

# 상법상 다양한 증권발행의 촉진방안에 관한 연구

- 트레이킹스톡을 중심으로 -

A Study on the diversification of securities under  
Commercial Code

- Focusing on Tracking Stock -

연구자: 윤영신 (Young-shin Yoon)  
( 尹榮信 )

한국법제연구원

# 목 차

제 1 장 서 론 .....	5
제 2 장 미국의 트래킹스톡의 개관 .....	7
제 1 절 트래킹스톡의 의의 .....	7
1. 트래킹스톡의 개념 .....	7
2. 트래킹스톡의 기원 .....	8
3. 트래킹스톡의 권리 .....	8
제 2 절 트래킹스톡의 효용 .....	12
1. 효용 및 이용형태 .....	12
2. 트래킹스톡 투자자의 유의점 .....	20
제 3 절 트래킹스톡의 문제점 - 트래킹스톡 발행 후의 이익충돌 문제 ...	22
1. 정관에 의한 이익충돌의 조정 .....	22
2. 종류주주총회의 승인 .....	23
3. 충실의무(fiduciary duty) .....	23
4. 이익충돌조정을 위한 실무관행 .....	30
제 3 장 일본에서의 트래킹스톡의 발행 .....	33
제 1 절 일본에서의 트래킹스톡 발행 경과 .....	33
제 2 절 소니사가 발행한 자회사연동주식의 내용 .....	34
1. 이익배당 .....	34
2. 잔여재산의 분배 .....	35
3. 상환 및 전환 .....	36
4. 의결권 .....	39
제 3 절 트래킹스톡 발행을 위한 환경정비 .....	39
1. 상장기준 .....	39
2. 정보공시 .....	40

제 4 장 일본의 상법개정 중간시안 .....	43
제 1 절 상법개정시안의 경과 .....	43
제 2 절 중간시안의 주요 내용 .....	44
1. 수권주식수에 관한 제한 완화 및 신주발행규제의 재검토 .....	44
2. 수종의 주식 .....	45
3. 전환주식 .....	47
4. 종류주주의 이사선임·해임권 .....	49
5. 신주인수권의 발행 .....	50
6. 기타 주식과 관련된 중간시안 .....	54
제 5 장 일본 및 우리나라 현행법상 트래킹스톡의 쟁점 .....	57
제 1 절 현행상법상 트래킹스톡 내용의 설계 .....	58
1. 대상사업그룹의 특정 .....	58
2. 발행형태의 선택 .....	58
3. 배당에 대한 권리 .....	58
4. 잔여재산분배청구권 .....	60
5. 전환 및 상환 .....	60
6. 의결권 .....	63
7. 도입에 관한 절차 .....	64
8. 발행 후 이해조정 .....	64
제 2 절 소니사 자회사연동주의 법적 성격 .....	64
제 3 절 미국법상 다양한 증권 발행의 법적 인프라 .....	66
제 6 장 결 론 .....	69
참고문헌 .....	71

## 제1장 서론

미국에서는 기존에 존재하지 않는 새로운 유형의 증권 발행이 자유롭게 이루어지고 있다. 회사 및 그 이해관계자들의 필요에 맞추어 다양한 유형의 증권이 발행됨에 따라 회사의 자금조달을 촉진할 뿐 아니라 기업 구조재편거래에서 이용되는 등 기업재무의 융통성을 증가시킴으로써 회사의 경쟁력 제고에 기여를 한다. 이러한 다양한 지분증권을 통한 자금조달(equity finance)의 한 가지 방법이 트래킹스톡이다.

트래킹스톡은 1980년대 중반 미국에서 최초로 발행되었다. 트래킹스톡에 대해서는 엄밀한 정의가 존재하지는 않지만, 회사의 다양한 보통주종의 한 종류로서, 회사의 특정한 사업부문 또는 자회사의 업적에 경제적으로 연동하는 주식을 의미한다고 일용 정의할 수 있다.<sup>1)</sup> 1980년대의 M&A가 활발히 이루어지던 당시 그 수단으로서 이용되었고, 그 이후 90년대 회사분할이 성행하게 된 시절에는 회사분할의 대체수단으로 이용되는 등의 역할을 하였다. 미국에서는 1984년이래 30여개 회사에서 발행하여 40여 종목이 거래되고 있고,<sup>2)</sup> 2000년 10월에는 유럽 최초로 프랑스의 대규모 통신기기회사인 알카텔이 산하의 광학부품회사의 업적에 연동한 트래킹스톡을 발행하였다고 한다.<sup>3)</sup>

최근에는 일본에서도 소니사가 일본판 트래킹스톡을 발행하여 동경증권거래소에 상장되기에 이르렀다. 이는 우리나라에 시사하는 점이 매우

1) Erica H. Steinberger & Jeffrey J. Hass, "Introduction to Tracking Stock in Acquisition, Mergers, Spin-offs, and other Restructuring", 825 PLI/Corp 523 (1993), p 525.

2) 中島達哉, "엑티비티·파이낸스의 신개발(3)", 『商事法務』 No.1550 (2000.2.5), 26면.

3) 뉴스, 『商事法務』 No. 1578 (2000.11.25), 44면; 西村總合法律事務所編, 『M&A法大全』 (2001) 581면. 그 외에도 뉴질랜드(93년, 96년) 및 캐나다(96년) 기업에서 트래킹스톡을 발행한 예가 있다. 다만 프랑스법 하에서는 우선주에 관하여 우선배당의 하한은 10센트, 상한은 보통배당의 150%로 제한되어 있으며, 익기에 누적되지 않으며, 우선배당액은 대상사업의 부문(segment) 영업이익의 10%로 정하여져 있다. 이와 같은 제약 때문에 대상사업부문과의 가치연동성에는 의문도 있고, 공개 직후 주가는 동업종의 타사의 투자지표와 비교하여 볼 때 대폭 할인되어 형성되었다.

## 제1장 서론

크다고 생각된다. 우리나라에서는 새로운 자금조달수단의 도입필요성이 있는데도 불구하고 상법상 발행이 허용될 수 있는 것인지 여부에 대한 우려 때문에 발행을 주저하는 측면이 있었는데, 주식에 대하여 우리나라와 유사한 규율을 하고 있는 일본에서 트래킹스톡이 발행되었다는 것은 새로운 자금조달수단으로서 다양한 종류의 주식이 발행될 수 있도록 하는 법해석의 가능성을 시사하기 때문이다.

따라서 이하에서는 미국법상 트래킹스톡의 개념 및 트래킹스톡의 이용이 가져올 수 있는 효용과 문제점에 대하여 고찰하고, 일본에서 발행된 트래킹스톡의 내용 트래킹스톡의 도입을 계기로 한 일본의 상법개정안에 대하여 검토하고, 트래킹스톡을 현행법상 발행하는 경우의 문제점에 대하여 살펴봄으로써 다양한 증권발행을 통한 자금조달의 다양화에 기여하고자 한다.

## 제 2 장 미국의 트래킹스톡의 개관

### 제 1 절 트래킹스톡의 의의

#### 1. 트래킹스톡의 개념

트래킹스톡은 서론에서 언급한 것처럼 대체로 회사의 특정한 사업부문 또는 자회사의 업적에 경제적으로 연동하는 주식을 의미한다.<sup>4)</sup> 특정한 사업부문 또는 자회사를 흔히 그룹(group)이라고 통칭한다.<sup>5)</sup> 트래킹스톡은 발행회사의 다양한 보통주의 한 종류로서<sup>6)</sup> 전통적인 보통주와 마찬가지로 발행회사의 지분증권이지만, 경제적으로는 배당, 잔여재산의 분배 등 주식의 권리내용의 구성을 통하여 주가가 대상그룹의 업적에 따라 정하여지도록 한 것이다. 마치 발행회사 전체에 대한 지분증권이 아니라 발행회사의 다각화된 사업부문 중의 하나 또는 특정한 자회사에 투자를 한 것과 동일한 효과를 가져오도록 고안된 것이다.

A사업부문과 B사업부문을 영위하는 회사가 B사업부문의 업적에 주식의 가치가 연동되는 트래킹스톡을 발행한 경우에는 발행회사의 구조 자체가 변경되는 것은 아니다. 회사의 분할이 있는 것도 아니고 발행회사가 A사업과 B사업을 계속하여 영위한다는 점에는 변화가 없다. 발행회사의 전자산업이 채권의 담보가 된다는 점에는 변화가 없기 때문에 발행회사의 채권자의 이익에도 영향을 미치지 않는다. 새로운 회사가 설립되는 것이 아니므로 발행회사의 경영진은 계속하여 양 사업부문 전체에 대하여 지배력을 가진다. 그렇지만 발행회사의 주식의 종류는 기존의 보통주와 새로이 발행된 트래킹스톡으로 다양화하게 되고, 기존의 보통주는 트

---

4) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p 525.

5) SEC는 트래킹스톡이 경제적으로 연동되어 있는 사업부문을 특정하기 위하여 그룹(group)이라는 용어를 사용할 것을 요구하고 있다(Jeffrey J. Hass, "Directorial Fiduciary Duties In a Tracking Stock Equity Structure: The Need For a Duty of Fairness", 94 Mich. L. Rev. 2089, p. 2090 각주 4)

6) 우리나라에서는 일용 보통주는 한가지 종류만을 뜻하는 것으로 이해하고 있지만, 미국 회사법상으로는 극히 한정적인 사항에 대해 제한이 있는 경우를 제외하고는 주식의 내용을 자유롭게 구성할 수 있으므로 보통주에도 여러 가지 종류가 있을 수 있다.

래킹스톡의 대상인 B사업부문을 제외한 나머지 사업부문의 업적에 주식의 가치가 연동되는 트래킹스톡의 성질을 가지게 된다.<sup>7)</sup>

자회사의 업적에 연동되는 트래킹스톡을 발행하는 경우에도 회사의 구조에 변경이 없다는 점은 마찬가지이다. 이 경우 트래킹스톡은 경제적으로는 자회사의 업적에 따라 주식의 가치가 정해지지만 자회사가 발행하는 것이 아니고 모회사의 주식이다.

## 2. 트래킹스톡의 기원

트래킹스톡은 1984년에 General Motors(GM)가 Electronic Data Systems Corporation(EDS)을, 1986년에 Hughes Aircraft Corporation을 인수하는 과정에서 최초로 발행되었다.<sup>8)</sup> EDS는 현재 현금 흐름은 부족하지만 성장성이 높은 사업이었고, GM은 안정기에 있는 사업이었으므로 양자의 투자척도가 차이나 났다. EDS의 주주에게는 인수의 대가로 GM의 기존의 보통주를 받는다면 EDS의 주식의 장점이었던 성장성이라는 메리트를 잃게되므로 인수에 동의하지 않을 가능성이 있었다. 이에 따라 GM은 인수의 대가로서 GM의 전체 업적에 따라 가치가 정해지는 보통주가 아니라 EDS의 업적에 따라 주식의 가치가 평가되는 Class E 보통주라는 트래킹스톡을 창안하여 발행하여 줌으로써 인수를 성공시킬 수 있었다.

## 3. 트래킹스톡의 권리

미국에서 발행되는 트래킹스톡은 하나의 단일한 모델이 존재하는 것이 아니고 회사마다 사정에 따라 자유롭게 그 내용을 구성할 수 있다. 기본적으로 트래킹스톡의 주가가 대상그룹의 업적에 연동되어 변화할 것을

7) Bruce N. Hawthorne, "Tracking Stock Terms, Methods of Issuance, Advantages And Disadvantages", 1213 PLI/Corp 47 (2000. 9) p.49.

8) GM은 이러한 새로운 종류의 주식에 대하여 Class E 보통주, Class H 보통주라는 명칭을 붙였기 때문에 트래킹스톡은 alphabet stock이나 lettered stock이라는 명칭으로 불리우기도 하고, 1990년대 초 Lehman Brothers가 tracking stock 발행에 관심을 가지고 있는 회사들에게 제공하는 서비스를 구분하기 위하여 targeted stock이라는 용어를 만들어내어 사용하기도 하였다.(Hass, 앞의 논문, p.2090 각주 3).

기대하고 그 권리내용이 구성된다. 이하에서는 미국에서 발행되는 트래킹스톡의 대체적인 내용에 대해 살펴보기로 한다. 미국에서는 특정 사업 부문을 대상으로 하는 트래킹스톡이 일반적이므로 권리내용도 대개 사업 부문연동형 트래킹스톡의 내용이다.

### (1) 배당에 관한 권리

트래킹스톡에 대한 배당은 대상그룹의 업적에 연동되도록 구성한다. 그러나 기본적으로 대상그룹이 발행한 주식이 아니고 발행회사의 주식이기 때문에 발행회사 전체의 배당가능이익한도에 의한 제한을 받는다. 이러한 제약 하에서 이사회가 일반적으로 재량으로 배당액을 결정할 수 있다. 발행회사 전체의 배당가능이익 한도 내에서는 각 종류의 주식이 대상으로 하고 있는 사업부문을 독립한 회사로 가정하였을 경우 배당가능이익의 한도액이 얼마인가, 각 종류의 주식의 의결권과 잔여재산분배에 대한 권리가 어떠한가와 상관없이 일정한 종류의 보통주에게만 배당을 하거나, 각 종류의 주식에 대해 동일액을 배당하거나 또는 차등을 두어 배당을 할 수 있다.<sup>9)</sup>

다만 경우에 따라서는 트래킹스톡에 대해서 별도의 배당한도액의 제한을 두는 때도 있다. 이 경우 한도액을 대개 트래킹스톡의 대상그룹을 독립한 회사로 가정하였을 경우의 법률상의 배당가능이익한도액으로 정하고 있는 경우가 많다.<sup>10)</sup> 이러한 유형을 엄격한(tight, close) 트래킹스톡이라고 한다. 이 경우에는 발행회사 전체로 계산하면 배당가능이익이 있지만, 당해 그룹에는 배당가능이익이 없으면 트래킹스톡에 대한 배당을 할 수 없다.<sup>11)</sup>

9) Peter Wirth, "Tracking Stock For High-Tech Companies: Part I", 9 No. 1 Insights 2 (1995) p.3.

10) Hass, 앞의 논문, p.2098.

11) 대상그룹이 인터넷 등 신규사업이기 때문에 이사회가 트래킹스톡 도입시 적어도 일정 기간은 무배당으로 한다는 방침을 표명하는 경우도 많다 ("エクイティ・ファイナンスの新展開(10)", 『商事法務』 No.1558 (2000.4.15) 28면.



## (2) 의결권

보통주와 트래킹스톡의 주주는 대개 단일한 종류의 주주로서 결의를 한다. 트래킹스톡의 의결권의 수는 확정되어 있는 경우도 있고(느슨한(loose) 트래킹스톡) 변동하는 경우도 있다(엄격한 트래킹스톡). 전자는 트래킹스톡 발행 당시에 의결권을 일정한 수로 확정하는 것으로서, 대상 그룹의 시장가치나 상대적 중요성이 발행 이후 변동하게 될 터인데 이를 고려하지 않는 것이다. 대개 보통주는 1주에 1의결권이 부여되고 트래킹스톡은 1의결권 미만이 부여됨이 보통이다.<sup>12)</sup> 반면 후자는 주주의 의결권 행사 직전 또는 정기적으로, 보통주와 트래킹스톡의 각각의 거래가격의 상대적 비율에 따라 의결권 수를 조정한다. 주법이나 거래소 규정에서는 경우에 따라 각 종류의 주주에게 중대한 사항에 대해서는 별도의 종류주주총회의 결의를 요구하기도 한다.<sup>13)</sup>

## (3) 잔여재산분배청구권

청산시 잔여재산 분배를 받는 방식도 크게 두 가지가 있다. 하나는 전체 주식수와 당해 트래킹스톡의 수의 비율에 따라 잔여자산을 분배받는 방식이다(느슨한 트래킹스톡). 이 방식은 청산 당시 트래킹스톡의 대상이 되는 그룹의 시장가치를 고려하지 않는다. 다른 하나는 전체 잔여재산에서 트래킹스톡의 대상이 되는 그룹의 시장가치(market capitalization)의 비율에 따라 잔여자산을 분배받는 방식이다(엄격한 트래킹스톡). 그렇지만 트래킹스톡의 주주는 트래킹스톡의 대상인 그룹에 속하는 자산에 대하여 직접적인 권리는 가지는 것은 아니다.

---

12) Hawthorne, 앞의 논문, p49. 미국의 주회사법에서는 일반적으로 특정한 class 또는 series 주식에 대해서 의결권이 없거나 특정한 사항에 한정하여 의결권을 인정할 수 있도록 하고 있다. 또한 class 또는 series 주식에 대하여 1의결권 이상 또는 이하의 의결권을 부여할 수도 있고, 특정한 사항에 대해서는 class 또는 series 주식의 별도의 종류주주총회결의가 요구되기도 한다.(Del. Code Ann. tit. 8, §§ 102(a)(4), 102(b)(4), 151(a), 212(a) (1991 & Supp. 1994) (Hass, 앞의 논문, p. 2097 각주 26)

13) Hawthorne, 앞의 논문, p.49.

#### (4) 상환 및 전환

트래킹스톡이 발행된 경우에는 회사의 상황에 따라 트래킹스톡을 소멸시켜야 될 필요가 있는 경우가 있다. 예를 들자면 회사분할의 전단계로서 발행된 경우에는 트래킹스톡은 과도기적인 존재일 수밖에 없고, 회사의 성장을 위한 자금조달을 위해 트래킹스톡을 발행한 경우에 대상사업이 그룹 내에서의 위치와 성장단계에 변화가 발생하여 대상사업과 그 외의 다른 사업과의 시너지효과가 감소하였다거나 다른 사업과 투자척도가 차이나지 않게 된 경우에는 트래킹스톡의 존재의의는 소멸한다.<sup>14)</sup> 또한 회사의 구조재편 시 트래킹스톡의 주주를 보호할 필요가 있다. 따라서 트래킹스톡의 발행하는 경우에는 회사의 선택에 의한 상환이나 교환 또는 일정 사유 발생시의 강제적 상환이나 전환을 규정하는 경우가 많다.

##### 1) 임의적 상환 및 전환

트래킹스톡 발행회사는 대개 회사의 선택에 따라 일정한 트래킹스톡을 다른 종류의 트래킹스톡으로 교환할 수 있다는 규정을 두는 경우가 많다. 임의적 상환 및 전환 규정에 의하여 회사는 시장 상황상 트래킹스톡을 두는 것이 바람직하지 않을 때 이를 소멸시킬 수 있는 융통성을 가질 수 있다.<sup>15)</sup> 임의적 상환 및 전환의 결과 회사에 한 종류의 주식만이 존재하도록 할 수 있으므로 회사의 자본구조를 단순화할 수 있다. 임의적 상환 및 전환은 상환이나 전환 발표 전의 시가의 10-30%의 프리미엄부로 이루어지는 것이 보통이다. 임의적 상환 및 전환의 요건에 제한을 가하여, 예를 들자면 일정 기간 이상 최소한도의 연차배당을 한 것과 같이 일정한 조건을 갖춘 경우에 회사의 선택에 따라 임의적 상환 및 전환을 할 수 있다고 정하는 경우도 있다.<sup>16)</sup> 또한 트래킹스톡 중에는 발행회사가 트래킹스톡의 대상그룹의 자산이나 부채를 그 회사가 100% 소유하는 자회사에 양도하는 경우에는 발행회사가 당해 트래킹스톡을 그 자회사의 주식으로 전환할

14) 西村總合法律事務所編, 앞의 책, 580면.

15) Wirth, 앞의 논문, p.4.

16) 위와 같음.

수 있도록 하는 것도 있다.<sup>17)</sup>

## 2) 강제적 상환 및 전환

트래킹스톡의 대상그룹의 자산의 전부 또는 실질적 전부의 양도의 경우에는 발행회사의 보통주로 전환된다고 규정하는 것이 일반적이다. 이는 트래킹스톡의 주주의 이익을 보호하기 위한 규정이라고 할 수 있다. 이러한 강제적 전환은 전환이 공시되기 전의 트래킹스톡의 시장가치를 기준으로 10-30%의 프리미엄부로 이루어지는 것이 보통이다. 최근의 엄격한 트래킹스톡의 경우에는 강제적 전환 대신 양도의 수익을 트래킹스톡의 주주에게 배당해 주거나 현재 시가로 트래킹스톡을 상환해주기도 한다.<sup>18)</sup>

다만 i)발행회사가 양도의 대가로서 유사한 사업을 하는 단체의 지분증권을 주로 수령하였을 경우 또는 ii)발행회사가 지배하는 자에 대한 양도인 경우 또는 iii)발행회사의 전자산의 양도와 관련하여 양도가 이루어진 경우에는 강제적 상환이나 전환을 하지 않는 것이 보통이다.<sup>19)</sup>

## 제 2 절 트래킹스톡의 효용

### 1. 효용 및 이용형태

#### (1) 효 용

##### 1) 주주가치 증진 수단

여러 개의 사업부문을 가지고 있는 다각화된 기업의 시장가치가 각 사업의(잠재적) 시장가치의 총합보다 낮게 평가되는 경우를 재벌기업할인(conglomerate discount)이라고 일컫는데,<sup>20)</sup> 트래킹스톡은 이러한 재벌기업할인을 감소시킴으로써 주주가치를 증진시킬 수 있다는 점에서 주목을 받고 있다. 즉, 사업부문을 분리시키지 않고 단일한 회사를 유지

17) Steinberger & Hass, p.533.

