

碩士學位論文

無議決權 優先株의 發行에 관한 研究

1991年 12月

漢城大學校 經營大學院

企業管理 專攻

丘 在 勉

碩士學位論文

無議決權 優先株의 發行에 관한 研究

丘 在 勉

漢城大學校 經營大學院

企業管理 專攻

1991年 12月

無議決權 優先株의 發行에 관한 研究

(A Study on Nonvoting Preferred Stock's Issue)

指導教授 崔 明 奎

이 論文을 經營學 碩士 學位論文으로 提出함.

1991年 12月 日

漢城大學校 經營大學院

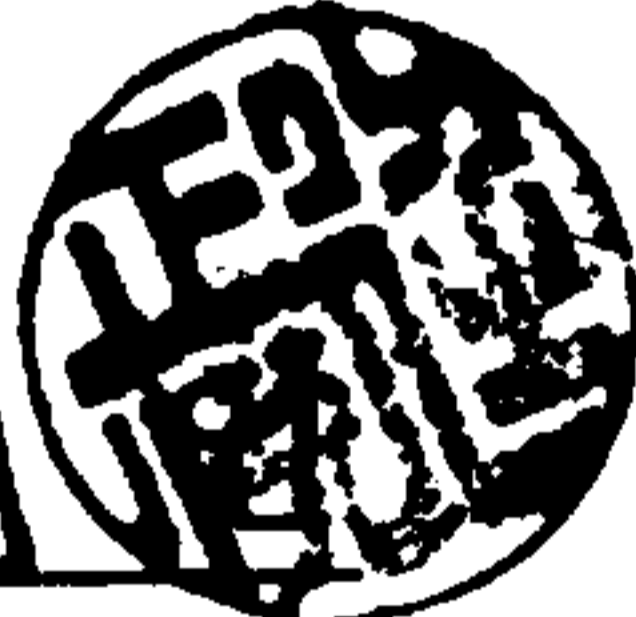
企業管理 專攻


丘 在 勉


論文認准書

丘在勉의 經營學 碩士學位論文을 認准함.

1991年 12月 日

審査委員長 延 正 愷 

審査委員 姜 錫 中 

審査委員 崔 明 奎 

감사의 글월

드러커는 「새로운 현실」을 말했습니다. 이젠 돈도, 사람도, 땅도, 기술도 못 믿는다고. 앞으로 믿을 건 「매니지먼트」뿐이라고. 깜짝놀라서, 밤을 도와서라도 늑마에 늦잠이 짓 마다 않고 배우고 싶었습니다.

There is nothing new under the sky.(?) 하나님, 우주의 모든 존재를 지으신 당신의 말씀을 의아해할 맘은 털끝 만큼도 없어야 한다고 기도합니다. 하지만, 저희는 「제 3의 물결」에 휩쓸려 떠내립니다. 알빈·토플러가 우리를 손가락질합니다. 새로운 정보, 새로운 기술, 새로운 지식이 소용돌이칩니다. 저는 그 거품 속에 갇혀서 어리둥절합니다. 밖이 희미하게 아롱거립니다.

어제 배운 것은 오늘 벌써 박물관으로 실려갔고, 저희는 내일을 살아갈 힘이 되는 배움을 찾기에 숨이 찹니다. 주여, 구원하소서. 겨자씨만한 믿음도 없는 저를 불쌍히 여기시사, 신 다된 이 죄인으로 하여금 학위를 얻게 하시니, 주여, 제 잔이 넘치나이다.

처음부터 끝까지, 논문의 인쇄·교정까지도 걱정하시며 엄한 학문적 사랑으로 가르쳐주신, 존경하는 崔明奎 교수님께 드릴 것이라고는 「감사합니다」 뿐이어서, 몸들 곳을 찾지 못합니다. 토론·자료·워딩을 도와준, 공동연구하다시피 도와준, 젊은 경제학도 吳益根 뉘에게 「통과」라는 소식을 맨먼저 전합니다.

1992. 12. 31.

丘 在 勉

目 次

第 1 章 序 論	1
第 1 節 問題의 提起	1
第 2 節 研究의 範圍 및 限界	2
第 2 章 無議決權 優先株의 意義 및 分類	5
第 1 節 無議決權 優先株의 意義	5
1. 無議決權 優先株의 理論的 根據	5
2. 無議決權 優先株을 둘러싼 利害關係	8
第 2 節 優先株의 屬性에 따른 分類	11
1. 參加的 (Participating) 屬性	11
2. 累積的 (Cumulative) 屬性	12
3. 議決權 (Voting Right) 의 屬性	12
4. 其他屬性	13
第 3 節 社債型과 普通株型의 分類	13
1. 社債型	15
2. 普通株型	16
第 4 節 우리나라 無議決權 優先株의 發行現況	17
第 3 章 無議決權 優先株의 發行要件 및 權利內容	20
第 1 節 商法上 無議決權 優先株의 發行要件	21
1. 配當優先株	21

2. 定款에의 定함	22
3. 發行數의 制限	22
第 2 節 議決權의 例外的 認定과 復活	24
1. 議決權의 例外的 認定	24
2. 議決權의 復活	25
第 3 節 議決權 以外的 權利	26
1. 株主總會 參與權	26
2. 株主總會 召集請求權	27
3. 總會召集의 通知를 받을 權利	28
4. 理事·監事 解任請求權	28
5. 總會決議 取消請求權	29
6. 株式買受請求權	30
7. 新株引受權	31
第 4 節 外國의 發行現況 및 制度	31
1. 美國	31
2. 日本	33
3. 西獨	35
4. 프랑스	36
第 4 章 無議決權 優先株의 效益과 限界	38
第 1 節 無議決權 優先株의 效益	38
1. 經營權保護	38

2. 企業 財務構造의 改善	39
3. 外國資本의 國內企業 支配防禦	41
第 2 節 無議決權 優先株의 限界	42
1. 經濟力集中의 深化	42
2. 代理費用 (Agency Cost) 의 增加	44
第 3 節 無議決權株가 企業價値에 미치는 影響	45
1. 企業價値에 影響을 주지 않는다는 研究	46
2. 企業價値를 增加시킨다는 研究	47
3. 企業價値를 減少시킨다는 研究	50
第 5 章 無議決權 優先株의 合理的 利用을 위한 提言	52
第 1 節 優先的 配當內容의 合理的인 決定	52
第 2 節 無議決權 優先株主의 保護強化	53
第 3 節 發行形態의 多樣化	55
第 4 節 代理費用 減少方案 講究	58
第 5 節 圓滑한 制度運營을 위한 方案의 摸索	60
第 6 章 結 論	62
參考文獻	63
ABSTRACT	68

表 目 次

〈 表 1 〉 優先株 上場現況 比較	18
〈 表 2 〉 優先株의 發行推移	19
〈 表 3 〉 商法改正에 따른 優先株 條項의 變化	35

第1章 序 論

第 1 節 問題의 提起

현재 우리나라에서 發行되고 있는 優先株는 거의 전부가 非參加的, 非累積的, 無期限附, 年率 1% 優先配當 조건을 優先的 내용으로 하고 있다.

1985年末부터 우리나라 證市가 活況을 구가하면서 上場會社로 하여금 그 때까지 의존하던 他人資本에 의한 資金調達을 가급적 억제하고, 自己資本에 의한 資金調達을 하도록 정부의 방침 및 권고가 이루어짐에 따라 證券市場을 통해 많은 公募 有價增資가 행하여졌다.

이러한 增資의 경우 大株主는 기존의 經營權을 확보하기 위한 持分率을 유지하기 위하여는 막대한 資金을 追加出資 하여야" 하므로 이러한 追加出資 없이 經營權을 확보하면서 增資를 할 수 있는 無議決權 優先株에 관심을 두게 되었다¹⁾. 다만 優先株의 경우 優先配當率을 높게 하면 회사에 대한 配當金 부담이 너무 커지므로 經營權을 확보하면서도 配當壓力을 줄일 수 있는 방안을 모색하게 되었는데, 그 결과 '普通株式의 配當보다 額面金額을 기준으로 하여

1) 金建植, "無議決權 株式에 대한 小考" 證券 第 52 號, 1987. 6. P. 19.

2) 朴炳武, "無議決權 優先株에 대한 商法上 實務上의 諸問題" 서울 大學校 法學碩士學位論文, 1989. P. 3.

年 1%를 (금전으로) 더 配當 ...³⁾하는 다른 나라에서 예를 찾아 보기 힘든 독특한 형태의 無議決權 優先株式을 창출해 내었다.

그러나 이러한 형태의 無議決權 優先株에 投資함으로써 그 優先的 配當이 과연 중요한 株主權의 하나인 議決權의 포기과 맞바꿀 수 있는 것인지에 대하여는 논란의 여지가 있다 하겠다.

第 2 節 研究의 範圍 및 限界

앞서 살펴본 바와 같이 無議決權 優先株 制度는 大株主의 증자대금 납입 부담을 완화하고, 經營權 안정을 기하면서 企業 資金을 조달할 수 있으며, 投資者의 다양한 기호를 충족시켜 줄 수 있는 유용성을 가지고 있다. 특히 資本市場 개방을 앞두고 외국인에 대한 國內企業의 經營權 침탈 가능성에 대한 효과적인 대응 수단⁴⁾으로 인식되어 政策的으로 無議決權 優先株 發行이 장려되기도 하였다.

그러나 企業들이 大規模 有價增資를 실시함에 따라 大株主들이 納入資金 마련을 위해 無議決權 優先株를 대량으로 집중 매각함으로써 株價下落을 가속화 시키고 普通株와의 價格差가 심화되는 부작용이 드러났다. 이에 따라 政府는 '90年 3月 2日 無議決權 優先株 發行 制度改善案을 마련하기에 이르렀다.⁵⁾

그런데 無議決權 優先株 制度가 그 본래의 좋은 취지를 살리지 못하고 大株主의 資金 調達 手段으로 이용되고, 정책당국의 편의적

3) 上場會社標準定款 第 8 條의 2 2 項.

4) 本稿 第 5 章. 第 1 節. 3. 參照.

5) 證券監督院刊, 증권조사월보, 1991. 1. P. 8.

이고 무원칙적인 制度로 運營되는 근본적인 이유는 無議決權 優先株에 대한 입법적 미비와 이론적 研究 부족에 기인하는 바 크다.

그간의 선행연구들의 접근 및 탐색방향은 ①理論的 탐색 ②制度改善 ③활성화 대책 ④활용방안 ⑤주가에 미치는 영향 ⑥상법적 해석 등으로 대별할 수 있다. 특히 본고의 주요논제인 無議決權 優先株의 效益과 限界와 관련하여 기존의 연구들은 ①우선적 배당의 과소 ②代理費用의 增加 ③경영권보호의 역기능 ④경제력 집중의 심화 ⑤株主의 權益侵害 등등의 無議決權 優先株의 역기능을 지적하고 있으나 대개의 연구가 優先株의 한계를 극복하기 위한 연구에 대하여는 그 연구의 질이나 폭에 있어 크게 부족하였다 하겠다.

이러한 관점에서 本稿에서는 第 2 章, 3 章에서 無議決權 優先株의 意義 및 分類, 無議決權 優先株의 發行要件 및 權利內容과 外國의 事例 등을 기존의 연구들을 중심으로 살펴 본 後 第 4 章에서는 無議決權 優先株의 效益과 限界를 살펴본 同時에 現在 無議決權 優先株와 관련하여 제기되는 問題들을 具體的으로 지적하고, 第 5 章에서 無議決權 優先株 制度가 資本市場 개방에 대비하는 기업의 自己 資本 調達의 有用한 한 수단으로써 정착될 수 있도록 無議決權 優先株의 합리적 이용을 위한 몇가지 제언을 하고자 한다.

본 연구가 뚜렷한 모델을 제시하지 못한채 몇가지 제언에 그치고 있다는 것은 본 논문의 한계라 하겠다. 뚜렷한 모델의 제시 및 이 연구와 관련하여 탐색될 수 있는 몇 가지 論題들, 예컨대 기업통제권 시장(proxy fight, tender offer, M & A)이 발달하지 않은 한국 증권시장에서 투자자들이 판단하는 議決權의 가치에 관한 연구, 대주주의 대량 매각 압력 및 持分確保戰 기대심리 때문에 우선적

배당의 메리트보다 議決權을 높이 평가한다고 막연히 상정되어온 등
優先株와 普通株의 價格差의 原因分析 研究, 無議決權 優先株의 選
好度 調査研究, 사채형 우선주의 등급평가와 배당위험에 관한 연구
등등은 다른 분들의 연구과제로 부탁드리고 싶다.

第 2 章 無議決權 優先株의 意義 및 分類

第 1 節 無議決權 優先株의 意義

1. 無議決權 優先株의 理論的 根據

議決權은 株式會社의 最高의사결정기관인 株主總會에 참여하여 회사 의 의사형성에 참여하는 권리이다. 대부분의 입법례에서 議決權은 주주들에게만 부여되고 있는데 그 이유는 株主만이 이른 바 殘餘利益請求者¹⁾(residual claimant) 이기 때문이다. 株主는 會社의 모든 義務(주로 契約上의 義務)를 이행한 後에 남은 利益(또는 損害)을 차지(또는 負擔)하기로 되어 있기 때문에 經營의 성적에 가장 큰 利害關係를 가진다.

