

# 중소벤처기업 법제연구( I ) - 혁신창업 활성화를 위한 중소기업 자금공급 확대방안 연구 -

한정미 | 성희활





**중소벤처기업 법제연구( I )**  
**- 혁신창업 활성화를 위한 중소기업**  
**자금공급 확대방안 연구 -**

**A Legislative study on the SMEs and Startups(I)**  
**-A Study on the Expansion of Funding for Innovative SMEs and Startups-**

연구책임자 : 한정미(선임연구위원)

Joung-mee Han

공동연구자 : 성희활(인하대학교 법학전문대학원 교수)

Hye-hwal Seong

2018. 10. 31.



한국법제연구원  
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE



## 연 구 진

총괄연구책임	한정미(선임연구위원) 이기평(부연구위원)
공동연구(원외)	성희활(인하대학교 법전문 교수)
심의회원(원내)	김은정(연구위원) 백옥선(부연구위원) 최유경(부연구위원)
심의회원(원외)	맹수석(충남대학교 교수)
연구보조원	이칭찬(한동대학교)



## 요 약 문

### I. 배경 및 목적

#### ▶ 혁신창업 생태계 조성을 위한 자금조달 활성화의 필요성

- 창업자의 창업정신이 유지되는 투자활성화 방식의 부재
  - 현재 운영되고 있는 투자방안 및 창업활성화를 통해서는 “혁신창업 생태계 조성”을 위한 자금조달의 다양화, 창업자의 창업정신이 유지되는 외부자금조달 방식의 결여 등 한계가 있음
- 주요국의 혁신창업기업에 대한 자금조달 방식 변화
  - 미국, 중국, 홍콩 등 자본조달 시스템이 발달한 국가에서도 최근 주식 발행 및 회수 관련 다양한 제도의 변화가 나타남
  - 창업기업이나 기술기반 기업들에 대한 적극적인 투자유치를 위한 지원정책으로 주식발행 관련 회사법을 개정하거나 증권거래소 규정을 개정하는 등 기존의 정형적인 틀을 벗어나는 장식의 투자에 대한 허용을 추진
- 중소벤처기업 자금조달 방식 변화의 필요성
  - IT기술을 기반으로 하는 기업이 기술력 및 혁신성을 갖추고 창업을 하는 경우 이들에게 자금조달 및 장기적인 투자를 유인할 수 있도록 제도를 갖추어 줄 필요가 있음

### ▶ 자금조달 방식 확대 자원의 차등의결권제도, 컨버터블 노트, 세이프 도입검토

- 중소벤처기업이 창업단계 또는 창업 후 성장단계에서의 자금조달이 원활히 이루어 질 수 있는 방안을 중점으로 판단함
- 이를 위하여 오랫동안 논의가 되어 온 차등의결권제도(Dual Class Stock), 기존의 자금조달체계에 해당하는 않으나 주요국에서 활용되고 있는 컨버터블 노트(Convertible Note) 및 세이프(SAFE : Simple Agreement for Future Equity)라는 새로운 유형의 자금조달제도에 대해 집중하여 검토하고 이 제도들에 관한 국내 도입방안을 제시하는 것을 목적으로 함

## II. 주요 내용

### ▶ 중소벤처기업 자금조달 관련 문제점

- 중소벤처기업의 경우 창업이후 기간이 길지 않기 때문에 법인의 신용이나 창업자의 신용이 높지 않은 경우가 많음
  - 특히 벤처기업의 경우 주로 벤처기업을 창업한 창업자의 기술력 등 인적자원이 바탕이 되는 것이기 때문에 금융권에서 주로 활용하는 담보로 제공할 만한 유형 자산을 갖추고 있지 않은 경우가 많음
  - 개인사업자로 창업하게 되는 경우나, 법인사업자로 창업하게 되는 경우 모두 자기자금이 90%를 넘는 비율을 차지함
- 외부자금 조달로 인한 경영권 침해를 받고 싶어 하지 않는 이유도 있음
  - 주식회사 등 법인에 있어서는 외부 자금의 조달이 기업의 경영권과 직접적인 영향관계에 있음
  - 외부자금의 유입은 결국 창업자 또는 대표자에 대한 경영권 위협으로 작용할 가능성이 있음



- 중소벤처기업의 경우 대기업에서 자금조달을 위해 활용하는 주식의 발행이나 회사채 발행실적을 비교해 보면 현저한 차이를 보이고 있음

## ▶ 차등의결권제도 검토 및 도입방안

- 차등의결권제도 검토의 필요성
  - 차등의결권을 도입한 기업의 경우 안정적인 장기투자가 가능하도록 하면서, 헤지펀드에 의한 공격에 대한 경영권을 방어하기 위한 수단으로 활용하는 것으로 알려짐
  - 이들 창업자는 그 지배권을 계속 유지해야 하는 이유로, 창업자의 장기적인 비전과 혁신적 기업정신의 지속이 회사의 장기적 발전에 핵심적이라는 점을 들고 있음
  - 기업의 확장과 자금수요에 따라 증권시장에 상장을 하지만, 창업자의 개인기업적인 속성은 계속 유지해야 한다는 점이 차등의결권제도 도입의 이유로 제시되고 있음
  - 우리나라는 대주주의 경영권 남용 가능성 등을 이유로 차등의결권 제도를 도입하지 아니하였으나 미국·일본·프랑스 등 경제협력개발기구(OECD) 30개국 중 20개국 이상이 차등의결권 도입 중인 것으로 나타남
  - 정부의 지원금이 없이도 안정적인 운영이 가능하도록 투자 활성화를 시켜주는 방안으로 기술력은 있으나 자금력이 약한 중소벤처기업에 제한하여 차등의결권을 통해 경영권 위협 없이 외부자금의 용이한 조달을 검토할 수 있을 것임
- 해외 차등의결권 도입 추이
  - 외국의 경우 차등의결권을 도입한 대표적인 기업으로 구글, 페이스북, 그루폰 링크드인, 알리바바 등이 있음

# KLRI

- 미국의 경우 S&P 100대 기업의 경우 2014년도 이래 9.0%의 비율을 유지해온 반면 실리콘밸리 150대 기업의 경우 2011년 2.9%를 기록한 이후 지속적인 성장을 보이다 2017년 처음으로 하락 추세를 보임
- 실리콘밸리 기업만을 살펴본 Fenwick & West LLP의 자료와 달리 미국 전체 기업의 차등의결권 도입 추이를 살펴보면 오히려 도입률이 증가함
- 미국에서는 차등의결권 등 종류주식에 관하여 모범회사법의 원칙적인 규정을 각 주에 반영하는 반면, 실제 주식이 유통되는 증권거래소의 규칙은 그 시대에 따라 상장허용 및 금지의 태도가 변화되어 왔음
- 홍콩은 회사법상 원칙적으로 1주 1의결권 원칙이 적용되지만, 정관으로 달리 정할 수 있도록 하고 있음
- 홍콩은 2018년 2월 “신생·혁신기업을 위한 상장제도(Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors)”라는 보고서를 발간하고 신생혁신기업 상장활성화를 위해 혁신성장기업의 상장, 바이오 기업의 상장에 대한 혁신적인 제도개선을 예고한 이후 2018년도 4월 30일부터는 이를 완화하여 차등의결권 구조를 가진 혁신적인 회사의 경우 상장을 허용
- 혁신기업의 요건을 보면 ① 기업의 성공이 핵심사업에 있어서의 신기술의 적용, 혁신, 또는 기존 기업과 해당 기업을 차별화하는 새로운 비즈니스 모델에 의한 것일 것, ② 연구개발(R&D)이 기업의 기대가치의 중요한 기여부분을 차지하며, 주요 활동 및 비용을 구성할 것, ③ 기업의 성공이 그 고유한 특징이나 지적재산으로 인한 것임을 입증할 수 있을 것, ④ 유형자산의 시가총액이나 무형자산 가치가 현저히 클 것이 제시됨
- 중국의 경우 회사법에서 1주 1의결권 원칙을 기본으로 하고 유한책임회사에 한하여 정관으로 정하는 경우에 한하여 의결권을 달리 정할 수 있도록 하고 있음

- 2018년 9월 26일 국무원은 “혁신 창업 고질량 발전에 관한 혁신과 창업 업그레이드판 의견”을 통해, 혁신창업기업이 직접적으로 자금을 조달할 수 있는 통로를 확장하기로 발표
  - 정책의 추진을 위하여 과학기술기업에 대해서 차등의결권을 채택한 지배구조를 허용하는 내용의 회사법 등 법률규범과 자본시장 관련 규칙의 개정을 추진
- 차등의결권 도입 방안
- 차등의결권제도는 창업초기 기업에게 유용한 제도라기보다는 중소벤처기업이 성장단계에 있을 때 장기적인 책임경영 체제를 확립하고, 기업가 정신을 보장하며, 장기투자가 가능하도록 하는 제도임
  - 따라서 중소벤처기업에 대한 적용을 전제로 구체적인 적용대상은 「벤처기업법」상의 벤처기업을 주 대상으로 하고 추가적인 혁신성을 고려하여 창업자에 대해 확대할 필요가 있음
  - 공개기업에 대한 적용 여부에 대해서는 신규기업공개시에만 허용하는 것으로 하고 투자자보호 및 제도의 중소벤처기업의 성장을 지원한다는 취지를 고려하여 기존 공개회사의 경우에는 차등의결권 도입을 허용하지 않도록 할 필요가 있음
  - 동일한 논리로서 차등의결권주주가 사망하는 경우에는 일반주로 환원된 주식의 상속이 있도록 해야 할 것이며, 양도되는 경우에도 일반주로 환원된 형태로 양도되도록 해야 함
  - 도입 대상 법률에 있어서는 「상법」과 「벤처기업법」, 「중소기업창업법」이 검토될 수 있을 것인데, 국가의 정책적인 판단에 따라 중소벤처기업이라는 특정 대상 기업에 대해서만 발행을 허용하는 제도를 도입하고자 할 경우에는 「벤처기업법」, 「중소기업창업법」에 입법하는 방향이 타당할 것임

- 이 경우 「벤처기업법」, 「중소기업창업법」에 대상기업에 대한 범위를 설정하는 규정을 신설하거나 개정하고, 「상법」 상 종류주식의 특례로서 복수의결권 발행을 허용하는 방안을 제시하였음

### ▶ 컨버터블 노트와 셰이프 검토 및 도입방안

#### ○ 개념과 취지

- 컨버터블 노트(Convertible Note. 이하 “CN”이라 함)란 계약서 상 약정한 시점 또는 투자자가 전환권을 행사하는 시점에 주식으로 전환하거나 원금을 상환 받을 수 있는 투자 방식
- CN은 법적 발행근거가 없는 새로운 자금조달 수단으로서 전환가액을 다른 투자자들의 후속투자시에 결정되도록 하고 있음
- 이에 따라 초기 투자시에 기업과 투자자간 협상의 가장 큰 이슈인 기업가치 산정과 이에 따른 전환가액 책정의 어려움을 해소하고 신속한 투자협상 가능
- 조건부지분인수계약(SAFE: ‘Simple Agreement for Future Equity’. 이하 “SAFE”라 함)은 미래자산을 위한 단순한 계약의 한 유형으로서 채무적 성격이 없는 전환권에 해당
- SAFE는 CN을 대체하고자 탄생하였으며, 기업 입장에서는 만기와 이자의 부담이 있는 CN보다 만기와 이자 부담이 없는 SAFE를 선호
- SAFE는 조건부 자본증권과 비슷하고 CN은 CB와 비슷하지만 이들은 결코 같은 것이라고 볼 수 없으므로 CN과 SAFE는 법적 근거가 없는 신행 증권이라고 보아야 할 것임

## ○ 구조

- CN의 구조는 ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap), ② 할인율(Discount Rate), ③ 금리/이율(Interest Rate), ④ 만기일(Maturity Date)에 관한 사항을 정하는 방식으로 설계됨
- SAFE의 구조는 CN과 비슷하게 ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap)과 ② 할인율(Discount Rate)을 핵심 요소로 하지만, CN과 달리 만기와 이율 요소는 없음

## ○ 활용방안

- 법에 투자대상으로 이전과 같이 직접 지정되어 있지 않다 해도 개인간 민사약정으로 얼마든지 투자 가능
- 그러나 투자가 가능하다는 것과 기업이 SAFE나 CN을 체결 또는 발행하는 것이 가능하다는 것은 별개의 문제임
- 즉, 기업 입장에서는 회사법적 문제가 발생할 위험이 크기 때문에 법상 투자 대상으로 열거되느냐에 관계없이 여전히 이러한 계약이나 증권의 발행을 기피할 가능성이 높음
- 따라서 회사법적으로 유가증권법정주의 논란이 해결되지 않는 한 이러한 방식의 투자가 활성화되기는 요원한 실정임
- 법령 개정 방안으로는 우선 회사법에 CN과 SAFE의 발행 근거를 도입하여 합법적인 발행이 이루어질 수 있도록 할 필요가 있음
- 이어 중소기업창업법 등 벤처투자 관련법에 CN과 SAFE를 열거하거나, 투자대상을 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환하거나 현행 한정적 열거주의를 예시적 열거주의로 전환하고 중기부장관이 지정할 수 있도록 위임 규정을 도입하는 방안 고려

# KLRI

- CN과 유사한 전환사채가 이미 규정되어 있으므로 입법론적으로는 전환사채 관련 조항을 약간 개정하면 CN의 발행 근거로 삼기에 충분할 것임
- CN, SAFE는 초기벤처기업의 특수성을 고려한 제도임을 감안하여 상장회사에게는 활용 가능성을 배제하는 것이 타당함

## Ⅲ. 기대효과

- ▶ 중소벤처기업에게 차등의결권이나 SAFE, CN 등을 통한 자금조달 방안을 확대함으로써 경영권을 유지하면서 직접투자를 받을 수 있는 제도적 기반을 마련
  - ▶ 벤처기업이나 혁신성을 갖춘 창업자에 대한 유연한 자금조달 시스템의 필요성 충족
- 
- ▶ 주제어 : 중소기업, 벤처기업, 스타트업, 창업기업, 혁신창업, 차등의결권제도, 복수의결권, 권버터블 노트, 셰이프(조건부지분인수계약), 투자활성화

## Abstract

### I. Backgrounds and Purposes

#### ▶ Need for expansion of funding for establishment of innovative start-up ecosystem

- Lack of investment methods that respect founders' entrepreneurship
  - Current funding and start-up programs have limitations due to lack of variety of funding and financing methods that respect founders' entrepreneurship which contributes to “establishment of innovative start-up ecosystem”.
- Change of funding methods in mainstream countries with respect to innovative start-up businesses
  - Countries with well-developed financing systems, such as USA, China, Hong Kong, have recently changed their systems with respect to issue and collection of stock.
  - As a supportive policy for attracting investment for start-ups and technology-based businesses, revision of relevant business laws or stock market regulations has been made to introduce investment methods outside of existing framework.
- Change of funding methods in mainstream countries with respect to innovative  
Need for change of funding methods for small and medium-sized venture businesses
  - There is a need for a system that attracts funding and long-term investment for those who start technology-based innovative businesses based on IT technology.

- ▶ Review of dual class stock, convertible note, and simple agreement for future equity (SAFE) as means of expanding funding methods
  - A solution must be sought with a focus on how to increase funding for small and medium-sized venture businesses during their start-up and growth stages.
  - As such, this study aims to review new funding methods such as dual class stock, convertible note, and SAFE, which do not conform to the exiting funding framework but are adopted by mainstream countries, and ways to introduce them to Korea.

## II. Major Content

- ▶ Problems with funding system for small and medium-sized venture businesses
  - Due to short number of years since establishment, small and medium-sized venture businesses and their owners have low financial credit.
    - Venture businesses often rely on human capital such as the technic and ideas of the founder, and do not own physical assets that may be offered as security for financing.
    - More than 90% of start-up costs of both sole proprietorship and corporate are self-financed.
  - Some wishes to defend management rights which external fund may cut down.
    - For corporations, external fund has direct impact on management rights.
    - External fund may threaten the founder or company representatives with respect to their rights to manage their company.
  - There is a clear difference in the use of shares and bonds between small and medium-sized venture businesses and large corporates.



## ▶ Study on dual class stock and suggestions for its introduction to Korea

### ○ Need for consideration on dual class stock

- It appears that dual class stock leads to steady long-term investment which may be used to defend the right to manage the companies that adopted the system against attacks by hedge fund.
- As a reason to defend the right to manage, founders argue that founders' long-term vision and innovative entrepreneurship is crucial to their companies' long-term growth.
- Although they may list their companies to stock market in order to expand the business and meet their financial needs, they argue that dual class stock should be introduced in order to respect the companies' sole proprietorship-like properties.
- Although Korea has not yet adopted dual class stock system for reasons such as possible abuse of voting rights by major shareholders, 20 countries out of 30 OECD countries, such as USA, Japan, France, have already adopted the system.
- As a means to stimulate investment for stable operation and management without government's assistant fund, it may be necessary to consider introduction of dual class stock system limited to small and medium-sized venture businesses with high technological potential and low funding abilities, so that they may gain access to investment without jeopardizing their right to manage.

### ○ Global trend for adoption of dual class stock

- Outside of Korea, examples of companies that adopted dual class stock include Google, Facebook, Groupon, LinkedIn, and Alibaba.
- In USA, total number of companies that have adopted dual class stock have increased, unlike the data from Fenwick & West, LLP which looked at only Silicon Valley companies.
- IN USA, while states have adopted model corporate law on class shares including dual class stock, stock market regulations have reflected the needs of the times to allow or prohibit listings.

- Hong Kong, in principle, gives one voting right per share, but allows exception through articles of association.
  - Hong Kong published a report, “Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors, in February 2018, which hinted on innovative restructuring of listing regime for innovative emerging businesses and bio-businesses to encourage their listing. Hong Kong began to allow listing of innovative companies with dual class stock since April 30, 2018.
  - China, in principle, gives one voting right per share, but allows exception on voting right for limited liability companies through articles of association.
  - In September 26, 2018, China released a plan to expand means of direct financing for innovative start-up businesses.
  - It also is on the way to revise relevant corporate laws and capital market regulations to allow dual class stock in science and technology-based companies' governance system.
- Suggestions for introduction of dual class stock to Korea
- Dual class stock is a system that is useful during growth stage, rather than start-up stage, which strengthens long-term responsible management, ensures entrepreneurship, and enables long-term investments.
  - Therefore, with limited application to small and medium-sized venture businesses in mind, specific policy target needs be narrowed to venture businesses as defined in “Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses”, and expand the target to start-up businesses for additional innovativeness.
  - As for public companies, dual class stock needs to be allowed only to companies newly becoming public. In consideration of the purpose of the system which aims to protect investors and support growth of small and medium-sized venture businesses, it should not be allowed to existing public companies.
  - In line with earlier reason, in case a shareholder of dual class stock deceases or in case of transfer of stock, shares should be inherited or transferred as common stock.

- As for legislative provision for adoption of the system, “Commercial Act”, “Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses”, and “Support for Small and Medium Enterprise Establishment Act” seems most relevant. If national policy decides to allow the system only to small and medium-sized businesses, it would be reasonable to adopt the system through amendment of “Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses” and “Support for Small and Medium Enterprise Establishment Act”.
- This study suggests addition or amendment to “Act on Special Measures for the Promotion of Venture Businesses” and “Support for Small and Medium Enterprise Establishment Act” to define policy target, and allow issuance of dual class stock as a special example of class stock in “Commercial Act”.

## ▶ Study on convertible Note and SAFE and suggestions for their introduction to Korea

### ○ Definition and Purposes

- Convertible Note (“CN”) is a method of investment in which the investor receives equity or the invested principal at the time provided in contract or when the investor exercises the convertible right.
- CN is a new method of funding without legislative provision whose convertible price is decided after other investors make succeeding investments.
- As such, it allows quick investment negotiation without an explicit valuation of the company or calculation of the amount of convertible right.
- Simple Agreement for Future Equity (“SAFE”) may be described as a form of simple contract for future equity and a convertible right without debt-like characteristics.
- SAFE was created to replace CN. Companies prefer SAFE to CN because there is no burden of deadline or interest rate.

# KLRI

- SAFE is similar to contingent convertible bond, and CN is similar to convertible bond; however, they cannot be treated the same. Therefore, CN and SAFE should be viewed as new types of securities without legal provision.
  - The structure of CN is formed by determining ① Valuation Cap, ② Discount Rate, ③ Interest Rate, and ④ Maturity Date.
  - SAFE is similarly structured by ① Valuation Cap and ② Discount Rate, but, unlike CN, there is no interest rate or maturity date.
- Suggestions for introduction of CN and SAFE to Korea
- Although there is no legislative provision in the law, investment through these means is possible as civil affairs agreement between persons.
  - However, being able to make investment is a separate issue from being able to make or issue a SAFE or CN for a company.
  - In other words, in order to avoid corporate law-related problems, a company may choose not to make or issue these types of agreement or securities, regardless of being considered as a potential investee.
  - Therefore, these new ways of funding may not be utilized until they are legalized in corporate law.
  - As a suggestion for legalization, there is a need to provide a legal basis for issuance and establishment of CN and SAFE in corporate law. Also, there is a need to consider providing for CN and SAFE in venture business investment-related law, such as “Support for Small and Medium Enterprise Establishment Act”. Alternatively, changing current way of exhaustive listing (positive system) to negative system or to inclusive listing system with respect to the investee and delegating the right to specify the investee to the Minister of SMEs and Startups.
  - Because convertible bond, which is similar to CN, is already provided for in the law, amendment of convertible bond related provision may be sufficient to provide a legal basis for issuance of CN.

- Considering that CN and SAFE are designed to meet special needs of emerging venture businesses, it would be reasonable to exclude listed companies from utilization of these systems.

### **III. Expected Effects**

- ▶ Provides institutional grounds for attracting direct investment to small and medium-sized venture businesses while maintaining their management rights by expanding means of financing through dual class stock, SAFE, and CN
- ▶ Fulfills the need for a flexible financing system for venture businesses and innovative startups.

- ▶ **Key Words** : Small and medium-sized businesses, venture companies, start-up, start-ups, innovative start-up, Dual class stock, Convertible note, SAFE, Simple Agreement for Future Equity, Expansion of Investment



# 목차

중소벤처기업 법제연구(I)  
- 혁신창업 활성화를 위한 중소기업  
자금공급 확대방안 연구 -

korea legislation research institute

요약문 ..... 5  
Abstract ..... 13

## 제1장 서론 / 25

제1절 연구의 목적 ..... 27  
제2절 연구의 방법 ..... 29

## 제2장 중소기업 자금조달 현황과 문제점 / 33

제1절 중소기업의 자금조달 현황 ..... 35  
1. 직접자금조달 실적 ..... 35  
2. 벤처기업 지분구조 현황 및 창업자금 조달현황 ..... 38  
제2절 현행 자금조달제도의 한계와 문제점 ..... 42

## 제3장 차등의결권제도 / 45

제1절 차등의결권제도 검토의 필요성 ..... 47  
1. 1주 1의결권 원칙과 변형 ..... 47  
2. 도입 검토의 필요성 ..... 48  
제2절 차등의결권 도입 추이 ..... 51  
1. 실리콘밸리 기업의 차등의결권 도입 추이 ..... 51  
2. 미국 3000대 기업의 차등의결권 도입 추이 ..... 52

# 목차

중소벤처기업 법제연구(I)  
- 혁신창업 활성화를 위한 중소기업  
자금공급 확대방안 연구 -

korea legislation research institute

3. 미국 신규 상장 회사의 차등의결권 도입 추이 .....	53
4. 차등의결권 도입 사례 .....	54
제3절 주요국의 차등의결권제도 입법동향 .....	61
1. 미 국 .....	61
2. 홍콩 .....	71
3. 중 국 .....	76
4. 소 결 .....	79

## 제4장 컨버터블 노트와 세이프 / 81

제1절 컨버터블노트 .....	83
1. 개념과 취지 .....	83
2. 구 조 .....	84
제2절 세이프 .....	84
1. 개념과 취지 .....	84
2. 구 조 .....	86
3. 외국의 활용 사례와 입법례 .....	86

## 제5장 새로운 자금조달제도 도입을 위한 법제 개선방안 / 89

제1절 차등의결권 도입방안 .....	91
1. 차등의결권 도입 관련 찬반론 .....	91
2. 차등의결권 도입 관련 주요 쟁점 .....	94
3. 도입 대상 법률과 도입방안 .....	103



# 목차

중소벤처기업 법제연구(I)  
- 혁신창업 활성화를 위한 중소기업  
자금공급 확대방안 연구 -

korea legislation research institute

제2절 컨버터블 노트.세이프 도입과 활용방안 ..... 113

1. 컨버터블노트.세이프와 유가증권법정주의 ..... 113
2. 컨버터블노트 활용방안 ..... 130
3. 조건부지분인수계약 활용방안 ..... 138

**제6장**    **결 론 / 143**

참고문헌 ..... 149



korea  
legislation  
research  
institute

# 제1장 서론

제1절 연구의 목적

제2절 연구의 방법



# 제1장 서론

## 제1절 연구의 목적

우리 경제의 재도약을 위해서는 우수인력이 두려움 없이 창업하고 성장(scale-up)할 수 있는 혁신창업 생태계 조성이 필요하며, 이러한 측면에서 2017년 11월 정부는 「혁신창업 생태계 조성방안」을 발표하였다.<sup>1)</sup>

최근 기업의 생태계를 보면 그 변화의 주기가 매우 빠르게 나타나고 있으며, IT기술을 기반으로 하는 기업이 기술력 및 혁신성을 갖춘 경우가 증가하였다. 이들에게는 혁신적인 기술이나 경영방식의 지속적인 개발과 함께 창업이나 초기 운영을 위한 자금조달, 특히 기업들의 투자유치면에서는 장기적인 투자를 유인할 수 있도록 하는 제도적 기반의 문제가 크게 대두되고 있다.

혁신성을 갖춘 기업이나 벤처기업들의 창업과 성장을 위해서는 초기 모험자본의 조달이 가장 큰 문제가 되고 있으며, 현행 회사법제 등에서 규정되고 있는 자본조달 방식을 통해서는 혁신적인 기술기반기업이나 벤처기업들이 수월하게 자금을 조달하기 어려운 상황이라 할 수 있다.

미국, 중국, 홍콩 등 자본조달 시스템이 발달한 국가에서도 최근 주식 발행 및 회수 관련 다양한 제도의 변화가 나타나고 있으며, 창업기업이나 기술기반 기업들에 대한 적극

---

1) 관계부처 합동, 「혁신창업 생태계 조성방안」, 2017. 11. 2.

적인 투자유치를 위한 지원정책으로 주식발행 관련 회사법을 개정하거나 증권거래소 규정을 개정하는 등 기존의 정형적인 틀을 벗어나는 방식의 투자에 대한 허용을 추진하고 있다. 기술기반 기업의 성장이나 혁신기업의 창업활성화는 기업 자체의 성장에 그치는 것이 아니라 미국 실리콘밸리 벤처기업들의 자금조달 사례, 구글의 기업공개 사례, 페이스북 북의 기업공개 사례, 중국 알리바바의 뉴욕증시 상장사례 등을 통해 보면, 외국투자자본의 유입이나 국내기업의 투자제도 제한 문제로 인한 해외이전을 방지하여 국가 전체의 경제성장과도 직접적인 관련이 있는 것으로 나타나고 있어 정부 차원에서 적극적인 정책을 추진하고 있는 것으로 판단된다.

우리나라에서도 「중소기업창업 지원법(이하 ‘중소기업창업법’이라 함)」을 통한 창업지원 및 자금지원, 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법(이하 ‘벤처기업법’이라 함)」에 따른 투자유치 지원 및 투자기구를 통한 투자활성화 정책을 추진하고 있으나 이 법들에서 제시되고 있는 투자방안 및 창업활성화를 통해서는 “혁신창업 생태계 조성”을 위한 자금조달의 다양화, 창업자의 창업정신이 유지되는 외부자금조달 방식의 결여 등 한계가 있는 것으로 보고 이러한 문제에 주목하여 최근 관련 법령의 개정안을 제출하는 등의 개선 움직임이 나타나고 있다.

창업기업이나 벤처기업은 대기업에서 자금조달의 방식으로 사용하는 신주발행이나 채권발행 등의 수단이 적극적으로 사용되지 못하고 있으며, 창업자금으로 자기자본의 활용 비율이 매우 높게 나타나는 등의 특성을 고려하여 기존의 지원법과 제도를 포함하여 전체적인 측면에서의 새로운 자금조달 방식의 도입을 위한 법제도를 연구할 필요가 있다.

새로운 자금조달 방식의 도입 대상을 설정함에 있어서 혁신성, 기술성을 갖춘 기업과 창업자를 우선적인 검토대상으로 하였으나 법적으로는 혁신기업이나 혁신창업이라는 용어가 사용되고 있지 않고 있으며 혁신이라는 것이 최근에는 IT기술을 활용한 사업의 구현이라는 개념을 폭넓게 수용하고 있으므로 현행법에서 정의되고 있는 정책대상을 주 대상으로 설정하는 것이 바람직하다고 판단하였다.

실제 혁신창업 생태계에 관한 내용도 벤처기업이나 창업자가 혁신성을 갖추고 사업을 영위하는 것 및 창업하는 것을 지원하는 내용이므로, 여기에서는 실제에 부합하는 개선방안을 도출하기 위하여 「벤처기업법」에 따른 벤처기업, 「중소기업창업법」에 따른 창업자를 주요 검토 대상으로 하며, 이 둘을 통칭하여 “중소벤처기업”이라는 용어를 사용하도록 한다.

창업자와 벤처기업은 완전히 별도의 기업으로 구분되는 것이 아니라 법적으로 창업하여 사업을 개시한 날부터 7년 이내의 기업이 창업자에 해당하며, 「벤처기업법」에 따라 벤처기업 인증을 받은 자가 벤처기업에 해당하는 것이므로 현실적으로는 두 개념에 모두 포함되는 기업이 있을 것이며, 이들이 주요 중소벤처기업의 정책대상에 해당하는 것으로 볼 수 있겠다.

새로운 자금조달 수단에 대해서는 많은 방식이 논의될 수 있을 것이나 이 연구에서는 중소벤처기업이 창업단계 또는 창업 후 성장단계에서의 자금조달이 원활히 이루어 질 수 있는 방안을 중점으로 판단하여, 오랫동안 논의가 되어 온 차등의결권제도(Dual Class Stock), 기존의 자금조달체계에 해당하는 않으나 주요국에서 활용되고 있는 컨버터블 노트(Convertible Note) 및 세이프(SAFE : Simple Agreement for Future Equity)라는 새로운 유형의 자금조달제도에 대해 집중하여 검토하고 이 제도들에 관한 국내 도입방안을 제시하는 것을 목적으로 한다.

## 제2절 연구의 방법

이 연구를 위하여 벤처투자 및 「자본시장법」 관련 연구 역량을 갖춘 공동연구자와 공동연구를 진행하며, 연구집필 담당부분은 아래와 같다.

구 분	담 당
제1장 서론	한정미
제2장 중소기업 자금조달 현황과 문제점	한정미
제3장 차등의결권제도	한정미
제4장 컨버터블 노트와 세이프	성희활
제5장 새로운 자금조달제도 도입을 위한 법제 개선방안 제1절 차등의결권 도입방안	한정미
제5장 새로운 자금조달제도 도입을 위한 법제 개선방안 제2절 컨버터블 노트·세이프 도입과 활용방안	성희활
제6장 결론	한정미/성희활

연구 진행 방법으로는 관련 주제를 선정하고, 연구방향을 설정하기 위하여 과제 관련 정책 담당 부처가 참여하는 정책실무협의회<sup>2)</sup>를 개최하였다.

연구수행과정에서는 경제학, 법학 등 관련 학계 및 실무 전문가가 참여하는 전문가 자문회의를 수시로 개최하고, 총 4차례의 전문가 워크숍<sup>3)</sup>을 개최하였다.

- 2) 2018. 3. 7 중소기업 관련 과제수행 방안 자문을 위하여 제1차 정책실무협의회를 개최하고, 법제처 경제법 제국 담당자와 연구진이 참여하여 과제수행 범위 및 결과물에 대한 1차 검토를 하였다. 2018. 8. 17.에는 중소기업 투자관련 연구내용 협의 및 성과발표회 기획과 관련하여 제2차 정책실무협의회를 개최하고 중소기업부 벤처투자과장 등 담당자의 의견을 수렴하였다.
- 3) 2018. 4. 6 제1차 전문가 워크숍을 개최하고, “SAFE와 CN 국내도입 방안 검토”를 위하여 주강진(창조경제연구회 책임연구원), 김은집(법무법인 김연장 변호사), 성 준(한국벤처투자 변호사), 성희활(인하대학교 교수), 이종건(법무법인 이후 변호사), 최민혁(중소벤처기업부 사무관)이 발표와 토론을 진행하였으며, “차등의결권주식의 도입을 위한 쟁점 검토”를 위해서는 김순석(전남대학교 교수), 김갑래(자본시장연구원 연구위원), 김병연(건국대학교 교수), 성 준(한국벤처투자 변호사), 성희활(인하대학교 교수), 최민혁(중소벤처기업부 사무관)이 발표와 토론을 진행하였다.  
2018. 6. 15. 제2차 전문가 워크숍을 개최하여 “창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권제도의 입법동향(미국, 홍콩)”에 대하여 고동원(성균관대학교 법전원 교수), 김광록(충북대학교 법전원 교수), 안수현(한국외국어대학교 법전원 교수), 권재열(경희대학교 법전원 교수), 최성근(영남대학교 법전원 교수), 최민혁(중소벤처기업부 사무관)이 발표와 토론을 진행하였다.  
2018. 6. 22. 제3차 전문가 워크숍에서는 “창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권제도의 입법동향(싱가포르, 일본)”에 관하여 심 영(연세대학교 법전원 교수), 김갑래(자본시장연구원 연구위원), 이효경(충남대학교 법전원 교수), 김은집(법무법인 김연장 변호사), 이종건(법무법인 이후 변호사), 최민혁(중소벤처기업부 사무관)이 발표와 토론을 진행하였다.  
2018. 8. 3. 제4차 전문가 워크숍에서는 “새로운 자금조달 제도 도입을 위한 정책대상, 제도설계 등 방향 검토”라는 주제로 최민혁(중소벤처기업부 사무관), 곽관훈(선문대학교 교수), 김갑래(자본시장연구원 연구위원), 김병연(건국



또한, 연구결과의 공유 및 정책반영에 기여하기 위한 성과발표회를 개최<sup>4)</sup>하고 의견을 수렴하는 과정을 거쳐 최종보고서를 발간한다.

