안정이 목적이었으며 적대적 공개매수로 분류될 수 있는 건은 1건에 불과하다. 이는 지난 9년의 기간 동안 기업들이 적대적 공개매수에 노출될 가능성이 연평균 0.006%에 불과함을 의미한다. 특히 독약조항은 적대적 공개매수에 대응하기 위한 경영권 방어전략인 점을 고려할 때 지극히 낮은 적대적 공개매수로부터 기업들을 보호하기 위한 독약조항의 도입은 설득력이 약하다고 볼 수 있다.

또 다른 적대적 M&A의 유형인 위임장 대결 역시 그 빈도뿐 만 아니라 기존 경영진 반대측의 성공 가능성도 매우 낮았다. 이승희(2019)는 2010년부터 2018년까지 9년 간 주주총회 안건을 분석한 결과 이사회와 이에 반대하는 권유자가 주주총회에서 표 대결을 벌인 기업은 총 154개사의 178건으로서 이는 전체 상장사 중 연평균 0.9%만이 위임장 대결을 벌인다는 것을 나타낸다. 한편 위임장 대결에서 경영진에 반대하는 측이 성공한 비중은 25.5%에 불과하다. 위임장 대결 중 적대적 M&A 시도로 분류될 수 있는 이사회 진입 혹은 장악 시도는 178건 중 74건이고 이중 35건은 이사회 장악 시도였다. 그러나 성공 건수는 22건이며 이중 11건만이 장악 시도에 성공했다. 이는 지난 9년 간 연평균 1건이 조금 넘는 경우에만 위임장 대결을 통해 기존 경영진이 경영권을 빼앗긴 사례라 할 수 있다.

우리나라 기업지배구조의 특성과 M&A 시장의 상황을 고려할 때 기업들이 적대적 M&A에 심각하게 노출되어 있다는 증거는 찾기 어렵다. 즉, 지배주주와 특수관계인의 지분율이 절대적으로 높다는 사실 자체가 이미 상당수의 기업들이 강력한 경영권 방어

수단을 보유하고 있다는 것을 의미하며 매우 미약한 적대적 M&A 활동을 고려할 때 기존에 법적으로 허용된 경영권 방어전략에 추가하여 더욱 강한 방어수단을 허용하는 것 적절한지에 대한 충분한 논의가 있어야 할 것이다.

1990년 대 이후 독약조항 등 강력한 경영권 방어전략이 허용되었음에도 미국 기업들의 M&A 거래가 늘어난 것은 Kang(2013)이 지적한 바와 같이 미국만의 차별화된 특성에서 기인한다. 미국의 경우 앞 절에서 논의된 바와 같이 경영진에 대한 보상이 증가하고 주식 가격과 연동되면서 경영진은 M&A 과정에서 상실하게 될 사적 이익보다 M&A 프리미엄을 통한 금전적 보상이 더 커지면서 M&A를 저지할 유인이 약해졌고 이로 인해 적대적 M&A는 줄어들었지만 우호적 M&A가 이를 대체하기에 충분하였기에 M&A 거래 건수와 금액은 급속히 증가하고 있다. 미국의 경우 상당수의 기업들이登記되어 있는 Delaware주 대법원이 M&A를 포함한 기업 관련 소송 판결을 신속하게 내리고 이는 이후 다른 주의 유사한 사례에서 준거로 활용되면서 법적 분쟁 해결의 예측성을 높이고 있다. 또한 경영진으로부터의 독립성에 대해서는 계속 논란의 여지는 있으나 사외이사가 주를 이루는 이사회가 다른 신흥시장 기업들의 이사회에 비해 주주들에 대한 선관주의 의무에 충실하여 비교적 경영진에 대한 견제와 감독 기능을 원활히 수행하고 있다. 또한 기관투자자들과 행동주의 헤지펀드 등을 중심으로 주주들의 권리를 지키려는 움직임이 확산되고 조직화 되면서 경영진이 주주들의 이익에 반해서 자신들의 사적 이익을 위해서 자신들의 경영권을 무리하게 지키려는 시도는 더욱 어려워지고 있다.<sup>31)</sup>

그러나 우리나라를 비롯한 다수의 아시아 국가들의 기업들은 창업자 가족을 중심으로 지배주주가 존재하고 미국 등 선진국에 비해 주주권리 보호가 약한 지배구조를 지니고 있다. 이러한 상황에서 독약조항 등 강력한 경영권 방어전략의 허용은 선진국의 사례와는 다른 부작용을 초래할 수 있다. 선진국 시장에서 M&A는 기업의 구조조정을 원활하게 하는 기능을 수행한다. 즉, 기업의 경영 상황이 악화되어 주가가 하락하게 되면 이들 기업들은 자연스럽게 M&A의 대상이 되고 가능성이 있는 기업들은 인수되어 구조조정을 거쳐 희생하게 되는 반면 그렇지 못한 기업들은 도태하게 될 것이다. 또한 기업의 사업 확장 전략의 주요한 수단으로서 M&A는 결국 경제 내의 자원배분이 효율적으로 이루어지는데 중요한 역할을 수행한다.

M&A가 선진국만큼 원활하게 기능하지 못하고 지배주주가 강력한 경영권 방어전략을 갖출 경우 이들 지배주주들은 M&A 결과 상실하게 될 자신들의 사적 이익을 지키기

31) 예를 들어 Harvard Law School Shareholder Rights Project(SRP)는 연기금들의 지원 하에서 대기업들이 사차 임기제를 포기하도록 하는 청원을 벌여 상당한 성공을 거두었다. 이에 대한 내용은 <http://www.srp.law.harvard.edu/> 참조.

위해 M&A를 통해 기업을 매각할 유인이 매우 낮을 것이며 이는 결과적으로 경제 내의 자원배분의 효율성을 저하시킬 것이다. 특히 우리나라를 비롯한 다수의 아시아 국가들의 경우 기업의 파산과 회생 절차가 선진국과 같이 효율적으로 작동하지 못하므로 재무적 곤경에 처한 기업들이 M&A를 통해 구조조정과 회생 혹은 정리의 절차를 효율적으로 거치기가 그만큼 어렵다고 할 수 있다. 한편 지배주주가 절대적인 지분을 보유할 경우 M&A는 이들의 지분을 인수하는 것으로 귀결될 것이다. 이 경우 특히 공정가격 조항(fair price clause)와 같은 경영권 방어전략이 모든 주주들에게 M&A 프리미엄이 분배되도록 작동하는 선진국의 사례와 달리 M&A 프리미엄은 지배주주들에게만 귀속되어 주주간의 형평성을 침해하게 될 가능성이 높다.

2018년 8월 민주당 최운열 의원의 대표 발의한 ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법 개정안’은 비상장 벤처기업에 한정해 차등의결권 제도 도입을 추진하고 있다. 이 법안은 혁신 벤처기업이 공격받는 요소를 막고 성장을 돕는다는 취지로 여당인 민주당이 지지하고 있다. 차등의결권은 가장 강력한 경영권 방어전략으로 벤처기업 창업자가 이를 통해 높은 지분율을 확보하고 유지할 수 있을 경우 경영권 위협이나 간섭을 받지 않고 기업을 경영할 수 있을 것이라는 것이 이 법안을 통해 기대하는 효과이다. 그러나 자금이 부족한 창업 초기 벤처기업의 경우 차등의결권을 보유할 경우 과연 경영에 영향을 미칠 수 없다는 한계에도 투자자들이 자금을 제공할 용의가 있는지에 대해서는 충분한 숙고가 있어야 할 것으로 보인다.

## VI. 결론

기업의 인수·합병(M&A)은 외부 투자로서 기업의 사업 규모와 영역을 확대와 더불어 전반적인 사업 전략을 전환하는 것을 가능하게 하며 이를 통해 경제 내의 자원의 재배치가 효율적으로 이루어질 수 있도록 기능한다. M&A는 기업지배구조 측면에서 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제를 제어하고 이들에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 외부에서 이루어지는 주요한 외부 기업지배구조 수단이다. M&A 특히 적대적 M&A로부터 경영진 혹은 지배주주과 기업 경영에 대한 지배권을 지키려는 수단인 경영권 방어전략은 학문적, 법적, 정책적 측면에서 다양한 논의를 불러일으켜 왔다.

경영권 방어전략에 대한 기존 연구들은 경영진의 참호구축을 강화하여 기업가치를 훼손시킨다는 결과와 M&A 과정에서 주주들의 대리하는 경영진의 협상력을 강화시키

며, 경영진의 장기적인 관점에서 투자이사 결정을 내릴 수 있도록 하여 기업가치 제고에 기여한다는 결과가 혼재되고 있다. 최근 연구들은 기업의 생애주기(life cycle)과 특성에 따라 경영권 방어전략이 기업가치에 미치는 영향이 상이하다는 결과를 보이고 있다.

M&A와 경영권 방어전략의 상호작용은 각국의 제도적, 법률적 환경과 금융시장 발전 정도에 따라 상이하게 전개된다. M&A가 활성화 되어있고 경영진에게 경영권 방어전략에 대한 재량권이 폭넓게 부여된 미국의 경우 적대적 M&A 시도의 빈도는 줄었으나 M&A 시장은 전혀 위축되지 않고 있다. 공개시장 매수나 위임장 대결과 같이 고비용의 적대적 M&A보다는 기관투자자들의 지지를 받는 주주행동주의 헤지펀드 등의 활동을 통해 경영진에 대한 견제와 감독 역시 효율적으로 이루어지고 있다.

반면 우리나라의 경우 시차임기제, 주식의 제3자 사모배정 등과 같은 경영권 방어전략은 활용되고 있으나 독약조항, 차등의결권 등 강력한 수단은 허용되지 않아 재계를 중심으로 도입을 요구하고 있다. 그러나 미국 등 선진국에 비해 현저히 낮은 M&A 특히 적대적 M&A의 빈도와 지배주주의 높은 지분율을 고려할 때 강력한 경영권 방어전략의 도입이 적절하지 않다는 반론 역시 제기되고 있다.

향후 국내 경영권 방어전략에 대한 제도적 논의는 국내 금융시장의 발전도, 기업지배 구조 성숙도 등을 고려하여 기업의 경영 활동을 지원하면서 주주 이익에 도움이 되는 방향으로 모색되어야 할 것으로 보인다.

## 〈참고문헌〉

- 강정민(2019) “적대적 공개매수 위협 과연 어느 정도인가?: 2010-2018 공개매수신고서 분석”, *이슈&분석* 2019-01호, pp.1-9.
- 선우석호(2008) “M&A: 기업합병·매수와 구조재편”, 제 4판, 율곡출판사
- 이승희(2019) “위임장 대결을 통한 이사회 장악 위험, 과연 어느 정도인가?: 2010-2018 의결권 대리행사 권유 분석”, *이슈&분석* 2019-02호, pp.1-14.
- 임수진(2013) “국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황”, CG리뷰, 2013년 12월 호, pp.70-87.
- Amihud, Y., M. Schmid, and S. D. Solomon(2017), “Settling the staggered board debate”, University of St. Gallen, Working Paper
- Bebchuk, L. A., and A. Cohen(2005). “The Costs of Entrenched Boards.” *Journal of Financial Economics*, 78, pp.409-433.
- Bebchuk, L. A.; A. Cohen; and A. Ferrell(2009). “What Matters in Corporate Governance?” *Review of Financial Studies*, 22, pp.783-827.
- Bhojraj, S., P. Sengupta and S. Zhang(2017) “Takeover defenses: Entrenchment and efficiency”, *Journal of Accounting and Economics*, 63, pp.142-160.
- Cremers, M., and A. Ferrell(2014). “Thirty years of shareholder rights and firm value”, *The Journal of Finance* 69, pp.1167-1196.
- Cremers, K. J., S. B. Guernsey, L. P. Litov and S. M. Sepe(2018) “Shadow pills and long-term firm value”, University of Notre Dame, Working Paper.
- Cremers, K. J., L. P. Litov and S. M. Sepe(2017) “Staggered boards and long-term firm value, revisited”, *Journal of Financial Economics*, 126, pp.422-444
- DeAngelo, H., and E. M. Rice(1983). “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth.” *Journal of Financial Economics*, 11, pp.329-360.
- Field, L. C., and J. M. Karpoff(2002), “Takeover Defenses of IPO Firms.” *Journal of Finance*, 57, pp. 1857-1889.
- Gompers, P., J. Ishii; and A. Metrick(2003). “Corporate Governance and Equity Prices.” *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp.107-156.
- Gompers, P., J. Ishii; and A. Metrick(2010) “Extreme governance: An analysis

- of dual-class companies in the United States”, *Review of Financial Studies*, 23, pp.1051-1088.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart(1980). “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation.” *Bell Journal of Economics*, 11, pp.42-64.
- Jarrell, G. A., and A. B. Poulsen(1987). “Shark Repellents and Stock Prices: The Impact of Antitakeover Charter Amendments Since 1980.” *Journal of Financial Economics*, 19, pp.127-168.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Johnson, W.C., J.M. Karpoff, and S. Yi(2017). “The lifecycle effects of firm takeover defenses”, Working Paper, The University of Washington.
- 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, pp.304-328
- Kang. S. Y.(2013) “Transplanting a poison pill to controlling shareholder regimes: Why it is so difficult”, *Northwestern Journal of International Law and Business*, 33, pp.619-675.
- Karpoff, J. M., R. J. Schonlau and E. W. Wehrly(2017) “Do takeover defense indices measure takeover deterrence?”, *Review of Financial Studies*, 30, pp.2359-2412
- Mulherin, J. H., J. M., Netter and A. B. Poulson(2017) “The evidence on the mergers and acquisitions: A historical and modern report”, in *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, edited by Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 2017, North Holland.
- Stein, J. C.(1988) “Takeover Threats and Managerial Myopia.” *Journal of Political Economy*, 96, pp.61-80.
- Straska, M., and H. G. Waller(2014) “Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49, pp.933-956

# 반복적 경영권 교체와 피인수기업의 재무적 부실<sup>1)</sup>

연구논단Ⅲ

김우진 | 서울대학교 경영(전문)대학(원) 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

조은아 | 한국은행 경제연구원 부연구위원

## I. 서론

기업의 소유 및 지배구조가 세계적으로 매우 다양하다는 것은 기존 연구들을 통해 잘 알려져 있다. 미국과 같이 투자자 보호가 잘 조성된 환경에서는 분산된 소유지배구조가, 그 외의 국가들에서는 지배주주에 집중된 소유지배구조가 많이 나타난다. 이와 같은 투자자 보호 및 지배구조의 차이는 기업의 인수방식에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 미국에서 대부분의 기업인수는 피인수기업 주식의 100%를 인수하는 합병방식으로 이루어진다. 처음에는 100%보다 낮은 지분을 인수하는 공개매수방식도 지배권을 확보한 인수자가 나머지 소액주주들에게 주식을 팔도록 압박하여 합병으로 귀결되기도 한다. 이와는 대조적으로 지배주주가 상당수의 지분을 보유하고 나머지 지분은 분산되어 있는 미국 이외의 국가들에서는 기존 지배주주가 신규 지배주주에게 지배권을 이전하는 방식이 빈번하게 나타난다. Burkart, Gromb, and Panunzi(1998, 2000)는 도덕적 해이가 있는 인수자는 지배권을 얻을 수 있는 최소한의 지분만을 취득하고 공개매수방식 보다는 지배권 협상방식을 선호한다고 한다. Kim(2012)은 여러 국가의 폭넓은 데이터에 기반하여 이러한 주장을 뒷받침하는 실증결과를 제시한다.

미국과 같은 방식의 기업인수는 이론 및 실증적으로 다양하게 연구되어왔으나, 아직 까지 지배권을 이전하는 방식의 기업인수에 대해서는 거의 알려진 바가 없다. 핵심적인 질문은 지배권의 이전이 기업의 가치를 증가시키는가 감소시키는가 하는 것이다. 이론

1) 본 연구는 조은아의 서울대 박사학위 논문(2019.2)을 확장시킨 필자들의 공저논문 “Do Bad Targets Become Worse Targets?: Evidence from Sequential Transfers of Control Blocks”를 국문으로 발췌 요약했음을 밝혀 둔다.

적으로는 기업 지배권시장의 규율적 역할이 원활하게 작동하여 더 효율적인 경영자에게 지배권이 이전되거나, 아니면 기존 지배주주보다 대리인 문제가 더 큰 지배주주에게 이전될 것이다.

지배권 이전 방식의 기업인수에서 한가지 흥미로운 사실은 여러 번의 기업인수를 거치더라도 경영권 행사가 가능한 지배 지분이 손상되지 않고 유지된다는 점이다. 이는 피인수기업이 인수기업에 흡수되어 기존 피인수기업 지배주주의 지분이 더 이상 존재하지 않는 미국의 기업인수와 명백히 대비된다. 이러한 특성으로 인해 미국의 경우는 기업인수 이후 피인수기업에 대한 분석이 불가능하다. 따라서 미국의 경우 대부분의 연구들이 피인수기업의 기업인수 이전 특성에 초점을 맞추게 된다. 반면 지배권 이전 방식의 경우 첫 인수자뿐만 아니라 그 이후의 인수자들도 추적할 수 있으며 지배주주의 변동에 따른 피인수기업의 특성변화를 동태적으로 분석할 수 있다.

추가적으로 살펴봐야 할 문제는 피인수기업의 어떤 특성이 최초의 기업인수를 일으키는가 하는 점이다. 기업 지배구조와 관련된 기존 연구들은 지배주주가 높은 수준의 사적이익을 추구(Dyck and Zingales, 2004; Nenova, 2003)하기 때문에 지분율이 희석되어 지배권을 약화시킬 가능성이 있는 주식발행을 기피하는 경향이 있다는 점을 지적한다(Högfeltd and Oborenko, 2005; Cronqvist and Nilsson, 2005). 이러한 주장을 확장하면 지배주주는 높은 프리미엄에도 불구하고 지배권을 팔려 하지 않을 것으로 예상할 수 있다.

예를 들어, 지배주주가 극단적으로 높은 수준의 주관적인 사적이익이나, 가문 이름을 영위하는 등의 심리적 편익을 누린다면, 채권자나 규제당국에 의해 강요되지 않는 한 지배권을 팔려 하지 않을 것이다. 즉, 지배권을 이전하는 경우는 기업에 심각한 재무적 부실이 발생하여 채권자가 채무변제조건을 완화해주거나 주식시장에서 상장지위를 유지하게 해주는 조건으로 보유지분을 제 3자에게 매각하라고 요구하는 경우일 수 있다. 이는 지배권 이전이 발생한 경우 피인수기업이 재무적 부실일 가능성이 높다는 것을 의미한다.

만약, 재무적으로 부실한 기업이 인수될 가능성이 높다고 한다면, 새로운 지배주주의 지분은 구주 뿐만 아니라 피인수기업이 발행한 신주도 포함될 수 있다. 특히 구주이전과는 달리 신주발행으로 유입된 자금은 피인수기업으로 유입되어 재무적 부실을 완화시키는 데 사용될 수 있기 때문이다. 피인수기업이 현금을 받는 대가로 신규지배주주에게 신주를 발행하는 이와 같은 방식은 피인수기업의 구주에 대한 대가로 인수기업이 피인수기업의 주주들에게 신주를 발행하는 미국의 기업인수와는 완전히 다른 방식이다.

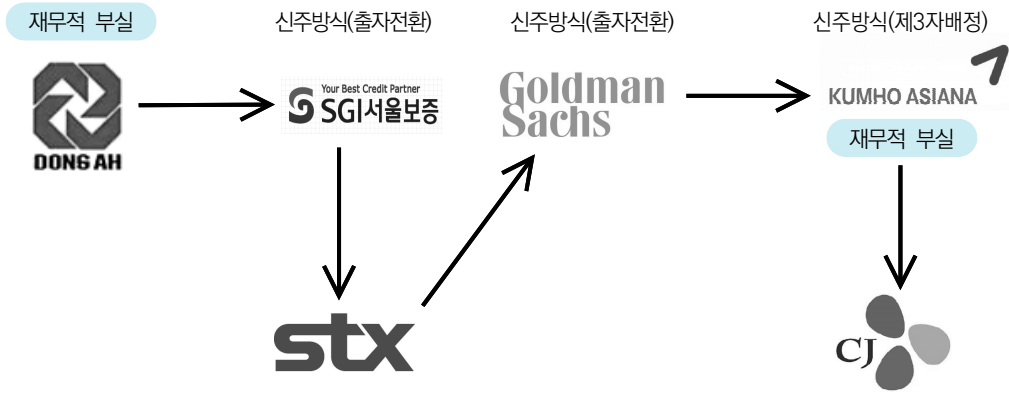
본 연구에서는 우리나라의 최대주주 변경 데이터를 이용하여 기업인수가 기업가치에

미치는 영향에 대해 분석하며 특히 지배권 이전이 반복적으로 발생하는 경우에 초점을 맞춘다. 또한 피인수기업이 인수 이전에 재무적으로 부실한 지 여부와 피인수기업이 새로운 지배주주에게 신주를 발행하는지도 분석한다.

우리나라의 기업인수시장은 Burkart et al.(2000)의 모형에 의해 잘 설명된다. 이 모형에서는 50%이상의 지분이 일반 주주들에게 분산되어 있지만, 나머지 소수지분은 특정주주가 보유한다. 사실상 우리나라의 모든 상장법인들이 이 범주에 속한다. 모형의 균형에서 기업들은 공개매수보다는 지배권 이전 협상을 선택하는데, 이는 지배주주가 적은 보유지분으로도 협상이 가능하기 때문이며 따라서 더 많은 사적이익을 얻을 수 있기 때문이다. 이들의 예상처럼, 우리나라의 거의 모든 기업인수가 지배권 이전협상에 의해 이루어지며, 특히 적대적 인수와 같은 공개매수는 법적으로 금지되어 있지 않음에도 불구하고 거의 관찰되지 않는다.

우리나라 상장기업의 지배권 이전에서 발생하는 몇 가지 특징은 다음과 같다. 우선, M&A활동이 저조함에도 불구하고 일부 기업이 반복적으로 피인수기업이 된다는 점이다. 또 다른 특징은 피인수기업이 신규 지배주주에게 신주를 발행하는 방식이 많이 활용된다는 점이다. 실제 사례를 통해 이것이 피인수기업과 그 주주의 재무적 부실과 관련이 있을 것으로 추측할 수 있다. 예를 들어, 대한통운은 우리나라 최대의 물류회사로 원래 동아그룹에 소속되어 있었다. 2000년 동아그룹이 파산하고 상호지급보증 등의 영향으로 대한통운의 재무적 부실도 심각해지면서 대한통운의 지분이 채권단에게 넘어갔다. 2005년에 STX그룹이 채권단으로부터 지분을 사들여 최대주주가 되었지만 다음해 골드만 삭스가 출자전환을 통해 최대주주가 된다. 2008년 금호아시아나 그룹이 우선협상대상자로 선정되면서 제3자배정을 통해 신주를 매입하여 최대주주가 된다. 그러나 금호아시아나 그룹이 글로벌 금융위기의 영향으로 재무적 부실에 처하자 금호아시아나는 대한통운의 지배권을 CJ그룹에 이전한다. 이와 같은 대한통운의 예는 지배권의 이전이 주로 피인수기업이나 그 지배주주의 재무적 부실과 관련하여 발생함을 보여준다. 또한 지배권의 이전방법으로는 출자전환과 제3자배정이 주로 이용되는 것을 확인할 수 있다.

〈그림 1〉 대한통운의 반복적 경영권 교체 및 지배주주 변경 사례



피인수기업 자체의 재무적 부실 이외에 피인수기업 지배주주의 재무적 부실 역시 지배권 이전의 동기가 될 것으로 예상할 수 있다. Boone and Mulherin(2007)에 따르면 기업인수 절차는 피인수기업이 주식을 매각하고 잠재적 인수자를 물색하는 것으로 시작된다. 특히, 적대적 인수가 거의 없는 우리나라에서는 기존지배주주의 주식매각결정이 기업인수거래 발생여부에 결정적인 영향을 미친다.

한편으로 재무적 부실을 해소하기 위하여 기업회생절차 등과 같은 다른 구조조정방식도 활용될 수도 있을 것이다. 그러나 실질적으로는 기업 회생절차 신청시 법원에서도 M&A 방식을 적극적으로 권장하고 있는 실정이다. 채권자가 지배주주가 될 경우, 이들은 기업의 회생보다는 채무의 변제에 더 관심을 갖기 때문에 법원에서는 기업을 회생시켜 채무를 변제하고 이후 기업의 경영도 책임질 수 있는 주주를 확보하고자 적극적으로 M&A방식을 활용한다(이상원·강경이, 2009).

## II. 표본의 구성

분석에 사용된 데이터는 2004년부터 2017년까지 한국거래소 공시시스템 (KIND)에 공시된 ‘최대주주 변경’ 공시를 수작업으로 수집한 것이다. <표 1>의 패널 A는 최초 공시로부터 최종 샘플을 구성하는 과정을 보여준다. 본 연구는 비금융기업의 지배권이 실제로 이전된 경우에 초점을 맞추고 있다. 따라서 피인수기업이 금융기관인 경우는 제외된다. 또한 상속이나 지주회사 구조로 변경하는 과정에서 주로 발생하는 특수관계자간 지분 인수는 경영권이 실제로 변경되지 않으므로 제외하였다. 기존주주와 신규주주가

특수관계자인지 여부는 공시내용을 기본으로 판단하되, 신규주주가 법인인 경우 해당법인의 최대주주도 확인하였다. 아울러 최대주주 변경공시 전후로 공시된 주식등의대량보유상황 보고서 상의 특수관계 확인, 인터넷 기사검색 등을 통하여 중복하여 확인하였다. 한편, 본 분석에서는 지배권이 비금융 주체에서 다른 비금융 주체로 이전되는 것을 하나의 사이클로 본다. 따라서 채권단 등 금융기관이 최대주주가 된 다시 제3자 매각을 하는 경우, 이를 2회가 아닌 1회의 경영권 교체로 간주한다. 이밖에도, 변경 전 최대주주의 일방적 지분 감소로 최대주주가 변경된 경우는 신규최대주주가 경영권을 인수하려는 적극적인 의사가 없는 경우이므로 제외하였다. 또한 공시 이후 인수가 취소되거나 스펙 상장을 한 경우도 제외하였다. 스펙 상장의 경우 피합병법인의 주주는 합병비율에 따라 인수목적회사의 합병신주를 받게 되어 최대주주가 그대로 승계되므로 비상장회사가 상장을 위해 인수목적회사를 거친 것뿐 실질적인 지배력은 변동이 없기 때문이다. 또한 Mitchell and Lehn(1990)의 방법에 따라 취득한 주식금액이 시가총액의 5% 미만인 경우를 제외하였다. 마지막으로 매우 작은 규모의 기업인수로 인한 효과를 배제하기 위하여 인수규모 10억원이하인 거래를 제외하였다. 인수규모는 최대주주변경 신고 일자의 주가에 새로운 지배주주의 증가된 주식수를 곱하여 계산하였다. 패널 B는 샘플 기간중 피인수기업이 인수된 횟수를 나타낸다. 인수 후 인수기업에 흡수합병되어 자동으로 상장폐지되는 미국과 달리 국내의 경우 대부분의 피인수 기업이 계속 상장 상태로 존속하며, 경영권이 여러 차례 변경되기도 한다. 샘플 기간중 2회 이상 경영권이 변경된 피인수기업이 절반 가까이 되는 것으로 나타난다.

〈표 1〉 샘플의 구성

이 표는 2004년부터 2017년까지 한국 상장기업(코스닥 및 코스피)의 기업인수 샘플의 구성절차를 보여준다. 구성절차는 각 사유별로 제외된 기업인수거래 수를 나타낸다. 인수규모는 공시일의 주식가격에 신규 지배주주의 증가된 주식수를 곱하여 계산하였다.

패널 A. 기업인수 샘플	
총 공시수	4,171
(1) 피인수기업이 금융기업인 경우	255
(2) 특수관계자간 거래인 경우	1,038
(3) 채권단 등 금융기관이 비금융기업의 최대주주가 된 경우	449
(4) 기존 최대주주의 일방적인 지분 감소의 경우	209
(5) 공시이후 취소된 경우, 재무자료가 없는 경우스펙상장 <sup>a)</sup> 등 기타의 경우	252
(6) 취득한 금액이 시가총액의 5% 미만인 경우	491
(7) 인수대금이 10억원 이하인 경우	94
최종 샘플	1,383

패널 B. 기업인수의 빈도

	기업수	(%)	기업인수 횟수	(%)
1회	389	(53.1)	389	(28.1)
2회	170	(23.2)	340	(24.6)
3회	89	(12.2)	267	(19.3)
4회	49	( 6.7)	196	(14.2)
5회	26	( 3.5)	130	( 9.4)
6회	9	( 1.3)	54	( 3.9)
7회	1	( 0.0)	7	( 0.5)
총기업수	733	(100.0)	1,383	(100.0)

한편, 인수주식이 신주인지 구주인지에 따라 “신주방식(New-type)”과 “구주방식(Old-type)”으로 구분하였다. 신주방식은 피인수기업이 새로운 경영권 인수 주체에게 신주를 발행하는 방식으로 지배권이 이전되는 것을 의미하고, 구주방식은 인수자가 피인수기업의 기존주주로부터 구주를 인수하면서 현금이나 인수기업 주식을 지불하는 방식으로 지배권이 이전되는 것을 의미한다. 인수방법에 대한 논의는 세금, 정보비대칭성, 자본구조 및 행동주의 동기에 이르기까지 다양한 맥락에서 연구되어 왔다(Eckbo, 2009). 이전 연구들에서는 지급수단으로 고려한 주식의 경우 주식의 발행자가 피인수기업이 아닌 인수기업이다. 이전되는 피인수기업의 주식의 종류를 기준으로 한 본 연구의 분류 방식에 따르면, 인수기업의 신주발행을 통한 피인수기업의 구주인수, 즉 전형적인 미국의 M&A 방식은 구주방식에 속한다. 반면 신주방식은 주식의 발행자가 피인수기업이다. 신주방식은 인수자금이 피인수기업으로 유입되어 재무적 부실을 완화시키는 효과가 있으므로 주로 재무적으로 부실한 피인수기업의 인수거래에서 나타날 것으로 예상되며, 피인수기업이 별도의 기업으로 존속할 때만 의미가 있다. 한편, 피인수기업의 기존 지배주주는 인수대가를 받지 못하면서 지배권을 상실하게 된다. 하지만 기업이 청산이나 구조조정을 거칠 경우 주주의 몫이 거의 없는 상황이 될 수도 있다는 점을 감안할 때, 기존 지배주주는 인수시점에 지배권 이전에 대한 대가를 지불받지 못하더라도 향후 피인수기업의 재무적 부실이 해소된 이후에 높은 가격으로 주식을 매각할 수 있는 신주방식 기업인수를 고려할 수 있다.

한편, 지배권이 비금융 주체에서 또다른 비금융 주체로 이전되는 것을 하나의 사이클로 본다. 기업(또는 개인)에서 기업(또는 개인)으로 이전되는 거래를 “직접(Direct) 방식”, 금융기관을 경유하는 거래를 “간접(Indirect) 방식”으로 정의한다. 특히 간접방식은 주로 채권단을 통해 지배권이 이전되는 경우이다. 본 연구에서는 피인수기업이 지배

권 이전시점에 재무적 부실을 겪었는지에 관심이 있으므로 금융기관으로 이전되는 시점을 기준으로 피인수기업 및 그 지배주주의 재무적 부실여부를 판단한다. 이와 같이 피인수기업을 중심으로 인수자의 변천과정을 분석하는 방법은 인수 전후의 효과를 확인할 수 있다는 장점 이외에도 지배권 이전을 동적으로(dynamic) 분석할 수 있다는 점에서 이전의 연구들과 차별화된다.

〈표 2〉는 네 가지 유형에 따른 기업인수거래의 빈도와 규모를 보여준다. 신주방식은 전체 거래건수의 34%를 차지하지만 규모로는 절반을 차지한다. 한편 간접방식은 전체 거래건수의 13%를 차지하지만, 규모로는 40%를 차지한다. 반면 직접방식은 거래전체 건수의 87%를 차지하지만 규모로는 60%를 차지한다. 특히, 신주-간접 방식이 거래건수로는 7%이지만 규모로는 30%를 차지하여 큰 인수거래가 주로 신주-간접 방식으로 이루어지는 것을 알 수 있으며, 평균 인수규모도 2,120억원으로 모든 유형 가운데 가장 크다.

〈표 2〉 기업인수의 유형

이 표는 기업인수거래를 네 가지 유형으로 분류한 표이다. 신주방식과 구주방식은 지배권의 이전방식에 따라 구분한 것이다. 직접방식과 간접방식은 금융회사를 경유하는지 여부에 따라 구분한 것이다. 패널 A는 각 유형의 인수거래 건수와 비중을 나타낸다. 패널 B는 인수금액과 비중을 나타낸다. 패널C는 각 유형별 인수금액의 평균과 중위수를 나타낸다.