따라서 殘餘利益 請求者로서의 株主는 危險資本(risk capital)을 提供하는 회사의 政策決定에 민감한 關係를 갖는 者로서 비록 會社의 經營을 직접 담당하지는 않는다 하더라도²⁾ 會社의 궁극적인 意思決定에 참여할 수 있는 議決權을 갖는 것이 원칙³⁾이다.

1) Easterbrook & Fischel, Voting in Corporate Law, 26. J.L. & Econ., (1983), P. 403.

2) 專門經營人이 日常的인 經營을 맡는 것이 不可避히 짐에 따라 惹起되는 株主와 經營主間의 利益衝突問題를 學者들은 代理費用(Agency Cost)의 問題로 파악하고 있다; 이에 대한 자세한 논의는 本稿 第 4 章 第 2 節 2 參照.

3) 다만 例外的으로 委任狀機構(proxy machinery)를 통하여 會社를 支配하는 美國과 安全株主의 協同에 의한 日本의 大會社의 경우

商法 第 369 條는 1 株 1 議決權의 原則을 채택함과 함께 株主에게만 議決權을 부여함을 명문으로 밝히고 있다. 그러나 반드시 모든 株主에게 議決權이 인정되는 것은 아니다. 즉 일정한 경우 議決權을 가지지 않는 株式이 인정되며 이를 無議決權株라 한다. 우리나라 商法 第 370 條는 利益配當에 優先的 內容이 있는 경우에 한하여 無議決權株로 할 수 있도록 하고 있다.⁴⁾

그렇다면 株式의 일종인 優先株에 議決權을 부여하지 않을 수 있도록 한 근거는 무엇인가?

그 첫번째 근거는 앞서 논술한 株主에게 議決權을 부여하는 이유에서 도출해 낼 수 있는데 優先株 중에서도 단순히 利子配當 또는 殘餘財産의 分配에 관해서가 아니라 利益配當에 관해서 優先的 內容이 있는 株式의 株主는 普通株主에 비하여 收益의 확실성을 상당히 보장받는 까닭에 殘餘利益請求權者라고 할 수 없다⁵⁾ 물론 優先株도 결국 株式의 일종이므로 利益이 없거나 적은 경우에는 정해진 配當率까지 配當이 불가능할 수도 있으며⁶⁾ 利益이 충분히 있더라도 法律上 반드시 소정의 優先配當을 지급해야 하는 것은 아니다. 하지만

는 經營者가 議決權을 가진 것이나 다름이 없고, 共同決定制度에 의한 서독의 경우는 從業員이 議決權을 갖기도 한다. 한편 델라웨어, 뉴욕, 캘리포니아 등 美國의 一部 州들은 社債權者에게 議決權을 賦與하는 것을 明文으로 規定한다;

Henn & Alexander, Laws of Corporation (1983), P. 381.

4) 議決權을 가지지 않는 株式은 商法 第 370 條에 정하는 경우에 한하는 것은 아니다. 會社의 自己所有株式, 監事選任에 있어서 3% 超過에 該當하는 株式, 相互所有에 의한 議決權의 制限 등 法律의 規定에 의하여 議決權이 制限되는 경우도 있다.

5) 金建植, 前掲書, P. 21.

6) 李泰魯 / 李哲松, 會社法講義 (博英社 ; 1987), P. 210.

현실적으로 利益이 있으면서도 優先配當을 하지 않는 경우는 드물
뿐 아니라 普通株에 조금이라도 配當을 하기 위해서는 소정의 優先
配當을 전부 지급하지 않으면 안된다는 점에서 收益의 확실성은 상
당한 것이며 바로 이러한 收益의 확실성이 一株一議決權原則의 예외
로서 株主에게 議決權을 인정하지 않는 無議決權 優先株의 이론적근
거라고 할 수 있다.”

하지만 이러한 논리는 公金利와 비슷한 정도의 높은 優先 配當率
로 발행되는 優先株의 경우에는 타당하다. 그러나 현행 發行되고
있는 優先株와 같이 優先 配當率이 1%에 불과한 優先株는 普通株
와 마찬가지로 경영성과에 따라 配當規模가 변동되는 優先株는 議決
權을 가져야 할 필요는 여전히 존재한다.⁷⁾ 일부 학자들은 株式이 널
리 분산된 대규모 주식회사에 있어서 대부분의 株主들은 會社의 經
營에는 관심이 없고 配當의 다과에만 관심이 있는 投資株主이며 그
들은 어차피 행사하지 않을 議決權을 스스로 포기하는 대신에 配當
에 대해서 優先權을 부여받는 것에 기꺼이 동의할 것이며 이처럼
投資者가 자유의사에 따라 거래 조건을 결정하였다면 특별한 사정이
없는 限 그 意思를 존중하는 것이 私法의 基本原則인 私的自治의
原則에 부합되는 것이라는 점을 無議決權 優先株를 정당화하는 第 2
의 근거로 삼고 있다. 이러한 견해를 취한다면 當事者間的 교섭에
의해 定해진 優先 配當率이라면 1%, 아니 極端的으로는 優先 配當
額을 株當 1 원으로 정하는 것도 막을 이유가 없을 것이며 이 論
理를 한 걸음 더 진행시킨다면 無議決權 普通株도 금할 이유가 없

7) 尹鍾秀, 前掲書, P. 4.

8) 金建植, 前掲書, P. 21.

다 할 것이다.”

2. 無議決權 優先株를 둘러싼 利害關係

無議決權 優先株를 새로 발행하는 경우 그 發行主體인 株式會社의 경영진⁹⁾(또는 大株主)와 引受者인 개인투자자, 機關投資者의 이해에 중요한 변화가 생긴다.

無議決權 優先株의 발행 主體는 여러가지 側面에서 다양한 형태의 優先株를 발행하려 한다. 우선 통상적인 경우 발행 主體는 자신의 持分率을 유지한 채 추가 出資의 부담없이 대중으로 부터 회사의 資本을 조달하려 하는 데 그 수단으로서 債務를 부담하거나 또는 議決權 없는 株式을 발행하는 방법을 쓰려 한다.¹⁰⁾ 그런데 債務의 無限定 負擔을 회사의 破産危險 (Bankruptcy Risk) 을 증가시키므로 어느 정도까지 이상은 어렵고¹¹⁾ 더구나 우리나라 법상으로는 社債發行 限度가 정하여져 있으므로¹²⁾ 社債發行限度를 채운 회사로서는 株式을

9) 上揭書, P. 22.

10) 우리나라에서는 一般的으로 大株主와 經營主의 利害는 一致하나 (所有者支配論) 美國과 같이 株式分散이 잘되어 있는 나라에서는 經營者가 株主의 利害와는 달리 會社를 支配할 수 있는 바 이는 委任狀勸誘 등에 의해 可能하다; 자세한 것은 李泰魯 / 李哲松, 前揭書, P. 350. 이하 ; 金鎮奉, “株式會社 理事會의 運營에 關한 研究” 東國大學校 法學博士學位論文, pp 24 ~ 32 (1986).

11) 大宇經濟研究所刊, “우리나라의 무의결권주 활용방안” 증권조사자 88-3-07-15, p. 22.

12) 朴廷寔, 現代財務管理 (茶山出版社; 第3改訂版), pp. 376~379. 이는 會社의 資本構造 (Capital Structure) 理論 중 破産費用의 問題로 다루어진다.

13) 洲崎博史, “優先株 · 無議決權株의 法律上 · 實務上의 問題點” インベストメント 第40卷 第2號, NO.240, P.4. 1987.4. ; 우리 商法上 社債의 總額은 資本과 準備金 總額의 2倍를 넘지 못하

통하는 것 외에 다른 資金調達 방법이 없을 것이다. 이러한 경우 無議決權 株式의 發行은 社債 (또는 其他 借入金)을 대치하는 기능을 하게 되므로 發行主體로서는 社債에 유사한 發行條件 및 속성을 가진 無議決權 優先株를 발행하게 된다. 이 경우 회사로서는 社債利子에 상당하는 높은 配當壓力을 받게 되므로¹⁴⁾ 이를 회피하기 위하여 회사의 전망이 좋아 配當 가능성이 높거나, 證券市場이 活況이라 時勢差益이 상당히 예상되는 경우에는 無議決權 普通株에 유사한 無議決權 優先株 發行도 고려할 수 있을 것이다.¹⁵⁾ 즉 優先配當額을 극히 저율로 하면서 普通株 配當에 참가적으로 하는 경우가 그 예이다. 회사로서는 이렇게 통상적인 경우외에도 優先株를 통한 資金調達の 필요성을 느낄 경우가 있다. 즉 會社가 會社整理節次 등을 게시하거나 또는 부도 등의 위기에 직면하여 통상적인 조건으로 資金을 調達하는 것이 어려울 경우 극히 유리한 조건의 優先株를 發行하여 (예컨대 有議決權, 社債利子보다 높은 優先配當率, 参加的) 자금을 조달할 필요성도 있는 데¹⁶⁾ 이 경우는 앞서 언급한 優先株와는 달리 가장 유리한 조건만이 주어질 수 있다.

도록 하였다. (제 470조 1항)

14) 위와같은 社債型 優先株라 하더라도 株式인 만큼 會社利益이 없으면 社債와 달리 配當을 하지 않으나, 無配當時 會社の 信用이 下落할 수 있으므로 대개는 優先株 配當積立金과 같은 任意積立金を 통해 配當을 持續적으로 하려 한다.

15) 無議決權 普通株가 一般的으로 認定되는 英美에서는 이경우 굳이 普通株型 優先株를 發行할 必要는 없고 直接 無議決權 普通株를 發行하면 된다.

16) 우리나라에서 過去에 發行했던 優先株式은 대개 이러한 形態이고 日本도 과거에 發行했던 많은 優先株式이 이러한 形態이다. ;

神崎克郎外, “優先株發行의 機動性確保와 商法改正(-),” 民商法雜誌, 第 97 卷 第 1 號, pp.8~9. 1987.

投資者の 立場은 個人少額投資者와 機關投資者로 나누어 고찰할 필요가 있다. 個人少額投資者는 회사의 株式分散이 널리되어 있을 경우 자신의 지분으로 회사에 影響力을 미치기는 어려우므로 議決權 행사에는 관심이 없고 配當의 다과에만 관심이 있으므로¹⁷⁾ 普通株나 社債에 投資하는 것 보다 유리한 조건으로 발행된 無議決權 優先株에 投資하려 할 것이다. 더구나 優先株式은 (特히 그것이 普通株型 일 境遇) 社債에 비하여 時價의 변화폭이 크므로 時勢差益의 가능성이 있다면 비록 객관적인 조건이 社債보다 불리할 지라도 優先株式을 引受할 可能性도 크다.¹⁸⁾ 機關投資者의¹⁹⁾ 경우도 위와 같은 점에서는 個人少額投資者의 이해와 같을 수 있는 데, 이에 덧붙여서 法人稅法上²⁰⁾ '機關投資者가 上場法人으로 부터 받은 配當所得金額'은 社債利子와 달리 益金에 산입하지 않고 비과세하므로²¹⁾ 비록 優先配當額이 社債利子보다 낮다 하더라도 稅法上 利益을 보는 분까지는 참고 優先株式을 인수할 수 있을 것이다.

經營者 (또는 大株主) 와 投資者의 위와 같은 다양한 이해를 고려하여 볼 때 (無議決權) 優先株는 다양한 형태로 발행될 수 있는데, 이를 어느 부분까지 인정하고 실제 어떤 형태로 발행되느냐

17) 金建植, 前掲書, P. 29.

18) 만일 投資者가 危險忌避者 (Risk-averse)라면 本文과는 달리 社債나 社債型 優先株를 選好할 수 있는 바, 本文의 內容은 어느정도 危險을 負擔하려는 投資者를 前提로 하여 記述한 것이다.

19) 우리나라는 機關投資者의 比率이 약 44%인 바 美國·日本과 比較할 때 機關投資者의 比率이 매우 낮은 셈이다; 證券去來所, 株式 第 232 號, 1987. 12. P. 86.

20) 法人稅法 第 15 條 1 項 10號.

21) 洲崎博史, 前掲書, p. 4.에서는 日本도 機關投資者를 우리나라와 類似하게 取扱하고 있다고 한다.

는 당국의 立法政策나 市場環境에 영향을 받게 될 것이다.²²⁾

이하에서는 이처럼 다양하게 발행될 수 있는 優先株를 2節에서 優先權의 속성에 따라 分類한 후, 3節에서 社債型과 普通株型으로의 분류를 통하여 優先株에 대한 이해를 돕고자 한다.