---

대학교 교수), 성 준(한국벤처투자 변호사), 최 옥(코넥스협회 상근부회장)의 발표와 토론이 있었다.

- 4) 2018. 10. 26. 이 과제의 결과를 공유하고, 정부와 학계, 실무계의 의견을 수렴하기 위하여 성과발표회를 개최하였으며, “차등의결권을 통한 중소벤처기업의 자금조달 확대방안”을 발표하고, 정완용(경희대학교 법전원 교수), 손영화(인하대학교 법전원 교수), 김주화(중소벤처기업부 벤처투자과장) 등 전문가의 토론을 거쳤다.



korea  
legislation  
research  
institute

## 제2장 중소벤처기업 자금조달 현황과 문제점

제1절 중소기업의 자금조달 현황

제2절 현행 자금조달제도의 한계와 문제점



## 제2장

# 중소벤처기업 자금조달 현황과 문제점

### 제1절 중소기업의 자금조달 현황

#### 1. 직접자금조달 실적

우리나라 기업의 사업체 비중을 보면, 2015년 기준으로 3,604,773개 중 중소기업이 3,601,276개, 대기업이 3,497개로 조사되었고, 중소기업 비중이 전체 기업의 99%를 넘고 있다.<sup>5)</sup>

법인인 중소기업의 조직유형에 따른 회사설립 형태를 조사한 자료는 찾기 어렵고, 다만, 2017년 국세통계연보에 따르면 주식회사 형태의 법인이 95%에 달하는 것으로 나타나,<sup>6)</sup> 우리나라 대체로 주식회사 형태의 법인설립이 주가 되고 있으며, 중소기업도 다르지 않을 것으로 판단된다.

이러한 주식회사 중심의 중소기업 법인 설립형태에 따라 중소기업이 실제 활용 가능한 자금조달 방법 중 직접자금조달에 관해서는 주식발행, 유상증자, 회사채발행이 가장 많이 사용되고 있다.

5) 중소기업중앙회, 「2017년 중소기업 현황」, 443면 표의 자료를 바탕으로 정리함.

6) 2017년 국세통계연보에 따른 법인종류별로 보면, 전체 645,061개 중 주식회사 611,641개, 유한회사 29,279개, 합자회사 3,318개, 합명회사 823개로 조사된 바 있다.

&lt;표 1&gt; 주식발행 실적

(단위 : 건, 억원)

	거래소						코스닥		합계	
	대기업		중소기업		소계					
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
2015	25	23,592	2	450	27	24,042	101	20,061	128	44,103
2016	22	42,100	4	1,547	24	42,580	67	19,254	91	61,834
2016. 10	1	720	0	0	1	720	13	4,436	14	5,156
2016. 11	5	32,161	0	0	5	32,161	9	2,119	14	34,280
2016. 12	0	0	2	1,067	0	0	9	2,414	9	2,414
2017. 01	2	416	0	0	2	416	2	532	4	948
2017. 02	0	0	0	0	0	0	7	976	7	976
2017. 03	0	0	1	815	1	815	5	805	6	1,620
2017. 04	1	26,617	0	0	1	26,617	5	583	6	27,200
2017. 05	1	11,055	0	0	1	11,055	3	717	4	11,772
2017. 06	0	0	0	0	0	0	5	4,696	5	4,696
2017. 07	0	0	0	0	0	0	10	11,948	10	11,948
2017. 08	0	0	0	0	0	0	7	1,355	7	1,355
2017. 09	0	0	0	0	0	0	11	3,652	11	3,652

주 : 유상증자는 포함되지 않음.

자료 : 금융감독원, 『금융통계정보시스템』 ; 중소기업중앙회, 「2017년 중소기업 현황」, 425면 일부 발췌 재인용.

우선 주식발행 관련해서 위 표에서 보듯이 대기업과 중소기업의 차이는 그 건수와 금액면에서 현격한 차이를 보인다.

한편, 유상증자 실적에 있어서도 이 차이는 계속 나타나게 되는데, 구체적으로 살펴보면 아래와 같다.

&lt;표 2&gt; 유상증자 실적

(단위 : 건, 억원)

	대기업		중소기업		합계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
2013	19	28,489	3	285	22	28,774
2014	21	29,973	6	1,607	27	31,580
2015	21	37,448	5	635	26	38,083
2016	25	44,824	7	1,404	32	46,228
2016. 10	3	4,670	0	0	3	4,670
2016. 11	4	12,405	2	241	6	12,646
2016. 12	1	257	0	0	1	257
2017. 01	0	0	0	0	0	0
2017. 02	0	0	1	251	1	251
2017. 03	3	8,082	0	0	3	8,082
2017. 04	0	0	0	0	0	0
2017. 05	0	0	0	0	0	0
2017. 06	1	58	0	0	1	58
2017. 07	1	316	0	0	1	316
2017. 08	1	211	0	0	1	211
2017. 09	1	2,009	1	200	2	2,209

주 : 코스닥 및 거래소 합계임.

자료 : 금융감독원, 『금융통계정보시스템』, ; 중소기업중앙회, 「2017년 중소기업 현황」, 426면 일부 발췌 재인용.

회사채 발행실적에 대해 보면, 「상법」상 회사채 발행한도 규정이 폐지되었음에도 불구하고 그 발행건수나 금액면에서 기업수를 고려하면 낮은 활용도를 보이고 있다.

&lt;표 3&gt; 회사채 발생실적

(단위 : 건, 억원)

	대기업		중소기업		ABS(자산담보부)		합계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
2015	1,809	1,033,879	6	2,470	1,293	194,673	3,108	1,231,022
2016	1,661	916,308	11	4,060	1,262	178,210	2,934	1,098,578
2016. 10	139	88,713	2	1,200	106	17,408	247	107,321
2016. 11	128	67,611	1	40	139	19,294	268	86,945
2016. 12	105	45,691	0	0	144	19,768	249	65,459
2017. 01	167	80,095	0	0	0	0	167	80,095
2017. 02	209	121,630	1	3,200	83	13,550	293	138,380
2017. 03	180	90,818	0	0	81	12,386	261	103,204
2017. 04	240	144,672	2	390	146	24,716	388	169,778
2017. 05	219	137,138	1	300	33	6,318	253	143,756
2017. 06	235	123,156	3	610	72	12,748	310	136,514
2017. 07	216	125,577	1	500	31	5,355	248	131,432
2017. 08	180	92,178	2	550	94	12,345	276	105,073
2017. 09	251	134,748	1	60	80	13,619	332	148,427

자료 : 금융감독원, 『금융통계정보시스템』 ; 중소기업중앙회, 「2017년 중소기업 현황」, 427면 일부 발췌 재인용.

## 2. 벤처기업 지분구조 현황 및 창업자금 조달현황

중소벤처기업의 자금조달 구조현황을 살펴보기 위해 접근 가능한 자료를 보면 벤처기업에 대한 지분구조 현황과 창업자에 대한 창업자금 조달방법 현황이 있다.



벤처기업의 경우를 보면, 창업자가 해당 벤처기업 지분의 60.3%를 가진다. 이 표를 기준으로 보면, 결국 대다수의 벤처기업은 창업자의 능력에 의해 창업된 이후 이들이 지속적으로 경영권을 유지하고 있는 것으로 분석된다.

이러한 구조는 뒤에서 살펴보게 될 차등의결권제도 도입의 필요성과 관련이 있는 것으로 설명할 수 있는데, 벤처기업의 창업자가 경영권 유지의 이유로 외부 투자자금 조달에 소극적으로 접근하게 되거나, 다른 자금조달 제도를 활용하지 않는 문제를 단적으로 보여주는 예라고 할 수 있다.

<표 4> 2016년 벤처기업 지분구조 현황

사례수 (개)	창업자 (%)	창업자 아닌 대표이사 (%)	창업자 가족/ 친지 (%)	대표이사 가족/친지 (%)	일반임 직원 (%)	벤처 캐피탈 /기관 투자자 (%)	타기업 (%)	개인 투자자 (%)	기타 (%)
33,289	60.3	8.1	7.3	3.6	10.0	0.6	1.8	5.3	2.9

출처 : 중소벤처기업부 홈페이지

<http://www.mss.go.kr/site/smba/foffice/ex/statDB/temaList.do?param1=2&param2=1>(2018. 6. 26. 방문)

다음으로 창업자의 경우 창업자금의 조달방법에 대한 조사결과를 본다.

아래 표를 보면, 개인사업자로 창업하게 되는 경우나, 법인사업자로 창업하게 되는 경우 모두 자기자금이 90%를 넘는 비율을 보이고 있어, 사실상 창업의 아이디어가 있거나 기술이 있는 경우에도 실제 금융권의 투자자금 유치나 정부의 정책자금 유치에는 한계가 있는 것으로 보인다.

물론 여기서 조사된 창업에는 벤처기업 등 혁신성을 갖추고 있지 않은 요식업, 제조업 등의 창업자도 포함된 사항이므로 이 보고서의 주된 대상이 되는 중소벤처기업의 창업에 해당하는 조사결과는 아니라고 할 수 있겠으나, 창업시의 자금조달 비율을 파악하는 것에는 충분한 자료로 활용될 수 있다고 판단된다.

<표 5> 2015년 창업시 소요자금 및 조달방법

	기업수 (개)	소요 자금 (천원)	자기 자금 (%)	개인 간 차용 (%)	정부 출연금, 보조금 (%)	정부 융자, 보증 (%)	엔젤, 벤처캐 피탈 투자 (%)	은행, 비은행 대출 (%)
소계	2,001,674	319,038.8	92.0	19.5	2.5	4.0	0.6	30.1
개인	1,786,138	277,834.4	91.8	19.7	2.4	3.9	0.6	30.3
법인	215,536	660,497.8	93.3	18.0	2.8	5.0	0.5	28.5

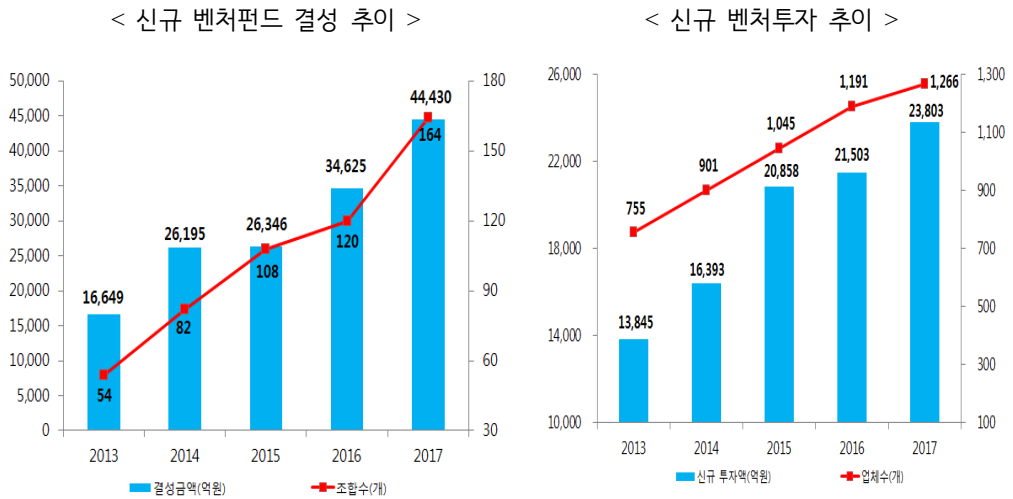
출처 : 중소벤처기업부 홈페이지

[http://211.253.148.167:8083/statHtml/statHtml.do?orgId=142&tblId=DT\\_142016N\\_301&dbUser=nsisupdb](http://211.253.148.167:8083/statHtml/statHtml.do?orgId=142&tblId=DT_142016N_301&dbUser=nsisupdb)  
(2018. 6. 26. 방문)

한편, 위 표에서 언급된 엔젤, 벤처캐피탈(VC) 등 투자기구를 통한 구체적인 실적을 보면, 벤처펀드 신규 결성 규모 및 조합 수는 4조 4,430억원, 164개로 전년(3조 4,625억원, 120개) 대비 각각 28.3%, 36.7% 증가한 것으로 나타났으며, 신규 벤처투자 규모 및 투자 업체 수는 2조 3,803억원, 1,266개사로 전년(2조 1,503억원, 1,191개사) 대비 각각 10.7%, 6.3% 증가하는 성장수치를 보였다.<sup>7)</sup>

7) 중소벤처기업부 보도자료(2018. 1. 30), '2017년 벤처펀드 첫 4조원 돌파, '사상 최고'.

&lt;그림 1&gt; 신규 벤처투자 추이



출처 : 중소벤처기업부 보도자료(2018. 1. 30).

다음으로 벤처기업에 대한 신규 자금조달 현황을 조사한 결과를 보면 아래 표와 같다. 이 표는 중소벤처기업부와 (사)벤처기업협회가 공동으로 조사·연구한 「벤처기업정밀실태조사」에 따르면, 2013년부터 2016년까지 4년간 벤처기업의 신규 자금을 정리한 것인데 상기 4년간 평균치에 따른 비중은 “정부정책지원금(58.20) > 은행 등 일반금융(22.25) > 기타(18.43) > 회사채발행(0.78) > 벤처캐피탈·엔젤투자(0.35) > IPO(0.00)” 순으로 나타났다.<sup>8)</sup>

8) 성 준, “벤처기업 자금조달 현황 및 문제점”, 한국법제연구원 전문가워크숍 자료집, 2018. 8. 3, 13-14면.

&lt;표 6&gt; 벤처기업 신규 자금조달 현황

단위: 백분위

	IPO	벤처캐피탈 엔젤투자	회사채 발행	정부정책 지원금	은행 등 일반금융	기타
2013년	0.0	0.5	1.8	64.9	20.5	12.3
2014년	0.0	0.4	0.6	46.1	32.9	20.1
2015년	0.0	0.1	0.4	36.9	23.3	39.3
2016년	0.0	0.4	0.3	84.9	12.3	2.0
평균	0.00	0.35	0.78	58.20	22.25	18.43

위 표에서 나타나는 바와 같이 그간 정부는 여러 가지 법률에서 벤처기업에 대한 투자를 지원하고, 일부 중소기업창업투자회사, 중소기업창업투자조합 등 투자기구에 대해서는 벤처기업이나 창업자에 대한 의무투자비율을 설정하는 등의 조치를 취해왔으나, 전체 벤처기업이나 창업자에 있어서 자금조달은 여전히 자기자본의 비율이 압도적으로 높은 것으로 나타나고 있다.

## 제2절 현행 자금조달제도의 한계와 문제점

현행 중소벤처기업의 자금조달에 있어서 자기자본이 대부분을 차지하고 있는 것에는 여러 가지 이유가 있을 수 있다.

첫째, 중소벤처기업이 금융기관을 통해 자금을 조달하기 위한 신용이나 담보가 부족하다는 점을 들 수 있다. 여기에서 대상으로 설정한 중소벤처기업의 경우 창업이후 기간이 길지

않기 때문에 법인의 신용이나 창업자의 신용이 높지 않은 경우가 많다. 특히 벤처기업의 경우 주로 벤처기업을 창업한 창업자의 기술력 등 인적자원이 바탕이 되는 것이기 때문에 금융권에서 주로 활용하는 담보로 제공할 만한 유형자산을 갖추고 있지 않은 경우가 대부분 일 것이다.

둘째, 외부자금 조달로 인한 경영권 침해를 받고 싶어 하지 않는 이유도 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 주식회사 등 법인에 있어서는 외부 자금의 조달이 기업의 경영권과 직접적인 영향관계에 있다. 따라서 외부자금의 유입은 결국 창업자 또는 대표자에 대한 경영권 위협으로 작용할 가능성이 있는 것이다. 우리나라에서 1주 1의결권 원칙을 도입·유지하고 있는 많은 이유 중 하나도 기업에 있어서 자금의 흐름과 경영권이 동일하게 될 수 있도록 하여 투명한 기업경영 환경을 조성하기 위한 것이라는 점을 고려할 때 이와 같은 원칙이 고수되는 이상 창업자 등이 외부자금 조달에 소극적인 자세를 유지하는 것은 변하기 어려울 수 있다.

셋째, 주식회사 형태의 중소벤처기업이 활용가능한 다양한 주식의 유형이 있으나, 설립 시 주식발행 이후 추가적인 증자를 활용하지 않는 부분도 있다. 이 경우는 두 번째의 이유 때문인 경우도 있을 것이나 증자를 위한 내·외부 절차의 복잡성 등의 문제도 고려할 필요가 있다.

넷째, 기업공개(IPO)와 상장에 따른 공시의무 부가 등 법률상 의무에 대한 부담이 있기 때문이다. 2016년 벤처기업의 기업공개가 한 건도 없었다는 점은 벤처기업들이 상장을 하여 외부투자금을 유치하는 성장방식 보다는 유망한 벤처기업으로 성장시켜 기존 상장 기업에 M&A되는 방식으로 이윤을 추구하는 방식을 취하는 측면이 있음을 짐작할 수 있다.<sup>9)</sup>

9) 이와 같은 형태의 문제는 일본에서도 발생하고 있는데, 일본 국내 벤처기업의 EXIT동향을 살펴보면 전체적으로 기업인수, 자회사화, 주요 주식 취득 또는 사업양도 수가 많다. 그 중에서 약 절반이 상장기업에 의한 자회사화 안전이었다. IPO보다 M&A쪽이 건수 기준으로 다소 많은 상황이 과거 3년간 계속되고 있는 것으로 조사되었다. 이효경, “일본의 창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권제도의 입법동향”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 6. 22, 9면.

이상에서 열거한 문제들은 단순히 법령상의 제약에 따른 문제만으로 볼 수는 없을 것이고 기업경영 환경이나 기업내부의 문제로 인한 것일 수도 있겠으나 이하에서는 회사법상 자금조달 방식에 따른 법적인 한계 관련 문제에 집중하여 검토하고 개선방안을 제시하고자 한다.

korea  
legislation  
research  
institute

## 제3장 차등의결권제도

제1절 차등의결권제도 검토의 필요성

제2절 차등의결권 도입 주이

제3절 주요국의 차등의결권제도 입법동향





## 제3장

# 차등의결권제도

### 제1절 차등의결권제도 검토의 필요성

#### 1. 1주 1의결권 원칙과 변형

「상법」 제369조제1항에 따라 주식의 의결권은 1주당 1개를 기본원칙으로 하고 있으며, 우리나라는 「상법」과 판례에서 이 원칙을 고수하여 왔다.

다만 「상법」 제344조에서 종류주식을 인정하면서 “회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식” 발생을 허용하고 있는데, 이 경우 정관으로 각 종류주식의 내용과 수를 정하도록 하면서 「상법」 제344조의3에서 ‘의결권의 배제·제한에 관한 종류주식’만을 정하고 있다. 여기에서는 “회사가 의결권이 없는 종류주식이나 의결권이 제한되는 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 의결권을 행사할 수 없는 사항과, 의결권행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등”을 정하도록 하면서, 이러한 “종류주식의 총수는 발행주식 총 수의 4분의 1을 초과하지 못한다”고 제한하고 있다.

그런데 점차 주주권과 의결권의 분리현상 또는 탈동조화(decoupling) 현상이 증가하고 있다.<sup>10)</sup> 이 현상은 주식회사의 소유와 경영의 분리 및 주주들의 주총에 대한 관심저하에 기인하는 것으로 분리된 다수의 의결권을 집합시켜 외부의 경영권 도전을 방어하거나

10) 엄세용, “의결권 신탁(voting trust)의 자본시장 활용 및 규제”, 증권법연구 제19권 제2호, 2018, 47면.

의결권 행사의 대리, 의결권 행사계약 등의 활용이 나타나고 있다.<sup>11)</sup>

이와 같은 주주권과 의결권의 분리는 주주가 주식을 소유함으로써 행사할 수 있는 권자인 의결권을 통해서는 실질적인 이익을 누리기 어려우며, 일반적인 주주의 경우 기업의 경영에 참여하여 누리는 이익보다는 더 많은 기업이윤 배당을 통한 경제적인 이익에 관심이 집중되고 있기 때문인 것으로 보인다.

차등의결권제도는 주주권과 의결권의 분리로 나타나는 제도의 하나로 볼 수는 없으나, 그간 고수되어 왔던 1주 1의결권 원칙의 변형의 예로는 볼 수 있겠다. 즉, 차등의결권이란 1주 1의결권 원칙의 예외로 혹은 일반적인 허용으로 특정주식에 한하여 1개 초과 의결권을 부여하는 것으로서, 차등의결권이 부여된 주식은 1주에 10개, 100개 등 다수의 의결권을 보유할 수 있도록 하거나 반대로 1주에 의결권이 1이 되지 않도록 정하는 것이 가능한 것이며, 현행 「상법」 제344조나 제344조의3의 범위에 해당하는 것으로 적극적으로 해석되기 어렵다.

## 2. 도입 검토의 필요성

### (1) 중소기업에 대한 자금조달 수단의 확대

외국의 경우 차등의결권을 도입한 대표적인 기업으로 구글, 페이스북, 그루폰 링크드인, 알리바바 등이 있으며,<sup>12)</sup> 이들이 도입한 이유에 대해서는 안정적인 장기투자가 가능하도록

11) 엄세용, 앞의 논문, 47면.

12) 이 중 구글 경영진의 소유지분 및 의결권을 보면 아래와 같다. 구글의 경우 공동창업자들이 가지고 있는 클래스B주식은 일반주주들이 가지고 있는 클래스A 주식에 비해 주당 10배의 의결권을 가진다.

<표 7> 구글 경영진의 소유지분 및 의결권

경영진	클래스A 보통주	클래스B 보통주	의결권(%)
래리 페이지	85,000	24,901,089	28.4
세르게이 브린	8,400	24,362,836	27.7
에릭 슈미트	275,536	6,604,758	7.6

출처 : Google Inc., 2013 Proxy statement(2013. 4. 8 기준) ; 국회, “1주 1의결권 원칙 검토와 차등의결권제도 도입방안 세미나”자료집, 2015. 6. 12, 17-18면 재인용.

하면서, 헤지펀드에 의한 공격에 대한 경영권을 방어하기 위한 수단으로 활용하는 것으로 알려져 있다.<sup>13)</sup> 이들 창업자는 그 지배권을 계속 유지해야 하는 이유로, 창업자의 장기적인 비전과 혁신적 기업정신의 지속이 회사의 장기적 발전에 핵심적이라는 점을 들고 있다.<sup>14)</sup> 기업의 확장과 자금수요에 따라 증권시장에 상장을 하지만, 창업자의 개인기업적인 속성은 계속 유지해야 한다는 것이다.<sup>15)</sup>

차등의결권의 인정은 경영권안정을 유지할 수 있는 법적 수단을 제공함으로써 우량기업의 신규상장 등 자본시장활성화에 도움이 될 수 있으며,<sup>16)</sup> 단순히 투자수익을 높이려는 일부 펀드들의 경영간섭과 적대적 M&A등의 분쟁사례가 늘어나 우량기업들이 기업공개를 꺼리는<sup>17)</sup> 문제도 개선될 수 있다.

우리나라는 대주주의 경영권 남용 가능성 등을 이유로 차등의결권 제도를 도입하지 아니하였으나, 최근 미국·일본·프랑스 등 경제협력개발기구(OECD) 30개국 중 20개국 이상이 차등의결권 도입 중인 것으로 나타나고 있으며, 우리나라에 있어서도 기술력은 있으나 자금력이 약한 중소벤처기업은 차등의결권을 통해 경영권 위협 없이 외부자금의 용이한 조달이 가능한 제도로 도입 필요성에 대한 주장이 있다.

우리나라의 경우 2015년 기준으로 총 65만개의 등록회사 중 61만개가 주식회사이며,<sup>18)</sup> 이 주식회사 중에서도 사실 거래소나 코스닥 등에 상장된 회사는 2017년 8월 기준으로 불과 2천 여 개에 불과하다.<sup>19)</sup>

13) 중앙일보, “투기자본 휘젓고 다녀도 속수무책 국내기업”, (2018. 5. 3 보도)

14) 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 법경제학 연구 제12권제1호, 2015. 4, 6면.

15) 송옥렬, 위의 논문, 6면.

16) 김효신, “종류주식 다양화의 법적문제, 부산대학교 법학연구 제51권제1호, 2010. 2, 11면.

17) 김효신, 위의 논문, 11면.

18) 통계청 국가통계포털 (<http://kosis.kr/index/index.jsp> : 2017. 8. 30 최종방문 확인)자료 참조.

19) 2017. 8. 기준으로 유가증권시장에 768개사, 코스닥시장에 1,236개사, 그리고 코넥스시장에 149개사가 상장되어 총 상장회사의 수는 2,153개사이다. 한국거래소 기업공시 사이트 (<http://kind.krx.co.kr> : 2017. 8. 8. 최종방문 확인) 자료 참조.

결국 이러한 사정을 감안한다면 우리나라는 총 61만개나 되는 주식회사 중에서 겨우 2천 여 개의 상장회사에 대하여, 사실은 이 2천 여 개의 상장회사 중에서도 불과 몇 안 되는 소위 재벌기업에 대하여, 부당한 경영권 유지 및 고착화를 방지한다는 목적으로 그 동안 주주의 자유로운 의결권을 엄격하게 감독 및 제한하여 온 것이 사실이라고 해도 과언이 아닐 것이다.

이는 다시 말하면 결과적으로 감독 및 제한대상으로서 몇 안 되는 재벌기업으로 인하여 나머지 60만8천 여 개의 주식회사마저도 하는 수없이 주주들에 대한 의결권의 제한이 이루어지고 있다는 것이다.

결국 이러한 사정에서는 우량한 비상장회사임에도 불구하고 적대적 M&A에 대하여 아무런 방어수단도 써보지 못한 채 그 위험에 고스란히 노출되어 있거나, 다양한 자금조달을 위한 방법으로 다양한 종류주식을 발행할 필요가 있는 비상장회사의 경우 아무런 대책 없이 그저 속무무책으로 있을 수밖에 없다는 것이다. 이는 규모가 있는 비상장 회사의 경우는 물론 중소기업의 경우에는 더욱 더 그러하다.

출처 : 김광록, “중소·벤처기업 자금조달 관련 차등의결권제도 - 미국의 동향과 시사점-”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 6. 15, 25-26면에서 발췌함.

따라서 우리나라에 있어서도 중소기업을 대상으로 하는 차등의결권제도의 도입 논의를 하는 것이 시기적으로 이른 것이 아니라고 판단되며, 조직유형이나 자금조달 수단이 날로 다양화되는 현대 사회의 동향을 반영하여 법과 상장규정까지 맞춰가고 있는 미국, 홍콩 등 외국의 사례들을 보아도 필요하다고 할 것이다.

## (2) 중소벤처기업의 출구전략으로의 활용

앞서 통계자료에서도 제시되었듯이 우리나라의 중소벤처기업은 여전히 정부 정책자금을 통한 지원의존도가 높다.

이러한 금융지원은 기업의 입장에서 중소기업 범위를 벗어나는 것을 꺼리는 피터팬 증후군의 문제도 있겠으나 경제산업 구조상으로도 지속적으로 정부가 경제시스템에 개입하여야 하고, 자금을 조성해야 하는 부담이 발생하는 것이다.

중소벤처기업의 경우 기업의 성장을 촉진하여 정부의 지원금이 없이도 안정적인 운영이 가능하도록 투자 활성화를 시켜주는 방안, 즉 출구전략을 모색해야 할 것인데 이를 위한 방법 중에 하나로 기업공개(IPO)가 있는 것이며, 이 과정에서 제약이 되는 사항들을 완화·해소해 주는 방편의 하나로 차등의결권제도의 도입을 검토할 필요가 있는 것이다.

## 제2절 차등의결권 도입 추이

### 1. 실리콘밸리 기업의 차등의결권 도입 추이

혁신창업 활성화를 위한 자금조달 수단으로 차등의결권이 주목 받고 있는 것은 미국 실리콘밸리의 사례 때문이라 할 수 있다.

미국에서 지난 30년간 1주 1의결권에서 벗어나는 사례가 증가하고 있다.<sup>20)</sup> 그리고 다음 몇 가지 자료를 살펴보면 최근까지도 여전히 증가추세를 이어가는 것으로 보인다.

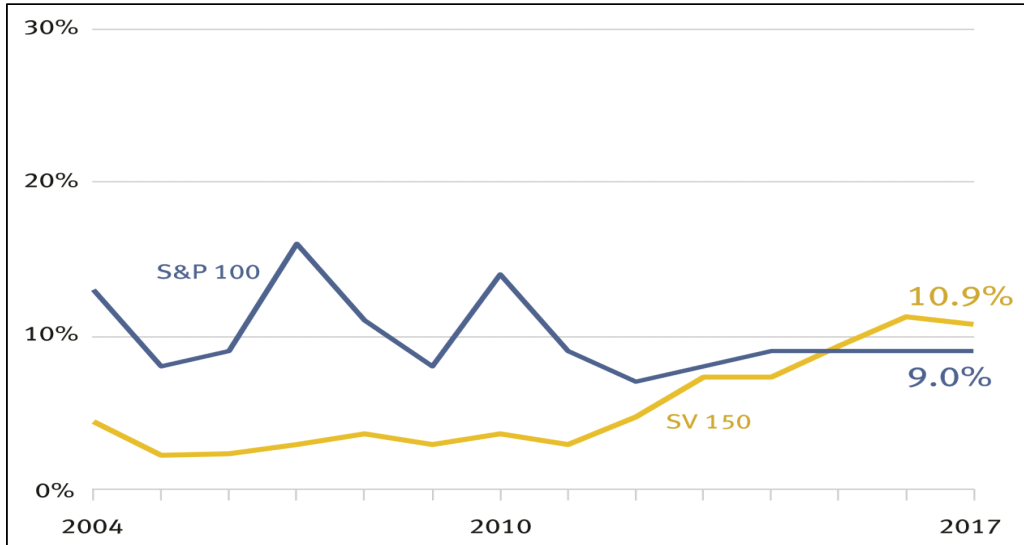
Fenwick & West LLP가 2017년 발표한 “Corporate Governance Practices and Trends” 최신자료에 의하면 Silicon Valley 150 Index<sup>21)</sup>와 Standard & Poor’s 100 Index<sup>22)</sup> 기업의 차등의결권 도입률 추이는 다음 그림과 같다.

20) Dunlavy, Colleen A. “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights.” 63 Wash. & Lee L. Rev. 1347. 2006. p. 1356-1357.

21) 실리콘밸리 200여개의 기술 및 생명과학 기업 중 The Mercury News가 선정하는 시가총액 상위 150 기업을 말한다.

22) S&P Dow Jones Indices가 선정하는 미국 100대 기업으로 S&P 500기업 중 가장 규모가 크고 안정적인 기업 100개를 뽑은 것이다. S&P Dow Jones Indices: S&P U.S. Indices Methodology.

&lt;그림 2&gt; S&amp;P 100 및 SV 150 기업 차등의결권 도입률 추이



자료: Corporate Governance Practices and Trends (2017), Fenwick & West LLP.

S&P 100대 기업의 경우 2014년도 이래 9.0%의 비율을 유지해온 반면 실리콘밸리 150대 기업의 경우 2011년 2.9%를 기록한 이후 지속적인 성장을 보인다 2017년 처음으로 하락 추세를 보였다. 2013년과 2014년에는 7.3%, 2015년 9.4%, 2016년 11.3%에 이어 최신 자료에는 0.4%가 하락하였다.

## 2. 미국 3000대 기업의 차등의결권 도입 추이

실리콘밸리 기업만을 살펴본 Fenwick & West LLP의 자료와 달리 미국 전체 기업의 차등의결권 도입 추이를 살펴보면 오히려 도입률이 증가한 것을 볼 수 있다. 기관투자자 회의(CII)<sup>23)</sup>는 Russell 3000 Index<sup>24)</sup> 대기업 중 차등의결권 구조를 가진 회사들의 목록을

23) 3조 달러 이상의 자산을 보유한 비영리 연금기관투자자로 기관투자자의 이익 증진을 모토로 삼고 있다. 1주 1의결권을 강력히 옹호하며 차등의결권 구조를 가진 기업들에게 시정권고 편지를 보내기도 한다. *Council of Institutional Investors*. "Dual-Class Stock." Available at: [https://www.cii.org/dualclass\\_stock](https://www.cii.org/dualclass_stock). (최종접속 2018. 10. 30)

24) 런던증권거래소의 자회사인 FTSE Russell에 의해 운영되며 미국에서 설립한 공개회사 중 3000대 기업을 시가

발표하였는데 2017년 3월 자료와 2018년 1월 최신자료를 비교한 결과 차등의결권 도입 회사가 증가하였다. 2017년은 3000개 기업 중 206개 기업이 차등의결권 구조를 채택하여 6.87%에 이르렀지만 2018년에는 220개 기업이 채택하여 7.33%로 증가하였다.<sup>25)</sup>

2018년 목록은 2017년 목록에 없던 24개 회사를 포함하였고 기존에 있던 10개 기업이 목록에서 제외되었다. 그러나 목록에서 제외된 10개 기업들 모두 차등의결권 제도를 폐지하였다고 해석할 수는 없다. 각 기업의 SEC에 제출한 EDGAR 자료를 살펴보면 이 중 4개(Forest City Realty Trust, Manning & Napier, MaxLinear, Swfit Transportation) 기업만이 차등의결권을 폐지하였다는 것을 알 수 있다. Panera Bread Company와 NCI의 경우 다른 회사와 합병되어 Russell 3000 명단에 오르지 못했고, TerraForm Global과 UCP도 다른 회사에게 인수되어 명단에 포함되지 않은 것이다. Marchex<sup>26)</sup>와 Radio One<sup>27)</sup>은 현재까지 차등의결권을 유지하고 있기 때문에 올해 Russell 3000 명단<sup>28)</sup>에 포함되지 못하여 제외된 것이라고 보아야 할 것이다.