패널 A. 기업인수의 거래건수						
(단위: 건, %)						
	직접방식		간접방식		계	
신주방식	381	(28)	86	(6)	467	(34)
구주방식	827	(60)	89	(6)	916	(66)
계	1,208	(88)	175	(12)	1,383	(100)

패널 B. 기업인수 총액						
(단위: 10억원, %)						
	직접방식		간접방식		계	
신주방식	13,219	(23)	13,419	(24)	32,821	(47)
구주방식	24,556	(43)	5,678	(10)	32,353	(53)
계	31,271	(66)	25,372	(34)	65,174	(100)

패널 C. 평균(중위수) 금액						
(단위: 10억원)						
	직접방식		간접방식		전체	
신주방식	35	[5.8]	156	[12.2]	57	[6.4]
구주방식	30	[7.2]	64	[11.9]	33	[7.4]
계	31	[6.7]	109	[11.9]	41	[7.0]

다음으로 기업인수 전후로 지배주주의 지분율을 살펴본다. 평균적으로 신규 지배주주는 인수가전에도 평균 2%의 지분을 보유하며 인수시점에 지분율의 21%를 취득하여 인수직후 23%를 보유하는 것으로 나타난다. 반면, 기존 지배주주는 인수가전에 신주방식의 경우 13%, 구주방식의 경우 25% 정도의 지분을 보유하고 있었던 것으로 나타난다. 신주방식 인수에서 피인수기업은 재무적 부실과 관련하여 감사 등의 구조조정이 이행되고 있을 가능성이 높으므로 인수시점에 기존지배주주의 지분율이 이미 감소해 있는 경우가 많다. 인수 이후 기존 지배주주의 지분율은 신주방식의 경우 7%, 구주방식의 경우 5%정도로 낮아진다. 신주방식에서는 기존 지배주주가 신규 지배주주에게 주식을 팔지 않지만 신주가 발행됨에 따라 지분율이 희석된다. 반면 구주방식의 기존 지배주주는 기업에 지배권을 행사하지 않을 정도의 수준으로 지분이 낮아진다.

〈표 3〉 지배권 변경 전후의 지배주주의 지분율

이 표는 2004년에서 2017년 사이의 기업인수 건수와 지배권 변경 전후의 기존 및 신규 지배주주의 평균 지분율을 나타낸다. 지배권 변경 방식에 따라 신주방식과 구주방식으로 구분한다.

기업인수 건수				지분율(%)											
연도	계	신주방식	구주방식	신주방식						구주방식					
				기존 지배주주			신규 지배주주			기존 지배주주			신규 지배주주		
				전	후	차이	전	후	차이	전	후	차이	전	후	차이
2004	19	7	12	8.0	1.7	-6.3	0.1	35.3	35.2	32.5	3.1	-29.4	1.2	38.2	37.0
2005	95	26	69	12.8	6.2	-6.6	2.7	22.0	19.4	26.5	7.2	-19.3	1.6	24.6	23.0
2006	134	29	105	12.4	8.8	-3.5	1.1	19.6	18.5	25.4	6.3	-19.1	2.9	23.1	20.2
2007	220	65	155	12.0	6.6	-5.4	1.6	19.8	18.2	22.9	4.1	-18.7	2.0	20.4	18.4
2008	208	59	149	12.0	6.9	-5.1	1.3	22.4	21.1	21.4	4.6	-16.8	2.3	21.5	19.2
2009	145	60	85	12.0	6.8	-5.2	1.4	23.8	22.4	22.9	4.2	-18.6	3.3	25.2	21.9
2010	104	31	73	12.7	7.9	-4.9	1.4	23.8	22.4	25.1	5.5	-19.6	2.2	25.8	23.7
2011	49	13	36	16.6	13.0	-3.6	3.8	34.8	31.0	29.6	7.0	-22.5	3.5	24.7	21.3
2012	54	14	40	13.3	8.0	-5.3	2.3	27.8	25.5	30.0	6.2	-23.9	2.9	27.3	24.4
2013	43	17	26	19.0	9.3	-9.7	1.5	28.7	27.2	25.7	4.7	-21.1	1.4	23.8	22.3
2014	52	19	33	14.1	7.3	-6.8	2.9	25.5	22.5	34.5	4.1	-30.4	2.2	33.1	30.8
2015	80	35	45	15.9	7.7	-8.2	2.8	26.0	23.2	29.3	4.4	-24.9	0.9	26.5	25.6
2016	97	39	58	11.6	6.7	-4.9	1.6	20.3	18.7	24.8	4.4	-20.4	1.3	18.7	17.4
2017	79	30	49	11.9	8.0	-3.9	0.8	18.1	17.3	29.4	3.8	-25.5	1.4	25.2	23.8
총계	1,379	444	935	12.9	7.4	-5.5	1.7	23.0	21.3	25.3	5.0	-20.3	2.2	23.7	21.5

### Ⅲ. 변수의 정의

기업의 재무적 부실(financial distress)은 기업이 지급해야 할 채무를 지급하지 못하는 상태를 의미한다(Wruck 1990; Gilson 1989). 특히, Purnanandam(2008)은 재무적 부실과 파산(insolvency)을 구분하여 재무적 부실은 파산하지 않았지만 기업의 손실로 현금흐름이 낮은 상태라고 정의한다. Opler and Titman(1994) 역시 비슷한 맥락에서 재무적 부실과 파산(default)을 구분되는 개념으로 본다. 본 연구는 Purnanandam (2008)의 정의에 따른다.

재무적 부실을 측정하기 위해서는 주로 재무지표나 예측모형을 이용한다. 주로 사용되는 지표는 이자보상비율(Bruyland and Maeseneire, 2016; Andrade and Kaplan, 1998; Bernanke and Gertler, 1995), 레버리지(Gilson, 1989), 당기순이익(Ang and Nathan, 2011), 연속적인 적자(Wu, 2004; Hertzal and Smith, 1993) 등이 있다. 재무적 부실을 예측하는 모형으로는 Z-score(Altman), O-score(Ohlson) 등이 있다. 본 연구에서는 다양한 사전적 부실 측정치를 이용한다. 본 연구에서는 연속변수 세가지(ROA, Lnintcov, Kscore)와 더미변수 세가지(Deficit, Caper, Dintcov)를 사용하였다. Caper은 자본잠식여부를 나타내는 더미변수이다. 자본잠식은 유가증권 및 코스닥 시장의 상장폐지 요건 중 하나 (유가증권시장 상장규정 제48조, 코스닥시장 상장규정)로 자본잠식이 있는 기업은 재무적으로 부실하다고 볼 수 있다. 본 연구에서는 납입자본 (자본총계-이익잉여금)이 자본총계보다 크거나 같은 경우를 자본잠식으로 보았다. Kscore는 Altman, Eom, and Kim(1995)이 한국기업을 대상으로 부도확률을 예측하기 위하여 도입한 모형으로 이 지수가 낮을수록 기업부실의 위험이 높은 것으로 판단한다. 구체적으로, 상장기업에 대해서는 시가총액을 이용하는 kscore1를, 비상장기업에 대해서는 장부상 자본가액을 이용하는 kscore2를 적용할 수 있다. Altman et al(1995)에 따르면 Kscore1이 -2.00 미만이거나 Kscore2가 -2.30 미만인 경우 잠재적으로 심각한 재무적 부실을 나타내는 반면, Kscore1이나 Kscore2가 0.75를 넘으면 재무적으로 건전한 것으로 본다.

한편, 통제변수로는 기업의 인수 여부 및 인수 방식에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 포함하였다. 기업의 정보비대칭성을 나타내는 변수로 업력(age)과 규모(size)를 포함하였다. 또한 성장성을 통제하기 위하여 매출액증가율과 장부가 대비 시가 비율(MTB)을 포함하였다. 소유구조를 통제하기 위하여 최대주주지분율(lown)과 외국인투자자지분율(fown)을 포함하였다. 대리인 문제를 나타내는 변수로 잉여현금흐름(FCF)을 포함하였다. 유형자산을 통제하기 위하여 유형자산(Tang)을 포함하였다. <표 4>은 주요변수의 정의를 보여주고 있다

〈표 4〉 변수의 정의

변수명	설명
<b>재무적 부실</b>	
ROA	당기순이익/총자산
Lnintcov	Log(영업이익/이자비용 +2)
Kscore	Altman et al(1995)가 한국상장기업을 대상으로 부도확률을 예측하기 위하여 도입한 모형으로 다음과 같이 계산 $Kscore1 = -17.862 + 1.472*(X1) + 3.041*(X2) + 14.839*(X3) + 1.516*(X4)$ $Kscore2 = -18.696 + 1.501*(X1) + 2.706*(X2) + 19.760*(X3) + 1.146*(X4)$ X1: log(총자산) X2: log(매출액/총자산) X3: 이익잉여금/총자산 X4(KS2): 자기자본의 시장가치/총부채 X4'(KS2): 자기자본의 장부가치/총부채
Deficit	2년연속 당기순이익이 음수이면 1, 아니면 0 값을 갖는 더미변수
Caper	자본잠식이면 1, 아니면 0값을 갖는 더미변수. 이 때, 납입자본(자본총계-이익잉여금)이 자본총계보다 크거나 같으면 자본잠식으로 봄
Dintcov	영업이익이 이자비용보다 작으면 1, 아니면 0값을 갖는 더미변수
<b>기타 변수</b>	
Size	Log(총자산)
Lev	총부채/총자산
Cash	현금 및 현금등가물/총자산
Age	설립연도부터의 업력
Sgr	매출액 증가율
Lown	최대주주지분율
Fown	외국인투자지분율
Mtb	자기자본의 시장가치/자기자본의 장부가치
Fcf	영업현금흐름/총자산
Tang	유형자산/총자산

## IV. 분석결과

### 1. 요약통계

먼저 기업인수의 유형별로 피인수기업의 주요 변수에 대한 요약통계를 살펴본다. <표 5>의 패널 A에 따르면, 재무적 부실을 나타내는 더미변수들 (Deficit, Caper, Dintcov)의 값이 모두 0.5 이상으로 피인수기업의 절반이상이 재무적으로 부실한 것으로 나타나고 있다. 또한 피인수되지 않은 상장기업들 (non-target)과 비교할 때 피인수기업들의 재무적 부실은 유의하게 크다. 피인수되지 않은 상장기업들이 평균적으로 흑자이고, kscore가 재무적으로 건전한 상태로 판단하는 0.75보다 큰데 반해, 피인수기업들은 평균적으로 적자이고, kscore1가 재무적 부실상태로 판단하는 임계치인 -2보다 작다. 이 밖에도 피인수기업은 레버리지나 현금보유가 피인수되지 않은 상장기업들에 비해 높다. 피인수기업은 업력, 규모, 성장성, 최대주주지분율, 외국인지분율, 잉여현금흐름 및 유형자산비율 등이 피인수되지 않은 상장기업들에 비해 낮다. 한편, 신주방식을 통해 피인수된 기업의 재무적 부실은 평균적으로 구주방식보다 크다. 신주방식에서는 재무적 부실상태인 피인수기업이 70%~80%에 달하는 반면, 구주방식에서는 40%~50%로 나타난다.

<표 1>에서 절반 정도의 피인수기업이 2번 이상 인수되는 것으로 나타나고 있는데, 이번에는 피인수되었던 기업이 또다시 피인수 될 때, 이전 인수시와 비교하여 재무적 부실이 완화되는지 알아본다. <표 5>의 패널 B는 기업인수 횟수에 따른 피인수기업의 재무적 부실의 정도를 나타낸다. 샘플기간중에 한 번도 피인수되지 않은 경우는 Order=0, 첫번째 피인수시에는 Order=1, 두번째 피인수시에는 Order=2, 세번째 피인수시에는 Order=3, 네번째 이상 피인수시에는 Order=4에 속한다. 결과를 보면, 기업인수 횟수가 증가함에 따라 재무적 부실을 나타내는 연속변수(Roa, Lnintcov, Kscore1)는 단조적으로 감소하고, 더미변수(Deficit, Caper, Dintcov)는 단조적으로 증가하여 기업인수 횟수 증가에 따라 재무적 부실이 심화되는 것을 알 수 있다.

〈표 5〉 피인수기업의 요약통계

이 표는 피인수기업의 요약통계를 보여준다. 패널 A는 피인수기업과 피인수되지 않은 상장기업의 주요 변수들에 대한 요약통계를 보여준다. 패널 B는 기업인수 횟수에 따른 피인수기업의 분포를 보여준다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

패널 A. 피인수기업 유형별 요약통계											
	Target	Non-target	차이		신주방식	구주방식	차이		직접방식	간접방식	차이
N	1383	35522			467	916			1,208	175	
Roa	-0.25	0.01	-0.25 ***		-0.40	-0.17	-0.24 ***		-0.24	-0.26	0.02
Lnintcov	4.66	4.82	-0.16 ***		4.60	4.70	-0.11 ***		4.67	4.63	0.04
Kscore1	-4.68	5.09	-9.78 ***		-11.97	-0.96	-11.01 ***		-4.64	-4.98	0.34 *
Deficit	0.53	0.14	0.38 ***		0.73	0.42	0.31 ***		0.53	0.53	0.00
Caper	0.61	0.21	0.40 ***		0.83	0.50	0.33 ***		0.60	0.67	-0.07 *
Dintcov	0.71	0.30	0.41 ***		0.85	0.64	0.21 ***		0.72	0.69	0.02
Size	17.64	18.43	-0.80 ***		17.62	17.65	-0.02		17.56	18.20	-0.64 ***
Lev	0.55	0.50	0.06 ***		0.71	0.47	0.23 ***		0.54	0.68	-0.14 ***
Cash	0.09	0.08	0.01 ***		0.08	0.09	-0.02 ***		0.09	0.08	0.01
Age	21.97	25.13	-3.16 ***		23.60	21.13	2.47 ***		21.71	23.76	-2.05 **
Sgr	11.34	18.77	-7.42 ***		8.45	12.82	-4.37		12.14	5.76	6.38
Lown	26.23	40.33	-14.1 <sub>1</sub> ***		19.08	29.87	-10.79 ***		26.30	25.73	0.56
Fown	3.33	6.30	-2.96 ***		2.45	3.78	-1.33 ***		3.10	4.97	-1.87 ***
Mtb	2.02	1.36	0.66 ***		2.19	1.94	0.25 *		2.11	1.39	0.72 ***
Fcf	-0.10	0.05	-0.14 ***		-0.21	-0.04	-0.17 ***		-0.10	-0.06	-0.04
Tang	0.26	0.32	-0.05 ***		0.26	0.27	-0.01 ***		0.26	0.30	-0.04 **
패널 B. 지배권 이전 횟수에 따른 피인수기업 요약통계(평균)											
	0	1	2	3	4이상						
N	35,522	733	344	174	132						
Roa	0.01	-0.16	-0.31	-0.38	-0.39						
Lnintcov	2.25	2.05	1.18	1.14	1.01						
Kscore1	5.09	0.06	-7.66	-11.02	-14.80						
Deficit	0.14	0.42	0.60	0.70	0.72						
Caper	0.21	0.46	0.69	0.85	0.89						
Dintcov	0.30	0.61	0.78	0.85	0.89						
Size	18.43	17.84	17.48	17.37	17.28						
Lev	0.50	0.54	0.59	0.55	0.57						
Cash	0.08	0.09	0.09	0.08	0.09						
Age	25.13	21.30	22.16	22.61	24.32						
Sgr	18.77	10.20	14.63	10.10	10.72						
Lown	40.33	30.65	23.82	19.22	17.26						
Fown	6.30	4.36	2.12	1.59	3.07						
Mtb	1.36	1.79	2.27	2.21	2.44						
Fcf	0.05	-0.05	-0.16	-0.14	-0.17						
Tang	0.32	0.28	0.25	0.25	0.24						

다음으로 피인수기업의 기존 지배주주가 자신의 재무적 부실과 관련하여 지배권을 이전하는지 알아보기 위해 매도자의 구성과 특성을 알아본다. <표 6>의 패널 A에 따르면, 최대주주가 개인인 경우가 법인인 경우보다 많다. 최대주주 지분율은 최대주주 본인이 보유한 지분과 그의 특수관계자들이 보유한 지분의 총 합계이고 최대주주가 개인인지 법인인지는 신고에 따르는 것이지만 매도자가 개인으로 신고된 경우 매각시점의 재무적 상태를 알기 어렵다. 한편 매도자가 법인인 경우에도 재무제표가 공시되는 외감법인인 경우에 한하여 매도자의 매각 당시의 재무적 상태를 알 수 있다. 기업인수 샘플 가운데 376개가 매도자의 재무제표 공시 대상인 경우이다. 이 가운데 매도자가 금융회사인 경우, 또는 매각전 지분율이 10% 미만인 경우는 제외하였다. 또한 외감기업 해당 여부는 해마다 변동될 수 있으므로 일부 기업은 재무제표가 매년 공시되지 않아 재무정보의 미비로 제외되었다. 최종적으로 재무정보가 이용 가능한 242개의 매도자를 대상으로 분석하였다.

패널 B는 매도자와 비매도자를 비교한 결과를 보여준다. 비매도자는 매도자와의 비교를 위해 샘플 기간중에 지배권을 이전하지 않은 상장기업의 최대주주로, 기업이면서 지분율이 10% 이상이고 비금융회사인 경우로 한정한다. 매도자는 비매도자보다 재무적으로 부실한 것으로 나타난다. 특히 매도자는 평균적으로 적자이고, Kscore가 음수이다. 2년연속 적자인 경우가 32%, 자본잠식인 경우가 44%, 영업이익으로 이자를 지급하지 못하는 경우가 56%에 이른다. 반면, 비매도자는 평균적으로 흑자이고 Kscore2가 양수이다. 재무적 부실 변수들은 매도자에 비해 유의하게 낮다.

<표 6> 매도자에 대한 요약통계

이 표는 매도자의 구성과 특성을 나타낸다. 패널 A는 매도자의 구성을 보여준다. 패널B 는 매도자와 비매도자 간의 특성을 비교하여 나타낸다. 매도자는 샘플기간중에 지배권을 이전한 상장기업의 최대주주로서 비금융회사이고 지분율이 10%이상인 기업이다. 비매도자는 샘플기간중에 지배권을 이전하지 않은 상장기업의 최대주주로서 비금융회사이고 지분율이 10%이상인 기업이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

패널 A. 매도자의 구성		
기업		545
	비외감기업	169
	외감기업	376
개인		829
미확인		9
계		1,383

패널 B. 매도자와 비매도자의 비교통계			
	매도자	비매도자	차이
N	242	4,195	
Roa	-0.08	0.04	-0.12 ***
Lnintcov	4.65	4.87	-0.22 ***
Kcore2	-1.20	10.68	-11.88 ***
Deficit	0.32	0.06	0.25 ***
Caper	0.44	0.12	0.32 ***
Dntcov	0.56	0.20	0.36 ***
Size	18.45	19.89	-1.44 ***
Lev	0.59	0.39	0.20 ***
Cash	0.06	0.04	0.01 ***
Age	23.75	35.16	-11.40 ***
Sgr	0.20	0.15	0.05
Fcf	-0.02	0.05	-0.07 ***
Tang	0.20	0.22	-0.02 *

## 2. 실증분석

앞선 가설들을 검증하기 위해 실증분석을 실시하였다. 먼저, 피인수기업의 재무적 부실이 기업인수 여부를 결정하는 주요 요인일 것이라는 가설을 검증해보았다. 예상한 바와 같이 피인수기업의 재무적 부실 여부는 인수여부에 영향을 미치는 요인으로 나타났으며, 특히 피인수기업의 재무적 부실이 심각할수록 반복적으로 피인수될 가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 한편, 피인수기업의 재무적 부실이 인수방식에도 영향을 미치는지 분석해보았다. 분석결과 재무적 부실이 심할수록 구주방식보다는 신주방식이 사용될 확률이 높게 나타났다. 이는 피인수기업의 심각한 재무적 부실로 인해 기존 지배주주의 협상력이 약화되어 지배권 인수시점에 대가를 지급받지 못하는 상대적으로 불리한 신주방식을 수용하게 됨을 시사한다. 한편, 피인수기업의 기존 지배주주 자신의 재무적 부실로 인해 자회사를 매각함으로써 기업인수가 발생하는지 확인해보았다. 대체로 기존 지배주주의 재무적 부실이 심각할수록 지배권을 유지하는데 어려움이 발생하여 지배권을 이전하는 것으로 나타났지만, 일부 변수들(Lnintcov, Kscore2)은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

한편, 지배권시장의 규율적 역할이 타당하게 작동하여 지배권이 더 효율적인 경영자에게 이전되는지, 아니면 대리인 문제가 더 큰 지배주주에게 이전되는지를 확인하기 위해 지배권 이전 이후의 성과를 분석해보았다. 분석결과 피인수기업과 인수기업 모두 지배권 이전 이후 재무적 부실이 악화되는 것으로 나타나 지배권의 이전이 효율적으로 이루어지지 않는 것으로 나타났다. 강건성을 확인하기 위하여 성향분석짝짓기(Propensity Score Matching) 방법을 통해 피인수되지 않은 상장기업 가운데 피인수기업과 규모, 성장성, 자본구조, 업력 및 유동성 등이 비슷한 기업을 선정해 매칭시점을 전후로 재무적 부실의 변화를 확인하였으나 유의한 변화가 나타나지 않았다. 따라서 피인수기업의 재무적 부실 악화는 지배권 이전에 기인한 것으로 볼 수 있다.

## V. 맺음말

본 연구는 우리나라에서 기업인수는 피인수기업의 재무적 부실이 심각해지는 상황에서 발생하는 경향이 있으며 일부 기업이 반복해서 피인수되는 경향이 있음을 보여준다. 한편, 기업이 재무적 부실을 해소하기 위해 외부자금의 조달이 필요하므로 재무적으로 부실한 피인수기업은 신주를 발행하는 방식으로 지배권을 이전하는 경향이 있음을 밝힌다. 또한 피인수기업의 기존 지배주주의 재무적 부실 역시 기업인수의 발생원인이 될 수 있음을 보여준다. 그러나 피인수기업 또는 그 지배주주의 재무적 부실을 해소하기 위한 기업인수는 재무적 부실을 악화시키고 피인수기업이 반복하여 피인수되는 결과를 초래한다. 본 연구는 지배권을 이전하는 방식의 기업인수가 발생하는 원인과 그 성과를 평가한 최초의 연구라는 점에서 의의가 있다. 또한 기존에 연구되어온 기업인수 방식인 구주방식에 더하여 지배권을 이전하는 동시에 재무적 부실을 해소할 수 있는 신주방식을 소개한다. 정책적으로는 기업 구조조정을 위한 방법으로 광범위하게 활용되고 있는 기업인수가 실제로는 재무적 부실을 해소하지 못하고 대리인 문제를 심화시킬 수 있음을 시사한다.

## 〈참고문헌〉

- 이상원, 강경이 (2009), “회생절차로서 M&A의 결정요인과 주식성가에 관한 실증분석,”  
회계연구 14(2): 117-148.
- Altman, Edward, Young Ho Eom, Dong Won Kim (1995), Failure prediction:  
evidence from Korea, *Journal of International Financial Management  
and Accounting* 6(3): 230-249.
- Andrade, Gregor, Steven N. Kaplan (1998), How costly is financial (not  
economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that  
became distressed, *Journal of Finance* 53(5): 1443-493.
- Ang, James, Mauck, Nathan (2011), Fire sale acquisitions: Myth vs. reality,  
*Journal of Banking & Finance* 35: 532-543.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler (1995), Inside the black box: The credit  
channel of monetary policy transmission, *The Journal of Economic  
Perspectives* 9(4): 27-48.
- Boone, Audra L., J. Harold Mulherin (2007), Do termination provisions  
truncate the takeover bidding process?, *The Review of Financial Studies*  
20(2): 461-489.
- Bruyland, Evy, Wouter de Maeseneire (2016), The risk effects of acquiring  
distressed firms, *Journal of Business Finance & Accounting* 43(9-10):  
1297-1324.
- Burkart, Mike, Gromb, Denis, Panunzi, Fausto (1998), Block premia in  
transfers of corporate control, *Working paper*, London School of  
Economics and Political Science
- Burkart, Mike, Gromb, Denis, Panunzi, Fausto (2000), Agency conflicts in  
public and negotiated transfers of corporate control, *Journal of Finance*  
55(2): 647-677.
- Cronqvist, Henrik, Nilsson, Mattias (2005), The choice between rights  
offerings and private equity placements, *Journal of Financial Economics*  
78(2): 375-407.

- Dyck, Alexander and Luigi Zingales (2004), Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance* 59(2): 537-600.
- Eckbo, B. Espen (2009), Bidding strategies and takeover premiums: A review, *Journal of Corporate Finance* 15: 149-178.
- Gilson, Stuart C. (1989), Management turnover and financial distress, *Journal of Financial Economics* 25: 241-262.
- Hertzel, Michael, Richard L. Smith (1993), Market discounts and shareholder gains for Placing Equity Privately, *Journal of Finance* 48(2): 459-485.
- Högfeldt, Peter, Andris Oborenko (2005), Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure?, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Research Paper* 72: 1-46.
- Kim, Woojin (2012), Investor protection and the mode of acquisition: Implications for ownership dilution and formation of pyramid, *Financial Management* 41(1): 55-93.
- Mitchell, Mark L. and Kenneth Lehn (1990), Do bad bidders become good targets?, *Journal of Political Economy* 98(2): 372-398.
- Nenova, Tatiana (2003), The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 68(3): 325-351.
- Opler and Ttman (1994), Financial distress and corporate performance, *Journal of Finance* 49(3): 1015-1040.
- Purnanandam, Amiyatosh (2008), Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence, *Journal of Financial Economics* 87: 706-739.
- Wruck, Karen Hopper (1990), Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics* 27(1): 419-444.
- Wu, YiLin (2004), The choice of equity-selling mechanisms, *Journal of Financial Economics* 74(1): 93-119.

# 일감몰아주기 현황과 사익편취 방지를 위한 정책과제

연구논단Ⅳ

박상인<sup>1)</sup> | 서울대학교 행정대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

총수 있는 대규모기업집단(이하 '재벌') 계열사 간의 일감몰아주기를 통해 총수일가가 사익을 편취하는 행위는 2012년 대선에서 주요 경제 이슈 중 하나였다. 여야 대선 후보 공히 이에 대한 규제를 공약했는데, 그 결과로 2013년 8월에 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 '공정거래법')에 '제23조의2'가 새로이 도입되었다. 이를 위반할 경우 공정거래위원회(이하 '공정위')는 공정거래법 제24조에 따라 해당 특수관계인(총수일가)에 대한 부당한 이익제공행위의 중지 및 재발방지를 위한 조치, 계약조항의 삭제, 시정명령을 받은 사실의 공표, 기타 시정을 위한 필요한 조치를 명할 수 있으며, 동법 제24조의2 제2항에 의해 과징금을 부과할 수 있다.

그러나 이 새로운 규제의 도입 이후에 이의 실효성과 정합성에 대한 의문이 지속적으로 제기되어왔다. 2018년 6월에 발표된 공정위의 보도자료<sup>2)</sup>에 의하더라도, "사익편취 규제 시행 이후 규제대상 회사의 내부거래 비중은 일시 하락하였다가 증가세로 반전되었고, 사각지대 회사들은 처음부터 내부거래 비중이 규제대상을 상회하는 상태가 지속"되고 있음을 인정하고 있다.

이 글에서는 2014년 2월에 일감몰아주기 규제 시행 전후로 10대 재벌 계열사들의 내부거래 규모가 상장회사 여부 및 총수일가의 직접 지분을 수준에 따라 어떻게 변화되었는지를 분석하고, 실효적인 규제를 위한 정책적 처방을 논의하고자 한다. 특히 매출 회사에 해당하는 지원객체에 대한 총수일가의 직접지분율에 의존한 규제에서 벗어나, 이스라엘, 인도, 캐나다, 호주, 홍콩 등에서 시행중인 MoM(Majority of Minority) 방

1) 서울대학교 행정대학원 교수, e-mail: sanpark@snu.ac.kr.

2) 공정거래위원회, [보도자료] 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과, 2018.06.25.

식의 도입을 검토할 필요가 있음을 살펴본다. MoM 방식이란 비지배주주의 이익에 반할 수 있는 내부거래 등의 안전에 대해서는 “지배주주가 실질적으로 행사하는 의결권을 제외한 나머지 주주들의 의결권의 과반수를 획득해야 하는 방식”<sup>3)</sup>을 의미한다.

## II. 2014년에 도입된 일감몰아주기 규제의 문제점

재벌 계열사 간의 일감몰아주기를 통한 총수일가의 사익편취 행위를 규율하기 위해 2013년 8월에 공정거래법에 제23조의2가 새로이 도입되었다. 그러나 동 조항과 동 조항에 따른 시행령은 두 가지 측면에서 실효성 있는 규율에 실패하고 있는 실정이다. 이하에서는 이와 관련된 두 가지 쟁점을 보다 구체적으로 살펴보기로 한다.

### 1. 규제 대상 선정의 문제

공정거래법에 제23조의2는 “특수관계인(동일인 및 그 친족에 한정한다. 이하 이 조에서 같다)이나 특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니 된다. 이 경우 각 호에 해당하는 행위의 유형 또는 기준은 대통령령으로 정한다.”<sup>4)</sup>라고 규정하고 있으며, 이에 의거해 공정거래법 시행령 제38조는 “법 제23조의2(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지)제1항 각 호 외의 부분 전단에서 “특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사”란 동일인이 단독으로 또는 동일인의 친족[제3조의2(기업집단으로부터의 제외)제1항에 따라 동일인관련자로부터 분리된 자는 제외한다]과 합하여 발행주식 총수의 100분의 30(주권상장법인이 아닌 회사의 경우에는 100분의 20) 이상을 소유하고 있는 계열회사를 말한다.”라고 규정하고 있다.

따라서 사익편취를 위한 일감몰아주기 규제의 대상이 되는 기업은 총수일가 지분율이 상장회사의 경우 30%, 비상장회사의 경우 20% 이상인 계열사로 한정되게 되었다. 이런 규제 대상의 지정은 동 조항이 적용되기 시작한 2014년 2월 이전에 규제 대상 기업들이 총수일가의 지분 매각, 비상장회사의 상장 등을 통해 규제를 회피할 유인을 제공하였다. 실제로 2018년 6월에 발표된 공정위의 보도자료<sup>5)</sup>는 이런 규제 회피 사례들을 예시하고 있다.

3) 박상인(2017).

4) 공정거래법에서 사용되는 ‘특수관계인’은 재벌총수일가를, ‘동일인’은 재벌총수를 지칭한다고 이해할 수 있다.

### (1) HDC(현대산업개발)그룹의 HDC아이콘트롤스 사례

규제 시행 이전에 총수가 51.1%의 지분율을 유지하다가, 규제 시행 직후인 2014년 7월에 계열사에 지분 6.99%를 처분하여 44.1%로 지분율 감소시키고, 다시 2015년에 유상증자로 총수의 지분율을 44.1%에서 29.9%로 감소시킨 후에 회사를 상장하여 사익 편취 규제 대상에서 벗어났다. 이에 반해 2013년부터 2017년까지 내부거래 규모는 1.9배(878억 원→1,725억 원) 증가했으며, 내부거래 비중도 50~70%대로 매우 높은 수준을 유지하고 있다.

### (2) 현대자동차그룹의 이노션 사례

총수일가 지분율 100%로 설립된 후 2013년부터 2015년까지 총수일가의 지분 매각(매각 후 지분율 29.9%) 및 상장(2015년 7월)을 통해 사익편취 규제 대상에서 벗어났다. 2013년부터 2017년까지 내부거래 규모는 1.7배(1,376억 원→2,407억 원) 증가했으며, 내부거래 비중은 40%대 수준을 유지하다가 2015년부터 50%를 초과했다.

### (3) 현대자동차그룹의 현대글로벌비스 사례

총수일가가 43.4%의 지분을 보유하다가 규제 시행 이후인 2015년 2월에 지분율을 29.9%로 감소시켜 사익편취 규제 대상에서 벗어났다. 계열사와의 내부거래를 통하여 성장한 전형적인 기업으로 설립 후 단숨에 업계 최상위 수준의 매출액을 달성했다.

### (4) 삼성그룹의 삼성웰스토리 사례

1982년 그룹 내 연수원의 급식 및 식음료 서비스 업체에서 시작했는데, 사익편취 규제의 도입 직전인 2013년에 물적 분할을 통해 (현재) 삼성물산의 100% 자회사가 됨으로써 규제 대상에서 벗어났다. 내부거래 비중은 꾸준히 36%~40% 수준으로 유지되었으며, 전체 매출액(2017년 기준 1.73조 원)의 1/3 이상이 계열사와 수의계약을 통해 이루어졌다. 특히 연간 당기순이익 대부분을 배당으로 지급하고 있어 배당 성향(배당 지급률)이 2017년 기준 114.6%로 상당히 높다<sup>5)</sup>.

## 2. '부당성' 판단의 문제

이와 같이 규제대상 기업들의 적극적인 규제 회피로 인해 공정거래법 제23조의2의 적용 사례는 드문 형편이다. 2017년에 이르러서야 공정위는 제23조의2를 적용한 첫

5) 공정거래위원회, [보도자료] 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과, 2018.06.25.