18) 위와 같음.

19) Hawthorne, 앞의 논문, p.49.

20) エクイティ・ファイナンスの新展開(3),『상사법무』 No.1550 (2000.2.5) 26면.

함으로써 다각화된 사업포트폴리오의 구축의 장점을 어느 정도 향유하면 서도, 각 사업부문을 별도의 독립한 회사처럼 취급할 수 있도록 함으로써 재별기업할인을 감소시킬 수 있다는 것이다.

① 다각화된 사업부분의 시너지 효과 유지

트래킹스톡을 발행하면 사업부분이 분리되지 않고 단일한 회사가 유지되므로 대상사업부분과 그 외 다른 사업부분이 모두 단일한 이사회에 지배하에 있게 된다. 따라서 사업부분간의 시너지를 극대화시킬 수 있다.

② 발행회사의 규모의 이익 향유

트래킹스톡은 대개 좀더 성숙한(established) 대규모의 회사가 발행하므로, 투자자는 대상그룹의 가치증가의 이익을 누리면서도 성숙한 기업의 이익 즉, 자금차입능력의 우월, 다양한 자산보유(diverse asset base) 등의 장점을 누릴 수 있다.

③ 각 사업부분에 대한 정확한 평가<sup>21)</sup>

회사를 구성하고 있는 사업부분의 각각의 가치가 제대로 평가되어 있지 못한 경우에, 트래킹스톡을 발행하여 그룹별로 별도의 재무보고서를 제출하고 기타 공시를 함으로써 시장에서 각 사업부분의 평가를 좀 더 정확하게 할 수 있도록 해 준다.

트래킹스톡의 위와 같은 효용은 사업이 다각화되어 있는 회사로서 일부 사업부분은 성장사업이지만 수익을 내지 못하고 다른 사업부분은 배당을 하고 있지만 쇠퇴하거나 안정적이어서 덜 매력적인 경우에 특히 현저하다. 수익성이 없는 사업부분은 회사의 분기수익을 끌어내리는 역할을 하게 되고, 자본시장에서 쇠퇴하는 사업부분에 너무 중점을 두고 평가하기 때문에 주식에 대한 적절한 평가가 이루어지지 못하는 경우가 있다. 트래킹스톡은 이와 같은 회사의 각 사업부분을 별도의 회사인 것처럼 분리하여 평가할 수 있도록 해 줄 수 있다. 그럼으로써 핵심사업의 건전성이 부각될 수 있고, 자본집약적이고 고위험인 트래킹스톡 대상 사업부분의 성장잠재력이 평가될 수 있다는 것이다.<sup>22)</sup> 각 사업부분에 연동된

21) Hass, 앞의 논문, pp.2104-2107.

22) Hawthorne, 앞의 논문, p.59.

트래킹스톡의 가치의 총합이 현재 보통주의 가치를 초과하는 한 주주의 가치가 증가하였다고 볼 수 있다.<sup>23)</sup>

④ 투자촉진의 수단

트래킹스톡은 하나의 회사 내에서 각 사업부문의 성과를 반영하는 별도의 주식을 발행함으로써 단지 대상사업분야만 관심이 있는 투자자의 투자가 가능해지는 등 투자자가 당해 사업부문을 별도로 평가하여 자신의 투자목적에 따라 주식을 보유하거나 매각할 것을 결정할 수 있도록 해준다.<sup>24)</sup>

⑤ 애널리스트의 분석대상에 포함

애널리스트는 기본적으로 특정 업종에 집중하여 분석을 하고 있기 때문에 다각화된 회사를 담당하는 애널리스트가 사업부문 전부를 충분히 분석하지 못할 수 있다. 트래킹스톡을 발행하면 대상사업부문증권에 대한 독자적인 증권분석이 가능해 짐에 따라 트래킹스톡 발행 이전보다 애널리스트들의 분석이 증가하게 되고<sup>25)</sup> 이는 곧 당해 사업부문에 대한 관심으로 이어질 수 있다.

⑥ 주식의 평가에 사용되는 투자지표 혼란의 방지

주식의 평가에 사용되는 투자지표는 여러 가지가 존재하여 업종에 따라 다른 투자지표로 평가가 이루어지기 때문에, 다각화된 기업의 주가평가에서는 어떠한 투자지표를 사용하여야 하는 것이 적당할 것인가에 대한 혼란이 존재한다. 트래킹스톡의 발행은 이와 같은 혼란을 방지할 수 있다.<sup>26)</sup>

23) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p. 528

24) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p.527. U S West의 예에 의하면 연기금과 같은 보수적인 투자자는 U S West의 전통적인 지역전화사업에 연동되어 분기마다 배당을 하는 통신주(Communication Stock)에 투자하고, 좀 더 위험을 선호하는 투자자는 성장사업이지만 당분간은 배당을 하지 못하는 미디어주식(Media Stock)에 투자하였다(Hass, 앞의 논문, p.2107 각주 58).

25) Hawthorne, 앞의 논문, p. 59.

26) エクイティ・ファイナンスの新展開(3), 『商事法務』 No.1550 (2000.2.5) 26면.

## 2) 기업인수의 편의도모

## ① 기업인수의 대가 다양화를 통한 기업인수 성공가능성 제고

트래킹스톡은 기업인수가 성공할 수 있도록 하는 역할을 하기도 한다. GM이 최초로 트래킹스톡을 발행한 것은 바로 이러한 점을 고려한 것이었다. 기업을 인수하는 경우 인수의 대가로서 피인수회사의 주주에게 일정한 금액을 지급할 수 있는데, 그 액수에 대해 인수회사와 피인수회사의 주주의 평가가 달라서 인수가 실패할 수 있다. 이러한 시각차이는 피인수회사의 성장잠재력이 큰 경우에 더욱 많이 발생할 수 있다. 이 경우 일정한 금액의 지급이 아니라 인수기업의 보통주를 대가로 교부하는 방법도 하나의 대안이 될 수 있다. 그러나 인수기업이 이미 성숙단계에 들어선 대규모 회사인 경우에는 피인수회사의 업적은 인수회사의 업적에 비해 상대적으로 비중이 낮기 때문에 인수회사의 보통주는 피인수회사의 성장잠재력을 충분히 반영하지 못하게 될 가능성이 크다. 트래킹스톡은 이와 같은 경우에 피인수회사의 주주가 피인수회사의 성장잠재력의 이익을 향유할 수 있도록 해 줌으로써 기업인수가 성공할 수 있도록 해 준다.<sup>27)28)</sup>

27) 트래킹스톡을 이와 같은 용도로 이용한 대표적인 예가 General Motors Corp (“GM”)이 Electronic Data Systems Corporation (“EDS”)를 인수한 것과 Genzyme Corp. (“Genzyme”)이 BioSurface Technology, Inc. (“BioSurface”)를 인수한 건이다. GM은 성숙단계에 들어간 회사였고, EDS는 성장성 있는 산업이었다. EDS의 대주주였던 Ross Perot에게 대가로서 GM의 보통주를 교부하였다면 Ross Perot는 기업인수에 동의하지 않았을 것이다. 성장성 있는 EDS의 주식이 성숙단계에 들어간 GM의 주식보다 훨씬 매력적이기 때문이다. GM은 EDS의 주주에게 주식매도에 대한 대가로서 EDS 주식 1주당 44달러를 교부하는 선택지 1과 35달러 20센트의 현금과 GM의 class E 주식 10분의 2주 및 contingent value note로 구성된 선택지 2를 제시하였다. Genzyme의 거래 내용은 다음과 같다. Genzyme의 주주들은 세포재생 부문보통주(Tissue Repair Division Common Stock; 이하 “TR stock”)라는 새로운 종류의 주식발행 및 이와 동시에 Genzyme의 기존 보통주를 일반사업부문보통주(General Division Common Stock; “General Stock”)로 재지정하는 것을 승인하였다. TR Stock은 새로이 창설되는 세포재생사업부문의 성과를 반영하고, General Stock은 Genzyme의 나머지 사업부문의 업적을 반영하도록 구성되었다. 세포재생사업부문은 Genzyme의 일부 사업과 세포재생과 관련된 특허 및 새로이 인수하는 BioSurface의 사업으로 구성되었다. 기업인수의 결과 Genzyme은 5백만주의 TR Stock(세포재생 사업부문의 원래의 지분권의 50%에 해당)을 BioSurface 주주에게 발행하여 주었고, 그 직후 3백 3십만주의 TR Stock(세포재생사업부문의 원래의 지분권의 33%에 해당)을 Genzyme의 기존주주에게 배당하였다.(Hass, 앞의 논문, pp. 2102-2103).

② 인수회사의 기업인수 편의

또한 인수회사는 기업인수의 대가를 금전으로 지급하거나 보통주를 발행하여 이를 교부할 수도 있다. 금전지급을 위해서는 인수회사가 부채를 부담하여야 할 경우가 있고, 보통신주를 발행하여 주는 경우에는 부채비율이 증가하지는 않지만 기존주주의 이익에 영향을 미치게 된다. 즉, 인수회사와 피인수회사의 사업영역이 다르고 투자자 층의 차이가 큰 경우에는 피인수회사의 사업위험을 인수회사의 보통주주에게 부담시키는 것에 대해 기존주주가 반발할 수 있다. 대형인수의 경우에는 기존주주의 의결권이 희석되는 문제도 발생한다. 트래킹스톡은 이러한 문제를 피하면서 기업인수를 가능하게 하는 수단이 될 수 있다.<sup>29)</sup> 또한 경영의 효율성과 투명성을 보장하기 위하여 피인수회사의 사업 및 재무정보를 공개하고 피인수회사 이사에 대한 감시기능의 일부를 시장에 맡기는 것도 트래킹스톡이라는 수단을 사용함으로써 가능해진다.

③ 기업결합의 촉진

트래킹스톡은 보완적인 사업(예를 들자면 워드프로세서와 스프레드시트)을 하는 두 회사가 하나의 회사로 결합하여 운영의 효율을 기하고 싶지만 각 회사의 주주의 투자가치에 변경을 가져 오고싶지는 않은 경우 이를 가능하도록 해 준다.<sup>30)</sup>

3) 회사분할의 대체수단

하나의 회사의 각 사업부문을 각각의 독립된 회사처럼 취급한다는 트래킹스톡의 발행목적은 회사분할을 통해서도 달성할 수 있지만, 트래킹스톡의 발행은 회사분할과 비교하여 다음과 같은 장점을 가지고 있다.

28) 반면에 기업인수에서 트래킹스톡을 이용하는데 대하여 피인수회사의 주주들이 부정적 견해를 가지는 경우가 많다. 그 이유는 첫째, 피인수회사의 주주들이 트래킹스톡이 무엇인가를 이해하지 못하는 점, 둘째, 주식을 매도하는 피인수회사의 주주는 더 이상 피인수회사에 대하여 의결권을 가지지 못한다는 점. 즉, 이들은 주식 매각 이후에는 피인수회사의 이사를 선임할 수 없으므로 인수회사에 흡수된 피인수회사에 대한 지배권을 상실한다. 셋째, 회계 및 조세상 문제가 될 수 있다는 점이다(Hass, 앞의 논문, p.2101 n.39).

29) Hawthorne, 앞의 논문, p.59.

30) Wirth, 앞의 논문, p.5.

첫째, 회사분할의 경우에는 별도의 경영조직과 이사회를 두어야 하고 공개회사라면 별도로 증권법상의 요건을 갖추어야 하는데 반하여 트래킹스톡을 발행하면 단일한 회사로 남아있을 수 있으므로 운영경비(overhead expenses)를 감소시킬 수 있다.<sup>31)</sup>

둘째, 회사를 분할하면 회사의 규모가 작아지게 되지만, 트래킹스톡을 발행하는 경우에는 다각화된 사업을 가지는 대규모 회사의 일부로 존재하게 된다. 트래킹스톡의 발행대상이 되는 사업부문에서 자금을 조달하는 경우에도 회사전체 재산이 채권의 담보가 되므로 사업이 다각화된 대규모회사가 자금을 조달하는 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다.<sup>32)</sup>

셋째, 일부사업부문은 수익이 나지만, 일부 사업부문은 아직 성장단계에 있기 때문에 손실이 발생하는 경우 트래킹스톡은 재무제표와 주당수익은 각 사업부문별로 별도로 제시하면서도 조세목적상 일부사업부문의 손실을 다른 사업부문의 이익에서 공제할 수 있다.<sup>33)</sup>

넷째, 추가로 자금을 조달하는 경우에 있어서도 모회사가 분사된 자회사의 증자에 참여하지 않으면 지분이 희석되므로, 결국에 가서는 자회사에 대한 경영권을 상실하게 된다. 지분이익이 감소할수록 모회사는 자회사와의 시너지를 추구할 유인이 감소하게 될 것인바, 바로 이러한 시너지가 투자를 끌어들이는 유인이었는데 이러한 유인이 소멸하게 된다. 트래킹스톡은 경영진이 대상 사업부문의 자금조달의 필요성과 지배권의 희석화 문제를 분리할 수 있도록 해준다. 대상그룹에 대한 지배권을 상실하지 않고 따라서 두 그룹간의 시너지를 추구할 유인이 감소되지 않으면서도 추가로 자금을 조달할 수 있다.<sup>34)</sup>

다섯째, 트래킹스톡을 발행하면 대상사업은 대규모 회사의 일부분으로 존재하게 되므로 회사분할의 경우보다는 적대적 기업인수의 위협에서 안전할 수 있다.<sup>35)</sup>

31) Hass, 앞의 논문, p.2110.

32) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p.528; Wirth, 앞의 논문, p.6; Hass, 앞의 논문, p.2109.

33) Wirth, 앞의 논문, p.2.

34) 위와 같음. p.6.

35) Hass, 앞의 논문, p.2111.



여섯째, 또한 트래킹스톡 발행은 회사분할의 경우보다 향후의 회사의 구조재편 가능성을 제약하는 정도가 크지 않다. 즉, 회사를 일단 분할하면 이를 원상회복 시키는 것이 쉽지 않지만, 트래킹스톡은 대개 트래킹스톡을 교환할 수 있는 형식으로 발행되므로 필요에 따라 트래킹스톡 발행 이전 상태로 환원시킬 수 있다.<sup>36)</sup>

#### 4) 자회사 상장의 대체수단

자금을 조달하기 위하여 자회사를 공개하여 주식을 상장할 필요가 있는데, 이 경우에는 모회사의 지분비율이 저하하므로 자회사에 대한 지배권이 약화되게 된다. 그러나 자회사 상장 대신 자회사를 대상으로 하는 트래킹스톡을 발행하면 자회사에 대한 모회사의 지배권은 유지하면서 자금조달의 목적을 달성할 수 있다.<sup>37)</sup>

36) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p.528.

37) 자회사의 상장과 트래킹스톡의 발행 중 어떠한 전략이 더 유리한가는 대상사업이 그룹의 핵심사업인지 여부와 성장성이 높은 사업인가 아니면 성숙단계에 들어선 사업인가에 따라 달라진다. 자세한 내용은 松古樹美, “米國における企業グループの事業再構築”, 『商事法務』 No.1484 (1998.3.5) 참조. 자회사공개와 트래킹스톡은 대상자회사의 가치를 현재화시킬 수 있다는 점에서는 동일한 효과가 있지만, 자회사공개의 경우에는 발행주체가 자회사이기 때문에 조달자금을 당해 자회사의 용도 이외로 사용할 수 없고 자회사에 대한 지배권을 일반 주주와 공유하게 되므로 주주총회의 운영상 부담이 있고 기동성이 저하될 염려가 있으며 그룹 전체 차원에서의 운영이 어려워진다는 점 등에서 차이가 있다. 이러한 차이점에 기초하여 볼 때 성장비핵심자회사는 자회사공개가 적당하고 성장핵심사업은 트래킹스톡을 발행하는 것이 적당하다. 성장비핵심자회사는 성장단계에 있으므로 자금조달의 필요성이 높으나 비핵심사업이므로 그룹내의 자금배분에서는 후순위로 밀리기 쉬우며 친회사를 담당하는 애널리스트와 투자자도 충분히 당해 자회사를 평가하지도 않고 평가하고자하는 의욕도 크지 않다. 따라서 자회사공개든 트래킹스톡의 발행이든 조치를 취할 필요가 있다. 그러나 비핵심사업이므로 친회사와 자회사의 관계를 명확히 구분하기 쉬우므로 공개에 무리가 없다는 점, 친회사로서도 비핵심사업이기 때문에 당해 자회사의 지분비율이 저하하는 것이 큰 문제가 되지 않으며 자회사의 추가형성에 따라 자회사의 분할에 준비할 수 있다는 점 등을 고려하여 볼 때 성장비핵심자회사는 공개를 하기에 적당하다. 반면에 성장핵심자회사는 핵심사업이기 때문에 그룹 전략에 따라 당해 자회사를 활용할 필요가 있고, 그룹과의 시너지도 크기 때문에 100% 자회사 체제를 유지하는 것이 바람직하기 때문에 트래킹스톡을 발행하는 것이 적당하다. (山本 功, “グループ經營と會社公開”, 『證券アナリストジャーナル』 (2000.11) 11-13면).

## 5) 경영진의 인센티브 제도의 효율화

다각화된 사업을 영위하는 회사에서 특정한 사업부문의 경영을 담당하는 경영진에 대해서 회사 전체의 보통주의 주가에 따라 보너스나 스톡옵션을 부여하는 경우에는 합리적인 인센티브 제도가 되지 못할 수 있다. 이 경우 당해 사업부문의 성과만을 반영하는 트래킹스톡이 있다면 그 주가를 기준으로 보너스나 스톡옵션을 부여함으로써 효율적인 인센티브 제도를 구축할 수 있다.<sup>38)</sup> 또한 기업인수의 경우 피인수회사의 업적에 연동되는 트래킹스톡을 기준으로 보너스나 스톡옵션을 부여함으로써 피인수회사의 경영진이 잔류하도록 하는 유인이 될 수 있다.

## (2) 트래킹스톡의 이용형태

기업인수의 대가로서 피인수회사의 가치에 연동하는 GM Class E stock이 발행된 이래 트래킹스톡은 점차로 미국의 회사에 있어서 일반적인 것으로 되어 갔다. 90년대 초반과 중반에 매년 2-3건의 발행실적이 있었는데 USX의 발행을 계기로 사업부문의 분리·분사화라는 사업재구축의 수단으로 이용되는 경우가 많았다.<sup>39)</sup> 1999년과 2000년에는 발행건수가 급격히 증가하여 15건의 트래킹스톡이 발행되었다. 그 이유는 인터넷 및 기타 IT 관련사업의 활황에 힘입어서 이들 사업부문의 가치를 현재화하여 자금을 조달하기 위한 것이다. 최근 IT 관련사업의 불황으로 이와 같은 목적의 중요성은 감소하고 최근에는 회사분할이나 자회사의 상장의 대안으로서의 측면이 각광을 받고 있다.<sup>40)</sup>

38) Steinberger & Hass, 앞의 논문, p.528.

39) 海外情報, 『商事法務』 No.1536 (1999.9.5) 53면에 의하면 1984년에서 1996년까지 14사에서 20건의 트래킹스톡 발행례가 있는데, 이 중 M&A 목적의 발행이 약 6건, 사업재편을 위한 발행이 14건이었다.

40) Stephen I. Glover, "The Tracking Stock Company's Board of Directors", 4 No.9 M&A Law. 27 (2001.2) 참조.