즉, Russell 3000 대기업 중 차등의결권 구조를 가지는 회사는 220개라는 CII의 통계상의 문제는 없으나 인수, 합병을 통해 회사 수가 줄어든 사실이 차등의결권 제도의 폐지로 해석되어서는 안 될 것이다.

### 3. 미국 신규 상장 회사의 차등의결권 도입 추이

2017년 가장 최근 통계로는 Council of Institutional Investors 자료를 살펴볼 수 있다. 124개 신규 상장 기업<sup>29)</sup> 중 23개 기업(18.5%)이 1주 1의결권에 부합하지 않는 의결권

총액을 기준으로 선정한다.

25) *Council of Institutional Investors*. "Dual Class Companies List" 2017.3.

*Council of Institutional Investors*. "Dual Class Companies List" 2018.1.

26) 25의결권을 갖는 Class A 주식과 1의결권을 갖는 Class B 주식 구조를 유지하고 있다. SEC Form 10-Q. 2018.5.9. via EDGAR.

27) 1의결권을 갖는 Class A 주식과 10의결권을 갖는 Class B 주식 구조를 유지하고 있다. SEC 10-Q 2018.5.9. via EDGAR.

28) *Russell 3000 Index*. "Membership List." ftserussell.com 2017.6.26.

29) 총 195개의 신규상장 기업 중 45개 foreign private issuers(FPIs), 20개 special purpose acquisition companies

구조를 채택하였다. 이 중 4개 기업(3%)은 의결권이 없는 주식의 발행을 허용했고(Snap, Altice USA, Blue Apron, 그리고 Cadence Bancorporation), 6개 기업(4.8%)은 일몰조항을 갖추어 시간의 경과로 차등의결권을 제한했다.<sup>30)</sup> CII는 특히 일몰조항을 채택한 회사에 집중하여 2016년도 일몰조항 차등의결권을 도입한 회사들의 평균기한(10.3년)보다 줄어든 점에 강조를 두었다.

<표 8> 일몰조항 차등의결권을 가진 2017년 신규상장 회사

기업명	일몰조항 효력 기한
Mulesoft	5년
Hamilton Lane	10년
Alteryx	10년
Okta	10년
Stitch Fix	10년
Altair Engineering	12년
평균	9.5년

자료 : Council of Institutional Investors, “Large Majority of 2017 IPOs were One Share, One Vote.” 2018.

#### 4. 차등의결권 도입 사례

##### (1) 차등의결권 도입기업의 변화

한국경제연구원 “혁신기업과 기업지배구조 트렌드” 5면에서 소개된 SV 150 기업 중 차등의결권을 가지는 대표 기업(Google, Facebook, VMware, Workday, Zynga)<sup>31)</sup> 중 차등의결권구조에 변화를 겪은 기업이 있다.

(SPACs), 6개 master limited partnership (MLPs)를 제외한 수이다.

30) Council of Institutional Investors, “Large Majority of 2017 IPOs were One Share, One Vote.” 2018.

31) 박현성. “KERI Brief 혁신기업과 기업지배구조 트렌드” 한국경제연구원. 2017.10.30.



먼저, 소셜 및 모바일게임 제조사인 Zynga Inc.는 최근 차등의결권제도를 폐지하였다. Zynag의 전 최고경영자 Mark Fincus는 지난 5월 2일 자신이 보유하고 있던 가중의결권 주식을 Class A 주식으로 전환할 것이라고 밝혔다. 2011년 12월에 공개 상장할 당시 Class A는 1주 1의결권, Class B는 1주당 7의결권, 그리고 Class C는 1주당 70의결권을 가졌다. 모든 주식을 단일 종류로 변환한 이후에는 기존에 70%에 달하던 펀커스의 의결권 비율이 10%에 불과하게 된다.<sup>32)</sup>

또한 Workday의 경우 차등의결권 구조를 유지하고 있으나 2032년에 폐지되는 일몰조항(sunset clause)이 있다는 점에서 나머지 3개 기업과 다르다.<sup>33)</sup>

실리콘밸리 150대 기업 중 차등의결권 구조를 가진 기업은 총 15개 기업이다. 각 기업의 차등의결권 구조와 이를 통해 경영진이 갖는 의결권 비율은 다음과 같다.

<표 9> SV 150 중 차등의결권 구조를 가지는 기업들

기업명	사업 내용	IPO	SV 순위	차등의결권 구조	경영진의 의결권 비율
Google	글로벌 인터넷 검색엔진	2004	2	Class A: 1 Class B: 10 Class C: 0 (2012년 추가)	58.2%
Facebook	글로벌 소셜 네트워크 서비스	2012	9	Class A: 1 Class B: 10	60.4%
VMware	가상화 소프트웨어 개발	2007	16	Class A: 1 Class B: 10	97.6%

32) Hufford, Austen, "Zynga Moves To Single-Class Share Structure." The Wall Street Journal. 2018.5.2. <https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-share-structure-1525293576>.

33) Council of Institutional Investors, "Dual Class Companies List" 2018.1.

기업명	사업 내용	IPO	SV 순위	차등의결권 구조	경영진의 의결권 비율
Fitbit	건강 관리 기기와 어플	2015	42	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2027)	75.7%
Bio-Rad Laboratores	생명과학 실험재료 및 기구 제조	1980	43	Class A: 1/10 Class B: 1	94.4%
Square	금융서비스 어플리케이션	2015	47	Class A: 1 Class B: 10	67.27%
Workday	클라우드에 기반한 채용, 평가관리, 급여 등을 관리하는 ERP 시스템 제공	2012	49	Class A: 1 Class B: 10	86.0%
GoPro	착용 가능한 카메라 제조	2014	58	Class A: 1 Class B: 10	78.43%
Dolby Laboratories	음향기기 제조사	2005	62	Class A: 1 Class B: 10	84.5%
Pure Storage	플래시 데이터 저장기기	2015	75	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2025)	66.5%
Nutanix	클라우드 기반 소프트웨어 저장 서비스	2016	80	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2033)	39.2%
Veeva Systems	클라우드 기반 의약 및 생명과학산업 어플리케이션	2013	83	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2023)	52.8%
Box	기업을 위한 클라우드 기반 콘텐츠 관리 및 파일 공유 서비스	2015	95	Class A: 1 Class B: 10	38.2%

기업명	사업 내용	IPO	SV 순위	차등의결권 구조	경영진의 의결권 비율
RingCentral	기업을 위한 클라우드 기반 통신 시스템	2013	100	Class A: 1 Class B: 10	43.6%
Twilio	클라우드 기반 통신 플랫폼	2016	116	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2023)	24.6%

자료: Council of Institutional Investors, “Dual Class Companies List” 2018.1. ; “Lonergan Partners”, ”Who Runs Silicon Valley: C-Suite Edition.” Lonergan Insights 2017 ; The Mercury News, “Silicon Valley 150.” 2017.; SEC 자료 via EDGAR.

## (2) 최근 IPO 중 차등의결권 구조를 가지는 기업들

최근 1년간 상장한 기업들 중 차등의결권 구조를 가지는 기업 몇 곳을 살펴보았다.

<표 10> 차등의결권 구조를 가지는 최근 IPO 기업들

기업	사업 내용	IPO	차등의결권 구조	비고
GreenSky	대출 플랫폼	2018.5.23. (*confidential IPO)	Class A: 1 Class B: 10	공동설립자이자 최고경영자 David Zalik은 49%의 의결권을 가진다. <sup>34)</sup>
Spotify	음악 스트리밍 서비스	2018.4.3 (*confidential IPO)	Class A: 1 Class B: 10	설립자 Daniel Ek과 Martin Lorentzon만이 Class B 주식을 보유하며 각각 전체 주식의 25.7%와 13.2%를 가지면서 전체 의결권의 80.4%를 가진다. <sup>35)</sup>

34) Prang, Allison, “GreenSky Expects IPO to Price Between \$21 and \$23 a Share.” The Wall Street Journal. 2018.5.14. <https://www.wsj.com/articles/greensky-expects-ipo-to-price-between-21-and-23-a-share-1526304752>.

35) Farrell, Maureen & Steele, Anne, “Spotify Kicks Off Its Unusual IPO.” The Wall Street Journal. 2018.2.28. .

기업	사업 내용	IPO	차등의결권 구조	비고
Dropbox	클라우드 스토리지 등 파일 호스팅 서비스	2018.3.27	Class A: 1 Class B: 10 Class C: 0	경영진과 일반주 5% 이상을 보유한 주주들이 전체 의결권의 75.7%를 가진다. <sup>36)</sup>
Snap Inc.	Snap 사진 전송 네트워크 서비스Inc.	2018.3.1	Class A: 0 Class B: 1 Class C: 10	설립자 Evan Spiegel과 Robert Murphy만이 Class C 주식을 보유하며 의결권의 90%를 차지한다. <sup>37)</sup>
Stitch Fix	의류 배송 맞춤 스타일링 서비스	2017.11.17	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2027)	-
Roku	TV 미디어 스트리밍 플레이어	2017.9.28	Class A: 1 Class B: 10	설립자이자 최고경영자인 Anthony Wood는 32%의 의결권을, 그를 포함한 경영진 및 내부인은 의결권의 98%를 가진다. <sup>38)</sup>
Blue Apron	요리법과 식재료 배달 서비스	2017.6.28.	Class A: 1 Class B: 10 Class C: 0	Class B 주식을 보유하는 경영진 및 내부인은 전체 의결권의 95.9%를 가진다. <sup>39)</sup>

<https://www.wsj.com/articles/spotify-kicks-off-its-unusual-ipo-1519847272>

36) SEC Form 10-Q via EDGAR. 2018.5.11. p.70.

37) Dieterich, Chris, Farrell, Maureen, and Krouse, Sarah, "Stock Indexes Push Back Against Dual-Class Listings." *The Wall Street Journal*. 2017.8.2.

<https://www.wsj.com/articles/stock-indexes-push-back-against-dual-class-listings-1501612170>.

38) Wolverton, Troy, "Roku's CEO and other insiders will control 98 percent of the company's voting power even after its IPO." *Business Insider*. 2017.9.18.

<https://www.businessinsider.sg/post-ipo-ceo-anthony-wood-will-have-32-of-rokus-voting-power-2017-9/>

39) SEC Form 10-Q via EDGAR. 2018.5.3.

기업	사업 내용	IPO	차등의결권 구조	비고
Okta	신원 관리 및 보안 인증 서비스	2017.4.6.	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2027)	Class B 주식을 보유하는 경영진 및 내부인은 전체 의결권의 59%를 가진다. <sup>40)</sup>
Alteryx	셀프 서비스 데이터 분석 플랫폼	2017.3.24	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2027)	-
Mulesoft	어플, 기기, 및 소프트웨어 융합 플랫폼	2017.3.17.	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2022)	-
Hamilton Lane	투자 관리 자문회사	2017.3.1.	Class A: 1 Class B: 10 (일몰조항 2027)	-

자료: Council of Institutional Investors, “Dual Class Companies List” 2018.1.

### (3) 최근 차등의결권을 폐지한 기업들

최근 2년 이내에 차등의결권을 폐지한 기업 중 6곳을 정리하면 아래와 같다.

<표 11> 최근 차등의결권 구조를 폐지한 기업들

기업명	사업 내용	IPO 시점	차등의결권 폐지	기존 차등의결권
Zynga <sup>41)</sup> (SV 73)	소셜 네트워크 기반 게임 서비스	2011	2018.5.2	Class A: 1 Class B: 7 Class C: 70

40) SEC Form 10-K via EDGAR. 2018.3.12.

41) Hufford, Austen, “Zynga Moves To Single-Class Share Structure.” *The Wall Street Journal*. 2018.5.2.

기업명	사업 내용	IPO 시점	차등의결권 폐지	기존 차등의결권
Uber <sup>42)</sup>	카풀, 음식 배달 등 이동 네트워크 서비스	*2019년 예정	2017.10초	Class A: 1 Class B: 10
Forest City Realty Trust <sup>43)</sup>	부동산 투자 신탁 회사	2016	2017.6.12	Class A: 이사의 25%를 선정 Class B: 이사의 75%를 선정
MaxLinear <sup>44)</sup>	반도체 제조사	2010	2017.3.29	Class A: 1 Class B: 10
Groupon <sup>45)</sup>	글로벌 온라인 할인 거래 시장	2011	2016.10.29	Class A: 1 Class B: 150
Yelp <sup>46)</sup> (SV 77)	소비자와 지역 사업 연결 플랫폼	2012	2016.9.22	Class A: 1 Class B: 10

차등의결권을 폐지하는 기업들이 경영난을 겪고 있었다는 기사 내용만으로는 구체적이고 명확한 이들 기업의 공통점 파악하기는 어렵다. 다만, Uber, Forest City Realty Trust, Groupon, Yelp의 경우 경영난을 타개하기 위한 방편으로 차등의결권을 폐지한 것으로 파악할 수 있다.

<https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-share-structure-1525293576>.

42) “Uber ‘dual’ comes to an end.” Australian Institute of Company Directors. 2017.10.11.

<https://aicd.companydirectors.com.au/membership/the-boardroom-report/volume-15-issue-10/uber-dual-comes-to-an-end>.

43) Forest City Realty Trust, Inc., “Forest City Enters into Agreement to eliminate the Company’s Dual-Class Share Structure; Announces Board Changes and Corporate Governance Enhancements.” *PR Newswire*. 2016.12.6. <https://www.prnewswire.com/news-releases/forest-city-enters-into-agreement-to-eliminate-the-companys-dual-class-share-structure-announces-board-changes-and-corporate-governance-enhancements-300373625.html>.

44) SEC Form 10-Q via EDGAR. 2018.5.9.

45) Goldfarb, Jeffrey, “Yelp Earns Good Review for Dual-Class Demise.” *Reuters*. 2016.9.27.

<https://www.breakingviews.com/considered-view/yelp-earns-good-review-for-dual-class-demise/>

46) *Ibid*.

## 제3절 주요국의 차등의결권제도 입법동향

이하에서는 차등의결권제도를 도입한 많은 국가 중 실리콘밸리 기업이 적용되는 미국의 법제와 중소벤처기업에 관련한 최근 개정 움직임이 있는 홍콩, 중국의 입법동향을 검토한다.

### 1. 미국

앞서 실리콘밸리의 사례 등에서 살펴본 바와 같이 차등의결권 주식 등 종류주식은 미국에서 많이 이용되는 형태이다. 미국에서는 차등의결권 등 종류주식에 관하여 모범회사법(Revised Model Business Corporation Act)<sup>47)</sup>의 원칙적인 규정을 각 주에 반영하는 반면, 실제 주식이 유통되는 증권거래소의 규칙은 그 시대에 따라 상장허용 및 금지의 태도가 변화되어 왔다.

이하에서는 모범회사법과 주법의 규정 부분과 증권거래소의 규칙에 관한 사항을 구분하여 정리하도록 한다.

#### (1) 모범회사법과 주법의 규정

##### 1) 1주1의결권의 예외 허용

미국에서는 1주 1의결권을 원칙으로 하되 정관에서 달리 정하는 것을 허용하는 형태로 각 주에서 규정을 하고 있다. 이와 같이 각 주에서 규정하게 된 것은 모범회사법의 규정을 반영한 것으로 모범회사법에서는 주식의 의결권에 관하여 “(a) 본 조의 (b)항<sup>48)</sup> 및 (d)

47) 1950년도에 첫 발행된 Model Business Corporation Act는 1984년도에 전면적인 수정을 거쳐 Revised Model Business Corporation Act로 개정되었다. 이하 ‘모범회사법’ 또는 ‘RMBCA’라 한다.

48) 만약 본 회사가 다른 어떤 회사의 이사 선정에 의결권 있는 주식의 과반수를 보유하고 있다면 후자가 보유하고 있는 전자의 주식은 의결권이 없다는 조항이다. 「상법」 제369조 3항과 유사하다. “회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고

항49)에 의한 경우를 제외하고, 또한 정관에 달리 규정된 바가 없는 한, 각 주식(사외주, 또는 자사주를 제외한 발행주식)은 어떠한 종류의 주식이던지 주주총회에 상정되는 각 의결 사항에 대하여 1개의 의결권을 가진다”고 규정하고 있다.<sup>50)</sup>

위 모범회사법 조항은 29개 주법에서 그대로 수용되었으며 그 외 17개 주법에서도 용어나 표현만 상이할 뿐 내용상 차이가 없다고 볼 수 있다.

<표 12> 주 회사법 비교 - 1주 1의결권의 예외 허용 조항

내용	주	조항
모범회사법 § 7.21 (a)조항 수용 (29개 주)	앨라배마	AL Code § 10A-2-7.21 (a)
	애리조나	AZ Rev Stat § 10-721 A.
	캘리포니아	CA Corp Code § 700 (a)
	코네티컷	CT Gen Stat § 33-705 (a)
	컬럼비아 특별구	DC Code § 29 - 305.21 (a)
	플로리다	FL Stat § 607.0721 (1)
	하와이	HI Rev Stat § 414-142 (a)
	아이다호	ID Code § 30-29-721 (1)
	인디애나	IN Code § 23-1-30-2 (a)
	아이오와	IA Code § 490.721 1.
	캔자스	KS Stat § 17-6502 (a)
	켄터키	KY Rev Stat § 271B.7-210 (1)
	루이지애나	LA Rev Stat § 12:1-721 A.

있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다.”

49) 상환주식의 경우 주주들에게 상환 공지가 발신되었고 상환하기 충분한 액수가 은행 등 금융기관에 예금된 경우 의결권이 없다는 조항이다.

50) RMBCA § 7.21



내용	주	조항
	메인	13-C ME Rev Stat § 722 1.
	미시시피	MS Code § 79-4-7.21 (a)
	몬태나	MT Code § 35-1-524 (1)
	네브래스카	NE Code § 21-263 (a)
	뉴햄프셔	NH Rev Stat § 293-A:7.21 (a)
	노스캐롤라이나	NC Gen Stat § 55-7-21 (a)
	오리곤	OR Rev Stat § 60.227 (1)
	사우스캐롤라이나	SC Code § 33-7-210 (a)
	사우스다코타	SD Codified L § 47-1A-721
	테네시	TN Code §48-17-202
	버몬트	11 V.S.A. § 7.21 (a)
	버지니아	VA Code § 13.1-638 A.
	워싱턴	WA Rev Code § 23B.07.210 (1) WA Rev Code § 23B.02.020 (s)
	웨스트버지니아	WV Code § 31D-7-721 (a)
	위스콘신	WI Stat § 180.0721 (1)
	와이오밍	WY Stat § 17-16-721 (a)
용어나 표현은 다소 차이를 보이나 내용상 동일 (1주 1의결권이 원칙이되 정관 등으로 예외 인정) (17개 주)	알래스카	AK Stat § 10.06.420 (a)
	아칸소	AR Code § 4-26-708 (a)
	델라웨어	8 DE Code § 212 (a)
	메릴랜드	MD Corp & Assn Code § 2-507 (a)
	매사추세츠	MA Gen L ch 156 § 32
	미시간	MI Comp L § 450.1441 (1)

내용	주	조항
	미네소타	MN Stat § 302A.445 <sup>51)</sup> MN Stat § 302A.111 Subd.2. (h),(q) MN Stat § 302A.401 Subd.2. (a),(b)
	미주리	MO Rev Stat § 351.245 1.
	네바다	NV Rev Stat § 78.350 (1)
	뉴저지	NJ Rev Stat § 14A:5-10
	뉴멕시코	NM Stat § 53-11-33 A.
	뉴욕	NY Bus Corp L § 612 (a)
	노스다코타	NDCC § 10-19.1-73.2.5
	오하이오	Ohio Rev Code § 1701.44 (A)
	오클라호마	18 OK Stat § 18-1057 A.
	펜실베이니아	15 PA Cons Stat § 1758 (a)
	로드아일랜드	RI Gen L § 7-1.2-708 (a)
	텍사스	TX Code § 2-21A-21.366. (a)
모범회사법과 유사하나 단주(fractional share)에도 그에 상응하는 비율의 의결권을 가진다고 명시하여 1주 1의결권 원칙을 적용	콜로라도	CO Rev Stat § 7-107-202 (1)
	유타	UT Code § 16-10a-721 (1)
모범회사법과 유사하나 1989년 7월 1일 이전에 발행 또는 수권된 주식은 1주 1의결권 원칙의 적용 예외로 규정	조지아	GA Code § 14-2-721 (a)
모범회사법과 유사하나 다만 이사진의 투표에서는 집중투표제를 규정	일리노이	805 ILCS 5/7.40 (a)

51) 미네소타의 경우 의결권에 관한 부분 외에도 정관에 관한 규정과 수권주식에 관한 부분에서 1주 1의결권의 원칙을 4회 명시하고 있다.

한 예로 델라웨어주 회사법을 보면, 델라웨어 일반회사법(Delaware General Corporation Law ; DGCL) 제212조의 주주의 의결권에서는 “(a) 정관에 달리 규정된 바가 없는 한, 그리고 본 장 제213조에 따라 각 주주는 자신이 보유하는 각 주식에 대하여 1의결권을 부여받는다”고 규정하고 있다.<sup>52)</sup>

## 2) 차등의결권주식의 발행의 적극적 허용

위와 같이 정관상의 예외를 인정한다는 규정 외에 차등의결권 주식의 발행을 명시적으로 규정하여 허용하고 있는 경우도 있다.

모범회사법에서는 “정관은 한 가지 이상의 종류주식이 발행 허가된 경우, 정관은 각 종류 및 세부 분류의 구별 가능한 특징을 기재하여야 하며, 종류주식의 발행 이전에 해당 종류가 갖는 우선적 지위, 권리, 한계 등의 내용을 기술하여야 한다”<sup>53)</sup>고 규정하면서, “정관은 법이 달리 규정하지 않는 한 특별한 권한을 부여하거나 조건이 있는 제한적인 의결권을 가진 주식, 또는 의결권이 없는 주식이상의 종류주식을 허용할 수 있다”고 명시하고 있다.<sup>54)</sup>

따라서 모범회사법 조항은 차등의결권 주식의 발행을 허용하는 부분((c)(1)항)과 이를 발행할 경우 정관에 기재할 것을 의무화하는 부분((a)항)으로 구성되는데 51개 주법 모두 이와 내용상 같은 조항을 마련하고 있어, 앞서 기술한 정관에 의한 1주 1의결권 원칙의 예외를 가능케 하고 있다.

이와 유사한 내용으로 입법된 많은 주가 있는데 대표적으로 뉴욕주 회사법(New York Business Corporation Law ; NYBCL) 제501조 수권주식에 관한 사항을 정하면서 “모든 회사는 정관에 기재된 수의 주식을 발행할 권한이 있다고 하면서 정관은 의결권을 부정, 제한, 또는 달리 정할 수 있다”고 하였다.<sup>55)</sup>

52) DGCL § 212

53) RMBCA § 6.01(a)

54) RMBCA § 6.01(c)

55) NYBCL § 501(a)

## (2) 차등의결권 주식의 발행과 증권거래소의 대응

### 1) 차등의결권 주식 발행에 따른 증권거래소 태도의 변화

1926년에는 183개 이상의 회사가 2개 이상의 차등 종류주식을 발행했는데<sup>56)</sup> 대표적으로는 Dodge Brothers를 비롯하여 Industrial Rayon Corporation, A&W Root Beer, Fox Theaters가 차등의결권 구조를 취하였다.<sup>57)</sup>

그러나 의결권과 이러한 주식이 발행되면서 학계로부터 비판적인 우려가 나오기 시작하였으며, 하버드 대학 William Ripley 교수는 “분리된 보통주와 사라지는 주주의 시대”라며 공개적으로 비판하였고<sup>58)</sup> Adolf Berle와 W.H.S. Stevens는 1주 1의결권 논의를 다루는 논문을 발표하였다.<sup>59)</sup> 이러한 우려가 대중적 관심을 받게 되자 뉴욕증권거래소는 1926년 1월 18일 무의결권 주식의 상장과 차등의결권 주식의 상장을 금지하였고 공식적인 금지 공표는 1940년에 이루어졌다.<sup>60)</sup>

1926년부터 1985년까지 뉴욕증권거래소는 몇 가지 예외를 제외하고는 무의결권주식을 발행하는 회사의 상장을 거절하였으며, 뉴욕증권거래소와 달리 미국증권거래소(AMEX)는 1972년까지 의결권 규제를 가하지 않았다. 그리고 그 이후에도 느슨한 규제를 하여 차등의결권 구조를 가진 회사도 몇 가지 조건만 준수하면 상장될 수 있었는데 1976년에 그 조건들을 발표하였다.<sup>61)</sup> 따라서 1976년에는 미국증권거래소 상장회사 중 37개의 회사가

56) Dewing, A.S. “The Financial Policy of Corporations” The Ronald Press. 1953; Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2  
57) *Ibid.*

58) Ripley, William. “From Main Street to Wall Street” 87 Atlantic Monthly 94. 1926 ; Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2

59) Berle, A., 1926, Non-Voting Stock and “Bankers’ Control”, Harvard Law Review pp. 673 - 693. 1926 ; Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2

60) Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2

61) 미국증권거래소의 차등의결권 관련 입장은 다음과 같다. (1) 제한의결권을 가진 주식이 최소한 이사진의 25%를

차등의결권 구조를 가졌으며 1985년에는 785개 회사 중 60개 회사 (7%)나 차등의결권 구조를 취했다. 그 해 나스닥(NASDAQ) 상장 회사 4101개 중 110개 회사 (0.027%)도 차등의결권 구조를 가진 회사였다.<sup>62)</sup>

## 2) 적대적 인수합병의 증가와 증권거래소의 차등의결권 허용

1980년대 적대적 인수합병이 빈번해지자 이를 막기 위해 많은 회사들이 차등의결권 구조를 취하기 시작했다<sup>63)</sup> 대부분의 회사들은 단일종류 주식만을 발행했으므로 일반주식을 가중의결권을 가진 Class B 주식으로 교환해주는 등<sup>64)</sup> 다양한 자본재편 방법으로 차등의결권 구조를 이루었다. 그리고 차등의결권 구조를 취한 대기업들은 뉴욕증권거래소보다 규제가 느슨한 경쟁거래소들인 나스닥과 미국증권거래소에 상장하기 시작했고 이에 뉴욕증권거래소는 불안감을 느끼기 시작했다. 1985년 1월 뉴욕증권거래소는 차등의결권 주식의 상장을 허용하는 내용으로 상장규정을 완화하고자 미국 증권거래위원회에 승인을 요청하였으며<sup>65)</sup> 뉴욕증권거래소는 자본재편을 하려는 회사는 공개주식 과반수의 동의를 얻으면 가능하다는 새로운 기준을 발표하였다.<sup>66)</sup>

---

선정할 수 있어야 하고 (2) 의결권의 차등비율은 10대 1이상 차이가 날 수 없으며 (3) 제한의결권 주식의 주주의 의결권을 더욱 제한시키는 추가 주식이 발행될 수 없다. 또한 (4) 총 발행주식의 수가 기준 이하로 떨어지면 차등의결권 제도가 상실되며 (5) 제한의결권 주식에는 더 높은 배당금을 부여하도록 권고하였다. 뉴욕증권거래소로부터 상장 거절을 받은 Wang Laboratories가 미국증권거래소의 상장허가를 받은 사건으로부터 도출되었기에 “Wang formula”라고 불린다.

62) *Ibid.*

63) 김정호, “차등의결권 주식의 도입가능성에 대한 연구“ 2014.1.23. p. 138-139.

64) General Cinema Corporation이 취한 방법으로, 주주들에게 일반주를 Class B 주식과 교환할 수 있도록 하였다. Class B 주식은 1주당 10의결권을 행사할 수 있지만 공개 거래될 수 없으며 배당금이 더 적었기 때문에 대부분의 주주는 교환을 하지 않았다. Class B 주는 경영자(대표이사 등) 및 가족들이 교환하여 가지게 되었다. “General Cinema board seeks new stock class to discourage suitors”, Wall Street Journal, November 14, 1984. 5“General Cinema Corp. begins exchange offer for new class B stock”, Wall Street Journal, January 2, 1985. Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2

65) 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제19조(c)에 의해 모든 증권거래소의 규칙은 미국 증권거래위원회(SEC)의 승인을 받아야 한다.

66) Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2

### 3) 증권거래위원회 규칙의 변화

미국의 세 거래소 모두 차등의결권 주식을 허용하게 되자 이를 활용하는 회사들이 증가하였고<sup>67)</sup> 미국 의회는 차등의결권 구조의 이점을 유지하는 내용으로 미국 증권거래위원회 규칙 19c-4 입법안을 발의하고, 1988년 7월 7일 미국증권거래위원회는 4대 1의 투표 결과로 위 규칙을 통과시켰다.<sup>68)</sup> 이 규칙 19c-4 (a)에서는 “각 증권거래소의 규칙은 거래소의 어떠한 규칙, 지침, 관행 또는 해석도 1934년 증권거래소법 제12조에 따라 등록된 기존 보통주의 의결권을 배제, 제한 또는 비례적인 방식과 달리 감축하는 효과를 가진 증권을 발행하거나 기타 행위를 하는 회사의 보통주식 등의 상장 또는 상장의 유지를 인정하여서는 아니된다”고 규정하고 있다.

그러나 규칙 19c-4는 그 내용에서 자율규제기관으로 하여금 1주당 하나 이상의 의결권을 가진 주식을 새로이 발행하는 회사의 상장 및 주식거래를 금지하도록 하였으나 하나 이하의 의결권을 가진 새로운 주식의 발행이나 차등의결권을 가진 주식도 여전히 허용하고 있어 규칙 Rule 19c-4가 차등의결권을 금지한 것으로 보기 어렵다는 해석이 있으며<sup>69)</sup> 오히려 1주 1의결권 원칙의 예외를 적극 허용했다고도 볼 수 있다.

차등의결권 주식을 전면적으로 금지한 것이 아님에도 불구하고 위 규칙이 통과되자마자 과연 미국증권거래위원회가 자율규제기관들에게 그러한 규제를 가할 법적 권한이 있는지가 문제되었다. 도입된 지 2년도 채 되지 않아 규칙 19c-4는 1990년 6월 12일 컬럼비아 특별구 연방법원의 만장일치로 미국증권거래위원회의 권한을 넘어섰으며 위법 판결을 선고받았다.<sup>70)</sup> 헌법의 주요 원칙 중 하나인 연방주의에 입각하여 주식의 의결권과 같은 기업지배구조 관련 규정은 전통적으로 개별 주법으로 정하여야 할 것으로 연방기관인

67) Dunlavy, Colleen A. “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights.” 63 Wash. & Lee L. Rev. 1347. 2006. p. 1356-1357.

68) *Ibid.*

69) Ashton, Douglas C. “Revisiting Dual-Class Stock,” *St. John’s Law Review*: Vol. 68: Iss. 4, Articles 2. 899쪽에 Rule 19c-4을 “1주 1의결권” 원칙이라 부르는 것은 옳지 못하다고 하였다.

70) *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. 1990)

증권거래위원회가 규율할 권한이 없어 무효라는 것이다.<sup>71)</sup>

판결이 내려지기도 전에 뉴욕증권거래소는 증권거래위원회의 취지에 따라 규칙 19c-4의 문언을 거래소 상장 규칙으로 도입하였고 판결 이후에 나스닥도 동 규정을 받아들였다. 미국증권거래소(AMEX)도 한 가지 예외<sup>72)</sup>를 제외하고는 마찬가지로 동 규정을 도입하였다.<sup>73)</sup>

#### 4) 최근 증권거래소 규칙

1993년 12월에 미국증권거래위원회 의장 Arthur Levitt Jr.는 모든 증권시장이 동일한 의결권지침을 마련하도록 권고하였다. 이에 나스닥과 미국증권거래소는 통일된 규정을 승인하였고 뉴욕증권거래소는 1994년 5월에 승인하였다.<sup>74)</sup> 이 지침은 차등의결권 구조를 가진 회사도 상장될 수 있도록 하며 신규 상장 회사의 경우 의결권구조에 어떠한 제한도 가하지 않는다는 것이다.<sup>75)</sup>

미국의 증권거래시장은 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act) 제6장에 따라 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록되어야 하는데<sup>76)</sup> 현재 등록된 13개 거래소 중 가장 큰 3곳은 뉴욕증권거래소(NYSE), 나스닥(NASDAQ), 그리고 NYSE-MKT LLC(이전 AMEX)이다.<sup>77)</sup>

71) *Ibid.* “It would, moreover, overturn or at least impinge severely on the tradition of state regulation of corporate law. As the Supreme Court has said, “corporations are creatures of state law, and investors commit their funds to corporate directors on the understanding that, except where federal law expressly requires certain responsibilities of directors with respect to stockholders, state law will govern the internal affairs of the corporation.”” 판례문은 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* (1976)을 인용하였다.

72) 열등한 의결권을 가진 주식은 전체 주주들의 3분의 2와 내부인이 아닌 주주의 과반수의 동의로 발행가능하다는 내용이다.

73) Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010. p. 2.

74) *Ibid.*

75) 이 지침의 승인 이후 1994년부터 2001년 사이에 차등의결권 구조를 띤 회사들이 총 215개로 두 배의 증가폭을 보였다. Becht, Marco & DeLong, J. Bradford. “Why Has There Been So Little Block Holding in America?, in *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*” 613, 653-57 (Randall K. Marck ed., 2005), Dunlavy, Colleen A. “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights.” 63 *Wash.&LeeL.Rev.*1347.2006.p.1356-1357.

76) U.S. Securities and Exchange Commission, “National Securities Exchanges.” Available at: <https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexcangeshtml.html>. (최종방문 2018. 10. 30)

77) Morah, Chizoba, “What are all of the securities markets in the U.S.A?” *Investopedia*. 2018.1.31. Available at: <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/security-market-usa.asp> (최종방문 2018. 10. 30)

위 세 거래소의 차등의결권 관련 규정은 1993년 미국증권거래위원회의 권고에 따라 차등의결권 지침을 모두 통일하였다.