6) 2017년 상장사 평균 배당 성향은 16.2%이었다.

사례로 대한항공 사건을 의결한 바 있다<sup>7)</sup>. 그러나 2017년 9월 1일에 공정거래법 제23조의2를 적용한 첫 번째 판결로서, 서울고등법원(이하 ‘서울고법’)은 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 내부거래(일감맡아주기)에 대한 공정위의 시정명령 및 과징금부과처분을 취소한다고 선고하였다<sup>8)</sup>.

이와 같은 서울고법의 판결은 현행 사익편취 규제법안인 공정거래법 제23조의2의 적용과 관련하여 총수 일가의 지분율 요건 및 각 호의 행위요건을 충족시키는 경우 곧바로 위법성이 인정될 수 있는 것인지, 아니면 ‘부당이익 귀속성’에 대한 별도의 판단이 필요한 것인지 여부에 대한 법원의 기준을 처음 제시한 것이었다.<sup>9)</sup>

싸이버스카이는 조양호 회장의 세 자녀(조현아, 조원태, 조현민)가 지분 100%를 보유한 회사로서, 기내잡지(모닝 컵) 광고, 대한항공 기내에서의 면세품 판매, 비행기 모형 등 로고상품 통신판매, 웹사이트 유지 보수 서비스 등이 주요 업무이며, 총 매출 중 대한항공과의 내부거래 비중이 2014년 81%, 2015년 56%를 각각 차지하는 등 매출의 주요 부분이 한진 그룹 계열사와의 내부거래에서 발생했다. 유니컨버스는 조양호 회장과 세 자녀가 지분 94.5%를 보유하고, 나머지는 계열사인 한진정보통신이 보유한 회사로서, 대한항공의 콜센터의 위탁 운영과 전산시스템 장비의 유지보수가 주요 업무였으며, 2014년과 2015년에 한진 그룹 계열사와의 내부거래 비중은 각각 78.1%, 73.6%에 달했다.

대한항공과 싸이버스카이, 유니컨버스 간의 거래 행위 중 당초 공정위에서 문제 삼은 것은 7개였지만, 심의 결과 4개 행위에 대해서만 법 제23조의2를 위반한 행위로 의결했는데, 공정위는 위 4개의 행위가 정상적인 거래에서 적용되거나 적용될 것으로 판단되는 조건보다 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시켰으므로 공정거래법 제23조의2 제1항 제1호, 제3항을 위반하였다고 판단하고, 2017년 1월 10일 대한항공 등에게 시정명령 및 과징금납부명령 처분을 했다.

7) 공정거래위원회 의결 제2017-009호 2017. 1. 10. 2016제갑0883.

8) 서울고등법원 2017. 9. 1. 선고2017누36153 판결.

9) 이상훈·김도희(2017).

〈표 1〉 대한항공 일감몰아주기 사건에 대한 공정위 의결 내용

위반내용	위반기간	위반금액
대한항공, 싸이버스카이 간의 싸이버스카이숍 광고수입 수취 관련 행위	2015. 2. 15. ~ 2015. 11. 8.	3,719,384원
대한항공, 싸이버스카이 간의 통신판매수수료 면제 관련 행위	2015. 2. 15. ~ 2015. 3. 31.	1,614,600원
대한항공, 싸이버스카이 간의 판촉물 매입가격 인상 관련 행위	2015. 2. 15. ~ 2015. 11. 8.	123,973,125원
대한항공, 유니컨버스간의 콜센터 시스템사용료 및 유지보수료 지급 관련 행위	2015. 1. 1. ~ 2016. 4. 30.	766,308,544원

그러나 서울고법은 공정거래법 제23조의2의 적용과 관련하여 총수 일가의 지분을 요건 및 각 호의 행위요건을 충족시키는 경우에도 ‘부당이익 귀속성’에 대한 별도의 판단이 필요하다고 판단하였으며, 규제대상인 사익편취행위의 위법성 지표인 ‘부당성’을 경제력 집중의 우려로 파악하였다<sup>10)</sup>. 그런데 사익편취를 통해 경제력 집중의 우려를 야기할 만한 규모의 일감몰아주기를 입증하기란 사실상 불가능하므로, 이와 같은 서울고법의 판결이 대법원에서 인용된다면, 공정거래법 제23조의2에서 규정한 일감몰아주기 규제는 사실상 사문화될 개연성이 매우 높다<sup>11)</sup>.

### III. 2009년부터 2017년까지 10대 재벌의 내부거래 분석

이 장에서는 공정거래법 제23조의2의 도입이 10대 재벌 계열사 간의 내부거래에 어떤 영향을 실제로 끼쳤는지를 살펴보기 위해서, 10대 재벌의 내부거래 추이를 공정거래법 제23조의2가 적용되기 시작한 2014년을 전후해 비교해본다<sup>12)</sup>.

#### 1. 연구 대상 및 자료 개관

공정위에 의해 매년 5월 초 (2016년까지는 4월 초) 지정되는 대규모기업집단 중에서 총수 있는 10대 기업집단<sup>13)</sup> 계열사 간 상품·용역 거래를 파악하기 위해서, 전자공시시

10) 이선희 (2017).

11) 이은정 (2018).

12) 박상인 외. (2018)의 자료 일부를 사용해 분석했다.

13) 공정위에 의해 지정되는 대규모기업집단은 2009~2016년에는 자산총액 5조원 이상의 상호출자제한 기업집단을 의미하고, 2017년부터는 자산총액 10조원 이상의 상호출자제한 기업집단 및 이를 포함한 자산총액 5조원 이상의

스텝(DART)의 ‘대규모기업집단 현황 공시의 ‘4.(5) 계열회사간 상품·용역거래 현황’ 자료를 사용한다<sup>14)</sup>. 아래에서 ‘상장계열사’란 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 회사를 의미한다. 또한 각 연도는 실제 거래가 이뤄진 기간을 기준으로 삼는다. 예를 들어, 2010년 초에 공시된 자료는 2009년 자료라고 표기한다. 한편 2010, 2011년에는 해외 계열사에 대한 매출액은 별도로 공시하지 않았으므로, 이하의 분석에서 2009년과 2010년 기간 동안은 매출액 대비 국내외 계열사와의 내부거래비중은 산출되지 않았다.

지분율 및 배당청구권은 OPNI(기업집단포털)의 소유지분자료를 이용해 계산하였다. 다만 실제 공정위의 사익편취 규제 적용 시에 지분율을 산출하는 시점과 OPNI에 공개된 소유지분자료의 시점이 조금씩 다르기에 2018년 6월 공정위 보도자료에서의 내부거래 비중과 다소 다를 수 있다.

## 2. 10대 재벌의 내부거래 현황

### (1) 전체 계열사

10대 재벌에 속하는 기업의 수는 475~621개로서, 2012년까지 증가하다가 그 이후 등락을 거쳐 2017년부터 다시 증가하고 있다. 10대 재벌의 각 계열사는 평균적으로 8.6~10.0개의 국내 계열사와 내부거래를 하고 있는 것으로 나타났는데, 2014년을 일시적으로 조금 감소했으나 2015년부터 다시 증가하다가 2018년에 다시 조금 감소했다.

〈표 2〉 10대 재벌의 연도별 내부거래 비중

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (C)	국내 내부거래비중 (A/C)	국내+해외 내부거래비중 (B/C)	기업수
2009	89,094,833	n/a	668,301,399	13.33	.	475
2010	108,584,359	n/a	819,884,669	13.24	.	537
2011	138,867,412	327,095,678	946,344,680	14.67	34.56	554
2012	136,968,490	360,568,587	1,020,698,613	13.42	35.33	540
2013	140,154,531	455,286,827	1,022,545,138	13.71	44.52	550
2014	142,618,251	434,306,111	1,014,634,405	14.06	42.80	543
2015	122,029,267	409,614,115	954,502,174	12.78	42.91	547
2016	121,876,013	407,607,658	946,159,662	12.88	43.08	567
2017	142,007,672	471,922,959	1,038,652,894	13.67	45.44	621

(자료출처: DART)

공시대상 기업집단을 의미한다.

14) 자료에는 금융계열사도 포함되어 있다. 자세한 내용은 박상인 외. (2018)을 참고,

〈표 2〉에서 주목되는 점은 규제가 시행되기 직전 해인 2013년에 해외계열사를 이용한 내부거래가 급증했다는 사실이다. 또한 국내계열사와의 내부거래 비중은 2015년 이후 감소하거나 다시 약간 증가해도 2014년 수준에는 여전히 못 미치고 있다. 그러나 공정위 보도자료와 달리<sup>15)</sup>, 해외계열사와의 내부거래를 포함한 전체 내부거래 비중은 2014년 이후에도 여전히 증가세를 유지하고 있다. 결국, 2014년 일감몰아주기 규제 시행은 재벌들이 해외계열사를 이용한 내부거래 비중을 급격히 증가시키는 유인을 제공했으며, 전체 내부거래 비중의 증가 추세에 영향을 미치지 못 했다는 합리적 의심을 낳게 한다.

## (2) 상장계열사

분석기간 동안 10대 재벌 계열사들 중 88~98개의 기업이 상장되어 있었으며 평균적으로 거래하는 국내 계열사의 수는 18.1~22.9개로서 전체 재벌의 상장계열사의 경우보다 4.5~8.0개 많고, 10대 재벌의 전체계열사의 경우보다 2배 이상 많은 것으로 나타났다.

〈표 3〉 10대 재벌 상장계열사의 연도별 내부거래 비중

(단위: 백만 원,%)

	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2009	44,805,367	n/a	500,459,573	8.95	.	88
2010	59,572,039	n/a	634,666,593	9.39	.	91
2011	59,171,343	209,433,460	664,512,973	8.90	31.52	91
2012	59,560,505	240,919,279	719,137,169	8.28	33.50	91
2013	58,755,872	310,741,186	718,943,505	8.17	43.22	92
2014	60,581,850	299,169,873	722,983,801	8.38	41.38	96
2015	54,783,906	291,669,106	695,197,451	7.88	41.95	89
2016	57,157,596	293,396,109	688,744,912	8.30	42.60	93
2017	62,454,339	339,227,808	737,395,083	8.47	46.00	98

(자료출처: DART)

〈표 2〉의 전체 계열사의 경우와 동일하게, 규제가 시행되기 직전 해인 2013년에 해외계열사를 이용한 내부거래가 급증했다. 그러나 한 가지 주목할 만한 사실은 상장 계

15) 공정거래위원회, [보도자료] 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과, 2018.06.25.

열사의 경우에 해외 계열사에 대한 매출 비중이 국내 계열사에 대한 비중보다 월등하게 높다는 점이다. 한편 국내계열사와의 내부거래 비중은 2015년에 감소했다가 다시 증가해 2017년에는 2014년 수준을 넘어섰다. 해외계열사와의 내부거래를 포함한 전체 내부거래 비중도 국내계열사와의 내부거래 비중과 시계열적으로 동일한 패턴을 보이고 있다.

### (3) 비상장계열사

이 범주에 속한 기업의 수는 387~523개로서 대략적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 평균적으로 거래하는 국내 계열사수는 6.4~7.5개로서 전체 재벌의 비상장계열사의 경우보다 1.5~3.0개 많고, 10대 재벌의 상장계열사의 경우에 비해 3분의 1정도에 지나지 않는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 10대 재벌 비상장계열사의 연도별 내부거래 비중

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (C)	국내 내부거래비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2009	44,289,466	n/a	167,841,826	26.39	.	387
2010	49,012,320	n/a	185,218,076	26.46	.	446
2011	79,696,069	117,662,218	281,831,707	28.28	41.75	463
2012	77,407,985	119,649,308	301,561,444	25.67	39.68	449
2013	81,398,659	144,545,641	303,601,633	26.81	47.61	458
2014	82,036,401	135,136,238	291,650,604	28.13	46.33	447
2015	67,245,361	117,945,009	259,304,723	25.93	45.49	458
2016	64,718,417	114,211,549	257,414,750	25.14	44.37	474
2017	79,553,333	132,695,151	301,257,811	26.41	44.05	523

(자료출처: DART)

〈표 2〉와 〈표 3〉의 경우와 동일하게, 규제가 시행되기 직전 해인 2013년에 해외계열사를 이용한 내부거래가 급증했다. 그러나 상장 계열사와 달리, 비상장 계열사의 경우에 해외 계열사에 대한 매출 비중보다 국내 계열사에 대한 비중이 더 높다. 한편 국내계열사와의 내부거래 비중은 2015년 이후 감소하거나 다시 약간 증가해도 2014년 수준에는 여전히 못 미치고 있다. 그러나 해외계열사와의 내부거래를 포함한 전체 내부거래 비중은 2014년 이후에도 감소세를 유지하고 있다.

### 3. 직접지분율과 내부거래

직접지분율은 회사의 발행주식 총수 중 총수일가가 직접적으로 보유하고 있는 주식의 비율로 산정된다. 이 때 발행주식 총수에는 일반주, 우선주, 자사주 등이 모두 포함된다<sup>16)</sup>.

현행 사익편취 규제 기준은 상장기업에 대해서는 총수일가의 직접지분율이 30% 이상이고, 비상장기업에 대해서는 20% 이상이므로, 아래 분석에서는 직접지분율이 20% 미만, 20% 이상 30% 미만, 그리고 30% 이상인 구간으로 나누어 2014년 일감몰아주기 규제 시행 전후로 구간 별 내부거래의 변화를 살펴보기로 한다.

#### (1) 상장 계열사

자산총액 기준 상위 10대 재벌의 상장 계열사만으로 직접지분율 구간별 내부거래 변화를 분석하면 다음과 같다.

〈표 5〉 총수일가 직접지분율 구간별 상장계열사 내부거래 비중

(단위: 백만 원, %)

	총수일가 직접지분율 구간	국내계열사내 부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2009	30%이상	3,426,761	.	21,992,189	15.58	.	8
	20%~30%	788,406	.	7,376,925	10.69	.	1
	20%미만	40,590,200	.	471,090,459	8.62	.	79
2010	30%이상	5,038,118	.	28,366,151	17.76	.	8
	20%~30%	1,500,375	.	34,070,577	4.40	.	2
	20%미만	53,033,546	.	572,229,865	9.27	.	81
2011	30%이상	5,877,907	10,091,489	32,520,024	18.07	31.03	8
	20%~30%	562,913	575,929	31,253,446	1.80	1.84	2
	20%미만	52,730,523	198,766,042	600,739,503	8.78	33.09	81
2012	30%이상	5,719,902	10,748,128	18,788,218	30.44	57.21	7
	20%~30%	1,108,303	1,123,213	55,036,108	2.01	2.04	3
	20%미만	52,732,300	229,047,938	645,312,843	8.17	35.49	81
2013	30%이상	4,558,528	10,027,149	19,262,815	23.66	52.05	6
	20%~30%	1,122,786	1,204,977	44,198,902	2.54	2.73	4
	20%미만	53,074,558	299,509,060	655,481,788	8.10	45.69	82
2014	30%이상	2,829,398	4,032,805	13,242,141	21.37	30.45	8
	20%~30%	3,982,496	8,936,078	62,559,299	6.37	14.28	5
	20%미만	53,769,956	286,200,990	647,182,361	8.31	44.22	83

16) 공정거래위원회, 총수일가 사익편취 금지규정 가이드라인 (2016. 12), 6면

	총수일가 직접지분율 구간	국내계열사내 부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2015	30%이상	4,015,095	5,815,338	19,310,104	20.79	30.12	8
	20%~30%	4,573,834	9,783,767	66,120,360	6.92	14.80	7
	20%미만	46,194,977	276,070,001	609,766,987	7.58	45.27	74
2016	30%이상	2,453,617	3,487,312	11,671,027	21.02	29.88	7
	20%~30%	8,052,511	15,973,815	101,028,342	7.97	15.81	11
	20%미만	46,651,468	273,934,982	576,045,543	8.10	47.55	75
2017	30%이상	6,107,970	9,413,571	29,653,514	20.60	31.75	9
	20%~30%	5,474,388	11,652,717	71,340,696	7.67	16.33	9
	20%미만	50,871,981	318,161,520	636,400,873	7.99	49.99	80

(자료출처: DART)

규제가 시행되기 이전인 2013년에는 총수일가의 직접지분율이 30% 이상인 상장 계열사들의 전체 내부거래 비중이 52%까지 치솟았으나, 규제회피를 위해 지분율을 30% 미만으로 낮춘 상장 계열사들의 영향으로 (해당 구간의 계열사 수의 증가에도 불구하고) 2014년부터는 지분율 30% 이상인 계열사들의 내부거래 비중은 30%로 급격하게 하락했다. 이에 반해 2013년에 총수일가 직접지분율이 20%에서 30% 미만인 계열사들의 내부거래 비중은 2.7%로 미미했으나 2014년에는 14.2%로 급증했다. 한편 총수일가 직접지분율이 20% 미만은 계열사들의 지속적인 상승 기초를 유지했다.

## (2) 비상장 계열사

〈표 6〉 총수일가 직접지분율 구간별 10대 재벌 비상장계열사 내부거래 비중

(단위: 백만 원, %)

	총수일가 직접지분율 구간	국내계열사 내부거래 총액 (A)	해외 계열사를 포함한 내부거래 총액(B)	총매출액 (C)	국내 내부 거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수		
							해당 총 기업수	국내 매출액 200억 미만	국내+ 해외 200억 미만
2009	30%이상	4,153,875	.	9,120,060	45.55	.	42	28	.
	20%~30%	1,944,279	.	26,143,784	7.44	.	4	2	.
	20%미만	38,191,312	.	132,577,982	28.81	.	341		
2010	30%이상	4,297,872	.	10,584,207	40.61	.	46	31	.
	20%~30%	16,510	.	188,906	8.74	.	3	3	.
	20%미만	44,697,938	.	174,444,963	25.62	.	397		

	총수일가 직접지분율 구간	국내계열사 내부거래 총액 (A)	해외 계열사를 포함한 내부거래 총액(B)	총매출액 (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수		
							해당 총 기업수	국내 매출액 200억 미만	국내+ 해외 200억 미만
2011	30%이상	6,275,554	6,418,829	13,982,317	44.88	45.91	48	29	29
	20%~30%	18,520	18,520	174,396	10.62	10.62	2	2	2
	20%미만	73,401,995	111,224,869	267,674,994	27.42	41.55	413		
2012	30%이상	7,644,986	7,846,335	15,896,126	48.09	49.36	48	29	18
	20%~30%	67,304	68,198	222,428	30.26	30.66	3	2	2
	20%미만	69,695,695	111,734,775	285,442,890	24.42	39.14	398		
2013	30%이상	5,059,167	5,226,404	14,916,655	33.92	35.04	44	30	30
	20%~30%	72,067	73,043	205,196	35.12	35.60	3	1	1
	20%미만	76,267,425	139,246,194	288,479,782	26.44	48.27	411		
2014	30%이상	1,290,566	1,313,017	4,402,819	29.31	29.82	38	29	29
	20%~30%	869,032	934,180	1,197,098	72.59	78.04	4	1	1
	20%미만	79,876,803	132,889,041	286,050,687	27.92	46.46	405		
2015	30%이상	982,054	1,002,144	3,760,951	26.11	26.65	26	21	21
	20%~30%	521,562	524,956	686,101	76.02	76.51	3	2	2
	20%미만	65,741,745	116,417,909	254,857,671	25.80	45.68	429		
2016	30%이상	576,456	605,278	2,322,429	24.82	26.06	23	18	18
	20%~30%	572,548	582,655	706,773	81.01	82.44	3	2	2
	20%미만	63,569,413	113,023,616	254,385,548	24.99	44.43	448		
2017	30%이상	431,560	438,384	2,263,010	19.07	19.37	19	17	17
	20%~30%	3,593	3,593	76,060	4.72	4.72	2	2	2
	20%미만	79,121,770	132,256,764	298,976,490	26.46	44.24	502		

(자료출처: DART)

10대 재벌의 비상장 계열사에 대한 총수일가의 직접지분율 구간에 따라 내부거래 비중을 분석하면 다음과 같다.

먼저, 총수일가의 직접지분율이 30% 이상인 계열사들의 내부거래 비중은 지속적으로 감소하고 있으며, 특히 2017년에는 급감했다. 이에 반해, 총수일가의 직접지분율이 20% 이상이고 30% 미만인 계열사들의 내부거래 비중은 2014년부터 2016년 3년간 76.5%에서 82.4%로 매우 높은 수준을 유지하다가, 2017년에는 4.7%로 급감했는데, 이 구간에 속하는 10대 재벌 계열사가 3개에 불과하고, 이 중에서 롯데정보통신이 2017년 11월1일 물적분할되어 투자부문과 사업부문으로 분할되고, 사업부문인 롯데정보통신(신)이 2018년 1월1일 롯데지주의 100% 자회사로 롯데그룹에 새로 계열편입되었는데, 물적분할 되기 전 2017년도 롯데정보통신의 상품용역거래 관련 공시가 미비

한 관계로 통계에서 누락되었기 때문이다. 한편 총수일가의 직접지분율이 20% 미만인 계열사들의 내부거래 비중은 39%에서 46%로 안정적으로 유지되고 있다.

비상장 계열사들의 경우에는 총수일가의 지분율이 30%를 상회하는 기업들이 여전히 상당수이다. 그런데 이들 기업은 내부거래 금액이 200억 미만이어서 규제 대상에서 제외되는 경우가 대부분이다<sup>17)</sup>. <표 6>에서 볼 수 있듯이, 2014년 이후에 내부거래 금액이 200억 이상인 기업의 수는 급격히 줄어들고 있다.

#### 4. 사익편취 규모 변화에 대한 현대글로벌비스 사례 분석

내부거래를 통한 재벌의 사익편취 행위가 발생하는 기본적인 원인은 매출회사와 매입회사에 대해 총수 일가가 보유한 배당청구권(cash flow rights)의 차이라고 할 수 있다. 즉, 배당청구권이 낮은 계열사로부터 높은 계열사로 사업의 기회 등을 이전함으로써 총수 일가의 사익을 도모하는 것이 사익편취를 위한 일감몰아주기의 본질이라고 할 수 있다.

따라서 사익편취를 위한 일감몰아주기 규제의 도입과 시행이 규제 회피를 위한 총수 일가의 지분율 감소를 야기했을 수는 있으나, 사익편취를 위한 일감몰아주기 규모 자체는 오히려 증가했을 개연성을 위의 분석에서 추론할 수 있다. 이런 맥락에서, 일감몰아주기의 대표적인 사례로 알려진 현대글로벌비스의 내부거래 매출액 변화와 총수일가의 배당청구권의 변화를 공정거래법 제23조의2의 도입 및 시행 전후로 살펴보기로 한다.

<표 7> 현대글로벌비스의 내부거래 금액과 총수일가의 배당청구권

(단위: 백만 원)

	국내계열사와 내부거래 총액(A)	해외계열사를 포함한 내부거래 총액 (B)	총수일가의 배당청구권 (cash flow right) (C)	사익편취 능력 (국내 계열사 내부거래만 고려) (A*C)	사익편취 능력 (전체 내부거래를 기준으로) (B*C)
2009	1,580,560	n/a	0.52	821,891.2	.
2010	2,681,803	n/a	0.50	1,340,901.5	.
2011	3,410,408	6,551,499	0.44	1,500,579.5	2,882,659.6
2012	3,249,520	7,594,873	0.44	1,429,788.8	3,341,744.1
2013	2,966,527	7,619,858	0.44	1,305,271.9	3,352,737.5
2014	2,683,094	7,589,507	0.30	804,928.2	2,276,852.1
2015	2,594,979	7,723,475	0.30	778,493.7	2,317,042.5
2016	2,522,010	8,192,228	0.30	756,603.0	2,457,668.4
2017	2,692,489	8,490,714	0.30	807,746.7	2,547,214.2

(자료 출처: DART)

17) 공정거래위원회, 총수일가 사익편취 금지규정 가이드라인 (2016. 12).

〈표 7〉을 보면, 현대글로벌비스는 일감몰아주기 규제를 회피하기 위해 총수일가의 직접지분율을 30% 미만으로 낮춰서 배당청구권도 역시 44%에서 30%로 줄어들었다. 한편 총수일가의 지분율 감소에도 불구하고, 현대글로벌비스 내부거래 금액은 지속적으로 증가하였다. 그러나 지분율 감소 수준과 비교해 볼 때, 내부거래 금액의 증가는 미미한 수준이었다. 따라서 2014년 규제의 도입으로 총수일가의 사익편취 능력은 상당히 감소한 것으로 추론된다.

#### IV. 결론

이 글에서는 2014년 2월에 일감몰아주기 규제 시행 전후로 10대 재벌 계열사들의 내부거래 규모가 상장회사 여부 및 총수일가의 직접 지분율 수준에 따라 어떻게 변화되었는지를 실증적으로 살펴보았다.

주목되는 점은 규제가 시행되기 직전 해인 2013년에 해외계열사를 이용한 내부거래가 급증했다는 사실이다. 또한 국내계열사와의 내부거래 비중은 2015년 이후 감소하거나 다시 약간 증가해도 2014년 수준에는 여전히 못 미치고 있다. 그러나 해외계열사와의 내부거래를 포함한 전체 내부거래 비중은 2014년 이후에도 여전히 증가세를 유지하고 있는데, 이는 상장 계열사들의 해외 계열사에 대한 매출의 꾸준한 증가 때문이었다. 결국, 2014년 일감몰아주기 규제 시행은 재벌들이 해외계열사를 이용한 내부거래 비중을 급격히 증가시키는 유인을 제공했으며, 전체 내부거래 비중의 증가 추세에 영향을 미치지 못 했다는 합리적 의심을 낳게 한다.

2013년 이전에도 재벌들이 해외계열사 내부거래 비중을 높일 유인은 존재했다. 상속·증여세법은 특수관계법인과의 매출액이 정상거래비율(대기업 30%, 중견기업 40%, 중소기업 50%)을 넘으면 수혜법인의 지배주주(총수일가)에게 증여세를 부과하고 있다. 그런데 상속·증여세법은 해외 계열사와의 내부거래를 특수관계법인과의 매출액에서 제외하고 있다. 따라서 해외법인을 설립하고 이를 이용한 내부거래를 통해 총수일가의 상속·증여세를 회피할 수 있는 룿홀(loophole)이 생긴 것이다. 나아가 공정위도 내부거래 공시에서 해외 계열사와의 거래는 제외해 왔다.

그런데 2014년 사익편취를 위한 일감몰아주기 규제는 상속·증여세법 상의 일감몰아주기 과세와는 무관한 것이었다. 따라서 2013년에 해외계열사와의 내부거래가 급증한 것은 편법적 절세와는 직접적인 관계가 없다. 오히려 공정위가 내부거래 공시에서 해외

계열사에 대한 매출을 제외하고 있다는 점을 이용해, 2014년 규제 시행 이후에도 내부거래가 지속적으로 증가하고 있다는 사실을 숨기려는 의도가 있는 것으로 추론된다.

이러한 10대 재벌 계열사들의 내부거래 규모 변화가 상장회사 여부 및 총수일가의 직접 지분율 수준에 따라 어떻게 변화되었는지를 보다 구체적으로 살펴본 결과는 다음과 같았다. 먼저, 상장회사와 비상장회사 모두 2013년부터 해외계열사를 이용한 내부거래 비중이 크게 증가했으나, 증가폭은 상장회사의 경우가 오히려 컸다. 한 가지 주목할 만한 사실을, 국내 계열사만과의 내부거래 비중을 살펴보면, 비상장회사가 월등히 높으나, 해외 계열사를 포함한 전체 내부거래 비중은 크게 다르지 않다는 점이다.

현행 사익편취 규제대상이 상장기업에 대해서는 총수일가의 직접지분율이 30% 이상인 경우에 해당되고, 비상장기업에 대해서는 20% 이상인 경우에 해당된다는 점에서, 총수일가의 직접지분율이 20% 미만, 20% 이상 30% 미만, 그리고 30% 이상인 구간으로 나누어 2014년 일감몰아주기 규제 시행 전후로 구간 별 내부거래의 변화를 살펴본 것인데, 규제 회피를 위한 총수일가의 계열사 지분 변화의 영향이 뚜렷이 나타났다.

따라서 사익편취를 위한 일감몰아주기 규제의 도입과 시행이 규제 회피를 위한 총수일가의 지분율 감소를 야기했을 수는 있으나, 사익편취를 위한 일감몰아주기 규모 자체를 감소시키지는 못 했다는 잠정적 결론을 도출할 수 있다<sup>18)</sup>. 물론 일감몰아주기의 대표적인 사례로 언급되는 현대글로비스의 경우에도 지분율 감소 수준과 비교해 볼 때, 내부거래 금액의 증가는 충분히 크지 않은 수준이었고, 따라서 2014년 규제의 도입으로 총수일가의 사익편취 능력은 상당히 감소한 것으로 추론된다.

그러나, 제Ⅱ장에서 살펴본 것처럼, 현행 공정거래법 제23조의2는 규제 대상 선정과 부당성 입증의 문제점을 지니고 있다. 규제 대상을 총수일가의 직접 지분율을 기준으로 정함으로 인해, 지분 처분, 자회사로 전환, 기업 상장, 기업합병 등의 수법을 동원해 규제 회피가 이뤄졌다. 나아가, 대한항공 일감몰아주기 사건에 대한 서울고법의 판결이 대법원에서 인용될 경우에 공정거래법 제23조의2는 사문화될 개연성이 높다.

이런 상황에서도 공정위는 공정거래법 전부개정안에서 사익편취를 위한 일감몰아주기 조항의 변경에 매우 소극적 자세로 일관하고 있으며, 현재 시행령으로 변경 가능한 일감몰아주기 규제 대상을 법조항으로 변경해 규제 대상 기업을 확대하는 방안만을 제시하고 있는 실정이다.

이에 반해 세계적 IT 기업이었던 사티암 (Satyam) 회계부정 사건 이후에 인도는 2013년에 회사법(Companies Act) 개정을 통해 주요 내부거래 (material related

18) 계열사들의 특징을 고려한 내부거래 비중 변화와 2014년 규제 시행의 영향을 보다 엄밀히 통계적으로 분석할 필요가 있다.

party transactions)는 주주총회에서 비지배 주주 (minority shareholder) 다수의 동의를 받도록 강제하였고, 2015년에는 인도 증권위원회 (Securities and Exchange Board of India)가 증권 상장규칙을 변경해 모든 상장회사에게 기본적으로 동일한 MoM(Majority of Minority) 규칙을 도입했다. 인도에서 내부거래에 대해 MoM을 도입한 기간이 아직 긴 것은 아니지만, 최근 실증연구(Li, 2018)는 MoM 규칙이 내부거래 규모를 감소시켰고, 주가와 기업의 이윤율도 이 규칙 도입 이후에 향상되었음을 보여주었다.

한편 이스라엘에서는 총수일가가 임원으로서 받는 보수에 대해서 MoM 규칙을 2011년에 회사법에 도입했다. 최근 실증연구(Fried, Kamar, and Yaf도, 2018)는 과도한 보수 책정을 통한 총수일가의 사익편취를 방지하는데 MoM 규칙이 효과적이었음을 보여준다.

이상에서 살펴본 공정거래법 제23조의2 규제 도입의 효과에 대한 실증 분석과 MoM 규칙의 실효성에 대한 해외 연구결과는, 내부거래에서 매출회사에 해당하는 지원객체에 대한 총수일가의 직접지분율에 의존한 규제에서 벗어나, MoM 규칙의 도입을 검토할 필요가 있음을 시사한다.

## 참고문헌

- 공정거래위원회, [보도자료] 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과, 2018.06.25.
- 박상인(2017), 이스라엘 경제력집중법의 한국 재벌개혁에 대한 함의, 한국경제포럼 10(3).
- 박상인 외. (2018). 재벌의 내부거래 현황 및 정책과제. 시장과 정부 연구센터 보고서.
- 이상훈·김도희(2017), 대한항공 고법판결을 통해 본 공정거래법 제23조의2의 적용요건 - ‘부당성’에 대한 다양한 해석 및 비판을 중심으로, 경제개혁이슈 2017(7).
- 이선희 (2017), “공정거래법 제23조의 2 사익편취행위에 대한 대한항공 사건의 분석”, 경쟁포럼 발표자료.
- 이은정 (2018). 일감몰아주기와 회사기회유용 실태분석. 경제개혁리포트 2018(10): 1-77.
- Fried, J. Kamar, E., and Yafeh, Y. (2018), “The Effect of Minority Veto Rights on Controller Tunneling”, ECGI Working Paper Series in Law No. 385/2018.
- Li, Nan, (2018), “Do Greater Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence fro Related Party Transactions”, Mimeo.

# 전자증권법 도입에 따른 주주권 행사관련 변화와 몇가지 이슈

연구논단V

안수현 | 한국외대 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

2016년 3월 22일 제정된 『주식·사채등의 전자등록에 관한 법률』(이하 ‘전자증권법’이라 한다)은 공포 후 4년을 넘지 아니하는 범위에서 대통령령으로 정하는 날에 시행되는 것으로 되어 있다(부칙 제1조). 현재 부칙에서는 2019년 9월 16일 시행하는 것으로 되어 있는데, 이후 증권시장에 상장된 회사는 예탁제도에서 전자증권제도로 전환이 의무이다.

