

개정상법상 종류주식의 다양화

정수용* · 김광복**

I. 들어가며

2011년 4월 14일 법률 제10600호로 공포된 개정 상법 공포안에 따르면, 다양한 종류의 주식이 도입된 이유는 현재는 주식평등의 원칙상 법에서 정한 주식만 발행하도록 허용하고 있으나 현행 주식의 종류만으로는 급변하는 시장 환경에 대응하여 효율적으로 자금을 조달하는 데에 어려움이 있으므로, 주식회사가 특정 사항에 관하여 의결권이 제한되는 주식 등 다양한 주식을 발행할 수 있도록 하는 데에 있다. 즉, 개정상법의 취지는 시장 상황에 따라 다양한 종류주식을 발행할 수 있도록 함으로써 회사의 자금조달을 원활하게 할 수 있도록 하는 데에 있다.¹ 이러한 개정취지에 따라 종류주식에 관한 상법 제344조, 제344조의2, 제344조의3, 제345조 및 제346조가 신설되었다.

이러한 개정상법의 내용이 향후 종류주식과 관련한 법률실무에 어떠한 변화를 가져올지를 예측하는 것은 쉽지 않은 일이지만, 실무상 제기될 것으로 예상되는 문제들은 아래와 같은 것들이 될 것으로 보인다. 이하에서는 아래에 제기한 논점에 대해 차례로 검토해 보기로 한다.

(i) 기존 상법상 발행 가능 여부가 논의되어 왔던 다양한 내용의 종류주식들이 개정상법하에서 발행될 수 있을 것인지

(ii) 종류주식의 발행과 관련하여 정관에 기재되어야 하는 종류주식의 내용은 무엇인지, 즉 종류주식의 발행시 정관에 기재할 필수기재사항은 어느 정도로 구체화되어야 하는지

(iii) 상법 개정으로 인하여 회사는 종류주식에 관한 폭넓은 내용설계의 자유를 가지게 되었는데 이러한 종류주식의 내용설계의 자유에 법적 제약이 존재하는지, 특히 종류주식의 내용설계의 자유가 확대되면서 투자자를 호도(糊塗)할 수 있는 여러 가지 종류주식이 발행되어 회사와 투자자 사이에 종류주식에 관한 분쟁이 발생할 가능성이 있는데, 투자자보호를 위해 종류주식에 대한 별도의 규제가 이루어져야 하는 것은 아닌지

* 법무법인 세종 변호사

** 법무법인 세종 변호사

1 상법일부개정법을 공포안, 3면.

II. 개정상법상 개별 종류주식의 발행 가능 여부 검토

1. 이익의 배당에 관한 종류주식

개정상법 제344조의2 제1항은 “회사가 이익의 배당에 관하여 내용이 다른 종류의 주식을 발행하는 경우에는 정관에 그 종류주식의 주주에게 교부하는 배당재산의 종류, 배당재산의 가액의 결정방법, 이익을 배당하는 조건 등 이익배당에 관한 내용을 정하여야 한다”고 규정하고 있다. 위 조항을 문언 그대로 해석하면 회사는 보통주식과 다른 내용의 이익배당청구권을 가지는 주식을 그 내용을 정관에 기재하지만 하면 발행할 수 있는 것이 된다. 다만, 상법상 이익배당과 관련하여 적용되는 강행규정, 예컨대 이익의 배당에 관하여 규정하고 있는 상법 제462조에 위반하는 내용으로 우선주식을 설계하는 것은 불가능할 것이다. 이러한 관점에서 기존 실무상 허용 여부가 논의되어 왔던 종류주식이 개정상법하에서 발행 가능한 것인지에 대해 살펴보기로 한다.

(1) 변동배당률부 우선주, 소위 ‘1% 우선주’ 및 수익률경매 우선주

기존 상법 제344조 제2항은 “이익의 배당에 관하여 우선적인 내용이 있는 종류의 주식에 대해서는 정관으로 최저배당률을 정하여야 한다”는 규정(이하 ‘최저배당률 조항’)을 두고 있었다. 이러한 최저배당률 조항은 일반적으로 소위 1% 우선주, 즉 보통주의 배당금에 액면금액의 1%에 해당하는 금액을 더한 금액을 배당하는 주식과 같이 우선주에 우선 배당을 하지 아니하고 보통주에 비해 일정 비율을 가산하여 배당하는 종류주식의 발행을 금지하기 위해 입법된 것으로 알려져 왔다.² 그런데 이러한 최저배당률 조항은 한편으로는 실무상 변동배당률부

우선주의 발행을 허용하지 않는 조항으로 해석될 수 있는 것으로 인식되어 왔다. 예컨대, 어떤 회사의 우선주의 배당률을 3년 만기 국채금리+1.25%로 정했는데, 정관에 정해진 최저배당률이 5%라면 국채금리의 변동에 따라 우선주의 배당률이 5% 미만으로 떨어질 수 있고, 이러한 경우 상법 위반이 되기 때문에 결국 변동배당률부 우선주의 발행은 허용되지 않는다는 것이다. 이러한 이유에서인지는 모르겠지만, 실무상 우선주의 배당률은 대부분 액면금액에 대한 확정배당률을 정하는 방식으로 발행되고 있다.³

개정상법에서는 최저배당률 조항이 삭제되었으므로, 변동배당률부 우선주, 예컨대 배당률을 국채금리에 일정 금리를 가산한 비율로 정하거나 LIBOR⁴+3%와 같이 정하는 것도 가능할 것이지만, 이 경우에는 객관적인 금리지표의 변동에 따라 우선주의 배당률이 변동하게 되므로 변동배당률부 우선주의 발행이 기존 주주나 채권자의 이익을 침해하는 것 인지가 문제된다.

이에 대해서는 보통주주의 예측 가능성 및 자본 충실을 위하여 개정상법상으로도 상장회사 표준정관과 같이 최소한 정관에 우선배당률의 상한 및 하한을 정하고 나머지 사항을 이사회에 위임하여야 한다는 견해가 있을 수 있다. 이러한 경우 앞서 살펴본 변동배당률부 주식의 발행은 회사의 정관에 위배될 소지가 있기 때문에 사실상 금지된다. 그렇지만 개정상법상 우선배당률의 상한을 정관에 규정하도록 강제하는 규정은 존재하지 아니하며, 기존 상법상의 최저배당률 규정도 삭제되었으며, 우선주식의 배당은 어차피 배당가능이익의 범위 내에서

2 이철송, 회사법강의(제18판), 박영사, 2010, 227면.

3 이러한 관행이 생긴 이유에는 사단법인 한국상장회사협의회가 제정한 상장회사 표준정관이 우선주의 배당률을 액면금액에 대한 일정 비율로 정하도록 한 데에도 그 이유가 있는 것으로 보인다. 상장회사 표준정관 제8조의2 제2항 참조.

4 영국 런던에서 우량은행끼리 단기자금을 거래할 때 적용하는 런던은행 간 금리(London Inter-Bank Offered Rates)를 뜻한다.

이루어지므로 회사의 정관에 우선배당률의 상한 및 하한을 정하지 아니하였다는 이유로 자본충실의 원칙을 해한다고 볼 근거도 충분치 아니하다. 또한, 주식회사가 타인의 자본을 조달하는 경우 자본조달의 조건은 시중금리에 연동될 수밖에 없으며, 우선주식의 경우 채권자보다 후순위이므로 이러한 시중금리에 발행회사의 신용도 및 우선주주의 후순위 리스크에 따른 가산금리가 부과되는 것은 어찌 보면 당연하다는 점에서 국채금리나 LIBOR와 같은 객관적 금융지표를 기준으로 회사가 우선배당률을 정하는 것을 금지할 이유는 없을 것이다.

그리고 소위 1% 우선주의 발행을 금지하기 위한 최저배당률 조항이 삭제된 만큼 개정상법하에서는 1% 우선주를 다시 발행하는 것 역시 허용될 것이다. 개정상법상 1% 우선주는 이익배당의 우선권은 없지만 보통주와 배당의 내용이 다른 의결권 없는 주식이므로 개정상법 제344조의2 제1항에 따른 이익의 배당에 관한 내용과 개정상법 제344조의3에 따른 의결권의 배제에 관한 내용을 동시에 담고 있는 종류주식이 되기 때문이다.