### (3) 트레이킹스톡의 발행례

미국에서는 1984년이래 30여개 회사에서 발행하여 40여 종목이 거래되고 있고,<sup>41)</sup> 뉴질랜드(93년, 96년) 및 캐나다(96년) 기업에서 트레이킹스톡을 발행한 예가 있다. 2000년 10월에는 유럽 최초로 프랑스의 대규모 통신기기회사인 알카텔이 산하의 광학부품회사의 업적에 연동한 트레이킹스톡을 발행하였다.<sup>42)</sup>

## 2. 트레이킹스톡 투자자의 유의점

트레이킹스톡은 위와 같이 여러 가지 효용을 가지고 있는 새로운 종류의 증권이지만, 투자자에게 이롭기만 한 것은 아니고 일정한 위험이 존재하므로 트레이킹스톡에 대한 투자자는 이러한 위험을 인식할 필요가 있다.

### (1) 발행회사의 위험에의 노출

트레이킹스톡은 특정 사업부문 또는 자회사의 업적에 연동되는 주식이지만, 법률적으로는 어디까지나 회사 전체 또는 모회사가 발행주체이기 때문에 투자자는 발행회사 전체의 위험에서부터 완전히 자유로울 수는 없다. 즉, 발행회사의 채권자는 트레이킹스톡의 주주보다는 우선적 권리를 가지므로, 연동의 대상이 되는 사업부문 또는 자회사 이외의 부문에서 부채가 증가하여 지급불능상태에 이르게 되는 경우에는 트레이킹스톡의 주주가 손해를 볼 수 있으며, 발행회사 전체의 재무상황에 영향을 미치는 사항은 트레이킹스톡의 가격에 영향을 미치기도 한다.<sup>43)</sup>

41) “エクイティ・ファイナンスの新展開(3)”, 『商事法務』 No.1550 (2000.2.5), 26면.

42) ニュース, 『商事法務』 No. 1578 (2000.11.25), 44면; 西村總合法律事務所編, 앞의 책, 581면). 다만 프랑스법 하에서는 우선주의 배당에 관하여 우선배당의 하한은 10센트, 상한은 보통배당의 150%로 제한되어 있으며, 익기에 누적되지 않는다. 또한 우선배당액은 대상사업의 segment 영업이익의 10%로 결정되어 있다. 이와 같은 제약 때문에 대상사업부문과의 가치연동성에는 의문도 있고, 공개 직후 주가는 동업종의 타사의 투자지표와 비교하여 볼 때 대폭 할인되어 형성되었다.

43) Hass, 앞의 논문, p.2117. 이와 같은 연결고리를 Genzyme Corp.가 Deknatel Snowden Pencer Inc. (“DSP”)를 250만 달러에 매수한 사례에서 찾아볼 수 있다. DSP의 사업과 이를 매수하는 비용은 모두 Genzyme의 일반사업부문(General Division)

## (2) 교환이나 상환의 위험

트래킹스톡의 발행시 대부분 회사가 트래킹스톡을 다른 종류의 보통주로 교환하거나 또는 현금으로 상환할 수 있다는 조항을 두는 것이 보통이다. 물론 이 경우 프리미엄을 주고 교환이나 상환을 하는 것이 보통이지만, 트래킹스톡이 저평가되어 있는 시점에서 교환이나 상환을 하게 되면 트래킹스톡의 주주가 손해를 볼 위험이 있다.<sup>44)</sup>

## (3) 트래킹스톡의 대상인 사업부문 또는 자회사에 대한 지배권 부존재

트래킹스톡의 주주는 연동의 대상이 되는 사업부문이나 자회사에 대하여 직접적인 권리를 가지는 것은 아니다. 즉, 사업부문을 대상으로 하는 트래킹스톡에서는 트래킹스톡의 주주는 대상사업부문을 포함한 발행회사 전체의 주주의 자격을 가지는 것이지, 대상사업부문에 대해 직접적인 권리를 가지는 것은 아니다. 예를 들어 주법상 자산의 전부 또는 실질적 전부의 양도의 경우에는 일정비율 이상의 주주의 동의를 얻어야 하는데, 대상사업부문을 양도하는 경우에도 당연히 트래킹스톡 주주의 동의를 얻어야 하는 것은 아니다. 대상사업부문의 자산이 회사자산의 전부 또는 실질적 전부에 이르지 못하는 경우에는 트래킹스톡의 주주의 동의를 얻을 필요가 없기 때문이다.<sup>45)</sup> 자회사를 대상으로 하는 트래킹스톡에서도 대상자회사에 대한 지배권은 모회사에 있는 것이지 모회사의 주주인 트래킹스톡의 주주에게 있는 것은 아니다. 이와 같이 트래킹스톡에서는 지

---

에 귀속될 예정이었다. Genzyme이 너무 비싸게 매수한다는 애널리스트들의 우려를 반영하여 Genzyme의 일반사업부문주식은 공시 이후 4.5% 하락하였다. Genzyme의 세포재생부문(Tissue Repair Division)에 연동된 트래킹스톡의 가격은 DSP의 매수가 세포재생부문에는 직접적 영향을 미치지 않고 다른 약재가 없었는데도 불구하고 2% 하락하였다. See William M. Bulkeley, "Genzyme will Buy Deknatel Snowden for \$250 Million", Wall St. J., May 29, 1996, at B8 (Hass, 앞의 논문, p. 2116 n.81)

44) Wirth, 앞의 논문, p.3.

45) 다만 이러한 경우 정관상 트래킹스톡의 주주를 보호하기 위한 정함을 두고 있는 경우가 많다. Hawthorne, 앞의 논문, p.60.

배권과 경제적 이익의 귀속이 분리될 수 있다.

### 제 3 절 트래킹스톡의 문제점 - 트래킹스톡 발행 후의 이익충돌 문제

트래킹스톡이 발행되면 하나의 회사에서 서로 이익이 충돌하는 두 부류 이상의 주주 -기존의 보통주의 주주와 트래킹스톡의 주주- 가 존재하므로, 하나의 사업부문이나 자회사에 이로운 행위가 다른 사업부문이나 자회사에는 불리한 경우에 각각 이들을 대상으로 하는 트래킹스톡의 주주의 이익 충돌의 조정이 매우 중요한 문제로 등장하게 된다. 이하에서는 이들의 이익충돌의 조정방법에 대하여 고찰한다.

#### 1. 정관에 의한 이익충돌의 조정

우선 이익충돌의 조정은 기본적으로 정관상 트래킹스톡의 내용을 규정함으로써 이루어질 수 있다. 회사의 정관에서 회사가 각각의 트래킹스톡의 주주에 대하여 계약상의 의무를 부담한다는 것을 규정할 수 있다. 이와 같은 경우 회사의 의무는 특정한 트래킹스톡의 정관상 규정되어 있는 조건에 의하여 결정된다.

다만 정관에서 트래킹스톡의 내용에 관하여 자세하게 규정하고 있는 경우에는 이러한 정관규정에 의한 보호 외에 일반적인 충실의무에 의한 보호는 받을 수 없는 것인가가 문제된다. 우선주주의 문제에 대해서 Delaware주 회사법법원은 Marriot사의 구조재편 사건의 판결에서<sup>46)</sup> 이사가 우선주의 주주에게 충실의무를 부담하느냐와 같은 일반적 질문은 의미가 없다고 하면서, 일부 경우(예를 들자면 의결권을 가지고 있는 우선주주에 대한 공시)에서는 충실의무가 있지만, 다른 경우(예를 들자면

---

46) HB Korenvaes Investments, L.P. v. Marriott Corporation, C.A. No. 129222, Allen, C. (Del. Ch. June 9, 1993)(A. Gilchrist Sparks, III & Patricia A. O'Neill, "Merger Issues at the New Millenium: Strategic Deals, Tracking Stocks and the Duty to be Informed", New Strategies in Contests for Corporate Control 2000, 1158 PLI/Corp 179 (2000) p. 209에서 재인용)

우선주주의 의결권을 소멸시키도록 할 목적의 배당)의 경우에는 그러하지 아니하다고 판시하였다.

또한 충실의무 법리가 아니라 계약상의 권리의무 법리가 적용되는 경우에도, 권리와 의무의 범위에 대한 해석의 문제는 남는다. 계약의 작성자가 장래의 발생할 수 있는 모든 사정을 고려하여 계약을 작성하는 것은 불가능하다는 점, 정보가 완전하지 않다는 점, 언어는 본질적으로 불명확할 수밖에 없다는 한계가 있으므로 계약법리에서도 당사자들이 선의이기는 하지만 의무의 내용에 대해 불일치를 보이는 경우가 발생한다. 따라서 계약법리에 의하는 경우에도 묵시적 성실 및 공정의무(implied covenant of good faith and fair dealing) 조항이 계약상 규정되어 있다고 봄에 따라 이것이 충실의무와 유사한 역할을 할 수 있다.<sup>47)</sup>

## 2. 종류주주총회의 승인

주의 회사법에서는 대개 한 종류의 트래킹스톡의 주주들의 종류주주총회의 승인을 얻어야 하는 경우를 법정하고 있다. 예를 들자면 델라웨어주 일반회사법은 한 종류의 주식의 수권주식수를 증가시키거나 감소시키거나 액면가를 증가 또는 감소시키거나 당해 종류의 주식의 권리를 불리하게 변경시키지는 정관의 개정을 하는 경우에는 당해 종류의 주식의 주주들의 별도의 총회에 의한 승인이 필요함을 규정하고 있다(제242조(b)항(2)호).

## 3. 충실의무(fiduciary duty)

발행회사의 이사는 두 부류의 주주 각각에 대해 충실의무를 부담하는데, 하나의 사업부문이나 자회사에 유리한 행위가 다른 사업부문이나 모회사에는 불리한 경우가 발생하면 충실의무가 충돌하는 곤란한 상황에 처하게 된다. 이러한 문제는 이사가 발행회사의 주식을 보유하는 경우에는 기존의 보통주만을 가지고 있는가 아니면 트래킹스톡을 가지고 있는

47) Sparks, III & O'Neill, 앞의 논문, pp. 208-209.

가, 양자를 모두 가지고 있다면 그 보유비율이 어떠한가에 따라 충성의무(duty of loyalty)의 문제가 발생한다. 그러나 기존의 충실의무(fiduciary duties of care and loyalty) 법리 및 이에 관한 경영판단의 원칙(business judgement rule) 즉, 이익충돌이 없는 이사가 적절한 정보에 기하여 선의의 판단을 한 경우에는 이사가 책임을 지지 않는다는 원칙은 트래킹스톡의 고유한 이익충돌 문제에 대해서는 해결책을 제시하여 주고 있지 못하다고 비판되고 있다.<sup>48)</sup>

### (1) 주의의무(duty of care)의 문제

미국에서는 권리내용이 다른 수종의 보통주를 발행할 수 있고, 발행되어 왔다. 그러나 지금까지 전통적인 수종의 보통주의 주주간에는 경제적 이해관계에 있어서의 이익충돌은 없었지만, 트래킹스톡이 발행된 경우에는 그렇지 아니하다는 점에서 차이가 난다. 전통적인 수종의 보통주는 법적인 권리의 내용에는 차이가 나지만 경제적 측면에서는 수종의 보통주 모두 회사 전체의 업적에 따라 이익이 결정된다는 점에서는 공통점을 가지고 있고, 따라서 경제적 이해관계의 충돌은 존재하지 않는다. 이 점은 사업이 다각화되어 있는 회사의 경우에 있어서도 마찬가지이다. 예를 들어 C회사에서 의결권 수가 차이나는 두 종류의 보통주를 발행하고 있고 A사업과 B사업 두 가지 종류의 사업을 영위하고 있다고 가정해보자, 이사회가 A사업의 이익을 10만㎞ 증가시키고 B사업의 이익을 5만㎞ 감소시키는 결정을 하건, 또는 반대로 B사업의 이익을 10만㎞ 증가시키고 A사업의 이익을 5만㎞ 감소시키는 결정을 하건 수종의 보통주의 주주의 이익에는 영향이 없다. 반면에 트래킹스톡을 발행한 경우에는 경제적 이해관계의 충돌이 발생한다. 위의 예에서 A사업을 대상으로 하는 트래킹스톡과 B사업을 대상으로 하는 트래킹스톡이 발행되었다면 이사회가 어떠한 결정을 하는가에 따라 한 종류의 트래킹스톡의 가치는 증가하고 다른 종류의 트래킹스톡의 가치는 감소하게 된다. 따라서 트래킹스톡을 발

---

48) 트래킹스톡을 발행한 회사의 이사의 충실의무에 대해서는 Hass, 앞의 논문을 참고하였다.

행한 회사의 이사는 서로 다른 경제적 이익을 가지는 둘 이상의 종류의 주주를 만족시켜야 한다는 딜레마에 봉착하게 된다.<sup>49)</sup>

### (2) 이사의 충성의무 문제(directorial loyalty concerns)

그뿐만 이익충돌 문제는 트래킹스톡을 발행한 회사의 이사가 회사의 주식종류별 비율과 다른 비율로 주식을 가지고 있는 경우에는 이사의 충성의무와 관련하여 더욱 문제가 된다.<sup>50)</sup> 즉 예를 들자면 트래킹스톡을 발행한 TS Corp.이 Group X에 연동된 주식을 3백만주 발행하고, Group Y에 연동된 주식을 1백만주 발행하여 주식 수의 비율이 3:1인데 반하여, 이사 A는 Group X 주식을 5만주, Group Y 주식을 1천주 보유하여 그 비율이 50:1인 경우를 상정할 수 있다. 이러한 경우 이사 A는 Group X 주식의 가치를 증가시키는 행위를 함으로써 이익을 얻을 수 있고 Group Y 주식의 가치를 증가시킬 유인이 없으므로, 이러한 불균형적인 주식보유(disproportionate equity position)는 본질적으로 충성의무의 문제를 야기한다. 불균형적인 주식보유를 하고 있는 이사가 자신이 비율적으로 주식을 더 많이 보유하고 있는 사업부문을 우대하는 결정을 내리는 경우에는 개인적 이익 때문에 그와 같은 결정을 내렸다고 공격당할 우려가 있다.

또한 불균형한 주식보유를 하지 않는 경우에도 충성의무의 문제가 발생할 여지가 있다. 어떠한 사업그룹의 경영을 책임지는 집행임원(executive officer)을 발행회사의 이사로 선임하는 경우에는 이사의 보수는 대개 특정 사업그룹의 성과에 연동되어 있는 경우가 많기 때문이다.

### (3) 기존의 충실의무(fiduciary duty)법리의 한계 논의

기존의 주의의무법리에 의한다면 예를 들어 트래킹스톡을 발행한 회사의 이사회가 발행회사의 각 대상사업부문에 대하여 자금을 배분하는 결

49) Hass, 앞의 논문, p. 2119.

50) 보통주를 대량으로 보유하고 있는 이사가 우선주주에 비하여 보통주주를 우대하는 결정을 하는 경우에도 동일한 문제가 발생한다.



정을 하는 경우, 이사회가 절차적인 측면에서 이사회 전에 자료를 충분히 검토하였고 실제적인 측면에서도 예상수익률이 더 높은 사업에 투자하기로 결정하는 것은 합리적인 결정이라고 할 수 있으므로 이사회의 결정은 경영판단원칙(Business Judgement Rule)에 의해 보호를 받을 수 있다는 결론이 된다. 이러한 결론은 다각화된 사업을 하는 회사가 전통적인 보통주만을 발행한 경우에는 문제가 없지만, 트래킹스톡의 경우에는 자금배분에서 배제된 사업부문을 대상으로 하는 트래킹스톡의 주주는 손해를 보게된다는 주주간의 불공정 문제가 발생한다. 이와 같이 기존의 주의의무법리로는 이러한 주주간의 불공정문제에는 해결책을 제시하여 주고 있지 못하다.

그리고 기존의 충성의무 법리는 회사를 전체로서 파악하여 회사와 이사의 이익충돌의 경우를 다루고 있으므로, 회사 중에서 일부 사업그룹의 이익을 이사가 자신의 불균형적인 지분비율에 따라 우선시키는 문제는 해결하지 못한다. 또한 일부 주법에 의하면 이익충돌거래에 대해 주주총회의 승인을 얻으면 일응 거래가 공정한 것으로 보는데, 이 경우 트래킹스톡을 발행한 회사에서는 모든 주주가 결의하여야 하는가 아니면 이익충돌 거래가 관련된 사업그룹의 트래킹스톡의 주주만이 결의하여야 하는지의 문제도 또한 불분명하다.

#### (4) 새로운 기준 - 공정의무(duty of fairness)의 제시

새로운 기준으로서 Hass는 트래킹스톡 지분구조에서 발생하는 문제에 대해서 공정의무를 성문법 또는 판례법으로 규정할 것을 주장한다. 공정의무 기준은 트래킹스톡을 발행한 회사의 이사회가 경영판단원칙을 방패삼아 특정한 그룹 및 이에 연동하는 트래킹스톡의 주주의 이익을 적절하게 고려하지 못하는 방향으로 권한을 행사하여서는 안된다는 것을 의미한다.<sup>51)</sup>

Hass에 의하면 공정의무기준은 특정한 사업그룹과 관련하여 권리가 정해지는 수종의 주식을 발행한 회사에 있어서 각 사업그룹에 동일하지

---

51) Hass, 앞의 논문, p.2165.

않은 영향을 미치는 이사회 결의이라고 하더라도 일단은 공정하고 합리적인 것으로 추정한다. 결의에 이의를 제기하는 주주가 이러한 추정을 반복하기 위해서는 ①이해관계 없는 이사의 과반수 또는 위원회의 이해관계 없는 위원의 과반수의 결의에 의하지 아니하였다거나 ②결의 전에 이사회나 위원회가 정보에 기한 경영판단을 하기에 필요한 정보를 수령하여 검토하지 아니하였다거나 ③이사회나 위원회가 정보에 기초하여 결의 당시 당해 결의가 각 사업그룹과 이에 연동된 주주에 대하여 공정하고 합리적이라는 것을 합리적으로 믿지 않았다는 것을 입증해야 한다. 이 경우 이해관계 없는 이사란 ①사외이사 또는 ②업무담당이사이지만 종류를 불문하고 거래가액이 10만달러 미만으로 주식을 소유한 경우 또는 회사가 발행한 모든 종류의 주식을 발행주식 수의 비율로 소유하고 있는 이사를 의미한다.

추정이 반복된 경우에도 이사가 다음의 요건을 입증하면 책임을 면한다. 즉, ①각 종류의 주식의 과반수 이상을 소유한 주주가 정보에 기한 판단을 하기에 필요한 정보를 수령한 후 선의로 당해 이사회결의를 승인한 경우 또는 ②당해 결의가 승인되었을 당시 당해 결의가 각 사업그룹 및 이에 연동된 주식의 주주에 대하여 공정하고 합리적인 경우(이 때 공정성과 합리성의 입증은 이사가 하여야 한다)에는 다시 구제가 된다.

## (5) 판례

트래킹스톡의 경우 이사의 충실의무의 범위에 관해서는 최근 델라웨어주 회사법법원에서 2건의 판결이 내려졌다. 트래킹스톡의 경우에는 전통적인 경영판단의 원칙이 적용되어서는 안된다는 주장이 있지만, Delaware주 법원에서는 수종의 주식이 tracking stock인 경우와 그렇지 아니한 경우, 예를 들자면 우선주주와 보통주주간의 이익충돌의 경우를 구별하지 않고 동일한 충실의무 법리에 의해 규율하고 있다.

Solomon v. Armstrong<sup>52)</sup> 사건은 GM의 100% 자회사인 Electronic Data System(EDS)을 분리(split-off)시키는 결정에 대해 GM의 트

52) C.A. No. 13515, chancery, C. (Del. Ch. Mar. 25, 1999)(Sparks, III & O'Neill, 앞의 논문, pp. 205, 211-215에서 재인용)

래킹스톡 주주들이 이사의 충실의무 위반을 주장한 사건이었다. GM은 각 종류의 주주간의 이익충돌을 조정할 목적으로 이사들로서 소위원회를 구성하였다. 위원회는 GM의 임원으로 구성된 GM 팀과 EDS의 임원들로 구성된 EDS팀을 구성하여 양 팀간에 분리의 조건을 협상하도록 하였다. GM팀은 GM의 1-2/3 보통주와 GM Class H 보통주의 이익을 대변하고, EDS 팀은 EDS의 업적에 연동되는 트래킹스톡인 GM Class E 보통주의 이익을 대변하였다. 양 팀간의 협상 끝에 위원회는 분리가 GM과 GM의 각 종류의 주주의 이익에 부합하고 공정하다고 결론을 내려서 이사회는 분리를 결의하였다. GM Class E 보통주는 EDS의 주식과 1:1로 교환하는 것이 제안되었다. GM의 정관에는 EDS를 양도하는 경우에는 GM Class E 보통주를 프리미엄부로 GM의 1-2/3 보통주로 전환할 수 있다고 규정되어 있었으므로, 거래를 성사시키기 위해서는 정관변경에 대한 GM Class E 주주의 동의가 필요하였다, 이에 따라 GM 1-2/3 보통주 및 GM Class E 보통주의 별개의 투표에 의한 동의 및 기타 종류의 보통주들의 전체투표에 의한 동의를 얻었다.