전자증권제도는 실물증권의 발행 없이 전자적 방법에 의해 증권을 등록발행하고, 전산장부상으로만 양도·담보·권리행사 등이 이루어지는 제도를 말한다. 즉 전자증권제도에서는 전자등록계좌부상 권리의 전자등록이 증권에 관한 권리 자체의 보유와 양도를 의미하며, 증권발행부터 소멸까지 전과정이 전자화된다.<sup>1)</sup> 이러한 전자증권제도의 도입으로 실물증권이 폐지됨에 따라 실물증권을 이용한 음성거래 등이 차단됨으로써 증권시장의 투명성이 증대되고, 투자자는 물론 증권회사 등 금융투자업계, 관련기관 등의 실물증권 업무처리시간 감소 등 업무부담 감소와 관련 비용의 절감으로 증권시장의 업무 및 비용효율성도 제고될 것으로 기대되고 있다.

그런데 상장회사의 경우 주식과 사채<sup>2)</sup>가 전자증권제도로 의무 전환되면서 발행인인 회사는 물론 주주와 사채권자 등<sup>3)</sup> 이해관계자들은 제도 변화로 인해 중대한 영향을 받

1) 이로 인해 증권·선물·펀드업체 83개사, 은행 53개사, 생명·손해보험 34개사, 발행회사 1만 4000여개사, 해외금융기관 11개사, 거래소, 한국은행 등 모두 1만 5,000여개사의 발행회사와 금융회사들이 전자증권시스템을 이용하게 되며, 국내의 투자자 500만명이 제도도입에 따른 직·간접적인 영향을 받는다. 한국일보, 한국예탁결제원, ‘전자증권 시대’ 연다, 2018.7.19

2) 전자증권법의 적용대상인 “주식등”은 주식, 사채, 수익권 등 다양한 권리 내지 증권을 포함한다(제2조 제1호)

3) 전자증권법 제25조 제1항은 의무적 전자등록을 규정하고 있는데 이에는 ①자본시장법에 따라 증권시장에 상장하는

게 된다. 특히 주주의 경우 전자등록주식에 대한 권리 행사와 관련해서 큰 변화가 있다.

우선, 주주의 권리 행사와 관련하여 발행인이 전자등록기관으로부터 통지받은 소유자명세에 의하여 주주명부가 작성되고 이에 따라 주주의 권리를 행사하는 경우와 소수주주권, 발행인에 대한 소제기 등 전자등록주식의 경우 주주가 개별적으로 권리행사를 하는 경우에 기존 제도에 익숙한 주주로서는 낯설지 않을 수 없다. 왜냐하면 전자증권제도의 도입으로 주주확인제도가 도입되었기 때문이다.

현행 상법 회사편에서는 주권 발행의 유무를 묻지 않고 주식양수인에 대하여 주주명부예의 명의개서청구권을 인정하고 있으며 명의개서를 주식양도의 회사에 대한 대항요건으로 하고 있다. 반면에 전자증권제도하에서는 상장주식의 권리행사방법으로 소유자 증명서와 소유내용의 통지제도를 취하고 있는데 이러한 전환은 주주에게 큰 변화를 가져온다.<sup>4)</sup> 이는 전자등록주식등의 소유자 지위를 인정받기 위해 이용하도록 하고 있기 때문이다. 예탁제도하에서는 실질주주명부제도를 통해 주주임을 확인할 수 있지만, 실질주주명부도 기준일을 기점으로 개서가 이루어지기 때문에 기중에 주식을 취득하고 실질주주명부에 기재되어 있지 않은 주주가 소수주주권을 행사하기 위해서는 주권의 교부를 받아 주주명부에 명의개서한 후 권리행사를 하게 된다. 그러나 전자증권제도하에서는 주권이 없기 때문에 종래의 절차를 이용할 수 없다.<sup>5)</sup> 의결권의 행사나 배당의 지급 등 모든 주주에게 일제히 권리를 행사시키는 경우에는 소유자명세제도에 의해 주주명부에 명의개서되므로 대체로 주주명부의 내용은 전자등록계좌부와 약식질권자등 예외적인 경우를 제외하고는 대체로 동일하다. 반면, 단독주주권이나 소수주주권은 주주마다 개별적으로 행사되고 권리행사의 시점에서 전자등록계좌부와 주주명부의 내용이 다른 경우가 적지 않다. 때문에 주주, 특히 주주명부에 기록이 없는 주주가 소수주주권 등을 행사하기 위해서는 주주가 전자등록기관에 주주확인을 요청하여야 한다. 즉 전자증권제도하에서는 소수주주권을 행사하고자 하는 주주는 주주명부예의 기재에 기초하지 않고 개별 주주확인제도를 통해 하여야 한다.

주식등, ②자본시장법에 따른 투자신탁의 수익권 또는 투자회사의 주식, ③그밖에 대통령령으로 정하는 주식등이 해당된다. 대통령령의 규정대상으로는 현재 자본시장법상의 조건부자본증권, 주택저당증권, 전자등록기관만이 발행기관으로 규정되어 있는 증권예탁증권 등이 해당된다.

4) 상법상 명의개서는 주권이 미발행되어도 적법하게 양수가 가능한 경우라면 양도인의 통지나 회사의 승낙이 있거나 적법한 주식양수 사실의 증명을 갖추면 양수인이 단독으로 명의개서를 신청할 수 있는 반면, 전자증권제도하에서 주식양도는 주식양도의 합의와 전자등록계좌부의 대체등록으로 갈음되며 회사에 대항하기 위해서는 전자등록기관의 통지가 주주명부에 반영되어야 한다.

5) 또한 전자증권제도하에서는 모든 주식이 전자기록되기 때문에 실질주주명부제도를 채용할 필요가 없다.

## II. 전자증권법상의 주주확인제도 개관

### 1. 집단적 확인과 개별적 확인

주주의 권리행사의 전제가 되는 주주확인을 위해서는 집단적 확인과 개별적 확인이 가능하다. 전자증권법은 집단적 확인에 대해 소유자명세서제도(제37조)를, 그리고 주주의 개별적 확인제도로는 소유자증명서제도(제39조)와 소유내용통지제도(제40조)를 두고 있다. 소유자증명서는 문서방식인데 비해 소유내용의 통지는 전자방식이라는 차이가 있다.

### 2. 소유자명세서제도

소유자명세는 발행인의 전자등록기관에의 신청에 따라 또는 전자등록기관의 직권으로 작성되는 명세<sup>6)</sup>로서 여기에는 일정한 날을 기준으로 주식등 소유자들의 인적 사항, 각 소유자가 가진 주식등의 종류, 종목, 수량 등이 기록된다. 발행인의 신청이든 전자등록기관의 직권이든 일단 소유자명세서가 작성되어 발행인에게 통지되면 발행인은 그 내용을 주주명부에 반영하여야 한다(제37조 제6항).

이러한 소유자명세를 통한 명의개서는 전자증권법하에서 인정되는 유일한 명의개서 방식으로 이해되고 있다. 즉 대체방식에 의해 주식을 취득한 양수인이 관련증빙(예컨대 소유자증명서)을 제시하여 회사에 별도로 명의개서를 청구하는 방식은 허용되지 않는다. 주식을 수량만으로 관리하고 특정성을 상실시키는 전자증권제도하에서 누가 주식을 매도하였는지 특정하기 곤란하다는 이유에서이다.<sup>7)</sup>

6) 소유자명세서제도는 특정 종목의 전자등록주식등 소유자성명 및 소유내역을 기록한 명세로서 각종 권리행사 업무처리에 필수적이다.

구분		법 [§37~41]	
발행인 요청 사안	당연 요청	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상법상 기준일(상법 §345①)설정에 따른 소유자 파악</li> <li>- 투자신탁 분배금 배분의 경우 제외</li> </ul>	
	임의 요청	기명 주식등	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 법령 또는 법원의 결정</li> <li>• 일정 주기(분기)별로 파악</li> <li>• 자본시장법상 공개 매수청구시 대응 목적</li> </ul>
		무기명 주식등	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자본시장법상 조건부 자본증권의 주식 전환시</li> </ul>
전자등록기관 직권		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해산·청산 또는 실물증권으로의 복귀 사유로 인해 말소의 전자등록이 되는 경우</li> </ul>	

7) 노혁준, “전자증권법의 상법상 쟁점에 관한 연구: 주식관련 법리를 중심으로”, 「비교사법」 제24권 4호, 비교사법학회, 2017년, 1676면. 거래가 거의 이루어지지 않는 폐쇄회사의 주식의 경우에도 마찬가지로 보아야 한다고 한다.

한편, 소유자명세의 작성사유는 법령에 따라 발행인의 요청에 의한 경우와 전자등록기관의 직권에 의한 소유자 명세작성으로 구분된다. 발행인은 상법 제354조의 기준일을 설정해야 하는 경우, 즉 주주총회, 배당 등이 이루어지는 때에는 반드시 전자등록기관에 소유자명세의 작성을 요청해야 하며<sup>8)</sup> 발행인이 법령 또는 법원의 결정 등에 따라 주주를 파악하려는 경우, 발행인이 대통령령으로 정하는 주기별로 해당 전자등록된 주식등의 소유자를 파악하려는 경우, 공개매수신고서가 제출된 주식의 발행인이 그 주식등의 소유상황을 파악하기 위하여 주주를 파악하려는 경우, 그밖에 대통령령으로 정하는 경우에는 발행인은 적절한 비용<sup>9)</sup>을 지불하여 소유자명세의 작성을 요청할 수 있다(제37조 제2항). 전자등록기관은 요청을 받은 경우 소유자명세를 작성하여 그 주식등의 발행인에게 지체없이<sup>10)</sup> 통지하여야 하며, 이는 발행인의 임의적 요청으로 주주들의 보유 현황은 발행인만 요청하는 것이기 때문에 발행인에게만 통지된다. 발행인이 이러한 통지를 받은 경우에는 통지받은 사항과 통지 연월일을 기재하여 주주명부등을 작성·비치하여야 한다(제37조 제6항). 즉 소수주주권을 행사하려는 주주의 경우에는 소유자증명서제도와 소유내용통지제도를 이용할 수 있을 뿐이다.

### 3. 소유자증명서제도와 소유내용통지제도

한편, 소수주주권을 행사하려는 주주는 주주확인제도의 하나로 소유자증명서제도를 이용할 수 있다. 이 경우 소수주주가 자신의 권리를 행사하기 위해서는 전자등록기관에 소유자증명서<sup>11)</sup>의 발행을 신청하여야 하는데, 이 경우 계좌관리기관을 통하여 신청하여야 한다. 계좌관리기관은 이러한 신청을 받은 경우 전자등록주식등의 소유내용 및 행사하려는 권리의 내용, 그밖에 대통령령으로 정하는 사항을 지체없이 전자등록기관에 통지하여야 한다. 전자등록기관이 소유자증명서의 발행을 신청받은 경우에는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 소유자증명서를 발행한다<sup>12)</sup>. 이처럼 전자등록기관이 소유자

8) 다만 자본시장법에 따라 투자신탁재산을 운용하는 집합투자업자가 집합투자기구의 결산에 따라 발생하는 분배금을 배분하기 위한 경우, 그밖에 권리자의 이익을 해칠 우려가 적은 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 그러하지 아니하다(법 제37조 제1항 단서)

9) 현재의 명의개서비용과 비교하여 적절한 비용으로 정해질 것으로 전망된다.

10) 현재 예탁결제제도하에서는 6영업일 내 통지되나 전자증권제도하에서는 더 단축될 것으로 전망된다.

11) 이러한 제도는 현행 예탁제도하에서 실질주주증명서를 확대한 것으로 이해할 수 있다. 즉 예탁주식의 소유자(실질주주)가 발행인에 대해 개별 주주권을 행사하는 경우, 소유사실에 대한 증명서를 발행하도록 하고 있다(자본시장법 제318조 및 증권예탁업무규정 제46조).

12) 2019.1.28. 입법예고된 『주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률시행령』 제정안에서는 소유자증명서에 다음 각호의 사항을 기재하도록 하고 있다(시행령안 제33조 제2항). 이에는 1. 소유자의 성명 또는 명칭 및 주소 2. 증명하려는 전자등록주식등의 종류·종목 및 수량 또는 금액, 3. 행사하려는 권리의 내용, 4. 제출처, 5. 그밖에 소유자의 지위 증명과 관련하여 전자등록업무규정으로 정하는 사항 등이 해당된다.

증명서를 발행한 경우 해당 전자등록주식등이 전자등록된 전자등록기관 또는 계좌관리기관은 대통령령으로 정하는 바에 따라 전자등록계좌부에 그 소유자증명서 발행의 기초가 된 전자등록주식등의 처분을 제한하는 전자등록을 하여야 하며<sup>13)</sup>, 그 소유자증명서가 반환된 때에는 그 처분을 제한하는 전자등록을 말소하여야 한다.<sup>14)</sup> 전자등록기관은 신청내역에 따라 계좌관리기관에 증명서를 발행하고, 발행인에게 발급사실을 즉시 통지한다. 전자등록주식등의 소유자는 소유자증명서를 발행인이나 그밖에 대통령령으로 정하는 자<sup>15)</sup>에게 제출하고 그 자에 대하여 소유자로서의 권리를 행사할 수 있다.

반면, 소유내용의 통지제도는 소유자의 신청에 의하여 전자등록기관이 소유자의 전자등록 주식등에 대한 소유내용을 발행인등에게 통지하는 제도이다. 소유내용의 통지는 문서가 없는 것을 제외하고는 소유자증명서와 동일한 기능을 하며 전자등록주식등 소유자의 원활한 권리 행사를 지원하기 위하여 소유자증명서와 병행하여 도입되었다. 이 경우에도 전자등록주식등의 소유자는 자신의 전자등록주식등에 대한 소유내용(보유주식, 보유기간, 소유내용통지의 효력존속기간)<sup>16)</sup>을 발행인등에게 통지하여 줄 것을 신청하는데, 이 경우 계좌관리기관에 고객계좌를 개설한 전자등록주식등의 소유자가 해당 계좌관리기관을 통해 신청하여야 한다.<sup>17)</sup> 계좌관리기관이 신청을 받은 경우 전자등록주식등의 소유내용 및 통지내용, 그밖에 대통령령으로 정하는 사항을 지체없이 전자등록기관에 통지하여야 하며, 전자등록기관이 위와 같이 전자등록주식등에 대한 소유내용을 발행인등에게 통지하여 줄 것을 신청받은 경우에는<sup>18)</sup> 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 내용을 통지하여야 한다.<sup>19)</sup> 이 경우 통지의 방식은 서면 또는 팩스, 전자우편, 이밖에 이와 비슷한 전자통신, 그밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 방법이 해당한다.<sup>20)</sup> 현재 실무상 일반 FAX를 통해 발행인에게 증명서 발급사실을 통지하고 있으나 소유내용 통지 신설에 따라 발행인 통지 및 관리가 보다 효과적으로 이루어질 것으로 기대된다.

13) 현행 예탁제도에 있어서도 투자자분에 대해 예탁자는 신청주식에 대한 투자자계좌부 처분을 제한 처리한 후 실질주주 증명서 발급신청을 하게 된다.

14) 현행 예탁제도에 있어서도 예탁자가 행사기간 종료일 도래 전 증명서를 반환하는 경우 예탁자가 증명서 원본을 예탁결제원에 방문제출하게 되며, 예탁결제원 담당자가 증명서 발급번호 및 원본 여부 등을 확인한 후 반환처리되며, 예탁자는 반환처리 내역에 대한 투자자계좌부 처분제한을 해제하는 순으로 행해진다. 아울러 행사기간 도래시에는 별도 절차 없이 자동 반환처리 및 처분제한이 해제된다.

15) 시행령 제정안(제33조 제6항)에서는 소유자가 전자등록주식등에 대한 권리행사를 위하여 법원에 신청 또는 청구를 하거나 소송을 제기하려는 경우의 법원과 상법에 따른 사채관리회사, 그밖에 소유자증명서에 의하여 전자등록주식등의 소유자로서의 권리를 행사할 필요가 있는 자로서 금융위원회가 정하여 고시하는 자가 해당된다.

16) 시행령 제정안(제34조 제2항)에서는 1. 소유자의 성명 또는 명칭 및 주소, 2. 증명하려는 전자등록주식등의 종류·종목 및 수량 또는 금액, 3. 행사하려는 권리의 내용, 4. 통지내용의 유효기간, 5. 그밖에 소유내용의 통지와 관련하여 전자등록업무규정으로 정하는 사항을 기재하여 통지하도록 하고 있다.

17) 현재 전자단기사체의 소유내용 통지프로세스와 대체로 동일한 것으로 보인다.

전자등록기관이 소유내용을 통지한 경우 해당 전자등록주식등이 전자등록된 전자등록기관 또는 계좌관리기관은 대통령령으로 정하는 바에 따라 전자등록계좌부에 그 통지의 기초가 된 전자등록주식등의 처분을 제한하는 전자등록을 하여야 하고, 그 통지에서 정한 유효기간이 만료된 때에는 그 처분을 제한하는 전자등록을 말소하여야 한다.<sup>21)</sup> 전자등록주식등의 소유자는 위와 같이 통지된 내용에 대하여 해당 전자등록주식등의 발행인에게 소유자로서의 권리를 행사할 수 있다.

〈채권자증명서와 소유내용 통지제도의 비교〉

구 분	채권자증명서	소유내용 통지
법적근거	- 전자단기사채법 제16조	- 전자단기사채법 제17조
발급신청	- 계좌관리기관 → 등록기관 - 채권관리자 → 계좌관리기관	- 좌 동
증명서 발급	- 등록기관이 발급	- 증명서 미발급 - 발행인에게 직접 소유사실 통지
처분제한	- 등록기관 → 계좌관리기관등자기계좌부, 고객관리계좌부 - 계좌관리기관 → 고객계좌부	- 좌 동
발행인 통지	- Web 방식 및 전자팩스	- 좌 동
처분제한 해지	- 증명서 반환 시 해지	- 행사기간 만료 시 자동 해지

18) 현재 전자단기사채의 경우 채권자의 신청을 받은 계좌관리기관이 예탁결제원 신청입력 화면에서 발행회사로의 ‘소유내용의 통지’를 요청하는데, 이 경우 종류, 금액, 용도, 실질소유자 정보, 행사기간 등을 입력하며, 고객계좌에 대한 신청일 경우 처분제한 설정 증빙자료도 제출하여야 한다. 이후 예탁결제원 담당자는 신청내역 및 고객계좌부 처분제한 여부 등을 확인한 후 승인처리하며, 승인과 동시에 발행인 등에게 전자팩스 등을 통해 소유내용에 대한 사실을 통지하고 있다. 이 경우 발행인은 예탁결제원 시스템인 SAFE+ 화면을 통해서도 세부내역에 대한 확인이 가능하다. 계좌관리기관 역시 소유내용의 통지 신청내역과 전자등록기관의 승인 여부를 SAFE+화면에서 조회가 가능하다.

19) 〈소유자증명서와 소유내용 통지 기재사항 비교〉

소유자증명서	소유내용의 통지
소유자의 성명(명칭) 및 주소	소유자의 성명(명칭) 및 주소
종류·종목 및 수량(금액)	종류·종목 및 수량(금액)
행사하려는 권리의 내용	행사하려는 권리의 내용
제출처	통지 내용의 유효기간
기타 전자등록업무규정으로 정하는 사항	기타 전자등록업무규정으로 정하는 사항

20) 시행령 제정안 제34조 제3항

21) 현재 전자단기사채의 경우 행사기간 종료일 익일에 자동으로 처리되고 있다.

### Ⅲ. 주주권 행사관련 몇가지 쟁점

#### 1. 개괄

그런데 주주명부에의 명의개서가 없어도 되는 개별 주주통지는 회사법적으로 다음과 같은 의문이 제기될 수 있다.

우선, 전자증권법 제40조 제4항은 주주가 소유내용 통지에 의해 발행인등에 대하여 권리를 행사할 수 있다고 규정하고 있다. 즉 상법 제337조 제1항에도 불구하고 명의개서 없이도 회사를 상대로 주주권을 주장할 수 있다. 이러한 점에서 개별적 주주확인 측면에서 소유내용 통지는 주주명부에 우선하는 효력이 있다고 할 수 있다. 이는 현행 예탁제도하에서 명의개서 없이 예탁주주의 권리 행사가 실질주주증명서제도를 통해 허용되고 있는 실무를 반영한 것으로 이해된다. 현재 증권예탁제도상 예탁주식소유자(실질주주)의 발행인에 대한 개별 권리행사 지원을 위해 실질주주증명서제도를 운영하고 있는데, 실질주주는 명의자인 예탁결제원으로부터 소유주식의 예탁사실을 증명하는 실질주주증명서를 발급받아 발행인에게 제출하고 이를 통해 주권 반환과 주주명부에의 등재 없이도 개별적 주주권을 직접 행사할 수 있다(자본시장법 제318조).

이와 관련하여 실무상 이미 주주명부에 주주로 기재되어 있는 자인 경우에도 소수주주권을 행사하기 위하여 별도의 소유내용통지(내지 소유자증명서의 제시)가 필요한지가 문제될 수 있다. 일본에서는 주주명부의 기재에 의해 대항요건을 판단하는 회사법 제130조 제1항의 규정의 적용을 배제한다고 하는 명문의 규정을 두고 있어(대체법 제154조 제1항) 주주명부에 기재가 없는 주주이어도 개별주주통지에 의해 권리를 행사할 수 있으며 주주명부에 기재되어 있는 주주도 개별주주통지에 의하지 않으면 자신의 권리를 행사할 수 없다. 그러나 우리의 경우에는 이러한 규정이 없어 의문이 제기될 수 있다.

둘째, 주주가 복수의 계좌를 여러 개의 계좌관리기관에 둔 경우 주주가 이들 모두의 계좌관리기관에 직접 신청을 해야 하는지가 문제될 수 있다.

셋째, 또 다른 문제로 복수의 주주가 공동으로 소수주주권을 행사하고자 하는 경우 개별 주주가 각자 계좌관리기관에 신청을 한 후 계좌관리기관은 전자등록기관에 통지하지만, 이 경우 개별 주주에 국한된 소유내용과 행사하려는 권리의 내용 및 대통령령으로 정하는 사항을 통지하는 것이므로 실제 소수주주권 행사요건을 충족하는지가 명확하지 않을 수 있다.

마지막으로 초과기재가 행해지고 당해 기재에 대하여 다른 주주가 선의취득한 경우 소수주주권의 행사와 관련하여 문제될 수 있다. 즉 전자증권법은 전자등록의 안전성 확보차원에서 고객계좌부에 전자등록된 주식등의 종목별 총수량 또는 총금액이 고객관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액을 초과하는 경우 대통령령으로 정하는 바에 따라 계좌관리기관이, 그리고 계좌관리기관등 자기계좌부에 전자등록된 주식등의 종목별 총수량 또는 총금액과 고객관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액의 합이 발행인관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액을 초과하는 경우 전자등록기관이 대통령령<sup>22)</sup>으로 정하는 바에 따라 지체없이 그 초과분을 해소하도록 하고 있다(제42조). 그러나 초과분에 대한 권리를 적법하게 취득한 자(‘초과분 선의취득자’)가 있는 경우에는 해당 계좌관리기관 또는 전자등록기관은 그 선의취득된 초과분 수량 또는 금액만큼 초과분에 해당하는 전자등록주식등(초과분목적)을 지체없이 말소하는 전자등록을 해야 한다.<sup>23)</sup> 그리고 초과분에 대한 해소의무의 전부 또는 일부를 이행하지 않은 경우에는 계좌관리기관과 전자등록기관은 대통령령으로 정하는 방법 및 절차에 따라 그 초과분을 해소하여야 한다(제42조 제3항). 이 경우 초과분해소의무가 이행될 때까지 그 의무가 발생한 계좌관리기관의 고객계좌부에 해당 전자등록주식등의 권리자로 전자등록된 자로서 대통령령으로 정하는 자는 대통령령으로 정하는 바에 따라 산정된 수량 또는 금액에 대한 권리를 발행인에게 주장할 수 없다(제43조)<sup>24)</sup>. 이 경우 주주로서는 자신이 알지 못한 일로 보유주식수가 감소되고 소수주주권의 행사요건인 보유주식수나 보유기간을 충족하지 못하는 일이 발생하여 소수주주권을 행사할 수 없는 사태가 발생할 가능성이 없지 않다.

이하에서는 위의 이슈들을 차례로 살펴보기로 한다.

22) 시행령 제정안에서는 계좌관리기관과 전자등록기관은 지체없이 초과분을 말소하는 전자등록을 하도록 하고 있다(제35조)

23) 시행령 제정안 제35조 제2항

24) 시행령 제정안 제36조 (초과분에 대한 권리 행사 제한) ① 법 제43조제1항 및 제2항에서 “대통령령으로 정하는 자”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.

1. 초과분 선의취득자가 없는 경우 : 초과분의 권리자로 전자등록된 자
2. 초과분 선의취득자가 있는 경우 : 초과분 종목의 권리자로 전자등록된 자

② 법 제43조제1항에서 “대통령령으로 정하는 바에 따라 산정된 수량 또는 금액”이란 다음 각 호의 구분에 따라 산정된 수량 또는 금액을 말한다.

1. 초과분 선의취득자가 없는 경우의 권리자: 법 제42조제1항에 따른 초과분 중 각 권리자의 고객계좌부에 전자등록된 수량 또는 금액
2. 초과분 선의취득자가 있는 경우의 권리자: 다음 계산식에 따라 산정된 수량 또는 금액

$$\text{법 제42조제1항에 따른 초과분 중 선의취득된 수량 또는 금액} \times (\text{각 권리자의 고객계좌부에 전자등록된 초과 전자등록 종목의 수량 또는 금액} / \text{해당 계좌관리기관의 고객계좌부 전체에 전자등록된 초과 전자등록 종목의 총수량 또는 총금액})$$

## 2. 소유내용 통지의 법적 성격

현행 회사법상 주주를 전제로 행사할 수 있는 권리는 다양한데 이는 모두 주주명부에 명의개서를 전제로 한 것이다. 따라서 비상장회사는 전자증권법이 발효된 이후에도 전자증권발행 의무적용대상이 아니기 때문에 주주명부에 명의개서를 여전히 전제로 한다. 반면에 전자증권법의 적용을 받는 상장회사의 경우 주주의 권리 행사는 사실상 소유자증명서제도와 소유내용 통지제도로 변경됨으로써 주주명부에 명의개서효력과 실질적으로 분리되어 작동하게 된다. 때문에 소유내용 통지의 법적 성격이 무엇인지에 대하여 법리적 다툼이 있을 수 있다. 아울러 실무에서는 개별 소유통지 대상인지를 놓고 다투어지는 경우가 발생할 가능성이 적지 않을 것으로 전망된다. 전자증권법상 주주의 개별적인 권리행사를 위해서는 반드시 소유자증명서 내지 소유내용통지에 기초해서 권리행사하도록 하고 있는데, 이러한 방안이 실무에서 주주의 권리행사에 장애가 될 여지가 없기 때문이다. 대표적으로 회계장부열람권 청구나 주주명부열람권과 같은 권리행사는 그 중요성을 고려할 때 소유자증명서 내지 소유내용 통지를 요구하는 것이 당연하고 필수라고 보는데 이견이 크게 없을 것으로 보인다.

그러나 이와 달리 회사나 다른 주주에 영향을 미치지 않는 사항에서도 항상 소유자증명서나 소유내용통지를 하게 하는 것이 바람직한 것인지는 의문이 제기될 수 있다. 우리보다 앞서 전자증권법을 시행하고 있는 일본의 경우 특히 소유내용 개별통지와 관련하여 분쟁이 적지 않음은 이러한 가능성을 시사한다.

이와 관련하여 일본에서는 무엇보다 주주명부에 이미 주주로 기재되어 있는 자인 경우에도 소수주주권 등을 행사하기 위하여 별도의 소유내용의 통지(내지 소유자증명서의 제시)가 필요한 지가 문제가 되었다. 이에 대하여 일본최고재판소는 우리의 주식소유내용 통지제도와 유사한 개별주주통지<sup>25)</sup> 자체가 회사에 대한 대항요건이라고 보아 기존 명의개서 여부를 불문하고 항상 개별주주통지가 필요하다는 입장을 제시하였다.<sup>26)</sup> 일본 최고재판소의 이러한 해석은 일본 대체법 제154조 제1항이 대체주식에 대한 소수주주권 등의 행사에 대해 명의개서의 대항력을 원천적으로 배제한 것에 터잡고 있다.<sup>27)</sup> 일본의 학계는 개별주주 통지제도의 법적 성격과 관련하여 일본 법원의 판시내용과 같이 대항력으로 보는 견해와 추정력으로 보는 견해로 나뉘어 있다. 대항력으로 보는 입

25) 일본대체법에서 개별주주통지라는 용어를 사용하고 있지는 않고 실무상 널리 이용되는 용어이다.

26) 最決 平成 22.12.7. 民集 64卷 8号 2003頁

27) 일본대체법 제154조에서는 소수주주권등의 행사에 관한 회사법의 특례를 두고 있는데, 제1항에서 대체주식에 대한 소수주주권 등의 행사에 대해서는 회사법 제130조 제1항의 규정은 적용하지 않는다고 규정하고 있다. 일본회사법 제130조 제1항에서는 주식의 양도는 그 주식을 취득한 자의 성명과 주소를 주주명부에 기재하거나 기록하지 않으면 주식회사 기타 제3자에 대하여 대항할 수 없다고 규정하고 있다.

장에서는 명의개서의 효력과 같이 통지하지 아니하면 회사에 대하여 주주권을 행사하지 못한다. 반면 추정력(자격수여적 효력)으로 보는 경우에는 주주로 추정되므로 실질적 권리의 입증 없이 권리 행사가 가능하다.

일본과 같은 조문을 두지 않은 우리나라의 경우 일본 최고재판소와 같은 해석을 우리에게 적용하기 어렵다.<sup>28)</sup> 따라서 전자증권법의 해석상 소유내용통지는 기존 주주명부에 우선하는 효력만 인정되고, 소유내용 통지가 없는 경우 상법상 원칙으로 돌아와 명의개서된 주주가 회사에 대항할 수 있다고 해석하는 것이 타당할 것으로 보인다.

### 3. 소주주주권 행사관련

한편, 주주가 소주주주권 행사를 위하여 주식소유내용 통지제도를 이용하려는 경우 법적 불확실성과 장애요인이 없지 않다. 이에는 대표적으로 ①통지의 상대방 범위, ②통지사유, ③통지시기 그리고 ④통지프로세스가 해당된다.

우선, 주식소유내용 통지제도의 상대방의 범위가 문제되는데, 전자증권법상 주식소유내용 통지의 상대방은 발행인과 대통령령이 정하는 자가 된다. 예컨대 분쟁이 계류중인 법원을 수령인으로 하는 통지가 인정될 필요가 있다. 그 이유는 소송 또는 청구 제기시, 원고(청구인) 적격 심사시 소유자증명 등이 적격인임을 판단할 수 있는 근거로 역할이 필요하기 때문이다. 이에 대하여 소유내용통지의 상대방을 발행인에게 한정하는 것이 간명하다는 견해도 없지 않다.<sup>29)</sup> 다만, 실제에서는 대체로 발행인을 상대로 한 소주주주권 행사를 위한 용도로 활용될 것으로 예상된다.

그런데 발행인에 대한 통지가 아니라 법원 또는 제3자에게 이루어진 통지를 통하여서도 발행인에 대한 대항력을 확보할 수 있는지가 문제될 수 있다. 그러나 이는 적법한 권리자임을 증명하는 수단의 하나로 인정될 수 있을 뿐으로 해석되는데 지나지 않아 상법의 원칙상 발행인에 대한 대항력을 확보하는 수준의 효력까지 인정될 것은 아니라고 생각된다. 우리와 달리 일본에서는 개별주주통지는 회사를 수령인으로 하고 있고 통지사유도 소주주주권의 행사를 위한 것으로 되어 있고(일본 대체법 제154조 제1항), 소주주주권은 넓게 인정하고 있다<sup>30)</sup>.

28) 그러한 견해로는 노혁준, 전계논문, 1684면. 참고.

29) 노혁준, 전계논문, 1684면.

30) 구체적으로 소주주주권 등은 일정 기준일을 정해 행사하는 주주권을 제외한 나머지 주주권, 즉 주주제한권(1%이상 또는 300개이상 의결권), 회계장부열람권, 임원해임청구권(3%이상), 주주총회소집청구권(3%이상), 해산청구권(10%이상), 업무집행에 관한 검사선임청구권(3%이상), 임원등의 책임경감에 대한 이의제기권(3%이상), 총회검사선임청구권(1%이상), 다중대표소송제기권(1%이상), 간이합병등에 대한 반대권(16 2/3% 초과), 일정 모집주식발행등의 경우 주주총회결의요구권(10% 이상) 등 넓게 인정하고 있다.