이 외에도 개정상법하에서 미국에서 발행되고 있는 수익률경매 우선주(Dutch Auction Preferred Share)⁵와 같은 극단적인 형태의 변동배당률부 우선주 역시 발행할 수 있는지 문제될 수 있다. 수익률경매 우선주란 보통 35일 또는 49일마다 투자자들로부터 더치옥션방식으로 우선주의 배당률을 정하도록 하는 우선주를 의미하는데, 배당률을 정하는 과정에서 우선주 투자자들은 매 배당기간이 시작될 때마다 양도대리인(transfer agent, auction agent라고도 하며, 보통 은행이 된다)에게 (i) 우선주를 배당률에 관계없이 계속 보유할지 여부 또는 (ii) 수용 가능한 최소 배당률(새로이 정해진 우선주의 배당률이 수용 가능한 최소배당률보다 낮으면 우선주를 양도대리인을 통하여 매각하겠다는 의사표시가 포함됨)을 통지하게 된다. 이후 양도대리인은 기존 우선주주들 및 잠재적 투자자들(일반적으로 기관투자자들이 대부분인 것으로 보인

다)로부터 더치옥션방식, 즉 투자자들에게 원하는 우선주의 매수가격을 제출받은 후, 이러한 매수가격을 기초로 우선주 물량을 모두 매각할 수 있는 최저금리를 낙찰금리로 결정하고, 낙찰금리에 따라 자동적으로 우선주의 배당률을 정하게 된다.

이러한 수익률경매 우선주의 발행이 개정상법상 금지된다고 볼 근거는 없는 것으로 보인다. 따라서 수익률경매 우선주의 발행은 정관에 수익률경매에 대한 구체적인 내용이 기재되기만 한다면 허용될 수 있을 것으로 생각된다(단, 수익률경매 실현과 관련한 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')상의 규제에 관한 논의는 개정상법에 관한 내용을 다루는 본고에서는 제외하기로 한다). 그렇지만 이러한 수익률경매 우선주는 경제적으로 발행회사가 배당기간, 즉 경매가 이루어진 시점부터 다음 경매가 이루어지는 시점 사이의 기간 동안 우선주주에게 배당을 지급할 수 있어야 그 존재가치가 있게 된다. 따라서 개정상법상 과연 정기배당과 중간배당 외에 회사가 임의로 배당시기를 정할 수 있느냐⁶에 따라 수익률경매 우선주의 경제적 효용은 크게 달라질 것으로 보이는데, 아래에서 검토하겠지만 기존 상법상 중간배당에 관한 제462조의3이 개정상법에서도 존속하는 결과, 정기배당과 중간배당(상장법인의 경우에는 자본시장법 제165조의12에 따른 분기배당) 이외에 경매시마다 우선주주들에게 배당금을 지급하는 수익률경매 우선주는 개정상법하에서도 발행이 어려운 것으로 생각된다. 물론, 중간배당은 가능하므로 우선주의 배당률 조정을 1년에 2회, 즉 정기배당 직전과 중간배당 직전으로 하거나 상장법인의 경우 분기배당을 하는 수익률경매 우선주의 발행은 가능할 수 있다.

5 1988년 골드만 삭스(Goldman Sachs)에 의해 처음으로 도입되었으며, 미국에서는 현금만큼 유동성이 높고 고수익 달성이 가능하다는 이유로 발행이 상당히 많이 이루어지고 있다고 한다.

6 이 논의에 대하여는 이철승, 2011 개정상법 축조해설, 2011, 박영사, 206면 참조.

(2) 배당의 시기를 달리하는 종류주식

개정상법하에서는 상법상의 강행법규에 위반되지 아니하고 그 내용을 정관에 기재할 수 있으면 이익배당에 관하여 보통주와 다른 내용의 종류주식을 발행할 수 있다. 이러한 관점에서 향후 발행 가능성이 문제될 수 있는 것이 보통주와 배당시기가 다른 우선주의 발행이 가능한지 여부이다. 일본에서는 상장종류주식의 경우 보통주식보다 배당의 횟수를 늘리게 되면 투자자 유인의 효과가 있다는 이유로 발행 가능 여부가 논의되어 왔고, 실무상 이를 허용하는 데에 별다른 반대 견해가 없는 것으로 보인다.⁷

배당시기가 다른 종류주식의 문제는 간단하게 표현하면 보통주에 대해서는 연 1회의 정기배당을 하고, 종류주(주로 우선주주가 될 것이다)에 대해서는 중간배당을 실시하여, 일단 중간배당시에 중간배당시까지 일할계산한 우선배당금을 우선주주에게 지급하고, 정기배당시에는 우선주주에게 나머지 우선배당금을 지급하는 것과 함께 보통주주와 동일하게 참가시켜 추가적인 배당을 하는 것이 가능한가의 문제이다. 이에 대해서는 개정상법상 이를 금지하는 규정이 특별히 존재하지 아니하고, 이를 금지시킬 현실적인 필요성도 존재하지 아니하므로, 중간배당에 관한 상법의 규정을 준수하는 한 금지할 이유는 없을 것으로 보인다. 다만, 일본에서는 회사법의 제정으로 배당에 필요한 이익잉여금처분계산서가 재무제표에서 제외되고, 배당의안이 독립적인 주주총회의안으로 독립되었다는 이유로 연중 언제든지 배당이 가능하다고 해석하고 있지만(따라서 분기배당이나 일반적인 수익률경매 우선주와 같이 49일 단위로 배당을 하는 것도 가능하다), 앞서 살펴본 바와 같이 우리나라에서는 중간배당에 관한 상법 제462조의3이 존속하는 관계로 정기배당, 중간배당 이외에 다른 배당을 하는 것은 불가능하다고 해석하여야 할 것이다. 다만, 상장법인의 경우 자본시장법 제165조의12에 따라 분기배당을 할 수 있으므로, 우선주주

에 대해서만 분기배당을 하는 식으로 이익의 배당에 관한 종류주식을 설계할 수 있다.⁸

(3) 배당의 자원(財源)을 달리하는 종류주식

—트래킹 스톡(Tracking Stock)

개정상법상 보통주의 배당의 자원은 상법 제462조에 따라 결정된다. 따라서 개정상법상 회사는 대차대조표상의 순자산액에서 (i) 자본금, (ii) 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금, (iii) 결산기에 적립할 이익준비금 및 (iv) 대통령령이 정하는 미실현이익을 공제한 금액(이하 '배당가능이익')을 한도로 배당할 수 있다. 그렇다면, 이러한 상법규정과 다르게 배당의 자원을 정하는 종류주식은 허용될 수 있는가.

이와 관련하여 상법 제462조는 회사의 채권자 보호 및 자본충실을 유지하기 위한 강행규정으로 해석되므로, 배당가능이익의 범위를 상법 제462조가 정해 놓은 것보다 넓히는 방식으로 종류주식을 설계하는 것은 자본충실의 원칙상 허용되지 않는다고 하여야 할 것이다. 반면, 배당의 자원을 상법이 정해 놓은 배당가능이익의 범위보다 좁히는 것, 예컨대 배당의 자원을 상법상의 배당가능이익이 아닌 회계기준상의 영업이익 등으로 한정하는 방식으로 종류주식을 설계하는 것은 이러한 주식이 경제적 효용

7 棚橋 元, “會社法の下における種類株式の實務(上),” 商事法務 제1765호(2006. 4. 25), 商社法務研究會, 26면. 일본에서 우선주는 분기에 1회 배당을 하는 식으로 설계되는 경우가 많다고 한다.

8 이철송, 앞의 책주 6), 190-191, 204-206면. 개정상법에서는 일본 회사법과 거의 유사하게 이익배당에 관한 규정을 개정하였으면서도 중간배당에 관한 상법 제462조의3을 존속시켜, 과연 우리나라에서도 회계연도 중 언제든지 배당이 가능한지 여부에 대한 의문을 남기고 있다. 개인적인 견해로는 앞의 책의 견해와 같이 입법자가 상법 제462조의3 제1항에 “영업연도 중 1회에 한하여”라는 표현을 쓰고 있는 점에 비추어 볼 때, 영업연도 중에 임의로 시기를 정하여 배당하는 것을 허용한 것으로 보기는 어려운 것으로 판단된다.

을 가지는지 여부는 별론으로 하고 특별히 금지될 이유는 없는 것으로 보인다.

그렇다면 정관으로 정한 배당의 재원이 상법에 정한 배당가능이익의 범위를 초과하는지 여부가 불확정적인 주식의 발행이 가능한지가 문제되는데, 이는 그동안 논의되어 온 트래킹 스톡의 허용 여부와 관련이 있는 것으로 보인다.