원고는 이사의 충실의무 위반을 주장하였는바, Delaware주 회사법원은 경영판단법칙의 적용여부의 판단에서 트래킹스톡에 대한 별도의 고려를 하지 않았다. 원고는 사외이사가 GM의 1-2/3 주식을 불비례적으로 소유하고 있었기 때문에 서로 다른 트래킹스톡의 대상인 회사의 사업부문을 분리하는데 대하여 개인적으로 재산적 이해관계를 가지고 있었고 따라서 분사의 조건을 공정하게 고려할 수 없었으므로 경영판단의 원칙이 적용될 수 없다고 주장하였다. 그러나 이사는 수종의 주식간의 이익충돌을 조정해야하는데 이사의 대다수가 한 종류의 주식을 다른 종류의 주식보다 많이 가지고 있다는 사실이 반드시 이사의 선의(good faith) 또는 충성의무(loyalty)의 위반을 의미하는 것은 아니라고 판시하였다. 또한 이사와 회사의 금전적 이익충돌을 원인으로 이사의 의무위반을 주장하는 당사자가 그 이익이 당해 이사에게 중요하다는 것을 입증해야 한다는 점은 확립이 되어 있는데, 이 사건에서 원고는 중요성을 입증하지 못하였다는 이유로 원고의 청구를 기각하였다. 즉, 이해관계 없는 이사들이 위원회를 구성하여 조건을 협상함으로써 절차적 공정성을 구비하였으

므로 경영판단원칙이 적용된다는 것이다.

In re General Motors Class H Shareholder Litigation<sup>53)</sup> 사건은 GM의 자회사인 Hughes Electronics(이하 Hughes)의 구조재편에 관한 사건이었는데, 트래킹스톡의 주주의 정관상 규정된 권리가 침해되었는가 및 이사의 충실의무 위반이 있었는가와 이사회가 주주에 대한 공시의무를 위반하였는가가 문제되었다. 사안은 다음과 같다. 금융서비스업을 영위하는 Hughes는 GM이 지분을 100% 가지고 있는 자회사였는데, Hughes Defense(이하 Defense), Hughes Telecom(이하 Telecom), Delco Electronics(이하 Delco)의 3개의 사업부문으로 구성되어 있었다. GM의 H 보통주는 Hughes Electronics의 업적에 연동되는 트래킹스톡이었다. GM의 이사회는 Hughes를 해체하여 분리시키기(split-off) 위하여, i) Defense를 분리독립시켜 GM의 1-2/3 보통주 주주 및 GM Class H 보통주 주주에게 주식을 배분한후(spin-off), ii) 이를 Raytheon사와 합병을 시키고 Defense의 주주는 Raytheon사 A보통주 주주가 되고 iii) Delco는 GM에게 양도하여 GM의 일부분이 되며 iv) GM Class H 보통주는 Delco의 업적에 연동되는 新GM H 보통주로 교환된다는 것을 내용으로 하는 구조재편을 제안하였다. 이 거래의 결과 GM의 H 보통주의 주주는 Raytheon사의 주주가 되고, GM의 일개 사업부문인 Delco의 업적에 연동되는 트래킹스톡인 新GM Class H 보통주의 주주가 된다. 그런데 GM의 정관에는 Defense와 Telecom 부분의 영업의 실질적 전부를 양도하는 경우에는 GM Class H 보통주 주주는 GM Class H 보통주 주식 시가의 120%에 해당하는 GM의 1-2/3 보통주로 전환할 수가 있다고 규정하고 있었다. Defense와 Raytheon의 합병은 위의 정관규정이 적용되는 영업의 실질적 전부를 양도하는 경우에 속하기 때문에 합병을 위해서는 정관의 변경이 필수적이었다. GM의 이사회는 Defense와 Raytheon의 합병의 승인을 구하면서 동시에 위 정관규정의 삭제에 대한 동의를 구하였는

53) 734 A.2d 611 (Del. Ch. 1999)(Spark, III & O'Neill, 앞의 논문, pp. 211-215 및 黒沼悦郎, “トラッキング・ストックと取締役の責任”, 『商事法務』 No.1595 (2001.5.25)에서 재인용)

바, GM Class H 보통주와 GM 1-2/3 보통주의 별개의 투표에 의한 동의를 취득하여 거래를 완료하였다. 이에 대하여 GM의 Class H 보통주 주주가 정관상의 권리가 침해되었고 이사의 충실의무를 위반하였다는 이유로 집단소송을 제기하였다. 법원은 계약위반 주장에 대해서는 어떠한 종류의 주식의 권리를 변경시키는 정관의 변경은 당해 종류의 주식의 과반수의 승인을 얻으면 가능한데(델라웨어주 일반회사법 242조(b)항(2)호) 투표에 있어서 부당한 위압성 또는 부실표시가 없으면 정관변경은 유효하므로 권리침해가 없다고 판시하였다. 충실의무위반 주장에 대해서는 이사들이 GM Class H 주식보다 GM 1-2/3 주식을 더 많이 가지고 있다는 것이 이사가 공평한 방법으로 충실의무를 다하지 못하도록 할 정도로 대량이라는 사실을 주장하지 않았고, 이사가 개인적 이유 없이 단순히 거래의 대가를 배분하는 경우 어떠한 종류의 주주에게 보다 유리하게 하였다는 주장만으로는 충성의무위반으로서는 부족하다고 판시하였다. 법원은 GM Class H 주주가 Hughes에 대하여 연동이익을 가지고 있다는 것을 이사가 보통주주와 우선주주의 이익을 교량하지 않으면 안되는 경우와 구별하지 않았다.

#### 4. 이익충돌조정을 위한 실무관행

이익충돌이 발생하는 대표적인 부분은 회사의 자원을 그룹간에 어떻게 배분할 것인가, 공동경비를 그룹간에 어떻게 부담할 것인가, 한 그룹에는 이익이 되지만 다른 그룹에는 손해가 되는 정부정책이나 법안을 지지할 것인가, 각 종류의 트래킹스톡에 대한 배당을 어떻게 할 것인가, 그룹간의 거래 조건을 어떻게 정할 것인가, 트래킹스톡의 발행을 통해 조달한 자금을 그룹간에 어떻게 배분할 것인가 등이다.

트래킹스톡을 발행하는 회사에서도 이와 같은 이익충돌의 문제를 인식하고 있으므로, 트래킹스톡에 대한 경영 및 분배 방침(management and allocation policies)을 정하고 있다.<sup>54)</sup> 이러한 방침은 일반적으로 비용과 수익을 각 그룹에 어떻게 배분할 것인가는 방법이 합리적이어

54) Hawthorne, 앞의 논문, p.55.

야 한다는 SAB 55, Topic 1-B에 따라야 하고,<sup>55)</sup> 거래는 대등당사자 간의 협상(arm's length terms)으로 이루어질 것을 요구하고 있다.<sup>56)</sup> 이와 같이 트래킹스톡에 대한 경영 및 분배 정책을 정하고 있지만, 주주총회의 승인 없이 이사회가 이러한 정책을 변경할 수 있도록 하는 것이 일반적이다.<sup>57)</sup>

트래킹스톡에 대한 회계처리 및 공시(reporting)에 대해서는 많은 논란이 있지만, 아직까지 공식적인 방침은 나오지 않고 있다.<sup>58)</sup> 관행적으로는 증권법상 연차보고서 및 분기보고서에 회사전체 및 각각의 그룹의 재무제표를 별도로 첨부하여 제출하고 있다. 각각의 그룹에 대한 별도의 재무제표는 당해 그룹을 대상으로 하는 주식을 보유하는 주주에게 우송되고, 당해 그룹에 관한 재무제표뿐 아니라 전체회사의 재무제표도 주주에게 같이 우송된다. 그룹간의 분배나 거래는 본질적으로 관계인간의 거래이기 때문에 그러한 거래가 중요한 경우에는 Statement of Financial Accounting Standards(SFAS) 57에 따라 공시되어야 한다.<sup>59)</sup> 비용배분의 원칙과 비용배분이 합리적이라는 경영진의 진술은 재무보고서(financial statement)의 주석란에 공시된다.<sup>60)</sup> 비용을 분배하는 방법은 일관성 있게 적용되어야 한다. 등록 이후 비용배분 방법의 변경은 회계의 변경으로 간주될 수 있다.

트래킹스톡의 발행회사들은 일반적으로 사업설명서 등의 공시서류에서 이익충돌의 가능성이 있음을 기재하고 있지만, 이익충돌문제에 대한 해결책을 제시하고 있지는 못하다. 이러한 회사들은 기존의 충실의무법리에 의거하여 결정을 한다면 문제가 없을 것이라고 판단하였으나, 앞에서도 언급한 것처럼 기존의 충실의무법리에서는 주주간 이익충돌의 문제는

55) Peter Wirth & William Reardon, "Tracking Stock For High Tech Companies; Part II", 9 NO.3 Insights 9 (1995.3) p.14.

56) Wirth, 앞의 논문, p.3.

57) 그러나 이러한 변경은 쉽게 이루어지지는 않는다. 왜냐하면 이러한 정책은 트래킹스톡의 발행에 관한 위임장설명서에 기재되기 때문이다. Hawthorne, 앞의 논문, p.55.

58) Wirth & Reardon, 앞의 논문, p.13.

59) 위와 같음.

60) 위와 같음.

해결할 수 없다는 비판도 존재한다.

게다가 이익충돌문제를 인식하는 경우에도 주의의무의 문제가 있다는 것을 지적하는 것으로 그치고 이사의 충성의무문제를 인식하고 있는 경우는 거의 존재하지 않는다. Delaware주의 회사의 경우 이사의 불비례적인 주식소유로부터 발생하는 문제점을 언급한 회사는 하나뿐이라고 한다.<sup>61)</sup>

---

61) Hass, 앞의 논문, p.2139.

## 제 3 장 일본에서의 트래킹스톡의 발행

일본에서는 2001년 최초로 트래킹스톡이 발행되었다. 이는 일본 굴지의 기업인 소니사에 의해 시도되었는데, 100% 자회사인 소니 Communication Network(이하 SCN이라고 약함)를 대상으로 하는 것이었으므로 일본에서는 이를 자회사연동주식이라고 부르고 있다(이하에서는 일본판 트래킹스톡을 자회사연동주식으로 표기한다). 이러한 자회사연동주식은 상법상 정면으로 이를 인정하는 규정이 없는데도 불구하고 발행되었고, 이에 이어서 이를 수용하기 위한 상법의 개정이 논의되고 있다는 점에서 매우 의미가 깊다고 할 수 있다. 이하에서는 일본에서 최초로 발행된 소니사의 자회사연동주식의 발행경과 및 내용과 이의 上場이 가능하도록 하기 위한 규정의 정비에 대하여 고찰한다.

### 제 1 절 일본에서의 트래킹스톡 발행 경과

2000년 11월 20일 메릴린치 증권회사 동경지점은 일본판 트래킹스톡의 상품을 개발하였다고 공표하였고, 같은 날 소니사는 100% 자회사인 소니 Communication Network의 업적에 연동되는 트래킹스톡의 발행을 위한 준비를 개시한다고 하였다. 소니사는 2001년 1월 25일 임시 주주총회에서 이러한 주식 발행을 위해 필요한 정관변경의 승인을 얻고, 동년 5월 15일 이사회가 발행결의를 거친후, 31일에는 발행가액을 결정하는 이사회결의를 하고 6월 19일을 주금납입기일로 정하였다. 이렇게 발행된 신주는 효력 발생일인 20일에 동경증권거래소에 상장되었다.

소니사가 발행한 일본판 트래킹스톡은 일본의 증권시장과 그룹 경영의 특질이 미국과 차이난다는 점을 감안하여 미국에서와는 다른 용도로 기획되었다. 회사내의 사업부문을 대상으로 발행하는 것이 아니라 자회사연동형으로 구성되었다. 자회사 연동주식의 발행과 경제적으로 유사한 효과를 거두기 위해서는 자회사를 공개할 수도 있지만, 자회사를 공개하면 지배권이 희석화 된다는 점, 성장기에 있는 핵심자회사는 트래킹스톡을 발행하는 것이 적당하다는 점 때문에 자회사연동주식으로 발행한 것



이다.<sup>62)</sup>

그 외에도 자회사연동형을 먼저 시도한 이유는 사업부문을 대상으로 하는 트래킹스톡의 발행에는 부문별 회계감사제도의 창설<sup>63)</sup> 및 이에 대한 신뢰양성이 전제가 되어야 하는데 이는 단시간에 이루어지는 것이 아니라는 점을 감안하여 자회사연동형으로 우선 발행실적을 쌓아 신뢰를 쌓아가는 것이 바람직하다는 판단에 기인한 것이었다.<sup>64)</sup>

## 제 2 절 소니사가 발행한 자회사연동주식의 내용

트래킹스톡의 발행에 있어서는 대상자회사와 트래킹스톡 간의 가치가 연동하도록 구조를 설계하는 것이 관건이다. 소니사는 『이익배당, 잔여재산의 분배, 또는 이익소각에 관하여 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있다』는 일본상법 제222조 제1항을 의미를 정관에 내용을 기재하면 내용이 다른 수종의 보통주를 발행할 수 있다는 입장에 입각하여 자회사연동주식의 내용을 구성하였다. 이하에서는 소니사의 정관상 자회사연동주식의 권리내용에 대하여 고찰한다.

### 1. 이익배당

자회사연동주식에 대한 배당은 기본적으로 대상자회사인 SCN의 이익배당액과 기본적으로 동일한 액수를 배당하는 것으로 하고 있다. 소니사 정관 제10조의2에 의하면 이사회가 보통주에 대한 이익배당금의 지급을 포함한 이익처분안을 SCN의 정기주주총회에 제출하여 승인을 얻은 경우에는 소니의 보통주주보다 우선하여 자회사연동주주에게 소정의 배당이 지급된다. 배당금액은 SCN의 이사회가 제안한 이익처분안에 있어서 SCN의 보통주식의 1주당 배당금액에 기준비율을 곱한 금액이다. 기준

62) 關谷理記, 5면; 山本 功, 앞의 논문, 6면 (2000.11)

63) 현재 일본에서 segment 정보는 注記사항에 지나지 않고 별도의 재무제표 작성을 상정하고 있는 것은 아니다.(關谷理記, “子會社連動株式(日本版トラッキング・ストック)の開発”, 『商事法務』 No. 1581 (2000. 12. 15), 11면 각주 10) .

64) 關谷理記, 앞의 논문, 5면 참조.

비율은 자회사연동주식의 수와 SCN 보통주식수가 차이가 나서 이들이 1:1로 대응될 수 없기 때문에 이들의 대응관계를 나타내는 비율로서, 1을 자회사연동주식의 최초발행결의시의 소니의 일단위의 주식수로 나눈 수치이다.<sup>65)</sup> 다만 배당에는 상한을 규정하여 10만엔에 기준비율을 곱한 금액을 넘을 수 없도록 하고 있다.<sup>66)</sup>

SCN에서 이익처분안이 제출되지 않은 경우와 소니의 배당가능이익의 제약과의 관계에서, 자회사연동주주에게 소정의 배당금이 전액 지급되지 않는 경우에는 그 부족액은 다음 기 이후에 누적된다(정관 제10조의3). 또한 자회사연동배당금이 지급되고 난 이후에는 이익배당에 참가할 수 없다(정관 제10조의4). 이처럼 자회사연동주식은 비참가적 누적적 주식으로 구성되었다.

특이한 점은 소니의 보통주주에 대한 배당보다 자회사연동주주에 대한 배당이 먼저 이루어지기 때문에 자회사연동주식은 우선주인 것처럼 보이지만, 자회사의 이사회가 이익처분안을 자회사의 정기총회에 제안할 것을 결의하지 않아 자회사연동주식에 대한 배당이 이루어질 수 없는 경우에도, 소니사는 보통주주에 대하여 이익배당을 할 수 있음을 명시적으로 규정하고 있다(제10조의2 제4항). 이제까지 우선주에 대한 배당이 없으면 보통주에 대한 배당을 할 수 없다는 것은 거의 의문의 여지없이 당연한 것으로 여겨져 왔는데, 이러한 입장에서 본다면 소니사의 자회사연동주식은 우선주로 볼 수는 없게 된다. 따라서 이러한 유형의 주식의 발행이 상법상 가능할 것인가의 문제가 등장한다.

## 2. 잔여재산의 분배

소니사 정관 제10조의5 제1항에서는 모회사인 소니의 해산시 잔여재산에 SCN보통주식이 포함되어 있는 경우에 한하여 자회사연동주주에게

65) 이 기준비율은 정관 제10조의 12에 따라 기준비율은 자회사연동주식과 SCN 보통주식의 분할이나 병합 등 비율에 영향을 미치는 사유가 발행하는 경우에는 적의 조정된다.

66) 현재로서는 1000엔이라고 한다.(黑沼悦郎 “日本におけるトラッキング・ストックに関する論議”, 2001 추계증권법세미나자료집, 한국증권법학회 (2001. 9. 21) 4면, 이하 세미나자료집으로 인용함)

그 지분에 대응한 SCN의 주식 또는 SCN의 주식을 처분하여 얻은 금액을 소니의 보통주주에 우선하여 지급한다고 규정하고 있다. 즉, 자회사연동주식 1주에 대해 기준비율을 곱한 수의 SCN의 보통주식 또는 그 처분에 의하여 얻은 금전을 분배하는 것이다. 제2항에서는 자회사연동주주에 대하여는 제1항의 우선분배액 외에는 잔여재산을 분배하지 않음을 명시함으로써 모회사인 소니의 재산에 자회사연동주식의 가치가 연동하는 것을 단절하였다.

### 3. 상환 및 전환

자회사연동주식이 발행된 경우 상황의 변화에 따라 회사는 자회사변동주식을 없애서 자본구조를 단순화시킬 필요가 있다. 또한 연동의 대상인 자회사의 양도 등과 같이 자회사연동주주의 투자의 성질이 변경되어버리는 경우 자회사연동주주의 이익을 어떻게 보호할 것인가의 문제가 발생하므로, 소니사의 정관에서는 이에 대한 규정을 두고 있다.

#### (1) 임의소각

우선 정관 제10조의6에 의하면 소니사는 언제라도 배당가능이익으로써 자회사연동주식을 매입하여 소각할 수 있다. 이는 자회사연동주주와의 합의에 의한 것이므로 매입상황의 방법을 통한 상환주식으로 구성하면 될 것이다. 자기주식의 취득문제 외에는 법률적으로 큰 문제는 없다.

#### (2) 일제소각 및 일제전환

다음으로 정관 제10조의7 및 제10조의 9에서는 회사의 임의에 의한 자회사연동주식의 소각이나 다른 종류의 주식으로의 전환을 일제소각 및 일제전환이라는 명칭으로 규정하고 있다. 이와 같이 자회사연동주주의 동의를 요하지 않는 일제소각이나 일제전환은 자회사연동주식의 최초발행일로부터 3년이 경과한 후 이사회결의에 의하여 할 수 있다. 일제소각은 시가로 이루어지지만, 일제전환은 프리미엄부로 이루어진다.

일제소각은 종료기준일 즉, 자회사연동주식의 최초의 발행일로부터 3년이 경과한 후의 날로서 소니사의 이사회가 정하는 날에 자회사연동주식 1주에 대하여 기준시가와 동액의 금전을 배당가능이익으로부터 지급함으로써 할 수 있다. 기준시가는 자회사연동주식이 상장 또는 등록되어 있는 일본의 증권거래소 또는 점두등록시장 또는 이에 준하는 해외거래소 또는 시장 중 이사회가 소각결의일에 앞선 45거래일로부터 시작하여 30일간 거래량이 가장 많은 거래소에 있어서의 자회사연동주식의 보통거래의 당해 30일간 매일의 증가의 평균치이다.