그밖에 소송에 의한 소수주주권의 행사인 경우 아직 명의개서가 되어 있지 않은 주주가 언제까지 소유내용의 통지를 하는 지는 명확하지 않다. 적어도 변론 종결시까지 소유내용통지가 이루어지면 되는 것으로 볼 수 있는데, 참고로 일본 최고재판소도 개별주주통지가 구두변론종결시까지 이루어지면 회사에 대항할 수 있다는 입장이다.<sup>31)</sup>

한편, 소유내용의 통지는 처분금지의 효력도 발하는데 소유내용통지에 기재된 유효기간동안 처분제한등록이 되기 때문이다(제40조 제3항). 다만 유효기간에 대하여 별도 규정을 두고 있지는 않다. 반면 일본에서는 4주라는 행사기간의 제한을 두고 있다(일본 대체법 제154조 제2항, 시행령 제40조). 일본에서 4주간이라는 소수주주권 행사기간을 둔 것은 소유내용 통지 후 해당 주주가 그 주식을 제3자에게 양도할 수 있어 소수주주권의 행사를 소유내용 통지 후 일정 기간으로 제한할 필요가 있기 때문이라고 한다.<sup>32)</sup> 다만 일본의 경우에는 개별 주주통지에 처분제한효는 수반되지 않는다. 그러한 배경에는 일본의 경우 다단계 구조를 취하고 있기 때문에 처분제한이 어렵다는 현실적 이유가 있다. 반면, 우리의 경우에는 소유내용의 통지시 처분제한효를 수반하는데, 이는 재산권 제약의 측면이 없지 않다. 다만 제도 남용의 방지 및 당사자 적격성을 유지하기 위해 처분제한의 필요성을 인정할 필요가 있다고 보여진다. 무엇보다 전자증권제도의 도입으로 실물증권의 부재로 인해 남용의 가능성이 우려되기 때문이다.

#### 4. 주주가 복수의 계좌를 여러 계좌관리기관에 갖고 있는 경우

한편, 모두에서 제기한 바와 같이 주주가 복수의 계좌를 여러 계좌관리기관에 둔 경우 주주가 이들 모두의 계좌관리기관에 직접 각각 신청을 해야 하는지가 문제될 수 있다.

그런데 각각 다른 계좌관리기관에 신청하게 할 경우 주주의 권리행사가 매우 불편해진다. 이러한 불편함을 고려하여 주주의 권리 행사의 편의를 위해 하나의 계좌관리기관이 주주의 신청을 받은 경우 전자등록주식등의 소유 내용 및 행사하려는 권리의 내용 그밖에 대통령령으로 정하는 사항을 지체없이 전자등록기관에 통지하면, 전자등록기관이 다른 계좌관리기관에 정보를 청구해서 이를 일괄하여 발행회사에게 통지하는 프로세스를 마련하여 해결하도록 할 필요가 있다.

그런데 한편으로 우리법상 소유내용의 통지는 처분제한효를 수반하므로 하나의 계좌관리기관에 신청한 것으로 전자등록기관이 다른 계좌기관에 일괄 정보를 청구하는 것은 실무상 어려운 측면이 있다. 일본의 경우에는 주주가 복수의 계좌를 갖고 있는 경우

31) 最決 平成 22.12.7. 民集 64卷 8号 2003頁

32) 最決 平成 24.3.28. 民集 66卷 5号 2344頁

이중 한 개의 계좌를 개설한 계좌관리기관에 대해서만 신청을 하면 되는 것으로 되어 있다. 이는 우리법과 달리 소유내용의 통지에 처분제한효가 없기 때문에 하나의 계좌관리기관에 신청하는 것만으로 전자등록기관이 다른 계좌기관에 일괄 정보를 청구하는 실무가 마련된 것으로 보인다.

## 5. 복수의 주주가 공동으로 소수주주권을 행사하려고 하는 경우

그 외에 복수의 주주가 공동으로 소수주주권을 행사하고자 하는 경우 개별 주주가 각자 계좌관리기관에 신청을 한 후 계좌관리기관은 전자등록기관에 통지하지만 이 경우 개별 주주에 국한된 소유내용 및 행사하려는 권리의 내용과 대통령령으로 정하는 사항을 통지하는 것이므로 실제 소수주주권 행사요건을 충족하는지가 명확하지 않은 경우가 있을 수 있다. 무엇보다 복수의 주주가 동시에 개별통지를 신청한다고 해도 계좌관리기관이 다를 경우 동시에 발행회사에 통지가 도달한다고 단정할 수 없고, 공동행사에 필요한 주식 계속 보유요건도 확인해야 하기 때문이다. 따라서 주주들이 공동으로 소수주주권을 행사하기 위한 것인지를 알 수 있도록 실무가 뒷받침되어야 할 것이다.

## 6. 초과 기재시 소수주주권 행사관련

한편, 초과기재가 행해지고 당해 기재에 대하여 다른 주주가 선의취득한 경우 소수주주권 행사와 관련하여서도 문제될 소지가 있다. 즉 전자증권법은 전자등록의 안전성 확보차원에서 고객계좌부에 전자등록된 주식등의 종목별 총수량 또는 총금액이 고객관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액을 초과하는 경우 대통령령으로 정하는 바에 따라 계좌관리기관이, 그리고 계좌관리기관등 자기계좌부에 전자등록된 주식등의 종목별 총수량 또는 총금액과 고객관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액의 합이 발행인관리계좌부에 기록된 전자등록주식등의 종목별 총수량 또는 총금액을 초과하는 경우 전자등록기관이 대통령령으로 정하는 바에 따라 지체없이 그 초과분을 해소하도록 하고 있다(제42조). 그러나 초과분에 대한 권리를 적법하게 취득한 자(‘초과분 선의취득자’)가 있는 경우에는 해당 계좌관리기관 또는 전자등록기관은 그 선의취득된 초과분 수량 또는 금액만큼 초과분에 해당하는 전자등록주식등(초과분목적)을 지체없이 말소하는 전자등록을 해야 한다. 초과분에 대한 해소의무의 전부 또는 일부를 이행하지 않은 경우에는 계좌관리기관과 전자등록기관은 대통령령으로 정하는 방법 및 절차에 따라 그 초과분을 해소하여야 하며(제42조 제3항), 이 경우 초과분해소의무가 이행될 때까지 그 의무가 발생한 계좌관리기관의 고객

계좌부에 해당 전자등록주식등의 권리자로 전자등록된 자로서 대통령령으로 정하는 자는 대통령령으로 정하는 바에 따라 산정된 수량 또는 금액에 대한 권리를 발행인에게 주장할 수 없다(제43조).

그런데 주주로서는 자신이 알지 못한 일로 보유주식수가 감소되고 소수주주권의 행사요건인 보유주식수나 보유기간을 만족하지 못하는 일이 발생하여 소수주주권을 행사할 수 없는 사태가 발생할 가능성이 있다. 즉 개별통지를 한 후에 초과기재를 발견한 경우 즉시 초과분을 취득하여 의무를 이행하더라도 그 의무가 이행될 때까지 발행인에게 권리를 행사할 수 없으며, 또한 초과분에 대한 해소의무가 이행된 경우 발행인에게 대항할 수 있는 주식수가 감소했다는 사실은 기록이 남기 때문에 일정 기간의 계속 보유를 요건으로 하는 소수주주권 등에 대하여 그 계속 보유가 중단하는 사태가 발생하게 된다. 초과기재를 한 기관이 해소의무를 전부 이행한 경우 소수주주권과의 관계에서 초과기재는 당초부터 존재하지 않은 것으로 취급되어야 하지만 이에 대한 명확한 규정을 전자증권법에는 두고 있지 않다. 때문에 계속보유와 관련하여 소수주주권의 행사를 둘러싸고 분쟁이 발생할 가능성이 있다<sup>33)</sup>.

## 7. 소유자증명서 관련 사항

소유자 증명서는 주주가 주주권을 행사하기 위하여 신청하는 경우 전자등록기관이 발행하는 전자등록 내용을 증명하는 문서로 주주에 관한 개별적 확인방식이라는 점에서 소유내용통지와 대체로 유사하다. 즉 명의개서 미필주주의 경우 소유자증명서로 발행인에게 대항할 수 있으며(제39조 제4항), 발급사유에 제한이 없으며 널리 주주가 자신의 권리를 행사하기 위한 경우 신청이 가능하다(제39조 제1항). 아울러 소유자증명서를 발행인이나 그밖에 대통령령으로 정하는 자에게 제출하여 소유자로서의 권리를 행사할 수 있으며(제39조 제5항), 소유자증명서가 발행된 경우 해당 주식의 처분제한 전자등록이 수반된다. 이러한 점에서 소수주주권 행사시 앞서 살펴본 소유내용통지제도와 동일한 법적 쟁점들이 제기될 가능성이 있다.

33) 참고로 일본 사채·주식등의 대체에 관한 법률(대체법)은 제147조 제4항, 제148조 제4항에서 이에 관해 명시적으로 규정하고 있다. 즉 전자등록기관이 초과분에 대하여 해소의무를 이행한 경우 소수주주권 등의 계속 보유 요건에 대해서는 초과기록은 처음부터 존재하지 않은 것으로 취급된다.

## IV. 주주제안 이용시 고려사항

### 1. 주주제안제도의 이용 증가전망

국내에서 2016.12.19 이른바 스톱워드십코드라고 불리는 “기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙”이 기업지배구조원에 의해 제정되었는데, 최근 이 원칙을 국민연금이 도입하기로 결정하는 등 향후 기관투자자의 가입이 증대될 것으로 전망된다. 특히 전통적 재무위험요인과 더불어 환경(Environment), 사회(Social), 기업지배구조(Governance)와 같은 비재무적 요인(ESG)을 적극적으로 고려하는 책임투자의 확대경향도 있어 스톱워드십코드의 도입과 함께 향후 기관투자자의 행동을 변화시킬 가능성이 크다. 왜냐하면 책임투자자와 관련한 투자전략으로 투자배제, ESG 통합투자, 주주 관여(Engagement), 임팩트 투자 등이 있는데, 이러한 투자전략중 특히 주주 관여(Engagement)는 스톱워드십코드와 공통되기 때문이다. 이에 따라 연기금을 비롯한 기관투자자의 투자대상기업과 투자자간의 적극적인 주주권 행사를 위한 의사소통의 유형과 양상은 갈수록 다양해질 것으로 보인다. 특히 이러한 스톱워드십코드의 도입 이후 국민연금의 가입으로 인해 향후 투자대상기업과 투자자간의 적극적인 의사소통의 방식으로 주주권 행사방식중 주주제안제도의 이용이 급증할 것으로 예상된다.

### 2. 전자증권법하에서 주주제안제도 관련 이슈

#### (1) 개별 소유내용의 통지시기

주주제안제도는 경영자와 주주 또는 주주 상호간의 의사소통을 가능하게 하는 제도로 주주권을 둘러싼 기업 환경변화상황에서 주주제안제도를 이용함에 있어서 전자증권제도하에서 주주제안이 원활하게 행사될 수 있는지를 점검할 필요가 있다.

주주제안을 하기 위해서는 우선 개별 주주확인제도를 이용하여야 한다. 전자증권법상 상장회사의 경우 주주의 개별적인 권리 행사를 위해서는 소유자증명서 내지 소유내용 통지에 기초해서 권리행사하도록 하고 있기 때문이다.

그런데 주주관여의 방법으로 주주제안제도를 이용하려고 하는 경우 소유내용 통지의 시기와 회사법상 주주제안권의 행사기간과의 관계가 반드시 명확하지 않다. 현행법상 주주제안권자인 주주가 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있다고 하고 있다(상법 제363조의2 제1

항). 그렇다면 주식의 소유내용통지도 마찬가지로 주주총회일 6주 전에 이루어져야 하는가 하는 것이 문제될 수 있다. 왜냐하면 사전통지기간에 대한 엄격한 제한은 주주제안을 중대하게 제약하는 요인이 되기 때문이다.

주주제안은 주주가 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있는 권리로, 주주제안권자는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주(상법 제363조의2 제1항), 상장회사의 경우에는 6개월 전부터 계속하여 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1%(최근 사업년도말 자본금이 1천억 이상인 상장회사의 경우에는 0.5%) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자가 된다(상법 제542조의 6 제2항). 이러한 주주제안권자는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있다(상법 제363조의2 제1항).

그런데 이사회가 결정한 주주총회의 소집은 주주에게 2주 전에 통지되므로 주주가 6주 전에 미리 주주총회의 소집사실을 아는 것은 매우 이례적이다. 상장회사의 경우 이사회결의가 공시되므로 주주는 소집통지를 받기 전에도 주주총회 소집사실을 알 수 있지만 경영진이 6주 내의 날을 주주총회일로 정하여 소집결의를 하는 경우에는 주주는 소집통지 전에 주주총회 소집사실을 알더라도 해당 주주총회에 관해서는 주주제안권을 행사할 수 없게 된다. 이러한 점에서 6주 전이라는 주주제안 행사기간은 문제점이 있다.<sup>34)</sup> 회사는 6주 전이라는 요건에 미달하는 기간에 주주가 주주제안을 한 경우 반드시 그 제안을 채택할 의무는 없기 때문이다.<sup>35)</sup>

이를 고려한다면 회사가 그 제안을 채택할 수 있는지에 대해 이러한 기간이 주주총회의 소집준비를 위한 기간이고 현실적으로 주주가 제안을 하면 이를 6주 이후에 열리는 주주총회에서라도 다루어 달라는 의미이므로 회사가 임의적으로 채택할 수 있다고 해석하는 것이 바람직하다.<sup>36)</sup> 참고로 프랑스나 독일의 경우에는 주주제안에 관한 정보의 전부 내지 일부를 공고나 전자적 방법(웹사이트에 표시)만으로 제공하는 것이 인정되어 있다.

통지시기를 둘러싸고 분쟁이 발생할 우려가 있음은 일본의 경험에서도 알 수 있다.

34) 김태진, 2009년 1월 상법개정예에 의하여 감사위원인 사외이사 선임방법과 소수주주권 보호는 개선되었는가? -KT&G사건을 계기로-, 「증권법연구」 제11권 제3호, 한국증권법학회, 2010년, 263면.

35) 다만 차기의 주주총회에 대한 제안으로서 효력이 있다고 해석할 여지가 있으나 주주제안이 차기의 주주총회에 대한 제안으로 취급할 경우 그 실효성이 떨어지며 의의가 크지 않을 것이다. 임재연, 『회사법 II』, 박영사, 2013년, 50면.

36) 임재연, 전거서, 50면.

일본의 경우 사전통지 기간을 둘러싼 분쟁이 있었는데, 이 사안에서 일본 최고재판소는 회사법 제303조 제1항 및 동법 제305조 제2항 소정의 주주제안권은 대체법 제147조 제4항 소정의 소수주주권에 해당한다고 판단하고 주주제안권에 관한 개별주주통지는 권리행사에 선행될 것을 필요로 하지 않지만 주주총회일의 8주 전까지 할 것을 요한다고 판시한 바 있다. 이렇게 개별주주통지의 실시시기를 판시한 이유에 대해서는 “대체 주식에 관해 주주제안권을 행사한 주주가 주식계속보유요건을 만족하였는지를 회사가 확인하는 방법으로서 1차적으로 6개월 이전부터 대체계좌부의 주식의 증감의 기재가 행해진 개별주주통지에 의한 것이 예정되어 있고 회사로서는 이러한 개별주주통지를 갖고 주주가 주식계속보유요건을 충족하였는지를 확인하는 것”이라고 하고 있다.

소유내용 통지를 신청한 주주로서는 신청시 전자등록기관이 발행회사에게 소유내용 통지를 언제까지 하는지를 정확하게 파악하기는 어렵다. 따라서 주주로서는 소유내용 통지 후에 주주제안권 행사를 요구하도록 하는 것은 불리한 결과를 가져올 수 있다. 일본 최고재판소도 이러한 점을 인식하여 개별주주통지가 권리행사에 앞서 이루어져야 하는 것은 아니라고 판시하였다.

한편, 소유내용의 통지는 소수주주권을 행사하는 경우에 자기가 주주라는 것을 회사에 대항하기 위한 요건이지 권리행사의 요건은 아니다.<sup>37)</sup> 게다가 주주가 주주제안권을 행사하기 위해서는 전자등록기관에 대하여 자기가 보유한 전자주식의 종류, 수, 기타 사항을 회사에 통지하도록 신청하여야 한다. 즉 소유내용의 통지절차는 오로지 주주가 하는 것이 되고 회사측에서 보면 주주제안권의 행사에 관한 지주요건과 계속보유요건의 충족 여부만 소유내용의 통지 내용을 보고 확인할 수 있어 이전의 소수주주요건을 확인하는 것보다 간편해졌다고 할 수 있다. 그러한 점에서 보면 소수주주권의 행사와 관련하여 회사의 소수주주 요건 확인등의 사무부담은 경감되었다.

이러한 점에서 소유내용의 통지를 주주제안과 동일하게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일)의 6주 전에 발행인에게 하여야 하는지는 그 정당성에 의문이 제기될 여지가 있다. 즉 소수주주권의 행사시점에 아직 소유내용 통지가 행해지지 않았다고 해도 소수주주권 행사를 위한 주식보유요건 충족성의 판단기준이 되는 전자등록기관계좌부상의 정보는 이미 갱신되어 있어 회사로서는 사후적으로 그 내용을 전달받을 수 있고 이를 통해 주식보유요건의 충족 여부를 판단할 수 있기 때문이다.<sup>38)39)</sup> 반면에 이에 대해서는 늦어도 6주 전에 발행인에게 소

37) 일본에서는 대항요건이라는 주장 외에 대항요건을 갖추었다는 것을 증명하기 위한 수단인 견해( 이른바 증명수단설)도 있다. 이러한 견해에 의하면 개별주주통지는 권리행사자격이 있는 주주라는 것을 회사에게 보여주는 주된 방법이고 유일한 방법은 아니라는 것이다.

38) 유사한 견해로는 王偉杰, 振替制度下の株主提案權行使, 法学政治学論究 : 法律·政治·社会 (107), 2015, 19頁

유내용의 통지가 이루어져야 한다는 주장이 있을 수도 있다.

그러나 주주제안의 행사기간이 실제 주주에게 불리한 점을 고려한다면 주주제안의 경우 회사가 그 제안을 채택할 수 있는지에 대해 이러한 기간이 주주총회의 소집준비를 위한 기간이고 현실적으로 주주가 제안을 하면 이를 6주 이후에 열리는 주주총회에서라도 다루어 달라는 의미로 보고 회사가 임의로 주주제안을 채택할 수 있다고 해석하는 것이 바람직하며,<sup>39)</sup> 주식소유의 내용통지도 늦어도 주주총회 6주 전에 발행인에게 통지가 되어야 한다고 보기보다는 회사가 임의로 채택할 수 있다고 해석하는 것이 전자증권시스템하에서 타당할 것으로 보인다.

## (2) 전자등록기관의 발행회사에 대한 소유내용 통지시점

앞서 설명한 바와 같이 주주제안의 경우 소유내용의 통지시기는 회사의 사무부담 감소 및 주주의 권리행사기간의 확보라는 점에서 재고의 여지가 있다.

한편, 전자등록기관의 발행회사에 대한 소유내용 통지일정도 최대한 단축할 필요가 있다. 일본의 경우 2009년 대체법 실시 후 2012년 3월 계좌관리기관으로부터 개별주주통지가 보다 신속하게 이루어지도록 일정을 단축하여 주주로부터 신청받은 경우 신청한 날로부터 익영업일에 개별주주통지가 이루어지도록 하고 있다.<sup>41)</sup> 현재 한국예탁결제원의 경우 전자증권시스템상에서 즉시 통지할 수 있는 방향으로 설계 및 구축중이라고 한다. 따라서 실무적인 측면에서 통지가 즉시 가능할 것으로 기대된다.

## V. 결론

올해 9월부터 증권시장에 상장된 회사는 현재 예탁제도에서 전자증권제도로 의무 전환된다. 이 경우 주주의 전자등록주식등에 대한 권리 행사와 관련해서는 앞서 소개한 바와 같이 큰 변화가 있어 주주에 대한 충분한 주지와 각별한 주의 등 제도 변화에 따른 충분한 사전 검토가 요구된다. 특히 최근 국민연금의 스튜어드십코드 도입과 주주행동

39) 왜냐하면 일본의 판시내용과 같이 "대체주식에 관해 주주제안권을 행사한 주주가 주식계속보유요건을 만족하였는지를 회사가 확인하는 방법으로서 1차적으로 6개월 이전부터 대체계좌부의 주식의 증감의 기재가 행해진 개별주주통지에 의한 것이 예정되어 있고 회사로서는 이러한 개별주주통지를 갖고 주주가 주식계속보유요건을 충족하였는지를 확인하는 것"에 지나지 않을 수 있기 때문이다.

40) 임재연, 전게서, 50면.

41) [http://www.jasdec.com/download/ds/annai\\_kobetu.pdf](http://www.jasdec.com/download/ds/annai_kobetu.pdf); [http://www.jasdc.com/download/ds/QA\\_kobetu.pdf](http://www.jasdc.com/download/ds/QA_kobetu.pdf)

주의에 대한 관심의 증대로 인해 어느 때보다 소수주주권 행사에 대하여 관심이 높아지고 있다. 따라서 주주권의 행사와 관련하여 전자증권제도의 도입이 장애가 되지 않도록 제반 사전 검토가 요구된다.

특히 소수주주권의 행사와 관련하여 주주제안권의 이용이 증대될 것으로 전망된다. 이 경우 전자증권법제하에서의 소유내용 통지와 관련하여 제기되는 이슈들은 주주권의 원활한 행사 및 주주제안제도의 순기능을 증대시키는데 있어 밀접하게 관련되어 있어 조기에 명확한 처리가 바람직할 것으로 보인다. 향후 소유자증명서와 소유내용 통지등을 통해 주주제안권 행사가 전자증권시스템이라는 단일화된 플랫폼에 의해 처리되어 보다 효율화되고 용이하게 주주의 권리가 행사되기를 기대한다.

# 국민연금의 스튜어드십 코드 참여: 주요 내용, 의의 및 과제\*

연구논단VI

송민경 | 한국기업지배구조원 선임연구위원

## I. 서론

국민연금이 올해 7월말 한국 스튜어드십 코드(이하 “코드”) 참여를 선언했다. 사실 국민연금의 코드 참여는 코드 제정 직후부터 꾸준히 그 필요성이 제기되었으며, 사회적인 논의가 이어졌다. 스튜어드십 코드를 제정해 시행 중인 미국, 영국, 일본, 네덜란드 등 해외 선진국에서는 국민연금과 같은 연기금이 코드 확산과 정착의 핵심 역할을 수행하기 때문이다. 코드 제정이 2016년 12월이었으니 사실상 1년 반만의 사회적 논의를 거쳐 참여하게 된 셈이다. 국민연금의 코드 참여는 문재인정부의 100대과제에도 포함될 만큼 중요한 과제였다는 점에서 다소 늦은 도입 시기에 아쉬움이 있지만, 국민연금의 자산규모와 한국 자본시장에서 갖는 중요성, 파급효과 등을 고려해 다양한 논의와 토론을 신중하게 거쳐 도입할 수밖에 없었다는 점도 감안할 필요가 있어 보인다.

이 글에서는 국민연금이 공개한 자료를 바탕으로 이행 방안의 주요 내용을 살펴보고, 의의와 효과를 서술한 후 코드의 충실한 이행을 위해 향후 검토해야 할 과제를 제시한다. 우선 2장에서 국민연금이 코드에 참여하면서 발표한 이행 방안의 주요 내용을 살펴본다. 주로 논란이 있었던 조직 개편, 주주활동 범위와 절차, 의결권 행사 등과 관련한 내용을 정리한다. 이들 사항은 주로 코드의 세부 원칙 중 2, 3, 4, 5와 관련이 있으므로 이들 원칙을 중심으로 설명한다. 3장에서는 코드 참여의 의의와 기대효과를 서술한다. 코드 도입 과정에서 연금사회주의 또는 관치 논란이 불거지고, 국민연금이 어느 정도의 범위에서

\* 글을 개선할 수 있도록 의미 있는 검토 의견을 제시하신 익명의 심의위원 두 분께 감사의 뜻을 전한다. 다만, 그럼에도 여전히 남아 있을 가능성이 있는 오류는 전적으로 필자의 책임이다. 한편, 글은 2018년 12월말 제출 당시 기준으로 작성했다. 발간 시점인 2019년 3월의 상황과 비교할 때 특별히 차이가 있는 부분은 없다고 판단하지만, 그러한 가능성을 완전히 배제하기 어려운 점이 있으니 이 부분에 대해서는 독자의 양해를 바란다.

주주활동을 수행해야 하는가에 관해 갑론을박이 뜨거웠다. 이들 사안에 관한 입장을 밝히고, 추가로 주주총회의 내실화나 주주소송의 활성화 등 다른 의의와 기대효과도 제시했다. 끝으로 4장에서는 코드의 충실한 이행을 위해 추후 검토해야 할 과제를 조직체계, 주주활동, 의결권 행사, 위탁운용사 선정·관리, 적정 보수 지급 등 항목을 나누어 개략적으로 살펴본다.

## II. 코드 이행 방안: 주요 내용

한국 스투어드십 코드는 다음과 같은 7개의 원칙과 원칙별 안내지침으로 구성된다.

〈표 1〉 한국 스투어드십 코드의 7원칙

구분	내용
원칙 1	수탁자 책임의 이행을 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 2	이해상충 방지를 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 3	투자대상기업을 주기적으로 점검해야 한다.
원칙 4	투자대상기업과 공감대를 형성하되, 필요 시 수탁자 책임의 이행을 위한 내부지침을 마련해야 한다.
원칙 5	충실한 의결권 행사를 위해 의결권 정책을 마련해 공개하고, 의결권 행사의 구체적인 내용과 사유를 공개해야 한다.
원칙 6	의결권 행사 및 수탁자 책임 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙 7	수탁자 책임의 효과적인 이행을 위한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

국민연금은 코드에 참여하면서 7개의 원칙을 어떤 방식으로 이행할지 밝혔다. 그 내용을 확인할 수 있는 핵심 자료는 다음 두 가지다.

1. “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙”(이하 “수탁자 책임 원칙” 혹은 혼동의 여지가 없는 경우 “원칙”)
2. “국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침”(이하 “수탁자 책임 활동 지침” 혹은 혼동의 여지가 없는 경우 “지침”)

코드 참여에 따라 의무적으로 홈페이지에 공개해야 하는 “수탁자 책임 원칙”을 보면 국민연금이 어떤 방식으로 수탁자로서 책임을 다할지에 관해 전체 열개를 각 내용별 취지나 주요 세부 항목과 함께 확인할 수 있다. “수탁자 책임 활동 지침”에는 의결권 행사, 주주활동, 공시 등과 관련한 절차, 기준, 주체 등 세부 사항이 명시됐다. 이하에서는 이 두 자료를 중심으로 국민연금의 코드 이행 방안을 주요 원칙별로 확인해 보기로

한다. 두 자료에 명시되지 않은 내용은 “국민연금기금운용지침”(이하 “기금운용지침”)이나 보도자료 등 자료를 참고했다.

## 1. (원칙 2) 이해상충 방지: 조직 체계 개편

코드의 원칙 2에 따르면 기관투자자는 충실한 주주활동을 수행할 수 있도록 이해상충을 최소화하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다. 이에 따라 국민연금은 “원칙”에서 우려의 소지가 있는 이해상충 가능성을 제시하고, 여기에 대응하는 방안을 다각도로 제시한다.

우선 “원칙”에서는 국민연금이 수탁자 책임을 이행하는 과정에서 여러 이해관계자의 개별적·개인적 이해관계에 영향을 받을 가능성이 있음을 지적했다.<sup>1)</sup> 이 중 특별한 중요성을 갖는 이해상충은 ‘정부의 이해관계와 충돌할 가능성’이다. 바로 여기에서 연금사회주의 또는 관치 논란이 불거지기 때문이다. 이들 논란은 국민연금이 기금자산 가치의 극대화라는 본연의 목적이 아니라 정부 정책을 실현할 목적으로, 즉 자기 이익을 도모하기 위해 기금자산을 운용하고 민간 기업에 개입할지 모른다는 우려를 반영한다. 정부 또는 국민연금이 국민을 대신해 기금자산을 운용하는 데 심각한 이해상충이 있다는 것이다. 바로 이 점에서 코드 원칙 2의 충실한 이행은 국민연금의 코드 참여와 관련한 연금사회주의<sup>2)</sup> 또는 관치 논란을 해소하는 데 중요하다. 연금사회주의 또는 관치 우려에 대응해야 하는 국민연금으로서는 이해상충 방지를 위한 체계적인 대응 방안을 마련해 시행할 필요가 있다.

국민연금이 제시한 이해상충 방지 수단에는 몇 가지가 있다. 가장 중요한 것은 조직 체계 개선이다. 그 핵심은 기금운용위원회 산하에 수탁자책임 전문위원회를 설치해 중요한 책임을 맡기는 조직 개편이다. 국민연금은 이를 보완하여 전문위의 투명성과 책임성을 높이는 내부통제 방안도 제시했다.

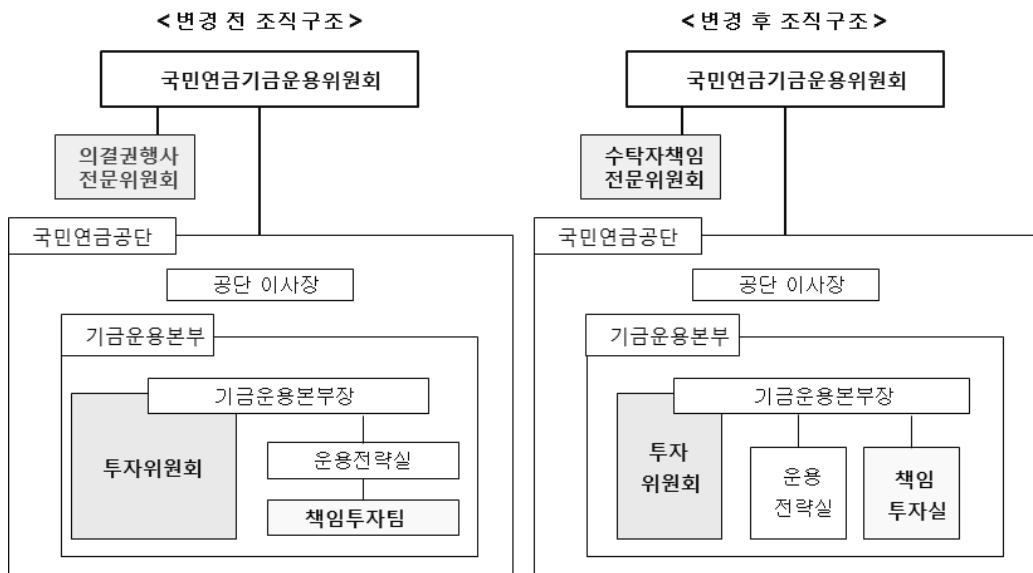
1) 정부, 사용자·노동자 단체 등 기금 내부의 여러 이해관계자뿐 아니라 외부 위탁사와 자문기관에서 비롯하는 이해상충 우려가 있음을 명시했다.

2) ‘연금사회주의’라는 용어는 저명한 경영학자인 피터 드러커가 1976년 발간한 그의 저서에서 처음 사용한 말이다. 이후 국제적으로 연금사회주의 관련 논의가 꾸준히 지속됐는데, 그 용어의 경제적인 그리고 본원적인 의미는 노동자가 (퇴직)연금을 활용해 대기업의 실질적인 소유자로서 생산수단을 소유하고, 이익을 공유하게 됐다는 사실과 관련이 있었다. 정치적으로는 연금을 이용한 기업, 생산수단, 이익의 사회화를 뜻하는 혹은 지향하는 말에 가까웠다고 본다. 용어의 경제적 의미로 한정하면 연금사회주의는 국민연금에 적용해 쓰기에 완전히 불가능하지는 않더라도 그리 적절한 용어는 아닐 듯싶다. 다만, 현실에서는 사회주의가 (물론 엄청난 논쟁이 있기는 하지만) 국가주도의 계획경제를 의미하는 것으로도 폭넓게 이해되기도 한다. 비슷한 취지에서 국가가 연금을 활용해 자기 목적을 달성하고자 하는 행태를 ‘연금사회주의’라고 부르게 된 게 아닌가 한다. 대개 이해에 큰 무리가 없는 만큼 관행에 따라 연금사회주의라는 용어를 이 글에서 사용하기로 한다. 국내에서 연금사회주의는 ‘관치’를 이념적으로 추상화해 부르는 용어로 이해하면 좋을 듯싶다.

(1) 조직 개편

국민연금은 기금운용위원회 산하에 수탁자책임전문위원회를 새로 설치하고, 수탁자 책임의 이행과 관련한 중요한 권한과 책임을 부여했다. 이 전문위는 기존의 의결권행사 전문위원회를 전환한 조직이다. 의결권행사 전문위가 명칭에서 보듯 역할이 의결권 행사에 한정됐으므로, 국민연금은 이를 주주활동 및 수탁자 책임 이행 전반에 걸쳐 역할을 담당할 수 있도록 수탁자책임전문위로 확대 개편한다고 밝혔다. 수탁자책임전문위는 주주권 행사 분과(9인 이내)와 책임투자 분과(5인 이내)의 2개 분과 총 14인으로 구성된다.<sup>3)</sup> 이와 함께 주주활동 실무를 담당하는 조직으로서 기존의 (기금운용본부 운용전략실 산하) 책임투자팀을 책임투자실<sup>4)</sup>로 격상하고 인원도 8인에서 2019년까지 30인으로 확대할 계획임을 밝혔다.