第 2 節 優先株의 屬性에 따른 分類

1. 參加的 (Participating) 屬性

이는 配當이나 殘餘財産分配에 있어서 優先的 취급을 받은 후 (無議決權株로 할 수 있는 優先株는 配當優先株이므로 주로 配當에 관한 優先株를 중심으로 기술한다) 普通株의 配當 등에 또다시 참가할 수 있는가에 따라 구분되는 優先株의 속성이다. 참가가 허용되는 優先株를 參加的 優先株 (Participating Preferred Stock)라 하며, 그렇지 못한 것을 非參加的 優先株 (Non-Participating Preferred Stock)라 한다.

參加的 優先株라 할지라도 그 참가방법에는 몇가지 종류가 있다.²³⁾

① '單純參加'는 優先株가 먼저 일정률 (定款에 정해진)의 優先配當 (또는 殘餘財産分配)를 받은 후, 普通株가 그것과 동률의 配當을 받은 다음, 利益 (또는 殘餘財産)이 남아있을 때는 優先株와 普通株가 평등하게 참가하는²⁴⁾ 것이다. ② '即時參加'는 優先株가 먼저

22) 朴炳武, 前掲書, p. 10.

23) 新版註釋會社法 (3); 有斐閣 p.314., 1986.

24) 회사의 배당가능이익이 충분하거나 우선배당율이 낮을 경우는 단순참가를 할 경우 우선주와 보통주가 순차적으로 같은 율의 배당을 받은 후, 동일하게 나머지에 대하여 참가하므로 실제배당은 같을 수 있다.

일정률의 優先配當을 받고 그 즉시 殘餘利益의 분비에 대하여 優先株와 普通株가 동등로 참가하는 방법을 말한다. ③ '特殊參加'은²⁵⁾ 예컨대 優先株式의 參加를 허용하되 參加하여 배당받을 수 있는 率을 제한하거나, 單純參加時 普通株式이 配當받는 率을 優先株보다 낮게 결정하는 등, 위 ①②以外的 모든 參加方法을 총칭한다.

2. 累積的 (Cumulative) 屬性

累積的 優先株 (Cumulative Preferred Stock)란 특정년도에 優先株에 대한 配當이 소정의 優先配當率에 달하지 않는 경우, 그 부족분을 다음 년도이후의 利益으로 부터 추징할 수 있는 권리가 부여된 것을 말하고 非累積的 優先株 (Non-Cumulative Preferred Stock)란 이러한 추징권이 없는 것을 말한다.²⁶⁾ 이때 일정기간은 非累積的으로 하다가 그후에는 累積的으로 하는 優先株式도 가능하다.²⁷⁾

3. 議決權 (Voting right) 의 屬性

議決權있는 優先株도 종종 존재하지만 대기는 無議決權株式으로 하고 있다. 이때에 언제나 어떠한 경우도 완전히 議決權을 배제하는 경우를 이론적으로 생각할 수 있으나 대기의 立法例나 制度는 일정

25) 프랑스에서는 '참가적'이라고 정관에서 정한 경우 우선배당액을 공제하고, 보통주식을 위해서 5%의 배당을 공제한 후 보통주와 평등하게 참가할 수 있도록 규정하고 있다. ; 프랑스 상사회사법 (Sociétés Commerciales [L, 24jull:1966]) §269-2(2)(3)

26) 미국에서는 '이익한도내에서 누적적' (Cumulative-to-the-extent-earned)으로 하는 것도 허용되는 바, 우리나라 법해석상으로도 이것이 금지된다고 생각하지 않는다. ; Henn, Alexander, Laws of Corporations, 3rd. ed., ; West Publishing Co., P.906, (1983)참조.

27) 新版注釋會社法(3), 前掲書, p.315.

한 상황에서 議決權이 부활되고, 또 특별한 경우 (種類株主總會, 創立總會時 등) 에는 議決權을 행사할 수 있는 條件附, 制限附 議決權으로 규정하고 있다.²⁸⁾

4. 其他 屬性

優先株의 優先權을 보호하기 위하여 定款 등으로 '優先配當積立金' (또는 償還優先株일 境遇 '償還基金') 을 任意積立하도록 규정하는 경우가 있는 바, 이러한 규정이 없는 優先株에 대하여 특히 이를 '保護優先株' (Protected Preferred Stock) 라 칭하기도 한다.

또한 일정한 기한이 도래하거나 일정한 조건이 성취된 경우 당연히 優先權이 소멸되고 普通株로 된다고 규정한 예가 있을 수 있는데 이러한 定款規定도 원칙적으로 유효하다. 특히 이러한 優先株를 '解除條件附 · 期限附 優先株'라고 칭할 수 있다.²⁹⁾

第 3 節 社債型과 普通株型³⁰⁾의 分類

前節에서 본 바와 같이 無議決權 優先株는 당국의 立法政策, 市場狀況, 株式의 發行主體와 投資者의 이해에 따라 여러 형태로 發

28) 朴炳武, 前掲書, p.12.

29) 이러한 優先株도 그 성질은 轉換權附 優先株와 크게 다를 바 없으므로 이에 關聯된 法律問題는 (특히 未支給累積配當金の 處理) 轉換權附 優先株의 節에서 다룬다.

30) 學者에 따라서는 이를 '持分證券型'이라 부르기도 하는데 持分證券이란 債務證券에 대한 말로서 종종 쓰여 이경우 優先株, 普通株를 다 包括할 수 있으므로 本稿에서는 普通株型이라 한다.

行되나, 회사가 비상사태에 처하여 예외적 資金調達을 하는 경우를 제외하고는 크게 社債에 유사한 형태와 普通株에 유사한 형태로 나눌 수 있다. 그런데 실사 社債과 유사하게 發行된다 하더라도 優先株의 본질은 여전히 株式임에는 변함이 없는 바 각국에서도 이를 他人資本이 아닌 自己資本으로 취급하고 있다.³¹⁾ 우리나라도 예외는 아니어서 상법상으로 無議決權 優先株는 주식의 일종이며, 企業會計에 있어서도 優先株를 통한 資本調達은 소유주지분중의 한 계정으로 취급하고 있고³²⁾ 法人稅法上으로도 優先株에 대한 配當은 '剩餘金の處分'으로 보아 借入金의 利子와 달리 損金에 算入하지 않는다.³³⁾

영미법계에서는 無議決權 優先株를 社債型으로 발행하고 優先株主의 지위를 당사자 자치에 맡기고 있는 반면, 프랑스 독일 등 대륙법계에서는 普通株型으로 주로 발행하며 優先株主의 지위도 법에서 엄격히 보장 (주로 優先株 保護의 측면에서) 하고 있다.³⁴⁾

우리나라에서는 상법의 해석상 양자의 형태가 모두 發行可能한 바, 無議決權 優先株式의 權利內容과 優先株主의 지위에 관한 의미 있는 해석을 하기 위하여 無議決權 優先株를 社債型和 普通株型으로 분류하고 이에 따른 해석의 기준을 추출할 필요가 있다.

31) 프랑스와 서독에서는 立法的으로 普通株式과 유사한 취급을 하고 있다. 미국에서도 優先株에 대한 配當을 稅法上 損金에 算入하지 않고 있다. ; Van Horne, Financial Management and Policy 7th, ed., p.631.(1985).

32) 鄭鍾巖, 「中級會計」 全訂版 ; 서울 ; 法文社, p.488. 1987.
實務上으로는 같은 所有持分이라도 普通株와 區分하기 위해 특히 優先株計定을 별도로 쓰기도 한다.

33) 法人稅法 제 16 조 1 호 및 同施行令 제 12 조 2 항 7 호.

34) 朴炳武, 前掲書, p.31.

1. 社債型

社債型 無議決權 優先株의 전형적인 형태는 ①優先配當率을 社債利子率과 유사하게 하고³⁵⁾ ②累積的인 속성을 대체로 부여하면서 ③殘餘利益의 配當에 대하여는 非参加的으로 하고 ④殘餘財産의 분배에 있어서는 優先株의 發行價額에다가 未支給累積配當金을 더한 금액 상당액에 優先權을 부여하면서 非参加的으로 하는 것이다.³⁶⁾ 또한 ⑤新株引受權은 대개 정관규정으로 박탈하게 되며 ⑥대개 償還條項이나 普通株에로의 轉換條項을 추가하게 되고 ⑦配當의 신뢰이익을 보호하기 위해 優先配當積立金條項을 둔다. 물론 이 경우 議決權은 당연히 없는 것으로 한다. 위에서 언급한 ⑤, ⑥, ⑦은 定款으로 규정하지 않는 경우도 많다.

이 유형의 優先株는, 株主의 입장에서 보면 확정적인 收益이 보장된다는 점에서 유리하며, 또한 發行會社의 측면에서 볼 때는 매기의 配當額이 한정되어 있으므로 優先株의 발행에 의해서 얻은 자금을 이용해서 회사가 優先配當額을 넘는 이익을 올리게 되면 그 差額은 普通株主의 취득분이 된다는 장점을 가지고 있다.³⁷⁾

그 외에도 社債와 달리 自己資本 비율의 증대로 破産危險이 감소하고 社債가 상법상의 發行限度를 초과할 경우 대증으로 부터 社債에 대신하여 자금을 調達할 수 있는 수단이 된다는 이점이 있다.

그러나 無議決權 優先株가 社債와 비교할 때 가지는 한계는 無議

35) 발행주체의 입장에서는 社債에 비하여 優先株가 稅法上 不利한 취급을 받으므로 실제 優先配當率은 社債利子率보다 낮을 수 있다.

36) 洲崎博史, 前掲書, p.3.

37) 이경우는 優先權이 累積的·非参加的인 경우이다.

決權 優先株는 어디까지나 株式이기 때문에 配當의 優先配當의 지급이 약속되어 있는 것은 아니고 단지 普通株主에 우선하여 지급된다고 하는 것에 지나지 않는다. 따라서 회사에 配當可能利益이 없는 경우는 물론, 配當可能利益이 존재하는 때에도 株主總會가 配當이 없는 취지의 利益處分決議를 하게 되면 優先配當은 지급되지 않으며, 이 경우 결코 債務不履行이 되는 것은 아닐뿐더러³⁸⁾ 이 경우 발생하는 未支給累積配當請求權도 독립적인 권리가 아니어서, 이에 대하여 利子が 부가되는 것도 아니며, 優先配當額은 借入利子와 달리 회계상이나 세법상 손금에 산입되지 않는다.

2. 普通株型

普通株型 無議決權 優先株의 전형적인 형태는 優先配當率(額)을 額面의 1~2% 정도로 극히 낮게 정하고³⁹⁾ 殘餘利益配當에 参加的으로 하고 殘餘財産分配에 관하여는 특별히 정하지 않은채 普通株와 평등한 권리를 갖게 하는 것이다.⁴⁰⁾ 또한 新株引受權은 특별히 박탈하지 않고 社債型과 달리 償還條項, 轉換條項, 優先配當積立金條項을 두지 않는다. 물론 이 경우도 당연히 無議決權이다.

發行主體가 이러한 형태의 優先株를 발행하는 동기를 보면 大企業의 資本調達시 또는 合資會社가 외부인을 경영에서 배제한 채 自己資本調達을 할 필요가 있을 때⁴¹⁾ 또는 資本自由化時 외국자본으로부터 國內기업의 經營權을 보호⁴²⁾하면서 配當壓力을 피하기 위한 것

38) 尹鍾秀, 前掲書, p.20.

39) 優先配當率이 낮기 때문에 累積的이란 것은 크게 意味가 없다.

40) 洲崎博史, 前掲書, p.3.

41) 新崎克郎外, 前掲書, p.3.

이라 할 수 있다. 서독에서 발행된 대부분의 無議決權 優先株 (Vorzugsaktien ohne timrecht) 가 이러한 형태이고, 우리나라에서도 1986년 6월 이후 발행된 無議決權 優先株가 이러한 형태이다.

社債型 無議決權 優先株의 주가가 普通株에 연동하여 변동하기 보다는 市中金利의 변동에 따른 社債價格의 변동과 유사하게 변동될 것이 예상되는 반면,⁴²⁾ 普通株型 無議決權 優先株는 경험적으로 보아 普通株 株價에 10 ~ 20% 할인된 채 普通株에 연동하여 변동하는 특질을 보여 주고 있다.⁴³⁾

第 4 節 우리나라 無議決權 優先株의 發行現況

현재 (이하 '91. 3. 6 현재 기준임) 優先株의 발행회사는 149개사로 전체 上場會社數 681개사의 22%에 이르고 있으며, 상장주식수로는 3.3억주로 총상장주식수 42.4억주의 7.8%를 차지하고 있는 실정이다. 이와같은 현황은 '88년말에 비해 급팽창된 것으로서 특히 '89년 한 해 동안 93개사의 1.9억주에 이르는 優先株 위주의 증자러쉬에 기인한 결과이다. 또 시가총액비중면에서는 '89년말의 6.6%에서 현재는 7.7% 수준을 나타내고 있는데, 두 시점 사이에 우선주 물량의 큰 폭 증가세가 증시침체에 따른 전체시가총액의 축소폭을 훨씬 상회하고 있기 때문이다. '88년 이후 優先株의 상장현황을 普通株와 비교

42) 이러한 문제는 本稿 제 4 장 제 1 절 3 에서 論議되어 진다.