일반적으로 트래킹 스톡은 발행회사의 특정 사업 부문 또는 자회사에서 생긴 이익에 관해 배타적으로 이익배당청구권을 가지는 주식으로 논의되고 있다. 이와 같은 트래킹 스톡은 발행회사의 전체적인 사업에서 발생한 이익을 배당의 재원으로 하는 것이 아니라 특정 사업부문 또는 자회사에서 발생한 이익만을 배당의 재원으로 한다는 점에서 다른 주식과 차이가 있다. 그렇다면 이와 같은 트래킹 스톡이 개정상법하에서 허용될 수 있는가. 개념상으로 트래킹 스톡은 개정상법 제344조의2 제1항의 '이익의 배당에 관하여 내용이 다른 종류주식'에 해당하고 상법상 이와 같은 트래킹 스톡의 발행을 금지하는 별도의 규정이 존재하지 아니하므로, 개정상법상 트래킹 스톡의 발행이 금지되는 것은 아닌 것으로 보인다. 다만, 트래킹 스톡도 앞서 살펴본 바와 같이 배당에 관한 상법 제462조의 적용을 피할 수는 없으므로, 비록 배당의 재원을 특정 사업부문 또는 자회사에서 발생한 이익으로 한정한다 하더라도 발행회사가 전체적으로 대차대조표상 배당가능이익이 존재하는 경우에만 배당을 한다는 전제하에서만 그 발행이 가능할 수 있다.⁹ 따라서 회사의 다른 사업부문의 손실과 관계없이 특정 사업부문 또는 자회사에서 생긴 이익을 트래킹 주주가 무조건적으로 향유하는 내용의 트래킹 스톡은 상법 제462조의 규정상 허용되기 어렵겠지만, 배당가능이익의 범위 내에서 특정 사업부문 또는 자회사에서 생긴 이익에 대해 배타적인 이익배당청구권을 가지는 트래킹 스톡은 개정상법상 특별히 문제되지 않을 것으로 보인다.¹⁰

다만, 실무상 트래킹 스톡의 발행을 위해서는 현재 시행되고 있는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따라 회계상 공시하여야 하는 기업부문 대상정보(Segment Information)가 어디까지인가라는 문제와 이러한 K-IFRS의 기준이 트래킹 스톡을 발행하기에 충분한가라는 문제가 있다. 또한, 만일 트래킹 스톡을 사모가 아닌 공모의 형태로 발행할 경우 회사의 전체적인 사업을 대상으로 하는 기존의 공시 또는 상장 규정의 보완이 필수적으로 요구된다 할 것이므로, 이와 같은 규정들이 정비되기까지는 트래킹 스톡의 공모 발행은 사실상 어려울 것으로 생각된다. 다만, 사모 방식의 트래킹 스톡의 경우 투자자들이 종류주식발행계약이나 주주간계약에 회사의 사업부별 회계처리나 자회사의 회계처리에 대한 검증장치를 마련하면 충분할 것이므로, 제도의 미비를 이유로 트래킹 스톡의 발행 자체가 상법상 금지되는 것으로 볼 필요는 없을 것으로 생각된다.

2. 잔여재산분배에 관한 종류주식

개정상법 제344조의2 제2항은 잔여재산분배에 관한 종류주식을 발행하는 경우 잔여재산의 종류, 잔여재산의 가액의 결정방법, 그 밖에 잔여재산분배에 관한 내용을 정관에 정하여야 한다고 규정하고 있다. 이와 관련하여 잔여재산에 대해서는 주식 배당이나 현물배당이 불가능하므로 결국 위 규정은 무의미하고 정관에는 종류주식별로 분배의 순위와

9 김성호, "트래킹 스톡의 개념과 허용가능성," 기업법연구 제20권 제3호 통권 제26호(2006. 9. 30), 한국기업법학회, 216면.

10 기존 상법하에서도 트래킹 스톡의 발행은 허용된다는 견해가 유력한 것으로 보인다. 김성호, 앞의 논문(주 9), 231면; 이철송, 앞의 책(주 2), 230면. 반면, 트래킹 스톡의 발행이 기존 상법상 금지되지는 않지만 허용되는지 여부가 불명확하고, 실무적인 관점에서 사실상 발행이 어렵다는 견해가 있다. 김순석, "주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-," 상사법연구 제28권 제3호(2009), 한국상사법학회, 142면.

내용을 명시하면 족하다는 견해가 있다.¹¹ 그렇지만 일반적으로 청산절차에서 주주들은 청산회사의 재산에 대하여 환가처분을 거친 후(주주들 간의 합의가 존재하는 경우 물론 현물분배도 가능할 것이다), 이를 주식수에 비례하여 분배하게 되는데(상법 제538조 본문), 잔여재산분배 우선주가 발행된 경우 잔여재산을 환가를 할 것인지 여부 및 환가를 한다면 어떻게 환가를 할 것인가의 문제는 보통주주와 우선주주 사이에 중요한 문제가 된다. 즉, 실무상 대부분의 잔여재산분배 우선주는 이익배당 우선주이기도 하며, 보통 발행가액에 특정 금리를 가산한 금액에서 우선적으로 이익배당을 받은 금액을 공제한 금액에 대하여 잔여재산분배에서 우선권을 가지는 방식으로 설계되므로, 잔여재산을 어떠한 방식으로 환가하느냐에 따라 또는 환가가 청산기간 내에 불가능할 경우 어떠한 금액으로 평가하느냐에 따라 잔여재산분배 우선주주와 보통주주 간 분배되는 재산의 범위에 차이가 있게 된다. 따라서 상법 제344조의2 제2항은 잔여재산분배 우선주에 대하여 정관에 회사가 가질 수 있는 잔여재산의 종류, 그 환가 및 처분방법 등을 예측 가능하게 기재하라는 의미로 해석할 수 있을 것으로 보인다.

예컨대, 벤처기업에 대하여 잔여재산분배 우선주가 발행된 경우, 해당 벤처기업의 정관에는 벤처기업에 존재할 수 있는 잔여재산의 종류(동산, 부동산, 지적재산권 등) 및 이에 대한 환가방법(청산인에 위임한다든지 아니면 공매절차에 의한다든지) 및 평가방법(감정평가법인 등으로 하여금 시가를 평가하게 하든지 아니면 정관에 미리 가액을 정해 놓든지 하는 식으로)이 정관에 기재될 필요가 있을 것으로 보인다.

3. 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식

개정상법상의 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식의 발행근거규정인 제344조의3은 이익배당에 관한 종류주식의 발행근거규정인 제344조의2와는

상당히 다른 규정체계를 취하고 있다. 즉, 이익배당에 관한 종류주식에 대한 제344조의2는 단순히 ‘이익의 배당에 관하여 내용이 다른 종류주식’을 발행할 수 있다고 규정하여, 상법상의 강행규정 등에 위반하지 아니할 경우 보통주와 이익배당의 내용이 다른 종류주식을 자유로이 설계할 수 있는 것으로 규정하고 있지만, 개정상법 제344조의3은 (i) 의결권이 없는 종류주식과 (ii) 의결권이 제한되는 종류주식으로 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식의 내용을 한정하고 있다. 즉, 개정상법은 이익배당에 관한 종류주식의 경우 자금조달의 기동성 및 유연성의 측면에서 폭넓은 설계의 자유를 부여하고 있는 반면, 의결권에 관한 우선주에 대해서는 의결권이 회사의 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 점을 고려하여 그 설계의 자유를 제한적으로 규정하고 있는 것으로 보인다.

즉, 개정상법상 기존 상법 제369조 제1항에 규정된 “의결권은 1주마다 1개로 한다”는 규정은 그대로 존재하고 이는 강행규정인 것으로 해석되므로, 1주마다 부여된 1개의 의결권을 없는 것으로 하거나 1개의 의결권을 항목별로 제한하는 것은 가능하지만(예컨대, 정관변경이나 이사선임에 대해서는 의결권이 없고, 나머지 사항에 대해서는 의결권이 있다는 식), 1주에 0.5개의 의결권이 있거나 1주에 1개를 초과하는 의결권을 부여하는 의결권 관련 종류주식의 발행은 금지된다고 보아야 할 것이다. 이러한 취지에서 개정상법과 관련하여 논의되었던 각종 종류주식의 발행 가능 여부와 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식에 관한 개별 쟁점에 대하여 살펴보고자 한다.

11 이철승, 앞의 책(주 6), 103면.

(1) 거부권부 주식, 임원임면권부 주식

거부권부 주식은 정관에 의하여 특정한 사항에 관하여 주주총회결의의 외에 특정 종류주주의 종류주주총회결의를 요하는 주식을 의미하고, 임원임면권부 주식은 특정한 종류주주의 종류주주총회에서 이사 또는 감사를 선임할 권한을 갖는 주식을 의미한다. 이와 같은 거부권부 주식과 임원임면권부 주식은 2006년 상법개정안에 도입되었지만 적대적 M&A에 대한 방어효과가 너무 강력하다는 이유로 2008년 상법개정안에서 삭제되었고,¹² 결국 개정상법에 종류주식의 하나로 도입되지 못하였다.¹³ 이러한 거부권부 주식과 임원임면권부 주식은 특정 사안에 대해서는 사실상 1주에 1개를 초과하는 의결권을 부여하는 것과 마찬가지로 결과를 발생시키므로 개정상법하에서 발행이 허용되지 않을 것이다.