<표 13> 미국 증권거래소 지침의 차등의결권 규정

증권거래소명	동일한 내용의 조항
NYSE	New York Stock Exchange Listing Rules § 313.00 Voting Rights & Supplementary Material 10
NASDAQ	NASDAQ Stock Market Rules - 회사의 요건, 상장, 상장 폐지 § 5640 Voting Rights & Interpretive Material-5640
NYSE-MKT LLC	NYSE-MKT LLC Listing Rules §122 Common Voting Rights & Commentary

이 중 뉴욕증권거래소 상장규정에서 볼 수 있는 상장주식의 의결권에 관한 뉴욕증권거래소의 입장은 상장사 매뉴얼 제313조 A항과 보충자료 10항에 나타난다.

먼저 상장사 매뉴얼 제313조 A항에서는 “본 거래소는 과거 규칙 19c-4에 의거 허용되던 주식발행을 계속 허용할 뿐만 아니라 신 VRP에 저촉되지 않는 한 모든 회사의 행위나 주식발행을 허용”하는 입장을 취하면서, 보충자료 제10항에서 “차등의결권구조를 가진 회사에 대한 복수의결권주식의 발행제한은 본시 새로운 종류주식의 발행시 적용키로 한 것이므로 이미 차등의결권주식을 발행해 온 회사들은 특별한 사정이 없는 한 본 VRP에 저촉됨이 없이 계속 그런 류의 차등의결권 주식을 추가로 발행할 수 있다”고 규정하고 있다.

이 규정은 이미 상장된 회사가 자본재편의 수단으로의 차등의결권주식을 금지하는 것이며 신규 기업 공개시부터 차등의결권 구조를 갖는 것은 금지하지 않는 것으로 규정하고 있다. 예컨대, 신규 기업공개시 차등의결권주식을 발행한 페이스북이나 맨체스터 유나이티드가 NYSE에 상장된 것을 보아 알 수 있다.<sup>78)</sup>

78) *Ibid.*



## 2. 홍콩

### (1) 신생·혁신기업에 대한 투자활성화의 필요성

홍콩은 이미 국제적인 금융거래 환경을 갖추고 있으며, 많은 기업들이 홍콩에서 상장을 하여 세액공제 등의 혜택을 제공하면서 손쉬운 자금조달이 가능하도록 하고 있다.

그런데 홍콩증권거래소보다 차등의결권 규제가 느슨한 뉴욕증권거래소 상장규정 덕분에 2014년 6월 중국 전자상거래업체인 알리바바(Alibaba)가 뉴욕증권거래소에 상장하기로 결정하였다.<sup>79)</sup> 알리바바의 결정은 홍콩증권거래소가 자신의 상장기준을 개정하도록 하였고,<sup>80)</sup> 2018년도 4월 30일부터는 이를 완화하여 차등의결권구조를 가진 혁신적인 회사의 경우 상장을 허용하기로 하였다.<sup>81)</sup>

이와 관련하여 2018년 2월 “신생·혁신기업을 위한 상장제도(Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors)”라는 보고서를 발간하고 신생혁신기업 상장활성화를 위해 혁신성장기업의 상장, 바이오 기업의 상장에 대한 혁신적인 제도개선을 예고하였으며, 이 보고서는 이미 2014년 8월의 “차등의결권 컨셉 페이지(Weighted voting rights)”에서 시작된 논의를 발전시킨 것이다.

이와 같은 홍콩의 적극적인 상장 유치를 위한 노력 결과 2018년 7월 9일 중국의 기업 샤오미가 차등의결권이 허용된 홍콩의 거래소에 상장하였다.

### (2) 회사법상의 차등의결권 관련 규정

홍콩은 회사법상 원칙적으로 1주 1의결권 원칙이 적용되지만, 정관으로 달리 정할 수 있도록 하고 있다. 즉, Companies Ordinance(CO) 제588조 제4항에서 회사에 대하여 의결

79) De La Mercedl, Michael J., “Alibaba, Chinese Internet Giant, Picks N.Y.S.E. for Its Listing” *The New York Times*. 2014.6.26.

80) Dunkley, Emma. “HKEX admits Alibaba forced it to rethink dual-class shares.” *Financial Times*. 2018.1.17.

81) Nonninger, Lea, “This Hong Kong exchange overhauls its rules to lure fintechs.” *Business Insider*. 2018.4.23.

권에 대한 예외를 허용하고 있는 것이다. 그런데 실제로는 홍콩거래소( 특별한 예외가 없는 한 이러한 차등의결권 종류주식은 상장을 허용하지 않고 상장하는 것은 허용되어 있지 않았는데, 이는 홍콩거래소(HKEx)가 상장규정을 통해서 1주 1의결권 원칙을 적용하여 왔기 때문이다.

이처럼 차등의결권 주식의 상장에 대한 거부감은 홍콩에서는 집단소송이 허용되지 않고 대표소송도 잘 이용되지 않는 점, 성공보수를 전제로 한 사건 수임 등도 인정되지 않는 등 주주보호 장치가 충분하지 않기 때문이라는 의견이 있다.<sup>82)</sup> 그러나 다른 한편에서는 성공보수와 집단소송을 허용하는 법제개혁위원회 정책보고서(Law Reform Commission of Hong Kong's consultation and reform)가 발표되는 등 차등의결권종류주식의 상장이 허용될 수 있는 제도적 기초들도 점차 형성되었다.<sup>83)</sup>

### (3) 홍콩거래소의 상장규정 개정

#### 1) 홍콩거래소 상장규정 개정 내용

홍콩은 이번 상장규정 개정을 통해 차등의결권에 해당하는 가중의결권(Weighted voting rights ; WVR)(이하 “WVR”이라 한다)을 상장규정 제8A장에 포함시켜 상장을 허용하였다. 여기서 WVR이란 보통주에 부여된 의결권보다 크거나 상위의 특정 계층의 주식에 부여된 의결권 또는 발행자의 지분증권에 대한 수혜자의 경제적 이익에 불균형 한 기타 지배 구조 권리 또는 약정을 말하는 것으로 정의하고 있다.<sup>84)</sup>

이번 허용의 특징은 혁신기업(innovative issuers)의 신규상장에만 허용하는 것이며, 기존 주주 보호를 위한 각종 제도를 갖추도록 하고 있다는 점을 들 수 있다.

82) 안수현, “홍콩의 창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권 제도의 입법동향”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 6. 15, 32면.

83) 안수현, 위의 자료집, 33면.

84) Main Board Listing Rule 8A.02.

## 2) 대상기업 : 혁신기업의 요건

홍콩의 상장규정에서는 혁신기업의 선정요건에 대해서 홍콩거래소에서 발간한 보고서<sup>85)</sup> “APPENDIX II: GUIDANCE LETTERS”부분<sup>86)</sup>에서 다음과 같이 제시하고 있으며, 아래 각 요건 중 하나 이상을 갖추어 메인 보드에 상장을 하도록 하였다.

첫째로는 기업의 성공이 핵심사업에 있어서의 ① 신기술의 적용, ② 혁신, 또는 ③ 기존 기업과 해당 기업을 차별화하는 새로운 비즈니스 모델에 의한 것일 것<sup>87)</sup>을 제시하였다. 둘째로는 연구개발(R&D)이 기업의 기대가치의 중요한 기여부분을 차지하며, 주요 활동 및 비용을 구성할 것<sup>88)</sup>을 제시하였고, 셋째로는 기업의 성공이 그 고유한 특징이나 지적재산으로 인한 것임을 입증할 수 있을 것<sup>89)</sup>을 명시하고 있다. 그리고 넷째로 유형자산의 시가총액이나 무형자산 가치가 현저히 클 것<sup>90)</sup>을 제시하였다.

홍콩거래소는 혁신기업 요건을 위한 혁신은 상장을 신청하는 기업이 속한 산업분야나 시장의 형태에 따라 다르게 나타날 것이며, 해당 산업분야나 시장이 발전·변화함에 따라 변경될 것으로 밝히고 있다. 따라서 특정 회사가 WVR 구조로 등록 할 자격이 있다고 해서 반드시 유사한 기술, 혁신 또는 비즈니스 모델을 가진 다른 신청기업이 WVR 구조로 등록 할 자격이 있다는 것을 의미하는 것은 아닌 것이다.<sup>91)</sup>

따라서 상장을 신청하는 기업이 위의 성공요건을 입증하기 위해서는 고성장실적(trackrecord)을 영업, 고객, 판매, 매출, 수익, 시장가치, 성장궤적(growthtrajectory)의 측면에서 최대한 객관적으로 입증하여야 한다.<sup>92)</sup>

85) HKEX, “CONSULTATION CONCLUSIONS : A LISTING REGIME FOR COMPANIES FROM EMERGING AND INNOVATIVE SECTORS”, 2018. 4.

86) 이 안내서는 홍콩거래소 상장규칙 제18A조에 열거된 발행인이 상장하기에 적합한지 여부를 거래소가 결정할 때 고려하여야 할 요소들에 대한 지침을 제공하는 것을 목적으로 하고 있다. HKEX, *Ibid*, Appendix II-7.

87) HKEX, *Ibid*, Appendix II-8, 4.2.(a).

88) HKEX, *Ibid*, Appendix II-8, 4.2.(b).

89) HKEX, *Ibid*, Appendix II-8, 4.2.(c).

90) HKEX, *Ibid*, Appendix II-8, 4.2.(d).

91) HKEX, *Ibid*, Appendix II-8.

92) 김갑래, 홍콩과 싱가포르의 차등의결권 제도 개관, 한국법제연구원 워크숍 발표자료, 2018. 6. 22, 4면.

결국 홍콩거래소는 혁신기업에 대한 큰 범위를 설정할 뿐 그들이 혁신성을 갖추었는지 스스로 입증하여야 하며, 거래소에서는 이를 심사하여 상장을 결정하게 되는 것이다.

### 3) 대상기업 : 신규상장, 예상 시가총액

홍콩거래소는 신규상장의 경우에만 WVR 구조의 기업상장을 심사한다고 규정하면서,<sup>93)</sup> 기존 상장법인이 WVR 구조로 변경하는 것이나<sup>94)</sup> WVR 구조를 가진 기업이 상장이후 추가적으로 WVR 주식을 발행하는 것은 금지되고 있다.<sup>95)</sup>

한편, 이 규정에서는 상장시의 시가총액 기준을 제시하고 있는데, 이 기준에 따르면, ① 상장시 시가 총액이 HK \$4,000,000,000이상이거나, ② 최근 감사 된 회계 연도의 HK \$1,000,000,000 이상이고, 수익을 얻은 시가 총액이 최소 1 억 달러 이상<sup>96)</sup>의 요건을 갖추도록 하고 있다.

### 4) WVR 주주와 non-WVR주주의 자격 및 의결권 비율

WVR을 보유하는 주주는 신청기업이 상장시에 이사회의 구성원이어야 하며,<sup>97)</sup> WVR 보유 주주가 사망하게 되거나 이사회를 구성하는 이사에 해당하지 않으면 WVR 권리도 소멸하게 된다.<sup>98)</sup> 이 권리는 전부 또는 일부를 양도할 수 없으며 양도한 경우 그 권리가 소멸된다.<sup>99)</sup> 이 규정에서 명시적으로 규정하고 있는 것은 아니지만 여기서 권리가 소멸한다는 것은 보통주에서 추가적으로 부여된 비율만큼의 의결권이 소멸한다는 것으로 해석하여야 할 것이며, 권리가 소멸된 후에는 일반주로 전환되는 것으로 보고 해당 일반주에 대한 상속이나 양도는 가능할 것으로 보인다. 즉, WVR주식을 보통주로 전환하는 경우에는 WVR 1주당 보통주 1주로 전환하여야 한다.<sup>100)</sup>

93) Main Board Listing Rule 8A.05.

94) Main Board Listing Rule 8A.05.

95) Main Board Listing Rule 8A.13.

96) Main Board Listing Rule 8A.06.

97) Main Board Listing Rule 8A.11.

98) Main Board Listing Rule 8A.17.

99) Main Board Listing Rule 8A.18.

100) Main Board Listing Rule 8A.21.

non-WVR주주<sup>101)</sup>는 총회에서 의결할 수 있는 의결권 중 최소 10%이상을 보유하여야 하는데,<sup>102)</sup> 이 규정은 WVR주주가 의결권의 100%를 보유할 수 없다는 것을 말한다.

한편, WVR 주주의 의결권은 기업의 주주총회에서 결정된 바에 따라 보통주 의결권의 10배를 초과하지 못하도록 하였다.<sup>103)</sup>

#### 5) 경제적 이익 보유의 최소기준

WVR주주는 최초 상장시에 신청기업 발행주식을 통한 경제적 이익의 10% 이상의 경제적 이익을 보유하도록 하였다.<sup>104)</sup> 다만, 10% 미만의 경우라도 신청기업의 시가총액 기준으로 일정기준 이상의 상당한 금액을 보유한 경우에는 상장이 가능하도록 하고 있으며, 이 경우 상당한 금액의 기준으로는 HK \$800억을 간주가능 금액으로 제시하고 있다.<sup>105)</sup>

#### 6) 외부투자

상장을 신청한 기업은 반드시 이전에 적어도 1개 이상의 전문투자자로부터 상당한 투자를 받았어야 하며 최초 공모시점에서도 이러한 투자가 유지되어 있어야 한다.<sup>106)</sup> 아울러 공모이후 6개월간 적어도 투자의 50% 이상을 유지하고 있어야 한다.<sup>107)</sup>

#### 7) 투자자보호 등

WVR을 발행한 기업은 상장서류나 공시관련 서류에 WVR이 발행되었음을 명기하고 이에 따른 위험을 공시<sup>108)</sup>하도록 하고 있으며, 주식 종목명 끝에 “W”를 붙여 표시하도록 하고 있다.<sup>109)</sup>

101) WVR주주가 아닌 주주로서 해당 기업의 상장된 주식 클래스의 주주를 말한다. Main Board Listing Rule 8A.02.

102) Main Board Listing Rule 8A.09.

103) Main Board Listing Rule 8A.10.

104) Main Board Listing Rule 8A.12.

105) Main Board Listing Rule 8A.12. note.

106) Skadden, Hong Kong Publishes Groundbreaking New Rules for Dual-Class Shares, Emergign and Innovative Sectors, 04/25/18, 안수현, 앞의 자료집, 40면 재인용.

107) Skadden, *Ibid.*, 안수현, 앞의 자료집, 40면 재인용.

108) Main Board Listing Rule 8A.37.

109) 김갑래, 앞의 발표 자료, 10면.

한편, 정관 변경시, 종류주식에 부착된 권리의 변경, 독립 비업무집행이사의 선임 및 해임시, 감사의 선임 및 해임시, 임의청산의 경우에는 1주 1의결권의 원칙에 따라 의결이 진행되도록 하여 보통주에 해당하는 주식을 보유한 투자자의 이익을 보호할 수 있도록 하였다.<sup>110)</sup>

홍콩거래소는 규칙을 준수하지 못하는 상장기업에 대해서 투자자 보호 또는 시장질서의 유지 등의 필요사유에 따라 거래중지, 상장취소 등의 제재를 취할 수 있다고 하였다.<sup>111)</sup>

### 3. 중 국

#### (1) 혁신창업 기업에 대한 지원 배경

최근 중국 정부는 유니콘기업(기업가치 10억달러 이상의 비상장 스타트업을 말한다)<sup>112)</sup> 등 혁신창업 기업에 대한 전폭적인 지원을 위한 계획들을 발표하고 있다.

중국의 경우에도 회사법에서 1주 1의결권 원칙을 기본으로 하고 있는데,<sup>113)</sup> 유한책임 회사에 한하여 정관으로 정하는 경우에 한하여 의결권을 달리 정할 수 있도록 하고 있다.<sup>114)</sup>

이와 같은 회사법의 원칙에도 변화가 생기고 있는데, 2018년 9월 26일 국무원은 “혁신창업 고질량 발전에 관한 혁신과 창업 업그레이드판 의견(이하 ‘국무원 발표’라 함)”<sup>115)</sup>을 통해, 혁신창업기업이 직접적으로 자금을 조달할 수 있는 통로를 확장하기로 발표한 것이다.

110) Skadden, Hong Kong Publishes Groundbreaking New Rules for Dual-Class Shares, Emergign and Innovative Sectors, 04/25/18, 안수현, 앞의 자료집, 41면 재인용.

111) Main Board Listing Rule 8A.03.

112) 중국의 유니콘기업 집계자료인 ‘2017 중국 유니콘기업발전보고서’에서는 164개의 유니콘 기업을 보유하고 있다고 하였다. 이코노미조선, 2018. 10. 12.

113) 중국 회사법 제126조, 제102조

114) 중국 회사법 제42조.

115) [http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content\\_5325472.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content_5325472.htm)(최종방문 2018. 10. 30)

이는 차등의결권 구조를 채택한 과학기술기업이 매출액이 없는 경우에도 국내 상장을 지원하겠다는 뜻을 최초로 명확히 밝혔다는 점에서 과거 산업부흥정책과 차이를 보이고 있다.

기존에는 중국 회사법상 유한책임회사가 자금조달을 위해 중국내에서 상장하는 경우 주식회사로 조직변경을 해야 하고,<sup>116)</sup> 1주 1의결권 제도를 채택해야 하므로 경영권이 희석되는 결과를 가져와 중국내 상장을 꺼리는 기업이 많았기 때문에 이 발표는 과학기술 기업에 한해 차등의결권을 인정하는 범위에서 국내 상장을 허용하려는 취지로 해석된다.

국무원 발표에서는 중국에서는 과학기술형 중소기업과 창업투자기업의 사채발행을 촉진시키고, 혁신창업 시범 규모를 점진적으로 확대하여, 조건을 갖춘 기업이 혁신과 창업 전문 채무융자수단의 발행을 지원하도록 하였으며, 주식형 크라우드펀딩을 규범적으로 발전시켜, 영세기업과 혁신창업자의 자금조달 통로를 넓히는 방향을 정책을 추진할 것으로 밝히고 있다.<sup>117)</sup>

이와 같은 정책의 추진을 위하여 과학기술기업에 대해서 차등의결권을 채택한 지배구조를 허용하는 내용의 회사법 등 법률규범과 자본시장 관련 규칙의 개정을 추진하기로 한 것이다.<sup>118)</sup>

## (2) 적용대상

### 1) 차등의결권제도의 도입대상

국무원발표에서 과학기술기업에 대해서 기업 규모에 따라 서로 다른 역할과 지원범위를 정하고 있는데, 과학기술기업의 연합체의 구성을 위해 중대형 과학기술기업의 주도적 역할을 강조하였고,<sup>119)</sup> 중대기술장비의 시범운용을 위해 관련 혁신연구원의 설립을 대형 과학기술기업 그룹에게 맡기고 있다.<sup>120)</sup>

116) 중국증권감독관리위원회 “최초기업공개 및 상장관리방법(首次公开发行股票并上市 管理办法)” 제8조

117) [http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content\\_5325472.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content_5325472.htm)(최종방문 2018. 10. 30)

118) [http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content\\_5325472.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content_5325472.htm)(최종방문 2018. 10. 30)

119) 국무원발표 (16)

120) 국무원발표 (8)

또한, 현행 연구개발비용에 대한 75%의 공제비율을 과학기술형 중소기업에서 모든 기업으로 점진적으로 확대할 것을 정하였고,<sup>121)</sup> 과학기술형 중소기업이 사채발행을 통해 자금조달을 촉진시킬 수 있도록 하였다.<sup>122)</sup>

반면 국무원발표에서 (26)에서 차등의결권을 허용하는 기업을 과학기술기업으로 표현한 점에서 중국내 비상장 중대형 과학기술기업과 과학기술형 중소기업은 차등의결권제도를 채택할 수 있을 것으로 보인다.

## 2) 과학기술기업의 범위

과학기술형 (국유)기업의 일종으로 국가인증 첨단기술기업을 포함시킨 규정은 “국유 과학기술형 기업의 주권 및 이익배당 인센티브 잠정방법(国有科技型企业股权和分红激励暂行办法)”을 고려할 수 있다.

여기에서 과학기술기업에 대한 정의는 제2조에 따라 인정 받은 기업을 말하고 있는데, 제2조에서는 국유 과학기술형 기업이란 국가가 소유 및 지배하는 중국내 회사 법인격을 갖춘 비상장 과학기술기업(전국 중소기업 주식양도 시스템에 등록된 국유기업)을 뜻한다고 하면서, ① 연구기관에서 구조를 전환한 기업, 국가가 인정한 첨단기술기업, ② 고등교육기관과 과학연구기관이 투자한 기술기업, ③ 국가와 성급에서 인정한 과학기술 서비스 기관으로 정하고 있다.

한편, 과학기술형 중소기업과 관련해 중국 과학기술부 등은 과학기술형 중소기업 지원 육성을 위한 정책의 일환으로 “과학기술형 중소기업 평가방법(이하 ‘방법’이라 함)”을 발표하였는데 이 방법에서 ‘과학기술형 중소기업’이라 함은 일정 인원 이상의 과학기술인력이 과학기술 연구활동에 종사하고, 지식재산권 취득 및 첨단기술 제품 및 서비스로의 전환을 통해 지속가능한 발전을 실현할 수 있는 중소기업으로 정의하고 있다.

121) 국무원발표 (6)

122) 국무원발표 (26)



이 방법 제6조는 과학기술형 중소기업이 충족해야할 조건으로 과학기술형 인력, 연구개발투자, 과학기술 성과 등의 평가지표를 제시하였으며, 이 평가방법에 따른 과학기술형 중소기업은 과학기술인력(20점 만점), 연구개발투자(50점), 과학기술 성과지표(30점) 총 100점 만점으로 평가하고, 종합점수가 60점 이상이어야 하며, 과학기술인력 지표가 0점이지 않아야 한다.

이 방법 제6조에서는 과학기술형 중소기업의 요건을 정하였는데 ① 중국 지역(홍콩, 마카오, 대만은 제외)에 등록된 주민기업, ② 직원 총수가 500명을 초과하지 않으며, 연매 출액이 2억 위안을 초과하지 않고, 자산총액이 2억 위안을 초과하지 않은 기업, ③ 기업이 제공하는 제품 및 서비스가 국가가 금지, 제한하거나 도태 품목에 속하지 않는 기업, ④ 기업은 신청일 전 1년 및 당해연도내에 중대한 안전 및 품질사고, 엄중한 환경위반, 심각한 부정행위 목록에 포함되지 않아야 하며, 경영이상 또는 심각한 위반기업 명단에 포함되지 않아야 함, ⑤ 평가지표에 의한 종합점수가 60점 이상이어야 하며, 과학기술인력 지표가 0점이지 않아야 한다는 것이다.

#### 4. 소 결

이상의 검토 대상 국가에 대해서는 주로 중소벤처기업에 대한 사항이 포함된 차등의결권 관련 법령이나 정책을 정리한 것이다. 그러나 이들 국가에 그치지 않고 대체로 외국의 경우 회사법에서 1주 1의결권 원칙을 정하면서 회사의 정관에서 차등의결권 등 종류주식 발행을 허용하고 있는 형식을 취하고 있는 것으로 보인다.

다만 이와 같이 회사법상에서 원칙적으로 종류주식의 발행을 허용하고 있는 경우에도 이 주식을 상장하는 경우에는 거래소의 상장규정에 따라 상장이 금지되거나 실질심사를 받게 되는 경우 등이 있음은 전술한 바와 같다.

최근에는 우량한 기업들이 자국의 거래소에만 상장을 하는 것이 아니라 거래소별 여러 가지 조건을 고려하여 다른 나라의 거래소에도 상장을 하는 경우가 발생하고 있으므로 거래소간의 경쟁도 나타나고 있는 것으로 보인다.

미국의 경우 주법과 더불어 오늘날 주주의 의결권을 규제하고 있는 법으로써 자율규제 기관인 증권거래소의 규칙은 사실 주법보다 더욱 직접적인 영향을 주고 있다고 말할 수 있다. 차등의결권 규제의 역사적인 측면이나 증권거래소와 차등의결권 회사들의 상호작용에서도 짐작할 수 있다.

미국 이외에도 앞에서 설명한 바와 같이 알리바바의 뉴욕거래소 상장이 홍콩의 증권거래소 상장규정의 개정을 가져왔고, 홍콩 증권거래소에 2018년 9월까지 상장한 기업은 84개로 이들 기업이 상장이후 투자를 받은 자금은 286억 달러로 전년 대비 220% 급증한 수치이다.<sup>123)</sup>

이와 같은 홍콩의 사례는 샤오미의 홍콩거래소 상장은 중국 회사법 개정을 촉발하고 있으며, 중국의 국무원발표는 구체적 적용대상을 포함하고 있어 향후 입법내용에 따른 적용기업 및 평가방법까지 예상할 수 있다.

여기에서 다루지는 않았으나 홍콩의 경우와 유사하게 싱가포르증권거래소(SGX)도 마찬가지로 완화된 상장규정으로 개정하기로 하였다.<sup>124)</sup> 이들의 공통적인 사항은 중소기업에 대한 혁신창업 관련 특성을 인정하고 차등의결권을 보장하고 있다는 점이다.

이처럼 차등의결권제도는 회사법만의 문제로 보기 보다는 증권거래소의 규칙과 연결하여 검토할 필요가 있다.

---

123) 조선비즈. 2018. 10. 12.

124) Geddie, John, "Singapore lowers bar for proposed dual-class share listings." *Reuters*. 2018.3.28.

korea  
legislation  
research  
institute

## 제4장

# 컨버터블 노트와 세이프

제1절 컨버터블노트

제2절 세이프



## 제4장

# 컨버터블 노트와 세이프

## 제1절 컨버터블노트

### 1. 개념과 취지

컨버터블 노트(Convertible Note. 이하 “CN”이라 함)란, 계약서 상 약정한 시점 또는 투자자가 전환권을 행사하는 시점에 주식으로 전환하거나 원금을 상환 받을 수 있는 투자 방식을 뜻한다. 벤처기업 등의 창업 초기 단계에서 기업가치를 산정하기 곤란한 점 등을 고려하여 투자 유치의 어려움을 완화하기 위한 목적에서 운영되고 있는 제도로 파악된다.<sup>125)</sup>

전환사채와 비슷하지만, 전환사채는 「상법」상 제도로써 전환가액이 미리 결정되어 있는 반면에 CN은 법적 발행근거가 없는 새로운 자금조달 수단으로서 전환가액을 다른 투자자들의 후속투자시에 결정되도록 하고 있다. 이에 따라 초기 투자시에 기업과 투자자간 협상의 가장 큰 이슈인 기업가치 산정과 이에 따른 전환가액 책정의 어려움을 해소하고 투자협상을 신속하게 마무리할 수 있게 한다.

CN과 SAFE의 자세한 구조와 기능에 대해서는 이전 과제<sup>126)</sup>에서 자세하게 다루었기 때문에 이 보고서에서는 추가 논의의 전개를 위한 차원에서 기존 연구의 기본적이고 핵심적인 부분만 소개하는 것으로 한다.

125) 한국법제연구원, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 2017. 12, 41면.

126) 이전 과제라 함은, 한국법제연구원, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 2017. 12.를 말한다.

## 2. 구조

CN의 구조는 다음과 같은 주요 요소로 이루어진다.<sup>127)</sup>

### ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap)

기업가치 산정 상한액(Valuation cap)은 다른 투자자의 후속투자 단계에서 투자대상 기업의 가치가 상승하더라도 CN 투자자의 원금이 주식으로 전환될 때에는 투자대상 기업의 가치를 기 설정한 상한액 범위내에서 평가하고 이에 따라 전환가액을 책정하는 것이다. 즉 투자 리스크를 초기 단계에서 부담하는데 대한 보상의 의미를 지닌다.

### ② 할인율(Discount Rate)

추후 자본 조달(equity financing) 단계에서 투자자들이 받는 가치평가액(valuation)에 비해 기업의 가치를 할인(valuation discount)하는 비율을 의미한다. 즉, CN으로 투자된 금액이 주식으로 전환될 시점에 나중에 유치한 투자에 비해 할인비율만큼 낮은 주당 가격으로 주식을 취득할 수 있도록 하는 것으로서, 이 역시 초기 투자자들이 부담하는 리스크에 대한 보상을 위한 장치라 할 수 있다.

### ③ 금리/이율(Interest Rate)

CN은 주로 창업 기업에 자금을 빌려주는 것으로, 대체로 이자도 누적된다. 하지만, 현금으로 상환하는 것과 달리 이 때의 이자는 투자한 원금에 누적이 되고, 이를 자산으로 전환할 때에 발행하는 주식 숫자를 늘리는 방식이 관행이다.

### ④ 만기일(Maturity Date)

이 날짜는 CN이 만기가 되는 날을 의미하고, 기업은 이 만기일까지 후속투자를 유치하지 못하면 이자와 함께 원금을 상환하여야 한다.

## 제2절 세이프

### 1. 개념과 취지

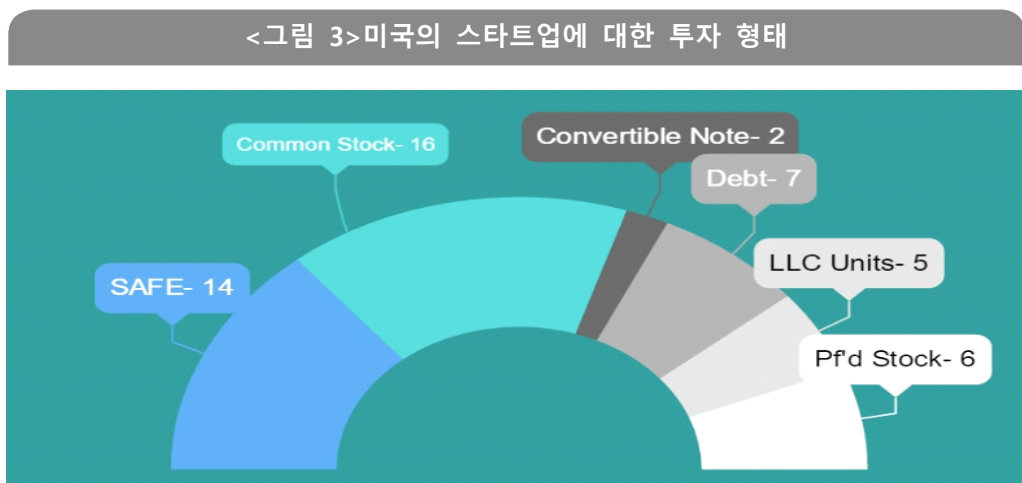
조건부지분인수계약(SAFE: ‘Simple Agreement for Future Equity’. 이하 “SAFE”라 함)은 미래자산을 위한 단순한 계약의 한 유형으로서 채무적 성격이 없는 전환권을 내용으로

127) 한국법제연구원, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 2017. 12, 43-44면.

하고 있다. 누군가가 기업에 자본금을 투자하면 그 대가로 해당 기업이 그 사람에게 미래에 자본(equity)을 발행하겠다는 약속이며 향후 지분제공을 위한 간편화된 계약형태이다. 표준형태의 SAFE의 경우 투자금과 전환을 산정을 위한 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap) 정도만 협의하게 된다.<sup>128)</sup>

SAFE는 CN을 대체하고자 탄생하였으며, 그 요지는 유연성을 유지하면서도 CN에 내재된 문제를 해소하는데 있다. 즉 기업 입장에서는 만기와 이자의 부담이 있는 CN보다 만기와 이자 부담이 없는 SAFE를 훨씬 더 선호할 수 밖에 없으니 이런 수요에 대한 대응으로 발달하게 된 것이다. SAFE는 CN을 대체하면서 빠르게 성장하고 있는데, 최근에는 SAFE가 기업에 일방적으로 유리하다고 평가되면서 SAFE와 CN의 절충형인 KISS(Keep It Simple Agreements)와 같은 대체수단이 활용되는 경우도 있다.

미국의 스타트업에 대한 투자 형태를 보여 주는 아래 그림을 보면 전통적인 보통주 투자자가 가장 많은 가운데, SAFE가 그 다음으로 선호되고 있다는 것과 SAFE의 등장과 함께 CN의 인기가 크게 감소한 것을 알 수 있다.



자료: Simple Agreement for Future Equity, Awesome Blog, January 25, 2017.<sup>129)</sup>

128) 한국법제연구원, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 2017. 12, 51면.

129) <http://www.mcvo.org/simple-agreement-for-future-equity/simple-agreement-for-future-equity-awesome-blog/>

## 2. 구조

SAFE의 구조는 CN과 비슷하게 ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap)과 ② 할인을 (Discount Rate)을 핵심 요소로 하고 있다. 다만 CN과 달리 만기와 이율 요소는 없다.

SAFE와 CN을 비교하면 다음과 같다.

<표 14> SAFE와 CN의 비교<sup>130)</sup>

구분	SAFE	CN
계약서의 분량	4 ~ 5 페이지	5 ~ 10 페이지
이자 유무	없음	있음
전환 할인율	15 ~ 20%	20 ~ 30%
전환을 위한 Valuation Cap	협상	협상
상환/전환을 위한 만기	없음	보통 12 ~ 24 개월
상환	기업의 청산 또는 M&A 시	만기일 때대로
부채상환 촉구조항	없음	있음
회사에 대한 제약조건	없음	협상, 종종 추가채무 및 기타 문제에 대한 거부권 포함

## 3. 외국의 활용 사례와 입법례

외국의 구체적 사례에 앞서 일반론적인 관점에서 보면, 대체로 영미법계인 미국<sup>131)</sup>, 영국<sup>132)</sup>, 캐나다 등은 증권의 발행에 대하여 회사법이 유연한 입장을 취하고 있기 때문에

(최종방문 2018. 6. 23).

130) 한국법제연구원, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 2017. 12, 54면.