43) 新崎克郎外, 前掲書, p.4.

44) 대우경제연구소刊, 前掲書, p.12. 우선주 가격추이 분석 참조.

해보면 <표 1>에 나타난 바와 같다.⁴⁵⁾

<표1>우선주 상장현황 비교

구 분		'88년말	'89년말	'91. 3. 6현재
상장회사수 (개사)	우선주	21 (4.2)	114 (18.2)	149 (21.9)
	보통주	480 (95.8)	511 (81.8)	532 (78.1)
상장종목수 (종목)	우선주	29 (3.0)	182 (14.2)	155 (17.9)
	보통주	940 (97.0)	1,101 (85.8)	712 (82.1)
상장주식수 (천만주)	우선주	5.2 (2.8)	24.6 (6.8)	32.9 (7.8)
	보통주	185.1 (97.2)	383.8 (93.2)	391.3 (92.2)
시가총액 (조원)	우선주	0.1 (0.2)	5.4 (6.6)	5.3 (7.7)
	보통주	64.4 (99.8)	76.7 (93.4)	63.2 (92.3)

*상장회사수에서 보통주는 보통주만 발행한 회사임.

* () 내 수치는 해당비중 (%) 임.

*한전주는 비교대상에서 제외하였음.

우선주 형태의 증자 규모가 어느 정도였는지는 有價增資를 통한 총자금지달 규모에서 이것이 차지하는 비중을 살펴보면 알 수 있

45) 東西經濟研究所編, “優先株의 位相과 證市特性” 증권월보 제 39 호
1991. 4. p.37.

다. '85년경부터 경기호조에 따른 自己資本利益率의 상승경향이 기업의 自己資本 조달을 활성화 시키는 계기가 되었고, 이에 따라서 증시를 통한 有價增資 자금조달 규모는 활황장세에 편승하여 '86년부터 '89년까지 지속적으로 확대되어 왔다. 이 가운데 優先株의 발행 비중은 '86년에 20억원에 불과하던 것이 '89년에는 有價增資 總額 (11.1조원)의 35.8% (약 4조원)에 해당하는 높은 비중을 차지하게 되었고, '90년 이후는 증자억제 기조하에 우선주증자 자체가 사실상 중단된 상태이지만 이전에 이미 승인된 물량의 발행으로 '90년에도 우선주 발행 비중은 21.7%를 차지하였다.⁴⁶⁾(<표 2>참조)

<표 2>우선주의 발행추이

(단위: 억원, %)

구 분	'86년	'87년	'88년	'89년	'90년
유상증자 총계(A)	7,977	16,550	67,206	111,245	25,818
우선주 (B)	20	171	6,325	39,822	5,601
B/A	0.3	1.0	9.4	35.8	21.7

46) 上揭書, p.38.

第3章 無議決權 優先株의 發行要件 및 權利內容

無議決權 優先株는 두 가지 면에서 株式平等의 原則¹⁾에 대한 예외이다. 즉 우리 상법이 利益配當에 관한 優先株를 無議決權株式으로 할 수 있다고 규정함으로써 優先株라는 점에서 利益配當에서의 平等의 原則의 예외가 되고 議決權이 없다는 점에서 議決權의 平等의 原則, 다시 말해서 一株一議決權의 原則의 예외가 되는 無議決權 優先株의 발행이 가능해진 것이다.²⁾

그러나 株式平等의 原則에 대한 이중의 예외가 결합된 無議決權 優先株는 사실상 株式平等의 原則을 달성하기 위한 것이라고 말할 수 있다. 株式에 投資誘引動機를 부여하여 株主의 모집을 용이하게 하고 나아가서 資金運用의 기동성을 꾀하기 위해 발행되는 優先株³⁾는 비록 법에 명문으로 인정되고 있기는 하나 株式平等의 原則에 대한 중요한 예외이다. 특히 그 優先的 內容이 상당한 것일 때에

1) 株式平等의 原則의 內容은 會社의 收益, 財産權, 그리고 會社 支配에 대한 比例的 利益으로 나누어 진다. 이 중에서 收益에 대한 比例的 利益은 利益配當에서의 平等으로, 株主는 자기가 가진 株式의 數에 比例하여 利益配當을 받게 된다. 그리고 會社 支配에 있어서의 比例的 利益은 議決權의 平等으로 나타난다. 특히 우리 상법은 제 369 조 1 항에서 議決權은 一株마다 1個로 한다고 規定하여 1897년에 改正된 독일상법 이래 각국의 法制가 認定해 오고 있는 「一株一議決權(One Vote for each Share)의 原則」을 채용하고 있다.

2) 尹鍾秀, 前掲書, p.18.

3) 李泰魯·李哲松, 前掲書, pp.209~210.

는 株式사이의 不平等이 심화되는 것이다. 따라서 이 경우 優先株에 대해서 議決權이 없는 것으로 하여 優先株를 會社支配라는 면에서 不平等하게 取扱함으로써 普通株主가 갖는 불리함을 어느 정도 완화시키고 優先株主가 받는 特別利益을 견제하려는 것이 無議決權 優先株의 발행목적이라고 할 수 있다. 뒤에서 논하겠지만 普通株型 優先株를 無議決權주식으로 發行하는 것을 제한하려는 것도 미미한 優先的 내용을 갖는 優先株의 議決權을 박탈하는 것이 株式平等의 原則의 이상에 어긋나기 때문이다.⁴⁾

그러므로 無議決權 優先株를 발행할 때에는 利益配當에 관한 優先的 內容이라는 이익과 議決權이 없다는 불이익의 형량에 의해 실질적인 株式平等의 原則이 달성되도록 규제되어야 한다. 이러한 논의를 쉽게 하기 위하여 본 章에서는 無議決權 優先株의 發行要件 및 權利內容을 구체적으로 살펴 보고자 한다.

第 1 節 商法上 無議決權 優先株의 發行要件

1. 配當優先株

無議決權株式은 이익의 배당에 관하여 優先的 內容을 가지는 株式에 대해서만 인정된다 (第 370 條 第 1 項). 이는 議決權을 박탈하는 대신에 財産的 權利에 따른 일정한 이익을 부여하는 것이, 본제도의 취지나 株主保護의 견지에서도 바람직하기 때문이다. 그러므로 普通株는 물론 단순히 利子配當 또는 殘餘財産 分配 등에 관한 優先株에 대해서는 無議決權株式으로 할 수 없다. 그러나 利益配當에

4) 本稿 제 5 장 제 1 절 參照.

관한 優先的 內容을 가지는 株式인 한, 동시에 利子配當 또는 殘餘財産의 分配에 관하여 또 다시 優先的 지위가 인정되어 있어도 그 것을 無議決權株式으로 하는데 지장이 없다.⁵⁾

2. 定款에의 定함

無議決權株式의 발행에는 定款에서 그의 발행을 허용하는 뜻의 定함이 있어야 한다 (第 370 條 第 1 項). 여기서의 定款은 原始定款에 한하지 아니하므로 定款變更에 의하여 無議決權株式의 발행을 정하는 것도 무방하다.⁶⁾ 또한 定款變更에 의하여 기존의 株式을 無議決權株式으로 하는 것도 관계 없지만 이를 위해서는 당해 株式을 가지는 株主 全員의 동의를 있어야 할 것이다.⁷⁾

한편 無議決權株式은 利益配當에 관한 優先株이어야 하는데 優先株은 商法 第 344 條 第 2 項에 의해서 그 內容과 數가 定款에 정해져야 하므로 이에 대한 정함도 필요하다. 優先株을 發行한다는 것은 既存株主들에게 중대한 利害關係가 걸린 문제이고 경우에 따라서 資本充實을 해할 염려도 있는 까닭이다.

3. 發行數의 制限

無議決權株式의 총수는 發行株式總數의 4분의 1을 초과하지 않을 것을 요한다 (第 370 條 第 2 項). 이 규정은 회사가 발행을 예정하는 無議決權株式의 수를 정관에 定하는 경우의 제한이 아니라, 無

5) 新版註釋會社法, 前掲書, p.240.

6) 尹鍾秀, 前掲書, p.25.

7) 新版註釋會社法, 前掲書, p.240.

議決權株式의 발행시 株式數의 제한을 정한 것이다.⁸⁾ 한편 資本市場 育成에 關한 法律 第 7 條는 上場法人이나 公開를 위하여 株式을 募集 또는 賣出하는 법인의 경우에는 議決權 없는 株式을 發行株式 總數의 2분의 1까지 발행할 수 있도록 하여 그 상한선을 높이고 있다.

이와 같이 無議決權株式의 발행에 있어서 한도를 두게된 것은, 無議決權株式을 너무 많이 인정하면 소수의 議決權있는 주식에 의한 會社支配가 가능하게 되어 적당하지 않기 때문이다. 이에 대해서 제한의 직접적 이유로서, 無議決權株式의 채용은 현 제도상 새로운 것이기 때문에 이로부터 발생하는 급격한 변화를 염려한 것을 드는 견해도 있다.⁹⁾ 한도를 인상한 資本市場育成에 關한 法律의 규정은 이른바 創業主 또는 현재의 支配株主가 支配權의 침탈을 우려함이 없이 資本市場을 통하여 자금을 조달하도록 하기 위한 정책적인 特例規定이다.

無議決權株式의 發行이 법정의 한도내에서 이루어진 후에 株式의 소각에 의해 그 限度를 넘게 되는 경우가 있는데, 이 경우 無議決權株式의 감소는 필요없다고 해석¹⁰⁾되나 이에 대해서, 소수의 議決權있는 주식에 의해서 회사가 지배된다고 하는 위험은 단지 발행의 경우 뿐만 아니라 그 후에도 계속 존재하므로 株式의 소각의 경우에는 議決權있는 株式의 소각에 應해서 無議決權株式도 소각하여 法定의 限度를 준수할 必要가 있다고 보는 견해도 있다.¹¹⁾

8) 上掲書, p. 240.

9) 田中誠二 「再全訂 會社法 詳論(上)」, 1982, p.490.

10) 日本의 通說이다.

11) 新版註釋會社法, 前掲書, p. 241.

第 2 節 議決權의 例外的 認定과 復活

1. 議決權의 例外的 認定

無議決權株主에게는 議決權이 인정되지 않는 것이 原則이나 商法은 예외적으로 일정한 사항에 관해서는 議決權을 인정하고 있다. 따라서 商法上 無議決權株式은 상대적 無議決權株式의 일종인 制限附議決權株¹²⁾라고 할 수 있다.

議決權이 인정되는 예외적 사항으로 첫번째는 無議決權株式이 定款의 변경에 의하여 불이익을 받거나, 無議決權株式에 대한 新株의 引受, 株式의 併合, 消却 또는 合併으로 인한 株式의 配정에 관하여 특수한 정함을 하여서, 혹은 회사의 合併으로 인하여 직접으로 손해를 받는 경우로 種類株主總會의 결의를 요하는 때이다. (商法 第 435 條, 第 436 條) 이는 無議決權株主로 하여금 자신의 이익을 방어할 수 있는 기회를 주기 위함이다.

그 다음으로 無議決權株主가 議決權을 갖는 경우는 설립과정에서의 創立總會의 경우(商法 第 309 條, 第 308 條 第 2 項)이다. 이는 會社設立의 최종단계로서 그 議決事項의 내용이 상당한 중요성을 가지고 있기 때문이라고 해석된다.

마지막으로 理事 監事の 責任免除의 경우(商法 第 400 條, 第 415 條)와 총회의 결의에 의한 有限會社에로의 組織變更(商法 第 604 條)의 경우이다. 이 사항은 전주주의 동의를 요하고 있고 無議決權株

12) 新版註釋會社法, 前掲書, p. 238. 이는 뒤의 條件附議決權株의 성격과 합쳐져, 우리나라의 無議決權株는 制限附議決權株가 된다.

主도 株主의 일원 이므로 議決權을 갖게 되는 것이다.

2. 議決權의 復活

商法은 第 370 條 第 1 項 후단에서 株主는 정관에 정한 優先的配當을 받지 아니한다는 결의가 있는 總會의 다음 總會부터 그 優先的配當을 받는다는 決議가 있는 總會의 종료시까지에는 議決權이 있다고 규정한다. 이는 일정한 사실이 발생한 경우에 議決權을 認定해 준 것으로 우리 商法의 無議決權株式은 制限附議決權株式일 뿐만 아니라 條件附議決權株式이라는 것을 나타내고 있다.¹³⁾

無議決權株式에 있어서 議決權의 부활은 無議決權株主의 보호와 관련하여 큰 의미¹⁴⁾를 갖는다. 議決權을 포기한 이유이며, 無議決權株式의 인정근거인 優先配當이 행하여지지 않는 경우에는 無議決權株主로 하여금 議決權을 갖게 하여 자신의 권리를 실현시킬 수 있는 기회를 갖게하고 또한 優先配當이 행하여 질 때까지 議決權을 보유하여 普通株主로서의 권리를 갖게 하기 때문이다.