일제전환은 자회사연동주식을 소니의 보통주로 전환하는 것을 말하는 데, 일제전환일이나 자회사연동주식의 기준시가를 정하는 방법은 일제소각의 경우와 동일하다. 다만 시가전환을 하는 것은 아니고, 10%의 프리미엄을 붙여서, 자회사연동주식의 기준시가에 1.1을 곱한 액을 소니 보통주의 기준시가로 나눈 수의 소니의 보통주로 전환한다. 일제소각과는 달리 일제전환을 프리미엄부로 구성한 것은 일제전환을 안이하게 선택하지 않도록 하기 위해서인 것으로 보인다. 자회사연동주식을 유리한 조건으로 보통주로 전환하는 것은 보통주주에게는 불리한 거래이므로 보통주주는 그와 같은 거래에 반대할 것이므로, 이와 같은 보통주주의 반대행동을 이용하여 자회사연동주주의 보호를 도모하고자 하는 취지의 규정이다.<sup>67)</sup>

이러한 일제소각이나 일제전환이 현행 상법상 가능한지의 여부가 문제되는데, 소니사는 종류주에 관하여 상환조건이 붙어 있거나 보통주에 의한 대물상환특약이 붙어 있는 것에 지나지 않아 유효하다는 견해 등의 유효설에 입각하여 트레이킹스톡을 발행한 것이다.

### (3) 자본감소규정에 의한 소각

위의 일제소각은 배당가능이익으로써만이 할 수 있는데 반하여, 정관 제10조의 8에서는 일본상법 제375조 이하의 자본감소 규정에 따라 자회사연동주식 전부를 종료기준일 즉, 자회사연동주식의 최초의 발행일로부터

67) 黒沼悦郎, 앞의 논문(세미나자료집), 5면.

터 3년이 경과한 후의 날로서 소니사의 이사회가 정하는 날에 일제소각의 경우 지급해야 하는 기준시가와 동액의 금전을 지급함으로써 강제적으로 소각할 수 있도록 하였다.

#### (4) 일정사유발생시의 강제종료

위에서 언급한 소각이나 전환은 주주의 개별적 동의(임의소각) 또는 집단적 동의(자본감소규정에 의한 소각)를 받든 아니면 회사가 강제적으로 실시하건, 모두 회사의 결정에 의하여 이루어지고, 자회사연동주식 발행 후 3년이 경과하여야 가능하다. 그러나 정관 제10조의 10 및 제10조의 11에서는 일정 사유가 발생하면 회사가 의무적으로 자회사연동주식을 소각하거나 전환할 것을 규정하고 있다. 자회사연동주식에 대한 투자의 성격이 변경되는 경우에 자회사연동주주를 보호하기 위한 것이다.

강제종료사유는 다음과 같다. SCN이 그 총자산의 80% 이상을 양도 또는 처분하는 경우(다만, SCN이 직접 또는 간접적으로 소니가 발행주식 전부를 소유하는 회사에 대하여 처분되는 경우는 제외한다),<sup>68)</sup> SCN이 소니의 자회사가 아니게 되는 경우, 소니사가 직접 소유하는 자회사 주식의 총수가 자회사연동주주가 가지는 자회사연동주식의 총수에 기준 비율을 곱한 수에 미치지 못하는 상태가 3개월 이상 연속한 경우, SCN의 해산결의가 행해진 경우, SCN이 도산절차의 신청을 하거나, SCN에 대해 도산절차의 개시가 결정된 경우, 자회사연동주식이 상장 또는 등록되어 있는 모든 거래소 등에서 상장폐지 또는 등록취소된 경우 등 강제종료사유가 발생한 경우에는 자회사연동주식은 일제소각 또는 일제 전환된다. 소각이나 전환의 방법은 앞의 배당가능이익에 의한 일제소각이나 자본감소규정에 의한 일제소각 또는 일제전환의 방법에 의한다.

이외에도 소니가 보유하는 SCN의 보통주식이 상장 또는 등록되는 경우에도 자회사연동주식은 지체 없이 일제소각 또는 일제 전환된다. 소각

68) 정관상으로는 대상자회사가 직근의 결산기의 연결대차대조표상의 연결총자산의 100분의 80 이상에 해당하는 자산 또는 직근의 결산기에 관한 영업년도의 연결손익 계산서상의 연결매출액에 관해 100분의 80 이상을 감소시키게 될 영업을 양도, 회사 분할의 규정에 의한 승계 기타 방법으로 처분하는 경우를 의미한다.

이나 전환의 방법은 마찬가지로이다. 일제소각 또는 일제전환 대신 자회사 연동주주에게 SCN의 주식을 교환하여 소각할 수도 있다. 이에 따라 자회사인 SCN의 상장 등의 경우 자회사연동주식은 소니사의 보통주식, 현금 그리고 SCN보통주식으로 변환될 수 있다.

#### 4. 의결권

자회사연동주식은 보통주식과 동일하게 1주 1의결권을 가진다. 발행주체는 소니사이기 때문에 자회사연동주식의 주주는 주식가치연동의 대상인 SCN에 대해 의결권을 가지는 것은 아니다. SCN의 회사통치에는 종류주주총회를 통해서만 관여할 수 있다.

### 제 3 절 트래킹스톡 발행을 위한 환경정비

이와 같은 일본판 트래킹스톡의 상장을 가능하도록 하기 위하여 동경증권거래소는 관련규정을 개정함으로써 자회사연동주식 발행환경을 정비하였다. 동경증권거래소는 2000년 12월 19일 업무규정 등의 일부개정에 관하여 이사회결의를 거친 후 행정당국의 인가를 경유하여 2001년 1월 10일부터 시행하고 있다.<sup>69)</sup> 또한 트래킹스톡의 가치를 판단하기 위해서는 종래의 모회사에 대한 정보만으로는 부족하고 연동대상이 되는 자회사에 대한 정보가 필요하므로 공시에 관한 규정도 2001년 5월에 개정하였다.

#### 1. 상장기준

개정된 규정에 의하면 연결자회사(보유율이 100% 미만이라도 된다)의 업적, 배당 등에 따라 주주에게 이익배당을 지급하는 것을 내용으로 하는 종류주를 『자회사연동배당주』로서 정의하고 있다.

69) 상장규정의 내용은 中尾友治, “『子會社連動配當株』を上場対象とするための上場制度の改正”, 『商事法務』 No. 1585 (2001. 2. 5)를 참고함.

자회사연동배당주는 발행회사의 보통주와 마찬가지로 시장에 상장될 수 있다(우선주특례 4조). 자회사연동배당주의 상장심사기준은 발행회사에 대한 기준과 상장의 대상인 자회사연동배당주식에 관한 기준의 쌍방을 만족시켜야 한다. 발행회사에 관한 기준은 ①상장회사일 것 ②자회사연동배당주에 관한 이익배당을 행하기에 충분한 이익을 계상할 가망이 있을 것 ③주식의 내용과 기업내용 등의 공시가 적절하게 행해질 수 있는 상황일 것이 요구되고 있다. 이번 개정으로 우선주와 자회사연동배당주의 쌍방에 적용하는 기준으로서 신설한 기준이다.

상장신청종목인 자회사연동배당주에 관해서는 ①상장주식수가 400만주 이상일 것(종래 우선주에 적용하여 오던 기준과 동일하다) ②자회사연동배당주에 관한 소수특정자의 지주수가 상장시까지 상장주식수의 75% 이하가 될 가망성이 있을 것(종래 우선주에 대해 요구되는 것과 동일한 수준의 유통성 확보의 관점으로부터 상장신청종목의 대주주 상위 10인 및 특별이해관계자가 소유하는 주식의 총수) ③자회사연동주식의 주주수가 일정 수 이상일 것이다. 상장주식수가 1만단위 미만인 경우에는 800명, 상장주식수가 1만단위 이상 2만단위 미만인 경우에는 1,000명, 상장주식수가 2만단위 이상 3만단위 미만인 경우에는 1,200명, 3만 단위 이상 12만 단위 미만인 경우에는 1,200명으로 상장주식수 2만 단위부터 계산하여 상장주식수가 1만단위 증가할 때마다 100명을 가산한 인수, 상장주식수가 12만 단위 이상인 경우에는 2,200명 ④주권이 적절하게 작성되어 있을 것 ⑤공익 또는 투자자보호의 관점에서부터 상장이 적당하지 않다고 인정되지 않을 것 등이다.

## 2. 정보공시

자회사연동주는 모회사의 주식이지만 자회사의 업적에 가치가 연동되므로 투자판단을 위해서는 종래의 보통주식의 경우에 요구되는 정보와는 달리 연동의 대상인 자회사에 대한 정보를 제공할 필요가 있다. 이에 따라 유가증권신고서와 상장신청을 위한 유가증권보고서(법정 공시서류인 유가증권신고서의 기재양식에 준하여 기재되는 서류)의 기재사항에 관하

여 규정하고 있는 기업내용개시부령도 개정되었다.

기재사항은 주식의 내용, 배당정책, 강제상환 또는 강제전환에 관한 방침, 대상자회사의 배당정책, 발행자 및 기업그룹의 재정상태 및 경영성적 등에 관한 중요사항, 기타 (상환 또는 전환시의 세제상의 취급 등 포함)이다. 유가증권보고서에 기재되는 재무제표 등에 관하여서는 증권거래법의 감사증명에 관한 규정에 따라 감사법인 등이 작성한 감사보고서가 첨부될 것을 전제로 하고 있다.

즉, 자회사는 공개회사가 아니지만 자회사연동주식의 경우에는 공개회사와 같은 정도의 공시가 요구되고 있다. 또한 자회사연동주식은 그 권리내용이 무엇인가가 중요한데 권리내용은 정관에 기재되어 있고 정관은 유가증권신고서나 유가증권보고서의 첨부서류로 되어 있지만, 이를 보는 사람이 많지 않으므로 별도로 유가증권신고서나 보고서에 기재할 하도록 한 것이다.<sup>70)</sup> 또한 권리내용 외에도 배당정책이나 기타 재무정책에 대한 공시를 함으로써 자회사연동주식의 장래에 대한 불확실성을 감소시키고자 한다.<sup>71)</sup>

이와 같은 발행시의 정보공시 외에도 정기적 또한 수시로 정보를 공시할 것이 상장규정에 의해 요구되고 있다. 상장자회사연동배당주의 발행인은 보통주를 상장하고 있는 회사이므로 이미 회사정보의 적시공시에 관하여 거래소 규칙을 준수할 의무가 있다. 이와 같은 통상의 정보공시에 더하여 자회사연동배당주의 성격 등에 비추어 투자판단에 중요한 영

70) 소니사 자회사연동주식의 유가증권신고서를 보면 모집요항 중에 자회사연동주식의 내용이 상세하게 기재되어 있고, 또한 『사업의 개황 등에 관한 특별기재사항』 항목에 자회사연동주식에 특유한 리스크가 기재되어 있다. 예를 들면 i) 자회사연동주의 대상 자회사와의 연동성이 완전하지 않고, 자회사연동주의 주가는 모회사의 업적에 의해 영향을 받을 가능성이 있다는 점 ii) 자회사연동주는 자회사에 대한 의결권이 없고, 자회사연동주의 주가에 악영향을 미치는 사유를 자회사연동주주가 저지할 수 없는 경우가 있다는 점 iii) 자회사연동주는 주주의 의사에 관계없이 소각되거나 또는 보통주식으로 전환되는 경우가 있다는 점 등이 리스크로 기재되어 있다.(黒沼悦朗, 앞의 논문(세미나자료집), 7면).

71) 소니의 유가증권신고서를 보면 i) 배당정책에 관하여는 자회사가 내부유보의 충실을 우선하여, 당분간 배당은 실시하지 않을 방침이라는 점 ii) 발행으로부터 3년이 경과한 직후에 강제상환 또는 강제전환에 의하여 자회사연동주식을 종료시킬 예정은 없다는 점이 공시되어 있다.



향을 미친다고 생각되는 항목에 관한 공시가 요청되고 있다(우선주특례 4조의5). 구체적으로는 ①대상자회사의 업무집행기관이 대상자회사의 운영·업무 또는 재산 또는 자회사연동배당주에 관한 중요사항을 결정한 경우 및 대상자회사의 운영·업무 또는 재산 또는 자회사연동배당주에 관하여 중요한 사실이 발생한 경우 ②대상자회사에 대한 결산의 내용 및 대상자회사의 매출액, 경상이익 또는 순이익 또는 이익배당이나 중간배당에 관하여 공표된 최근의 예상치에 투자판단에 중요한 영향을 미치는 차이가 발생한 경우 ③대상자회사의 연결자회사에 관계된 결정사항이나 중요사실 발생 ④자회사연동배당주에 강제상환 또는 강제전환할 수 있는 조항이 있는 경우에는 그 방침을 결산 발표시에 정기적으로 개시할 것 및 당해 방침에 관하여 변경을 결정한 경우에는 그 내용을 개시하여야 한다. 또한 내부자거래규제와 관련하여 중요사실 등의 공시가 대상자회사 및 연결자회사에 관하여서도 요구되고 있다. 대상자회사의 결산정보와 업적예상의 수정에 관하여서도 마찬가지로 공시가 요구되고 있다.

## 제 4 장 일본의 상법개정 중간시안

일본에서는 소니사의 트래킹스톡의 발행을 계기로 상법개정의 논의가 진행되었다. 트래킹스톡 발행은 발행의 근거를 마련하기 위한 법개정보다 실무가 앞섰다는 점이 종래 일본에서의 논의 진행방향과 비교하여 특색이 있다. 상법개정안은 트래킹스톡 발행의 근거를 정면으로 인정하는 것을 그 주요 내용 중의 하나로 하고 있다. 기존의 한정적인 해석을 완화하는 규정을 둬으로써 자금조달 수단을 다양화를 도모하였다는 점에서 우리 나라에 시사하는 점이 크다고 생각된다. 따라서 이하에서는 그 내용에 대하여 고찰한다.

### 제 1 절 상법개정시안의 경과

법제심의회 회사법부회는 2001년 4월 18일 『상법 등을 일부 개정하는 법률안요강 중간시안』을 공표하였다. 법제심의회 회사법부회는 2000년 9월 6일에 법제심의회 상법부회를 개최하여 기업간의 국제적 경쟁의 격화, 컴퓨터 네트워크의 보급, IT혁명이라고 불리는 정보기술의 혁신, 간접금융에서 직접금융으로의 이행, 신규기업의 자금조달의 수요 증대 등 회사를 둘러싼 사회경제적변화에 대응하기 위하여 ①기업통치의 실효성 확보 ②고도정보화사회에의 대응 ③자금조달수단의 개선 ④기업활동의 국제화에의 대응 등을 중심으로 회사법의 대폭적인 개정문제를 검토할 것을 결정하였다. 중간시안에 대해서는 의견 조회를 거쳐 2001년 가을 임시국회에서 스톡옵션제도의 개선과 주주총회소집통지의 전자화 등을 내용으로 하는 상법개정안을, 2002년 정기국회에서 회사법제의 대폭적인 재검토를 내용으로 하는 상법개정안을 각각 제출할 것이 예정되어 있다. 여기서는 중간시안 중 주식관계에 대한 부분에 대해 살펴보기로 한다.<sup>72)</sup>

72) 중간시안에서는 주식에 관한 부분 외에도 기관 관계, 계산 및 공시 관계 등에 대해서도 안을 제시하였다. 기관 관계에서는 주주제안권 행사기간을 주주총회 전 8주간으로 늘리고, 주주총회특별결의 정족수를 완화하고, 자회사주식의 양도에 대해서도 영

## 제 2 절 중간시안의 주요 내용

### 1. 수권주식수에 관한 제한 완화 및 신주발행규제의 재검토

#### (1) 양도제한회사의 수권주식수에 관한 제한의 완화

우리 상법에서는 회사설립시 발행하는 주식의 총수가 발행예정주식 총수의 4분의 1 이상이어야 한다는 제한이 삭제되었지만, 일본에서는 여전히 이러한 제한을 하고 있다. 중간시안에서는 이를 완화하여 주식의 양도에 관하여 이사회가 승인을 요한다는 정관의 정함이 있는 회사(이하 양도제한회사라고 함)에서는 이러한 제한을 삭제하는 것으로 하였다.

설립시뿐 아니라 정관변경시에도 회사가 발행하는 주식의 총수는 발행제주식총수의 4배를 초과하여 증가할 수 없지만, 다만 양도제한회사에서는 그러하지 아니하다.

#### (2) 신주발행규제의 재검토

양도제한회사에서 신주를 발행하는 때에는, 발행하는 주식의 액면·무액면 여부, 종류 및 수에 관하여 주주총회특별결의를 얻어야 한다. 미국에서는 증권거래소의 자주규제로서 주주의 이익에 중대한 영향을 미칠 수 있는 신주발행에 관하여 총회결의를 요하는 규칙을 채택하고 있다.

---

업양도와 마찬가지로 규제를 하고, 총회소집절차를 간소화하고 주주총회 및 이사회 의사결의를 도입하고, 이사에게 업적연동형보수를 지급하는 경우 주주총회에서 보수의 내용을 정하고, 경영위원회제도를 신설하며, 『주식회사의 감사 등에 관한 상법의 특례에 관한 법률(이하 상법특례법이라 약함)』상의 대회사에 대하여 사외이사의 선임 의무를 부과하고, 특례법상의 대회사 이외의 주식회사에서 정관으로 회계감사인의 감사를 받는 것으로 정한 경우에는 대회사에 관한 규정을 적용하며, 회계감사인의 회사에 대한 책임에 대해 주주대표소송을 제기할 수 있도록 하고, 대회사에서 회계감사인 및 감사의 적법조건이 있는 때에는 이익처분안에 관하여 주주총회의 승인을 얻지 않을 수 있도록 하고, 대회사는 정관으로 감사위원회, 보수위원회 및 집행임원제도를 둘 것을 정할 수 있도록 하였다. 회사의 계산 및 공시 관계에서는 자산평가에 관한 규정 정비, 상법특례법상의 대회사에 관하여 연결계산서류의 도입, 대차대조표 등의 공개를 제안하였다. 기타 현물출자, 재산인수 및 사후설립의 목적이 재산의 가액의 증명, 회사운영의 전자화, 자본감소절차의 합리화 등에 대해서도 시안을 제시하였다.

예를 들자면 NYSE의 Company Manual 312.03(c)는 발행주식의 수 또는 의결권의 20%를 초과하는 신주발행(주식에의 전환권이 있는 증권, 옵션의 발행 등도 포함)의 경우에 주주총회결의를 요구한다. 그러나 현금을 대가로 하는 공모의 경우라면 주주총회결의를 요하지 않는다. 또한 이와 별도로 지배권의 이전이 수반되는 주식발행에도 총회결의가 요구된다(312.03(d)).

## 2. 수종의 주식

중간시안은 자금조달수단의 다양화 필요성에 대응하여 종류주식제도에 관한 규제를 대폭적으로 완화하였다. 자금조달수단의 다양화는 업계의 오랜 기간에 걸친 요청이 있었던 사항이고, 1990년 우선주식에 관한 개정이 이루어지기도 하였다. 이번 중간시안은 종래에는 인식하고 있지 않던 필요성, 즉 트래킹스톡과 벤처기업에의 투자를 염두에 둔 제안이 포함되어 있다.