(2) 종류주주총회 결의사항에 대해 의결권이 제한되는 종류주식

개정상법 제344조의3 제1항은 “회사가 의결권이 없는 종류주식(의결권배제주식)이나 의결권이 제한되는 종류주식(의결권제한주식)을 발행하는 경우에는 정관에 의결권을 행사할 수 없는 사항과, 의결권 행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정하여야 한다”라고 규정함으로써, 기존 상법상 존재하지 아니하였던 의결권배제주식과 의결권제한주식을 새로 도입하였다.

이와 관련하여, 회사가 정관으로 상법 제435조 및 제436조의 종류주주총회의 결의사항에 대한 의결권까지도 제한하는 주식을 발행하는 것이 가능할까. 만일 상법 제435조 및 제436조의 종류주주총회의 결의사항에 대한 의결권까지도 제한되는 종류주식을 발행할 수 있다면, 회사의 입장에서는 종류주주총회의 개최에 관한 현실적인 부담을 없앨 수 있고, 개정상법하에서 여러 종류주식이 발행됨으로

인해 발생하는 종류주주총회에 관한 복잡한 법률관계를 일거에 해소할 수 있는 방안이 된다.

그러나 상법 제435조 및 제436조는 소수의 종류주주들의 권익을 보호하기 위해 마련된 강행규정인 것으로 해석되므로, 상법의 명문의 규정 없이 회사의 정관에 의해 상법 제435조 및 제436조의 종류주주총회를 임의로 배제하기는 어려운 것으로 판단된다. 다만, 일본 회사법 제116조 제1항은 종류주주총회가 배제된 상태에서 어느 종류주주가 손해를 입게 되는 경우 해당 종류주주에게 주식매수청구권을 부여하는 방식으로 정관에 의한 종류주주총회의 배제를 허용하고 있는데,¹⁴ 특정 종류주주가 종류주주총회 결의를 통하여 일정한 사항에 대해 사실상 거부권을 행사함으로써 회사 사업의 원활한 수행에 지장을 초래하는 것을 방지할 필요가 있다는 점에서, 입법론적으로는 회사의 정관을 통하여 일정 범위 내에서 종류주주총회를 배제할 수 있도록 하는 것을 고려할 필요가 있을 것으로 생각된다.

(3) 의결권이 없는 종류주식의 의결권 부활

기존 상법 제370조에 따르면 의결권이 없는 주식은 이익배당 우선주의 형태로만 가능하고, 이 경우에도 우선적 배당을 받지 못하는 경우에는 배당을 선언하지 아니한 결의를 한 총회의 다음 총회부터 그 우선적 배당을 받는다는 결의가 있는 총회의 종료시까지 의결권이 있다. 그런데 개정상법에서는 이러한 상법 제370조가 삭제됨으로써 적어도 문언상으로는 개정상법상의 의결권 없는 우선주는 아무리 장기간 동안 우선배당이 이루어지지 않아도 의결권이 부활되지 않도록 설계할 수 있다(즉, 개정상

12 법무부, 상법(회사편) 개정안 설명자료(2007. 10), 79면.

13 자세한 김순석, 앞의 논문(주 10), 161-168면 참조.

14 棚橋 元, “會社法の下における種類株式の實務(下),” 商事法務 제1766호(2006. 5. 5), 商社法務研究會, 91면 참조.

법 제344조의3 제1항은 의결권 행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정관에 기재하도록 함으로써, 의결권 행사 또는 부활에 관한 사항을 당사자 간 합의로 자유롭게 정하도록 하고 있다. 또한, 개정상법하에서는 이익배당 우선주 이외의 주식도 의결권을 배제 또는 제한할 수 있으므로, 이익배당에 관한 보통주를 의결권이 없는 형태로 발행하는 것도 가능하다고 보아야 할 것이다. 다만, 개정상법 제344조의3 제2항은 의결권이 없거나 제한되는 주식을 발행주식총수의 4분의 1로 한정하고 있다.¹⁵

그러나 개정상법상 의결권의 배제 또는 제한에 관한 내용이 회사의 정관자치(定款自治)의 영역이 되었다고 하더라도, 투자자보호의 관점에서 이를 허용할 것인지의 문제는 다시 한 번 검토해 볼 필요가 있는 것으로 생각된다. 예컨대, 어떤 회사가 고율의 배당률로 투자자를 유인하여 대규모의 자금을 조달한 이후, 사업실적의 부진 등으로 인하여 또는 이사들 내지 보통주주들이 고의로 배당결의를 하지 아니하고 회사 내에 이익을 유보할 경우, 우선주주들은 의결권을 행사할 수 없고 상법상의 소수주주권 등을 통해서만 회사에 대한 자신의 권리를 행사할 수밖에 없는지에 관하여 고민해 볼 필요가 있는 것으로 생각된다. 개정상법하에서 어떤 회사가 의결권 없는 우선주를 발행하면서 의결권의 부활에 관한 사항을 미리 정해 놓지 않는다면, 우선주주들은 아무리 우선주 발행회사가 장기간의 배당을 하지 아니하여도 자신이 투하한 자본에 비례하여 회사의 이사를 선임할 기회조차 갖지 못하게 된다.

투자자보호라는 관점에서 본다면 기존 상법과 달리 의결권 없는 종류주식의 의결권의 부활을 당사자 간에 임의로 정하도록 하는 것은 문제의 소지가 있을 수 있는 것으로 보인다. 다만, 상법이 우선주의 의결권 부활에 관한 상법 제370조를 삭제한 이상 투자자보호의 차원에서 해석론으로 의결권이 부활되는 경우를 도출하는 것은 어려울 것이다. 이러한 주장은 특정 종류주식에 의결권이 없다는 내용은

이미 정관 및 종류주식 발행계약을 통해 종류주주에게 공개되었고, 일반적인 합리적인 투자자라면 재무적으로 어려운 회사에 의결권 없는 우선주 방식으로 투자를 할 경우 배당을 받지 못하게 될 경우를 대비하여 어떠한 방식으로든 회사에 대한 지배권을 보장받기를 원할 것이고, 이러한 경우 재무구조가 취약한 회사보다는 투자자가 거래상 우월한 지위를 가지게 될 가능성이 크므로 굳이 상법에 의하여 강제로 의결권 없는 종류주식의 의결권 부활 조건을 정하지 아니하여도 사실상 투자자보호 측면에서 큰 문제는 없을 것이라는 논리에 의해 받침될 수 있을 것이다.

그렇지만 반드시 합리적이라고만은 볼 수 없는 소액의 일반 공중투자자들에게 판매 또는 인수되는 상장우선주의 경우에까지 위와 같은 주장이 가능할지는 의문이다. 따라서 위 문제와 관련하여 적어도 상장우선주의 경우에는 상장규정을 개정해서라도 일정 기간 동안 배당을 하지 않을 경우 의결권 없는 종류주식의 의결권이 부활하는 내용을 추가하는 방안을 고려해 볼 필요가 있는 것으로 생각된다.¹⁶

15 이와 관련하여 자본시장법 제165조의15는 상장법인의 의결권 없는 주식의 발행한도를 발행주식총수의 2분의 1로 확대하고 있다. 동 규정은 기존 상법 제370조 제2항을 전제로 한 규정임으로 기존 상법 제370조 제2항이 삭제되고 개정상법 제344조의3 제2항이 신설된 만큼 향후 개정이 필요한 것으로 생각된다. 다만, 개정상법 제344조의3은 기존 상법 제370조와 달리 의결권배제주식뿐만 아니라 의결권제한주식까지도 포함하므로, 위 자본시장법 제165조의15상의 발행한도에 의결권배제주식뿐만 아니라 의결권제한주식까지도 포함할 것인지는 별도의 논의가 필요해 보인다. 민일 의결권제한주식을 포함시키지 않을 경우, 의결권제한주식은 경영권 방어 목적으로 악용될 소지가 있다(예컨대, 상장기업이 발행주식총수의 20%를 넘는 경우에는 의결권 없는 종류주식을 발행주식총수의 50%까지 발행하는 경우 등). 이와 같이 주주의 지분소유비율에 따라 의결권의 행사를 제한하는 조건의 주식을 발행할 수 있는지에 대해서는 주식명등의 원칙과 관련하여 논란이 있을 수 있지만 뒤에서 살펴보는 바와 같이 주식명등의 원칙을 전통적인 개념으로 이해하는 이상 금지된다고 보기는 어려울 것이다.