<그림 1> 국민연금의 주주활동 관련 조직체계 개편 방안



여기에서 중요한 사항은 수탁자책임전문위가 이해상충 문제를 방지하고 독립성을 강화하면서 실질적인 역할을 할 수 있는가다. 이를 위해 국민연금은 구성, 역할, 내부통제 장치에 관한 사항을 상세히 명시했다.

우선 전문위 구성과 관련해 기금운용위원회에 속한 가입자단체 및 기관에서 추천한

3) 국민연금기금운용지침(2018.7.30.) 제5조 제5항, 보건복지부(2018) 보도자료 4쪽.  
 4) 스튜어디십 코드 참여 당시에는 “책임투자실”이었으나, 2018년 12월말 실제로는 “수탁자책임실”로 격상됐다. 이하 모두 동일하다.

민간 전문가로 전문위를 구성하도록 하고 정부 인사를 구성원에서 배제했다. 이를 통해 대표성이 있는 민간 전문가들이 상호 견제하도록 해 이해상충을 방지하고 독립성을 강화할 수 있다는 것이 국민연금 측의 설명이다.

또한, 국민연금은 전문위의 역할을 대폭 확대했다. 기존의 의결권행사 전문위는 매우 제한적인 역할만을 담당했다. 이를테면 기금운용본부 내 투자위원회에서 요청하는 일부 주주총회 안건의 검토와 찬성·반대 여부 결정, 배당 관련 주주권 행사에 관한 사항의 검토와 결정 등이다.

반면 수탁자책임 전문위에는 의결권 행사를 포함하는 전반적인 주주활동과 관련한 매우 포괄적인 권한과 책임이 부여됐다. 기금운용위원회에서 최종 의결하는 수탁자 책임 관련 주요 정책과 주주활동 원칙·절차·기준 등의 검토, 기금운용본부의 주주활동 내역 검토 등 업무 외에 주주활동과 관련한 주요 의사결정 업무도 담당하게 됐다. 예컨대 기금운용본부에서 판단이 곤란해 전문위 결정을 요청한 사안, 전문위 내 주주권 행사 분과 위원 3인 이상이 전문위 회부를 요구한 사안, 공개 주주활동 관련 사안이다. 여기에 위탁운용사에 의결권 행사를 위임할 때 적용할 지침이나 의결권 행사 위임·회수 여부의 결정 등 업무가 추가됐다. 전문위의 기능과 역할을 대상이 되는 조직 또는 이해관계자와 연계해 정리하면 <표 2>와 같다.

**<표 2> 수탁자책임전문위원회(주주권행사 분과)의 권한과 책임**

구분	권한(*)	역할
1	주주권·의결권 행사 일반 원칙, 세부기준 등 검토	기금운용위 지원 기금본부 활동 기준 제시
2	기금운용본부의 의결권·주주권 행사 내역 검토	기금본부 활동 점검
3	기금운용위원회 위원장이 요청하는 사안 검토·결정	기금운용위 지원
4	다음 의결권·주주권 행사 사안 결정 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금운용본부에서 결정을 요청한 사안</li> <li>• 주주권행사 분과 위원 3인 이상이 장기 주주가치에 미치는 영향 고려해 전문위 회부를 요구하는 사안</li> <li>• 공개 중점 관리 기업 선정, 공개서한 발송 등 공개 활동 사안</li> </ul>	핵심 의사결정
5	위탁운용사에 대한 의결권 행사 위임 가이드라인 검토	기금운용위 지원
6	위탁운용사에 대한 의결권 행사 위임 및 회수 결정	핵심 의사결정
7	의결권 행사 내역 등의 주주총회 전 공개범위 결정	핵심 의사결정
8	그밖에 수탁자책임 전문위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 사항 검토 또는 결정	

\* 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 운영규정 제2조

## (2) 내부통제 강화

국민연금은 수탁자책임 전문위가 주주활동과 관련한 권한과 책임을 투명하며 책임성 있게 이행할 수 있도록 내부통제를 강화했다. 우선 전문위원회 위원에게 주주활동에 관한 의무와 책임을 명시한 서약서를 제출하도록 했다. 서약서에는 ① 선관주의의무와 충실의무, ② 기금이익 최우선 원칙, ③ 공정한 직무 수행, ④ 비밀 유지 의무, ⑤ 이해관계 직무의 회피에 관한 내용이 기재된다.<sup>5)</sup> 이들 항목은 전문위 위원이 이해상충 없이 공정하게 업무를 수행하도록 의무를 부과하는 내용들이다. 전문위 위원은 서약서에 더해 구체적인 의사결정 등과 관련해 이해상충이 있는지를 확인하기 위한 이해상충 확인서를 추가로 제출해야 한다.

그리고 전문위원회 회의에서 각 위원이 발언한 내용은 모두 회의록으로 기록하여 보관하고, 국회 소관 상임위원회에서 요구하는 경우 위원장은 회의록의 주요 내용을 요약한 의사록을 비공개로 제출하도록 했다. 모든 발언 내용이 녹취록 수준으로 기록된다면 전문위 위원은 기금의 이익을 위해 보다 충실하게 판단해 의사결정에 참여할 수밖에 없게 되므로 전문위 활동과 의사결정의 대외 신뢰도를 한층 높이는 데 기여할 것이다.

## 2. (원칙 3) 투자대상회사 점검 방안

국민연금은 코드 원칙 3의 이행과 관련해 재무요소뿐 아니라 비재무요소에 관해서도 투자대상기업을 점검하겠다고 밝혔다. 점검할 재무요소에는 경영성과 및 주요 재무정책 등과 관련해 재무 건전성, 경영 안정성, 투자리스크 등이 포함됐다. 이들 재무사항은 주식운용실에서 분기별 또는 주요 이벤트 발생 시에 점검하게 된다.

환경(E)·사회(S)·지배구조(G)와 같은 비재무요소는 코드에서 강조하는 점검 대상으로 책임투자팀(향후 책임투자실)에서 외부 리서치기관을 활용해 연 1~2회 점검하게 된다. 국민연금공단 내 기금운용본부에서는 내부에서 마련해 활용하는 ESG 평가모형에 포함된 52개의 세부지표에 관해 투자대상기업을 점검한다. 재무사항과 마찬가지로 주요 위험 발생 시에도 점검 및 평가가 이루어진다. 이들 52개 세부지표는 지배구조 분야 19개, 환경 분야 12개, 사회 분야 21개로 구성되며, 세부 사항은 다음과 같다.

5) 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 운영규정(2018.7.30.) 별지서식

〈표 3〉 투자대상 기업 점검 항목: 지배구조(G)

구분	ESG이슈	정의	세부지표
지배 구조 (G)	주주의 권리	주주권리 보호 및 소통 노력 수준	경영권 보호장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기
	이사회 구성과 활동	이사회의 독립성 및 충실성수준	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대표이사와 이사회 의장 분리, 이사회 구조의 독립성</li> <li>• 이사회의 사외이사 구성 현황, 이사회 활동</li> <li>• 보상위원회 설치 및 구성, 이사보수 정책 적정성</li> </ul>
	감사 제도	감사의 독립성 수준	감사위원회 사외이사 비율, 장기 재직 감사/감사위원 비중, 감사용역 비용 대 비 비감사용역 비용
	관계사 위험	관계사 부실로 인한 위험성 수준	순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출 거래 비중, 관계사 매입 거래 비중
	배당	배당 등 주주가치 환원 노력 수준	중간/분기배당 근거 마련, 총주주이익률, 최근 3년 내 배당 지급, 과소 배당

\* “책임투자를 위해 고려하는 환경, 사회, 지배구조의 기준”(국민연금 홈페이지)

〈표 4〉 투자대상 기업 점검 항목: 환경(E)·사회(S)

구분	ESG이슈	정의	세부지표
환경 (E)	기후 변화	탄소배출관리 수준	온실가스관리시스템, 탄소배출량, 에너지소비량
	청정 생산	환경유해물질 배출 관리 수준	청정생산관리시스템, 용수사용량, 화학물질 사용량, 대기오염물질 배출량, 폐기물 배출량
	친환경 제품개발	친환경화적 제품개발 노력 수준	친환경제품 개발 활동, 친환경 특허, 친환경 제품 인증, 제품 환경성 개선
사회 (S)	인적자원 관리	근로환경, 인권, 다양성 관리 수준	급여, 복리후생비, 고용, 조직문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	작업장 내 안전성관리 수준	보건안전시스템, 안전보건경영시스템 외부 인증, 산재다발사업장 지정
	하도급 거래	공정하고 합리적인 협력업체 관리수준	거래대상선정 프로세스, 공정거래저울준수 프로그램, 협력업체 지원 활동, 하도급법 위반 사례
	제품 안전	제품 안전성 관리 수준	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 제품안전시스템, 제품안전경영시스템 인증</li> <li>• 제품안전사고 발생</li> </ul>
	공정 경쟁	공정경쟁, 사회발전 노력 수준	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 내부거래위원회 설치, 공정경쟁 저해 행위</li> <li>• 정보보호시스템, 기부금</li> </ul>

\* “책임투자를 위해 고려하는 환경, 사회, 지배구조의 기준”(국민연금 홈페이지)

### 3. (원칙 4) 주주활동

국민연금이 코드에 참여하면서 어느 범위까지 수탁자 책임의 이행을 위한 활동, 즉 주주활동을 수행할지는 초미의 관심사였다. 주주활동의 유형과 범위에 따라 연금사회주의 또는 관치와 관련해 현재 일고 있는 논란의 정도도 달라질 터다. 예컨대 투자대상회사에 질의서를 보내거나 이사회와 대화하는 정도의 수준에 머문다면 관치 논란은 잦아

들겠지만, 주주제안을 내고 위임장 경쟁을 시도하는 데까지 나아간다면 연금사회주의 논란은 더 크게 불거질 수도 있다. 예상대로 국민연금의 주주활동 범위를 둘러싸고 재계와 시민단체 양측의 입장이 첨예하게 부딪혔다. 재계는 국민연금이 코드에 참여하더라도 관치 우려 등이 크므로 주주활동을 최소화해야 한다고 주장한 반면, 시민단체는 주주활동이 실질적인 효과로 이어질 수 있도록 주주제안이나 위임장 경쟁을 국민연금의 활동 범위에 포함시켜야 한다고 주장했다. 국민연금은 재계와 시민단체 등의 의견을 절충한 선에서 주주활동 범위를 정한 것으로 보인다. 국민연금은 주주활동의 범위와 유형, 단계별 시행 방안, 주주활동 절차·주체 등에 관해 비교적 자세한 내용을 공개했다.

### (1) 범위 및 유형

국민연금은 투자대상회사와의 대화를 비롯해 비교적 폭넓은 유형의 주주활동을 실시하되, 일부 부담이 큰 주주활동은 제한적으로 수행할 계획임을 밝혔다. 후자의 대표적인 활동은 주주제안과 위임장경쟁이다. 이들 활동은 제반 여건이 구비된 후 이행방안을 마련하되, 그 전에라도 꼭 필요해 기금운용위원회에서 의결한 경우 시행할 수 있도록 했다. 주주제안이나 이들 활동은 대상회사의 경영에 중요한 영향을 끼치는 행위로서 실제 수행하고자 하는 경우 자본시장법에 따른 공시 부담과 운용상 제약이 크고,<sup>6)</sup> 기업 경영에 끼치는 영향도 다른 주주활동에 비해 직접적이어서 경영 간섭 논란 소지가 크다는 점이 근거다.<sup>7)</sup>

국민연금이 밝힌 주주활동 시행 계획에는 우선 투자대상기업과의 비공개 대화가 포함된다. 국민연금이 중요하다고 생각하는 쟁점과 관련해 문제나 우려가 있는 기업에 대해서는 사실관계나 기업의 대응조치를 확인하고 필요하면 개선 방안을 논의하기 위한 이사회나 경영진과의 면담을 요청할 수 있다. 면담과 같은 대면회의 대신 서신 교환 등의 방법도 가능하다. 대상 기업 경영이나 지배구조 등에 문제가 있거나 논란이 있다면, 국민연금은 면담이나 서신 등 방법으로 사실관계, 논란에 관한 회사 측 입장이나 해결 방안을 물어보고, 더 나아가 연금에서 생각하는 해결 방안을 제시할 수 있다.

만일 이사회와의 대화 같은 비공개 활동으로 문제가 해결되지 않는 경우 국민연금은 해당 기업을 비공개 중점 관리 기업으로 선정해 집중적이고 장기적으로 대화하되, 그 이후 기업에서 대화를 거부하거나 문제가 해결 기미를 보이지 않는다면 공개 주주활동

6) 금융위원회는 2017년 6월 발표한 “스튜어드십 코드 관련 법령해석집”에서 주주제안(26쪽), 임시주주총회 소집 청구(26쪽), 위임장 경쟁(27쪽)이 회사나 그 임원에 대한 사실상 영향력의 행사에 해당하거나 그러한 가능성이 있다고 보아 자본시장법 상 일명 ‘5% 룰’에 따른 공시무무를 부담하는 것으로 해석했다(금융위원회, 2017).

7) 국민연금기금운용위원회 의결 자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회), 25쪽

으로 전환하겠다고 밝혔다. 공개 활동에는 중점 관리 대상 기업 명단 공개, 공개 서한 발송 등이 포함됐다. 최근 총수 갑질과 불법행위 혐의가 문제가 된 기업에 문제 해결을 요구하는 공개 서한을 보내고 이를 논의하기 위한 회의 개최를 요구한 사실이 있다.

국민연금은 이상과 같은 대화 외에 보다 적극적인 형태의 주주활동 계획도 공개했다. 대표적인 활동이 대표소송이나 손해배상소송 등의 법정 소송 제기다. 위탁운용사에 의결권 행사를 위임하는 간접적인 방식으로 주주활동을 수행할 수 있다는 점도 명시했다. 이 밖에 대상기업을 특정하지 않는 주주활동으로서 이사회 구성·운영, 이사·감사 선임 등과 관련한 일반 원칙인 기업지배구조 가이드라인을 공개하기로 했다.

이상의 대다수 주주활동은 2019년부터 시행하되, 의결권 행사 내역을 주주총회 전에 공개하는 범위 설정이나 법정 소송 제기 근거 및 기준 마련 등은 2018년 연내 마무리하기로 방침을 정했다. 이상의 주주활동 유형을 시행 시기, 공개 활동 여부 등과 함께 요약하면 다음과 같다.

〈표 5〉 주주활동 유형, 특성, 시행 시기

구분	유형	비고	공개	시행		
				'18년	'19년	'20년
대상회사 미특정	기업지배구조 가이드라인 공개		●		●	●
	중점 관리 사안 선정/공개	일부 공개('18.7)	●		●	●
대상회사 특정	서신 교환	예상 못한 이슈는 '18년 시행	×	▲	●	●
	대화	예상 못한 이슈는 '18년 시행	×	▲	●	●
	중점 관리 회사 공개	예상 못한 이슈는 '18년 시행	●	▲	●	●
	공개 서한 발송	예상 못한 이슈는 '18년 시행	●	▲	●	●
	의결권 행사 내역 사전 공개	전문위 의결	●	●	●	●
	주주제안, 임원후보 추천	기금위 의결 전제	●		○	○
	의결권대리행사권유	기금위 의결 전제	●		○	○
	주주대표소송	'18년 기준 마련	●		●	●
	손해배상소송	'18년 기준 마련	●	●	●	●
	간접 활동	위탁사에 의결권 행사 위임	자본법 시행령 개정	●		●

\* 국민연금기금운용위원회 의결자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회), 24~34쪽의 내용을 필자가 정리

## (2) 주주활동 대상 사안

국민연금은 점진하고 대화할 중점 관리 사안도 공개했는데, 여기에는 배당 정책, 임원 보수 한도, 경영진의 심각한 위법행위, 지속적인 반대에도 개선이 없는 사안 등이 포함

됐다. 이들 사안은 기금 수익이나 기업가치와 밀접한 사안이라는 것이 국민연금의 설명이다. 지금까지는 배당과 관련해서만 주주활동을 시행했지만, 대상 쟁점을 보다 넓게 확대하겠다는 방침이다. 특히 기업집단이 주축을 이루는 한국 경제구조에서 투자자들의 불신을 낳는 중요한 사유였던 횡령·배임이나 부당내부거래, 사익편취 등 위법 행위 사안이나 투자자의 지속적인 반대에도 개선이 없는 사안이 포함된 점은 특기할 만하다.

추가로, 이들 사안 외에도 기금자산 가치에 상당한 문제를 야기하는 예기치 못한 상황이 발생할 경우 수탁자책임전문위 또는 기금운용본부의 판단에 따라 주주활동을 시행할 수 있도록 했다.<sup>8)</sup> 배당 정책, 임원보수한도 등 중점 관리 사안을 명시하면서도 여기에 포함되지 않은 사안에 대해서도 주주활동을 수행할 여지를 열어둔 셈이다. 구체적인 사항은 다음 표와 같다.

〈표 6〉 중점 관리 사안 선정 기준

중점 관리 항목	세부 내용
배당정책 수립	<ul style="list-style-type: none"> <li>합리적인 배당정책 미수립</li> <li>배당정책에 따른 배당 미시행</li> </ul>
임원보수한도의 적절성	경영성과에 연계되지 않은 보수한도 제안으로 주주권익을 침해하는 경우
법령 위반 우려로 인한 기업가치 훼손, 주주권의 침해 가능 사안	국가기관 조사 등 개관적 사실에 근거, 아래에 해당 시 <ul style="list-style-type: none"> <li>당해 회사 관련 횡령, 배임 행위</li> <li>부당하게 특수관계인/계열사를 지원하는 행위(부당지원)</li> <li>특수관계인에게 부당한 이익 귀속하는 행위(사익편취)</li> </ul>
지속적 반대 의결권 행사에도 개선이 없는 사안	주주총회 안건 중 국민연금에서 지속적으로 반대여사를 표시했음에도 개선되지 않는 안건

\* “국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침”[별표 4] 중점관리사안 선정 기준

### (3) 대상 기업

국민연금의 주주활동 대상이 되는 기업은 주주활동 유형별로 달리 정해진다. 우선 기업지배구조 가이드라인이나 중점 관리 사안을 정해 공개하는 주주활동은 그 성격상 대상 기업이 특정되지 않는다. 이를 제외한 나머지 주주활동은 대상 기업이 특정되지만, 범위에는 차이가 있다.

가장 보편적인 주주활동인 대상 기업과의 서신 교환이나 비공개 대화는 그 대상을 한정했다. 보다 구체적으로는 국민연금의 지분율이 5% 이상이거나 국민연금의 국내 주

8) 국민연금기금운용위원회 의결자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어더십 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회), 29쪽. 국민연금에서는 수탁자책임 전문위의 의결을 거쳐 즉각 공개활동을 추진 가능한 ‘중대 사안’으로 “기업주주가치 훼손으로 기업 ESG 평가등급이 2등급 이상 하락한 기업”을 예시했다(같은 자료, 29쪽)

식자산 중 1% 이상을 차지하는 기업이면서 중점 관리 사안과 관련해 우려가 있는 기업이다. 단, 이 범위에 해당하지 않더라도 중대한 기업가치 훼손 우려가 있는 기업은 역시 대상이다.<sup>9)</sup>

비공개 대화를 진행했음에도 개선이 없는 기업은 비공개 중점 관리 대상 기업으로 전환돼 집중적인 대화 및 관리의 대상이 된다. 여기에서도 추가 대화를 거부하는 등 개선을 기대하기 어려운 기업은 공개 중점 관리 대상 기업이 돼 명단이 공개되고, 공개 서한 발송 대상이 된다. 물론 이런 단계별 진행을 기계적으로 거쳐야 하는 것은 아니다. 국민연금은 기업 경영진의 폐쇄적인 태도 등 때문에 대화를 이어가기 어렵다는 점이 분명한 기업은 처음부터 공개 중점 관리 대상으로 정할 수도 있다고 밝혔다.

다른 형태의 주주활동에 대해서는 대상 기업을 정하는 구체적인 기준을 공개하지 않았다. 의결권 행사 내역을 주주총회 이전에 공개하는 기업 또는 안건은 수탁자책임전문위가 그렇게 하기로 정한 기업으로만 규정되었을 뿐 구체적인 선정 기준은 발표되지 않았다. 자본시장법 상 5% 룰의 적용을 받는 주주제안이나 임원 후보 추천, 위임장경쟁을 시도하거나 주주대표소송, (증권집단소송과 같은) 손해배상소송을 제기할 대상 기업을 어떤 기준으로 선정할지 역시 공개되지 않았다. 다만, 소송 제기 기준으로, 경영진의 위법행위 등에 다른 손해액이 형사재판에서 확정돼 입증이 어렵지 않고 승소가능성이 높은 경우 등 제소요건 충족 여부, 승소가능성, 비용 대비 효과 등을 종합적으로 고려할 계획임을 밝혀 어느 정도 윤곽은 드러났다. 5% 룰에 따른 공시 부담도 적어 대표소송을 제기하는 등의 활동에 대해서는 국민연금이 비교적 적극성을 보이며 2018년 말까지 제기 근거와 기준을 마련하겠다고 밝힌 상황이다. 소송 제기는 이어나 최고경영진의 지위, 대상 기업의 평판 등에 끼치는 파급효과가 매우 큰 만큼 대상 기업을 선정하는 세부 기준이 어떻게 마련될지 귀추가 주목된다.

끝으로 위탁사에 의결권 행사를 위임하는 방식의 간접 주주활동과 관련해서는 위탁사로 하여금 어느 범위의 기업에까지 의결권 행사를 허용할지에 관해 공개된 바는 없다. 주주제안이나 임원 후보 추천, 위임장경쟁, 의결권 행사 위임 등 주주활동의 대상 기업을 정하는 문제는 향후 국민연금에서 검토하고 정해야 할 과제로 보인다.

9) 국민연금기금운용위원회 의결 자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회), 30쪽

〈표 7〉 주주활동 유형별 대상 기업

구분	주주활동 유형	대상 기업
대상회사 미특정	기업지배구조 원칙 공개	전체 투자대상기업
	중점 관리 사안 선정/공개	
대상회사 특정	서신 교환	① 지분을 5% or 국내주식투자비중 1% 이상 중점관리사안 기업 ② (지분을 무관) 중대한 기업가치 훼손 우려 있는 기업
	대화	
	중점 관리 회사 공개	비공개 대화 대상기업 중 개선이 없어 비공개 중점관리기업이 된 기업 중 대화 거부 등 개선 여지 없는 기업
	공개서한발송	
	의결권 행사내역 사전 공개	전문위가 공개하기로 정한 기업/안건, 전문위 의결 안건
	주주제안, 임원후보 추천	기금위가 의결한 기업
	의결권대리행사권유	기금위가 의결한 기업
	주주대표소송	향후 대상 기업 선정 기준 마련
	손해배상소송	(제소요건 충족 여부, 승소가능성, 소송에 따른 효과 대비 비용 등)
간접 활동	위탁사에 의결권 행사 위임	향후 대상 기업 선정 기준 마련

#### (4) 주체

관련 의사결정을 내리고 실제 주주활동을 수행할 주체에 관한 기본 원칙은 “국민연금 기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침”에 담겼다. 지침에 따르면, 국민연금은 공단 내 기금운용본부 내에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 수탁자 책임 활동, 주주활동을 수행한다.<sup>10)</sup> 문언 상, 그리고 책임투자팀을 책임투자실로 격상하고 확대한다는 계획에 비추어 보면 투자위원회의 심의·의결을 기초로 책임투자실에서 구체적인 주주활동을 행한다는 계획으로 보인다. 여기에서 예외는 두 가지다.

하나는 수탁자책임 전문위원회에서 결정하고 이를 기금운용본부가 이행하는 경우다. 위 지침은 다음 세 가지 사례를 정해 놓았다.<sup>11)</sup>

- ① 기금운용본부에서 판단하기 곤란해 전문위원회의 결정을 요청한 사안
- ② 전문위원회 주주권 행사 분과의 위원 3인 이상이 장기적인 주주가치에 끼치는 영향이 크다고 판단해 기금운용본부에 전문위원회 회부를 요구한 사안
- ③ 공개 중점 관리 기업 선정, 공개 서한 발송 등 공개 활동에 관한 사안

코드 참여 이전에는 국민연금이 의결권 행사 위주로 주주활동을 수행했고 (수탁자책임 전문위원회의 전신인) 의결권행사 전문위원회는 기금운용본부 투자위원회가 부의한 주주총회 안건만 수동적으로 심의·의결했을 뿐 보다 능동적인 역할을 담당하기 어려웠

10) 국민연금기금운용지침(2018.7.30.) 제5조 제1항

11) 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 운영규정(2018.7.30.) 제2조 제4호

다. 이제 전문위가 자체적으로 심의·의결할 안건을 정해 투자위원회에 전문위 부의를 요구할 수 있게 되었을 뿐 아니라 의결권 행사 외에 여러 주주활동을 투자위원회의 요청이나 전문위원회의 자체 요구에 따라 수행할 수 있는 근거가 갖춰졌다고 볼 수 있다. 나아가 중점 관리 기업을 공개하거나 문제 있는 기업에 공개 서한을 보내는 등의 공개 활동까지 수행할 수 있게 되어 전문위의 역할이 크게 확대됐다. 물론 실제 결과가 어떠한지는 투자위원회가 얼마나 많은 사안을 전문위에 부의할지, 전문위가 적극적이고 주도적으로 투자위에 요구해 논란 있는 안건이나 주주활동 사안을 처리할지에 달렸다.

한 가지 첨언하자면, 몇몇 주주활동은 여전히 그 책임 및 구체적인 실행 주체가 어느 조직인지 확실하지 않다. 기업지배구조 원칙 공개, 중점 관리 사안 선정 및 공개와 같이 대상 기업이 특정되지 않는 일반적인 형태의 주주활동이 단적인 예다. 이들 정책이나 사안 공개는 주주활동의 대상과 방향을 정하고 기업의 자발적인 개선과 변화를 촉구하는 가장 기본적인 주주활동이다. 조직개편의 취지를 생각해 볼 때 그러한 주주활동은 수탁자책임 전문위원회의 점검·의결 대상으로 삼는 편이 바람직해 보이거나 적어도 공개한 지침에서 확인할 수는 없었다.

#### 4. (원칙 5) 의결권 행사

의결권 행사는 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동 중에서 가장 기본적인 활동이다. 이를 반영해 코드에서도 주주활동에 관한 기본 책임과 지침을 제시하는 원칙 4 외에 원칙 5에서 별도로 충실한 의결권 행사의 중요성을 강조하고 그 아래에 많은 안내지침을 제시한다. 사실 국민연금은 코드에 참여하기 전에도 의결권 행사와 공시에서 국내 어느 기관투자자보다 충실했다고 평가할 만하다.

우선 국내 상장사의 주총 안건 중에서 (주주제안 안건을 제외한) 경영진 제안 안건에 대한 반대율은 국내에서는 비교할 대상을 찾기 어려울 정도로 높은 10% 내외의 수준을 계속 유지했다. 또한 국민연금은 안건별로 의결권 행사 기준을 명시한 세부지침은 물론 의결권 행사 내역도 모두 공개한다. 안건에 반대한 경우 그 간략한 사유와 함께 의결권 행사 세부지침 상 근거규정도 홈페이지에 명시한다. 반대의 근거 규정 공개는 국민연금의 의결권 행사가 세부지침에 따른다는 점을 보이고 시장에서도 의결권 행사의 적절성을 좀 더 구체적으로 점검·확인할 수 있다는 점에서 중요한 의미가 있다. 자산운용사나 보험사 중에 의결권 행사 내역과 사유를 그 근거규정과 함께 공개하는 기관은 없다는 사실과 비교된다.

국민연금은 코드 참여와 함께 한 발짝 더 나아간다. 국민연금이 밝힌 원칙 5의 이행 방안, 즉 충실한 의결권 행사 방안에는 몇 가지 주목할 만한 내용이 담겼다. 우선 수탁

자책임전문위가 요구하는 안건은 (기금운용본부 산하) 투자위원회에서 찬반을 정하지 않고 전문위에서 직접 심의·의결할 수 있도록 했다. 이는 엄밀히 말하자면 올해 3월에 개정된 내용이지만, 코드에 참여하면서 의결권행사 전문위원회의 권한이 축소되지 않고 수탁자책임 전문위로 그대로 이전됐다. 코드 이행을 위한 조치로 해석해도 무리가 없다. 수탁자책임 전문위는 투자위원회에 비해 정부로부터의 독립성과 가입자 대표성이 높다. 이 점에서, 투자위원회의 요청 없이 전문위가 보다 넓은 범위에서 직접 찬반을 정할 수 있다면 의결권 행사의 독립성을 높이는 데 기여할 수 있다. 사실 개정 전까지 사회적으로 논란이 크거나 세부지침으로 명확히 판단하기 어려운 일부 주주총회 안건은 투자위원회에서 의결권행사전문위에 회부해 찬반 여부를 결정했다. 그러나 그러한 절차를 거친 안건 수는 극히 제한적이었다. 투자위원회의 요청에 의해서만 의결권행사 전문위가 수동적으로 안건을 심의·의결한 탓이다. 이제 전문위가 능동적으로 안건을 선별해 직접 찬반을 정할 수 있게 되었으므로 변화를 기대할 만하다.

의결권 행사 내역과 사유를 주주총회 전에 공개하는 기업 또는 안건의 범위를 전문위에서 정하게 규정한 점도 큰 변화다. 기존에도 전문위는 스스로 찬반 여부를 결정한 안건에 대해서는 찬반 여부와 (반대 시) 사유를 주주총회 전에 공개했다. 그러나 직접 찬반 여부를 정한 안건 수가 일 년에 5건 내외로 적었기 때문에 주주총회 이전 공개 범위도 적을 수밖에 없었다. 이제 코드 참여와 함께 전문위에서 재량을 갖게 된 만큼 의결권 행사 내역의 주주총회 이전 공개 범위가 확대될 가능성이 커진 셈이다. 의결권 행사 내역을 주주총회 전에 공개하는 경우 논란이 생길 가능성이 있지만, 그만큼 책임 있게 찬반 여부를 정하도록 유도할 수 있다. 정보가 부족해 충실한 의결권 행사에 어려움을 겪는 개인투자자 같은 주주에게 유용한 정보를 제공해 선택을 도울 수도 있다.

끝으로 2020년부터 의결권 행사를 주주활동과 연계하기로 한 점을 큰 변화로 지적할 수 있다. 중점 관리 사안에 관해 비공개 대화를 진행했으나 개선이 이루어지지 않은 경우 직접 관련 있는 안건뿐 아니라 미개선에 책임이 있는 임원에 대해서도 반대표를 던질 수 있도록 가이드라인을 개정했다.<sup>12)</sup> 예를 들어 합리적 배당정책을 마련하지 않은 경우 이익배당 안건은 물론 배당정책을 마련해 이행할 책임이 있다고 보는 사외이사 등의 이사회 구성원 연임 안건에도 반대할 수 있게 했다. 횡령·배임으로 처벌 받은 임원이 있다면, 그 임원은 물론 위법행위 발생 당시의 재임 임원과 개선 방안을 마련하지 않은 데 책임이 있는 임원까지 재선임 안건에 반대할 수 있다.

12) 국민연금기금운용지침(2018.7.30.) [별표 1] “국내주식 의결권 행사 세부기준” 제30조 제1항 제5호(개정 추가), 제31조, 제32조(개정), 제33조 제3항(개정 추가), 제35조 제2항(개정 추가)

〈표 8〉 중점 관리 사안별 의결권 행사 연계 방안

중점 관리 항목	의결권 행사 연계 방안
배당정책 수립	<ul style="list-style-type: none"> <li>재무제표 승인 안건 반대</li> <li>이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대 (비공개 대화 시 국민연금의 정당한 요구를 거부한 임원 등 반대)</li> </ul>
임원보수한도의 적절성	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사, 감사 보수한도 승인 안건 반대</li> <li>임원 퇴직금 지급 규정 승인 안건 반대</li> <li>이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대 (비공개 대화 시 국민연금의 정당한 요구를 거부한 임원 등 반대)</li> </ul>
법령 위반(횡령/배임, 부당지원, 사익편취) 우려로 인한 기업가치 훼손, 주주권의 침해 가능 사안	<ul style="list-style-type: none"> <li>이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대 (위법 행위 당사자, 위법행위 발생 당시 임원) (비공개 대화 시 국민연금의 정당한 요구를 거부한 임원 등 반대)</li> </ul>
지속적 반대 의결권 행사에도 개선이 없는 사안	<ul style="list-style-type: none"> <li>개선이 없는 해당 안건 반대</li> <li>이사, 사외이사, 감사(위원) 선임 반대 (비공개 대화 시 국민연금의 정당한 요구를 거부한 임원 등 반대)</li> </ul>

\* 국민연금기금운용위원회 의결자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어디스 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회), 32쪽

### III. 의의 및 기대효과

3장에서는 국민연금의 코드 참여가 갖는 의의와 그로부터 기대할 만한 효과를 다뤄 보고자 한다. 우선 국민연금의 코드 참여 과정에서 가장 뜨거운 쟁점이었던 연금사회주의 논란 및 주주활동 범위와 관련해 국민연금의 코드 이행 방안이 갖는 의의를 검토하고 평가한다. 더 나아가 국민연금의 코드 참여가 한국 자본시장 및 기업지배구조 전반에 끼칠 영향이 무엇인지를 주주총회와 주주소송 측면에서 살펴본다.