### (1) 의결권의 유무에 관하여 내용이 다른 주식의 허용

현행 일본상법 제222조 제1항에 의하면 종류주식으로서 내용에 차이를 두는 것은 배당, 잔여재산의 분배 또는 이익으로써 하는 주식의 소각으로 한정된다. 우리 상법에서는 상환주식은 우선주에 관해서만 발행할 수 있는데 반하여 일본상법에서는 상환주식은 보통주의 한 종류로서 발행될 수 있다는 점이 차이이다. 그러나 무의결권주식은 배당우선주에 관하여서만 허용하고 있다는 점은 우리나라나 일본에서 모두 마찬가지이다. 이처럼 무의결권주식은 종류주식이 아니라 배당우선주식이라는 특정의 종류주식에 부여된 속성에 불과하였으나, 중간시안은 종류주식으로서 내용에 차이를 두는 것에 의결권도 추가하여 규정함으로써 종류주식의 일종으로 하였다. 정관의 정함에 따라 무의결권 보통주를 발행할 수 있게 된 것이다. 이와 관련하여 우선배당이 없으면 의결권이 부활하는 제도(일본상법 제242조 단서, 동조 2항)도 삭제되었다(중간시안 주1). 무의결권주식의 총수는 현행일본상법에는 발행주식총수의 3분의 1을 초과

할 수 없는데(일본상법 제242조3항), 이 제한도 2분의 1로 인상하였다(중간시안 제2 四). 더욱이 현행 일본상법은 특정의 결의사항에 관하여만 의결권이 없는 무의결권주식을 발행하는 것이 가능한가가 명확하지 않지만, 중간시안에서는 의결권이 없는 종류의 주식을 발행하는 경우에는 정관으로 그 주주가 의결권을 가지게 되는 조건 또는 특정의 사항에 관하여 의결권을 행사할 수 있다는 뜻을 정할 수 있다고 규정하였다(중간시안 제2 三)

### (2) 우선배당액 규정의 탄력화

우리나라에서는 배당우선주의 우선배당액의 최저한을 정관에 기재하여야 하지만 일본에서는 상한을 정관에 기재할 것이 요구되고 있다. 이 경우 특정의 재무지표 등에 연동시킨 우선배당액의 산정방식과 같은 기제가 허용되는가에 대하여 의문이 있었다. 이 점은 최근 트레이킹스톡을 배당우선주식 형태로 발행하려고 한 경우에 실제로 문제가 되었다. 중간시안은 신정방법만을 정하는 것으로 충분하다고 규정함으로써 이 문제를 명시적으로 해결하였다. 다만 중간시안도 정관에 기재만 된다면 어떠한 산정방법도 적법하다는 것은 아닐 것이다. 예를 들자면 산정방법이 이사회가 임의로 결정할 수 있는 수치에 연동시키는 것이라면 법이 우선배당액을 정관에 기재시키는 취지와는 관계에서 적법성이 문제될 여지가 있을 것이다.<sup>73)</sup>

### (3) 종류주주에 의한 거부권

중간시안에서는 수종의 주식의 경우에는, 상법 또는 정관의 정함에 따라 주주총회 또는 이사회에서 결의하여야할 사항에 관하여, 정관에서 그 결의 외에 어떠한 종류의 주주의 총회 결의를 요한다는 사항을 정할 수 있다고 규정하였다(중간시안 제2). 특정 종류의 주주에게 거부권을 부여할 수 있도록 한 것이다. 다만 다음 사항에 관해서는 그러하지 아니하다. ①제237조제3항 및 제238조 규정에 의한 감사인의 선임 ②이사 선임

73) 藤田友敬, 앞의 논문, 20-21면 각주 7.

및 해임 ③감사 및 회계감사인의 해임 ④주식의 양도에 관한 이사회 승인 ⑤회사의 청산에 관한 사항. 이 외에도 특정 종류주주의 거부권이 부여될 수 없는 사항을 더 규정하여야 할 것인가에 대해서는 더 검토하기로 하였다(중간시안 제2 주2) 다만 ②에 관련하여서는 특정 종류의 주주가 이사의 선임·해임을 할 수 있다는 규정을 정관에 두는 제도가 별도로 규정되어 있다(중간시안 제4).

현행법에서도 일정 경우 종류주주총회를 여는 것이 법률에 의하여 요구되고 있고, 정관에 의하여 특정의 결정에 관하여 종류주주총회의 결의를 요하도록 하는 것도 가능할 것이다. 또한 벤처기업 등에서는 주주간 계약에 의하여 특정한 중요한 경영사항에 관하여 거부권을 설정하는 것도 자주 볼 수 있다. 그러나 주주간 계약의 경우에는 이를 위반한 결의의 효력은 반드시 부정되는 것이 아니다. 또한 주주간 계약의 유효성 자체에 대해서도 의문이 없는 것은 아니다. 또 정관에 의하여 종류주주총회를 요하도록 하는 것이 가능한 경우에 관해서도 한계가 없는 것인가가 문제될 수 있다.<sup>74)</sup> 개정시안은 이러한 문제를 해결하기 위한 것이다.

#### (4) 기타 검토사항

수종의 주식을 발행한 결과 회사의 운영에 현저한 지장이 있는 경우 또는 이러한 사태가 발생하는 것을 회피하기 위하여 수종의 주식의 권리 내용을 일제히 정리하는 수단을 둘 것인가에 관해서는 다수과주주의 남용 위험성도 고려하여 검토하기로 하였다(중간시안 제2 주3).

### 3. 전환주식

#### (1) 전환의 효력발생시기

우선 주주명부폐쇄기간 중에도 전환청구를 인정하면서 의결권은 폐쇄기간 만료시에 전환이 있는 것으로 본다(제3—, 二).<sup>75)</sup> 종래부터 전환사

74) 藤田友敬, 앞의 논문, 13면.

75) 이에 따라 일본 현행상법 제22조의5 제3항 (주식의 전환의 청구는 제224조의3 제1항의 기간(주주명부폐쇄기간) 내에는 할 수 없다)은 삭제한다(제3 주1).

채에 관해서는 유사한 규율이 있었다(일본상법 제341조의61항).<sup>76)</sup>

전환주식에 관하여 이익 또는 이자의 배당에 관하여 전환을 한 때가 속하는 영업년도 또는 그 전 영업년도의 말에 전환이 있었던 것으로 볼 것인가에 관해서는 발행결의에서 정할 수 있도록 하였다(제3 주3). 현행 상법에서는 정관에서 규정할 수 있도록 하고 있는 것을(일본상법 제222조의6) 발행결의에서 정할 수 있도록 한 것이다. 종래에 전환사채에 관해서는 제222조의6을 준용하면서, 신주인수권부사채에 대해서는 이사회에서 정할 수 있도록 하는 것(일본상법 제341조의8 제2항 제7호)과의 불균형이 지적되어 왔는데 중간시안은 전환사채, 전환주식의 경우에 관해서도 정관의 규정이 불필요하다는 형으로 통일한 것이다.<sup>77)</sup> 기준일 이후의 전환주식 및 전환사채의 전환 등에 의하여 발행한 주식의 의결권에 관한 규정의 요구에 관해서는 더 검토하기로 하였다(제3 주2).

## (2) 일제전환조항

중간시안은 회사가 수종의 주식을 발행한 경우에는 정관으로 특정한 종류의 주식을 다른 종류의 주식으로 전환한다는 뜻을 정할 수 있음을 명시하였다(중간시안 제3 二). 종래 상법상의 전환 규정은 주주 측이 행사하는 전환권에 관한 것이었다. 종래부터 특정 종류의 주식이 일제히 다른 종류의 주식으로 전환되는 것(예를 들자면 우선주가 일정한 시기에 보통주로 전환되는 등)도 종류주식의 내용(우선적 내용에 관한 해제조건)으로서 발행시에 정할 수 있다고 해석하여 왔는데, 중간시안은 정관에서 정할 수 있음을 명문으로 규정한 것이다.<sup>78)</sup>

76) 다만 일본 현행 상법 제341조의6제1항이 「주주는 의결권을 가지지 않는다」로서 폐쇄기간 만료시 혹은 총회종결시까지 주주이지만 의결권이 없다고 하는데 대하여, 중간시안은 의결권에 관해서는 그 시점에서 전환이 된 것으로 본다고 하는 형식적 차이가 있다. 현행 341조의6 제1항과 같은 형태는 예를 들자면 당해 주식은 특별다수결의 정족수의 계산(제343조)에 있어서는 산입되는가라는 해석문제를 야기할 가능성이 있다는 점을 고려한다면 중간시안과 같은 규정이 더 우월하다고 볼 수 있을 것이다.(藤田友敬, 앞의 논문, 21면 각주 8)

77) 藤田友敬, 앞의 논문, 14면.

78) 藤田友敬, 앞의 논문, 14면.

## 4. 종류주주의 이사선임·해임권

주식의 양도에 이사회 승인을 요한다는 뜻의 정관규정이 있고 회사가 수종의 주식을 발행하고 있는 경우에는 제254조 제1항에도 불구하고 정관에서 특정한 종류의 주주총회에서 1인 또는 수인의 이사를 선임할 수 있다. 이 경우에는 둘 이상의 종류의 주주가 공동으로 하는 총회에 의하여 선임하는 것으로 정할 수도 있다(중간시안 제4 一). 이 경우에 정관으로 이사의 총수 및 각 종류의 주주총회에서 선임할 수 있는 이사의 수를 정하여야 한다(중간시안 제4 二). 특정한 종류의 주주총회에서 선임된 이사는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 제257조 제1항 본문의 규정에도 불구하고 그 종류의 주주총회에만 해임할 수 있다. 다만 그 종류의 주식의 전부가 소각 또는 전환된 경우에는 그러하지 아니하다(제4의 3). 특정한 종류의 주주총회에서 선임된 이사의 직무수행에 관하여 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있는 때에는 제257조 제3항의 규정에도 불구하고 6월 전부터 계속하여 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있다. 제88조의 규정은 이 경우에 준용하는 것으로 한다(중간시안 제4 四). 회사가 정관을 변경하여 주식의 양도에 관해 이사회 승인을 요하지 않게 된 때에는 위 1의 규정에 의하여 선임된 이사의 임기는 제256조 제1항 및 제2항의 규정에도 불구하고 그 때에 만료한 것으로 본다(제4 五). 주주총회에 관한 규정 및 제256조의2 규정은 위 1의 총회에, 제257조 제1항 단서는 위 3의 규정에 의하여 해임된 이사에게, 주주총회에 관한 규정 및 제345조 제2항의 규정의 위의 3의 총회에 준용한다(제4 六). 특정한 종류의 주주총회에서 선임한 이사의 책임에 관해서는 일반 이사의 책임과 동양이고, 특단의 규정을 두지 않는 것으로 하였다(제4 주1).

현재의 중간시안은 종류가 다른 주식이 발행된 것을 전제로 일부의 주주에게 이사의 선해임권을 주는 것이다. 그러나 예를 들자면 보통주식을 A사가 60% B사가 40%를 보유하고 있는데 각각 이사를 일정수 만큼 선임할 수 있다는 정함을 하는 것은 예정하고 있지 않다(갑, 을, 병 3종



류의 주식이 발행되어 있는 경우 갑, 을의 주주에 의한 총회에서 5인, 병의 주주에 의한 총회에서 각각 일정수를 선임한다는 정함은 가능하다).

## 5. 신주인수권의 발행

중간시안은 신주인수권발행에 관한 일반규정을 두었다. 현행 상법상으로도 회사가 발행하는 주식을 예정된 가격으로 취득할 수 있는 권리에 대한 규정이 존재한다. 스톡옵션으로서 이사에게 부여되는 경우 및 신주인수권부사채가 그것이다. 중간시안에서는 이러한 구체적 경우뿐 아니라 신주인수권발행을 일반적으로 인정하였다. 이에 따라 현행 신주인수권부사채의 규정은 삭제하는 것으로 하였는바(중간시안 제5 주3), 신주인수권부사채는 사채와 신주인수권을 동시에 발행하는 것으로 구성하였고, 비분리형신주인수권부사채의 경우에는 그와 같은 뜻의 결의를 하여야 하는 것으로 하였다. 다음으로 현행 스톡옵션은 신주인수권의 특수한 형태로 규정하였고, 현행 스톡옵션에 대한 규제를 이사에 대한 보수규제의 문제와 신주인수권의 발행에 관한 규제 문제로 나누어 규정하였다.

신주인수권이란 용어는 위와 같은 용법뿐 아니라 신주를 우선적으로 인수할 수 있는 지위를 가리키는데도 사용되기 때문에 혼동의 우려가 있다는 점에서, 위와 같은 경우의 명칭은 『주식매수선택권』 등 보다 적절한 것으로 변경하는 것에 대해서는 더 검토를 하기로 하였다(중간시안 제5 주1).

이는 미국에서 활발하게 이용되고 있는 워런트의 발행근거를 일본법에서도 명시적으로 규정하기 위한 개정인바, 매우 의미가 크다고 생각된다. 이하에서는 신주인수권에 관한 중간시안의 내용을 살펴보기로 한다.

### (1) 신주인수권의 발행결의

회사는 이사회 결의에 의하여 신주인수권을 발행할 수 있다(제5 一). 정관으로 주주총회가 결정한다는 뜻을 정한 때에는 그러하지 아니하다. 양도제한회사에서는 주주총회의 특별결의에 의하여야 한다. 양도제한회사에서 신주발행은 주주총회특별결의사항으로 한 것과(중간시안 제1 二

2) 균형을 맞추기 위해서이다. 그러나 신주발행결의와는 달리 신주인수권의 주주배정 제도는 상정되어 있지 않다.

### (2) 발행사항

중간시안에서는 신주인수권을 발행하는 이사회결의의 결의사항을 규정하였다(중간시안 제5 - 2). 발행절차는 신주발행규제와 신주인수권부사채 발행규제와 유사하다. 결의사항은 신주인수권의 총수, 발행가액 및 납입기일, 목적인 주식의 종류, 수 및 발행가액, 행사기간, 행사조건, 자본에 전입할 수 있는 액 등이다. 비분리형 신주인수권부사채를 발행하는 경우에는 그 뜻을 결의하여야 한다. 대용납입을 인정할 때에는 그 뜻도 결의사항이다.<sup>79)</sup>

### (3) 발행가액

신주인수권의 발행가액은 공정한 가액이어야 한다(제5 - 3). 공정한 가액이란 옵션의 대가로서 적절한 액이어야 한다는 의미이다.<sup>80)</sup> 신주발행의 경우와는 달리 주주총회의 특별결의에 의하여 특정인에 대하여 특히 유리한 가액으로 신주인수권을 발행할 수 있는 제도는 설정되지 않았다. 다만 뒤에서 언급할 정당한 사유에 기하여 특정인에게 신주인수권을 부여하는 경우에 대한 특례(제5 +)에 따라 예외가 인정될 수 있다.

현행 일본상법이 옵션 발행을 일반적으로 인정하지 않았던 배후에는 옵션이 행사되는 경우에는 행사가액이 항상 주식의 시가보다 낮기 때문에 옵션 발행은 당연히 유리발행 유사의 문제가 있다는 발상이 존재한다. 이에 대하여 중간시안은 납입된 신주인수권의 대가(옵션의 가치)가 타당하다면 기존주주의 이익을 침해하지 않는다는 전제에서 있는 것으로 이해된다. 이 한도 내에서 적어도 옵션에 관한 종전의 인식을 바꾸었

79) 대용납입제도에 대해서는 이용실적이 없었는바, 그 이유는 대용납입이 가능한 비분리형신주인수권부사채는 실질이 전환사채이기 때문이라고 짐작된다. 따라서 대용납입제도를 존속시킨다면 전환사채의 전환권도 신주인수권에 흡수하여 전환사채규정을 삭제하여야 한다는 의견도 있었다(제5의 주2).

80) 藤田友敬, 앞의 논문, 16면.

다고 할 수 있다.<sup>81)</sup>

신주인수권의 발행가액 기타 발행의 조건은 발행마다 균등하여야 한다 (제5 三).

#### (4) 공 시

기존주주에게 불공정한 가액으로 신주인수권을 발행하는 것을 금지시킬 수 있도록 하기 위해서 신주인수권 발행의 경우에는 신주인수권의 발행에 관한 공고를 할 것이 요구되고 있다(제5 四). 공고사항은 신주발행의 경우와 대개 대응될 수 있지만, 신주인수권 발행가액 산정의 기준을 공고하도록 되어 있는 점이 특징이다. 신주인수권의 발행의 경우에는 그 가치산정이 복잡하기 때문에 유리발행인가 여부를 판단하기 위하여 필요한 정보로서 추가된 것이다.<sup>82)</sup>

#### (5) 신주인수권의 청약

신주인수권의 청약을 하려는 자는 신주인수권 청약서에 인수할 신주인수권의 수 및 주소를 기재하고 서명하여야 한다.

#### (6) 정당한 사유에 기하여 특정인에게 신주인수권을 부여하는 경우의 특례

이 조항은 스톡옵션을 염두에 둔 조항이다. 이 조항에 의하여 발행가액의 공정성 문제와 상관없이 무상으로 스톡옵션을 부여할 수 있게 된다. 현행 일본상법에서는 스톡옵션 부여의 대상자가 이사 또는 사용인으로 한정되는데 반하여, 중간시안에서는 사외의 계약상대방(예를 들자면 경영 컨설턴트 등)도 인센티브 보수를 부여하는 것이 합리성이 있는 경우가 있다는 점을 고려하여 한정을 하지 않은 것이 특징이다.<sup>83)</sup>

정당한 사유에 기하여 특정한 자에게 신주인수권을 부여하는 경우에는 특정인에게 부여할 신주인수권의 목적인 주식의 액면 무액면 여부, 종류

81) 藤田友敬, 앞의논문, 15면.

82) 藤田友敬, 앞의 논문, 16면.

83) 위와 같음.

및 수에 관하여 주주총회에서 결의하여야 한다(중간시안 제5 + 2). 즉 스톡옵션의 수권은 주주총회결의사항으로 한 것이다. 양도제한회사에서는 주주총회결의는 특별결의에 의하여야 한다(중간시안 제5 + 3). 발행가액을 문제삼지 않기 때문에 발생하는 기존주주와의 이해충돌은 주주총회결의에 의하여 결정하도록 하고, 정당한 사유를 요하도록 함으로써 조정하는 것으로 하였다. 정당한 사유의 내용을 명확하게 하기 위하여 예시를 할 것인가에 대해서는 추후 더 검토하기로 하였다(제5 주5).

총회결의 경우에 이사는 신주인수권 행사의 조건의 개요, 신주인수권의 목적인 주식의 발행가액의 결정방법, 기타 신주인수권 부여방침 및 특정인에게 신주인수권을 부여하는 것을 필요로 하는 이유를 공시하여야 한다(제5 + 2).

지금까지는 스톡옵션에 관하여 주주총회에서 부여대상자의 성명 등을 결의하여야 하는 것으로 해 오던 것을 중간시안에서 이를 요구하지 않음으로써 기동적인 부여가 가능하도록 한 대신에 행사조건의 개요 등을 공시하여야 하는 것으로 한 것이다. 또한 스톡옵션의 대상인 주식의 발행가액(권리행사가액)에 대신하여 그 결정방법을 정하면 되는 것으로 함으로써(예를 들자면 권리부여시점의 시가의 75%로 정함) 실무계의 요망에 대응하였으며, 스톡옵션 행사기간에 대해 현행법상 10년의 제한은 폐지하였다.

#### (7) 주식발행에 의한 자금조달과 이사 등의 책임

정당한 사유 없이 신주인수권을 부여 또는 불공정한 가액으로 신주인수권을 발행한 경우에 있어서 이사 및 신주인수권의 인수인 등의 책임에 관해서는 신주를 불공정한 가액으로 발행한 경우에 있어서 이사 등의 책임과 함께 더 검토를하기로 하였다(제5 주7). 더 검토를하기로 한 이유는 다음과 같다. 신주발행에 대해선 유리발행의 경우에는 주주총회의 특별결의가 필요한데, 주주총회의 특별결의를 거치지 않은 경우에도 신주발행이 무효가 되는 것은 아니고 이사가 손해배상책임을 부담한다고 해석된다. 그러나 손해액의 입증 등이 곤란하므로 유리발행에 대한 규제의 실질을 확보하기 위해서는 손해액과 입증책임의 소재를 명확히 할 필요가 있다. 이 문제는 신주인수권의 유리발행에 있어서도 마찬가지이다.

이러한 사정을 고려하여 신주의 유리발행에 관한 재검토를 행하고, 유리발행 결의 요건을 보통결의로 하면서 정당한 사유가 없이 불공정한 가액으로 발행이 이루어진 경우에는 이사에게 발행가액과 공정한 가액의 차액에 관하여 배상책임을 인정하고 이사가 인수인과 통모한 경우에는 양자가 연대하여 책임을 부담하는 것으로 하며, 정당한 사유가 있는가에 관한 입증책임을 이사에게 부담시킴으로써 유리발행에 대한 이사의 책임을 강화하고 신주인수권에 관해서도 이를 준용하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다.

#### (8) 기 타

중간시안은 그 외에도 신주인수권과 관련한 형식적 절차에 대해 규정하고 있다. 신주인수권을 청약하려는 자는 신주인수권 청약서에 인수할 신주인수권의 수 및 주소를 기재하고 서명하여야 하고, 비분리형의 신주인수권부사채에 관해서는 사채청약서에 의하는 것으로 하였다(중간시안 제5 五). 총액인수의 경우에는 신주인수권 청약서 작성의무를 면제한다(중간시안 제5 六)., 신주인수권의 인수인은 납입기일에 전액 납입을 하여야 하고(중간시안 제5 七), 신주인수권증권의 발행 과 신주인수권증권의 기재사항에 대하여 규정하고 있다(제5 八). 신주인수권은 증권의 교부에 의하여 양도하고(중간시안 제5 九), 기타 신주인수권의 등기(중간시안 제5 十一)에, 신주인수권의 행사(중간시안 제5 十二), 신주인수권을 행사한 자가 주주가 되는 시기(중간시안 제5 十三), 신주인수권 행사에 의한 신주 발행 대신 자기주식의 교부(중간시안 제5 十四)에 대해서도 규정하고 있다. 또한 신주인수권을 부여한 때에는 영업보고서에 그 내용을 기재하여야 하는 것으로 하였다(중간시안 제5 주6).