16 참고로, New York Stock Exchange Listed Company

4. 상환주식 및 전환주식

(1) 상환주식

개정상법상 상환주식과 관련하여서는 (i) 우선주 외의 주식도 상환주식으로 발행할 수 있고, (ii) 회사가 상환할 권리를 가지는 상환주식 외에, 주주가 상환권을 가지는 상환주식의 발행이 가능함을 명시하였으며, (iii) 현금 외에 유가증권이나 기타 자산을 교부할 수 있게 되었다는 점이 주요 변경사항이다.

주주가 상환권을 가지는 것과 관련하여는, 기존의 상환주식 발행의 실무례를 보면 비록 기존 상법 제345조 제1항이 상환주식은 “이익으로써 소각할 수 있는 것으로 할 수 있다”고 규정하여 상환의 주체는 회사이고 주주는 상환권을 가지는 것이 허용되지 않는 것으로 해석될 여지가 있기는 하였지만, 상환방법은 결국 기존 상법 제345조 제2항에 따라 정해지는 것으로 보아서 많은 상환주식이 주주가 상환권을 가지는 형태로 발행되었고 그러한 정관조항이 법적으로 문제된 적은 지금까지 특별히 없었다는 점에서 개정상법이 주주에게 상환권을 인정하였다고 하여 상환주식에 관한 기존 실무가 크게 변경된 것으로 보기는 어려울 것이다.¹⁷ 오히려 개정상법상의 상환주식과 관련하여는 다음의 사항들이 문제될 가능성이 높을 것으로 보인다.

1) 개정상법 제345조 제5항의 해석

—상환전환우선주(RCPS, Redeemable

Convertible Preferred Share)의 허용 여부

개정상법 제345조 제5항은 상환주식은 “종류주식(상환과 전환에 관한 것은 제외한다)에 한정하여 발행할 수 있다”고 규정하고 있다. 위 조항의 취지는 보통주식을 상환주식으로 발행한 후, 회사가 임의로 상환권을 가지는 것으로 규정하여 경영권 분쟁 상황에서 일방적으로 특정 주주의 주식을 상환함으로써 경영권 방어를 위한 수단으로 악용하는 것을

방지하기 위해서인 것으로 알려지고 있다.¹⁸ 그리고 상환주식을 다시 상환한다는 것도 무의미한 동어반복에 불과한 만큼 상환에 관한 종류주식을 상환주식으로 발행할 수 없다는 규정은 당연한 이야기일 것이다. 그렇지만 전환에 관한 종류주식은 상환주식으로 발행할 수 없다고 하는 부분은 현재의 우선주 발행 실무례에 비추어 볼 때 커다란 문제를 야기시킬 가능성이 있는데, 벤처기업 등에 대한 투자와 관련하여 현재 광범위하게 발행되고 있는 상환전환우선주의 발행이 금지되는 것으로 해석될 가능성이 있기 때문이다.

상환전환우선주란 상환권과 전환권을 동시에 가지고 있는 우선주로서, 투자자들은 상환전환우선주를 통하여 투자회사의 사업 성공시에는 상장 등과 연동하여 보통주식으로의 전환권을 가지고, 투자회사의 사업 실패시에는 일정 기간이 지난 이후 상환하여 투자금을 효율적으로 회수할 수 있다. 현재에도 경영권에 간섭을 받지 않으면서 자금을 조달할 목적으로 상당히 많은 벤처기업들에 의하여 상환전환우선주가 발행되고 있는데, 그렇다면 이러한 상환전환우선주도 전환우선주에 상환조건을 붙이는 것이므로 개정상법 제345조 제5항에 의해 허용되지 않는다고 보아야 할 것인가.

적어도 개정상법 제345조 제5항의 문언상으로는 상환전환우선주의 발행은 금지된다고 해석할 수밖에 없을 것으로 보인다. 명시적으로 전환에 관한 종류주식은 상환주식으로 발행할 수 없다고 규정하고 있기 때문이다. 그렇지만 현재 비상장기업에서의 상당수의 우선주는 상환전환우선주의 형태로 발행

Manual §313.00(C)는 의결권 없는 우선주주들은 6기 이상 우선배당이 이루어지지 아니할 경우 최소한 회사의 2인 이상의 이사를 선임할 권리를 부여받아야 한다고 규정하고 있다.

17 실무상으로는 회사가 상환권을 갖는 상환주식의 발행은 많지 않을 것으로 보인다.

18 이철송, 앞의 책(주 6), 109면.

되고 있다는 점을 고려하여 보면, 과연 개정상법의 입법자의 의도가 상환전환우선주의 발행을 금지하는 데에 있었는지에 대해서는 강한 의문이 든다.

그렇다면 (i) 벤처기업의 자본조달의 수단으로 상환전환우선주가 널리 쓰이고 있는 현실, (ii) 상환전환우선주의 발행을 금지할 만한 경제상의 부작용이 특별히 존재하지 않는 점, (iii) 개정상법 제345조 제5항의 취지가 전환주식을 상환주식으로 할 경우 전환권이 무의미해질 수 있기 때문이라는 견해¹⁹가 있으나 당사자들은 필요에 따라 다양한 형태로 전환권과 상환권을 설계할 수 있는 점 등을 고려하여 보면, 개정상법 제345조 제5항은 목적론적으로 축소 해석되어야 할 필요가 있는 것으로 보인다. 따라서 전환에 관한 종류주식을 상환주식으로 발행하여서는 안 된다는 의미는 “전환우선주가 전환권을 통하여 보통주로 전환된 이후 이러한 보통주에 대하여 상환권이 존속되어서는 안 된다”는 의미로 해석하여야 할 것이고(만일 보통주로 전환된 이후에도 상환권이 존속된다면 경영권 방어 수단으로 악용될 가능성이 있다), 적어도 전환권과 상환권을 선택적으로 행사할 수 있는 상환전환우선주의 발행, 즉 상환권을 행사하면 전환권이 소멸하고 전환권을 행사하면 상환권이 소멸하는 식으로 상환전환우선주를 설계하는 것은 허용된다고 보아야 할 것이다.

굳이 상환주식으로 발행될 수 있는 종류주식에서 전환주식을 배제하지 아니하여도, 보통주에 대해 상환주식의 발행이 허용되지 않는다면 우선주를 보통주로 전환한 후 상환권을 행사하는 것 역시 허용될 수 없다는 해석이 가능한 점에서, 개정상법 제345조 제5항에 대하여는 실무상 광범위하게 사용되고 있는 상환전환우선주에 대한 고려가 부족했던 것은 아닌가 하는 의문이 남는다.

2) 일제상환조항을 가진 상환주식의

미상환에 관한 문제

개정상법 제345조 제1항은 “회사는 정관으로 정

하는 바에 따라 회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식을 발행할 수 있다”라고 규정하여, 주주에게 배당할 이익으로 상환주식의 상환이 이루어지도록 하고 있다. 이와 같은 상환주식은 특정한 사유가 발생한 경우 주주의 의사에 관계없이 회사가 일방적으로 상환하는 내용으로 설계가 가능한데, 정관에 정해진 강제상환사유가 발생하였다고 하더라도 상환사유의 발생시점에 회사에 배당가능이익이 존재하지 아니하면 결국 상환주식의 상환은 이루어지지 못하게 된다.

이와 같이 배당가능이익의 부족으로 인해 상환주식의 상환이 이루어지지 못하는 경우와 관련하여 유의할 사항이 있다. 배당가능이익이 부족한 경우에는 회사가 배당가능이익의 범위에서만 상환을 할 수 있기 때문에 상환의 방법을 사전에 정관에 정해둘 필요가 있다는 점이다. 만일 정관에 상환의 방법에 관한 규정이 없으면 주식평등의 원칙상 상환주주가 소유한 주식수의 비율대로 상환을 할 수밖에 없을 것이다. 이와 관련하여 배당가능이익이 부족하여 여러 명의 상환종류주주에게 상환주식의 상환을 하는 것이 어려운 경우, 특정 상환종류주주의 상환주식을 우선적으로 상환한다고 정관에 규정하는 것이 가능한가. 일본 상법의 해석론으로서서는 합리적인 사유가 존재하는 경우 허용된다는 견해²⁰도 있지만, 개정상법하에서 종류주식 사이에서의 주식평등의 원칙은 계속 지켜질 필요가 있다는 점에서 해당 상환주식의 총주주의 동의가 없는 한 허용되지 않는다고 보아야 할 것이다.