131) 윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 상사법연구, 제22권제1호 (2003), 각주 48 (“미국에서는 증권의 발행에 대하여 최소한도의 제한만을 하고 있는바, 이러한 「상법」의 태도가 각종 신종사채 발행 활성화의 토대가 되었다. 모범회사법에서는 사채에 관해서는 발행가능성을 언급하고 있는 규정과(§3.02(7)) 의결권부여를 금지하는 규정만을 두고 있다.(§7.21(a))”)

132) 조민제, 조남문, 義務轉換 條件附 轉換證券의 許容與否에 대한 檢討, 法曹 2007 · 4(Vol.607), 175면(“국제금융 시장에서 지표 역할을 하고 있는 영국법의 경우 특정한 유가증권으로 인정받을 수 있는지 여부(즉, 유가증권성,



독일, 일본과 같은 대륙법계에서의 유가증권법정주의 논란이 없다. 따라서 기업은 다양한 증권을 자유롭게 발행하여 자금조달을 할 수 있다. 이들 국가의 규제체계가 ‘원칙 허용/예외 금지’인 네거티브 시스템이 많은 점도 이러한 유연성의 근거가 될 수 있다. 다만 일반인을 대상으로 널리 공모를 할 경우 투자자 보호를 위하여 증권법상 공모규제가 적용될 뿐이다.

이와 달리 대륙법계는 성문법의 자구가 중대한 의미를 가지고 또 법적 규제의 기본체계가 ‘원칙 규제/예외 허용’의 포지티브 시스템이기 때문에 법에 없는 새로운 증권을 발행하는 경우 유가증권법정주의 논란을 피할 수 없게 되어 영미법계 국가들처럼 자유로운 증권발행이 불가능하다.

어쨌든 SAFE가 고안된 2013년 이후, SAFE는 기존의 CN도 대체하면서 빠르게 확산하고 있다.<sup>133)</sup> SAFE의 고안자인 Y-Combinator가 있는 미국을 제외한 다른 나라들의 동향을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

영국은 SAFE와 유사한 조건부지분인수계약인 ASA(Advanced Subscription Agreement)가 벤처투자자 단체인 Seedsummit에 의해 2016년 제안되어 활용되고 있다. ASA는 SAFE와 기본적으로 거의 같지만, 만기내 후속투자자와 같이 사전 약정한 사건이 발생하지 않으면 자동으로 보통주로 전환된다.<sup>134)</sup>

호주의 경우, 2016년 Uprise라는 스타트업이 호주에서 처음으로 SAFE를 통하여 20만 달러를 조달한 바 있다. 창업자인 Spencer는 SAFE를 두고 향후 호주에서 초기자본조달의 미래(“future of early capital in Australia”)가 될 것이라며 극찬하기도 하였다.<sup>135)</sup>

---

negotiable instrument 또는 negotiability)는 상관습(commercial custom, mercantile usage)을 근거로 판단하여, 사회 질서에 반하지 않는 한 자유로운 유가증권의 창출을 인정하고 있는 실정이다.”)

133) 박용린, “조건부지분인수계약의 국내 도입과 주요 고려 사항”, 자본시장포커스, 2018-09호, 2018. 04. 17 ~ 04. 30, 2면에 따르면 “2014년 이후 SAFE는 미국, 영국, 캐나다 등을 중심으로 빠르게 확산되고 있으며 각국은 자국 시장 상황에 맞도록 SAFE를 수정하여 사용하고 있다.”고 한다.

134) 박용린, “조건부지분인수계약의 국내 도입과 주요 고려 사항”, 자본시장포커스, 2018-09호, 2018. 04. 17 ~ 04. 30, 3면. 우선주가 아닌 보통주로 전환되는 이유는 영국의 창업초기 기업 투자에 대한 세제지원인 SEIS나 EIS 혜택을 받기 위해서라고 한다. 또한 ASA는 투자자의 정보요구권과 보통주 전환 이후의 후속투자 참여권을 보장하고 있다고 한다. 이상 박용린, 위와 동일.

135) Smart Company, “The SAFE way: Sydney startup Uprise raises \$200,000 through the “future of early capital

프랑스의 경우, 미국 등에서 활발히 활용되는 CN도 프랑스에서는 대출로 취급되었고, 대출은 은행만 가능하였기 때문에 기업이 CN을 발행하여 은행 외의 자로부터 자금을 조달하는 것이 불가능하였다. 그러나 미국에서 CN보다 유연성이 큰 SAFE가 도입되어 활성화되자, 이를 모델로 2013년 로펌 SB Avocats과 엑셀러레이터인 The Family가 이를 약간 변형한 프랑스판 SAFE라 할 수 있는 AIR(“rapid investment agreement”)<sup>136)</sup>을 제안하여 이를 통한 벤처투자를 도모하고 있다.<sup>137)</sup> 이에 대한 규제 논란은 보이지 않는 상황이다.

---

in Australia”“, October 13, 2016. Available at <https://www.smartcompany.com.au/startupsmart/advice/startupsmart-funding/the-safe-way-sydney-startup-uprise-raises-200000-through-the-future-of-early-capital-in-australia/>. (최종방문 2018. 10. 30)

136) 달리 Share subscription warrant - Quick Investment Agreement (BSA AIR) 라고도 한다. Available at <https://blog.sowefund.com/04602/accord-investissement-rapide-air>. (최종방문 2018. 10. 30)

137) Modeled after YC’s SAFE, AIR is the first legal convertible note in France, Dec 23, 2013. Available at <http://www.rudebaguette.com/2013/12/23/modeled-yics-safe-air-first-legal-convertible-note-france/>. (최종방문 2018. 10. 30)

korea  
legislation  
research  
institute

## 제5장 새로운 자금조달제도 도입을 위한 법제 개선방안

제1절 자동의결권 도입방안

제2절 컨버터블 노트.세이프 도입과 활용방안



## 제5장

# 새로운 자금조달제도 도입을 위한 법제 개선방안

## 제1절 차등의결권 도입방안

### 1. 차등의결권 도입 관련 찬반론

차등의결권에 대한 도입논의가 우리나라에서 시작된 기간은 2006년 「상법」 개정안 논의를 시작으로 10년을 훌쩍 넘어서고 있다. 그간 우리나라에서 차등의결권을 보는 시각은 기업환경의 변화에 따라 같이 변화하여 왔다. 예컨대, 적대적 M&A가 활발하던 시기에는 외국의 투기자본에 대항하기 위한 경영권 방어수단으로의 도입방향 검토로써, 최근에는 중소벤처기업에 대한 수월한 자금조달의 방법으로 검토되고 있는 것이다.

일반론적인 찬반론으로는 우선 ① 우리 「상법」에서 이미 1주 1의결권의 예외를 인정하여 종류주식의 발행을 허용하고 있기 때문에 이 원칙의 고수를 위하여 차등의결권 도입을 반대할 이유가 없다는 점,<sup>138)</sup> ② 1주1의결권원칙은 의결권과 현금흐름권의 괴리를 없앴다는 점에서 바람직한 것은 사실이지만, 다른 필요가 있다면 이는 당사자간의 약정으로 제한할 수 있도록 설계할 수 있는 권리는 주어야 한다는 것<sup>139)</sup> 등의 주장이 찬성론으로 제기되었다.

반면 반대하는 주장으로는 ① 종류주식 등 차등의결권을 도입하여 경영권을 보장 받은 경영진(지배주주)은 회사나 소수주주에게 손해를 전가시키고 자신의 사익을 추구하는 사업

138) 유주선, “주주평등의 원칙의 완화와 차등의결권주식의 도입 가능성”, 증권법연구 제16권제3호, 2015. 138면.

139) 김효신, “종류주식 다양화의 법적문제”, 부산대학교 법학연구 제51권제1호, 2010. 2, 9면.

계획을 추진할 왜곡된 인센티브를 갖게 될 우려가 있으며, 이와 같은 경우 우리나라에서는 경영진 또는 지배대주주의 이익만을 위해 악용될 여지가 있다는 점,<sup>140)</sup> 우리나라와 같은 대기업 지배구조에 있어서는 주주 의결권을 통한 경영진에 대한 견제기능을 훼손하게 된다는 점 등을 들 수 있다.

한편, 최근에는 중소기업에 대한 도입측면에서도 찬반론이 갈리고 있다.

즉, 중소기업의 경우 창업자가 외부자금 도입에 따른 지분희석으로 경영권을 상실할 우려가 있다는 점<sup>141)</sup>과 대기업의 경우에는 벤처기업을 설립하고 소유지배구조를 변경하여 기업집단 전체를 세습하는데 악용할 우려가 있다는 측면이나,<sup>142)</sup> 기존 상장회사가 편법으로 활용을 시도할 것이라는 주장<sup>143)</sup>이 엇갈리고 있어 통일된 의견이 있는 것으로 보기는 어렵다.

이와 유사한 상황으로 이미 차등의결권이 도입·상장되어 있는 미국의 경우에도 차등의결권 논의에 있어 1주 1의결권 원칙을 옹호하는 측과 다양한 종류주식 발행을 허용하는 측은 여전히 대립하고 있다. 한 예로 Investor Stewardship Group은 BlackRock Inc., Vanguard Group, State Street Global Advisors 등 세계의 큰 인덱스 펀드들이 가입해 있는 경영지배 이니셔티브는 미국 상장 회사들에게 1주 1의결권 원칙을 준수할 것을 권고하고 있다.<sup>144)</sup>

140) 김우찬, 독약증권(poison pill) 우리나라에선 진짜 독, 경제개혁리포트, 2008-6호, 19면. 김효신, “종류주식 다양화의 법적문제, 부산대학교 법학연구 제51권제1호, 2010. 2. 13면. 재인용.

141) 이와 유사한 취지로 사업 초기단계에 있는 벤처기업의 경우 대규모 자금조달을 할 경우 창업자의 지분율이 감소하여 회사의 경영권을 상실할 위험이 증가한다는 주장은 김효신, 위의 논문, 11면 등 많은 논문에서 언급되고 있다.

142) 한국경제, “코스닥 차등의결권 허용해야 하나”, 2018. 2. 10. 보도.

143) 이러한 측면의 우려는 우리나라의 경우 뿐만아니라 최근 개정된 홍콩의 상장규정 관련 검토에서도 포함될 바 있다. 안수현 교수의 조사에 따르면, 홍콩에서도 기존 상장회사들이 차등의결권을 인정하는 상장정책을 우회하여 활용하는 시도를 할 것이라는 점도 함께 우려되었는데, 즉 기존 상장회사들이 회사를 설립하여 자산이나 사업을 양도한 후 이 기업에 차등의결권을 인정한 다음 상장을 시도하거나 회사를 분할하여 분할된 회사를 차등의결권을 허용한 다음 신규상장하거나 상장폐지한 후 차등의결권을 허용한 후 상장하는 등 다양한 시도가 행해질 수 있다는 점이 지적되었다고 한다. 안수현, 앞의 자료집, 35면.

144) Dieterich, Chris, Farrell, Maureen, and Krouse, Sarah, “Stock Indexes Push Back Against Dual-Class Listings.” TheWallStreetJournal.2017.8.2.<https://www.wsj.com/articles/stock-indexes-push-back-against-dual-class-listings-1501612170>.

또한 미국 증권거래위원회의 한 하위 위원회는 2018년 3월, 차등의결권 관련 개혁을 권고하였다. 차등의결권 관련 정보와 차등의결권이 결과할 수 있는 위험을 명확히 공개할 것을 요구하는 연방정부 규제를 가해야 한다는 것이다.<sup>145)</sup>

한편 미국에서 가장 최근 차등의결권 관련 법정공방은 CBS Corp.가 2018년 5월 14일 National Amusements사에 소송을 제기한 사례이다.<sup>146)</sup> National Amusements는 차등의결권 구조를 가진 CBS Corp.의 총 주식 중 10%만을 보유하면서 80%의 의결권을 가진 지배주주이다. National Amusements사와 National Amusements의 대주주이자 이사인 Redstone가가 CBS와 Viacom<sup>147)</sup>의 합병을 강행하려는 과정에서 CBS는 이를 막기 위해 방대한 양의 주식을 발행하여 National Amusements의 의결권을 17%로 낮추려고 하였다. 이는 CBS가 그러한 주식의 발행을 할 수 있는지에 대한 정관 조항의 해석이 쟁점이 되지만 넓게는 CBS의 차등의결권 구조에 도전이 되는 소송이라며 관심을 끌고 있다.<sup>148)</sup> 델라웨어 대학 기업지배구조센터장(Center for Corporate Governance) Charles Elson은 델라웨어 법원이 차등의결권 문제에 대한 인내심이 줄어들고 있다며 이번 소송이 차등의결권 주식의 진정한 척도가 될 수 있다고 말했다. Facebook과 Google의 주주들도 새로운 종류의 주식 발행을 막기 위해 델라웨어 법원에 소송을 건 바가 있다.<sup>149)</sup> Facebook은 그 결과 지난 9월 새로운 종류 주식을 발행할 계획을 무산시켰다.

이와 같이 이미 도입된 국가의 경우에도 제도 자체에 관한 시각이 계속 엇갈리고 있어 우리나라에 대한 도입을 논의함에 있어서도 양측의 장단점을 검토하고 단계적인 도입방안을 검토하여야 할 것이고, 그 방향을 위해서는 기존의 많은 선행연구에서 대체로 동의되었던 방향을 파악하여 그 대상과 방법을 입법하고 그 효과를 분석하여 점차 확대하는 방안이 바람직할 것이다.

145) Kerber, Ross, "BlackRock wants regulators to address unequal voting rights." *Reuters*. 2018.4.20.

146) Flint, Joe & Hagey, Keach, "CBS Ups Stakes in Feud With Redstones." *The Wall Street Journal*. 2018.5.14.

147) Viacom도 Redstone가 지배하고 있다.

148) *Ibid.*

149) Winkler, Elizabeth, "Can Super-Voting Stocks Survive the CBS Challenge?" *The Wall Street Journal*. 2018.5.15.

올바른 방향을 검토하기 위해서는 결국 어떤 형태의 소유구조가 가장 기업의 성장과 주주의 이익에 부합하는 것인지를 판단해야 할 것이며, 이 과정에서 충분한 주주간의 협의와 동의절차가 마련될 필요가 있다. 즉, 중소기업의 주주와 경영진이 협의하여 판단하면 제도적으로는 그들의 성장에 도움이 되도록 제한을 완화하는 방향으로 접근될 필요가 있다.

## 2. 차등의결권 도입 관련 주요 쟁점

### (1) 용어의 문제

“차등의결권”이라는 용어 자체에는 복수의 의결권을 허용한다는 의미뿐만 아니라 무의결권주식이나 사안에 따른 의결권 행사가 제한되는 형태의 주식이 포함되는 것으로 해석될 여지가 있다. 즉, 차등의결권주식은 국가에 따라 복수의결권주, 부분의결권주, 무의결권주, 거부권주 등 의결권이 많아지는 경우 및 적거나 없어지는 경우까지도 포함되며, 경우에 따라서는 배당비율의 차이가 포함되는 개념으로 해석되고 있다. 또한, 보유기간에 따라 의결권을 달리하는 테뉴어 보팅(tenure voting)제도도 포함될 수 있다.

이에 반해 “복수의결권”이라는 용어는 위와 같이 해석될 여지가 적으며, 중소기업이 창업자 등에 대한 경영권 확보를 위해 1주당 다수의 의결권을 부여할 수 있도록 하는 취지의 제도 도입시 용어로 사용하기에 보다 적절한 것으로 판단된다.

즉, 차등의결권은 Dual Class Stock, Weighted Voting Rights 등 몇 가지 용어로 사용되는 것을 우리나라에서 통칭하여 차등의결권제도로 표시하고 있는 것이므로 중소기업에 대한 자금조달 활성화 측면에서는 입법시에 복수의결권으로 표시하는 것이 보다 명확한 법령용어가 될 것이다.

2008년 법무부에서 차등의결권제도 도입을 위해 마련하였던 「상법」 개정안에서도 다음과 같이 “복수의결권”이라는 용어로 표시하고 있었다.



제344조의7 (복수의결권 주식) ① 회사는 의결권이 복수인 주식(이하“복수의결권 주식”이라 한다)을 발행할 수 있다. 다만 제344조의3의 종류주식을 발행한 회사는 복수의결권주식을 발행할 수 없고, 복수의결권 주식을 발행한 회사는 제344조의3의 종류주식을 발행할 수 없다.

② 복수의결권 주식은 설립할 때의 정관 또는 총주주의 동의에 따라 변경된 정관에 의하여 발행하여야 한다.

③ 회사가 복수의결권 주식을 발행하는 경우에는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 복수의결권 주식의 의결권의 수
2. 복수의결권 주식의 배정방법
3. 일정한 사유가 발생한 때에는 주주가 복수의결권 주식의 상환을 청구하거나 회사가 복수의결권 주식을 상환할 수 있다는 뜻

④ 복수의결권 주식의 의결권의 수는 1주당 3개를 초과할 수 없다.

⑤ 제542조의2의 상장회사는 상장 이전에 발행한 복수의결권 주식 이외에 새로운 복수의결권 주식을 발행할 수 없다.

출처 : 송옥렬, 앞의 논문, 15면 재인용.

## (2) 적용대상

### 1) 대상기업의 범위

차등의결권제도는 창업초기 기업에게 유용한 제도라기보다는 중소벤처기업이 성장단계에 있을 때 장기적인 책임경영 체제를 확립하고, 기업가 정신을 보장하며, 장기투자자가 가능하도록 하는 제도라 판단된다.

따라서 제도가 그 효용을 제대로 발휘하기 위해서는 그 적용대상 설정이 중요하다 할 것인데, 중소벤처기업에 대한 적용을 전제로 구체적인 적용대상은 「벤처기업법」 상의 벤처기업을 주 대상으로 하고 추가적인 혁신성을 고려하여 창업자에 대해 확대할 필요가 있다.

다만, 창업자에 대해서도 적용하기 위해서는 혁신성의 판단을 할 필요가 있는데, 혁신성을 판단하기 위한 구체적인 기준이 법령에서 마련되고 있지 않다는 한계가 있다. 왜냐하면 현재 「중소기업창업법」 상 창업자는 “중소기업을 새로 설립하여 사업을 개시한 날부터 7년이 지나지 아니한 자”를 말하고 있으며, ‘창업’의 범위는 「중소기업창업 시행령」 제2조에서 규정하고 있으며, 전체창업에 관하여 적용하는 것을 전제로 하면서 금융 및 보험업(정보통신기술을 활용하여 금융서비스를 제공하는 경우는 포함), 부동산업, 숙박 및 음식점업(호텔업, 휴양콘도 운영업, 기타 관광숙박시설 운영업 및 상시근로자 20명 이상의 법인인 음식점업은 포함), 무도장운영업, 골프장 및 스키장운영업, 갠블링 및 베틀업, 기타 개인 서비스업, 그 밖에 대통령령으로 정하는 업종은 제외하는 형태를 취하고 있어, 법상 창업자는 기술이나 혁신성을 갖추지 않은 경우도 포함되기 때문이다. 실제 주식회사 형태의 기업을 갖추게 되는 경우는 기술기반 창업의 경우가 지배적이며, 주식회사 형태를 갖추는 경우에도 일반 서비스가 주 목적인 창업자의 경우에는 창업자의 경영권을 보장해서 상장을 시켜야 할 필요성이 낮아지기 때문이다.

따라서 전체 창업자에 대해 차등의결권 제도를 도입하는 것은 앞서 살펴 본 주요국의 입법례나 제도 도입의 필요성에 비추어 적절하지 않은 것으로 판단되므로 이 부분에 대해서는 앞서 살펴 본 홍콩이나 중국의 증권거래소 규정의 개정이나 회사법 개정 움직임의 내용과 같이 별도의 기준을 제시하여 창업자가 새로운 기술을 기반으로 하고 있거나 일정비율 이상의 R&D 자금을 확보했거나, 지적재산 등 무형자산을 보유하고 있는 경우를 생각해 볼 수 있을 것이다. 이와 같이 법령에서는 일반개념을 제시하고 실제 구체적인 판단에 대해서는 후술하는 상장시장 관련 규정을 통해 해결하는 방안이 현실적인 대안이 될 것이라 판단된다. 앞서 언급한 바와 같이 차등의결권제도는 실제 그 효용이 상장과 같이 외부투자를 유치하고자 할 경우에 필요한 것이기 때문이다.

## 2) 공개기업에 대한 적용 여부

위와 같이 대상기업을 중소기업(벤처기업과 일부 창업자)로 한정할 경우에 중소기업 중 비상장회사(폐쇄회사)만을 그 대상으로 해야 할 것인가에 대해서는 고민이 필요

하다. 비상장회사(폐쇄회사)만을 그 대상으로 하도록 할 경우 기존 주주의 이익의 침해가 발생할 우려가 있다는 단점은 해소될 수 있겠으나,<sup>150)</sup> 실제 창업자 경영권 유지의 문제는 기업의 공개시에 발생하는 경우가 많기 때문에 실효적인 측면에서는 문제가 남는다.

이와 관련하여서는 신규 기업공개시에 차등의결권을 발행하거나 포함된 형태로 기업 공개를 하게 되면 기존주주에게 해당 기업의 주식구성에는 차등의결권이 포함되어 있음이 표시되어 투자정보가 제공되므로 선의의 피해를 예방할 수 있을 것이며, 기존 주주 전원의 동의를 전제<sup>151)</sup>로 발행하도록 할 경우 주주 의사에 반하여 의결권이 희석되는 문제가 발생하지 않게 된다. 또한, 주가의 형성에 있어서도 차등의결권이 포함된 사실을 인지하여 시장가격이 형성될 것이므로 투자자가 투자여부 판단시에 이를 고려할 수 있게 될 것이다.

즉, 차등의결권제도를 도입할 경우 중소벤처기업의 기업공개를 촉진할 것이라는 견해<sup>152)</sup>는 한편으로 비공개회사인 중소벤처기업이 기업공개를 하는 경우에도 해당 차등의결권이 유지되는 것이 전제되어야 한다.<sup>153)</sup> 이에 대해서는 상장규정을 통해 일부 제한적인 요소들을 둘 필요가 있다고 하였는데, 예컨대, 차등의결권의 존속기간(일몰기간)을 정하거나 타인에게 양도 또는 상속되는 경우 일반주로 전환되는 강제전환조항 등이 제시되었다.<sup>154)</sup>

그러면 기존 공개회사의 경우에도 차등의결권을 도입할 수 있도록 해야 할 것인가에 대해서도 검토해 보아야 할 것인데, 이 경우에 대해서는 부정적인 견해를 가지고 있으며, 선행연구에서도 다수 부정적인 의견<sup>155)</sup>이 보인다. 상장된 회사의 경우 이미 주식이 분산

150) 비상장회사에 대해서는 차등의결권 허용에 대해 대체로 긍정적인 견해를 보인다. 송옥렬, 위의 논문, 8면.

151) 이러한 회사의 투자자들은 이미 그들이 갖고 있는 주식은 지배주주에 비해 열위에 있다는 것을 알고 매입한 자들이라는 점에서 이미 정보면에서 불공평하지 않다는 점을 고려할 수 있다고 보았다. 안수현, 앞의 자료집, 35면.

152) 유주선, 앞의 논문, 140면.

153) 이 경우 비상장회사 당시에 정관으로 차등의결권 발행을 허용하고 있었거나, 상장시에 정관을 개정하여 차등의결권 발행을 허용하는 경우를 모두 상정할 수 있다.

154) 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 법경제학 연구 제12권제1호, 2015. 4, 11면.

155) 유주선, 앞의 논문, 142면 ; 송옥렬, 앞의 논문, 11면 ; 김효신, 앞의 논문, 15면.

된 상황을 전제로 할 수 있을 것이며, 이 경우 차등의결권을 지배주주에게 부여할 경우 기존주주의 이익을 심하게 침해할 우려가 있으며, 중소기업의 창업자가 기업공개할 수 있도록 하는 특별한 필요에 의한 제도의 도입 취지에도 어긋나는 부분이 있다.

정리하면, 비상장회사에 대한 적용 및 차등의결권 제도를 가진 비상장회사의 신규 기업공개에 적용되도록 할 필요가 있으며, 기존 상장회사에 대해서는 적용을 제한하는 것이 타당할 것이라 판단된다.

## (2) 창업자(설립자)에 대한 전속발행 여부

위와 같이 벤처기업 및 혁신성을 갖춘 창업자에 대한 복수의결권 발행을 허용하는 경우 이들 기업의 창업자 즉, 설립자에 대한 전속발행으로만 제한하여야 할 것인지, 해당 기업의 경우에는 창업자(설립자) 이외의 자에 대해서도 소유를 허용할 수 있을 것인지에 대한 문제가 있다.

그런데 우리나라의 법체계상 “창업자”의 개념은 앞서 설명한 바와 같이 사업 개시 7년 이내의 창업기업을 말하는 것으로 개인사업자와 법인을 지칭하는 것이므로 일반적인 창업자가 설립자를 뜻하는 것과는 차이가 있다.

또한, 일반적인 설립자에 대해서 법령에서 범위를 정해 둔 것도 없고, 사업자등록이나 법인설립 등기시에 대표성을 가진 임원을 기재하도록 하고 있으나 이 대표자가 설립자와 동일인이라 단정하기 어렵고, 회사 설립을 위한 발기인의 경우에도 준비단계에 참여한 자를 지칭하는 것일 뿐, 설립이후에도 해당 회사에 임원으로 선임되는 경우와 그렇지 않은 경우 모두를 상정할 수 있으므로 이를 대상으로 제한하기도 어려울 것이다. 그리고 유형에 있어서도 차등의결권을 부여하고자 하는 설립자가 1인인 경우, 다수인 경우, 팀설립인 경우 등 다양한 유형이 있을 수 있으므로 범위를 특정하여 법률에 반영하는 것도 쉽지 않다.

이러한 문제에 대하여 참고할 만한 사례를 보면, 앞에서 설명한 홍콩의 상장규정을 들 수 있다. 여기에서는 상장신청 기업의 “이사일 것”을 차등의결권 보유 주주요건으로 하고 있는데, 대표이사만으로 제한하고 있지 않으며, 이사에서 해임되거나 하는 등의 사유로 이사직을 상실하거나 사망하게 되면 차등의결권이 소멸되도록 하였고 당연히 양도는 불가능한 것으로 규정하고 있다.

이에 관해서는 본래 이 제도의 취지가 중소벤처기업을 설립하는 자의 자본조달을 용이하게 하면서 경영권을 보장한 상태에서의 성장을 위한 것이라 판단할 수 있기 때문에 설립자에 대해서만 적용되도록 하는 것이 타당할 것이나, 설립자에게만 소유를 허용한다는 식의 명문화된 규정을 만드는 것은 어려울 것이므로 홍콩의 경우와 같이 상장심사시에 이사일 것을 요구하거나 회사설립등기를 할 당시에 이사로登記되어있을 것을 요건으로 하는 방안을 제안할 수 있겠다.

실제 차등의결권제도가 도입된다면 설립자가 경영권보장을 위한 제도로 활용하기 위하여 설립자 이외의 소유를 제한하게 될 것이며, 관련 사항을 기업의 정관에 반영(총주주의 동의 요건)할 것이기 때문이다. 또한, 외국의 입법례와 규정에서도 설립자에 대한 소유만 허용한다는 규정은 없고 차등의결권 주식의 발행근거만 두고 있으며, 상장시에도 해당 기업이 차등의결권이 발행된 기업인지 여부만 고려하고 있다는 점도 참고할 수 있을 것이다.

다만, 차등의결권주식의 행사에 있어서도 대리권을 통한 행사가 가능할 것인가는 고민이 필요할 것으로 판단된다. 「상법」 제368조제3항에서 주주가 자신을 대리하여 의결권을 행사할 수 있도록 규정하고 있으며, 일반주주에게 허용되는 것을 차등의결권주식을 소유한 주주에 대해서 달리 정할 필요는 없을 것이라고 볼 것인지, 차등의결권주식은 특정인에 대한 지위를 인정하여 경영판단이 필요한 사항에 의결권 행사를 통해 경영권을 행사할 수 있도록 한 것이므로 대리행사, 의결권 계약 등이 불가능하도록 할 것인지를 고려할 필요가 있다.

이에 관하여 차등의결권주식의 경우는 설립자 등 특정인에 대한 특수한 지위를 인정하여 발행하도록 한 것이므로 원칙적으로 대리를 통한 의결권행사는 제한되는 방향으로 접근하는 것이 타당할 것이라 판단되고, 오히려 회사의 경영에 관한 사항인 경우에도 주주의 배당과 관련된 사항 등 투자자보호를 위한 일부 사항에 대해서는 의결권행사 비율을 1주로 하도록 하는 홍콩의 상장규정을 참고할 필요가 있을 것이라 판단된다.

#### (4) 차등의결권주의 전환

차등의결권주식에 관한 전환 또는 일몰조항을 검토할 필요가 있다.

여기에서 검토하고 있는 차등의결권주식은 중소기업에 대한 지원이라는 특정목적 을 가지고 도입하고자 하는 것이므로<sup>156)</sup> 차등의결권주식의 발행기업의 범위와 주주의 보유 기준을 벗어나게 되는 경우 일반주로 전환되는 사항을 검토해야 할 것이다.

예컨대, 차등의결권주주가 사망하는 경우에는 일반주로 환원된 주식의 상속이 있도록 해야 할 것이며, 양도되는 경우에도 일반주로 전환된 형태로 양도할 수 있도록 해야 할 것이다.<sup>157)</sup>

앞서 제안한 바와 같이 보유대상을 ‘이사’ 또는 ‘대표이사’로 규정할 수 있을 것인데 이 경우 해당 직에서 사임하게 되는 등의 사유가 발생하면 전환되도록 해야 할 것이다.

그런데 「상법」에서 기업 전체에 대한 특례가 아닌, 벤처기업이나 혁신성을 갖춘 창업자에 대한 특례규정으로 발행을 허용하는 경우에는 해당 기업이 법률에서 정한 벤처기업이나 창업자의 범위를 벗어나게 되는 경우의 유지여부에 대한 검토가 필요할 것이다.

156) 「상법」에 대하여 일반법인에게 차등의결권 제도를 도입한 경우에도 일몰규정을 두어야 한다는 논의가 있었으나 여기에서는 다루지 않는다.

157) 이와 관련하여 미국의 경우에도 2018년 2월, 미국 증권거래위원회 Robert Jackson 의원도 자신의 첫 대중 연설로 차등의결권에 대해 자신의 견해를 밝혔다. 차등의결권의 간단한 역사 및 장단점을 짚은 후 차등의결권제도 자체가 아닌 영속성(perpetuity)을 문제 삼았다. 일몰조항을 의무화하여 차등의결권 제도에 제한을 걸어야 한다고 주장했다. Jackson Jr., Robert J., “Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty.” *U.S. Securities and Exchange Commission*. Available at:

[https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty#\\_ftn24](https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty#_ftn24) (최종방문 2018. 10. 30)

이 경우 당초 벤처기업이나 혁신성을 갖춘 창업자에 대한 특례였기 때문에 그 범위에 해당하는 기업을 범위를 벗어나는 경우(기업이 성장하여 중소기업의 범위를 벗어나게 되거나, 업종의 전환 등으로 창업자의 범위에 해당하지 않게 되거나, 벤처기업 확인대상 범위에서 벗어나게 되는 등의 사유를 상정할 수 있다)에는 해당 정책 목적이 달성된 것으로 보아 일정기간의 유예기간을 부여한 뒤 일반주로 전환되도록 하는 방안이 고려될 수 있을 것이다. 또한, 미국의 경우와 같이 정관으로 정하는 일정기간 보유한 이후 소멸되도록 하는 일몰조항을 두는 방안도 가능할 것이다.

그런데 이와 같이 규정이 마련되는 경우에는 정책자금 지원을 받기 위해 중소기업이 성장을 꺼리거나 분사하는 사례가 나타나게 되는 것과 유사한 문제가 발생하여 차등의결권 보유자가 벤처기업이나 창업자의 범위 이상으로의 성장을 지양하게 되는 결과가 나타날 우려가 있다.

이와 관련해서는 창업자 등 경영진이 장기적인 경영전략을 가지고 공격적이고 모험적인 경영이 가능하도록 하기 위한 제도라는 점을 전제로 하되 차등의결권의 보장이 창업자에 대한 지나친 혜택이 되거나, 일반 투자자에 대한 역차별로 작용하지 않도록 하는 균형 있는 제도가 도입되도록 할 필요가 있다.

## (5) 상장 허용여부

### 1) 코넥스 시장으로의 도입시도

중소기업의 경우 대부분 비상장된 형태로 운영되고 있다. 비상장된 중소기업에 대해서는 자금조달시 차등의결권 허용여부가 사실상 크게 문제가 되지 않으며, 오히려 다양한 종류주식의 발행을 통한 법인설립을 촉진할 필요가 있다.

결국 해당 중소벤처기업이 성장하여 상장하는 시점에서 차등의결권을 허용해 줄 것인가의 문제인데, 대체로 기존의 연구결과는 비상장회사에 제한적으로 도입하는 방식이 타

당한 것으로 제안되었으나<sup>158)</sup> 이 결과에는 그 발행대상을 중소기업으로 제한하여 검토하였던 것은 아니었으며, 이후 상장에 대해서는 허용하는 입장을 취하고 있다.

차등의결권주식을 도입한 회사가 기업공개를 하는 경우 증권신고서 및 사업보고서 등을 통하여 차등의결권주식에 관한 내용이 충분히 공시되고 시장의 평가에 의해 가격이 형성된 후에 투자자들이 관련 정보를 활용하여 투자판단을 하게 되므로 기존 주주가 예측하지 못한 손해를 입을 가능성이 거의 없다는 것이다.<sup>159)</sup>

결국 상장을 허용할 것인지의 문제는 앞의 여러 외국의 입법례에서 살펴보았듯이 법률에서 정할 사항이 아니라 거래소의 상장규정의 개정을 통해 허용여부를 결정해야 할 사항이다.

차등의결권을 가진 중소기업의 상장은 앞서 도입의 필요성 부분에서 언급한 바와 같이 중소기업의 출구전략의 하나로 선택될 수 있는 것이며, 홍콩 등 주요국의 투자자 보호 제도와 유사한 수준의 제도를 함께 고려한다면 상장을 허용하는 방향으로 검토할 수 있을 것이다.

그러나 여전히 오랜 기간 우리나라에서 차등의결권제도의 도입이 제한된 배경인 대기업이 차등의결권 제도를 본래 목적과 다르게 사용하여 발생하는 문제를 도외시하기 어려운 면이 있는 것도 사실이므로, 주요국의 검토 내용과 달리 우리나라에서는 중소기업 전용 상장시장인 코넥스를 그 대상으로 도입해 보는 방안을 고려할 수 있겠다.