優先的配當이 없다는 것은 定款所定の 優先配當率에 상당하는 완전한 배당을 받지 않는 때를 말하는 것으로 보아야 한다. 따라서 그 일부의 배당이 있어도 議決權은 부활하며 또한 累積的 優先株인 경우에는 전년도의 未配當分을 보전하면서 당해년도에 의한 완전한 優先的配當이 결의되기까지 부활한 議決權이 존속하게 된다고 보아야 할 것이다.¹⁵⁾

13) 尹鍾秀, 前掲書, p. 35.

14) 議決權의 復活可能性에 의해 無議決權株主는 潛在的 議決權을 갖게 된다.

15) 新版註釋會社法, 前掲書, p. 242.

第 3 節 議決權 以外の 權利

우리 商法은 無議決權株主에게는 總會召集의 通告를 발송할 필요가 없다는 규정 (第 363 條 第 4 項)외에는 議決權이외의 권리에 대해서는 아무런 규정도 두고 있지 않다. 따라서 無議決權株主가 갖는 권리의 구체적인 범위에 대해서는 당연히 여러가지 해석이 存在한다. 그러나 無議決權株主의 보호라는 점을 생각할 때 無議決權株主의 권리의 인정 여부는 중요한 의미를 갖기 때문에 이의 확실한 규정이 필요하다.

無議決權株主의 권리의 범위를 생각할 때 그 보호라는 측면이 강조되어 이를 되도록 넓게 해석하는 것은 타당한 것이라 볼 수 있다. 그러나 會社의 운영이라는 면에서 볼 때 너무 광범위한 無議決權株主의 권리를 고찰할 때는 無議決權株主의 보호와 회사운영의 원활¹⁶⁾이라는 두 가치의 조화를 염두에 두어야 할 것이다.

이러한 관점에서 이하에서는 無議決權株主의 議決權이외에 논의되어지는 권리 대강을 살펴 보겠다.

1. 株主總會參與權

株主의 가장 기본적인 권리라고 볼 수 있는 株主總會에 출석하여 토의에 참가할 수 있는 總會參與權이 無議決權株主에게도 인정되는가에 대해서 학설이 대립하고 있는데 이를 긍정하고 있는 것이 우리나라의 다수설¹⁷⁾이다.

16) 회사의 원활이라는 無議決權株式에 대한 또 하나의 規制基準은 無議決權株主의 保護를 制限하는 機能을 하고 있다.

17) 崔基元, 前掲書, 1986 : 徐燾珪, 第 3 全訂 商法講義(上) : 李泰

부정설은 議決權을 갖지 않는 株主를 株主總會에 참여시킴으로써 회의장소의 혼잡과 회의진행의 지연이 초래될 가능성이 있는데 비하여 無議決權株主에게 總會參與權을 주는 실익을 찾기 어렵다는 점을 근거로 들고 있다.¹⁸⁾

2. 株主總會召集請求權

상법은 發行株式總數의 100분의 5 이상에 해당하는 株式을 가진 株主는 회의의 目的事項과 소집의 이유를 기재한 서면을 이사회에 제출하여 총회의 소집을 청구할 수 있다고 규정하여 (第 366 條) 少數株主權으로서의 召集請求權을 인정하고 있다. 無議決權株主에 대하여도 이러한 권리를 인정하여야 할 것인가 하는 문제에 대하여 통설은 실익없음을 들어 이를 반대하는 입장을 보이고 있다.

그러나 總會參與權을 부정하는 입장에서야 당연히 총회소집청구권을 인정하지 않겠지만, 總會參與權을 인정한다면 그 전제라고 할 수 있는 總會召集請求權을 인정함이 타당하다 할 것이며 株主의 共益權 행사요건인 少數株主權의 구성요건이 사안에 따라 無議決權株主가 포함되기도 하고 배제되기도 한다면 체계상 문제가 있고 또 번거로운 점을 고려한다면 일관성있는 少數株主權의 해석을 위해서는 無議決權株主에 대한 總會召集請求權을 인정함이 순리¹⁹⁾라고 하는 것이 소수설의 입장이다.

魯·李哲松, 前掲書.

18) 鄭東潤, 會社法: 金建植, 前掲論文.

19) 鄭慶浩, “無議決權株式에 대한 比較法的 考察”, 『證券調查月報』, 1988.3.

3. 總會召集의 通知를 받을 權利

商法上 無議決權株主에게는 總會召集의 通知를 하지 아니한다 (第 363 條 第 3 項). 이는 無議決權株主로 되는 자는 회사의 경영에는 아무런 흥미나 관심도 갖지 않는 것이 보통인고로 總會召集의 通知를 할 필요가 없다는 것을 이유로 한 것으로 사료된다.

그러나 현행법상 이 권리가 없다하더라도 입법론적으로는 의문시되어 이의 개정을 요구하는 소리가 높아지고 있다.²⁰⁾ 즉 우리나라의 無議決權株式의 대부분을 차지하고 있는 普通株型 優先株의 경우에 회사의 財産狀態나 總會決議의 내용여하가 無議決權株式의 株式價値에 직접적으로 영향을 미치고 있으므로 無議決權株主도 회사가 어떻게 經營되고 있는가, 어떠한 決議를 하고 있는가에 대해 중대한 利害關係를 갖는다. 그러므로, 總會參與權등을 인정하는 것과 맥을 같이 하여 無議決權株主에게도 總會召集의 通知를 하도록 商法の 規定을 개정하는 것이 타당하다²¹⁾는 것이 이들의 주장이다.

4. 理事 · 監事 解任請求權

株主는 少數株主權의 하나로서 理事나 監事가 그 직무에 관하여 不正行爲 또는 法令이나 定款에 위반한 중대한 사실이 있음에도 불구하고 株主總會에서 그 해임을 부결한 때에는 發行株式의 總數의 100 분의 5 이상의 株式를 갖고 있는 것을 조건으로 해서 總會決議가 있는 날로부터 1 월내에 그 理事나 監事의 해임을 법원에 請求할 수 있다 (商法 第 385 條 第 2 項, 第 415 條). 그러나 無議決

20) 崔基元, 前掲書, p. 210.

21) 尹鍾秀, 前掲書, p. 42.

權株主는 이러한 解任請求權을 갖지 않는다고 보는 것이 일본의 통설²²⁾이며 우리의 경우도 부정설이 다수설인 것 같다.²³⁾ 그 근거로서는 解任請求權이 解任決議 不成立時의 구제조치이기 때문에 解任決議에 참가하지 못한 無議決權株主에게는 주어질 수 없는 권리라는 점을 들고 있다.

그러나 소수설은, 解任決議는 正當事由의存否에 관계없이 언제라도 할 수 있는 것으로서 會社支配權變動의 수단이라고 할 수 있으므로 無議決權株主의 참여가 배제되는 것이지만, 解任請求는 理事·監事가 不正行爲 또는 法令이나 定款에 위반한 중대한 잘못을 저지른 경우에 株主들을 보호하고 理事·監事に 책임을 묻기 위해 인정된 제도라는 점을 근거로 無議決權株主도 理事·監事の 解任請求權을 갖는다고 본다.²⁴⁾

5. 總會決議取消請求權

株主는 總會의 召集節次 또는 決議方法이 法令 또는 定款에 위반하거나 현저하게 불공정한 때에는 決議의 날로부터 2월내에 決議取消의 訴를 제기할 수 있다 (商法 第 376 條 第 1 項). 無議決權株主가 이러한 訴를 제기할 수 있느냐에 대해서는 의견이 갈리나 일본과 우리나라의 다수설²⁵⁾은 이를 議決權의 존재를 전제로 하는 權利라는 이유로 부정하고 있다.

22) 大隅健一郎, 今井宏 「新版會社法論 上卷」, (1980), p.311.

23) 鄭東潤, 前掲書.

24) 尹鍾秀, 前掲書, p. 43.

25) 徐燧珏, 前掲書, p.334 : 孫珠瓚, 全訂增補版 商法(上), (博英社, 1986), p. 509 : 鄭東潤, 前掲書, p.306.

그러나, 株主總會의 決議를 取消하는 訴를 제기할 수 있는 株主에는 당해결의에 참가하지 않은 株主, 決議에 찬성한 株主, 결의당시에 주주가 아니었던 株主도 포함되는 것으로 해석되며 또한 그 決議에 의해 당해 주주가 利益을 침해당했는가도 묻지 않는다는 점을 생각할 때 會社의 出資者로서 會社意思의 정당한 형성에 利益을 갖는 無議決權株主에 取消請求權을 인정하지 않는 것은 불합리²⁶⁾하며 無議決權株主는 결의에 참여할 수 없으므로 부당한 總會決議에 의해 이익을 침해당할 염려가 더 크다는 점에서 總會決議取消請求權을 無議決權株主에게도 인정해야 한다²⁷⁾는 것이 소수설의 입장이다.

6. 株式買受請求權

上場會社에서 營業讓渡 등을 위한 特別決議(商法 第 374 條)가 필요한 경우에 이에 반대한 株主에게는 株式買受請求權이 주어진다(證券去來法 第 191 條 第 1 項). 이 권리는 다수주주의 횡포로부터 少數者株主의 權益을 보호하기 위한 것으로 미국회사법상의 제도를 받아들인 것이다.²⁸⁾

이와 관련하여 無議決權株主의 이익을 보호하기 위해 株式買受請求權을 無議決權株主에게도 인정하는 견해와 총회에서 결의에 참여하지 못하는 無議決權株主는 현행법상 株式買受請求權을 가질 수 없다고 보아야 한다는 설이 대립하고 있다. 다만, 種類株主總會가 필요한 경우(商法 第 436 條)에는 株式買受請求權을 갖는다²⁹⁾는 것에 대

26) 崔基元, 前掲書, p. 324. ; 李泰魯·李哲松, 前掲書, p. 421.

27) 尹鍾秀, 前掲書, p. 44.

28) 李泰魯·李哲松, 前掲書, p. 409.

29) 上掲書, p. 412.

하여는 양측의 견해가 일치하고 있다.

7. 新株引受權

新株引受權이란 일반적으로 회사의 성립후 新株를 발행하는 경우에 그 新株를 優先적으로 引受하는 權利인데 상법은 원칙적으로 기존의 株主에게 新株引受權을 부여하지만 定款으로서 주주의 新株引受權을 제한하거나 또는 특정한 第三者에게 부여할 수 있게 하고 있다.

無議決權株主의 경우에도 株主平等의 原則에 의해 普通株主와 마찬가지로 新株發行時 新株引受權을 가지며 이는 法律規定에 의하여 가지는 당연한 권리나 정관에 다른 정함이 있는 경우에는 新株引受權에 대한 제한이 있을 수 있다(商法 第 418 條). 그러나 한편 會社가 優先株式을 발행하는 때에는 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 新株의 引受에 관하여 특별한 정함을 할 수 있다(商法 第 344 條 第 3 項). 따라서 無議決權優先株主의 경우에는 定款에 의하지 아니하고도 新株引受權을 제한할 수 있게 된다. 이 경우 無議決權 優先株主에게 불이익을 주는 경우에는 種類株主總會의 승인을 요건으로 하고 있다(商法 第 435 條, 第 436 條).

第 4 節 外國의 發行現況 및 制度

1. 美國

미국에서의 優先株 역사는 19C 중반까지 거슬러 올라가지만 大衆投資者로부터 資金을 조달하는 수단으로 이용된 것은 1880년대 부터이며 이때의 優先株의 권리내용은 단순히 普通株에 앞서 일정한 非參

加的 配當을 받을 뿐인 것이 많았다.

20C에 이르러 제 1 차대전후 恐慌 이전까지는 공전의 好況을 맞아 公益事業會社를 중심으로 수많은 優先株가 발행되었는데, 이때부터 優先株가 社債와 유사한 것으로 發行되는 관행이 정착되기 시작하였다. 利益配當에 관하여 累積的, 非参加的 優先權을 부여하는 외에 殘餘財産分配에 관하여도 非参加的 優先權을 가지는 것으로 하였으며, 종종 無議決權 株式으로 發行되었다.

그러나 1930년대의 불황을 경계로 하여 優先株의 이용이 감소되기 시작하였으며, 그 최대의 이유는 社債利子와 配當의 세법상 취급차 이었다. 社債利子は 損金에 산입하고 配當은 課稅한다는 원칙이 변한 것은 아니었으나, 1913년에 1%였던 법인세율이 1951년에는 52%에 이르도록 계속 상승하였기 때문에 優先株보다 社債를 發行하는 企業이 늘어나게 되었다.

그러나 현재에도 收益性이 안정적인 公益事業會社를 중심으로 여전히 優先株의 이용이 계속되고 있는 바, 미국에서 優先株는 대부분이 法人이 보유하고 있으며 기업보유주식은 配當의 80%만이 課稅되므로 優先株는 투자자 차원에서 세제상의 惠澤이 있는 것이기 때문이다. 또한 이는 自己資本의 충실을 도모하면서 會社 支配權을 확보하기 위한 실제상의 필요에 기인하기도 한 것이다.