### 6. 기타 주식과 관련된 중간시안

#### (1) 주권의 불발행제도

중간시안은 정관에서 주권의 불발행을 정할 수 있는 제도를 도입하였다(중간시안 제4 一). 현행 일본상법은 회사의 성립 후 또는 신주의 납

입기일 후 지체없이 주권을 발행하도록 규정하고 있지만(제226조 제1항), 현실적으로 주권을 발행하고 있지 않은 회사가 많다. 이러한 현실 및 양도제한회사에서는 주권발행의 필요성이 적고 공개회사주식에 대해서도 대체결제제도의 이용으로 현실적으로 주권의 교부에 의한 이전이 행해지고 있지 않다는 점을 고려하여 정관에 주권을 발행하지 않는다는 것을 정할 수 있도록 하였다.

중간시안은 모든 회사에 대해서 주주가 주권발행을 청구하여도 주권의 발행 또는 반환을 하지 않을 수 있는 완전한 형태로 주권불발행제도를 도입하였다. 다만 양도제한회사 이외의 회사가 주권불발행을 정관에 규정하는 경우에는 그 주주가 대체결제제도를 이용할 기회를 보장하여야 하는 것으로 하였다(제6 一 주1). 회사가 수종의 주식을 발행한 경우에 일부 종류의 주식에 관한 주권만을 불발행하는 것으로 정할 수 있도록 할 것인가와(제6 一 주2) 신주인수권증서 및 신주인수권증권의 불발행 제도를 둘 것인가는 더 검토를 하기로 하였다(제6 一 주3). 다만 현재의 대체결제제도는 주권의 예탁을 전제로 하고 있기 때문에 처음부터 주권을 발행하지 않은 회사가 이 제도를 어떻게 이용할 것인가와 이 제도로 부터 이탈하고자하는 경우에 어떻게 처리할 것인가에 관해서 정비가 필요하다(제6 二 주4).

주권불발행의 경우 주식의 양도는 민법의 원칙에 따라 당사자간의 의사 표시만으로 가능하도록 하였지만(제6 二 1), 주주명부에 기재가 없으면 회사뿐 아니라 제3자에게도 대항할 수 없는 것으로 하였다(제6 二 2).

명의개서가 제3자에 대한 대항요건이 되었기 때문에 주권불발행회사에서는 주주명부폐쇄제도는 채용할 수 없게 하였다.

## (2) 주권실효제도의 창설

현행법상으로는 주권을 상실한 경우에는 공시최고를 신청하여 제권판결을 받음으로써 주권을 실효시킬 수 있다. 현행 공시최고·제권판결제도에 대해서는 공시최고가 신청된 주권에 대해서도 선의취득을 막을 수 없기 때문에 비용을 들여 공시최고절차를 신청한 주권상실자에게 불만이

남는 제도라는 점, 공시최고절차와 상실주권에 의한 권리행사(명의개서)가 별개의 제도이기 때문에 명의개서청구를 하여 주권의 존재가 명확한 경우에도 당연히 공시최고 및 제권판결절차가 정지되지 않기 때문에 그 주권에 대하여 제권판결이 선고되어 주권의 효력이 상실되는 결과가 발생한다는 문제점이 지적되었다. 이에 따라 중간시안은 공시최고 및 제권판결제도에 대신하여 회사에 대한 신고를 통하여 주권을 실효시킬 수 있는 제도를 창설하였다.

### (3) 소재불명주주의 주식매각제도

일본상법은 계속하여 5년 이상 주주명부에 기재된 주소에 통지·최고가 도달하지 아니하는 경우에는 회사는 주주에 대하여 통지·최고를 할 의무를 부담하지 않는다(일본상법 제224조의2). 중간시안에서는 여기에서 더 나아가 이러한 주주가 가진 주식을 경매할 수 있도록 하였다(제 8). 주주관리의 부담 감소와 소재불명 주주가 증가하면 의결권을 행사할 수 없는 주식의 수가 증가한다는 점을 고려한 것이다.<sup>84)</sup>

---

84) 藤田友敬, 앞의 논문, 20면.

## 제 5 장 일본 및 우리나라 현행법상 트래킹스톡의 쟁점

소니의 자회사연동주식은 기존에 일본 상법상 규정되어 있는 주식의 유형에 전형적으로 부합하는 주식은 아니다. 상법상 규정되어 있는 주식의 종류로는 우선주, 보통주, 열후주 및 상환주가 있고<sup>85)</sup>, 이들 종류주식에 전환성을 결합시킬 수 있다. 소니의 자회사연동주식은 자회사연동주식에 대한 우선배당이 없는 경우에도 소니의 보통주에 대하여 배당을 할 수 있다는 점, 소니의 주식 전부에 대해 평등하게 자본감소 방법에 따른 소각을 하는 것이 아니고 자회사연동주식만을 자본감소규정에 의하여 소각할 수 있다는 점, 여기에 더하여 자회사연동주식만을 회사의 선택에 의하여 전환할 수 있다는 점등에서 전형적인 종류주식과는 차이가 있다.

그렇다면 과연 소니사의 자회사연동주식을 기존의 수종의 주식의 일종으로 볼 수 있을 것인지, 아니면 상법에서 명확하게 규정하고 있지는 않지만 미국에서와 같이 서로 다른 종류의 보통주의 발행이 허용된 것으로 볼 것인지가 문제된다.

이 문제에 대한 답을 구하기 위해서는 우선 자회사연동주식이 자회사와의 연동성을 확보하기 위하여 주식의 내용을 구성할 때 현행법상 허용되는 한계가 무엇인가를 살펴봐야 할 것이다. 따라서 이하에서는 소니사의 자회사연동주식을 중심으로 이 문제에 대하여 검토한 후, 소니사 자회사연동주의 법적 성격에 대하여 고찰한다.

---

85) 우리나라에서는 상환주식은 우선주로 하는 경우에만 발행이 가능하지만(상법 제 345조), 일본상법상으로는 이익 또는 이자의 배당, 잔여재산의 분배에서 내용이 다른 주식뿐 아니라 이익으로써 하는 주식의 소각에 있어서도 내용이 다른 주식을 발행할 수 있으므로(일본상법 제222조) 상환보통주의 발행이 가능하다. 따라서 상환주식도 종류주식의 일종으로 보고 있다.



## 제 1 절 현행상법상 트래킹스톡 내용의 설계

### 1. 대상사업그룹의 특정

미국에서는 대개 회사의 사업부문을 대상으로 하는 트래킹스톡이 발행되는데 반하여, 소니사의 트래킹스톡은 자회사를 대상으로 하는 것이었다. 사업부문을 대상으로 하는 트래킹스톡은 대상사업의 자본구성을 결정하고, 공통비용 등의 부문간 분담 기준을 객관화하고, 부문별 회계감사 제도를 창설하여야 하며, 사업별 공시가 이루어져야 한다는 것이 최소한의 조건이다.<sup>86)</sup> 따라서 이러한 전제조건이 덜 성숙한 일본에서는 우선 자회사연동형으로 발행하여 실적을 쌓아감으로써 증권시장의 신뢰를 얻고자 한 것이다.

### 2. 발행형태의 선택

소니는 주식의 형태로 자회사와 연동되는 증권을 발행하였지만, 대상그룹과 증권의 가치를 연동시키는 방법은 사채를 발행하는 것도 가능하다. 예를 들자면 이자를 대상사업의 배당에 연동시키고(이익참가사채), 대상사업을 영위하는 자회사의 주식의 공개 시에는 자회사 보통주식으로 교환하도록(타사주전환사채) 함으로써 자회사주식과의 가격연동성의 확보가 가능하다. 그러나 사채로 발행하는 경우에는 주식교환에 의한 기업매수와 스톡옵션의 대가로서 직접 이용할 수 없다는 점, 상환시에 트래킹스톡의 가치상승 부분에 대하여 회계상 다액의 상환손이 인식된다는 등의 장애가 있다.<sup>87)</sup> 따라서 소니사는 주식의 형태로 발행을 하였다.

### 3. 배당에 대한 권리

대상그룹의 업적과 주가의 연동성을 확보하기 위해서는 배당이 대상사업의 업적을 반영하여 이루어져야 할 필요가 있다. 따라서 발행회사의

86) 西村總合法律事務所編, 앞의 책, 583면.

87) 關谷理記, 8면.

기존의 보통주와 트래킹스톡의 배당은 각각의 업적에 따라 차이가 나게 마련이다. 그렇다면 현행법상 주식에 대한 배당이 차이가 날 수 있는 방법을 찾아봐야 한다. 미국에서는 내용이 다른 보통주를 자유롭게 발행할 수 있으므로(Class주식) 각 종류의 주식에 대하여 차등배당을 할 수 있다. 일본이나 우리 나라에서는 우선 생각할 수 있는 것은 대상그룹의 업적에 따라 배당여부 및 배당률이 결정되는 우선주로 트래킹스톡을 구성하는 것이다.

배당우선주의 형식으로 발행한다면 구체적으로 우선배당금에 대상그룹의 업적이 반영되는 방법을 검토해 봐야 한다. 우선배당의 액은 일반적으로 액면가의 몇% 또는 1주당 얼마라는 일정한 금액으로 정해지는 것이 보통이다. 이 경우 문제되는 것은 우선배당액은 이처럼 발행시에 반드시 일정한 액수로 확정되어 있어야 하는 것인가이다. 이러한 해석을 하는 경우에는 트래킹스톡의 가치를 대상그룹의 업적에 연동시키는 것은 곤란해진다. 이 때에는 대상그룹의 업적에 따라 우선배당액을 변경하기 위해서는 적어도 종류주주총회의 결의를 하여야 한다.

여기서 우선배당액을 발행시에 일정한 산식(예를 들면 대상그룹에 관하여 산정한 영업이익과 대상그룹이 자회사인 경우에는 자회사보통주식의 실제 배당금액을 참조하는 등)으로 표시하여 종류주주총회결의 없이 구체적 우선배당액을 변경하는 것이 허용될 수 있는가가 문제된다. 단순히 우선배당액의 최고한도나 최저한도만을 정하는 것으로는 부족하지만,<sup>88)</sup> 객관적인 기준에 기하여 합리적으로 결정될 수 있는 산식으로 정하는 것은 정하는 것은 허용되어야 할 것이다.

발행당시 우선배당액이 일정한 액수로 확정되어 있을 필요가 없다고 해석하는 경우에도 다른 문제가 남는다. 대상그룹에는 배당가능이익이 없지만, 발행회사에는 배당가능이익이 있는 경우 발행회사의 기존보통주주에게 배당을 할 수 없는 것이 아닌가라는 문제가 있다. 많은 경우 대상그룹은 당장 이익이 나는 사업이 아니라 성장잠재력이 높은 사업인바, 상당기간 대상그룹에 배당가능이익이 없을 가능성도 많으므로 이 점은

88) 松田二郎, 鈴木忠一, 『條解株式會社法(上下)』(1951) 150면 (上柳克郎, 鴻 常夫, 竹内昭夫 編, 新版注釋會社法(3) (1986), 318면에서 재인용)

트래킹스톡 발행에 있어서 큰 걸림돌이 될 수 있다.

#### 4. 잔여재산분배청구권

트래킹스톡의 대상사업과의 연동성을 확보하기 위해서는 발행회사의 도산의 경우 가급적 영향을 받지 않고, 대상사업그룹의 청산시에는 대상사업그룹의 가치를 분배받을 수 있어야 한다.

자회사를 대상으로 하는 트래킹스톡의 경우 발행회사의 청산시에 트래킹스톡에 대해서 트래킹스톡의 시가 또는 자회사보통주식의 교환가치의 한도 내에서 보통주주에 대하여 우선권을 부여하는 방안을 강구하여야 할 것이다. 상법상 잔여재산분배청구권에 관하여도 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있으므로(상법 제344조) 이러한 방법이 가능하다. 다만 이 경우 우선권의 내용을 얼마나 구체적으로 정하여야 할 것인가는 이익배당의 경우와 마찬가지로 문제가 될 수 있다. 자회사의 청산시에는 트래킹스톡의 주주가 직접적으로 자회사의 잔여재산을 분배받을 수는 없다. 이 경우에는 트래킹스톡의 존속근거가 소멸하므로 트래킹스톡의 시가에 의하여 이를 소멸시키는 것이 필요하다.

#### 5. 전환 및 상환

미국에서는 회사의 선택에 따라 일정한 프리미엄을 주고 트래킹스톡을 종래의 보통주식으로 전환 또는 상환할 수 있거나 일정한 사유 발생시 트래킹스톡을 기존의 보통주 또는 다른 회사의 주식으로 교환하거나 상환을 할 수 있거나 또는 하여야 하는 형식으로 발행되는데, 우리나라에서도 이와 같은 상품설계가 가능할 것인가가 문제된다.

##### (1) 회사의 선택에 의한 상환 및 전환

우선 회사의 선택에 따라 이사회가 임의로 트래킹스톡을 기존의 보통주로 전환하거나 상환할 수 있는 근거는 무엇인가가 문제된다. 우선 전환의 경우에 대해서 살펴보면, 우리 법상 전환주식은 법문상 주주가 전환권을 가지는 것만을 의미하므로, 전환주식법리를 이용할 수는 없을 것

이다. 그렇다면 회사의 선택에 의한 강제전환의 방법으로는 기한부우선주나 조건부우선주를 생각해 볼 수 있다. 기한부 우선주나 해제조건부 우선주는 기한이 도래하거나 조건이 성취되면 보통주로 변경되므로 전환이 효과를 거둘 수 있다. 실제로 우선주의 경우에는 이와 같은 식으로 발행되는 경우가 많다. 그러나 여기서 기한이나 조건은 명확하게 정하여야 할 것이므로<sup>89)</sup> 어떠한 제한도 없이 이사회에 기한도래 여부나 해제조건 성취여부 백지위임하는 것은 곤란할 것이다.

트래킹스톡을 상환하는 경우에 대해 살펴보면, 상환주식으로 구성하는 것을 생각해 볼 수 있다. 일본에서는 수종의 주식 중에 『이익으로써 하는 주식의 소각에 있어서 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있다』(일본상법 제222조제1항)고 규정하고 『전항의 경우에 정관으로써 각종 주식의 내용 및 수를 정할 것을 요한다』(일본상법 제222조제2항)만 규정하고 있다. 따라서 정관에 어느 정도로 주식의 내용을 기재하여야 할 것인가가 문제된다. 일본에서는 단순히 상환주식의 내용을 기재할 것이 요구되고 있는바, 상환에 관한 기본적인 사항이므로 상환의 방법 외에 상환의 시기·가액에 대해서도 정관에서 정하여야 한다는 견해도 있지만<sup>90)</sup>, 상환의 시기·가액에 관해서는 구체적으로 발행시에 정하는 것이 적당하므로 상환주식이라는 뜻 외에 상환의 방법은 정하는 것이 필요하지만 상환의 기일 또는 상환가액은 정관에 기재할 필요가 없다는 해석도 가능하다.<sup>91)</sup> 그러나 우리나라에서는 상법상 상환주식의 경우에는 『상환가액, 상환기간, 상환방법과 수를 정관에 기재하여야 한다』(상법 제345조제2항)고 명시적으로 규정하고 있다. 이에 비추어 볼 때 상환기간에 대한 정함은 필요하고 문제는 어느 정도 구체적으로 기재하여야 할 것이다. 트래킹스톡을 회사의 선택에 의한 상환이 가능하도록 하는 목적은 회사의 사정의 변화에 따라 트래킹스톡을 소멸시킬 수 있는 재량을 회사에 부여하고자 하는 것이므로 이사회에 재량을 인정하는 것은 불가피할

89) 新版注釋會社法 (3), 318면.

90) 大隅健一郎, 今井宏, 『新版注釋會社法論 上』 (1980) 301면; 石井照久, 『會社法 上』 (1967) 136면 (新版注釋會社法 (3), 328면에서 재인용)

91) 矢澤惇, “株式の消却-特に償還株式について”, 松本蒸治郎先生古稀記念 會社法の諸問題』 (1951), 374면 (新版注釋會社法 (3), 328면에서 재인용)

것이지만 이를 합리적인 범위로 한정할 필요는 있다.<sup>92)</sup> 예를 들어 발행 후 3년 이후 8년 이내와 같이 일정한 범위를 정하고 구체적인 시기의 결정은 이사회에 위임하는 것은 무방하다고 보아야 할 것이다. 그렇다면 소니사의 자회사연동주식과 같이 발행 후 일정 기간이 경과한 후에 상환할 수 있지만, 종가의 정함이 없으므로 상환을 하지 않는 것도 허용될 수 있는 것과 같은 정함이 가능할 것인가. 이 경우에는 상환주주의 예견 가능성은 어느 정도 보장이 된다고 볼 수 있고, 보통주주도 정관변경을 통하여 이에 동의한 것으로 볼 수 있으므로 가능하다고 해석할 수 있을 것이다.

설령 이러한 규정이 허용되지 않는다고 하더라도 회사가 임의로 전환을 할 수 있는 권리를 가지는 것은 오히려 업적연동성을 감쇄시키는 요소이기 때문에, 오히려 업적연동성이 강화된다고 할 수 있다.<sup>93)</sup>

트래킹스톡의 보통주로의 전환은 상환주식에서 상환의 대가를 보통주로 하기로 하는 현물상환의 특약을 맺은 것으로 해석한다면 가능할 것이다.

상환주식으로 구성하는 경우에 한가지 제약점은 상환자원은 배당가능이익으로 한정되므로, 배당가능이익이 없으면 상환이 불가능하다는 한계가 있다.

## (2) 특정사유 발생의 경우 상환 또는 전환

트래킹스톡의 대상사업그룹의 자산의 전부 또는 실질적 전부의 양도와 같이 일정한 사유 발생시 기존의 보통주로의 교환은 조건부우선주로 구성한다면 가능할 것이다. 전환조건에 관해서는 일체전환 시점에 있어서 보통주식의 주가 및 트래킹스톡의 주식을 기준으로 하여야 할 것인데,

92) エクイティ・ファイナンスの新展開 (11), 39면. 또한 西村總合法律事務所編, 앞의 책, 588면에서도 발행후 이사회결의로 임의의 시기를 정하여 일체전환 또는 강제상환을 행하는 것도 허용되지 않는 것이라 해석하여야 할 것은 아니라고 한다. 시가(또는 시가 플러스 프리미엄)를 전환가액으로 하면 실질적으로 주주의 권리를 침해하지 않으므로 전환조건 또는 상환조건 (방법 및 기간 등)을 이사회에 백지위임하는 경우가 아닌 한 구체적인 전환 (또는 상환)의 시기를 이사회에 결의에 맡기는 것도 적법하다고 해석할 수 있다는 것이다.

93) エクイティ・ファイナンスの新展開 (11), 41면, 각주 27.

여기에는 현행법상 문제가 없을 것이다.<sup>94)</sup>

트래킹스톡을 현금상환하는 것은 가능할 것인가? 트래킹스톡의 대상사업그룹의 자산의 전부 또는 일부를 양도하는 것과 같은 사유를 상환의 조건으로 하는 조건부 상환주로 구성하면 가능할 것이다. 이러한 조건부 상환주는 일반적으로는 상정되는 상환주식의 경제적 효용과는 맞지 않지만, 금지되는 것은 아니라고 생각한다.

트래킹스톡을 자회사주식으로 교환하는 것은 가능할 것인가. 우선 대상 자회사주식을 현물배당(미국에 있어서 spin off) 하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 이 경우에는 우선 현물배당이 적법한 것인가가 문제된다.<sup>95)</sup> 현물배당이 가능하다고 해석하더라도 트래킹스톡의 주주에 대해서만 자회사주식을 교부하는 것이 우선배당이 될 것인가, 자회사주식의 평가를 어떻게 할 것인가와 배당에 의하여 트래킹스톡이 당연히 소멸하는 것은 아니기 때문에 이를 소각하는 방법을 별도로 준비하여야 한다는 문제가 발생한다. 그렇다면 오히려 자회사주식에 의한 강제현물상환(split off)의 방법이 간단할 것이지만, 설사 상법상 가능하다고 하더라도 배당과세의 문제를 피할 수 없다.<sup>96)</sup>

대상사업그룹이 100% 자회사였거나 또는 하나의 사업이었어도 장래는 자회사화 하여 신규주식공개를 하려고 예정하고 있는 경우에는, 이를 대상으로 하는 트래킹스톡을 임의상환주식으로 발행하고 매입을 위하여 자사주의 공개매수를 행하고 이 경우 매수의 대가를 자회사주식으로 하는(소위 equity exchange offer) 방법도 생각해 볼 수 있다.<sup>97)</sup>

## 6. 의결권

미국에서는 트래킹스톡의 의결권을 1의결권 미만으로 하거나 의결권의 수가 변동하도록 하는 것이 허용된다. 그러나 일본이나 우리 나라에서는

94) エクイティ・ファイナンスの新展開 (11), 39면.