#### 1. 연금사회주의 또는 관치 우려 완화

국민연금이 코드에 참여하는 과정에서 가장 논란이 된 사항이 ‘관치’ 혹은 ‘연금사회주의’ 우려였음은 주지의 사실이다. 이는 크게 보자면 이해상충에 관한 우려의 특수한 형태다. 남의 돈을 맡아 운용하는 자, 즉 수탁자로서 책임의 이행을 위한 주주활동은 기금의 이익을 지향해야 하지만, 정부의 이익이나 정책 실행의 필요에 부당한 영향을 받을 가능성이 크다는 걱정이기 때문이다. 이런 논란은 자칫 국민연금이 향후 사회적 논란이 큰 사안에 주주활동을 하고자 할 때마다 불거질 여지마저 있다.

관치 논란은 의결권 행사의 핵심 부서였던 기금운용본부와 그 산하의 투자위원회에 대한 신뢰가 낮은 데서 비롯한다. 기금운용본부는 국민연금공단 산하의 기금운용 전담

조직으로, 공단 이사장은 복지부장관의 제청으로 대통령이 임명하고<sup>13)</sup> 본부장(기금이 사)은 추천위원회 추천과 복지부 승인 하에 공단 이사장이 선임한다.<sup>14)</sup> 지금까지 대다수 주주총회 안건의 찬반 여부를 결정한 투자위원회는 기금운용본부장이 맡는다. 투자위원회는 코드 참여 이후에도 적어도 실무적으로는 주주활동에서 중요한 역할을 담당할 것으로 보인다. 실무와 관련 있는 투자위원회도 그 위의 본부도 공단도 기관장의 임명이 정부에 달려 있는 셈이다. 인사뿐만 아니라 예산, 감독 등에서도 공단은 정부의 통제 아래에 있다.

이런 점들을 볼 때 국민연금의 주주활동이 정부의 영향력 아래 놓일 수밖에 없지 않겠느냐는, 즉 상당한 관치 우려가 있다는 판단에 나름의 근거가 있어 보인다.<sup>15)</sup> 문제는 그런 우려가 현실로 나타났다는 점이다. 근래 삼성물산과 제일모직의 합병 사례(2015년)가 큰 논란을 불러일으켰는데, 쟁점이 된 판단은 당시 의결권행사 전문위원회가 아니라 공단 산하 투자위원회의 의사결정이었다. 결국 문제가 있었다는 법원의 판단으로 기금운용본부와 투자위원회의 독립성에 대한 신뢰에 타격이 불가피했다. 이는 국민연금의 주주활동이 정부 영향력에서 벗어나기 어렵고, 민간 기업의 경영에 부당한 간섭으로 이어질 가능성이 크다는 주장으로 자연스럽게 이어졌다.

그러나 필자는 국민연금이 코드에 참여하며 취한 조치들을 보면 관치나 연금사회주의 우려는 과도한 부분이 있다고 본다. 해외 연기금 사례만 봐도 그렇다. 우선 해외 주요 연기금은 어떤 형태로든 (지방)정부의 통제를 받지만 주주활동을 활발히 수행한다. 예컨대 네덜란드연금(ABP)의 위탁운용기관인 APG의 경우 ABP가 APG의 지분 95% 이상을 보유한 사실상의 완전모회사다. 이를 근거로 ABP는 APG의 이사회를 구성하고 필요한 관리 권한을 행사한다. APG가 별도 법인이라고는 하지만 ABP의 통제 하에 놓여 있다고 볼 수밖에 없는 이유다. 그렇지만 APG는 매년 활발하게 주주활동을 전개한다. 예를 들어 APG는 책임투자보고서에서 2016년 뇌물과 부패, 인권, 산재, 기업지배구조 등에 관해 259사와 대화했고, 어느 광산 회사를 상대로는 다른 기관투자자들과 함께 주주제안을 해 통과시키기도 했다고 밝혔다(APG, 2017). 이를 관치라거나 연금사회주의라고 비판하는 예를 찾을 수 없음은 물론이다.

국민연금공단 내의 기금운용본부를 공사 형태의 별도 법인으로 분리한다고 해도 정부로부터 독립성을 얼마나 확보할 수 있을지 미지수다. 공사의 인사나 예산, 감독 등에

13) 국민연금법 제30조 제2항

14) 국민연금법 제31조

15) 기금운용 및 주주활동 담당 기관의 장 또는 이사회가 정부에 의해 선임·구성된다는 사실만으로 무조건 관치 또는 연금사회주의 문제가 있다고 단언하기 힘들다. 이하에서 보는 바와 같이 주주활동으로 유명한 해외 주요 연기금도 (운용기관의) 이사회는 대개 정부에서 구성하기 때문이다.

끼치는 정부의 직간접 영향력을 감안하면 공사 역시 주주활동을 수행할 때 관치 논란을 피하기 어려울 것이다. 총수 일가의 갑질 사건, 회계부정, 이상한 M&A 등 사건이 연이어 발생하고 기금자산 가치의 보호와 중장기 수익 증진에 중대한 ESG 위험요소가 엄존하는 상황에서 공사 설립 논의부터 실제 설립까지 얼마가 걸릴지 모르는 기간 동안 기다리고만 하기도 어렵다. 물론 별도 기관인 기금운용공사 설립이 기금운용 전반의 전문성과 독립성, 자율성을 높이는 데 크게 기여할 수 있음을 부인하는 것은 아니다. 다만, 별도 공사가 (효과적인 내부 지배구조 설계 없이도) 관치 우려 해소에 만능이라거나 별도 공사 설립 없이는 현재의 관치 우려를 전혀 완화할 수 없다는 주장 모두 현실적인 설득력이 떨어진다.

사실 수백 조에 이르는 규모로 국민의 노후를 책임지는 국민연금기금 같은 연기금을 운용하는 기관에 공적인 통제는 불가피하다. 이사 선임과 같은 인사, 각종 보고와 감독 등 여러 통제 장치를 두는 것은 각국의 대규모 연기금 운용 기관에 본질적인 차이가 있다고 보기 어렵다. 네덜란드연금 운용기관인 APG, 캐나다연금(CPP) 운용기관인 CPPIB가 주주활동에 적극적인 배경으로 이들 기관이 별도 법인이라는 점이 국내에서 강조되곤 하지만, APG나 CPPIB 모두 이사회를 정부에서 (사실상) 구성한다. 국민연금의 코드 참여를 반대하는 논리라면, APG나 CPPIB도 주주활동을 수행해서는 안 되겠지만 현실은 반대다. 이들 기관은 적극적으로 주주활동을 수행하는 데서 더 나아가 최초에 투자대상 기업을 선정할 때부터 ESG를 적극 고려하는 책임투자(responsible investment) 원칙을 채택해 자산을 운용한다[APG(2017), CPPIB(2017)]. 미국 노동부는 유권해석으로 퇴직연금 수탁자에게는 기금의 이익을 위해 충실하게 의결권 및 주주권을 행사할 책임이 있다는 점을 분명히 했다(US Department of Labor, 2008).

다만, 국민연금의 코드 참여와 주주활동 확대가 필요하다고 해서 현재에서 특별한 변화가 필요 없다고 주장하는 것도 적절하지 않다. 삼성물산과 제일모직의 합병 과정에서 드러난, 그리고 법원이 확인해준 국민연금의 현실에 국민과 시장의 우려가 있음이 명백한데 현재의 구조를 그대로 유지하자는 주장도 년센스다. 개선의 핵심은 주주활동의 수행과 관련한 지배구조의 개선, 보다 구체적으로는 주주활동을 실질적으로 총괄하고 감시할 내부기구의 변경이 아닌가 싶다. 현재 의결권 행사를 사실상 전담하는 기금운용본부 내 투자위원회가 코드 이행과 관련해서도 주주활동을 총괄하고 책임지는 구조를 유지하는 것은 지금까지의 경과를 보건대 시장의 신뢰를 얻기 어렵기 때문이다.

이 점에서, 국민연금이 기금운용위원회 산하의 의결권행사전문위원회를 확대·개편해 수탁자책임전문위원회를 신설하고 지금까지와 달리 이 기구에 주주활동과 관련한 핵심적이고 총괄적인 역할을 부여한 방안<sup>16)</sup>은 연금사회주의 또는 관치 우려를 완화하는 데

크게 도움이 된다고 본다. 수탁자책임 전문위는 재계, 노동계, 지역 등 가입자 단체가 추천하는 외부의 민간 전문가로 구성되는데, 이들 위원 간에 일정한 견제와 균형이 작동하리라 기대할 만하기 때문이다. 이는 실제 경험에서도 확인된다. 수탁자책임 전문위의 전신인 의결권행사 전문위원회는 구성원의 수는 9인으로 적지만 수탁자책임 전문위와 동일한 방식으로 위원을 구성하는데, 이 전문위가 투자위원회의 요청으로 일 년에 몇 건 정도의 예민한 안전에 찬성 혹은 반대한 경우에 관치 등 소모적인 논란이 인 적이 거의 없다. 이는 가입자 단체 등의 추천으로 전문위원회 위원을 대표성 있게 구성하는 방식이 전문위에 대한 정부나 정치권의 영향력 행사를 줄이고 독립성에 관한 우려를 완화하는 데 효과가 있음을 보여준다. 앞서 언급한 삼성물산과 제일모직 합병 사례에서 정부의 영향력 행사로 찬반 여부가 공단 내 투자위원회에서 결정된 사실은 역으로 전문위의 독립성을 반증하는 셈이다. 물론 수탁자책임 전문위를 신설할 뿐 아니라 이 기구에 폭넓은 권한과 역할을 부여하는 것이 관치 우려 최소화를 위한 조직 개편의 또 다른 핵심 조치는 두말할 필요도 없다.

게다가 국민연금은 몇 가지 전문위의 독립성과 책임성을 높이는 데 도움이 될 만한 세부 방안들을 함께 내놨다. 가령 전문위원회 위원에게 선관주의의무와 충실의무, 공정한 직무 수행, 이해관계 직무의 회피 등에 관한 내용이 담긴 서약서와 이해상충 여부 확인서를 제출하게 하고, 전문위원회 회의에서 각 위원이 발언한 내용 전부를 회의록으로 기록하여 보관하는 등의 조치다. 이 중 녹취록 수준으로 정리·보관되는 회의록은 국회 상임위 요구가 있는 경우 요약된 형태로 비공개 제출된다. 이들 방안은 소송을 통한 책임 추궁 가능성과 투명성을 높여 전문위 위원의 구체적인 발언이나 행위가 기금의 이익에 어긋나지 않도록 하는 데 어느 정도 기여할 것으로 본다.<sup>17)</sup>

## 2. 실질적인 효과를 기대할 만한 주주활동 수준

국민연금이 코드 참여를 추진하는 과정에서 논란이 된 사안은 주주활동 범위다. 특히 관심을 끈 쟁점은 주주제안이나 위임장 경쟁과 같이 자본시장법 상 5% 룰에 따라 높은 수준의 공시 의무를 부담해야 하는 주주활동이다. 일반적으로 (사외)이사·감사 후보를 추천하거나 정관 변경을 요구하는 주주제안, 주주가 제안한 안전의 통과를 위해 다른 주주에게서 위임장을 모으는 위임장 경쟁은 경영 활동에 끼치는 영향이 크다. 이들 활

16) 앞서 살펴보았듯 이 전문위원회에 주주활동의 정책·지침 마련, 중요한 사안에 관한 주주활동 여부와 방법 등에 대한 직접 심의·의결, 기금운용본부의 상시적 주주활동 검토 등의 역할을 부여한 취지는 주주활동에 관한 실질적인 총괄 역할의 부여라고 본다.

17) 상장사의 이사 수준으로 전문위 위원의 지위, 권한, 보수를 보장하는 대신 책임을 추궁할 수 있도록 하는 방안을 고려할 만하지만, 이는 법 개정 등 여러 조건이 필요해 추후 검토과제로 남긴다.

등을 국민연금이 수행할 필요가 있는지에 대해서는 의견이 첨예하게 갈렸다. 시민단체 등 한편에서는 국민연금이 주주활동의 효과를 높일 수 있게 주주제안이나 위임장 경쟁 등 (자본시장법상) 경영참여로 보는 행위를 주주활동 범위에 포함시켜야 한다고 주장한 반면, 경영계에서는 민간 기업에 대한 경영 간섭 우려가 큰 만큼 주주활동을 가능한 한 축소할 필요가 있다고 반박했다. 국민연금은 공시 부담 등을 감안해 5% 룰의 적용을 받는 주주제안 등 활동을 하지 않음을 원칙으로 하되, 예외적으로 최고의결기관인 기금 운용위원회의 의결이 있는 경우에는 수행할 수 있도록 한다고 밝혔다. 국민연금이 찬반 양측의 주장을 적절히 수용한 모양새다.

여기에서 필자가 강조하고 싶은 사항은 국민연금의 주주활동 수준이 적정한지를 주주제안이나 위임장 경쟁 등 일부 주주활동을 포함하느냐와 같은 단순한 기준으로 판단하는 것은 적절치 않다는 점이다. 국민연금이 의지를 표명한 주주활동에는 실제 효과를 발휘해 성과로 이어지기를 기대할 만한 여러 활동이 포함됐다. 예를 들어 국민연금은 우선 환경·사회·지배구조(ESG) 등 다양한 비재무 요소에 관해 서신 교환이나 이사회와의 대화 같은 비공개 대화를 실시할 계획이다. 이들 활동은 해외 연기금이 일상적으로 행하는 가장 대표적인 주주활동이다. Dimson *et al.*(2015)은 투자대상기업의 이사회와 대화 등 비공개 주주활동만을 대상으로 한 특기할 만한 연구에서 ESG에 관한 성공적인 대화가 양의 초과수익률을 가져온다는 점을 확인했다.<sup>18)</sup> 특히 중점 관리 사안에는 배당, 임원 보수, 횡령·배임이나 사익편취 등 위법행위와 관련 사항이 포함됐다. 횡령·배임, 사익편취 등의 위법행위는 기업 경영진 입장에서는 예민한 사안이어서 국민연금이 이들 쟁점에 관해 기업과 집중적으로 대화를 시도할 여지가 있다는 사실 자체에 중요한 의의가 있다.

더 나아가 비공개 대화로 문제가 해결되지 않으면 대상 기업 명단을 공개하고 필요에 따라 공개 서신을 보낸다. 많은 기업에서 1~3대 주주의 지위에 있는 국민연금이 문제가 있는 기업 명단을 공개하고 해결 방안 제시를 공개적으로 촉구하면 해당 기업의 이사회나 경영진에 부담이 있을 수밖에 없다. 이는 경영이나 지배구조 등을 기업 스스로 개선하게끔 유도하는 역할을 할 수 있다. 국민연금의 공개적인 문제 제기를 디딤돌 삼아 다른 기관투자자가 추가로 주주활동에 나서는 계기가 될 여지도 있다.

국민연금의 주주활동은 여기에서 그치지 않는다. 의결권 행사 내역을 주주총회 전에 공개하거나, 중점 관리 사안과 관련해 문제가 해소되지 않는 경우 책임이 있는 임원의

18) 이에 더해, 대화가 실패한 경우에도 역효과(음의 초과수익률)는 나타나지 않으며, 특히 환경 경영 및 사회적 책임과 관련한 성공적 대화 이후 대상 기업도 회계 성과와 지배구조 개선(경영자 참호효과의 감소), 기관투자자의 투자 증가 등 효과를 누리는 점을 확인했다.

재선임 안전에 반대한다면, 시장의 반향이 작지 않을 것이다. 가령 국민연금이 논란이 있는 특정 안전이나 정관 변경 안전, 임원 후보에 반대할 계획임을 주주총회 전에 공개하면 해당 기업은 아무래도 부담을 안을 수밖에 없다. 물론 국민연금이 대개의 안전에 그러하듯 찬성 계획을 주총 전에 밝힌다면 대상 기업은 천군만마를 얻은 셈이 될 것이다. 이로써 많은 기업이 국민연금의 기준을 충족하기 위해 자발적으로 노력하게 유도할 수도 있다. 그 기준 역시 2019년에 공개하기로 한 상황이다.

그리고 영향이 큰 활동 중에는 당연히 소송이 포함된다. 국민연금이 위법행위로 당국의 행정제재나 형사처벌을 받은 기업 경영진에 대표소송이나 증권집단소송과 같은 소송을 제기하거나 또는 다른 주주의 요청에 따라 소송에 참가할 때 그 상징성과 영향력은 새삼 논할 필요가 없는 수준일 것이다.

예를 들어보면 국민연금의 주주활동 범위와 그 영향을 보다 쉽게 이해할 수 있지 않을까 싶다. 대규모 기업집단 지배주주 일가의 계속되는 갑질이나 비상식적인 경영권 분쟁, 중대한 위법행위로 인해 보유 주식의 가치가 폭락하고 회복할 기미가 보이지 않는 사례를 임의로 가정해 국민연금이 이상과 같이 시도할 만한 주주활동을 예시해 보자면 다음과 같다.

〈표 9〉 지배주주 일가의 부당한 행위로 증장기 주가 폭락 시 국민연금의 대응

주주활동	세부 내용
서신 교환	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 언론 기사가 사실인지, 사실이라면 회사의 대응과 해결책은 무엇인지 묻는 편지 발송</li> <li>• 국민연금이 생각하는 증장기의 구조적 해결방안을 담은 의견서 발송</li> </ul>
비공개 대화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (서신 교환으로 부족한 경우) 문제 인식 공유, 해결 방안 등을 논의하기 위하여 이사회 의장, 최고 경영진 등과 면담 및 협의</li> </ul>
중점관리기업 공개	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (비공개 대화만으로는 문제 해결의 기미가 보이지 않는 경우) 해당 기업의 명단 공개</li> </ul>
공개서신 발송	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (비공개 대화만으로는 문제 해결의 기미가 보이지 않는 경우) 국민연금의 우려를 공개하고 기업의 문제 해결을 촉구하는 편지 공개</li> </ul>
의결권 행사	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 문제를 일으킨 당사자를 임원 후보로 추천하는 안전에 반대</li> <li>• 대화 또는 구조적인 해결책 모색을 거부하는 등 문제 해결을 어렵게 하는 데 책임이 있는 이사·감사(위원)의 재선임 안전에 반대</li> <li>• 상기 안전들에 반대한다는 점과 그 이유를 주주총회 1주일 전에 투명하게 공개해 시장의 논의를 활성화</li> </ul>
소송 제기 (참여 포함)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (가령 법원에서 이사의 불법행위와 그로 인한 기업의 손실 규모가 밝혀지는 경우) 기업가치 및 기금의 손실을 회복하기 위해 대표소송·증권집단소송을 제기하거나 여타 주주의 소송 제기에 참여</li> </ul>
주주제안 (이사·감사 추천)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (기금운용위원회의 결의가 있는 경우) 회사의 경영 감시를 위한 독립 사외이사 또는 감사 후보를 주주제안 형식으로 추천</li> </ul>
위임장 경쟁	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (기금운용위원회의 결의가 있는 경우) 주주제안 후보의 선임 또는 문제가 심각한 임원의 연임 부결을 위해 여타 주주에게 위임장 권유</li> </ul>

표에서 보다시피 기업가치를 중장기적으로 훼손하는 문제에 국민연금은 코드 참여와 함께 공언한 내용만으로도 다양한 주주활동이 가능하다. 단계적으로 확대도 가능하고, 의미와 영향력이 결코 작지 않은 여러 활동을 전개할 수 있다.

사실 지금까지의 관행으로는 상법·공정거래법 등 관련 위법행위, 대규모 환경오염, 하청기업 착취, 갑질 등 사유로 평판이 심각하게 훼손되고 중장기 기업가치가 손상돼도 이를 회복하기 위해 국민연금이 적극 노력했는지 확인하기 어려웠다. 그러나 코드에 참여해 위와 같은 주주활동을 수행할 수 있다면<sup>19)</sup> 잘못된 기업경영에 책임을 묻고, 중장기 기업가치를 보호하는 등 현실을 개선하는 데 상당한 도움이 되리라 본다. 주주제안이나 위임장 경쟁은 기업과의 대화를 성공으로 이끌기 위한 중요한 지렛대임에 틀림없겠지만, 그것만으로 주주활동 방안의 적절성이나 기대효과를 판단하기에는 지나친 감이 있다.

### 3. 주주총회의 내실화를 유도

주주총회는 기업지배구조에서 매우 중요한 역할을 담당한다. 주주와 이사·경영진이 모여 정보를 공유하고 대화하고 토론하며 기업의 핵심적인 의사결정을 내리는 기구이자 장이다. 주주총회에서는 주주가 기업의 최고 의사결정자로서 이사회에 제안을 검토해 승인하고, 경영에 문제가 있을 경우 이사회에 책임을 추궁할 수도 있다. 대표적인 수단이 문제 있는 이사의 연임 거부다. 안전에 반대하거나 우려가 있는 주주와 회사가 자연스럽게 주주총회 전에 만나 의견을 교환하는 기회를 갖고 때로는 회사가 주주의 입장을 받아들여 안전을 수정하거나 안전 상정을 취소하기도 한다. 이처럼 주주총회에는 주주와 회사 간의 대화와 소통을 매개하는 중요한 역할도 있다. 이를 통해 주주총회는 주주의 권익을 보호하는 최종적인 기능을 수행한다.

문제는 지금까지 국내 주주총회가 내실 없는 형식적 절차에 가까웠다는 점이다. 주요 운용사가 스튜어드십 코드에 참여해 상대적으로 많은 안전에 반대한 작년이나 올해 정도를 제외하면 주주총회 안전에 대한 국내 운용사의 반대율은 오랫동안 미미한 수준이었다. 스튜어드십 코드 도입 전인 2015년 국내 운용사와 보험사의 반대율을 국민연금이나 해외 연기금·운용사와 비교해 보면 차이가 확연하다.

19) 물론 여기에서 중요한 전제는 관치나 연금사회주의 우려를 최소화하기 위한 방안, 즉 수탁자책임 전문위의 주도적인 역할 수행, 녹취록 수준의 전문위 회의 회의록 작성 등을 충실히 이행한다는 것이다.

〈표 10〉 주주총회 경영진 제안 안건에 대한 기관투자자의 반대율 비교(2015년)

구분	유가증권시장						
	자산운용	보험	민간(소계)	국민연금	CalPERS	APG	CPPIB
반대율(%)	1.8	0.7	1.6	14.6	11.6	20.8	4.9%

\* 한국기업지배구조원 보도자료(2016)

\*\* CalPERS: 캘리포니아주 공무원 퇴직연금, APG: 네덜란드연금 운용기관, CPPIB: 캐나다연금운용위원회

주주총회 소집공고에서 확인하는 안건 정보나 회사의 설명은 주주가 충실히 의결권을 행사하기에는 크게 부족하다. 대개 두세 줄 정도로 기재되는 임원 후보의 약력이 대표적인 사례다. 주주총회는 경영진이 일방적으로 안건을 설명하고 주주는 생산적인 토론 없이 안건을 승인하는 사실상 통과외례의 장으로 전락했다고 해도 과언이 아니다. 주주와 경영진이 우호적이고 건전한 분위기에서 생산적으로 의견을 교환하는 장면은 극히 일부 기업의 사례에서나 확인 가능할 뿐이다.<sup>20)</sup>

이런 상황에서 국민연금의 코드 이행 방안은 현재 수준으로도 국내 주주총회 관련 문화와 관행을 개선하는 데 상당히 도움이 되지 않을까 싶다. 우선 수탁자책임전문위가 정한 범위에서 국민연금은 의결권 행사 내역과 사유를 주주총회 전에 미리 공개할 수 있는데, 이는 아무래도 정보와 분석 능력이 부족한 다른 주주들, 특히 기업이 제시하는 극히 부족한 정보만으로 전자투표를 행할 개인투자자들에게는 중요한 정보다. 그 정보가 찬성이든 반대든 다른 주주들이 더 나은 의사결정을 하는 데 도움이 될 것이다. 전문위가 의결권 행사 내역 등을 사전 공개하는 기업이나 안건의 범위를 전향적으로 지금까지보다 상당 수준 폭넓게 정한다면 그만큼 효과도 커지리라 본다.

의결권 행사 내역을 미리 공개한 기업 외의 다른 기업에도 도움이 된다. 국민연금이 특정 안건에 찬성할지 반대할지, 그리고 각 경우에 근거는 무엇인지 미리 알 수 있다면 다른 기업들도 대비할 수 있다. 물론 필요하다고 판단하면 스스로 국민연금이나 다른 주요 기관투자자들과 대화를 요청할 수도 있다. 자연스럽게 기업과 주주 간에 광범위한

20) 풀무원의 경우 2008년부터 토크쇼 형식의 열린 주주총회를 개최해 2018년까지 11회에 이르렀다(머니투데이 2018.3.30. 기사 참조). 풀무원은 주주총회일의 분산을 위해 상장협에서 운영한 주총 분산 프로그램과 관련해 다음과 같은 내용을 공시하기도 했다. “당사는 주주들의 적극적인 참여와 이해를 돕고자 매년 주주총회 형식을 토론회 형식으로 진행하고 있습니다. 따라서 주주총회 사전준비를 위한 기간 확보를 위해 매년 12월 초 주주총회 일정을 미리 선정하므로 상장회사협의회 집중일 선정 전 주주총회 일정을 내부적으로 확정하게 되었습니다. 주주총회는 다양한 내외부 이해관계자의 준비와 참석 및 주주의 참석이 필요한 행사로 현재 일정 변경이 어려운 점이 있습니다. 또한, 당사는 상장회사협의회 자율준수프로그램 참여하고 있지 않으나, 자율적으로 전자투표제를 도입하여 주주가 의결권을 행사할 수 있는 다양한 방법을 제공하고 있습니다.” 이는 표면적으로 풀무원이 흔히 많은 상장사가 주주총회를 여는 금요일에 주주총회를 개최하기로 정하고 이를 바꾸기 어렵다는 점을 설명해 투자자나 상장협 등에 양해를 구하는 내용이다. 그렇지만 오히려 한 달 이상 기간을 두고 소집공고를 하며, 자율적으로 전자투표를 시행하고, 주주총회를 주주를 포함한 다양한 이해관계자가 참석하여 대화를 나누고 토론하는 계기로 보는 등 국내 시장에서 매우 모범적이고 전향적인 풀무원의 입장과 관행을 잘 보여주는 사례가 아닌가 싶다.

대화와 소통의 문화를 확산하는 촉매가 되리라 기대한다.

국민연금이 중점 관리 사안을 공개하고, 문제가 해결되지 않는 경우 책임이 있는 이사와 감사 등 임원 선임·연임 안전에 반대할 수 있다고 한 점에도 주목할 필요가 있다. 지금까지는 불법행위나 잘못된 이사회 의사결정 등으로 회사에 직접 손해를 끼친 임원의 선임에 반대하는 정도였다. 반면 앞으로는 위법 행위 등으로 직접 손해를 끼치지 않았더라도 대화를 거절하거나 국민연금이 제기하는 문제·우려를 장기간 해결하지 않는 경우에도 임원 선임에 반대할 수 있음을 명확히 했다. 해당 문제에는 국민연금이 주주총회 때 계속 반대한 안전도 포함된다. 이는 국민연금이 시도하는 대화 노력에 대한 기업의 태도를 바꾸는 중요한 계기가 될 것으로 본다. 우려를 제기하는 국민연금과의 대화에 기업들이 최소한 지금보다는 열린 태도를 보이게 되지 않을까? 이사와 감사 등 임원의 선임 반대 사유를 확대하는 조치는 주주총회가 임원에 대한 주주의 책임 추궁 기능을 회복하고 이를 계기로 주주 권익 보호는 물론 주주와 기업 간의 대화를 촉진하는 데 기여할 것이다.

국민연금이 위탁운용사를 보다 엄격하게 선정하고 관리·감독하겠다고 밝힌 점도 긍정적인 영향이 있을 듯하다. 국민연금의 위탁사 선정·관리가 까다로워지면 아무래도 국민연금을 주요 고객으로 생각하는 많은 운용사들의 반대율이 지금보다는 상승하고 기업과 대화를 시도하는 사례도 늘어날 가능성이 높다. 사실 구체적인 위탁사 선정 기준이 어떻게 될지는 모른다. 다만, 적어도 거수기처럼 주총 안전에 100% 찬성만 하는 운용사에 점수를 주기는 어려울 듯싶다. 국민연금과 극히 일부 운용사만 안전에 제대로 반대 목소리를 내도 기업이 이를 무시하기 어렵겠지만, 심각하게 훼손된 기업 가치의 회복을 위해 꼭 필요할 때 보다 많은 운용사가 반대 목소리를 낸다면 주주와 대화를 늘리거나 주총 안전을 보다 신중하게 상정하는 등 기업의 긍정적인 변화를 유도하는데 부족함이 없을 것이다.

#### 4. 주주소송제도의 현실적 한계를 극복하는 데 기여

국민연금은 코드에 참여하면서 필요하다면 주주소송을 제기할 계획임을 발표했다. 이는 국내에 주주소송을 도입해 시행하는 과정에서 지금까지 드러난 문제를 해결하는데 중요한 의미가 있다. 주주소송은 위법행위 등으로 인한 손해를 회복하고 잘못을 저지른 이사의 책임을 추궁하는 핵심 장치다. 대표적인 주주소송은 대표소송과 증권집단소송이다. 대표소송은 주주가 회사를 대신해 이사의 책임을 추궁하기 위해 제기하는 소송으로 승소하는 경우 배상금은 회사로 귀속된다. 주주는 회사가 손해를 배상 받아 주

가가 상승하면 간접적인 이득을 얻는다. 반면 증권집단소송은 원고인 주주가 승소하면 이사에게서 직접 손실을 배상 받을 수 있게 하는 제도다.

국내에 대표소송과 증권집단소송을 도입하면서 기업 범죄를 억지하는 효과를 기대했지만, 기대한 만큼 성과가 크지는 않았다는 평가다. 가장 핵심적인 문제는 일단 소송 제기 자체가 너무 저조했다는 사실이다. 연평균 제기 건수를 살펴보면 대표소송은 약 6.5건,<sup>21)</sup> 증권집단소송은 1건 미만<sup>22)</sup>이다.

이는 무엇보다 소송을 제기할 주체가 크게 부족하다는 점이 핵심적인 요인으로 꼽힌다. 대표소송을 제기할 뜻이 있는 개인주주는 몇 명이 모여도 상법이 정한 (상장사의 이사를 대상으로 하는) 대표소송 원고의 자격 요건인 지분 0.01% 이상을 보유하기 어렵고, 기관투자자는 대규모 투자자로 대개 법상 원고 자격은 갖추었지만 정작 대표소송을 제기한 경우는 찾기 어려웠다. 대표적으로 이해상충 문제 때문이다. 예컨대 이사를 상대로 대표소송 제기도 불사한다는 평판을 얻은 채로 퇴직연금 운용을 위해 광범위한 기업 경영진을 상대로 영업 활동을 하기란 아무래도 어려울 것이다. 계열 증권사의 영업을 생각한다면 소송을 제기할 만한 사정이 있더라도 잠자코 있는 편이 유리하다.

그러나 국민연금이 주주소송에 지금보다 적극 나서게 된다면 사정은 달라진다. 국민연금은 주식을 보유한 대부분의 국내 상장사에 대해 원고 자격이 있으면서, 동시에 사업관계나 소유지배구조로 인한 이해상충은 거의 없다. 따라서 국민연금의 소송 참여는 보다 용이할 것이고, 지금까지보다는 대표소송이나 증권집단소송이 활발해질 가능성이 크다. 적어도 이사가 횡령·배임 등으로 기업에 막대한 규모의 손실을 끼치고 공적인 제재, 가령 형사처벌까지 받았는데도 대표소송 등이 제기되지 않는 경우는 아무래도 줄어들 것이다. 직접 대표소송을 제기하는 대신 다른 소액주주가 대표소송에 참가를 요청해 이에 응하더라도 결론은 마찬가지다. 이처럼 국민연금이 이사의 위법행위와 회사의 대규모 손실이 법원 선고로 명확한 사례 등의 경우 주주소송에 직간접적으로 참여하게 된다면 남소 등의 우려 없이 소송 활용 빈도가 높아지고 대표소송이나 증권집단소송도 위법 행위 억지나 손실 구제에 현재보다 훨씬 실효성 있는 수단으로 변모할 수 있다.