制度的인 측면에서 볼 때 일리노이주 및 하와이주를 제외한 미국의 모든 주의 會社法은 定款에 다른 정함이 없는 한 1주 1議決權의 원칙이 적용된다고 規定하고 있으므로 회사가 定款에 근거규정을 가지고 있는 경우에는 無議決權普通株 뿐만 아니라 複數議決權 株式도 발행이 가능하다. 따라서 다른 立法例에서 볼 수 있는 바

와 같은 發行上限額의 규제도 있을 수 없으며, 다만 無議決權 優先株式을 發行하는 경우 優先株式에 관한 규제를 받을 뿐이다.

無議決權株式에 관하여 뉴욕증권거래소 (NYSE)는 1940년 이래 당해 회사의 정관에 분기별 利益配當이 총 6회에 걸쳐 지급되지 않은 경우에 無議決權 優先株主가 2명 이상의 理事를 선임할 수 있도록 보장하는 條項이 있거나, 無議決權 優先株主의 2/3 이상의 동의를 얻어야만 그 株式에 불리한 변경을 가할 수 있다는 條項이 있는 경우에만 上場을 허용하고 있다.

이와 아울러 SEC도 公益事業持株會社法에 의하여 登錄된 公益事業持株會社 및 그의 종속회사에 대하여 분기별 利益配當이 4회동안 支給되지 않은 경우에는 과반수의 理事의 선임권을 無議決權 優先株主에게 부여하도록 요구하고 있다.

이와 같이 미국에서의 無議決權 株式에 대한 규제는 證券去來의 측면에서 규제될 뿐, 주 會社法에 의한 타율적 규제는 거의 행하여지지 않고 있으며, 發行形態도 거의가 社債型 優先株로서 優先配當率은 社債利率과 비슷하게 설정되어 있음이 특징이다.

2. 日本

최초의 優先株 發行은 明治 20년 (1888년)대로, 이후 1940년까지는 發行事例가 상당히 있으나 전후(1945년 이후)에는 그 發行이 줄어, 1982년 10월에 발행된 日立造船까지 18사, 24 종목으로서 매우 특수한 경우에 한정되어 있다. 1965년 이래는 日立造船 1사(2회발행) 뿐이다. 전후 발행된 優先株의 형태는 日立造船 이외에는 모두 額面 發行으로 그 중 8 종목은 讓渡 禁止附이다. 또 優先 配當에 대해

서는 대부분이 参加的이고 非累積的인 것도 상당수 있다. 優先 配當率도 額面에 대한 비율로 최저 4%에서 최고 10%이며, 議決權에 있어서는 無議決權이 과반수를 점하고 있다. 또 이들 優先株는 存續 期限을 정한 것이 약 반을 차지하고 기간 종료 후(2년 정도) 普通株로 일제히 轉換된 몇 예를 제외한 대부분은 償還條項이 붙은 것으로 讓渡 禁止가 되어 있어 一般投資家를 대상으로 한 것은 아니다. 한편 기한이 정해지지 않은 것에 있어서는 그 반수 이상이고 후의 定款 變更 등에 의해 發行 후 2 ~ 5년에 普通株로 轉換되고 있다.

일본의 1938년 개정 상법 242조는 “회사가 數種의 株式을 發行하는 경우에는 定款으로 그중 어느 종류의 株式에 대하여 株主에게 議決權이 없는 것으로 할 수 있다.”고 되어 있었으나, 1950년 개정법에서는 利益 配當에 관한 優先株에 대해서만 議決權이 없는 것으로 할 수 있다고 內容을 바꾸었다. 또한 1950년 개정법에서는 無議決權株의 株主에게서 소수 株主에 의한 總會召集請求權, 理事 및 監事에 대한 訴提起 請求權 등의 共益權을 박탈할 수 있다는 규정을 삭제함으로써 株主 保護의 측면에서는 다소 엄격한 서독법에 근접하였다.

1991년 일본은 發行證券의 다양화와 주식 투자자층의 확대를 목적으로 상법을 개정하였는 바, 優先株에 관한 사항은 <표 3>과 같이 변경되었다.

〈표 3〉商法 改正에 따른 優先株 條項의 변화

기 정 전	기 정 후
<p>優先 配當金의 금액, 轉換 조건이 있는 경우에는 轉換價格 및 轉換請求 기간을 定款에 정할 것. 따라서 株主總會를 召集, 特別決議를 행해야 함.</p>	<p>구체적 조건의 결정은 理事會에서 하고, 優先 配當金에 있어서 그 상한만을 定款에 정할 것. 優先株의 내용, 授權株式數 優先配當의 상환 등 기본적 사항만 定款에 정해 두면 優先株 발행이 가능</p>
<p>無議決權 株式으로 하는 경우 限度는 발행 총 주식 수의 4분의 1</p>	<p>3분의 1로 확대</p>
<p>無配當時 議決權 부활 기간이 모호함</p>	<p>議決權 부활 기간을 명확히 함</p>

3. 서독

서독은 1884년 상법 개정으로 優先株가 인정된 후 1937년 株式法 개정으로 미국법제도를 대폭 도입하여 그간 인정해 오던 複數議決權 株式의 금지와 함께 無議決權優先株式制度를 인정하였고 1965년 주식

법에서 그 發行限度를 發行株式總數의 1/3로부터 累積的 配當優先權이 부여되는 것을 조건으로 하여 發行株式 額面總額의 1/2까지 상향 조정하였다.

無議決權株主에게는 議決權 이외의 모든 株主權이 부여되며 2차사업년도 계속하여 優先配當을 실시하지 못하는 경우에는 議決權이 부활된다. 또한 株主는 법정의 新株引受權을 가지는 바, 株主는 모든 종류의 新株에 대하여 引受權을 가지며 無議決權 優先株主의 普通株에 대한 引受權을 정관으로 일반적으로 배제하는 것은 허용하지 아니한다.

오늘날 서독 국내에서 上場되어 있는 無議決權株式은 모두 累積的 參加的 優先株로서 優先配當率은 대체로 額面의 4 ~ 6 %정도로 낮게 설정되어 있으며, 그의 반 정도는 普通株보다 1 ~ 2 %정도 높은 配當을 받는 參加方式이다. 그러므로 서독에서는 無議決權優先株式은 優先權의 이용에서 보아 優先株라는 측면보다는 오히려 無議決權株式이라는 측면에 중점이 두어져 있다고 할 수 있을 것이다.

4. 프랑스

議決權이 주식의 본질적 요소라는 전통적 사고에 따라 無議決權株式은 허용이 되지 않다가 經營權의 위협이 없이 自己資本을 조달하는 수단으로 1978년에 無議決權 優先株가 허용되었다. 이는 서독과 마찬가지로 優先株에 한하여 無議決權株를 인정하는 것인데 서독보다 훨씬 자세하고 많은 조문으로 구성되어 있다. 發行限度는 자본의 1/4이고 議決權, 株總參與權 이외의 모든 株主權을 보유한다. 優先配當額의 최저한이 額面價額의 7.5%로 규정되어 있고 參加的이며

3년간 累積的이다. 또한 3년간 계속 配當額이 완전히 지급되지 못하면 議決權은 부활하며 優先株主의 種類株主總會를 두고 있다. 이는 주총에 앞서 열려서 優先株主들의 의견을 파악하여 주총에 보고하려는 성격의 것으로 구속력이 있는 것은 아니다.

또한 1983년에는 投資證書와 議決權證書가 도입되었는데 이는 주식의 自益權과 公益權을 각각 投資證書와 議決權 證書에 분할한 것으로 같은 수 만큼 동시에 발행되는 것이다. 이 制度는 원래 국영 기업에서 발행한 것으로 投資證書는 매각하고 議決權 證書는 정부가 보관하고 있다가 민영화시에 議決權 證書를 매각하게 된다. 이러한 投資證書는 議決權이 없다는 점에서 無議決權株와 동일하나 독자적으로 발행될 수 없고 동일한 수의 議決權 證書와 함께 발행된다는 면에서 차이가 있다. 이 證券의 發行限度는 資本의 1/4이다.

1986년말 현재 파리 證券去來所에 優先株는 단지 10종목만 상장되어 있고 時價總額도 겨우 0.1%에 지나지 않는데 비해 投資證書는 발행이 활발하여 時價總額이 全上場株式의 5.5%에 달한다. 다른나라에 비해 優先株의 發行이 부진한 이유는 그 실제적 利益에도 불구하고 발행의 자유를 너무 엄격히 규제하고 있기 때문이다.

이외에도 參加證券이 있는데 이는 滿期가 없고 收益率이 기업의 營業實績과 연관된다는 점에서 株式的 성격을 지니고 있으며 利益支拂이 없을 경우 부도처리된다는 점에서 債券과 유사한 양면적 성격을 지니는 證券이다.

第4章 無議決權 優先株의 效益과 限界

第1節 無議決權 優先株의 效益

1. 經營權保護

無議決權 優先株의 최대장점은 신주를 募集하거나 第3者에게 배정할 경우에도 既存株主의 議決權이 악화되지 않는데에 있다고 할 수 있다.¹⁾ 우리 證券去來法은 發行株式總數의 10% 이상을 취득할 경우에는 證券管理委員會의 승인을 얻도록 하고²⁾ 있고 公開買收時에도 證券管理委員會에 申告하도록 하고³⁾ 있는 등의 經營權保護를 위한 制度的裝置가 마련되어 있다⁴⁾고 볼 수 있겠으나 이러한 제도는 流通市場에서의 株式취득에 제한을 가함으로써 經營권을 보호하는 방식인데 반하여 無議決權 優先株는 추가로 議決權을 창출하지 않음으로써 현재의 議決權 分布狀況을 유지하고자 하는 목적에서 발행된다는 점에서 차이가 있다고 할 수 있다.⁵⁾ 기업, 특히 上場企業의 經營權保護는 초기단계의 資本市場育成에 있어 매우 중요한 의미가 있다

1) 崔重卿, “無議決權 優先株의 合理的인 利用” 上場協 제 19 호, 1989. 5. p.132.

2) 證券去來法 제 200 조 2 항

3) 證券去來法 제 21 조 1 항.

4) 證券去來法은 上場法人의 經營權保護를 위해 株式의 大量所有의 制限 (제 200 조), 公開買受의 制限 (제 21 조) 외에도 任員, 主要株主의 株式所有比率變動報告義務 (제 188 조 6 항) 및 議決權 代理行使勸誘制限 (제 199 조) 등의 裝置를 갖고 있다.

5) 崔重卿, 前掲書, p. 132.

하겠으나 經營權保護가 항상 옳은것은 아니며 오히려 企業經營의 폐쇄성과 혁신의 부족에 의해 企業能率의 저하를 가져올 수 있는 것도 사실이다. 다시 말하면 지나친 經營權保護는 유능한 企業經營者의 參與機會縮小와 함께 族閥經營을 상례화함으로써 全體經濟의 활력을 저해할 가능성도 큰 것이다. 따라서 無議決權 優先株 발행을 통한 經營權保護는 남용되어서는 곤란하며 無議決權 株主의 保護라는 측면에서 無議決權 株主의 權利를 제약하지 않는 범위내에서 活用되어야 한다.

2. 企業財務構造의 改善

최근 한국기업의 財務構造가 改善되고 있지만 미·일등 선진국에 비하여 취약한 수준이며 특히 會計制度의 차이를 감안할 경우에는 財務構造間의 gap은 더욱 크다고 볼 수 있다. 대표적인 會計制度上의 차이는 資産再評價制度를 들 수 있는데 資産再評價制度는 원래 전쟁후 인플레이 수습책의 일환으로 한시적으로 인정되는 제도라고 할 수 있으나 우리나라에서는 이를 항구제도로 상존시키고 있어 선진국과의 財務構造比較를 사실상 불가능하게 하고 있다. 이밖에도 거액 손실을 移延資産으로 처리한다든지 有價證券評價損失計上에 일정한 제약을 기하고 있는 점과 특히 退職給與充當金の 過小轉入許容등을 들 수 있겠다. 따라서 한국기업의 財務構造는 수치상의 비교에서 나타나는 비교열위보다 훨씬 더 낮은 수준에 머무르고 있다고 할 수 있으며 이는 企業財務構造改善을 위한 노력이 더욱 시급한 것임을 시사하는 것이라고 할 수 있다.⁶⁾

6) 崔重卿, 上揭書, p. 133.

이렇듯 취약한 대기업의 財務構造는 여러가지 폐단을 초래하고 있다. 그 폐단은 景氣變動에의 적응력 상실 이외에도 過少投資 (under investment) 와 道德的 危險 (moral hazard) 으로 인한 방만한 企業經營으로 나타난다.”