이 경우 코넥스 상장규정을 개정하여 도입할 수 있을 것인데 다만, 이 경우 지나치게 엄격한 기준을 세우는 것은 지양해야 할 것이다.

## 2) 상장규정 반영사항

첫째, 차등의결권이 포함된 주식구조를 가진 중소기업의 신규상장을 허용할 수 있을 것이고, 이 시점에 원시정관에서 차등의결권을 허용하였어야 한다는 요건은 불필요할

158) 김순석, “차등의결권주식의 도입에 관한 법적 쟁점”, 기업법연구 제29권제4호, 2015. 12. 239면.

159) 김순석, 위의 논문, 242면.



것인데, 상장시점에 정관을 변경하여 상장하는 것도 가능할 것이기 때문이다.

둘째, 차등의결권을 발행한 중소기업이라 할지라도 이후에 추가로 차등의결권을 발행하는 것은 금지되어야 할 것인데, 당초 이 제도의 취지가 창업자(설립자)에 대한 기여분의 인정이나 능력을 인정하여 경영권 확보라는 인센티브를 부여하고자 하는 것이기 때문에 창업자의 사후 추가라는 개념은 발생하기 어려울 것이고, 추가적인 발행으로 인한 일반주주의 피해발생 가능성이 높기 때문이다.

셋째, 창업자(설립자)에 대한 발행이후 상속이나 양도시에 차등의결권이 소멸되어 일반주로 전환되도록 하는 것은 제도 도입의 취지나 타 입법례를 보아야 타당한 것으로 보인다.

넷째, 코넥스 시장에 도입될 경우 중소기업의 범위를 벗어나는 수준으로 기업이 성장할 경우의 차등의결권 전환여부에 대한 고민이 필요하다. 이 경우 당초 차등의결권이 중소기업에 한해 특례로 발행된 것이므로 소멸되어 일반주로 전환되는 방식을 고려할 수 있다. 다만, 차등의결권 주식이 소멸되어 일반주로 전환된다면, 중소기업 이상으로 성장하는 것을 꺼리거나 메인보드로의 진출을 지양하게 되는 요소로 작용될 우려가 있으므로 메인보드의 상장의 경우에는 추가적인 차등의결권 발행은 허용하지 않고, 기존에 발행된 차등의결권의 유지만 허용하도록 하는 방안도 가능할 것이다.

### 3. 도입 대상 법률과 도입방안

#### (1) 「상법」

차등의결권을 도입하기 위해 검토하여야 할 법률은 기본적으로 「상법」이다. 앞서 설명한 바와 같이 차등의결권 도입의 긴 논의 과정에서 몇 차례 개정안이 제시된 바가 있으며, 현재에도 2018년 6월 현재 국회에 개정안이 계류되어 있는 상태이다.<sup>160)</sup>

160) 「상법」 일부개정법률안(정갑윤의원 대표발의) 2016. 11. 15.

개정안에서는 「상법」 제344조를 개정하여 종류주식 조문에서 기존의 “의결권의 행사”에 대해서만 다른 주식이 아니라 “의결권의 행사 및 수”가 다른 주식을 발행할 수 있도록 하고, 제344조의 3에서 제2항을 신설하여 회사가 정관에 따라 의결권을 행사할 수 있는 내용이나 수가 다른 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 의결권을 행사할 수 있는 사항, 의결권의 수, 의결권행사의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정하도록 하고, 내용이 다른 종류주식이 전체 주식의 4분의 1 범위를 초과하지 못하도록 규정하고 있다.

이 「상법」 개정안에서 굳이 종류주식에 관하여 “이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환에 관하여 내용이 다른 주식”이라고 규정된 것을 “의결권의 행사와 수”로 개정하려고 한 것은 현행 규정상으로는 종류주식 도입을 위한 「상법」 개정과정에서 논의되었던 복수의결권주식과 거부권부 주식을 발행할 수 없기 때문이다.<sup>161)</sup>

이 개정안에 대해서 국회의 검토보고서를 보면, “차등의결권주는 「상법」상 주주평등의 원칙에 반할 뿐만 아니라 현금흐름권과 의결권의 괴리를 크게 하여 지배주주가 소수주주나 회사의 희생을 바탕으로 이익을 추구할 가능성이 크고, 비효율적인 경영진의 교체를 위한 효과적 수단인 적대적 M&A의 작동을 방해할 우려가 있다는 등의 이유로 반대하는 입장이 있음”<sup>162)</sup>으로 밝히는 한편, “외국투자자본에 의한 경영권의 위협이 커지고 주식시장의 건전성 제고 필요성도 있으므로 이를 적극 수용해야 한다는 견해, 국가안보나 공공질서의 유지 등과 같은 목적이 있는 경우와 공공적 법인 또는 전략적 산업의 경우에 한하여 수량적 제한을 두고 허용해야 한다는 견해”가 대립하고 있음을 밝히고 있다.<sup>163)</sup>

회사와 주식의 발행에 관한 기본법인 「상법」에 차등의결권이 반영된다면 전체 법령의 체계적인 측면에서 가장 바람직한 형태가 될 것이라 생각된다. 다만, 이 경우 차등의결권

161) 오성근, “「상법」상 종류주식에 관한 고찰”, 증권법연구, 제17권 제1호, 2016, 13면.

162) 강병훈, 국회 법제사법위원회, 「상법」 일부개정법률안(정갑윤의원 대표발의, 제3598호) 검토보고, 2017. 2, 24면.

163) 강병훈, 국회 법제사법위원회, 「상법」 일부개정법률안(정갑윤의원 대표발의, 제3598호) 검토보고, 2017. 2, 23면.

반영의 목적이 주식제도 전반에 차등의결권을 허용하고자 하는 것인지, 중소기업에 대한 자금조달수단 확대의 측면에서 차등의결권을 허용하고자 하는 것인지에 대한 신중한 판단이 필요하다.

이전에 제시된 「상법」 개정안은 전자의 논의를 바탕으로 한 것이라 판단되는데, 앞서 제시한 복수의결권을 도입하고자 한 법무부의 2008년 「상법」 개정안을 통해서나 현재 계류 중인 「상법」 개정안을 통해서도 도입 대상이 되는 대상을 특정하고 있지 않기 때문이다.

따라서 이 보고서에서 검토하고 있는 목적과 같이 국가의 정책적인 판단에 따라 중소기업이라는 특정 대상 기업에 대해서만 발행을 허용하는 제도를 도입하고자 할 경우에는 너무 큰 개정이 되는 것은 아닌지 검토할 필요가 있다. 「상법」의 경우 중소기업 뿐만 아니라 우리나라 전체 회사를 그 적용대상으로 하는 것이므로 앞서 논의한 중소기업만을 대상기업으로 하면서 몇 가지 제한 사항들을 「상법」에서 적시하여 입법하는 것은 바람직한 형태로 보기 어려울 것이다. 또한, 「상법」을 통해 도입되는 경우 오랫동안 차등의결권 제도의 반대논리였던 대기업의 경영권 승계에 사용될 우려 문제에서 벗어나기 힘들다는 문제가 여전히 남게 된다.

따라서 이미 제시된 개정안과 같은 형태로 입법을 하기 위해서는 전체 법인을 대상으로 하게 되는 것임을 전제로 할 수밖에 없으므로 보다 신중한 검토가 필요할 것이며, 이 경우에도 해당 차등의결권주식이 상장될 경우가 고려될 필요가 있다.

앞서 2008년 법무부 「상법」 개정안에서도 “제542조의2의 상장회사는 상장 이전에 발행한 복수의결권 주식 이외에 새로운 복수의결권 주식을 발행할 수 없다”고 하고 있어, 상장을 전제로 개정안을 마련하였다는 것을 알 수 있으며, 이와 유사한 형태로 상장 후 추가발행을 금지하는 규정을 포함하여 도입방안을 고려하는 것이 타당할 것이라 판단된다.

## (2) 벤처기업법

「상법」 제369조제1항은 강행규정이므로 법률에서 이 원칙에 대한 예외를 인정하는 경우를 제외하고는 정관이나 주주총회의 결의 등으로 이 원칙에 반하여 의결권을 제한하는 것은 효력이 없다고 하였다.<sup>164)</sup> 따라서 차등의결권제도를 도입하기 위해서는 법률에서 이 제도의 명문규정을 두어야 한다.<sup>165)</sup>

이와 같이 명문의 규정을 법률에 두는 방법으로 「상법」에 조문을 신설하거나 예외 규정을 두는 방법 외에 중소기업에 대한 개별법에 입법하는 방법도 제시된 바 있으며,<sup>166)</sup> 중소기업에 대한 차등의결권제도의 도입을 위한 대「상법」률로는 중소기업 중 벤처기업에 대한 특례를 두고 있는 「벤처기업법」과 창업자에 대한 지원 및 특례를 두고 있는 「중소기업창업법」이 적합할 것이다.

이하에서는 먼저 「벤처기업법」에 반영될 개정사항에 대한 검토를 하는데, 「벤처기업법」이 적용대상 관련 타당한 법률에 해당하는 면도 있으며, 「벤처기업법」은 이미 주식회사에 대한 특례 등 「상법」에 대한 특례를 다수 포함하고 있고, 이전에도 「상법」의 일반원칙에 해당하는 규정의 적용 예외를 인정하는 입법이 있었다는 점도 고려할 수 있다.

예컨대, 「상법」에서 회사설립을 위한 최저자본금 규정의 특례를 들 수 있는데, 「상법」상 최저자본금 규정이 있던 시기인 1998년에 이미 “주식회사인 벤처기업의 설립과 개인기업인 벤처기업의 주식회사로의 전환을 촉진하기 위하여 벤처기업을 주식회사로 설립하는 경우의 최저자본금을 「상법」에 대한 특례를 두어 2천만원으로 낮추고, 한국증권업협회에 등록된 벤처기업에 대하여는 상장기업과 동일하게 자기주식의 취득 및 일반공모에 의한 증자를 허용”<sup>167)</sup>하도록 「벤처기업법」 제10조의2 및 제11조를 개정한 것이다. 이 규정은

164) 대법원 2009. 11. 26. 선고 2009다51820 판결.

165) 고창현, “차등의결권제도의 도입과 상장”, 기업법연구 제29권제3호, 2015. 74면.

166) 김순석, 앞의 논문, 241면.

167) 1998. 12. 30., 「벤처기업법」 일부개정에 관한 개정이유에서 발췌함.

2007년 8월에 보다 자본금을 낮추어 500만원 이상으로 개정되었다가, 「상법」의 규정이 삭제된 이후, 2010년 1월에 삭제된 바 있다.

### 1) 벤처기업 정의규정의 개정 필요성

벤처기업은 기술력과 성장가능성을 평가하여 법률로 정한 요건을 충족할 경우 ‘확인’을 해 주는 제도를 통해 운용되고 있는데, 2017년에는 35,252개의 벤처기업이, 2018년 6월 현재 35,985개의 벤처기업이 확인되어 운영되고 있어,<sup>168)</sup> 전체 중소기업이나 산업전반에 끼치는 영향이 적지 않다 할 것이다.

실제 벤처기업 확인을 위해서는 ① 연구개발비 5천만원 이상 & 총 매출액의 5~10% 이상, ② 기업부설연구소 보유 ③ 사업성 평가 우수, ④ 기관투자자가 5천만원 이상 투자, ⑤ 자본금 대비 투자금액이 10% 이상<sup>169)</sup>의 기준으로 심사를 받고 있는데 이와 같은 기준은 앞서 살펴 본 홍콩의 혁신기업 심사요건과 유사한 측면이 있다. 다만 현재는 보증이나 대출 가능 금액 기준으로도 확인 받을 수 있도록 하고 있는 기준<sup>170)</sup>이 있는데 이 기준에 대해서는 차등의결권제도의 적용 취지와 부합되지 않는 부분이 존재하는 것으로 보이며, 이미 정책적으로도 보증 또는 대출금액 확인 요건에 대한 삭제를 위한 「벤처기업법」 개정안 입법예고를 진행한 바 있다.

따라서 향후 「벤처기업법」의 벤처기업을 대상으로 하여 차등의결권을 도입하는 경우에는 연구개발 비율에 관한 사항이나 기술에 대한 투자비율을 벤처기업 확인 요건으로 하도록 정의규정인 제2조의2를 개정하면서 해당 기업에 대한 차등의결권 발행을 허용하는 방식으로 개정이 진행될 필요가 있다.

168) 최민혁, “차등의결권제 등 새로운 자금조달 수단의 적용대상 검토”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 8. 3. 19면.

169) 최민혁, 위의 자료, 2면.

170) 최민혁, 위의 자료, 2면.

## 2) 종류주식에 대한 특례로서의 도입

2018년 8월 「벤처기업법」에 차등의결권을 도입하는 내용의 개정안이 발의된 바 있는데,<sup>171)</sup> 이 개정안에서는 제2장제3절에 제16조의8을 신설하여 차등의결권주식의 발행에 관한 특례를 규정하고 있다.

「벤처기업법」 국회 계류 안
<p>제16조의8(차등의결권주식의 발행에 관한 특례) ① 주식회사인 벤처기업은 주주총회에서 총주주의 동의로 결의한 경우에는 「상법」 제344조 및 제369조제1항에도 불구하고 행사할 수 있는 의결권의 수가 1주마다 2개 이상 10개 이하인 종류주식(이하 이 조에서 “차등의결권주식”이라 한다)을 발행할 수 있다. 이 경우 다음 각 호의 사항을 정관으로 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 차등의결권주식의 1주당 의결권의 수</li> <li>2. 차등의결권주식의 총수</li> <li>3. 차등의결권주식의 보통주식으로의 전환에 관한 사항</li> <li>4. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항</li> </ol> <p>② 차등의결권주식을 양도하거나 상속하면 그 의결권은 1주마다 1개로 한다.</p> <p>③ 그 밖에 차등의결권주식의 발행에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.</p>

이 입법안은 앞서 제시한 정책적인 필요에 의해 「상법」의 개정이 없이 「벤처기업법」에 바로 도입하고자 한 것으로 현행 「상법」 제344조의 종류주식 규정에 대한 특례로 도입하고자 한 것이다.

「상법」에 차등의결권 관련 일반규정이 없는 상태에서 「벤처기업법」에서 특례규정을 두기 위해서 근거규정으로 종류주식에 관한 규정을 둔 것은 차등의결권이 종류주식의 유형에 엄격하게 포함되지 않는 것이므로 특례로 규정하고 있는 것으로 보인다.

이와 같은 입법형식에 대체로 공감하지만, 몇 가지 사항에 대한 수정을 하여 다음과 같이 개정안(조문신설)을 제안하고자 한다.

171) 최운열의원 대표발의, 벤처기업육성에 관한 특별조치법 일부개정법률안(2018. 8. 30)

## 3) 수정안의 제안

「벤처기업법」 개정안(수정안)
<p>제16조의8(복수의결권주식의 발행에 관한 특례) ① 주식회사인 벤처기업은 주주총회에서 총 주주의 동의로 결의한 경우에는 「상법」 제344조에도 불구하고 행사할 수 있는 의결권의 수가 1주마다 2개 이상 10개 이하인 종류주식(이하 이 조에서 “복수의결권주식”이라 한다)을 발행할 수 있다. 이 경우 다음 각 호의 사항을 정관으로 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 복수의결권주식의 1주당 의결권의 수</li> <li>2. 복수의결권주식의 총수</li> <li>3. 복수의결권주식의 보통주식으로의 전환에 관한 사항</li> <li>4. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항</li> </ol> <p>② 복수의결권주식을 보유한 자가 복수의결권주식을 양도하거나 상속하면 그 의결권은 1주마다 1개로 한다.</p> <p>③ 벤처기업의 정관으로 정하는 바에 따라 복수의결권주식의 의결권은 보통주식 의결권의 10배를 이내로 발행하되, 보통주식 의결권이 총 의결권 있는 주식의 100분의 10이상이 되어야 한다.</p> <p>④ 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조의2제4항제1호에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 시장에 상장된 벤처기업은 상장 이전에 발행한 복수의결권 주식 이외에 새로운 복수의결권 주식을 발행할 수 없다</p> <p>⑤ 그 밖에 복수의결권주식의 발행에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.</p>

개정안에서는 앞의 국회 계류 중인 안과 동일하게 「상법」 제344조 종류주식에 대한 특례로서 규정하는 것을 제안한 것이며, 앞의 국회 계류안과 달리 「상법」 제369조제1항1주 1의결권에 대한 배제는 포함하지 아니하였다. 「상법」은 앞서 설명한 바와 같이 이미 종류주식을 도입하면서 1주 1의결권에 대한 예외에 해당하는 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식(제344조의3)을 도입하였는데 이 조문에서도 「상법」 제369조제1항의 예외규정이 되는 것임을 명시하지 않았는 바, 굳이 「벤처기업법」에서 「상법」의 일반원칙에 해당하는 조문을 배제하는 형식을 취할 필요는 없을 것이라 판단하였다.

총 주주의 동의를 요건으로 차등의결권제도를 도입하면서 그 의미를 명확히 하기 위하여 용어를 “복수의결권”으로 하였으며, 복수의결권에 부여되는 의결권의 수는 10개 이내로

정관에서 자유롭게 정하도록 하였는데, 2008년 「상법」 개정안의 1주 3의결권에 비하여 보다 유효하고 주요국의 사례에도 맞는 방향으로 판단하였다.

개정안 제2항에서는 복수의결권의 전환에 관한 사항을 규정한 것인데 양도와 상속시의 전환은 일반적인 사항으로 법률에서 정하도록 하고, 그 밖에 전환이 필요할 것으로 판단되는 사항은 각 벤처기업의 상황에 따라 다를 것이므로 정관에서 정하도록 한 것이다.

개정안 제3항 전단에서 복수의결권의 총수나 복수의결권주식 의결권 대비 보통주식의결권의 비율을 제한하도록 한 것은 복수의결권을 100%로 하여 주식회사를 설립, 운영할 수 없도록 하기 위한 것인데, 이는 보통주주의 의결권행사 등 투자자보호를 위한 제한에 해당한다.

또한, 개정안 제3항 후단에서의 제한내용은 차등의결권주식은 상장되는 것이 아니므로 제도의 취지에 맞게 복수의결권을 가진 벤처기업이 상장될 경우 상장가능 한 보통주를 일정 비율이상 확보할 수 있도록 하기 위한 것이다. 현재 「상법」은 제344조의3에서 의결권의 배제·제한에 관한 종류주식을 정하면서 “회사가 의결권이 없는 종류주식이나 의결권이 제한되는 종류주식의 총수는 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못한다”고 규정하고 있으므로 「상법」의 규정내용과 유사하게 복수의결권주식의 발행비율을 제한하는 방안도 가능할 것이다.

개정안 제4항에서는 상장을 고려하여 반영한 것인데, 「벤처기업법」에서는 벤처기업이 상장되는 경우에는 추가적인 복수의결권주식의 발행이 제한된다는 점을 명확히 할 필요가 있기 때문이다. 구체적인 상장관련 사항은 거래소의 상장규정에서 규정하는 기준에 따라 심사하도록 하는 것을 전제로 하면 될 것이지만, 추가 발행허용 여부는 본래 발행을 허용한 법률에서 포함하여 규정하는 것이 바람직할 것이라 판단하였다. 개정안에서 규정한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 함)」 제8조의2의 거래소 시장은 ① 증권시장: 증권의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장, ② 파생상품시장: 장내파생상품의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장이 해당되는 것이며, 개정안에서 특정시장을 명시하는 것 보다는 향후 대상시장을 고려하여 정하는 방식으로 규정한 것이다.



### (3) 중소기업창업법

#### 1) 혁신창업기업 범위의 설정

중소벤처기업을 차등의결권제도 적용 대상으로 할 경우 「벤처기업법」과 함께 「중소기업창업법」도 검토 될 필요가 있다.

우리나라의 「중소기업창업법」에서 창업자의 개념은 사업개시 이후 7년 이내의 중소기업으로 외국에서 일반적으로 Startup에 해당하는 개념이기 때문이며, 혁신창업기업에 대해 차등의결권제도를 적용하기 위해서는 일정한 확인(심사)을 거치는 벤처기업 보다는 법률에서 정한 범위의 요건(사업 기간이나 영업범위 등)을 충족하는 경우 별도의 심사절차가 없이 창업자에 해당하는 것으로 보기 때문에 그 대상을 폭넓게 적용할 수 있다는 점에서도 「벤처기업법」과 「중소기업창업법」이 함께 개정되는 방안이 고려될 필요가 있는 것이다.

다만, 앞에서 설명한 바와 같이 전체 창업자가 혁신성을 갖추어 기술기반 창업을 하는 것은 아닐 것이기 때문에, 「중소기업창업법」에서는 기술을 기반으로 창업을 하였거나 혁신성을 갖춘 창업자(이하 ‘혁신창업기업’이라 함)에 대한 범위를 설정하고 해당 기업에 대해서 차등의결권제도를 적용시키는 방법을 제안할 수 있겠다.

현행 「중소기업창업법」에서는 국가 차원에서 창업지원을 할 필요가 없는 것으로 판단하는 부동산업 등을 제3조에서 적용하지 않는 것으로 규정하고 있을 뿐 별도의 혁신성을 판단할 수 있는 기준이나 기술창업, 혁신창업에 관한 개념범위를 설정하고 있는 것은 아니므로 ‘혁신창업기업’에 관한 정의규정을 다음과 같이 검토할 수 있다.

「중소기업창업법」 개정안
<p>제2조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.</p> <p>(생략)</p> <p><u>2의4. “혁신창업기업”이란 기술의 활용, 기술혁신 등 기술을 기반으로 하여 창업한 창업자를 말한다. 이 경우 혁신창업기업에 대한 범위는 대통령령으로 정한다.</u></p>

개정안 제2조 제2의4호를 신설하여 “혁신창업기업”이라는 용어를 도입하는 것인데, 여기에서는 개념범위에 해당하는 사항을 규정하고 실제 각종 지원사업에 해당하는 규정에서 구체적인 심사기준을 마련하도록 하는 것이 바람직할 것이다. 다만, 차등의결권제도의 대상범위로 혁신창업기업을 두고자 하는 것이므로 정의규정에서 대통령령으로 위임하여 그 범위를 구체화하는 방식을 취하였다.

대통령령에서 정할 수 있는 범위는 혁신창업기업으로 인정 가능한 몇 가지 요건을 정하는 것으로 생각할 수 있는데, 앞서 검토한 홍콩의 혁신기업의 요건과 중국의 혁신창업기업의 요건을 참조하여 구체적인 기준을 마련할 수 있을 것이다. 예컨대, ① 창업자의 주된 영입이 기술을 활용한 것일 것, ② 연구개발(R&D) 투자금액이 일정 금액 이상일 것, ③ 창업자나 혁신창업기업이 특허 등 지적재산을 보유하고 있으며 이를 통한 영입이 가능할 것 등을 들 수 있다.

## 2) 종류주식에 대한 특례로서의 도입

「중소기업창업법」에서 혁신창업기업에 대한 차등의결권제도를 도입하는 경우에도 앞의 「벤처기업법」에서와 같이 종류주식에 대한 특례로 두는 방안을 제시한다.

그런데 현행 「중소기업창업법」의 구성을 보면 중소기업창업투자회사, 중소기업창업투자조합 등 창업지원기구에 관한 사항을 규정하고 있고, 창업지원에 관한 사항은 제1장 총칙에서 규정하고 있을 뿐이므로 여기에서는 현행 법률 규정을 전제로 하여 제4조의5를 신설하는 방안으로 제안한다.<sup>172)</sup> 이하 규정에 대한 내용은 위의 「벤처기업법」의 내용과 같다.

「중소기업창업법」 개정안
제4조의5(복수의결권주식의 발행에 관한 특례) ① 주식회사인 <u>혁신창업기업</u> 은 주주총회에서 총 주주의 동의로 결의한 경우에는 「상법」 제344조에도 불구하고 행사할 수 있는 의결권의 수가 1주마다 2개 이상 10개 이하인 종류주식(이하 이 조에서 “복수의결권주식”이라 한다)을 발행할 수 있다. 이 경우 다음 각 호의 사항을 정관으로 정하여야 한다.

172) 중소기업투자법에서 입법예고한 「벤처투자 촉진에 관한 법률 제정(안)」(2018. 2. 23)에 따르면 「중소기업창업법」의 창업투자 관련 기관들을 분리하여 「벤처투자 촉진에 관한 법률 제정(안)」에 통합하여 규정하는 것으로 하고 있으나, 현재는 제정되지 않았으므로 현행 「중소기업창업법」을 대상으로 검토한다.

1. 복수의결권주식의 1주당 의결권의 수
  2. 복수의결권주식의 총수
  3. 복수의결권주식의 보통주식으로의 전환에 관한 사항
  4. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항
- ② 복수의결권주식을 보유한 자가 복수의결권주식을 양도하거나 상속하면 그 의결권은 1주마다 1개로 한다.
- ③ **혁신창업기업**의 정관으로 정하는 바에 따라 복수의결권주식의 의결권은 보통주식 의결권의 10배를 이내로 발행하되, 보통주식 의결권이 총 의결권 있는 주식의 100분의 10이상이 되어야 한다.
- ④ 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조의2제4항제1호에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 시장에 상장된 **혁신창업기업**은 상장 이전에 발행한 복수의결권 주식 이외에 새로운 복수의결권 주식을 발행할 수 없다
- ⑤ 그 밖에 복수의결권주식의 발행에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

## 제2절 컨버터블 노트 · 세이프 도입과 활용방안

### 1. 컨버터블노트 · 세이프와 유가증권법정주의

#### (1) 유가증권법정주의 관련 이전 과제와의 차이점

##### 1) 이전 과제의 내용

##### ① 현행법상 CN과 SAFE의 발행 · 활용 가능 여부

CN과 SAFE가 우리나라에서 발행될 수 있는 지, 그리고 발행되더라도 벤처투자에 활용될 수 있는 지 등을 판단하기 위해서는 몇 가지 관련 법률에 대한 검토가 필요하다. 그리고 특정 법률 이전에 일반론으로서의 유가증권법정주의에 구속되는지 여부에 대한 검토도 필요하다.

유가증권법정주의란, 유가증권은 인적행변의 절단과 선의취득의 용이 등으로 지명채권에 비해 큰 효력이 주어지므로 아무런 근거 없이 발행될 수 없고 법률상 근거를 두고

발행되어야 한다는 이론이다. 주로 회사가 「상법」에 없는 신종 증권을 발행하고자 할 때 가능 여부를 두고 논쟁이 전개된다. 국내법상 법적 근거나 판례는 찾기 어렵고 학설은 찬반이 비슷하게 대립중이며, 일본은 법정주의를 인정하지 않는 견해가 다수이다.

유가증권법정주의를 인정하지 않으면 「상법」에 근거규정이 없더라도 「민법」상 지시채권·무기명채권 조항을 근거로 새로운 유형의 유가증권을 자유롭게 발행할 수 있다는 결론에 도달하게 된다. 다만 이 경우에도 새로운 유가증권이 회사법상 기본 원칙(주주평등의 원칙, 주주의 신주인수권 보장 등)을 훼손할 경우 그 정당성과 합법성이 인정받기 어려울 것이다.

회사법상 가능 여부를 살펴본다. 회사법은 단체법적 규율로서 대부분 강행규정으로, 법령에 정해진 요건을 엄격히 준수할 필요가 있으며, 법령에 없는 새로운 형식의 유가증권을 기존 유가증권과 같은 것이라고 주장할 수는 없다. 즉 SAFE는 조건부 자본증권과 비슷하고 CN은 CB와 비슷하지만 이들은 결코 같은 것이라고 볼 수 없으므로 CN과 SAFE는 법적 근거가 없는 신형 증권이라고 보아야 할 것이다. 한편 유가증권법정주의 논란을 감안하더라도 회사법상 구체적 조항에 없는 증권을 발행하더라도 별다른 처벌 조항이 없으므로 큰 문제는 안 될 수도 있을 것이다. 그러나 신형 증권의 발행 결과 다른 주주에 비해 적은 금액으로 신주를 인수하는 경우가 발생하면 주주의 신주인수권 침해 또는 주주평등원칙 위반이 문제될 수 있어서 회사법상 이들 신형 증권의 발행은 거의 불가능하다고 판단된다.

한편, 중소기업창업법과 벤처특별법 등은 벤처투자의 대상으로 주식, CB·BW, 지분증권 등 지분 관련 투자를 열거하고 있어서 열거되지 않은 신형 증권에 대한 투자는 곤란하다. 즉 회사법상 CN과 SAFE가 발행될 수 있다 하더라도 이들 벤처 관련법에서 투자대상으로 포함되기 전에는 투자 대상 증권이 될 수 없는 것이다.

「자본시장법」적으로는 다른 법률에서 합법성과 유효성이 인정되는 것과 관계없이 공모규제가 적용될 수 있는데, CN과 SAFE는 구체적인 성격이 모호할 지라도 자본시장법

상 투자계약증권에는 포함될 수밖에 없으므로 공모규제 대상이 된다. 따라서 일반투자자 50인 이상으로부터 공모하거나 사모라 할지라도 향후 1년 이내에 일반투자자 50인 이상에게 전매될 가능성이 있으면 간주공모가 되어 공모 규제 대상이 된다. 다만 사모로 인수한 자들이 1년간 양도제한 조건을 설정하면 공모 규제가 면제될 수 있다.

이상 검토한 바와 같이 현행 법상으로는 이들 신형 증권을 발행하고 투자하기가 매우 곤란하다.

## ② 개선방안

이러한 상황을 타개하기 위한 개선방안으로는 법령해석에 의한 해결책과 법령 개정 방안이 있을 수 있다.

우선 법무부의 법령해석(유권해석)을 통하여 발행하는 방안도 있겠으나, 회사법의 기본 원칙인 주주평등의 원칙 등과 충돌되어 법무부의 해석에는 한계가 있을 수밖에 없다. 그리고 설령 법무부의 법령해석이 긍정적이라 하더라도 벤처투자 관련법상 투자대상의 문제(한정적 열거주의)는 여전히 존재하기 때문에 발행과 활용을 위해서는 보다 근본적으로 법령 개정을 추진하는 것이 바람직할 것이다.

법령 개정 방안으로는 우선 회사법에 CN과 SAFE의 발행 근거를 도입하여 합법적인 발행이 이루어질 수 있도록 할 필요가 있고, 이어 「중소기업창업법」 등 벤처투자 관련법에 CN과 SAFE를 열거하거나, 투자대상을 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환할 필요가 있다. 또는 현행 한정적 열거주의를 예시적 열거주의로 전환하고 중기부장관이 지정할 수 있도록 위임 규정을 도입하는 방안도 생각해 볼 수 있다.

## 2) 본 연구와 이전 과제와의 차이점 및 새로운 연구 사항

이전 과제에서는 CN과 SAFE를 벤처법 등에 투자가능 대상 증권으로 포함할 것을 제안하였고, 이는 2018. 2. 23. 중소벤처기업부에서 입법예고한 「벤처투자 촉진에 관한 법률

제정(안)」과 2018. 4. 2. 김병관 의원이 대표발의한 「벤처기업육성에 관한 특별조치법 일부개정법률안」에 반영되었다.

한편 유가증권법정주의 및 이와 관련된 회사법 문제에 대해서는 기존 연구의 목적이 「중소기업창업법」과 「벤처기업법」 중 투자 관련 사항의 통합법안 마련이었기에, 논의의 복잡성을 감안하여 유가증권법정주의에 따른 근본적인 문제점을 적시하고 이를 해결하기 위해서 회사법에 도입 근거를 설치하는 것이 바람직하다는 방향만 제시하였다.

이번 연구에서는 기존 연구를 심화, 발전시켜 유가증권법정주의의 내용을 정밀 분석하고, 이에 맞추어 현행법 체계 내에서의 활용방안과 법령 개정의 구체적 방안을 제시하고자 한다. 유가증권법정주의는 지금까지 새로운 자금조달 수단을 모색할 때마다 가장 큰 걸림돌로 작용하여 왔기에 면밀한 분석이 필요하다.

그리고 CN과 SAFE 관련 입법예고나 개정안이 발의된 법안의 내용에 대한 평가와 향후 과제도 제시한다.

## (2) 이전 과제 이후 경과 및 평가

### 1) 「벤처투자 촉진에 관한 법률 제정(안)」 입법예고

2018. 2. 23. 중기부는 「벤처투자 촉진에 관한 법률 제정(안)」을 입법예고하였다. 동 제정안은 기존의 「중소기업창업법」과 「벤처기업법」 중 창업지원에 관한 부분을 통합하여 벤처투자의 효율성을 제고하고자 마련되었다. 동 법안은 다음과 같이 SAFE를 투자대상으로 직접 열거하고 이와 유사한 투자계약이나 증권을 중기부장관이 추가로 지정할 수 있도록 하였다.

<표 15> 벤처투자수단의 비교

기존 벤처특별법	벤처투자촉진법(안)
제2조(정의) ② “투자”란 주식회사가 발행한 주식, 무담보전환사채 또는 무담보신주인수권부사채를 인수하거나, 유한회사의 출자를 인수하는 것을 말한다.	제 2 조(정의) 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다. 1. “투자”란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다. 가. 주식회사가 발행한 주식, 무담보전환사채, 무담보교환사채 또는 무담보신주인수권부사채의 인수 나. 유한회사의 출자인수 다. <u>투자금액의 지급에 따른 이자가 발생하지 않고 투자금액의 상환만기일이 없는 계약으로서 중소벤처기업부령으로 정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약</u> 라. <u>그 밖에 가목부터 다목까지의 투자방식에 준하는 것으로 중소벤처기업부장관이 정하는 것</u>

2) 기존 벤처기업법 개정안 발의

2018. 4. 2. 김병관 의원은 SAFE 도입을 서두르고자 「벤처기업육성에 관한 특별조치법 일부개정법률안」을 다음과 같이 대표발의하였다.