(2) 전환주식

전환주식과 관련하여 가장 주목할 만한 개정사항으로는 기존 상법이 주주의 청구에 의하여 전환되

19 이철승, 앞의 책(주 6), 115면

20 棚橋 元, 앞의 논문(주 7), 32면

는 전환주식만을 인정하였지만(기존 상법 제346조 제1항), 개정상법은 회사가 일정한 사유가 발생할 경우 주주가 인수한 주식을 다른 종류의 주식으로 전환시킬 수 있는 전환주식을 발행할 수 있게 하였다. 이는 점을 들 수 있다. 이하에서는 전환주식과 관련한 실무상 문제점들을 검토해 보기로 한다.

1) 강제전환주식

전환주식과 관련하여 기존 상법 제346조 제1항은 주주만이 전환권을 가지는 것으로 규정하고 있었다. 이에 기존 상법상 회사가 전환주식을 강제로 전환할 권리를 가질 수 없음에는 의문이 없지만, 실무상 상장을 앞둔 회사에 대한 투자와 관련하여 전환우선주 발행계약에 “회사가 우선주 발행일로부터 일정 기간 내에 기업공개할 할 경우, 기업공개일 이전에 발행된 전환우선주는 최초의 주당 발행가액을 기업공개시의 전환가격으로 나눈 수의 보통주로 자동적으로 전환된다”는 조항²¹(이하 ‘자동전환조항’)을 전환주식의 발행조건으로 넣을 수 있는지에 관하여는 의문이 있었다.²²

그런데 개정상법 제346조 제2항은 일정한 사유가 발생할 때에 회사가 주주의 인수주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 명시하고 있으므로, 이제는 회사가 강제로 전환권을 행사하는 것이 가능해졌다. 다만, 전환우선주의 발행회사는 강제전환사유가 발생한 경우에도 전환주식의 주주에게 2주간 이상의 기간을 정하여 그 기간 내에 주권을 제출하라는 통지를 하여야 하고, 이러한 주권제출기간이 경과한 이후에야 비로소 전환의 효력이 발생한다(개정상법 제346조 제3항 제2호, 제350조 제1항).

그렇다면 개정상법상 강제전환주식의 전환의 효력은 아무리 빨라도 전환사유의 발생일로부터 2주 이상이 지나야 발생할 수 있게 된다. 따라서 전환사유가 발생한 이후에도 기존의 전환주식의 주주는 최소 2주 동안은 회사에 대하여 전환주식의 주주로서의 지위를 가지게 된다는 점을 유의할 필요가

있다.²³ 실무상 전환우선주는 투자자가 회사의 주식을 장기간 보유하다가 회사의 상장시에 비로소 전환권을 행사하여 투자이익을 실현하는 형태로 활용되는 경우가 많기 때문에 주권을 발행하지 않는 경우도 상당히 많은 점을 고려하여 보면, 주권이 미발행된 경우에도 전환사유가 발생하면 반드시 다시 전환주식의 주권을 발행한 후 2주간의 통지 및 공고기간을 거쳐야 하는지에 관하여는 의문이 남는다. 실무의 편의를 위해서는 일본 회사법과 같이 주권 미발행의 경우 통지 및 공고의 예외조항을 두는 편이 좋았을 것으로 보인다.

2) 상법 제346조 문언상의 의문점

개정상법 제344조는 제1항은 “회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식(이하 ‘종류주식’이라 한다)을 발행할 수 있다”라고 규정하여, 개정상법상 종류주식은 이익배당, 잔여재산분배에 관한 종류주식(제344조의2), 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식(제344조의3), 상환주식(제345조), 전환주식(제346조)을 의미하는 것으로 규정하고 있다. 한편, 개정상법 제346조 제1항은 전환

21 상장을 앞둔 기업의 경우, 고율의 배당률이나 회사의 사업에 대한 강력한 거부권을 가지는 상환전환우선주 등이 존재할 경우, 주식의 공모에 부정적인 영향을 미칠 것을 우려하여 위와 같은 자동전환조항을 넣기를 희망하는 것이 일반적이다.

22 기존 실무는 상법 제346조 제1항 및 전환청구절차에 관한 제349조를 근거로 위와 같은 자동전환조항은 그 효력을 인정하기 어렵다는 견해가 우세하였고, 이에 전환우선주 발행계약에서 투자자에게 상장시 보통주로의 전환청구를 할 의무를 부담하게 하는 방식으로 전환우선주를 설계하였다.

23 참고로, 일본 회사법 제170조에 따르면 일본의 강제전환주식은 원칙적으로 전환사유가 발생한 날에 효력을 가지고, 전환의 대가로 다른 종류주식이 발행될 때에는 주식이 발행될 때에 전환의 효력이 발생한다. 주권제출의 통지 및 공고는 전환의 효력이 발생한 이후 지체 없이 하면 된다. 다만, 주권이 발행되지 아니한 경우에는 주권제출의 통지 및 공고의 예외가 인정된다(일본 회사법 제219조). 이에 대한 자세한 내용은 棚橋 元, 앞의 논문(주 7), 30-31면 참조.

주식과 관련하여 “회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다”라고 규정하고, 같은 조 제2항도 “회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 일정한 사유가 발생할 때 회사가 주주의 인수 주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 정할 수 있다”라고 규정하고 있다.

그렇다면 개정상법상 전환주식은 다른 종류주식으로만 전환이 가능하고 보통주식으로 전환되는 것은 불가능한 것인가. 적어도 개정상법 제344조 제1항의 종류주식의 정의 및 개정상법 제346조 제1항, 제2항의 ‘다른 종류주식으로’라는 문언을 기초로 한다면, 개정상법상 보통주식으로 전환되는 전환주식의 발행은 불가능한 것으로 보인다. 하지만 현행 상법하에서 보통주식으로 전환되는 전환주식은 얼마든지 가능하였고 개정상법하에서도 제346조 제1항, 제2항의 취지가 보통주식으로 전환되는 전환주식의 발행을 금지하는 것이라고 명확히 밝히고 있는 입법 관련 자료는 현재까지 특별히 존재하지 않는 것으로 보인다.

기존 실무상 전환주식은 보통주식으로 전환되는 형태가 그 대부분을 차지하고 있었고, 개정상법상 보통주식으로 전환되는 전환주식의 발행을 금지할 특별한 이유는 찾기 어렵다는 점에서, 개정상법 제346조 제1항, 제2항의 ‘다른 종류주식으로’라는 문구는 개정상법이 기존 상법에서 쓰이고 있던 ‘종류의 주식’이라는 표현을 종류주식으로 변경하면서 발생한 오류가 아닌가 생각된다. 즉, 문맥의 의미를 고려한다면 기존 상법 제346조 제1항의 ‘다른 종류의 주식으로’는 ‘다른 종류주식으로’로 수정해서는 아니되는 것임에도 불구하고, 이를 간과하고 수정한 데 따른 단순한 문언상의 오류인 것으로 보인다.

이와 같이 법령의 문언에 오류가 있는 것으로 보이는 경우 사회적인 합목적성의 차원에서 명문의

규정과 다르게 법문을 해석하는 것, 즉 소위 객관적 목적론적 해석이 문언해석의 한계를 넘어설 수 있는가의 문제는 법철학적 해결하기 쉽지 않은 문제인데, 이에 대한 자세한 논의를 다루는 것은 개정상법에 대한 실무적인 문제를 다루는 본고의 취지에 맞지 않는 것으로 보인다. 그렇지만 적어도 실무의 입장에서는 개정상법 제346조 제1항, 제2항의 문언상의 오류, 즉 ‘다른 종류주식으로’라는 문구는 상법의 개정이 이루어지기 전까지는 ‘다른 종류의 주식’으로 수정하여 읽을 수밖에 없을 것이다. 이와 같이 수정하여 법문을 읽는다면, 보통주식도 다른 종류의 주식의 하나이므로 개정상법하에서도 기존 상법하에서와 같이 보통주식으로 전환되는 전환주식의 발행은 가능해질 수 있다.

III. 종류주식의 정관기재사항에 대한 검토

개정상법 제344조 제2항은 종류주식의 내용과 수를 정관에 기재하여야 한다고 규정하고 있고, 제344조의2 내지 제346조는 종류주식별로 정관에 기재할 종류주식의 내용을 열거하고 있다. 이를 간단하게 도해화(圖解化)하면 <표 1>과 같다.