過小投資란 이미 負債가 많은 기업이 경제적 수익성이 있는, 따라서 社會的으로 유용한 投資案 일지라도 投資收益이 기존부채의 원리금 상환에 못미칠 것으로 예상되는 경우에는 기각하는 현상을 일컫는다.⁷⁾ 過小投資보다 더욱 심각한 폐단은 道德的 危險의 문제로서 이는 왜곡된 인센티브로부터 파생하는 문제이다. 負債가 많은 企業은 실패의 가능성은 높고 성공의 가능성은 낮지만 성공하면 커다란 利益이 생기는 즉, 危險負擔이 높은 투자안을 선호하는 인센티브를 갖게 됨”⁸⁾으로써 방만한 企業經營으로 치달게 된다. 이러한 過小投資와 道德的 危險의 문제는 부채의 금융비용은 投資의 損益에 관계없이 고정되어 있지만 株主는 有限責任하에서 殘餘利益과 殘餘財産의 請求權을 가지고 있기 때문에 발생한다. 負債比率이 높을 수록 이러한 왜곡된 인센티브가 강해져서 결국은 不實企業을 양산하는 결과를 초래하게 된다.

우리나라 기업의 財務構造가 취약한 까닭은 물론 有價增資를 기피하고 負債를 선호하기 때문이다. 負債의 선호 현상은 두가지 이유로 설명할 수 있다.⁹⁾ 첫째는 自己資本에 비하여 부채의 상대적 金

7) 朴尙用, “無議決權株式 發行의 活性化 方案,” 上場協資料 88-16, 1988. 11. p.9.

8) 崔重卿, 前掲書, p. 133.

9) 朴尙用, 前掲書, p. 9.

10) 上掲書, p.10.

融費用이 낮다는 것이다. 負債는 利子の 損費處理, 實勢金利以下の 銀行借入金利 때문에 그 혜택이 막대하지만 救濟金融으로 인하여 과도한 負債依存에 따른 破産費用은 거의 없다. 따라서 많이 빌릴수록 좋다는 관념이 기업에 팽배해 있다. 둘째는 負債의 증가가 經營權 보호의 중요한 수단이 되고 있다는 것이다. 특히 時價發行制度의 定着으로 割引率이 점차 줄어들어 따라서 持分維持를 위한 大株主 - 經營者의 株式引受資金이 증가 하기 때문에 有價增資를 기피하고 負債를 選好하는 경향이 더욱 뚜렷이 나타나고 있다.

따라서 經營權 保護에 효율적인 無議決權 優先株式을 합리적으로 이용한다면 기업의 財務構造 改善에 크게 보탬이 될 것이다.

3. 外國資本의 國內企業 支配 防禦

1981年부터 정부는 단계적으로 資本自由化를 추진하여 왔다. 이미 외국인의 국내증권시장에의 間接投資, 국내기업의 海外證券發行,¹¹⁾ 그리고 國內外 證券會社의 상호진출이 활발히 추진되고 있으며 1992년 부터는 外國人의 直接證券投資가 허용되고 내국인의 海外證券投資도 곧 허용될 것으로 전망된다.

외국인의 直接證券投資를 포함하는 본격적인 資本自由化 시대를 맞이하여 기업가는 물론 국민들이 우려하는 바는 외자의 國內企業支配 또는 외국인의 國內企業 經營權 침해 가능성이다. 물론 대부분이

11) 1981년 '資本市場 國際化의 基本 方向'의 發表와 함께 推進되어 온 國內資本市場 開放日程에 따라 國內企業의 海外株式關聯債의 發行이 許容됨으로서 1985년 삼성전자가 國內 最初로 US포시 海外轉換社債를 Euro市場에서 發行, 國內企業이 低廉한 費用으로 海外資金을 調達할 수 있는 契機를 提供하였다.

機關投資者들인 외국의 海外證券 投資者등이 외국의 投資企業의 經營權을 침해하는 사례는 빈번하지는 않다. 그러나 영·미의 投資家들은 公開買受와 委任狀 爭奪 경쟁을 통한 企業經營權 이전이 매우 빈번한 시장풍토에 익숙해져 있다. 아울러 日本企業들에게 技術적으로 예속되어 있는 우리나라 기업에 日本의 資本이 대량으로 유입된다면 經營權의 실질적인 침해 가능성은 충분히 있다고 생각된다. 따라서 資本自由化에 따른 經營權 侵害는 신중히 그리고 철저히 봉쇄되어야 할 것이다.

외국인으로 부터 국내기업의 經營權을 보호하기 위한 방법은 크게 두 가지가 있다. 첫째는 현재의 한국이나 일본에서와 같이 외국인이 소유할 수 있는 지분에 上限線을 설정하는 것이다.¹²⁾ 둘째는 스웨덴에서와 같이 외국인은 주로 無議決權 株式을 보유할 수 있도록 하는 것이다. 두가지 방법 모두에 장단점이 있으나 經營權 保護側面에서만 판단하면 無議決權 株式을 이용하는 것이 더욱 바람직할 것으로 생각된다.

第 2 節 無議決權 優先株의 限界

1. 經濟力 集中의 深化

經濟力 集中이란 “1인 또는 그의 직접적 통제범위 안에 있는 소수인이 실질적으로 所有·支配하는 다수의 대규모 獨寡占的 기업들

12) 政府는 1991. 10. 1 外國人의 株式買去來등에 관한 規程을 制定하여 種目別 外國人1人 取得限度는 當該 種目 發行株式總數의 100분의 10으로 취득한도를 定하였다. (동규정 제 4 조 1 항)

로 구성된 企業集團이 경제전체의 주요한 부분을 점유하고 있는 狀態”로 定義된다.¹³

과거 經濟發展過程에서 형성된 經濟力 集中은 긍정적인 측면도 물론 있으나 經濟運用에 있어서의 형평차원에서 문제가 있으며 경영의 세습화 및 特定階層의 전횡등의 가능성에 따라 經營의 전근대성을 초래할 가능성도 크다.¹⁴ 최근 정부에서 公正去來次元에서 大規模企業集團에 대한 指導監督을 강화하는 한편 偏重與信의 시정을 위한 노력을 기울이고 있는 배경도 바로 經濟力 集中 현상을 완화하기 위한 노력의 일환이라고 할 수 있다.

資本市場次元에서 經濟力 集中을 완화하는 정책수단은 株式의 廣範圍한 분산이 주된 것이며 특히 議決權있는 株式의 분산이 중요한 의미를 갖고 있다.¹⁵ 따라서 無議決權株式의 발행을 확대할 경우 소유의 분산은 이루어지나 意思決定權의 분산은 지연되게 되므로 經濟力의 실질적인 분산이 어려워지게 된다는 문제가 있다.

資本市場의 기본인 市場經濟의 원리는 多數의 참여자가 내린 意思決定에 따라 資源의 가격이 결정되고 합리적으로 배분되는 것임을 감안할 때 無議決權株式의 발행증가는 意思決定權이 소수의 지배적투자자에게 集中됨으로써 기업의 意思決定을 비합리적이며 特定利益集團

13) 李奎億, “經濟力集中의 現況과 公正去來政策,” 韓國開發研究院, 1988. 7. p.1.

14) 崔重卿, 前掲書, p. 133.

15) 資本市場의 健全한 育成을 위해 市場規模를 키우기 위해서는 무엇보다 積極的인 公開誘導政策이 必要하며 이를 위해 政府는 企業公開促進法 및 資本市場育成에 관한 法律등 특별법 制定과 強力한 公開 Drive 政策을 推進해 왔으나 最近 證市의 沈滯로 供給物量을 抑制하기 위하여 企業公開 要件을 強化하였다.

에 편향된 방향으로 외국시킬 가능성을 크게 한다는 점에서 無議決權 優先株式의 사회경제적 가치에는 명백한 한계가 있다고 보아야 할 것이다.

2. 代理費用 (Agency Cost) 의 增加

Agency Cost란 소유와 경영의 분리로 인한 비능률을 意味하는 것이 일반적인 개념이나 無議決權 株式을 발행할 경우에도 같은 문제가 생기게 된다. 왜냐하면 無議決權 株式을 발행할 경우 所有權의 分散은 가능해지지만 經營權은 기존의 大株主가 확보하게 되기 때문이다.¹⁶⁾ 이렇게 되면 經營權을 確保한 기업가는 所有持分에 따라 分配되는 장부상의 純利益보다는 純利益發生 이전 단계에서의 번칙적인 經費支出이나 눈에 보이지 않는 富의 流出을 증가시키려는 인센티브를 갖게 된다.¹⁷⁾

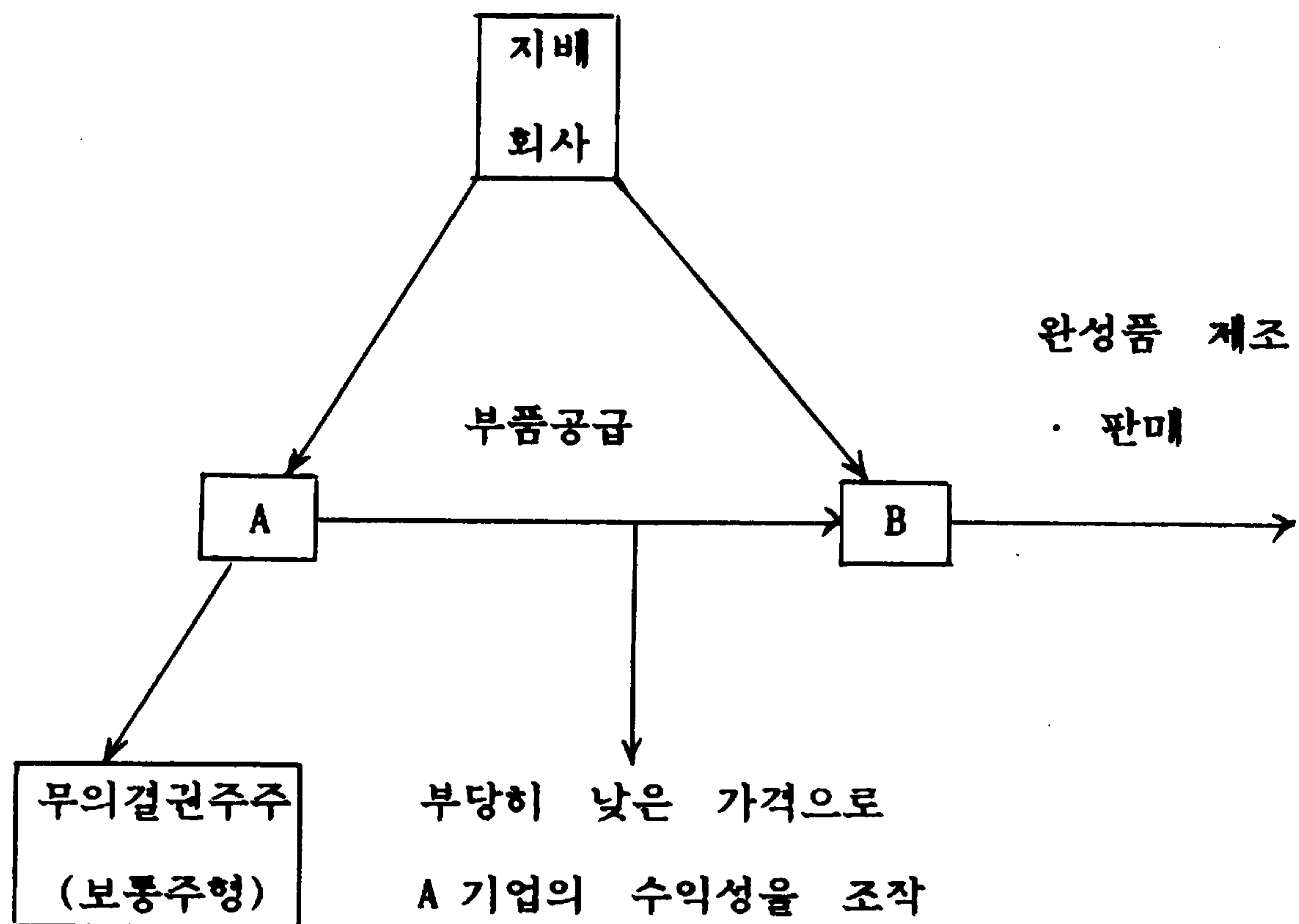
이럴 경우 無議決權 株式의 優先的 配當 內容의 형태에 따라서는 無議決權 株主의 권익이 침해받을 가능성이 커지게 된다. 만약 無議決權 株式이 社債型으로서 일정률의 固定的 配當을 받는 경우에는 配當을 약정대로 받지 못할 경우 議決權이 부활되므로 權益保護에 큰 문제는 없겠으나 普通株型일 경우, 특히 '普通株配當率 + α '형식일 경우에는 다소의 문제가 있을 수 있다. 즉 純利益을 줄임으로써 無議決權 株主의 利益을 침해할 수가 있다.

예를 들어 A 기업과 B 기업은 동일인에 의해 지배되고 A는 B에게 부품을 공급한다고 할 때 A 기업이 '普通株配當率 + α '형식의

16) 崔重卿, 前掲書, p. 134.

17) 朴尙用, 前掲書, p. 13.

無議決權 株式을 발행했다고 하자. 이때 A 기업이 B 기업에게 부당히 낮은 價格으로 부품을 공급하여 純利益을 줄인다면 A 기업의 無議決權 株主는 매우 불리한 지위에 있게 될 것이다.