<표 16> 벤처특별법 개정안 신구조문대비표

현 행	개 정 안
제2조(정의) ① (생략)  ② “투자”란 주식회사가 발행한 주식, 무담보전환사채 또는 무담보신주인수권부사채를 인수하거나, 유한회사의 출자를 인수하는 것을 말한다.	제2조(정의) ① (현행과 같음)  ② “투자”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다. 1. 주식회사가 발행한 주식, 무담보전환사채, 무담보교환사채 또는 무담보신주인수권부사채의 인수 2. 유한회사의 출자인수 3. <u>투자금액의 지급에 따른 이자가 발생하지 않고 투자금액의 상환만기일이 없는 계약으로서 중소벤처기업부령으로 정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약</u>

### 3) CN과 SAFE 등의 도입을 위한 법률 제.개정안에 대한 평가

중기부의 「벤처투자 촉진에 관한 법률 제정(안)」과 김병관 의원의 벤처특별법 개정안을 비교해 보면, 양자가 모두 SAFE를 법상 투자대상으로 허용한 것은 동일하다. 그러나 CN 등 유사한 신종투자수단에 대해서 중기부 제정안은 중기부장관에 의한 추가 지정을 허용하고 있다는 점에서 김의원의 「벤처기업법」 개정안에 비해 훨씬 유연한 입장을 취하고 있어서 보다 바람직한 입법 방식이라고 평가할 수 있다.

CN이 아니라 SAFE가 우선적으로 고려된 것은 구조적 측면에서 SAFE가 훨씬 간단한 면도 있고, 또 최근 활용추세가 CN보다 더 선호되고 있는 현상을 반영한 것으로 생각된다.

한편 법에 투자대상으로 이전과 같이 직접 지정되어 있지 않다 해도 이러한 방식으로 투자하는 것 자체는 금지되어 있다고 보기 어렵다. 즉 개인 간 민사약정으로 얼마든지 투자 가능하다고도 볼 수 있는 것이다. 법에 투자근거를 명백히 규정하는 것은 투자자들의 이러한 방식의 투자도 창업투자의무 비율을 충족한다는 것을 공식적으로 인정한다는 의미를 가질 수 있다.

그러나 투자가 가능하다는 것과 기업이 SAFE나 CN을 체결 또는 발행하는 것이 가능하다는 것은 별개의 문제이다. 즉 기업 입장에서는 회사법적 문제가 불거질 위험이 크기 때문에 법상 투자대상으로 열거되느냐에 관계없이 여전히 이러한 계약이나 증권의 발행을 기피할 수밖에 없는 것이다. 따라서 회사법적으로 유가증권법정주의 논란이 해결되지 않는 한 이러한 방식의 투자가 활성화되기는 요원한 실정이다.

「자본시장법」상 공모규제의 문제는, SAFE나 CN의 체결이나 발행은 전적으로 사모의 성격을 띠게 되고, 동 계약상, 증권상 권리의 양도도 가급적 제한하겠다는 것이 정부당국의 방침으로 파악되어 별다른 문제가 없을 것으로 평가된다.



### (3) 유가증권법정주의의 근거

#### 1) 법령

현행 법령상 유가증권 전반을 포괄하여 다루는 기본법률은 없고, 「민법」(지시채권과 무기명채권)과 「상법」(화물상환증·창고증권·선하증권·주권·회사채·신주인수권증서·신주인수권증권), 어음·수표법에 분산되어 규정되어 있다. 그리고 이들 개별 법률에 유가증권법정주의를 명백히 표방하는 조항은 어디에도 없다.

「민법」과 「상법」의 연결고리 역할을 하는 조문은 「상법」 제65조로서 다음과 같다.

「상법」 제65조 (유가증권과 준용규정)

① 금전의 지급청구권, 물건 또는 유가증권의 인도청구권이나 사원의 지위를 표시하는 유가증권에 대하여는 다른 법률에 특별한 규정이 없으면 「민법」 제508조부터 제525조까지의 규정을 적용하는 외에 「어음법」 제12조제1항 및 제2항을 준용한다.

「민법」 제508조부터 제525조까지의 규정은 지시채권과 무기명채권에 관한 규정으로서, 「민법」은 이들 증권적 채권에 유통성 보호를 위하여 다양한 효력을 부여하고 있다. 예를 들어, 채무자에 대한 통지·승낙 없이 배서·교부만으로 완전한 권리 양도를 인정하고, 인적항변을 제3자 취득자에 대해서 절단하며, 무권리자로부터 양수한 선의취득자의 권리를 인정하는 것 등이다.

「상법」 제65조에서 준용하는 어음법 조항은 다음과 같다.

어음법 제12조(배서의 요건)

- ① 배서에는 조건을 붙여서는 아니 된다. 배서에 붙인 조건은 적지 아니한 것으로 본다.
- ② 일부의 배서는 무효로 한다.

## 2) 판례

### ① 사실관계와 판시사항

판례상 유가증권법정주의를 명백히 표방한 판결로는 ‘대법원 2007. 2. 22 선고 2005다 73020 판결’을 들 수 있다. 유가증권법정주의 논란에서 법령에 근거가 없는 상태임을 고려하면 이 판결의 중요성은 매우 크다고 볼 수 있다. 이하 동 판결의 사실관계와 판시사항을 살펴본다.

#### 1) 사실관계

원고는 1999. 3. 23. 소외 주식회사 ....(이하 소외 회사라고 한다)에게 1억원을 이자 연 10%, 변제기 2011. 4. 30.로 정하여 빌려주면서 ‘원고가 위 변제기까지 대여금액의 전부 또는 일부를 소외 회사의 주식으로 전환받기를 원하는 경우 소외 회사는 언제나 주식을 액면가(1주당 5,000원)로 발행하여 원고에게 이를 교부한다. 그리고 소외 회사는 원고의 동의를 받지 않고는 증자를 실시하지 않는다’는 약정(이하 이 사건 약정이라고 한다)을 하였다.

당시 소외 회사의 정관에는 주주 이외의 자에게 전환사채를 발행할 경우의 근거와 구체적인 내용(전환사채의 총액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용, 전환을 청구할 수 있는 기간)에 관한 규정이 없었으며, 소외 회사의 대표이사는 주주 이외의 자에게 전환사채를 발행하기 위한 주주총회의 특별결의절차를 전혀 거치지 않고 임의로 이 사건 약정을 하였다.

원고는 1999. 3. 26.과 2001. 1. 5. 소외 회사에게 이 사건 약정에 따라 대여금 전부를 주식으로 전환해줄 것(즉, 소외 회사의 주식 20,000주를 발행해달라는 취지임)을 청구하였으나 소외 회사는 ‘1998년 결산 결과 자본잠식상태이므로 전환사채를 발행할 수 없다’는 등의 이유로 이를 거절하였다.

한편, 피고는 2004. 2. 23. 소외 회사를 흡수합병하고 2004. 3. 3. 등기를 마쳤는데, 합병 당시 피고가 소외 회사의 발행주식 전체(발행주식 총수 10,000주)를 보유하고 있었으므로 신주를 교부하지 않는 무증자합병의 방식을 택하였고 소외 회사의 주식 1주 를 234,788원으로 평가하여 합병기준가액을 산출하였다.

원고는 위와 같이 흡수합병이 진행되던 도중은 물론 흡수합병이 종료된 이후에도 소외 회사에게 ‘이 사건 약정에 따른 주식발행 또는 이 사건 약정에 따라 주식발행이 이루어졌을 경우 원고가 흡수합병과정에서 얻었을 금전적 이득(소외 회사의 주식 20,000주 × 합병 당시 1주당 평가금액 234,788원)의 지급’을 요청하였고, 이에 대하여 소외 회사는 2004. 2. 19. 이 사건 약정에 대하여 소비대차의 효력만을 인정하고 원금 1억원에 대여일로부터 2004. 2. 17.까지 연 10%의 이율(복리)에 따라 계산한 이자를 가산한 금액인 159,669,172원을 서울중앙지방법원에 공탁하였는데, 그 후 원고가 이의를 유보하고 이를 수령하였다.

① 원고의 주장은 다음과 같다.

소외 회사는 이 사건 약정에 따라 주식전환을 청구한 원고에게 주식 20,000주를 발행해 줄 의무가 있고 만약 소외 회사가 이러한 의무를 이행하였다면 원고는 위 합병당시 주식가치에 상당하는 금전적 이득을 얻을 수 있었을 것인데, 소외 회사가 이 사건 약정에 따른 주식발행의무를 이행하지 않음으로써 위와 같은 금전적 이득(소외 회사의 주식 20,000주 × 합병 당시 1주당 평가금액 234,788원 = 4,536,090,828원)을 상실하는 손해를 입었으므로 합병에 따라 소외 회사의 권리와 의무를 승계한 피고가 소외 회사의 약정불이행으로 말미암은 원고의 손해를 배상할 의무가 있다.

② 이에 대한 피고의 주장은 다음과 같다.

이 사건 약정은 소외 회사의 모회사인 ..의 지배주주 겸 대표이사인 권..이 아내인 원고를 내세워 소외 회사의 경영권을 불법적으로 박탈하기 위한 목적에서 체결된 것으로 ① 전환사채발행에 관한 「상법」의 규정을 위반하여 이사회 결의와 주주총회의

특별결의를 거치지 않았고 ② 또한 원고의 주장에 따를 때 합병 당시 1주당 234,788 원의 가치가 있는 소외 회사의 주식을 1주당 5,000원으로 계산하여 전환사채 발행가액을 정한 것이라고 할 수 있으므로 무효이다.

## 2) 법원 판시사항

### ① 1심법원 판시사항

가. 이 사건 약정은 소비대차의 형식을 띠고 있으나 실질적으로는 원고에게 위 대여금을 주식으로 전환할 수 있는 권리를 부여한 것으로 사실상의 전환사채발행약정에 해당한다고 할 것이다.

나. 「상법」은 원칙적으로 이사회의 결의에 따라 사채를 발행하도록 하고 있으나 예외적으로 주주 이외의 자에게 전환사채를 발행하기 위해서는 정관에 그 근거와 발행을 위한 구체적인 내용(전환사채의 총액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용, 전환을 청구할 수 있는 기간)에 관한 정함이 있어야 하고 만약 이러한 정함이 없는 경우 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다고 규정하고 있다.(「상법」 제513조) 그런데, 소외 회사의 대표이사가 소외 회사의 정관에 주주 이외의 자에 대한 전환사채발행에 관한 아무런 정함이 없는 상태에서 주주총회의 특별결의도 거치지 않은 채임으로 이 사건 약정을 하였음은 앞에서 본 바와 같다.

다. 살펴건대, 전환사채는 전환권의 행사에 의하여 장차 주식으로 전환될 수 있는 권리가 부여된 사채로서 이러한 전환사채발행은 주식회사의 물적 기초와 기존 주주들의 이해관계에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 것으로서 사실상 신주발행과 같은 의미를 갖는 점, 「상법」은 주주 이외의 자에 대한 전환사채발행에 관하여 정관에 구체적인 근거가 있거나 혹은 주주총회의 특별결의를 거친 경우에 한하여 이를 허용하고 있는데 이는 주주의 신주인수권을 우선적으로 보장하고 있는 것과 같은 취지로 보는 것이 상당한 점, 「상법」이 주주총회의 결의사항으로 정하고 있는 것은 모두 주

주의 이해관계에 특히 막대한 영향을 미치는 중요한 경영사항과 회사의 조직이나 자본을 근본적으로 변경하는 비상사항에 관한 것들인 점, 만약 이 사건 약정에 따라 전환사채가 발행되었다면 원고가 소의 회사의 발행주식 총수 30,000주 중 20,000주를 보유하게 되어 지분비율 66.6%의 지배주주가 되고 이전에 98%의 지배주주였던 ..은 9,800주, 지분비율 32.6%의 주주가 되는 결과가 되는데, 이러한 전환사채발행은 달리 특별한 사정이 없는 한법령이나 정관을 중대하게 위반한 것으로서 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 전환사채와 관련된 거래의 안정, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가될 수 있어 무효라고 봄이 상당한 점( 대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결 참조), 실제로 전환사채나 신주가 발행된 경우 주식의 유통가능성과 집단적인 법률관계의 특성상 사후에 이를 무효로 하면 거래의 안전과 법적 안정성을 해칠 위험성이 크다는 점에서 신주발행의 소의 무효원인을 가급적 엄격하게 해석하는 것이라는 점을 고려할 때 이 사건과 같이 「상법」의 근본취지와 주요 절차를 무시한 전환사채발행 또는 신주발행을 요소로 하는 약정은 있으나 실제 발행이 이루어지지 않은 경우에는 거래의 안전과 다수 이해관계인의 이익 등을 해칠 위험성이 전혀 없으므로 신주발행무효의 소의 경우와 비교하여 그 약정의 무효원인을 보다 넓게 해석하는 것이 마땅한 점, 만약 이 사건 약정의 유효성을 인정한다면 이는 사실상 주주의 신주인수권, 신주발행 절차, 전환사채발행절차 등에 관한 「상법」의 규정을 무력화시키고 이를 잠탈하는 취지의 약정을 용인하게 되는 점 등의 사정을 종합적으로 고려할 때 이 사건 약정은 무효라고 할 것이고 따라서 이 사건 약정이 유효함을 전제로 한 원고의 이 사건 청구는 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다.

## ② 대법원 판시사항

「상법」은 주식회사가 그 성립 후에 주식을 발행하는 경우 신주의 종류와 수 등의 발행사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 이를 결정하도록 하고, 주주의

신주인수권을 보호하기 위하여 정관의 규정이 있는 경우에 한하여 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있도록 하는 등 신주발행의 방법과 절차를 규정하고 있고(제416조 내지 제423조), 또한 회사가 주주 이외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에는 그 발행사항에 관하여 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로써 정하도록 규정하고 있다(제513조 제3항).

주식회사가 타인으로부터 돈을 빌리는 소비대차계약을 체결하면서 “채권자는 만기까지 대여금액의 일부 또는 전부를 회사 주식으로 액면가에 따라 언제든지 전환할 수 있는 권한을 갖는다.”는 내용의 계약조항을 둔 경우, 달리 특별한 사정이 없는 한 이는 전환의 청구를 한 때에 그 효력이 생기는 형성권으로서의 전환권을 부여하는 조항이라고 보아야 할 것이고, 신주의 발행과 관련하여 특별법에서 달리 정한 경우를 제외하고 신주의 발행은 앞서 본 「상법」이 정하는 방법 및 절차에 의하야만 가능하다는 점에 비추어 볼 때, 위와 같은 전환권 부여조항은 「상법」이 정한 방법과 절차에 의하지 아니한 신주발행 내지는 주식으로의 전환을 예정하는 것이어서 효력이 없다고 할 것이다.

## ② 동 판례에 대한 평가

이 사건의 투자수단인 ‘소비대차+전환권’ 약정은 본 연구의 주제인 CN이나 SAFE와 유사한 형태의 약정이다. 즉 SAFE의 경우 공식 명칭이 ‘조건부지분인수계약’이고 CN의 경우 전환증권이라고도 볼 수 있으나 양도를 제한하여 지명채권화 하면 유가증권을 발행한 것이 아니라 ‘조건부전환계약’에 해당하니 이 사건에서 문제된 ‘소비대차+전환권’ 약정과 본질적으로 차이가 없어 보인다. 이러한 계약은 회사에 대하여 주식을 발행해 줄 것을 요구할 수 있는 청구권을 내용으로 하는 「민법」상 계약으로서 회사법상의 신주발행 관련 유가증권이라고 보기 어렵다.<sup>173)</sup>

173) 이에 대한 판례평석으로는, 정진세, “채권의 주식전환 약정의 효력 - 대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다73020 판결”, 법률신문, 2007. 7. 16. 참조. 이 평석에서 정교수는 다음과 같이 대법원 판결의 문제점을 지적하였다. (“본 판결과 위의 2004년 판결은 위 약정을 전환사채의 발행으로 보았다. 채권이 주식으로 전환되는 점에서 전

그런데 대법원은 이러한 ‘계약’을 유가증권인 전환사채의 발행과 동일하게 보고 이 약정에 전환사채에 관한 회사법상 규제를 적용한 것이 특징이다. 물론 약정의 효과로 신주발행이 일어나게 되고, 이러한 신주발행은 회사법의 근간에 해당하는 주주권리를 침해할 수도 있기 때문에 타당한 측면도 있다.

어쨌든 대법원이 “신주의 발행과 관련하여 특별법에서 달리 정한 경우를 제외하고 신주의 발행은 앞서 본 「상법」이 정하는 방법 및 절차에 의하여만 가능하다”고 명백히 선언함으로써 이제 유가증권법정주의 관련 해석론적 접근은 상당한 제한을 받을 수 밖에 없다. 대법원 판례에 따르면 SAFE나 CN을 「민법」상 지명채권적 청구권으로 구성하는 것도 의미가 없게 된다. 전혀 유가증권화 되어 있지 않은 두 당사자간 소비대차에 기인한 지명채권을 전환사채와 동일하게 보고 회사법을 적용하고 있기 때문이다.

다만, 대법원 판결이 유가증권법정주의를 명시적으로 선언한 것이 아니라, 구체적 투자계약과 신주발행이 연결될 경우 주주보호를 위하여 신주발행의 절차가 회사법적으로 엄격히 통제되어야 한다는 것을 말한 것으로 볼 수도 있고, 또 투자계약이 신주발행을 내용으로 하지 않는 경우에는 이 판결이 적용되지 않을 것이므로 유가증권법정주의에 대한 논의의 계속이 의미가 없는 것은 아니라고 할 것이다.

### 3) 유권해석 내지 정부당국의 입장

유가증권법정주의에 대해서 정부당국이 고시나 지침, 유권해석 등으로 정부의 입장을 명확하게 표명한 것은 찾아 보기 어렵다. 즉 우리나라에 유가증권법정주의가 존재하느냐에 대해서 법령에 이어 고시나 유권해석도 명확하게 공표된 적이 없다는 것이다. 그런데도 우리나라는 유가증권법정주의가 사실상 통용되고 있고, 이에 따라 법령에 규정이 없는

---

환사채 발행과 유사하더라도, 소비대차는 사채발행이 아니며 이들의 약정은 전환사채 발행이 아니고, 회사법상 제도가 아니라 원고가 청구하면 회사가 주식을 발행해 줄 의무를 부담한다는 계약이다. 원고의 권리는 청구권이며 형성권이 아니다” ... “제3자에게 전환사채를 발행할 회사법상의 모든 절차를 미리 마치지 않았다는 이유로 위 약정을 무효라고 할 것이 아니다.”)

새로운 수단으로 자금조달을 할 때마다 유가증권법정주의가 장애가 되어 왔다. 아마도 명시적인 의사표시는 없었지만 간접적으로나마 정부당국의 입장이 표명되어 왔기 때문이 아닌가 한다.

정부당국의 입장이 간접적으로나마 표명된 사례를 들자면 다음과 같다. 2009년도에 의무전환사채가 발행된 사례가 있었는데, 이는 주식으로 전환하는 것을 조건으로 발행되며 미전환시에는 원리금상환 청구권 자체가 소멸하는 것이었다. 「상법」에 규정되어 있는 전환사채에는 존재하지 않는 특별한 조건이었다. 이에 금융감독원은 이러한 사채를 규제 회피 목적의 “변종사채”라 하여 금지한다는 방침을 밝혔는데, 이때 금지방침의 근거로, “법무부는 원리금 지급채무가 존재하지 않고, 전환권 행사여부에 대한 선택권이 없다는 점을 들어 「상법」상 사채로는 볼 수 없다는 공식견해를 표명(‘09. 7. 3)”이라고 하며 법무부의 견해를 간접적으로 전달하였다.<sup>174)</sup> 즉 「상법」에 근거가 없는 사채이기 때문에 금지되어야 한다는 유가증권법정주의를 표명한 것이다.

그리고 2009년도 국내기업들이 이슬람채권이라 불리는 ‘수쿠크’ 발행을 추진할 때 실무 작업에 참여한 이미현 교수는 “금융당국은, 당시 법상으로는 국내 법인의 수쿠크 발행은 허용되지 않으며, 국내 법인이 수쿠크를 발행하려면 「자본시장법」 제165조의 11에 규정된 상장법인의 신종사채발행과 유사한 특례규정이 필요하다고 보았다”고 하여 역시 유가증권법정주의에 대한 금융당국의 입장을 확인한 바 있다.<sup>175)</sup> 신종사채에 의한 자금조달 방안 마련 작업에 수차례 참여한 윤영신 교수 또한 “현행법 하에서도 새로운 종류의 사채의 발행이 금지되는 것은 아니라고 해석되어야 할 것이지만, 적어도 감독당국의 입장은 규정이 있는 것만을 발행할 수 있다는 한정적 입장을 취하고 있는 것으로 보였다”고 밝힌 바 있다.<sup>176)</sup>

174) 금융감독원, “의무전환사채 등 변종사채 발행에 대한 공시심사 강화”, 보도자료, 2009. 7. 20.

175) 이미현, “현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안, 상사법연구, 제34권제1호, 2015, 210-211면.

176) 윤영신, “「상법」개정안과 사채제도의 개선방향”, 「상사법연구」 제28권 제3호, 2009, 303면.



이처럼 간접적 또는 비공식적으로 정부당국의 유가증권법정주의에 대한 입장이 알려지면서 전술한 바 대로 우리나라는 유가증권법정주의가 엄격하게 통용된다는 인식이 보편적이라고 해도 좋을 상황이 되어 있다.

#### 4) 학 설

유가증권법정주의에 대한 학술적 논쟁은 주로 대륙법, 특히 우리법이 계수한 독일과 일본에서 치열하게 진행되었다. 이하 독일과 일본 및 우리나라의 학설들을 살펴본다.

##### ① 독 일

독일의 경우 유가증권법정주의, 즉 법적 근거 없이 새로운 유가증권을 발행할 수 있는가에 대해서 소극설과 적극설이 대립한다. 유가증권법정주의가 엄격히 관철되어야 한다는 소극설적 입장에서는, 지시증권과 무기명증권은 법정된 경우 이외에는 인정되지 않으며, 특히 무기명증권은 거래의 예측가능성을 위해 법정주의가 반드시 필요하다고 한다. 주식과 같은 사원권의 경우 주식만이 무기명증권이 가능하므로, 독일법상 물권 및 사원권에 관하여는 법정주의가 엄격히 적용된다는 입장이다.<sup>177)</sup>

이와 달리 적극설적 입장에서는, 채권에 관한 무기명증권은 독일 「민법」 제793조 내지 제808조에 일반 근거규정이 나와 있으므로 개별적으로서가 아니라 포괄적으로 인정되고 있다. 따라서 채권을 체화한 무기명증권에는 유가증권법정주의가 적용되지 않는다고 주장한다.<sup>178)</sup> 다만 이와 같은 유연한 해석을 하더라도 그것이 가능한 경우는 채권에 한정되고, 물권적 권리와 사원권의 경우 법적 근거 없이 발행 불가에 이견이 없다고 한다.<sup>179)</sup>

177) 양석완, “복합운송증권의 법적 지위”, 상사판례연구, 제22권 제1호, 2009, 233면.

178) 양석완, 위의 논문, 234면.

179) 윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 상사법연구, 제22권제1호, 2003, 465면.

독일의 학설 대립을 이해하는데 주의할 사항은, 독일 「민법」상 지시증권은 우리나라나 일본과 달리 환어음적 3자 구조를 취하고 있고,<sup>180)</sup> 전전 유통시 그 효력도 지명채권 양도의 효력만이 인정된다는 점이다.<sup>181)</sup> 이로 인해 일본과 우리나라의 다수설은 지시채권에 대해서 독일과 다른 입장을 보이고 있다.

## ② 일 본

일본의 소극설적 입장의 경우, 유가증권이기 위해서는 적어도 「상법」 내지 유가증권법 상으로는 증권면상에 드러나지 않은 당사자의 의사만으로는 부족하고, 실정법상 내지 상관습상으로 구체적인 근거를 가지지 않으면 안된다고 한다.<sup>182)</sup>

그러나 다수설인 적극설적 입장에서는 유가증권의 발행은 원칙적으로 자유이고, 법률의 규정 이외에도 임의의 내용 또는 임의의 종류의 유가증권을 발행할 수 있다고 한다.<sup>183)</sup> 즉 지시채권이 인정되고 그 이전에 특별한 효과가 부여되는 것은 사회적 필요에 기인하는 것이므로 유가증권법정주의는 곤란하다고 하면서, 일본 「상법」 제519조에 의하여 준용되는 「민법」상 지시채권에 관한 규정에서 채권을 표창하는 유가증권의 요건 및 효력에 관하여 명시적으로 규정하고 있으므로, 이들 규정을 채권을 유가증권화하는 데 필요한 근거규정으로 파악할 수 있다고 한다.<sup>184)</sup><sup>185)</sup>

## ③ 한 국

우리나라는 유가증권에 관하여 「민법」과 「상법」상 규정이 독일이 아니라 일본과 같이 규정되어 있으므로 해석론도 일본과 비슷한 상황으로 파악된다. 즉 적극설적 입장에서

180) 독일 「민법」상 지시증권에 대한 자세한 설명은, 안성포, “증권적 채권과 유가증권법정주의”, 비교사법 제17권 제4호(통권51호), 2010, 348면 이하 참조.

181) 양장수, ‘2002년판 독일 「민법」전’, 박영사, 2002, 507-511면. 양석완, 각주 17)에서 재인용.

182) 양석완, 앞의 논문, 231면.

183) 윤영신, 앞의 논문, 466-467면에 따르면 일본에서는 법적 근거 불요설이 「민법」학과 「상법」학계 공히 종래부터 다수설이라고 한다. 안성포, 앞의 논문, 358면도 같은 의견.

184) 양석완, 앞의 논문, 232면.

185) 일본의 각 학설별 주장의 세부 내용은, 이성웅, “콜프희원증의 유가증권성”, 상사법연구, 제27권제3호, 2008. 11. 참조.

새로운 유가증권의 발행에 의한 자금조달은 유가증권법정주의의 구속을 받지 않고 자유롭게 허용된다는 것이 다수설적 입장으로 보인다.<sup>186)</sup><sup>187)</sup> 특히 자금조달의 원활화를 위하여 새로운 증권 발행을 연구하였던 연구자들의 경우 거의 예외없이 유가증권법정주의를 인정하지 않고 있다.<sup>188)</sup> 다만, 이들 적극설적 입장에서도 주식과 같은 사원권에 대해서는 단체법인 회사법의 특성을 감안하여 유가증권법정주의가 적용된다는 입장이 대부분이라는 것은 유념할 필요가 있다.

이와 달리 소극설적 입장에서는 일본과 같이 지시식 및 무기명식 유가증권은 유가증권법정주의가 적용된다고 한다.<sup>189)</sup>

## 5) 소 결

이상 검토한 바를 정리하면 다음과 같다.

먼저 법령상 유가증권법정주의가 명시적으로 규정된 바는 없다는 것이고, 따라서 이 문제는 판례나 정부의 유권해석 등에 좌우될 수밖에 없는 상황이다.

판례는 소비대차에 전환권이 부가된 약정을 전환사채 발행과 동일하게 보고 신주발행에 대한 「상법」상 절차 위반으로 동 약정의 효력을 무효로 하였다. 이에 따라 판례가 유

186) 예를 들어, 석광현, “우리 기업의 해외증권 발행과 관련한 법적인 미비점과 개선방안”, 증권법연구 제3권제2호, 2002, 29면; 이성용, “골프회원증의 유가증권성”, 상사법연구, 제27권제3호, 2008. 11, 17면 등은 지시채권과 무기명채권에 관한 「민법」 규정은 「상법」 또는 증권거래법이 예정하지 않은 유형의 지시식 또는 무기명식 유가증권의 발행의 근거로서 중요한 의미를 갖게 될 것이며, 특정한 유가증권의 실질이 법률상의 유가증권과 유사하다면 그 법률규정을 유추적용해야 한다는 입장이다.

187) 특히 양석완 교수는, “유가증권법정주의를 취하더라도 우리 법제상 유가증권으로 보는 특별한 근거가 없는 승차권, 상품권, 양도성예금증서, 선급카드(공중전화카드 등), 스키장의 리프트탑승권, 할부구매전표 등을 유가증권으로 분류하고 있으므로 유가증권법정주의가 엄격하게 지켜지는 것은 아니”라며 유가증권법정주의의 엄격한 관철에 비판적이다. 양석완, 앞의 논문, 238-239면.

188) 이러한 연구로는, 양석완, 복합운송증권의 법적 지위, 상사판례연구, 2009; 이미현, “현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안”, 상사법연구, 제34권제1호, 2015; 윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 상사법연구, 제22권제1호, 2003; 김건식, “워런트(warrant)의 도입을 위한 소론”, 서울대학교 법학 제40권제1호, 1999; 박준, “회사채 관련 법제의 개선”, 상사법연구, 제36권제1호, 2017; 조민제·조남문, 義務轉換 條件附 轉換證券의 許容與否에 대한 檢討, 法曹 제607호, 2007; 안성포, “증권적 채권과 유가증권법정주의”, 비교사법 제17권제4호(통권51호), 2010. 등이 있다.

189) 양석완, 앞의 논문, 237면.

가증권법정주의를 공식적으로 인정하진 않았지만, 판례가 ‘유가증권법정주의’라는 용어를 사용한 바도 없고 단지 「상법」상 신주발행 절차를 엄격히 적용한 것에 불과하다고 볼 수도 있다.

정부당국의 유권해석은 공식적으로는 공표된 적이 없으나 간접적으로 유가증권법정주의를 엄격히 고수한다는 것은 사실로 확인된 바 있다. 한편 학설은 우리나라와 법 규정 체계가 다른 독일은 유가증권법정주의의 엄격한 적용이 다수설적 입장이지만, 우리나라와 일본은 유가증권법정주의 원칙을 부정하거나 완화하여 받아들이는 것이 다수설적 입장이다. 그러나 이러한 유연한 해석은 채권에 국한되고, 주식과 같은 사원권에 대해서는 회사법의 강행법적·단체법적 규제철학과 법으로 보장된 주주의 권리를 보호하는 차원에서 유가증권법정주의가 관철되는 것이 타당하다는 입장이 대부분이다. 따라서 CN이나 SAFE와 같이 주식으로의 전환이나 신주 인수를 목표로 하는 증권 내지 약정의 경우 유가증권법정주의에 의한 엄격한 제한이 불가피하다는 결론에 이르게 된다.

결론적으로 판례와 정부당국의 입장, 학설 등을 고려할 때 유가증권법정주의를 무시하고 자유롭게 주식 관련 증권을 발행하거나 약정을 맺는 것은 현재 매우 어렵다고 할 수 있다.

## 2. 컨버터블노트 활용방안

### (1) 「상법」 체계 내에서 도입·활용방안

현행법에는 CN이나 SAFE와 유사한 투자수단으로 기능하는 유가증권들이 있다. 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 파생결합사채, 조건부자본증권 등이다.

이 중에서 CB나 BW는 전환가액, 신주발행가액이 사전에 정해진다는 점에서, 이를 사전에 정하지 않고 후속투자시 결정하는 것을 특징으로 하는 CN이나 SAFE와 크게 다르기 때문에 이들 유가증권의 발행요건을 규정하고 있는 「상법」 조항을 근거로 CN이나 SAFE를 발행하기는 어렵다.

그런데 2012년 시행 개정「상법」에 새로 도입된 파생결합사채와 「자본시장법」에 상장법인 특례로 도입되어 있는 조건부자본증권은 CN이나 SAFE와 유사한 점이 많이 검토가 필요하다. 다만 이들은 모두 법률에서 사채의 일종으로 규정하고 있기 때문에 지분증권적 성격이 강한 SAFE에 적용할 수는 없으므로 이하 CN에 국한하여 적용 가능성을 검토한다.

### 1) 파생결합사채와 CN

#### ① 관련 법령

파생결합사채는 「자본시장법」의 파생결합증권, 파생상품과 같이 미래의 우연적 요소에 따라 사채의 상환, 지급금액이 결정되도록 한 것이다. 「상법」상 파생결합사채의 의의는 우선 전통적으로 원금+이자의 지급이라는 사채의 속성을 크게 변화시켰다는 점을 들 수 있다. 그리고 우연적 요소의 범위를 포괄적으로 규정함으로써 기존의 열거주의적 규정 방식에서 포괄주의적 규정방식으로 전환하여 기업의 자금조달 수단의 다양화 및 유연화를 도모한 것도 특징이다.

파생결합사채 관련 법령 조항은 다음과 같다.

상법 제469조(사채의 발행) ② 제1항의 사채에는 다음 각 호의 사채를 포함한다.

1. 이익배당에 참가할 수 있는 사채
2. 주식이나 그 밖의 다른 유가증권으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채
3. 유가증권이나 통화 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채

상법 시행령 제20조(사채의 발행) 법 제469조제2항제3호에서 “대통령령으로 정하는 자산이나 지표”란 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4조제10항에 따른 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수를 말한다.

상법 시행령 제24조(파생결합사채의 발행) 법 제469조제2항제3호에 따라 유가증권이나 통화 또는 그 밖에 제20조에 따른 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채(이하 “파생결합사채”라 한다)를 발행하는 경우에는 이사회가 다음 각 호의 사항을 결정한다.

1. 상환 또는 지급 금액을 결정하는 데 연계할 유가증권이나 통화 또는 그 밖의 자산이나 지표
2. 제1호의 자산이나 지표와 연계하여 상환 또는 지급 금액을 결정하는 방법

자본시장법 제4조(증권) ⑩ 이 법에서 “기초자산”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

1. 금융투자상품
2. 통화(외국의 통화를 포함한다)
3. 일반상품(농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것을 말한다)
4. 신용위험(당사자 또는 제삼자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무재조정 등으로 인한 신용의 변동을 말한다)
5. 그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것

## ② 해석론

CN에 있어서 미래 신주인수가격을 결정하는 우연적 요소는 다른 투자자에 의한 “후속투자”이다. 이 “후속투자”가 파생결합사채의 요건을 충족하는지 검토를 하면 다음과 같다. 「상법」은 시행령에 구체적 사항을 위임하고 있고, 「상법」 시행령은 요건에 해당하는 사항에 대하여 「자본시장법」을 준용하고 있다. 따라서 「상법」→「상법 시행령」→「자본시장법」으로 이어지는 일련의 흐름속에서 관련 규정들을 검토할 필요가 있다.