개정상법 문언에만 따르면 적어도 <표 1>에 기재된 사항은 회사의 정관에 그 구체적인 내용이 기재되어야 할 것으로 보인다. 그러나 그와 같은 경우 새로운 종류주식을 발행할 때마다 정관을 변경하여야 하고 이는 수많은 주주가 존재하는 상장법인의 경우 사실상 종류주식의 발행을 어렵게 하는 결과를 초래할 가능성이 있다. 개정상법이 다양한 종류주식을 도입한 취지가 회사의 다양하고 유연한 자본조달을 위한 것임을 감안하여 보면, 회사의 자금조달의 기동성과 편의를 위하여는 회사가 발행할 종류주식의 내용에 관한 주요 사항은 정관에 기재하고 나머지 종류주식에 관한 세부적인 사항은

〈표 1〉

주식의 종류	정관에 기재하여야 할 내용	
이익의 배당에 관한 종류주식	주주에게 교부하는 배당재산의 종류 배당재산의 가액의 결정방법 이익을 배당하는 조건 등	
잔여재산의 분배에 관한 종류주식	잔여재산의 종류 잔여재산의 가액의 결정방법 그 밖에 잔여재산분배에 관한 내용	
의결권의 제한에 관한 종류주식	의결권을 행사할 수 없는 사항 의결권행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등	
상환주식	회사 상환주식	주주 상환주식
	상환가액 상환기간 상환의 방법 상환할 주식의 수	주주가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있다는 뜻 상환가액 상환청구기간 상환의 방법
전환주식	회사 전환주식	주주 전환주식
	전환의 사유 전환의 조건 전환의 기간 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용	전환의 조건 전환의 청구기간 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용

이사회결의로 정하도록 할 필요가 있다.²⁴ 이하에서는 종류주식의 정관기재사항 중 문제될 수 있는 사항들을 살펴보기로 한다.

1. 우선배당률의 기재 정도

기존 실무상 대부분의 회사들이 우선주의 최저배당률을 액면금액의 연 1% 이상으로 정하고, 구체적인 배당률은 발행시 이사회가 정하도록 하는 경우가 많았다. 그렇다면 개정상법하에서도 이와 같이 이사회에 우선배당률의 결정을 일임하는 것은 가능할까. 이에 대해서는 앞서 살펴본 대로, 회사의 정관에 우선배당률의 상한 및 하한을 명시하지 않더라도 주식의 종류 간 배당금의 배분관계가 명확하고 객관적으로 정관에 규정된다면 나머지 사항에 대하여는 이사회에 위임하는 것이 가능하다고 보아야 할 것이다. 예컨대, 회사의 정관에 우선배당률은 객관적인 금융지표(국채금리 또는 LIBOR)에 이사회가

정한 금리를 가산하는 방식으로 변동배당률부로 발행될 수 있다는 식으로 규정할 수 있을 것이다.

2. 의결권 제한사항의 기재 정도

개정상법 제344조의3은 정관에 의결권을 행사할 수 없는 사항과, 의결권 행사 또는 부활의 조건을 기재하도록 하고 있다. 이와 관련하여 만일 의결권을 행사할 수 없는 사항, 의결권 행사 또는 부활의 조건을 종류주식의 발행시 이사회에 위임할 수 있도록 하면, 이사회는 종류주식의 발행시 특정 종류주식의 의결권 제한에 관한 사항을 자유롭게 설계함으로써 기존 주주의 이익을 해칠 우려가 있다. 예

24 참고로 일본 회사법 제108조 제3항은 법무성령에서 정한 사항에 관해서는 정관에 그 '내용의 요강'을 정하고, 나머지 사항은 실제 해당 종류주식을 발행할 때 이사회결의로 정할 수 있도록 하고 있다. 이에 대한 자세한 논의는 棚橋 元, 앞의 논문(주 14), 89면 참조.

컨대, 이사회가 임의로 의결권제한의 내용을 정하여 종류주식을 제3자에게 배정할 수 있도록 하면, 이사회는 임원의 임면권만이 있는 의결권제한 종류주식을 발행주식총수의 25%까지 발행함으로써, 기존 발행주식의 과반수를 보유하는 보통주주의 이사선임권을 사실상 무력화할 수 있게 된다. 따라서 기존 주주의 회사에 대한 지배권을 희석시킬 수 있는 의결권의 제한사항, 그 행사 및 부활조건은 회사의 정관에 명확하고 구체적으로 규정될 필요가 있고, 이사회에 위임할 성질의 것이 아닌 것으로 생각된다.

3. 상환주식, 전환주식에 관한 기재 정도

기존 상법하에서 전환우선주식의 전환조건(전환가액, 전환비율), 전환청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용은 실무상 별다른 제한 없이 이사회에 그 내용의 위임이 가능한 것으로 해석되어 왔다. 즉, 통상 전환주식의 발행회사의 정관에는 “전환우선주식은 우선주식의 주금납입일로부터 ()년의 기간 내에서 이사회결의로 정한 기간 이내에 전환우선주식의 주주의 청구에 의하여 그 전부 또는 일부가 보통주식으로 전환될 수 있다”는 조항이나 “전환우선주주의 전환권행사로 인하여 전환되는 보통주식의 수는 전환주식의 수에 이사회가 정한 전환비율을 곱한 가격으로 한다. 전환우선주식의 발행 이후 신주발행, 주식연계증권의 발행, 합병 등 전환비율의 조정이 필요한 사유가 발생한 때에는 이사회결의에 의하여 전환비율을 조정한다”는 내용이 관례적으로 정관에 기재되었던 것으로 보인다. 개정상법하에서도 전환주식의 정관기재사항에 대해서는 사실상 변경된 것이 없으므로 종전과 같은 내용으로 이사회에 위임하는 것이 허용될 수 있다고 보아야 할 것이다. 상환주식에 관해서도 이와 같은 주장이 가능할 것으로 보인다.

다만, 개정상법상 새로 도입된 회사가 전환권 및

상환권을 가지는 주식에 대하여는 회사가 주주의 지위에 중대한 변경을 초래할 수 있다는 점에서 그 내용을 이사회에 위임하는 것이 가능한지에 관하여는 의문이 있을 수 있다. 이에 대하여는, 일본 회사법 시행규칙 제20조 제1항 제5호가 규정하고 있는 “취득조항부 주식의 요강에 의한 기제가 허용되지 아니하는 사항”²⁵이 우리 법의 해석에 있어서도 상당한 참고가 될 수 있을 것으로 생각된다. 즉, 일본 회사법 시행규칙 제20조 제1항 제5호는 (i) 전환 또는 상환의 사유, (ii) 일부 전환 또는 상환의 경우 전환 또는 상환되는 주식수의 결정방법을 회사의 정관에 구체적으로 기재하도록 하고 있는데, 우리 상법의 해석상으로도 이와 같은 것들은 이사회에 위임하는 것이 어려운 것으로 생각된다.

IV. 종류주식의 내용 설계의 한계

일반적으로 종류주식에 관한 입법례에서는 투자자를 보호하기 위한 최소한의 규율을 법에 정하고 그 틀 속에서 회사로 하여금 다양한 내용의 주식을 자율적으로 발행하도록 하고 있다.²⁶ 그렇다면 과연 개정상법상 종류주식의 내용의 한계를 규율하는 사항으로는 어떠한 것이 있을 것인지 문제되는데, 상법상의 강행법규, 주식평등의 원칙 및 투자자보호를 위한 규제를 생각해 볼 수 있다. 종류주식의 내

25 그 내용은 다음과 같다.

- ① 일정한 사유가 발생하는 날에 해당 주식회사가 그 주식을 취득(우리 상법상으로는 상환 또는 전환할 수 있다는 것이 된다. 이하 같다)한다는 취지
- ② 주식회사가 별도로 정한 날이 도래하는 것을 일정한 사유로 한 경우, 그 사유
- ③ 일부의 주식을 취득하는 경우 그 결정의 방법(해당 종류주식의 주주가 가지는 해당 주식의 수에 비례하여 정하는 경우를 제외한다)
- ④ 취득조항부 주식과 교환하여 교부되는 재산의 종류

26 이철송, 앞의 책(주 6), 100면.

용이 상법상의 강행법규에 위반될 수 없음은 앞서 살펴본 바와 같으므로, 이하에서는 주식평등의 원칙과 투자자보호와 관련한 논의에 대해 살펴보기로 한다.

1. 주식평등의 원칙

전통적으로 주식평등의 원칙은 이익배당, 잔여재산분배 및 의결권의 평등을 의미하는 것으로 해석되었고, 우선주 등의 종류주식은 주식평등의 원칙의 예외에 해당하는 것으로 인정되어 왔다.²⁷ 즉, 종류주식은 보통주식에 대한 상대적 개념으로서 보통주식의 권리내용에 관해 동일한 비례적 단위를 취하는 것에 대한 예외로서 법률에 의한 권리내용이 다른 주식을 말하는 것으로 의미되어 왔다.²⁸ 그런데 최근 일본에서 제기되었던 “주식평등의 원칙에는 회사에 대한 위험부담의 정도와 회사지배의 정도가 비례하여야 한다는 요청”도 포함된다고 하면서 회사의 현금흐름에 대한 지배권리와 회사의 의결권에 대한 지배권리는 엄격하게까지는 아니더라도 합리적인 비례관계를 가져야 한다는 논의²⁹가 국내에도 소개되고 있는 것으로 보인다. 회사는 회사법상 허용되는 범위 내에서 여러 가지 종류주식을 발행할 수 있고, 서로 다른 종류의 주식은 그에 따라 서로 다른 취급을 하는 것이 허용되지만, 종류주식의 내용설정은 타당하여야 하며 주주의 이익을 부당하게 침해하는 차별적 내용의 설정은 무효라고 보아야 한다는 견해³⁰ 역시 종류주식의 내용설계와 관련하여 주식평등의 원칙상 일정한 제한이 있어야 한다는 견해인 것으로 보인다.