21) 대표소송의 현실을 조사한 경제개혁연대의 보고서에 따르면, 대표소송제도가 도입된 1997년부터 2017년까지 판결이 내려진 대표소송 사례가 137건이라고 한다. 이 137건에는 소제기 후 판결선고 이전에 취하했거나 보고서 발간 당시인 2018년 3월 현재 1심 재판이 진행 중인 사건은 제외되어 있다고 하지만, 대표소송 제기 건수가 상당히 낮다고 결론을 내리는 데는 무리가 없다. 참고로 조사기간을 2010년부터 하면, 총 79건, 연평균 9.8건 대표소송이 제기됐다고 한다. 자세한 내용은 이승희(2018) 참조.

22) 2005년 1월 시행 이래 2016년까지 집단소송 제기 건수는 총 9건이고, 법원의 소송허가 결정이 내려져 실제 소송에 들어간 사건은 5건이며, 그 중 1심판결이라도 난 사건은 단 1건이다(한겨레 2017.1.22. 기사 참조).

## IV. 향후 과제

앞서 2장에서 국민연금의 스튜어드십 코드 이행방안을 세부적으로 살펴보고, 3장에서는 그 의의와 기대효과를 서술했다. 이제 코드 참여를 선언한 이상 국민연금의 수탁자 책임 이행이 성공하느냐 여부는 어떻게 세부 이행방안을 마련하고 충실히 시행하는가에 달렸다. 3장에서 서술했듯, 코드 참여 이전과 비교할 때 관치 우려를 완화하기 위한 조직개편과 내부통제 강화, 이를 전제로 하는 주주활동의 확대는 어느 정도 실질적인 효과를 기대할 만하다고 판단하지만 세부 사항들을 명확히 하고 추진할 필요가 있다. 이하에서는 국민연금이 향후 코드를 이행할 때 유의할 필요가 있는 사항들을 몇 가지 항목으로 나눠 제언하고자 한다.

### 1. 조직 체계: 수탁자책임 전문위의 역할 실질화 및 정기회의 개최

국민연금의 코드 이행에서 수탁자책임 전문위원회의 역할이 막중함은 2, 3장에서 살펴본 바와 같다. 의결권행사 전문위원회를 확대 개편한 조직인 만큼 의결권 행사 외에 보다 폭넓은 주주활동에 관여하면서 동시에 연금사회주의 우려를 완화하는 핵심 기구이기 때문이다. 향후 국민연금이 성공적으로 주주활동을 수행하기 위해서는 수탁자책임 전문위가 독립성과 전문성 측면에서 실질적인 역할을 할 수 있게 운영할 필요가 있다.

이를 위해 (국민연금공단 외부의) 기금운용위원회와 전문위, 공단 내 투자위원회와 책임투자실 간 관계를 분명히 하는 편이 바람직하다. 특히 전문위와 투자위원회 간 관계를 잘 설정해야 하며, 전문위의 적극적이고 주도적인 역할이 가능한 방향이어야 한다. 구성 방식 등에서 수탁자책임 전문위와 큰 차이가 없었던 기존의 의결권행사 전문위가 충분한 역할을 수행하지 못한 이유는 투자위원회가 요청하는 안건만 심의·의결하는 수동적 역할에 머문 탓이다. 그 결과 의결권행사 전문위가 일 년에 처리하는 안건의 수는 평균 5~6건에 불과했다. 수탁자책임 전문위마저 그런 방식으로 운영되어서는 곤란하다. 물론 규정 상 전문위 내 주주권행사 분과의 위원 3인 이상이 요구하는 사안은 전문위에서 처리할 수 있게 되었지만, 실제 투자위원회에 얼마나 적극적으로 직접 처리를 요구할지 규정만 봐서는 알기 어렵다.

기존의 의결권행사 전문위가 의결권행사 세부지침은 물론 구체적인 적용 방안도 정했던 만큼 그 취지를 살려 수탁자책임 전문위의 실제 역할 범위를 대폭 확대할 필요가 있다. 전문위의 역할을 나열한 규정만 두고 실제 역할이 별로 없는 상황이 있어서는 안 된다고 본다. 예컨대 이사회 운영 원칙 등 지배구조 가이드라인의 검토 및 제·개정, 중

점관리사안의 세부 내용 및 적용 대상 기업의 선정, 위탁운용사에 대한 의결권 행사 위임 관련 사항의 결정, 이를 위한 위탁운용사의 주주활동 평가 등은 수탁자책임 전문위의 구체적이고 실질적인 역할이 필요한 활동이다. 투자위원회와 책임투자실 등 기금운용본부는 수탁자책임 전문위가 부여 받은 권한과 책임을 충실히 이행할 수 있게 필요하다면 사전 조사·분석 등을 통해 실무 지원하고, 전문위의 결정 사항을 집행하는 역할을 성실히 수행할 필요가 있다. 특히 책임투자실은 내년까지 30여명으로 구성 인원이 확대되고 팀에서 실로 지위가 격상되는 만큼 실무 지원 조직을 두기 어려운 전문위의 의사결정과 책임 이행을 지원하는 데 일정한 역할을 담당해야 한다.<sup>23)</sup>

전문위의 운영과 관련해서는 전문위가 여러 활동에서 실질적이고 주도적인 역할을 담당할 수 있게 회의를 주기적으로 개최할 필요가 있다. 상근 위원을 두고 조직을 상설화하는 편이 가장 바람직하겠지만, 법 개정 필요 등 여건 상 이를 중장기 과제로 추진할 수 있다. 현실적인 대안은 법규 개정이 없더라도 보다 자주 회의를 개최하고 주요 사안들을 논의하는 것이다. 기존의 의결권행사 전문위는 역할과 활동이 대개 의결권 행사와 관련이 있었으므로 정기 주주총회가 몰리는 2~3월에 안건 심의 등 활동이나 임시회의 개최가 집중됐다. 이제 수탁자책임 전문위는 의결권 행사 외에 다양한 코드 이행 활동에 관여하고 의사결정을 내리게 됐으므로 연간 정기회의를 최소한 격월로 1회, 바람직하게는 월 1회 가량 주기적으로 개최하는 방안을 적극 검토할 필요가 있다. 물론 3월 정기 주주총회 시즌에는 투자위원회와 유사하게 매주 요일을 정해 정기 회의를 열고 보다 넓은 범위의 회사와 주요 안건을 검토한다면 확대된 역할과 기대에 부응할 수 있다.

## 2. (의결권 행사 외) 주주활동 대상 사안의 확대

앞서 본문에서는 국민연금이 제시한 중점관리사안을 소개했다. 이 사안에는 4가지 유형의 쟁점이 포함됐다. 배당정책, 임원보수한도, 횡령/배임이나 사익편취 등 법령 위반 우려로 인한 기업가치 훼손 가능 사안, 지속적인 반대에도 개선이 없는 사안 등이다. 필자는 이들 쟁점 중 하나를 약간 수정하고, 새로운 쟁점 하나를 추가하면 어떨까 싶다.

우선 중점관리사안 중 임원보수한도의 적절성을 임원 특히 이사보수체계의 적절성으로 바꿀 것을 고려함직하다. 이사보수 ‘한도’의 적절성이 문제가 아닌 것은 아니지만, 성과 연계가 전혀 없는 이사보수 체계가 더 큰 문제라고 보기 때문이다. 다음 두 이사보수 계약을 보자.

23) 이렇게 경험과 역량, 전문성을 쌓아 일정한 대외 신뢰를 얻고 나면 상설 조직이자 전담 기구로서 책임투자실에서 해외의 주요 연기금과 마찬가지로 국민연금의 주주활동과 관련한 실무 상 의사결정과 실행의 중추적인 역할을 담당할 수 있다. 이 경우 (추가적인 조직 개편이 없다면) 수탁자책임 전문위는 이사회와 유사하게 수탁자 책임의 이행에 관한 정책과 세부 기준·절차를 정하고 책임투자실의 주주활동을 점검·감독하는 역할을 수행하게 된다.

- A 보상계약: 경영성과와 무관하게 연봉 10억 원을 지급하는 계약
- B 보상계약: ① 회사의 영업이익이 1조 원 미만이면 연봉 7억 원을 지급하고,  
② 영업이익이 1조 원 이상이면 연봉 10억 원을 지급하는 계약

보수 ‘한도’는 동일하지만, 누가 봐도 동기 부여 측면에서 바람직한 계약은 B다. 변동 보상부분(B 계약에서는 3억 원)이 성과에 연계돼서 (경영성과를 높이기 위해) 이사가 더 노력하도록 유도할 수 있어서다. 게다가 임원보수한도는 주주총회 안건으로 상정되므로, 임원보수한도가 적절하지 않다면 주총에서 반대해 충분히 의사를 표시할 수 있다. 물론 주총 전에 반대한다는 뜻을 알리고 안건 수정에 관해 회사 측 이사회와 대화를 시도할 수는 있다. 그러나 여기에서 보수 ‘한도’를 성과와 연계하라고 요청한다면, 이는 한도가 실제 보수 총액인 경우, 즉 보상이 100% 고정급인 경우어나 실질적인 의미를 가질 수 있다.<sup>24)</sup> 이런 상황에서 의미 있는 주주활동은 보수 상한, 즉 보수의 100%를 차지하는 고정급을 성과에 연계하라는 요청이 아니라 보수 중 일부는 성과급으로 하되 그 조건을 잘 설정하라는 요청이 될 것이다.<sup>25)</sup>

추가할 필요가 있다고 보는 사안은 회계 정직성이다. 사실 이는 오랜 기간 한국 자본 시장에서 중요한 화두 중 하나였고, 최근의 법제 흐름에도 고스란히 반영됐다. 대표적인 사례가 외부감사법 개정 등 회계개혁이다. 금융당국이 일정한 경우 감사인을 주기적으로 지정하게 됐고(외감법 제11조 제2항), 지정 사유가 크게 확대됐다(외감법 제11조 제1항). 예컨대 표준감사시간제를 도입해 감사투입시간이 표준시간보다 현저히 낮으면 당국에서 직권으로 감사인을 지정한다. 내부회계관리제도는 이제 감사인의 검토가 아닌 감사를 받아야 한다(외감법 제8조 제6항). 감사인 주기적 지정제와 같은 강경한 조치가 법안에 반영된 것은 회계 부정이 그만큼 심각한 수준이고 투자자 보호와 한국 자본시장의 신뢰에 심각한 타격을 입혔다는 반증이다.

회계 투명성과 정직성이 강조되면서 감사위원회의 역할도 부각됐다. 감사위원회가 외부감사인을 직접 선임(외감법 제10조 제4항)하도록 법이 바뀐 점이 상징적이다. 기존에는 회사가 추천한 감사인을 감사위원회가 검토해 승인만 할 수 있었다. 감사위원회의 역할 강조는 감사위원회 모범규준<sup>26)</sup>과 매뉴얼<sup>27)</sup> 제정으로 이어졌다. 이와 같은 일련의

24) 가령 앞의 B 보상계약에서 영업이익이 1조 원 이상이면 연봉 10억 원이 아니라 9억 원을 지급하게 하도록 계약을 변경하라고 요구하는 것이 이사 보수의 성과 연계를 강화하는 의미가 얼마나 큰지 의문이다. B 계약에서 보수의 성과 연계를 강화하려면, 회사의 영업이익이 1조 원 미만일 때 연봉을 7억 원이 아니라 6억 원을 지급한다든지, 연봉 10억 원을 지급하는 조건을 영업이익 1조 원이 아니라 1.5조 원으로 상향하는 편이 실질적인 의미가 있다. 어느 쪽도 보수 ‘상한’을 바꾸는 것이 아님에 유의하기 바란다.

25) 임원 보수체계 등에 관한 정보는 공정공시 대상 정보에 해당하지 않는다는 것이 금융위원회의 법령 해석이다. 자세한 내용은 금융위원회(2017), “스튜어드십 코드 관련 법령해석집” 10~12쪽을 참조할 것.

흐름은 결국 회계 투명성 및 정직성이 갖는 가치, 회계부정의 막대한 영향과 그에 대한 시장의 엄중한 동의에서 비롯한 것이다. 그래서 회계 정직성 이슈가 부각되는 회사의 주식을 보유하는 한 국민연금이 아무런 시도도 하지 않기는 어렵게 됐다. 중점관리사안에 포함해야 한다고 필자가 생각하는 이유다.

### 3. 의결권 행사 관련 수탁자책임 전문위의 역할 강화 및 주주총회일 이전 의결권 행사 내역·사유 공개 범위 확대

국민연금의 의결권 행사와 관련해서는 다음과 같이 제언하고자 한다. 우선, 국민연금의 의결권 행사와 관련해 불거진 논란과 이로 인한 관치 등의 우려를 줄이려면 지금까지와는 달라진 모습과 관행을 보여야 한다. 여기에서 중요한 역할을 담당해야 하는 조직은 수탁자책임 전문위원회와 공단의 투자위원회다. 앞서 간단히 언급했지만, 공단 내의 투자위원회가 의결을 요청하는 안건 몇 건 정도만 전문위에서 처리하는 것으로는 국민이나 시장이 국민연금의 변화를 확인하고 신뢰하기에 부족함이 있을 것이다.

투자위원회는 시장에서 상당 수준의 이견이 있거나 논란이 불거진 안건, 의결권 행사 세부지침으로 판단이 곤란한 안건 등을 전문위에 적극 부의하면 신뢰를 높이는 데 효과적일 터다. 전문위도 투자위원회의 안건 처리 요청에 부족함이 있다고 판단되는 경우 안건을 스스로 처리할 수 있게 투자위원회에 전문위 부의를 요청하는 횟수를 늘리고, 더 나아가 정기적으로 전문위 회의를 개최해 일정한 기준에 해당하는 회사들을 분석한 결과로서 찬반 여부를 정하는 방식도 가능하다. 해당 기준으로는 중요성 혹은 상당한 우려 여부 등을 고려할 만하다. 예를 들어 전체 국내 주식자산 중 보유 비중이 0.5% 이상인 회사,<sup>28)</sup> 과거에 국민연금이 반대한 이사가 2명 이상 재임 중인 회사 등의 기준이다. 투자규모 커 기금 입장에서 매우 중요하거나 경영이나 지배구조 상 우려가 큰 회사의 주총 안건을 수탁자책임위에서 다루는 것은 수탁자책임 전문위를 가입자단체 등에서 추천한 다양한 분야의 전문가로 대표성과 전문성 있게 구성한 취지에도 부합한다.

또 하나, 변화가 필요하다고 판단하는 부분은 의결권 행사 내역과 사유의 공개 시기다. 더 정확히 표현하면 해당 내역과 사유의 주주총회 이전 공개 여부다. 지침 상 국민연금이 의결권 행사 내역과 사유를 공개하는 기한은 주총일 이후 14일까지이고, 지금까지는 대부분 기한에 맞춰 공개했다. 예외적으로 주총일 이전에 공개한 사례는 전문위에서 찬반 여부를 정한 경우다.

26) 한국기업지배구조원(2018), 『감사위원회 모범규준』, 2018.5.

27) 한국기업지배구조원·한국공인회계사회(2018), 『감사위원회 모범규준 매뉴얼·체크리스트』, 2018.8

28) 2017년말 기준으로, 국민연금공단이 국내주식에 투자한 799개사 중 43개사가 소유 비중이 0.5% 이상이다.

필자는 국민연금이 주주총회 전에 의결권 행사 내역과 사유를 공개하는 범위를 늘릴 필요가 있다고 본다. 의결권 행사 내역과 사유를 주총 전에 미리 공개하면 몇 가지 장점이 있다. 우선, 주총 전에 공개되면 좀 더 투명하고 책임 있게 의결권을 행사할 수 있다. 시장의 광범위한 감시에 노출되기 때문에 아무래도 신중하게 분석해 찬반을 정할 수밖에 없다. 주주총회가 끝난 이후에는 문제가 있는 의결권 행사라도 취소할 수 없음을 감안할 때 국민연금의 최종 수익자인 국민 입장에서 되돌릴 길 없는 위험의 회피를 위해 필요한 조치일 수 있다.<sup>29)</sup> 또한, 앞서 이미 설명한 바와 같이 국민연금의 의결권 행사 방향과 사유는 다른 주주에게 매우 유용한 참고자료일뿐더러 다른 기업들에게도 알고 싶은 정보다. 국민연금의 의결권 행사 방향을 미리 알 수 있다면 요주의 안전이 무엇인지 파악해 대화를 시도해볼 여지가 얼마든지 있기 때문이다.

해외 유수의 연기금들도 의결권 행사 내역을 미리 공개한다. 미국의 대규모 연기금인 캘리포니아공무원연금(CalPERS),<sup>30)</sup> 캘리포니아교직원연금(CalSTRS), 캐나다의 최대 연기금인 캐나다연금(CPPIB) 등이 잘 알려진 대표 사례다. 이들 연금운용기관은 대개 자신의 홈페이지에 의결권 행사 내역을 주주총회 전에 미리 공개하는 것이 원칙이다.

이제 수탁자책임 전문위에서 직접 찬반 여부를 정하는 회사의 범위가 확대되고, 기존의 공개 관행을 유지한다면 자연스럽게 주총 이전 의결권 행사 내역과 사유를 공개하는 회사의 범위도 늘어날 것이다. 물론 전문위에서 직접 찬반을 결정한 기업에 국한하기보다는 투자위원회에서 찬반을 결정한 기업 중에서도 중요 기업 또는 일부 기업지배구조가 나쁘거나 기업가치 훼손 등 우려가 있는 기업에 대해 찬반 여부와 그 사유를 공개하는 편이 바람직하다. 전문위는 물론 투자위원회 역시 투명하고 책임 있게 의결권을 행사할 필요가 있음은 물론이다. 관치 우려를 완화한다는 측면에서 보면 투자위원회의 의사결정에 더 큰 투명성과 책임이 필요하다고 생각할 여지도 있다.

더 나아가 만일 국민연금이 위탁운용사에 의결권 행사를 위임한다면, 위탁운용사가 국민연금을 대신해 시행하는 의결권 행사의 내역과 사유를 최소한 주요 기업에 대해서 만이라도 주주총회 전에 공개하도록 요구할 만하다.<sup>31)</sup> 국민연금의 기본적인 정책과 원

29) 세계에서 둘째로 큰 연기금, 노르웨이 연기금을 운용하는 기관인 NBIM(Norway Bank Investment Management)은 연간 몇 건의 핵심 안전에 대한 의결권 행사 내역과 사유를 주주총회 전에 공개하면서 이는 투명성을 높이고 시장과 소통하기 위한 것임을 책임투자보고서에서 밝혔다(NBIM, 2018)

30) 필자가 2018년 12월 26일 CalPERS 홈페이지를 찾아본 결과 12월 27일부터 2019년 1월 18일까지 개최하기로 예정된 전 세계 주주총회에서 어떻게 의결권을 행사할지 공개하고 있음을 확인할 수 있었다. 그 대상은 미국 기업(Akorn Inc., United States Antimony Corp. 등)은 물론 중국, 영국 등지의 기업 60개사다. 여기에 한화, 강원랜드, 현대중공업지주, 우리은행 등 2018년 연말에 임시주총을 여는 한국 기업이 포함된 점이 흥미롭다.  
<https://viewpoint.glasslewis.net/GlassLewisWebDisclosure/webdisclosure/search.aspx?glpcustuserid=CAL095&WDFundGroupID=2774> (방문일자: 2018년 12월 26일)

31) 단, 위탁운용사들이 동일한 안전에 대해 서로 다른 방향으로 의결권을 행사한다는 내용이 (보안 절차 없이) 주주총회

칙을 따르는지 시장의 사전적 감시가 가능하다면 위탁운용사가 위임 받은 의결권을 보다 책임 있고 투명하게 행사하게 유도하는 데 효과적이리라 본다.

#### 4. 엄격한 자산운용사 선정·관리 및 적정 보수 지급

국민연금이 코드에 참여하면서 많은 이들이 예견하는 변화 중의 하나는 위탁운용사를 통한 주주활동의 확대다. 대표적인 사례가 위탁운용사에 의결권 행사를 위임하는 조치다. 여기에 대해서는 다양한 관점에서 갑론을박이 치열하다. 이에 관해서는 의결권 행사를 어떤 위탁운용사에 위임하는가, 어떤 기준으로 의결권을 행사하도록 위임하는가, 위탁운용사의 의결권 행사를 어떻게 평가하는가 등 매우 상세하고 구체적인 검토가 필요하다. 이에 관한 연구는, 아쉽지만 다음 기회로 미룬다. 다만, 위탁운용사와 관련된 몇 가지 추가적이고 시급한 검토가 필요한 부분이 있어 다음과 같이 부연 혹은 제언하고자 한다.

우선, 국민연금은 위탁운용사에 의결권 행사 외의 주주활동을 가능한 범위에서 위임할 필요가 있다. 국민연금은 자본시장법 시행령 개정 추이를 감안해 위탁운용사에 의결권 행사를 위임하는 방안을 검토한다고 밝혔다. 그러나 여기에 그친다면 아쉬움이 있다. 현재 연기금이 의결권 행사를 투자일임업자에 위임할 수 있게 정부가 자본시장법 시행령 개정을 추진 중인데, 아무런 법 개정이 없더라도 투자일임 계약을 맺은 모든 위탁운용사에 위임 가능하다고 볼 수 있는 주주활동이 있다. 투자대상기업에 문제는 없는지 점검하고, 필요하다면 대상기업과 서신을 교환하거나 비공개 회의에서 대화를 나누는 활동이 그것이다.<sup>32)</sup> 의결권 행사를 위임하는 조치와 무관하게 적어도 그런 비공개 활동들만이라도 위탁운용사가 수행할 수 있도록 하는 편이 바람직하다. 이런 조치는 국민연금 내부의 인력 투입에 제한이 있을 수밖에 없는 상황에서 위탁운용사가 가진 정보 접근 능력이나 인력 자원을 효과적으로 활용해 국민연금의 부족한 부분을 보완하는 효

전에 미리 공개되는 경우 이는 의결권의 불통일 행사로서 상법이 정하는 바(제368조의2)에 따라 기업이 거부할 가능성이 있다. 이런 상황을 피하기 위해서는 실제 위탁운용사의 의결권 행사 내역 사전 공개 시기, 의결권 불통일 행사에 대한 기업들의 일반적인 태도와 관행, 관련 법규의 개선 등 여부를 전체적으로 고려하며 구체적인 사전 공개 방안을 강구할 필요가 있다. 물론 검토 결과 위탁운용사에 주주총회 이전 의결권 행사 내역을 공개하도록 요구하는 조치가 곤란한 결과를 낼 수 있다면 시행을 미루고 후일의 검토 과제로 남겨두어야 할 여지도 있을 터다.

32) 자본시장법 상 투자일임업자에 관한 불건전 영업행위 규제에 따르면, 투자일임업자는 “투자일임재산에 속하는 증권의 의결권, 그 밖의 권리를 행사하는 행위”를 투자자에게서 위임 받을 수 없다(자본시장법 제98조, 제2항, 제9호 다목). 문언으로 보면 법적 권리 행사 이외의 주주활동, 예를 들어 기업과 편지를 교환하거나 비공개 회의를 갖는 행위는 위임 가능하다고 해석할 수 있다고 본다.

제98조(불건전 영업행위의 금지) ② 투자일임업자는 투자일임재산을 운용함에 있어서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

9. 투자자로부터 다음 각 목의 행위를 위임받는 행위  
 다. 투자일임재산에 속하는 증권의 의결권, 그 밖의 권리를 행사하는 행위

과적인 방안이다. 게다가 운용사의 주주활동 역량과 경험도 쌓고, 동시에 기업과 기관 투자자 간의 대화 문화를 널리 확산하는 1석3조의 수단이다.

단, 이렇게 위탁운용사에 의결권 행사 이외의 여러 활동을 위임하기 위한 전제 조건이 있다. 대화나 서신 교환의 구체적인 내용 또는 그 열개를 담은 세부지침 공개다. 가령 대표이사의 이사회 의장 겸임이 이사회의 독립적 운영에 우려를 낳는 상황인지 세부지침으로 확인 가능해야 한다. 위탁운용사가 대상기업의 어떤 사항을 점검할지, 문제가 있다면 어떤 해결방안들을 염두에 두고 기업과 대화해야 하는지에 관한 국민연금의 입장과 원칙을 개략적으로나마 알아야 국민연금 입장을 고려해 기업과 대화가 가능할 것이다. 따라서 그 방향을 일러주는, 예컨대 ESG 가이드라인을 마련해 공개할 필요가 있다.<sup>33)</sup> 국민연금은 이미 이사회 구성·운영, 이사, 감사 선임 등과 관련한 가이드라인을 공개하기로 방침을 밝혔으므로 어떤 내용이 포함되는지 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있다. 가이드라인에는 적어도 원칙 3의 이행방안에서 명시한 다양한 점검 대상 사안들을 포함하는 편이 일관성 있다.

한편, 위탁운용사에 기업과의 대화 등 주주활동을 위임하려면 위탁운용사를 엄격하게 선정하고 관리해야 한다. 이와 관련해 먼저 강조하고 싶은 사항은 위탁운용사의 스튜어드십 코드 참여를 위탁사 선정을 위한 필수 요건으로 적용해야 한다는 것이다. 위탁운용사가 이해상충 문제를 어떻게 해결하는지, 주주활동을 위한 전문성과 역량을 얼마나 확보하고 있는지를 확인하는 가장 효과적인 방법이 스튜어드십 코드 참여 및 성실한 이행이기 때문이다. 국민연금이 주요 활동 일부를 위임할 운용사를 선정할 때 국민연금만큼 혹은 적어도 국민연금에 버금가는 수준으로 전문성과 책임성을 가지고 주주활동을 대신 수행할 운용사를 찾아야 함은 자명하다. 바로 이것이 주주활동을 위임하는 기관투자자의 수탁자 책임이다. 기관투자자의 코드 참여는 (주식 매매 외에도) 충실히 주주활동을 수행해 최선의 고객 이익을 추구하겠다고 ‘공개적으로 다짐’하는 것이다. 국민연금의 최종 수익자인 국민 입장에서 보기에, 준수 부담이 있음에도 그런 다짐을 공개한 운용사와 그렇지 않은 운용사를 똑같이 취급할 정당한 이유가 전혀 없다. 많은 운용사가 코드 참여 준비가 되지 않았음을 고려해 요건을 완화할 수 있으나 이는 한시적이라는 점을 명확히 할 필요가 있다.

또한, 선정한 운용사가 실제 국민연금을 위해 공개적 다짐을 충실하게 이행하는지 꼼꼼하게 점검하고 관리·감독해야 한다. 국민연금은 최장기 운용자산인 만큼 무엇보다 장

33) 얼마나 상세한 내용으로 가이드라인을 채울지에 관해서는 담길 사안의 중요도, 국민연금의 자체적인 주주활동 경험과 성과, 관련 사안에 대한 국내외 법제 및 자본시장 동향 등 전반을 고려하는 편이 바람직하다. 이 경우 어떤 사안에 관해서는 다소 추상적인 내용으로, 어떤 사안을 대상으로는 비교적 구체적으로 국민연금의 판단과 해결 방향을 담아야 할 것이다.

기 수익률을 기준으로 운용사를 평가하는 편이 적절하다. 이 경우에만 장기 투자에서 더욱 빛을 발하는 적극적 주주활동을 효과적으로 평가하고 유인할 수 있다. 단기 평가 체계로는 적극적인 주주활동을 이끌어내기 어렵다.

끝으로, 국민연금을 위해 충실히 수탁자 책임을 이행하는 운용사에 적절한 운용보수를 지급할 필요가 있다. 국민연금을 비롯해 국내 대다수 연기금이 운용사에 지불하는 운용보수 수준이 매우 낮은 수준임은 주지의 사실이다.

〈표 11〉 국내·외 기관투자자 외부위탁 운용보수 비교

국가	외부위탁 운용보수	비고
국민연금	8~30bp	국내 주식 (20bp), 국내 채권(11~12bp)
중국	20~60bp	사회보장기금(NSSF)은 주식운용보수(55bp+성과보수) 지급, 기업연금은 운용사간 경쟁으로 채권운용보수(20bp) 지급
대만	15~50bp	국내주식 위탁
	50~125bp	해외투자 위탁
홍콩	30~55bp	투자 대상이 중국, 신흥시장인 경우 더 높은 운용보수 지급
싱가포르	35~150bp	투자대상자산에 따라 보수 차이
영국	51.3~89.3bp	주식('12년 4월 기준)
	21.5~	채권('12년 4월 기준)
CalPERS	29bp	성과보수 제외('13년 기준)
ABP	29bp	성과보수 제외('12년 기준)

출처: 금융투자협회 조사, 박경서 외(2017), 『국민연금 책임투자 와 스튜어드십 코드에 관한 연구 (II)』(고려대산학협력단)에서 재인용

이런 현실을 그대로 둔 채 위탁운용사에 성실한 수탁자 책임 이행만을 요구한다면 적절하다고 보기 어렵다. 이 경우 위탁운용사가 역량과 전문성 있는 직원을 채용해 실제 투입하기도, 그럴 유인을 갖기도 어려울 것이다. 국민연금이 적정보수 지급에 관한 입장이나 계획 등을 수탁자 책임 원칙이나 수탁자 책임 활동에 관한 지침 등 어디에도 포함하지 않은 데 아쉬움이 있다. 이제라도 적정 보수 지급에 관한 비전을 제시해 위탁운용사가 적정 인력을 투입하고 역량과 전문성을 키우는 데 더 관심을 기울이도록 유도할 필요가 있다. 이러한 논의의 연장선 상에서 국민연금이 위탁운용사 등에 지급한 각종 수수료의 수준이나 체계를 보다 구체적인 확인이 가능하도록 상세하게 공개할 필요가 있다. 국민연금이 공개한 연차보고서를 보면, 지급 수수료에 관해서는 총액 정보만 한 줄 기재돼 있다.<sup>34)</sup> 국민연금 기금자산이 적절히 운용되는지를 점검하기 위해 필요한

34) 국민연금(2018), 『국민연금기금 연차보고서 Annual Report 2017』, 61쪽.

정보에는 수수료 수준과 체계 정보도 당연히 포함된다. 액티브 운용에 지급하는 보수가 패시브 운용 보수에 비해 얼마나 높은지, 중장기 성과 연계 보수가 별도로 지급되는지 등 수익자인 국민 입장에서 의미 있는 정보는 많다. 자산군별, 패시브/액티브 유형별 등 다양한 구분과 기준으로 수수료 체계와 수준을 공개하는 해외의 연기금 사례를 참고할 만하다.

## 〈참고문헌〉

- 국민연금(2018), “국내주식 투자종목 내역”(2017년말 기준), 2018.6.30.
- 국민연금(2018), 『국민연금기금 연차보고서 Annual Report 2017』, 2018.5.
- 국민연금기금운용위원회, “국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 운영규정”, 2018.7.30.
- 국민연금기금운용위원회, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙”, 2018.7.30.
- 국민연금기금운용위원회, “국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침”, 2018.7.30.
- 국민연금기금운용지침, 2018.7.30.
- 국민연금기금운용위원회 의결자료, “국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 방안”, 의결번호 제2018-8호, 의결연월일 2018.7.30.(제6회) 금융위원회(2017), “스튜어드십 코드 관련 법령해석집”, 보도자료(2017.6.9.) 별첨자료
- 머니투데이(2018), “플무원, 11년째 토크쇼 주주총회 “진정한 소통의 장””, 2018.3.30. 기사
- 박경서 외(2017), 『국민연금 책임투자과 스튜어드십 코드에 관한 연구 (II)』, 고려대산학협력단, 2017.12.
- 송민경(2018), “국민연금의 스튜어드십 코드 참여, 쟁점과 과제”, 『이슈와 정책』 제11호, 서울사회경제연구소(SIES), 2018.9.14.
- 이승희(2018), “1997~2017 주주대표소송 제기 현황과 판결 분석”, 『경제개혁리포트』 2018-3호, 2018.3.28.
- 플무원(2018), 『[기재정정] 주주총회소집공고』, 2018.3.22.
- 한겨레신문(2017), “증권집단소송 12년간 9건 ‘유명무실’…소송허가에만 51개월”, 2017.1.22.
- 한국기업지배구조원(2016), “자본시장법상 의결권 행사 충실의무 도입(2013년)의 실효성 점검을 위한 2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점”, 보도자료, 2016.2.19.
- APG(2017), *Responsible Investment APG Report 2016*
- CPP Investment Board(2017), *2017 Report on Sustainable Investing, Investing for CPP Contributors and Beneficiaries, 2017*
- Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakaş, and Xi Li(2015), Active Ownership, *The Review of Financial Studies*, Volume 28, Issue 12, 1 December 2015,

pp. 3225-3268

US Department of Labor(2008), *CFR 2509.08-2 Interpretive bulletin relating to the exercise of shareholder rights and written statements of investment policy, including proxy voting policies or guidelines*, 2008.10.17.

Norges Bank Investment Management(2018), *Responsible Investment - Government Pension Fund Global*, 2018.2.13.

# 기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

---

**발행처** 한국기업지배구조원

**발행인** 조명현

**발행일** 2019년 3월

**주 소** 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail [cgsweb@cgs.or.kr](mailto:cgsweb@cgs.or.kr)

Home <http://www.cgs.or.kr>

**인쇄처** 경성문화사 Tel (02)786-2999

---