“후속투자”가 「상법」상 “유가증권이나 통화”에 해당하는가? 이에 대한 대답은 물론 “NO”이다. 그러면 “후속투자”가 「자본시장법」상 기초자산에 해당하는가? “후속투자”는 「자본시장법」 제4조제10항제5호의 “경제적 현상”에 속하는 위험에 해당될 수 있다. 즉 “후속투자”가 발생되는지 안되는지가 본 증권(또는 계약)의 구체적 가치 실현에 결정적인 요소가 된다. 또한 “후속투자”는 투자하는 증권과 그 가격이 수치로 확정되므로 “합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능”하다고 볼 수 있다.

다음으로 만약 “후속투자”가 「자본시장법」상 기초자산에 해당할 경우 「상법 시행령」상 “자산이나 지표”에 해당하는가? 「상법 시행령」은 “기초자산의 가격, 이자율, 지표” 등을 열거하고 있는데, “후속투자”시 증권의 투자가격이나 이자율 등은 시행령상의 문구에 부합하므로 “자산이나 지표”에 해당된다고 볼 수 있다.

만약 “후속투자”가 「자본시장법」상 기초자산에 해당하며 또한 「상법」 시행령상의 “자산이나 지표”에 해당한다면, “자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정”되는 것인가? CN 인수시 전환가격은 “후속투자”의 가격에 연동하여 미리 정해져 있으므로 사전에 결정되어 있다고도 할 수 있다. 그런데 미리 결정되어야 할 것은 “상환 또는 지급금액”이고, 이는 발행사채를 소멸하고 장래의 지급의무를 해제하는 것을 말한다. CN은 기초자산의 변동(후속투자 발생)에 따라 주식 인수가격이 확정되고, 동 가격에 따라 사채권은 소멸하고 상환의무가 없는 주식으로 전환되므로, 이는 사채권에 대한 장래 지급의무가 해제된다는 점에서 「상법」 시행령상 “상환 또는 지급”이 된 것으로 볼 수 있을 것이다.

결론적으로 CN은 현행 「상법」상 파생결합사채의 한 종류로서 유가증권법정주의를 준수하면서 적법하게 발행될 수 있다고 할 것이다. SAFE는 사채가 아니라 지분증권적 성격을 가지므로 파생결합사채 조항을 근거로 발행할 수는 없다.

## 2) 조건부자본증권과 CN

### ① 관련 법령

「자본시장법」 제165조의11(조건부자본증권의 발행 등) ① 주권상장법인(「은행법」 제33조제1항제2호·제3호 또는 「금융지주회사법」 제15조의2제1항제2호·제3호에 따라 해당 사채를 발행할 수 있는 자는 제외한다)은 정관으로 정하는 바에 따라 이사회결의로 「상법」 제469조제2항, 제513조 및 제516조의2에 따른 사채와 다른 종류의 사채로서 해당 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우

주식으로 전환되거나 그 사채의 상환과 이자지급 의무가 감면된다는 조건이 붙은 사채, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사채를 발행할 수 있다.

## ② 해석론

조건부자본증권은 「상법」상 파생결합사채에 해당되기 어려운 경우에도 발행이 가능하다는 점이 특징이다. 즉 「상법」과 「자본시장법」상 “위험” 요건, “합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능”할 것 요건 등을 충족하지 못하더라도 발행할 수 있는 것이다.

앞에서 검토한 바와 같이 CN은 「상법」상 파생결합사채로 볼 수도 있다고 하였으니, 이 보다 요건이 완화된 조건부자본증권의 요건에 해당하지 못할 이유가 없다. 따라서 CN은 조건부자본증권의 한 종류로도 볼 수 있는 것이다.

그러나 조건부자본증권은 현재로서는 주권상장법인에게만 허용되어 있으므로, 대부분의 경우 비상장법인인 스타트업에 대한 투자수단인 CN이 이를 근거로 발행될 일은 거의 없을 것이다.

## (2) 도입을 위한 입법론

앞에서 살펴본 바와 같이 CN의 경우 현행 「상법」상 파생결합사채에 해당된다고 해석할 여지가 충분하기 때문에 별도 입법이 없어도 이에 근거하여 CN을 발행할 수는 있다. 그러나 이는 어디까지나 해석론에 불과하므로 다른 해석도 얼마든지 가능하고 또 정부당국의 유가증권법정주의에 대한 강고한 입장도 있기 때문에 실제로 기업이 법적 불확실성을 무릅쓰고 발행에 나서기는 쉽지 않다. 게다가 해석론에 근거하여 적극적으로 발행을 하더라도 신주발행에 관한 「상법」의 강행법적 조항들과 충돌 가능성이 적지 않다. 따라서 현행 법 체계내에서 가능 여부를 불문하고 법적 안정성 확보를 위해서는 어떤 형식으로든지 법에 근거 규정을 마련하는 것이 중요하다.



다행히 CN과 유사한 전환사채가 이미 규정되어 있으므로 입법론적으로는 전환사채 관련 조항을 약간 개정하면 CN의 발행 근거로 삼기에 충분할 것으로 판단된다. 이러한 관점에서 다음과 같은 개정안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

현행 「상법」	개정안	비고
<p>제513조(전환사채의 발행)</p> <p>① 회사는 전환사채를 발행할 수 있다.</p> <p>② 제1항의 경우에 다음의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 이를 결정한다. 그러나, 정관으로 주주총회에서 이를 결정하기로 정한 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 전환사채의 총액</li> <li>2. 전환의 조건</li> <li>3. 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용</li> <li>4. 전환을 청구할 수 있는 기간</li> <li>5. 주주에게 전환사채의 인수권을 준다는 뜻과 인수권의 목적인 전환사채의 액</li> <li>6. 주주외의 자에게 전환사채를 발행하는 것과 이에 대하여 발행할 전환사채의 액</li> </ol> <p>③ 주주외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에 그 발행할 수 있는 전환사채의 액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간에 관하여 정관에 규정이 없으면 제434조의 결의로써 이를 정하여야 한다. 이 경우 제418조 제2항 단서의 규정을 준용한다.</p>	<p>(현행과 같음)</p>	

현행 「상법」	개정안	비고
<p>④ 제3항의 결의에 있어서 전환사채의 발행에 관한 의안의 요령은 제363조의 규정에 의한 통지에 기재하여야 한다.</p> <p>(신 설)</p> <p>(신 설)</p>	<p>⑤ 회사는 전환사채 발행시 제513조제2항제2호의 조건을 미리 정하지 않고, 다른 사람을 대상으로 신주식이나 전환사채, 신주인수권부사채 등을 발행할 때 정할 수 있도록 정관에 정하거나 주주총회에서 제434조의 결의로써 정할 수 있다.</p> <p>⑥ 제5항은 상장회사에게는 적용하지 아니한다.</p>	
<p>제515조(전환의 청구)</p> <p>① 전환을 청구하는 자는 청구서 2통에 채권을 첨부하여 회사에 제출하여야 한다. 다만, 제478조제3항에 따라 채권(債券)을 발행하는 대신 전자등록기관의 전자등록부에 채권(債權)을 등록한 경우에는 그 채권을 증명할 수 있는 자료를 첨부하여 회사에 제출하여야 한다.</p> <p>② 제1항의 청구서에는 전환하고자 하는 사채와 청구의 연월일을 기재하고 기명날인 또는 서명하여야 한다.</p> <p>(신 설)</p>	<p>(현행과 같음)</p> <p>③ 제513조제5항의 전환사채의 경우, 전환청구의 의사표시는 신주발행을 위한 청약으로 본다.</p>	
<p>제516조(준용규정)</p> <p>① 제346조제4항, 제424조 및 제424조의2의 규정은 전환사채의 발</p>	<p>(현행과 같음)</p>	<p>제348조(전환으로 인하여 발행하는 주식의 발행가액)</p>

현행 「상법」	개정안	비고
행의 경우에 이를 준용한다. ② 제339조, 제348조, 제350조 및 제351조의 규정은 사채의 전환의 경우에 이를 준용한다. (단서 신설)	다만, 제513조제5항의 전환사채에 대해서는 제348조를 준용하지 아니한다.	전환으로 인하여 신주식을 발행하는 경우에는 전환전의 주식의 발행가액을 신주식의 발행가액으로 한다.

제513조에서 “전환의 조건”이라 함은 전환사채와 전환에 의해 발행되는 주식의 비율을 뜻하는 것으로, 흔히 “전환가액”이라고도 한다.<sup>190)</sup> 즉 현행법에 따를 경우 전환가액이 사전에 정관이나 이사회 내지 주총 결의로 결정되어야 함을 뜻하며 이는 전환가액이 후속 투자 발생시에 정해지게 되는 CN의 성질과 충돌된다. 따라서 제5항을 신설하여 전환가액을 나중에 정할 수 있도록 하는 특수한 전환사채를 허용하자는 취지이다.

제515조에서 전환청구의 의사표시는 형성권으로서 청구서 제출 즉시 별도의 절차 없이 사채권자는 주주의 신분으로 전환된다고 보고 있다.<sup>191)</sup> CN의 경우 후속투자시 자동으로 전환되는 것으로도 할 수 있지만 신주발행에 관한 엄격한 규정들과 충돌할 위험이 있기 때문에 CN의 법적 권한을 가급적 완화시켜 채권화하는 것이 바람직하고 이를 위해서 의사표시의 효력을 형성권이 아니라 청구권으로 하고자 하는 취지에서 전환청구의 의사표시를 신주발행에 대한 청약으로 규정한 것이다. 이에 따라 회사가 법적 절차에 따라 신주발행을 해야만 CN 보유자의 권리가 실현될 수 있게 된다.

제516조에서는 단서를 신설하여 제348조의 준용을 배제하였는데, 이는 제348조가 신주의 발행가액을 기존 주식의 발행가액과 동일하도록 강제하고 있기 때문이다. CN의 경우

190) 이철송, 「회사법강의(제22판)」, 박영사, 2014, 1013면.

191) 이철송, 1020면; 대법원 2004. 8. 16 선고 2003다9636 판결 (“... 전환사채권자가 전환 청구를 하면 회사는 주식을 발행해 주어야 하는데, 전환권은 형성권이므로 전환을 청구한 때에 당연히 전환의 효력이 발생하여 전환사채권자는 그 때부터 주주가 되고 사채권자로서의 지위를 상실하게 되므로...”).

후속투자자가 인수하는 신주가격과 CN 보유자가 인수하는 신주가격이 다를 수밖에 없기 때문에 이 문제를 해소하고자 단서를 신설한 것이다.

그리고 CN은 초기벤처기업의 특수성을 고려한 제도임을 감안하여 상장기업이 활용하는 것은 금지하는 것이 타당하다고 보아 제513조제6항에서 상장회사 적용 배제 조항을 두었다.

### 3. 조건부지분인수계약 활용방안

#### (1) 「상법」 체계 내에서 도입 · 활용방안

앞에서 설명한 바와 같이 2012년 시행된 개정 「상법」에 새로 도입된 파생결합사채와 「자본시장법」에 상장법인 특례로 도입되어 있는 조건부자본증권은 개념의 포괄성과 규정의 유연성으로 인하여 새로운 증권 발행의 좋은 근거가 될 수 있다. 그러나 이들은 모두 법률에서 사채의 일종으로 규정하고 있기 때문에 지분증권적 성격이 강한 SAFE에 적용되기는 어렵다. 따라서 CN과 같이 현행 「상법」 체계 내에서 해석론을 통해서도 도입이 가능한 경우와는 질적으로 다르다.

한편, 지분증권적 성격이 강한 SAFE가 종류주식에 해당되지는 않는지가 검토될 수 있다. 즉 「상법」 제344조제1항은 “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.”고 규정하고 있으므로, SAFE가 이 조항의 종류주식의 일종으로 볼 여지는 없는가이다. 그러나 이 조항은 기본적으로 주식으로 발행되는 지분증권에 전환권 등 조건을 부가한 것으로서 조건 부여 이전에 우선 주식으로 성립되어야 한다. 그러나 SAFE는 후속투자자가 있으면 그때 비로소 투자원금이 주식으로 전환되는 것이므로 후속투자 이벤트가 발생하기 전에는 조건부 계약에 불과하다. 따라서 종류주식 조항을 SAFE의 발행 근거로 삼기는 어려울 것이다.

결론적으로 SAFE의 경우 「상법」상 해석론에 의한 발행 가능성은 한계가 명확하고 입법론적으로 해결할 수밖에 없다고 본다.

**(2) 도입을 위한 입법론**

SAFE의 법적 성격은 지분증권인 주식이 아니고, 장래 주식으로 전환될 가능성이 있는 조건부 지분증권으로 볼 수 있다. 「상법」상 이러한 조건부 지분증권에 해당하는 종류의 증권은 없다. 그래도 보다 유사한 증권을 찾자면 종류주식 중 전환주식에 가깝다고 할 수 있다. 따라서 전환주식과 가까운 조항에 위치하는 것이 더 자연스러울 것이다. 이에 따라 입법론으로서 「상법」 개정안을 제시하자면 다음과 같다.

현행 「상법」	개정안	비고
<p>제346조(주식의 전환에 관한 종류주식) ① 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 전환의 조건, 전환의 청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.</p> <p>② 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 일정한 사유가 발생할 때 회사가 주주의 인수 주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 전환의 사유, 전환의 조건, 전환의 기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.</p>	<p>(현행과 같음)</p>	

현행 「상법」	개정안	비고
<p>③ 제2항의 경우에 이사회는 다음 각 호의 사항을 그 주식의 주주 및 주주명부에 적힌 권리자에게 따로 통지하여야 한다. 다만, 통지는 공고로 갈음할 수 있다.</p> <p>1. 전환할 주식</p> <p>2. 2주 이상의 일정한 기간 내에 그 주권을 회사에 제출하여야 한다는 뜻</p> <p>3. 그 기간 내에 주권을 제출하지 아니할 때에는 그 주권이 무효로 된다는 뜻</p> <p>④ 제344조제2항에 따른 종류주식의 수 중 새로 발행할 주식의 수는 전환청구기간 또는 전환의 기간 내에는 그 발행을 유보(留保)하여야 한다.</p> <p>(신 설)</p>	<p>제346조의2(조건부지분인수계약) ① 회사는 투자금액의 지급에 따른 이자가 발생하지 않고 투자금액의 상환만기일이 없는 조건부지분인수계약을 체결할 수 있다.</p> <p>② 조건부지분인수계약에 따른 신주 발행에 대해서는 계약상의 조건과 절차에 따른다.</p> <p>③ 제1항과 제2항은 상장회사에 대해서는 적용하지 아니한다.</p>	

전환주식의 기본적 내용을 정하고 있는 제346조 다음에 제346조의2를 신설하고, 제1항에는 SAFE의 기본적 정의를 둔다. 그리고 제2항에서는 전환권의 내용과 행사 절차와 관련

하여 전환주식의 경우처럼 법에 자세한 규정을 두는 대신, 원칙적으로 SAFE의 유연성을 고려하여 SAFE 계약에 의해 이루어질 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다. 따라서 「상법」상 신주발행 조항에 우선하여 계약상 조건과 절차의 효력을 인정하는 것이 바람직하다. 그리고 SAFE는 초기벤처기업의 특수성을 고려한 제도임을 감안하여 상장회사에게는 활용 가능성을 배제하는 것이 타당하다고 본다.





korea  
legislation  
research  
institute

## 제6장 결론



## 제6장

## 결론

최근 글로벌 시장에서는 중소벤처기업에 대한 정책적 지원과 혁신창업기업에 대한 금융, 세제상의 특례들이 제시하고 있으며, 중소벤처기업과 창업가의 가치를 인정하는 사례들이 나타나고 있다.

중소벤처기업에 대한 자금조달 방법의 확대 필요성은 해외 주요국에서 활용되고 있는 제도에 관한 도입방안 검토에서 시작되었으며, 대표적인 방법으로 차등의결권제도와 SAFE, CN을 검토하였다.

주주의 의결권은 대규모 공개기업의 경우 다수의 주주에게 분산되어 있는 반면,<sup>192)</sup> 중소벤처기업의 경우 소수의 경영자에게 집중되어 있는 형태가 일반적이다. 중소벤처기업은 설립 이후 기간이 짧으며, 경영환경 변화에 신속하게 대처하여야 하며, 창업자(설립자) 몇 몇의 능력에 따라 기업의 경영성과의 차이가 현격하게 나타난다는 특징을 가진다.

중소벤처기업의 경우 회사의 지속적 발전을 위해서는 창업자의 혁신정신이 유지되어야 하고, 이를 위해서는 상장 이후에도 회사의 중요한 의사결정은 마치 비상장회사와 같이 이루어질 필요가 있는데,<sup>193)</sup> 창업자의 능력에 회사의 성공이 좌우되는 것이며, 이러한 필요성을 인정하여 앞서 설명한 구글이나 페이스북 북, 알리바바, 샤오미의 사례 등 차등의결권을 도입한 사례들이 주주평등의 원칙을 벗어난 경우지만 시장에서 받아들여진 것이라 판단된다. 결국 1주 1표가 항상 최적의 의사결정 방식은 아니며, 기업공개(IPO: Initial

192) 엄세용, “의결권 신탁(voting trust)의 자본시장 활용 및 규제”, 증권법연구 제19권 제2호, 2018, 48면.

193) 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 법경제학 연구 제12권제1호, 2015. 4, 6면.

Public Offering)의 경우 의결권 행사방식은 회사 가치를 극대화하기 위한 방식을 선택<sup>194)</sup> 하도록 하는 것이고 위의 대표적인 사례들도 이에 해당하는 것으로 볼 수 있다.

차등의결권을 도입하는 것이 무조건적으로 벤처기업이나 창업자에게 유리한 것인가에 대해서는 그렇지 않다고 보인다. 왜냐하면, 차등의결권이 발행된 기업이 상장될 경우 당연히 공시 등을 통해 투자자에게 공개될 것이고, 이 경우 의결권 행사를 통한 경영참여에 대해서도 관심을 가지는 투자자에게는 투자유치를 하기 어려워진다. 또한, 앞에서 설명한 바와 같이 우리나라의 경우 여전히 벤처기업이나 창업자에 대해 정부의 정책자금 투자가 높은 비중을 차지하고 있는데 이들 투자기관의 경우 일정부분 경영에 참여하여 기업의 성장과 생존을 도모할 의무와 필요성을 가지고 있으므로 차등의결권이 발행되어 경영에 영향력을 행사하기 어렵게 되는 경우 기관투자를 받기 어렵게 되는 상황도 고려할 필요가 있기 때문이다.

그럼에도 불구하고 벤처기업이나 혁신성을 갖춘 창업자에 대한 유연한 자금조달 시스템의 필요성을 지속적으로 제기되고 있으며, 최근 미국 이외에도 홍콩, 싱가포르, 중국 등에서도 적극적인 제도 도입 및 상장규정 개정이 일어나고 있다. 이러한 시기에 기존의 대기업의 지배주주 경영권 방어 수단으로 사용될 우려 때문이라는 접근만으로 제도 자체의 도입을 제한하는 것은 최근 해당기업의 설립국가와 관계없이 투자자 유치가 수월한 상장 시장을 선택하여 상장하는 추세인 글로벌 시장에서 우리 기업들의 경쟁력을 더욱 약화시킬 우려가 있다.

중소벤처기업에 투자하는 투자자의 경우 주주가 갖게 되는 의결권을 통한 경영참여 보다는 투자의 경제적 수익에 대한 관심이 높은 경우가 다수 있을 것으로 판단되므로, 전체 기업에 대한 도입이 아닌 벤처기업이나 앞서 개념을 설정한 혁신창업기업을 대상으로 제도를 도입한다면 결국 시장에서 해당 기업의 가치를 판단한 투자가 발생할 것으로 기대할 수 있을 것이다.

194) 김효신, “종류주식 다양화의 법적문제, 부산대학교 법학연구 제51권제1호, 2010. 2, 6면.

그러나 차등의결권제도, SAFE, CN을 「벤처기업법」이나 「중소기업창업법」에 도입하는 경우 「상법」이나 「자본시장법」과의 정합성 문제는 계속 제기될 수 있을 것이다.

예컨대, 「벤처기업법」은 그 법의 대상이 되는 기업들에게 투자할 경우 일정한 혜택을 주겠다는 취지일 뿐이고, 따라서 「벤처기업법」의 혜택을 원치 않으면 「벤처기업법」에 관계없이 자율적으로 벤처기업에 원하는 대로 원하는 방식으로 투자할 수 있는 것이기 때문이다.

따라서 「벤처기업법」이나 「중소기업창업법」에 차등의결권제도, SAFE, CN이 도입될 경우 정합성의 문제를 해소하기 위해서는 ‘다른 법률과의 관계’ 조항을 통해 적용 관계를 설정해 주는 접근이 필요하다. 즉, “이 법은 벤처기업(또는 혁신창업기업)에 관하여 다른 법률에 우선하여 적용한다. 다만, 다른 법률에 이 법에 따른 규제의 내용보다 완화된 규정이 있으면 그 법률에서 정하는 바에 따른다”는 방식으로 규정하거나 “「상법」이나 「자본시장법」의 규정은 이 법에 따른 벤처기업(또는 혁신창업기업)의 제○조에 따른 자금조달과 투자에 대해서는 적용하지 아니한다” 라는 내용의 규정을 고려해 볼 수 있다.

다만, 이와 같은 관계 설정 방법은 전체 법률의 취지와 법률 간의 관계를 고려하여 신중히 접근할 필요가 있을 것이라는 점은 분명할 것이나 중소벤처기업의 경우는 차등의결권이나 SAFE, CN 등을 통한 자금조달 방안 확대로써 경영권을 유지하면서 직접투자를 받을 수 있는 제도적 기반을 마련해 줄 필요가 있다는 점에서 보다 적극적으로 검토해 볼 필요는 있을 것이다.



korea  
legislation  
research  
institute

## 참고문헌





## 참고문헌

### □ 국내문헌 및 자료

- 관계부처 합동, 「혁신창업 생태계 조성방안」, 2017. 11. 2.
- 강병훈, 국회 법제사법위원회, 「상법」 일부개정법률안(정갑윤의원 대표발의, 제3598호) 검토보고, 2017. 2.
- 고창현, “차등의결권제도의 도입과 상장”, 기업법연구, 2015. 9.
- 국회, “1주 1의결권 원칙 검토와 차등의결권제도 도입방안 세미나”자료집, 2015. 6. 12.
- 금융감독원, ”의무전환사채 등 변종사채 발행에 대한 공시심사 강화“, 보도자료, 2009. 7. 20.
- 김갑래, 홍콩과 싱가포르의 차등의결권 제도 개관, 한국법제연구원 워크숍 발표자료, 2018. 6. 22.
- 김건식, “워런트(warrant)의 도입을 위한 소론”, 서울대학교 법학 제40권제1호, 1999.
- 김순석, “차등의결권주식의 도입에 관한 법적 쟁점”, 기업법연구 제29권제4호, 2015. 12.
- 김우찬, 독약증권(poison pill) 우리나라에선 진짜 독, 경제개혁리포트, 2008-6호. 2008.
- 김정호, “차등의결권 주식의 도입가능성에 대한 연구“ 2014.1.23.
- 김효신, “종류주식 다양화의 법적문제, 부산대학교 법학연구 제51권제1호, 2010. 2.
- 성 준, “벤처기업 자금조달 현황 및 문제점”, 한국법제연구원 전문가워크숍 자료집, 2018. 8. 3.

- 박용린, “조건부지분인수계약의 국내 도입과 주요 고려 사항”, 자본시장포커스, 2018-09호, 2018. 04. 17 ~ 04. 30.
- 박준, “회사채 관련 법제의 개선”, 상사법연구, 제36권제1호, 2017.
- 박현성. “KERI Brief 혁신기업과 기업지배구조 트렌드” 한국경제연구원. 2017.10.30.
- 석광현, “우리 기업의 해외증권 발행과 관련한 법적인 미비점과 개선방안”, 증권법연구 제3권제2호, 2002.
- 송옥렬, “상장회사의 차등의결권 주식에 대한 비판적 고찰”, 법경제학 연구 제12권제1호, 2015. 4.
- 안성포, “증권적 채권과 유가증권법정주의”, 비교사법 제17권제4호(통권51호), 2010.
- 안수현, “홍콩의 창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권 제도의 입법동향”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 6. 15.
- 양석완, 복합운송증권의 법적 지위, 상사판례연구, 제22권 제1호, 2009.
- 양창수, ‘2002년판 독일「민법」전’, 박영사, 2002.
- 엄세용, “의결권 신탁(voting trust)의 자본시장 활용 및 규제”, 증권법연구 제19권 제2호, 2018.
- 오성근, “「상법」상 종류주식에 관한 고찰”, 증권법연구, 제17권 제1호, 2016.
- 유주선, “주주평등의 원칙의 완화와 차등의결권주식의 도입 가능성”, 증권법연구 제16권 제3호, 2015.
- 윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 상사법연구, 제22권제1호, 2003.
- 윤영신, “「상법」개정안과 사채제도의 개선방향”, 「상사법연구」 제28권 제3호, 2009.

- 이미현, “현행 기업법제상 수쿠크(Sukuk)의 활용방안, 상사법연구, 제34권제1호, 2015.
- 이성웅, “골프회원증의 유가증권성”, 상사법연구, 제27권제3호, 2008. 11.
- 이철송, 「회사법강의(제22판)」, 박영사, 2014.
- 이코노미조선, 2018. 10. 12.
- 이효경, “일본의 창업·벤처기업 자금조달 관련 증권시장의 변화와 차등의결권제도의 입법동향”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 6. 22.
- 정진세, “채권의 주식전환 약정의 효력 - 대법원 2007. 2. 22. 선고 2005다73020 판결”, 법률신문, 2007. 7. 16.
- 조민제·조남문, 義務轉換 條件附 轉換證券의 許容與否에 대한 檢討, 法曹(Vol.607), 2007. 4.
- 조선비즈. 2018. 10. 12.
- 중소기업중앙회, 「2017년 중소기업 현황」, 2018.
- 중소벤처기업부, 보도자료, 2018. 1. 30.
- 중앙일보, “투기자본 휘젓고 다녀도 속수무책 국내기업”, 2018. 5. 3.
- 최민혁, “차등의결권제 등 새로운 자금조달 수단의 적용대상 검토”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2018. 8. 3.
- 한국경제, “코스닥 차등의결권 허용해야 하나”, 2018. 2. 10. 보도.
- 한정미 외, 「벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구」, 한국벤처투자 연구용역보고서, 한국법제연구원, 2017. 12.

## □ 외국 자료

Ashton, Douglas C. “Revisiting Dual-Class Stock,” St. John’s Law Review: Vol. 68: Iss. 4, Articles 2.

Becht, Marco & DeLong, J. Bradford. “Why Has There Been So Little Block Holding in America?, in A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers” 613, 653-57 (Randall K. Marck ed., 2005)

Council of Institutional Investors. “Dual Class Companies List” 2017.3.

Council of Institutional Investors. “Dual Class Companies List” 2018.1.

Council of Institutional Investors, “Large Majority of 2017 IPOs were One Share, One Vote.” 2018.

Dieterich, Chris, Farrell, Maureen, and Krouse, Sarah, “Stock Indexes Push Back Against Dual-Class Listings.” The Wall Street Journal. 2017.8.2.

Dewing, A.S. “The Financial Policy of Corporations” The Ronald Press. 1953.

De La Mercedl, Michael J., “Alibaba, Chinese Internet Giant, Picks N.Y.S.E. for Its Listing” The New York Times. 2014.6.26.

Dunlavy, Colleen A. “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights.” 63 Wash.&LeeL.Rev.1347. 2006.

Dunkley, Emma. “HKEX admits Alibaba forced it to rethink dual-class shares.” Financial Times. 2018.1.17.

- Farrell, Maureen & Steele, Anne, “Spotify Kicks Off Its Unusual IPO.” The Wall Street Journal. 2018.2.28.
- Flint, Joe & Hagey, Keach, “CBS Ups Stakes in Feud With Redstones.” The Wall Street Journal. 2018.5.14.
- Geddie, John, “Singapore lowers bar for proposed dual-class share listings.” Reuters. 2018.3.28.
- Goldfarb, Jeffrey, “Yelp Earns Good Review for Dual-Class Demise.” Reuters. 2016.9.27.
- Howell, Jason W. “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms Who Leave the Structure.” 2010.
- HKEX, “CONSULTATION CONCLUSIONS : A LISTING REGIME FOR COMPANIES FROM EMERGING AND INNOVATIVE SECTORS”, 2018. 4.
- Hufford, Austen, “Zynga Moves To Single-Class Share Structure.” The Wall Street Journal. 2018.5.2.
- Kerber, Ross, “BlackRock wants regulators to address unequal voting rights.” Reuters. 2018.4.20.
- Russell 3000 Index. “Membership List.” [ftserussell.com](http://ftserussell.com) 2017.6.26.
- Ripley, William. “From Main Street to Wall Street” 87 Atlantic Monthly 94. 1926.
- SEC Form 10-Q via EDGAR. 2018.5.11.
- Skadden, Hong Kong Publishes Groundbreaking New Rules for Dual-Class Shares, Emerging and Innovative Sectors, 2018. 4. 25.

Nonninger, Lea, “This Hong Kong exchange overhauls its rules to lure fintechs.” Business Insider. 2018.4.23.

Prang, Allison, “GreenSky Expects IPO to Price Between \$21 and \$23 a Share.” The Wall Street Journal. 2018.5.14.

Wolverton, Troy, “Roku’s CEO and other insiders will control 98 percent of the company’s voting power even after its IPO.” Business Insider. 2017.9.18.

Winkler, Elizabeth, “Can Super-Voting Stocks Survive the CBS Challenge?” The Wall Street Journal. 2018.5.15.

“Uber ‘dual’ comes to an end.” Australian Institute of Company Directors. 2017.10.11.

Forest City Realty Trust, Inc., “Forest City Enters into Agreement to eliminate the Company’s Dual-Class Share Structure; Announces Board Changes and Corporate Governance Enhancements.” PR Newswire. 2016.12.6.

## □ 인터넷 자료

<https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html>

(최종방문 2018. 10. 30)

[https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty#\\_ftn24](https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty#_ftn24)

(최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.investopedia.com/ask/answers/08/security-market-usa.asp>

(최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.smartcompany.com.au/startupsmart/advice/startupsmart-funding/the-safe-way-sydney-startup-uprise-raises-200000-through-the-future-of-early-capital-in-australia/>.

(최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.breakingviews.com/considered-view/yelp-earns-good-review-for-dual-class-demise/>

(최종방문 2018. 10. 30)

<https://blog.sowefund.com/04602/accord-investissement-rapide-air>. (최종방문 2018. 10. 30)

<http://www.rudebaguette.com/2013/12/23/modeled-ycs-safe-air-first-legal-convertible-note-france/>.

(최종방문 2018. 10. 30)

<http://kosis.kr/index/index.jsp> (최종방문 2018. 10. 30)

<http://kind.krx.co.kr> (최종방문 2018. 10. 30)

[https://www.cii.org/dualclass\\_stock](https://www.cii.org/dualclass_stock). (최종방문 2018. 10. 30)

[http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content\\_5325472.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-09/26/content_5325472.htm)

(최종방문 2018. 10. 30)

<http://www.mcvo.org/simple-agreement-for-future-equity/simple-agreement-for-future-equity-awesome-blog/> (최종방문 2018. 6. 23)

<https://www.prnewswire.com/news-releases/forest-city-enters-into-agreement-to-eliminate-the-companys-dual-class-share-structure-announces-board-changes-and-corporate-governance-enhancements-300373625.html>.

(최종방문 2018. 10. 30)

<https://aicd.companydirectors.com.au/membership/the-boardroom-report/volume-15-issue-10/uber-dual-comes-to-an-end>. (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-share-structure-1525293576>. (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.businessinsider.sg/post-ipo-ceo-anthony-wood-will-have-32-of-rokus-voting-power-2017-9/> (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.wsj.com/articles/stock-indexes-push-back-against-dual-class-listings-1501612170>. (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.wsj.com/articles/spotify-kicks-off-its-unusual-ipo-1519847272>. (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.wsj.com/articles/greensky-expects-ipo-to-price-between-21-and-23-a-share-1526304752>. (최종방문 2018. 10. 30)

<https://www.wsj.com/articles/zynga-moves-to-single-class-share-structure-1525293576>. (최종방문 2018. 10. 30)



현안분석 18-04

중소벤처기업 법제연구(I)

- 혁신창업 활성화를 위한 중소기업  
자금공급 확대방안 연구 -

2018년 10월 28일 인쇄  
2018년 10월 31일 발행

발행인 | 이익현

발행처 | 한국법제연구원  
세종특별자치시 국책연구원로 15  
(반곡동, 한국법제연구원)  
전화 : (044)861-0300

등록번호 | 1981.8.11. 제2014-000009호

홈페이지 | <http://www.klri.re.kr>

값 8,000원

1. 본원의 승인없이 전재 또는 역재를 금함. ©
2. 이 보고서의 내용은 본원의 공식적인 견해가 아님.

ISBN : 978-89-6684-909-3 93360



---

## 저자명(책임)

한 정 미

### 학 력

단국대학교 법학박사  
(현) 한국법제연구원 선임연구위원

### 연구실적 및 논문

벤처투자제도 개선방안 도출을 위한 연구  
디지털사회 법제연구(I) -가상통화 규제체계에  
관한 연구-  
미래산업 분야 법제이슈에 관한 연구(VI)  
-클라우드컴퓨팅 환경의 이용자 보호에 관한  
연구-  
중소기업 기술혁신촉진법 개정방안 연구

---

## 저자명(공동)

성 희 활

### 학 력

Indiana University at Bloomington 법학박사  
(현) 인하대학교 법학전문대학원 교수

### 연구실적 및 논문

클라우드펀딩 법제개선방안 연구  
상장제도 선진화 방안 연구  
불공정거래 부당이득 산정방안 연구



한국법제연구원  
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE



ISBN 978-89-6684-909-3

값 8,000원