주식평등의 원칙을 위와 같이 확장해석하게 되면 의결권 없는 보통주식의 주주는 경제적 권리에 상응하는 의결권을 가지지 못한 것으로 되는데, 이 경우 보통주식의 주주는 회사의 현금흐름에 대한 권리는 다른 주주와 동일하게 갖지만 의결권과 같은 회사에 대한 지배권은 전혀 가지지 못한다는 점에

서 주식평등의 원칙 위반의 문제가 있을 수 있다. 또한, 특정 이익배당에 관한 종류주주에게 보통주보다 10배의 배당을 주는 내용의 이익배당에 관한 종류주식을 설계하는 것도 현금흐름에 대한 권리비율과 회사지배에 대한 권리비율의 괴리라는 측면에서 주식평등의 원칙 위반의 소지가 있을 수 있다. 트레이딩 스톡 역시 주주가 회사에 대하여 가지는 의결권은 보통주주와 동일한 반면, 배당재산의 범위는 보통주주와 차등적이 되므로, 주식평등의 원칙 측면에서 문제가 있을 수 있다.

이러한 확장된 내용의 주식평등의 원칙은 개정상법에서 인정될 수 있을 것인가. 사실상 일본에서 이러한 확장된 내용의 주식평등의 원칙에 대한 논의가 발생하게 된 배경에는 일본 회사법상 보통주식의 개념 자체가 존재하지 않게 되어(보통주식도 수많은 종류주식의 하나로 파악된다) 종래의 보통주식이 주식평등의 원칙의 기준이고 다른 종류주식은 예외라는 이론은 그 타당성을 잃게 되었다는 배경³¹이 깔려 있는 것으로 보인다. 즉, 보통주식에 인정되는 이익의 주식단위에 따른 균등배분과 1주 1의결권 원칙이 이제는 선택적인 것이 되었다면, 주식평등의 원칙은 사실상 형해화(形骸化)되었다고도 볼 수 있으므로, 회사의 현금흐름에 대한 권리비율과 지배권, 즉 의결권에 대한 권리비율의 합리적인 비례관계에서 주식평등의 원칙의 의미를 도출하려는 시도인 것으로 보인다. 이러한 주식평등의 원칙의 내용 확장은 종류주식의 내용 설계에 일정한 제한을 가하는 것이 되므로 투자자보호라는 측면에서는 어느

27 이철송, 앞의 책(주 2), 245면.

28 권중호, “방어수단으로서의 종류주식” 상사법연구 제27권 제2호(2008), 한국상사법학회, 51면.

29 김순석, 앞의 논문(주 10), 142면.

30 이선화, “의결권 조정형 종류주식의 도입에 따른 법적 과제” 기업법연구 제25권 제1호 통권 44호(2011. 3), 한국기업법학회, 23면.

31 이선화, 앞의 논문(주 30), 22면.

정도 의미가 있을 수 있을 것으로 보인다. 하지만 일본에서와 같이 종류주식의 설계의 자유를 대폭 인정하여 사실상 주식의 종류에 대해 거의 법적인 제한을 가하지 아니하고 이를 정관자치에 위임하는 법제와는 달리 적어도 의결권에 관한 종류주식에 대하여는 상당히 소극적인 태도를 취하고 있는 우리 상법하에서는 주식평등의 원칙을 확장하여 이를 종류주식 설계의 자유를 제한하는 법리로 삼을 수 있을지는 의문이다. 특히, 개정상법이 이익배당에 관한 우선주에 대해서만 의결권의 배제를 인정하던 것을 폐지한 이상, 별도의 입법적 결단이 있지 않은 한 개정상법하에서 위와 같이 확장된 내용의 주식평등의 원칙이 인정되는 것으로 보기는 어려울 것으로 생각된다.

2. 투자자보호

회사가 자금조달을 위하여 기만적인 내용의 종류주식을 발행할 위험성은 항상 존재할 수 있다. 예컨대, 어떤 회사가 설비투자를 위하여 고배당률의 우선주를 비누적적, 비참가적으로 하여 발행하면서 배당의 재원을 영업이익으로 한정할 경우를 생각해 보자. 이 경우 우선주주는 투자 이후 회사가 고액의 자산을 양도하여 많은 영업 외 수익을 얻은 경우에도 그와 같은 자산의 처분이익으로부터는 전혀 배당을 받을 수 없게 된다. 즉, 우선주의 설계방식에 따라 고배당률의 우선주라 하더라도 실제로는 보통주주보다 낮은 배당을 받게 되는 사례가 발생할 가능성이 있다. 한편, 앞서 살펴본 사업부문 연동형 트래킹 스톡의 경우, 상법 또는 금융 관련 법령에 사업부별 구분회계에 관한 명시적인 규정이 없다면 회사가 임의로 제시하는 회계장부를 과연 신뢰할 수 있을까. 이와 같은 점들은 종류주식과 관련하여 투자자보호의 문제를 제기하는바, 그렇다면 개정상법상 투자자보호가 이루어질 수 있는가.

개정상법은 종류주식과 관련하여 투자자보호를

위한 특별한 규정을 두고 있지 아니하다. 따라서 투자자보호의 현실적 내지 정책적인 필요만으로 개정상법상 종류주식의 내용설계의 한계를 도출해 내기는 사실상 어려운 것으로 보인다. 또한, 비상장회사의 종류주식에 대한 투자의 경우, 실무상 매우 자세한 내용의 주주간계약이 함께 체결되고 이러한 주주간계약에는 투자자보호를 위한 다양한 내용의 조항들이 들어가는 것이 보통이므로, 비상장회사의 경우 투자자보호를 위한 특별한 입법적 조치가 필요하지 아니한 것으로 볼 수도 있겠다.

하지만 소액의 불특정 다수의 투자자가 존재하는 상장회사의 경우에는, 종류주식의 공모 발행 또는 상장과 관련하여 일반 투자자를 보호하기 위한 입법적 조치가 분명히 필요할 것으로 생각된다(현재까지 개정상법상의 종류주식의 공모 또는 상장에 대한 금융당국 또는 한국거래소의 논의는 부족한 것으로 보인다). 일본의 경우, 회사법 제정 이후 도쿄증권거래소는 “의결권 종류주식의 상장제도에 관한 보고서” 등을 발표하여 종류주식을 상장할 때에 (i) 극단적으로 적은 지분으로 회사를 지배하는 구조로 설계되었는지, (ii) 종류주주 간 이해가 대립되는 경우 어느 한편의 종류주주에게 부당하게 손해를 끼치는 방향으로 설계되었는지, (iii) 지배주주와 의결권에 관한 종류주주 사이에 이해상충사항이 발생할 경우 소수의 종류주주를 보호할 방안이 존재하는지, (iv) 무의결권 이익배당 우선주의 경우 실제로 회사 내부에 충분한 이익금이 유보되어 있는지 등을 심사할 필요가 있다는 상장규정 가이드라인을 제시한 바 있다.³² 우리나라의 경우도 종류주식제도의 도입에 따른 상장규정 등의 개정이 향후 적극적으로 논의될 필요가 있을 것으로 생각된다.

32 戸嶋浩二, “議決權種類株式の上場に向けた實務と課題,” 商事法務 제1835호(2008. 6. 15), 商社法務研究會, 10면.

V. 마치며

금번 상법 개정으로 종류주식에 관하여 정관자치의 영역이 보다 넓어짐으로써 회사가 급변하는 시장 상황에 부합하는 다양한 자금조달수단을 강구할 수 있게 된 점은 분명 환영할 만한 일이다. 그러나 상환전환우선주나 보통주식으로 전환되는 전환주

식의 발행을 금지하는 것처럼 읽히는 개정상법 제345조 제5항과 제346조 제1항, 제2항은 개정상법의 입법과정에서 기존 실무의 입장이 충분히 고려되지 못했던 것 같아 아쉬움이 남는다. 향후 종류주식의 구체적인 활용과 관련한 실무상의 쟁점에 대한 보다 다양한 논의가 전개되기를 기대한다.