95) 현물배당이 적법하다는 견해로는 “(座談會)會社分割法制のあり方”, 『商事法務』 No. 1525호, 18면. 江頭憲治郎 발언.

96) エクイティ・ファイナンスの新展開 (11), 39면.

97) エクイティ・ファイナンスの新展開 (11), 40면.

명문의 예외규정이 없는 이상 일주일의결권은 강행규정으로 보고 있다. 따라서 현행법의 해석론으로서는 의결권의 수를 조정하는 것은 허용될 수 없다.<sup>98)</sup> 우선주에 관하여 무의결권으로 하는 것은 가능하다.

## 7. 도입에 관한 절차

트래킹스톡을 발행하고자 한다면 그 내용과 수를 정관으로 정하여야 하는바(상법 제344조2항). 기존의 회사에서는 정관변경을 요한다. 정관에 트래킹스톡의 내용을 어느 정도까지 기재하여야 할 것인가가 실무상 애매한 문제이지만, 일반론으로서는 종류주주총회의 개최를 회피하려고 한다면 생각할 수 있는 모든 사태를 정관에 기재하여야 할 것이다.<sup>99)</sup>

## 8. 발행 후 이해조정

대상그룹과 대상그룹 외의 주주간에 이익충돌이 있을 수 있다는 점은 미국에서와 마찬가지로 이사의 충실의무 및 선관의무상의 문제가 발생할 수 있다. 여기에 더하여 우리 나라에서는 미국과 달리 배당금지급의 가부를 결정할 권한이 주주총회에 있기 때문에 주주총회의 운영을 둘러싼 문제가 실무상 중요한 과제가 될 것으로 예상된다.<sup>100)</sup>

## 제 2 절 소니사 자회사연동주의 법적 성격

소니는 보통주주에 대한 배당보다 자회사연동주주에 대한 배당이 먼저 이루어지도록 함으로써 일견 우선주의 구성을 취한 것으로 보이지만, 자회사에 배당가능이익이 없는 등의 이유로 자회사주식에 대한 배당이 이루어지지 않는 경우에도 발행회사인 소니사의 보통주주에 대하여 이익배당을 할 수 있도록 하고 있으므로 이것이 우선주에 속할 수 있는가에는 논란의 여지가 있다. 전통적으로 이익배당의 순서에 있어서 우선한다는

98) エクイティ・ファイナンスの新展開 11), 38면.

99) 위와 같음.

100) 위와 같음.

것의 의미는 우선주에 대한 배당이 없는 경우에는 보통주에 대해서도 배당을 할 수 없다는 것으로 한정하여 해석되어 왔다. 이러한 입장에 따른다면 소니사의 자회사연동주식은 우선주로 보기에 무리가 있다.<sup>101)</sup>

이러한 견해에 따른다면 소니사의 자회사연동주식이 발행되어 상장이 허용되는 등 증권당국에 의하여 추인을 받았다는 사실은 상법의 해석에 있어서 매우 획기적인 전환을 가져오는 사실이라고 볼 수 있다. 종래 일본상법 제222조의 이익의 배당에 있어서 내용이 다른 수종의 주식은 우선주, 보통주, 열후주를 의미하는 것이라는 한정적 해석을 해 오고 있었는데, 여기서 소니의 자회사연동주식이 우선주가 아니라고 한다면 이의 법적 성격은 종류가 다른 보통주의 발행을 인정한 것이라고 볼 수 있다. 이러한 해석의 근거는 상법의 취지는 종류가 다른 주식의 내용을 정관에 기재시키고, 주주간의 이해를 조정하는 것이고, 조문도 『배당에 관한 내용이 다른』이라고만 규정하고 있을 뿐이므로 상법상 트래킹스톡의 발행을 금지하는 것은 아니라고 볼 수 있다는 것이다.<sup>102)</sup> 즉 상법에서 명시적으로 규정하고 있는 주식만 발행할 수 있다는 입장이 아니라 금지하고 있지 않으면 발행할 수 있다는 입장에 입각한 것이라고 볼 수 있다. 이러한 입장은 트래킹스톡에만 한정되는 것이 아니므로 일본에서 트래킹스톡이 발행되었다는 것은 다른 주식발행을 통한 자금조달 방법을 도입할 수 있는 문을 열었다는 점에서 매우 의미가 깊다고 생각된다.

그러나 이와 반대로 정관에서 정한 배당금의 내용에 따라 정해진 배당금액이 0엔이라도 순위의 우선성은 확보되기 때문에(0엔의 우선배당이 지급된 것이라고 보므로) 보통주식에의 배당이 가능하다고 해석하는 견해도 있다.<sup>103)</sup> 이 견해에 의하면 소니사의 자회사연동주식을 우선주라고 파악할 수 있을 것이다. 정관의 배당상한액의 기재, 대상자회사 특정의

101) 關谷理記, 앞의 논문, 7면. 성장단계에 있어서 자금의 수요가 큰 대상자회사의 경우에는 내부유보를 우선하는 결과 자회사연동주식이 무배당이 되는 경우도 상정될 수 있으므로, 이러한 경우에 보통주식의 배당을 가능하도록 하기 위해서는 우선주식이라는 개념에 구애되지 않고 자회사연동주식을 보통주식과 배당에 있어서 내용이 다른 주식(특수한 주식)으로 구성하는 것이 바람직하다는 견해도 있다.

102) 黒沼悦朗, 앞의논문(세미나자료), 3면.

103) 西村總合法律會社編, 앞의 책, 587면.



요부, 무의결권으로 할 필요성도 있다는 점등을 염두에 둔다면 우선주식으로 파악할 필요가 있다고 한다.<sup>104)</sup>

소니사의 자회사연동주식은 자회사연동주식에 대한 우선배당액이 없는 경우에도 소니의 보통주에 대한 배당이 가능하다는 점에서 우선주로 구성하는 데 장애요소가 되고 있다. 설령 순위의 우선성은 확보되므로 이것은 우선주로 구성하는데 장애가 되지 않는다고 하더라도 다른 문제가 있다. 소니사의 자회사연동주식의 경우에는 복잡한 상황 및 전환조항이 존재한다. 이러한 조항은 앞에서 본 것처럼 상환주식이나 조건부우선주로서 이론구성을 할 수 있는 부분도 있지만, 상환주식의 본래적인 의미와는 부합하지 않는 면이 있다. 여기에 아울러 자회사연동주식에 대해서는 이익으로써 하는 소각뿐 아니라 자본으로써도 소각을 할 수 있도록 하기 위하여 정관에서 감소규정에 의한 소각을 규정하고 있다. 자본감소는 주주평등의 원칙에 따라 이루어져야 할 것인데 자회사연동주식이라는 종류의 주식에 대해서만 자본감소를 하는 것이 허용 될 수 있을 것인지는 의문이다. 이러한 점을 종합적으로 검토하여 본다면 소니사의 트래킹스톡은 수종의 보통주를 발행한 것으로 보는 것이 자연스럽다고 생각된다.

다만 우리나라에서도 이러한 해석을 취하는 경우에는 일본에서는 보통주를 상환주로 발행할 수 있는데 반하여 우리나라에서는 상환주식을 배당우선주에 대하여만 발행할 수 있도록 하고 있다(상법 제345조)는 점 때문에 문제가 있다. 트래킹스톡의 소각과 관련하여 상환주식 제도를 이용하고자 하는 경우에는 우리나라에서는 우선주식으로 구성해야할 필요가 있기 때문이다.

### 제 3 절 미국법상 다양한 증권 발행의 법적 인프라

현행 상법상 트래킹스톡을 발행할 수 있다고 해석하는 경우에도 위에서 살펴본 바와 같이 발행에는 법리적으로 많은 난점이 있다. 이는 비단

---

104) 위와 같음.

트래킹스톡의 발행에만 국한된 문제는 아니고 새로운 유형의 자금조달수단을 이용하고자 하는 경우에 공통적으로 당면하게 되는 문제이다. 세계화해가는 기업환경에서 기업의 필요에 따른 증권발행을 제약하는 것은 그만큼 경쟁력의 저하를 초래하게 된다는 측면에서 이제는 접근방향을 달리 해야할 필요가 있다. 일본에서의 상법개정 논의도 이러한 측면에서 이루어지고 있는 것이라고 할 수 있다.

따라서 이하에서는 새로운 유형의 증권의 창출에서 최선단을 달리고 있는 미국의 법적 인프라에 대해 고찰한다. 개정모범회사법에 따르면 주식의 발행에서는 기본정관에 주식의 종류와 수권주식수를 기재하도록 하고(\$6.01(a)), 의결권이 제한되지 않는 주식과 잔여재산분배를 받을 수 있는 권리가 부여된 주식이 항상 발행되어 있어야 한다는 것(\$6.01(b))을 제외하고는 주식발행에 대한 제한이 없다. 의결권과 잔여재산분배권이 하나의 종류의 주식에 모두 존재하여야 하는 것은 아니고, 양자가 별도의 종류의 주식에 부여되어 있을 수도 있다.

개정모범회사법에서는 대표적인 주식의 종류에 대해 규정하고 있지만, 그것은 단지 예시적인 것에 불과하고 규정되어 있지 않은 종류의 주식을 발행할 수 없는 것이 아니라는 점을 명시적으로 밝히고 있다(\$6.01(d)). 회사가 발행할 수 있는 주식의 종류에 대한 예시는 내용이 매우 포괄적이어서 다양한 증권을 구상할 수 있다. 이에 따르면, 무의결권주식뿐 아니라 복수의 의결권을 가지거나 하나의 주식에 하나 미만의 의결권을 가지는 주식을 발행할 수 있고(\$6.01(c)(1)), 정관 기재에 따라 회사의 선택, 주주 또는 제3자의 선택, 또는 일정사실의 발생에 의하여 상환되어야 하는 상환주식, 증권, 현금, 채권, 기타 재산 등으로 전환하거나 소정의 금액 또는 소정의 공식에 따라 혹은 외부의 자료나 사실에 따라 결정된 금액으로 상환할 수 있는 주식도 발행할 수 있다(\$6.01(c)(2)).

주식의 발행에 대해서는 극히 한정적인 사항에 대해서만 제한을 규정하고 있을 뿐이다. 예를 들자면 주식을 부채증권이나 당해 주식보다 우선권 있는 주식으로 전환하는 상위단계전환(“upstream” conversion)을 제한하는 경우가 많았으나, 개정모범회사법에서는 이 제한도 삭제하였다. 주주의 선택에 따라 현금으로 상환할 수 있는 상환주식의 경우가

채권자나 우선권 있는 주주의 권리에 더욱 심각한 영향을 미치는데도 발행이 허용되는 것과의 균형상 상위단계전환을 제한하는 것은 불합리하기 때문이다.<sup>105)</sup> 그러나 회사가 아니라 주주의 선택에 의해 상환여부가 결정되는 상환주식 금지하는 경우도 있다. 또한 이자율에 배당률을 연동시키는 것과 같이 외부적 사건에 권리를 연동시키는 것 금지하기도 한다.

이러한 주식뿐 아니라 주식을 매수할 수 있는 권리에 있어서도 마찬가지이다. 개정모범회사법에서는 “회사는 주식매수를 위한 권리(rights), 선택권(options), 또는 워런트를 발행할 수 있다. 이사회는 권리, 선택권 또는 신주인수권증권이 발행되는 조건, 형식, 내용과 발행될 대가를 결정할 수 있다”고 규정하고 있다.<sup>106)</sup>

결국 기본적으로 발행근거규정을 포괄적으로 규정함으로써 회사가 자유롭게 증권을 발행할 수 있도록 하고 있는 것이다. 사전적으로 증권의 발행을 금지하는 것이 아니라 발행은 자유롭게 인정하지만 이로써 발생하게 되는 문제는 사후적 구제수단을 통하여 해결하는 것이라고 볼 수 있다.

---

105) Model Business Corporation Act Annotated vol.1 (3rd ed. 1985) pp.309-311.

106) RMBCA §6.24.

## 제6장 결론

이 글에서는 미국의 트래킹스톡의 내용 및 문제점 등에 대하여 고찰하고, 일본에서 발행된 자회사연동주식의 내용을 검토하고 우리나라 현행 법하에서 트래킹스톡이 발행되는 경우의 법률적 문제에 대하여 분석하였다.

우리나라에서도 트래킹스톡이 발행된다면 회사의 주식발행을 통한 자금조달 및 재무구조의 합리화를 위한 하나의 선택지가 제공된다는 점에서 의미가 있다고 생각한다. 물론 트래킹스톡은 회사의 자본구조를 복잡하게 함으로써 회사의 경영판단을 어렵게 한다는 문제점이 있으므로 회사 지배구조관점에서 발행이 반드시 바람직한 것만은 아니다. 그러나 회사의 상황에 따라서는 이를 발행했을 경우의 비용보다 효익이 큰 경우가 있으므로 발행여부를 선택할 수 있다는 것은 바람직하다고 생각한다.

트래킹스톡과 같이 새로운 유형의 자금조달 수단은 기업의 필요에 따라 수시로 등장하는데 일일이 자세한 근거규정을 두어야 한다는 접근방법은 한계가 있다. 일본에서의 상법개정 논의도 이러한 한계를 인식하여 회사의 재량을 확장시키는 방향으로 논의가 이루어지고 있다. 그러나 여러 가지 제한을 완화하고 있지만 기본적으로 발행근거를 규정하고자 하는 접근방향에는 차이가 없다. 이와 같은 접근방법은 새로운 유형의 증권이 처음 발행되는 시점에서는 도움이 될 수 있다. 특정한 유형의 증권에 대한 명확한 발행근거와 권리내용에 대한 자세한 제한 규정들이 있다면 발행이 허용되는가 여부를 따질 필요가 없으므로 당해 특정한 유형의 증권 발행에 있어서는 도움이 된다. 그러나 자세한 근거규정은 그 외 새로운 유형의 증권 발행에 있어서는 또 다시 발행이 허용되는가의 여부에 대한 논란을 불러일으키게 된다. 따라서 기본적으로 자금제공자와 회사간의 사적에 맡기는 부분을 확대하여야 할 것이다.

이 경우에 있어서는 사후적 구제수단을 위하여 현행법이 적절하고 실효성 있는 이해조정 메카니즘을 가지고 있는가가 매우 중요한 의미를 가지게 된다. 위에서도 살펴본 바와 같이 트래킹스톡을 발행한 경우에는

주주간의 이해충돌 문제가 복잡해지므로 이의 조정이 필요하다. 이익충돌의 조정은 우선적으로는 정관에서 트레이킹스톡의 권리내용을 자세히 규정하는 방법을 택해야 할 것이다. 그러나 정관의 규정은 발생 가능한 이익충돌의 모든 상황을 예측하여 규정한다는 것이 불가능하다는 점에서 한계가 있고, 또한 설사 정관에서 규정을 하고 있다고 하더라도 GM의 예에서 본 것처럼 다수결에 의한 정관변경을 통하여 보호를 박탈할 수 있다는 점에서 한계가 있다. 이러한 한계를 보충하는 방법으로는 충실의무에 의한 이해충돌의 조정을 생각해 볼 수 있으나, 미국의 예에서 알 수 있는 것과 같이 트레이킹스톡 발행의 경우 더욱 문제가 복잡해지게 된다. 미국 판례에서와 같이 절차상의 정당성이 있으면 이사의 책임을 인정하지 않는 것이 타당할 것인지 더 나아가 내용상의 공정성도 필요하다고 보아야 할 것인지에 대한 검토가 필요하다. 셋째, 트레이킹스톡 발행이 가능하기 위한 환경의 정비로서 회계에 대한 검토가 필요할 것이며, 증권거래법상의 문제로서 트레이킹스톡의 상장이 가능하도록 상장규정의 정비가 필요할 것이며, 공시규정의 정비도 필요할 것이다.

## 참고문헌

### 《 한국문헌 》

한원규, 이제원, “신종주식발행의 법적 문제”, working paper (송상현교수님 화갑기념논문집 수록 예정) (2001)

### 《 미국문헌 》

Model Business Corporation Act Annotated vol.1 (3rd ed.)  
American Bar Association (1985)

Stephen I. Glover, “The Tracking Stock Company’s Board of Directors”, 4 NO. 9 M&A Law. 27 (2001)

Jeffrey J. Hass, “Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness”, 94 Mich. L. Rev. 2089 (1996)

Bruce N. Hawthorne, “Tracking Stock Terms, Methods of Issuance, Advantages and Disadvantages”, 32nd Annual Institute on Securities Regulation, 1213 PLI/Corp 47 (2000)

Jeffrey J. Schick, “Toward Transaction-Specific Standards of Directorial Fiduciary duty in the Tracking Stock Context”, 75 Wash. L. Rev. 1365 (2000)

Erica H. Steinberger & Jeffrey J. Hass, “Introduction to Tracking Stock”, Acquisitions, Mergers, Spin-Offs, and Other Restructurings, 825 PLI/Corp 523 (1993)

참고문헌

- A. Gilchrist Sparks, III & Patricia A. O'Neill, "Merger Issues at the New Millenium: Strategic Deals, Tracking Stocks and the Duty to be Informed", *New Strategies in Contests for Corporate Control* 2000, 1158 PLI/Corp 179 (2000)
- Peter Wirth, "Tracking Stock for High-Tech Companies: Part I", 9 NO. 1 *Insights* 2 (1995)
- Peter Wirth & William Reardon, "Tracking Stock for High-Tech Companies: Part II, 9 NO. 3 *Insights* 9 (1995)

《 일본문헌 》

- 上柳克郎, 鴻 常夫, 竹内昭夫 編, 新版注釋會社法 (3), 有斐閣 (1986)
- 上柳克郎, 鴻 常夫, 竹内昭夫 編, 新版注釋會社法 (4), 有斐閣 (1986)
- 上柳克郎, 鴻 常夫, 竹内昭夫 編, 新版注釋會社法 補卷, 有斐閣 (1992)
- 西村總合法律事務所 編, M&A法大全, 商事法務研究會 (2001)
- 松下公明, 優先株式, 商事法務研究會 (1991)
- 關谷理記, "子會社連動柱式(日本版トラッキング・ストック)の開発", 『商事法務』 No. 1581 (2000. 12. 15)
- 大彬謙一, "優先株の實務的問題 [I]~[III]", 『商事法務』 No. 1442 (1996. 12. 5)・『商事法務』 No. 1443 (1996. 12. 15)・『商事法務』 No. 1446 (1997. 1. 25)
- 大彬謙一, "トラッキング・ストック", 『法學教室』 No. 250 (2001. 7)

- 藤田友敬, “中間試案の解説①—株式に關する部分を中心として”, 『法律のひろば』 (2001. 7)
- 山本 功. “グループ經營と子會社公開”, 『證券アナリストジャーナル』 (2000. 11)
- 神田秀樹, “優先株式に關する商法改正論”, 『代行者レポート』 第89號 (1988. 9. 14)
- 神田秀樹 監修, “エクイティ・ファイナンスの新展開 (1)~(12)”, 『商事法務』 No. 1548~No. 1559 (2000. 1. 5~2000. 5. 5)
- 商事法務編集部, “『商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案』の公表”, 『商事法務』 No. 1593 (2001. 4. 25)
- 松古樹美, “米國における企業グループの事業再構築 [1]・[2]”, 『商事法務』 No. 1484 (1998. 3. 5)・No. 1485 (1998. 3. 15)
- 中尾友治, “『子會社連動配當株』を上場對象とするための上場制度の改正”, 『商事法務』 No. 1585 (2001. 2. 5)
- 黒沼悦郎, “トラッキング・ストックと取締役の責任”, 『商事法務』 No. 1595 (2001. 5. 25)
- 黒沼悦郎, “日本におけるトラッキング・ストックに關する論議”, 2001 추계증권법세미나자료집, 한국증권법학회 (2001. 9. 21)