第 3 節 無議決權株가 企業價値에 미치는 影響

앞서 논술한 제 1, 2절의 논의를 종합하여 볼 때 無議決權株를 發行하는 경우에 經營者는 자신의 危險負擔 機能을 줄이면서 기업에 대한 支配力을 維持 또는 增加시킬 수 있게 되어 經營者와 株主의 이해간에 괴리가 심화될 수 있다. 따라서 無議決權株의 發行이 주주의 부에 어떠한 影響을 주는가 하는 것은 無議決權株를 인정할

것인가 하는 규제적인 측면에서 상당히 중요한 문제이다

지금까지의 研究들을 살펴보면 無議決權株가 株價, 또는 企業價値에 미치는 영향에 관하여 상호 배타적인 결과들을 나타내고 있다. 즉, 無議決權株가 企業價値를 증가, 감소시킨다 혹은 企業價値에 영향을 미치지 않는다는 研究가 모두 나타나고 있다.

1. 無議決權株가 企業價値에 影響을 주지 않는다는 研究

벌과 민즈(Berle-Means)(1932)¹⁸⁾는 株式所有가 불특정 다수의 投資者들에 의하여 분산되어 질수록 企業經營權에 대한 支配權이 株主로부터 분리되어 나온다는 이론을 제시하였다. 이들은 支配權을 理事에 대한 임면권으로 정의하여 이러한 인사권에 대하여 少額株主는 어느 누구도 실질적인 힘을 발휘하지 못하고, 대신 委任狀의 취합·조정 과정에서 유리한 입장에 서게 되는 專門經營人들이 실질적인 支配權을 갖는다고 하였다.

또한 이스터브룩과 피셀(Easterbrook-Fishel)(1983)의 研究¹⁹⁾에서도 집단적 選擇의 問題(Collective choice problem)를 다루면서 多數의 議決權者가 존재하는 경우에 個別 議決權者는 그의 議決權에 대하여 결과에 영향을 줄 것이라고는 기대하지 않게 되고, 기업의 업무에 대한 연구를 하거나 현명하게 議決權을 행사할 동기를 지니지 않게 된다고 하였다.

이스터브룩과 피셀(Easterbrook-Fishel)은 이러한 집단적 選擇問題에

18) Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property, The McMillan Co., New York(1932)

19) Easterbrook, F. and D. Fishel, Op. cit.

대한 해결책을 제시하기는 하였지만 이 방법이 합병과 公開買受 (mergers and tender offers)에 의한 議決權의 結合이고 우리나라의 상황과 같이 經營權市場이 발달하지 않은 상태에서는 議決權의 가치가 아주 적다는 것을 생각할 수 있을 것이다. 이렇게 議決權이 가치가 없거나, 가치가 아주 적은 경우에 無議決權株는 普通株와 밀접한 代替關係에 놓이게 되어 普通株를 發行하는 것과 같은 효과를 나타낼 것이다.

2. 無議決權株가 企業價値를 增加시킨다는 研究

알치안과 뎀세츠(Alchian-Demsetz)(1972)는 그들의 研究에서 한 經營者에 의하여 기업이 장기간 운영되는 경우에 經營者에 의하여 계속적으로 개선되어 진다는 주장을 하였다.²⁰⁾ 이렇게 한 經營者에 의하여 계속 經營되어 진다는 것은 經營者에 대한 교체 확률이 낮은 경우에 가능한 것으로, 이들은 한 예로서 1인 所有企業을 들었으나, 이외에도 1인이 절대적으로 영향을 미칠 수 있는 경우에는 企業價値가 증가될 수 있다. 그러나 이들은 다른 한 예로서 소유가 잘 分散된 기업의 경우에도 벌과 민즈(Berle-Means)가 주장하듯이 經營權의 교체가 쉽지 않음을 들어 반드시 한 집단 또는 개인에게로의 所有의 集中이 최선이라는 주장은 피하고 있다. 따라서 無議決權株의 발행이 반드시 企業價値를 증가시킨다고는 볼 수 없을 것이다.

20) A. Alchian and H. Demsetz, "Production, Information Costs and Organization," American Economic Review 62, 1972, pp.787 - 789.

디안젤로와 디안젤로(DeAngelo-DeAngelo)(1985)²¹⁾는 알치인과 뎀세츠(Alchian-Demsetz)가 말하는 지속적인 經營에 의한 잇점에 대하여 경영자가 議決權을 갖는 경우에 委任狀 爭奪을 일으킬 잠재력을 投資者나 그 委任狀 爭奪에 있어서 議決權을 행사할 외부인에 대해서 經營의 意思決定을 설명하는데 적은 資源을 소모하게 된다고 하고 있다.

그리고 經營者가 議決權을 갖는 다른 이유는 그들보다 情報를 덜 갖고 있는 外部株主의 행동에 대해서 그들을 保護하기 위해서이기도 하다. 만일 그들이 議決權을 보유하지 않았다면 그들은 외부주주의 행동을 방어하기 위하여 利益이 덜 발생하더라도 관찰이 용이한 사업에 투자하려 할 것이다. 그러나 經營者가 議決權을 갖는 경우에는 이러한 동기가 사라지고 따라서 經營者에게 議決權이 집중되는 경우에 企業의 價値는 증가될 수 있다는 것이다.

경영자가 議決權을 갖는 또 다른 이유는 조직특유의 人的財産에 대한 投資에서 발생하는 收益에 대한 그들의 財産權을 더 확실히 하는데 있다. 이 경우에 발생하는 利益에 대해서는 經濟的 分析에 있어서 特許權에 대해서 발생하는 문제와 유사한 문제에 노출되게 되는데 特許權에 있어서 외부에 대한 노출을 감소시킬 수록 그에 의해서 派生되는 利益이 크게된다는 것과 같이 조직특유의 人的資源에 투자하여 발생하는 利益을 확실히 하기 위하여 議決權을 集中시킬 동기를 갖게 되는 것이다.

그리고 無議決權株의 발행이 經營權侵奪에 대한 방어책으로 사용되어져도 주주의 富는 증가될 수 있다. 주주의 利害假說(stockholder

21) H. DeAngelo and L. DeAngelo, "Managerial Ownership of Voting Right : A Study of Public Corporations with Dual Classes of Stock," Journal of Financial Economics 14, 1985, pp.34 - 38.

interests hypothesis)에 따르면 經營權 侵奪에 대한 방어책은 주주에게 높은 經營프리미엄을 획득할 수 있도록 하고, 經營者와 더 效率的으로 契約할 수 있도록 한다.²²⁾ 따라서 無議決權株의 발행은 주주의 利益을 증가시킨다는 것이다.

無議決權株가 가지는 추가적인 配當의 속성에 의해서 株主의 부 또는 企業價値에 어떠한 영향을 주는지에 대해 젠센(Jensen)(1976)은 經營者가 임의로 사용할 수 있는 현금흐름(free-cashflow)이 감소되면 Agency문제가 감소되어 企業價値가 증가될 수 있다고 하였다.²³⁾ 無議決權株에 대해서 주어지는 추가적인 配當은 이러한 經營者가 임의로 사용할 수 있는 현금의 量을 감소시켜 企業價値를 증가시킬 수 있다.

또한 추가적인 配當은 기업의 미래의 成果에 대한 情報傳達의 역할을 하기도 한다. 기업은 미래에 계속해서 추가적인 配當을 지급할 수 있는 경우가 아니면 추가적인 配當을 지급하지 않으려는 경향이 있는데, 無議決權優先株를 발행하는 경우에도 미래에 그러한 추가적인 配當을 감당할 수 있으리라는 情報의 傳達로 볼 수 있을 것이라는 주장이다.²⁴⁾

추가적인 配當의 다른 기능은 이를 지급하지 못하는 경우에 추가

22) P. H. Malatesta and R. A. Walking, "Poison Pill Securities Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structures" Journal of Financial Economics 20, 1988, p348.

23) M. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," American Economic Review 76, 1986, pp.323-329.

24) M. M. Partch, "The Creation of Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth," Journal of Financial Economics, 1987, pp.322-323.

적인 配當의 지급이 있을 때까지 經營者를 監視·統制할 수 있는 法的 權利를 부활시킨다는 데 있다. 따라서 成果가 좋지 않은 기업의 경우에는 이러한 法的인 權利가 經營者에 대한 監視·統制를 강화하여 企業價値를 증가시킬 수 있을 것이다.²⁵⁾

3. 無議決權株가 企業價値를 減少시킨다는 研究

無議決權株가 企業價値를 감소시킨다는 研究는 두가지의 방향으로 진행되어지는데, 그 한가지는 無議決權株가 發行되는 경우에 기업내에 있어서의 Agency Cost를 증가시켜 企業價値를 감소시킨다는 것이고, 다른 하나의 연구방향은 經營權市場과의 관계에 있어서 企業價値를 감소시킨다는 것이다.

젠센과 맥클링(Jensen-Meckling)(1976)은 기업에 있어서의 經營者의 미래 현금흐름에 대한 몫이 감소할수록 經營者의 사적 消費動機가 증가하여 企業價値를 하락시킨다고 하였다.²⁶⁾ 그런데 無議決權株를 발행하는 경우에는 經營者의 미래의 현금흐름에 대한 몫은 감소시키는 반면, 經營權은 그대로 유지하게 되므로 經營者의 私的消費動機가 증가하여 企業價値를 감소시키게 된다.²⁷⁾

만(Manne)(1965)²⁸⁾과 파마(Fama)(1978)²⁹⁾은 經營權市場이 기업의 자산

25) R. Lease, J. McConnell and W. Mikkelsen, "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations," Journal of Business 57, 1984.

26) M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs, and Ownership Structure," Journal of Financial Economics 3, 1976, pp.305-360.

27) Jensen-Meckling(1976)은 그들의 가정(P.3)에서 외부주주의 주식은 무의결권주임을 가정하고 있다.

28) H. Manne, "Managers and the Market for Corporate Control," Journal

을 그 가치가 최대가 되도록 하는 것을 용이하게 한다고 하였다. 그런데 일반적으로 無議決權株를 발행하게 되면 經營權市場이 덜 효과적으로 되어 經營者들로 하여금 企業價値를 극대화하는 資金調達意思決定, 投資意思決定에서 멀어지도록 만드는 결과를 초래한다고 말해진다. 따라서 주주의 富는 감소된다고 할 수 있다.

이와같이 無議決權株의 발행이 經營權侵奪에 대한 방어책으로 사용되어지는 경우에 株主의 부를 침해할 수 있다는 가설이 經營者保護假說(management entrenchment hypothesis)인데, 이에 따르면 경영권 침탈에 대한 방어는 비효율적인 經營者를 교체하는 비용을 증가시켜 株主의 富를 감소시키게 된다는 것이다.³⁰

of Political Economy 73, 1965, pp.110-120.

29) E. Fama, "The Effect of the Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Securityholders," American Economic Review 68, 1978, pp.272-284.

30) P. H. Malatesta and R. A. Walking, Op. cit., p.348.

第 5 章 無議決權 優先株의 合理的 利用을 위한 提言

앞서 살펴본 바와 같이 無議決權 株式은 효익과 함께 그 한계도 명백히 존재하므로 이를 合理的으로 이용함으로써 효익을 극대화하고 한계는 극소화하는 노력이 필요하다고 할 수 있다. 이러한 관점에서 본고에서는 無議決權 優先株式의 합리적인 이용을 위한 몇가지 제언을 함으로써 이러한 노력에 一助를 하고자 한다.

第 1 節 優先的 配當內容의 合理的인 決定

우리 상법은 無議決權 株式에 대해 利益配當에 관한 優先株일 것만을 규정하였기 때문에 社債型이나 普通株型의 어떠한 유형의 優先株도 發行이 가능하다. 그러나 優先配當率의 최저한이 없다는 점과 회사에는 普通株型이 유리하다는 점에 의해 普通株型의 優先株가 주로 발행되고 있다.¹⁾ 그리고 그 내용도 普通株보다 1% 많은 配當率이라는 미미한 것에 그치고 있다.

그러나 이와같이 普通株보다 극히 상징적으로 많은 저율의 優先配當을 부여하는 현행 普通株型 無議決權 株式 발행형태는, 議決權을 박탈하면서 타방으로는 財産的 權利에 관해 하등의 상응하는 이익도 주지 않는 것으로도 볼 수 있기 때문에 無議決權 株式制度의 본래적 취지에도 맞지 않을 뿐 아니라 株主保護의 견지에서도

1) 尹鍾秀, 前掲書, p. 83.

바람직스럽지 못하다.

수많은 계약의 집합이라 볼 수 있는 會社關係²⁾에서 投資者는 會社와 자유로운 교섭에 의해 거래조건을 정하게 되는데 이것이 자유의사에 의해 행하여졌다면 특별한 사정이 없는 한 그 의사를 존중해야 하는 것이 私的自治의 原則에 타당하므로 優先配當率의 결정에 있어서도 자유로이 결정할 수 있어야 하며 이와같은 논리를 발전시킬 경우 당사자의 교섭에 의해 정해진 優先配當率이라면, 그것이 1% 일 경우에는 물론 더 낮은 극단적인 경우에도 이를 막을 이유가 없다³⁾는 私的自治의 原則에 의하여 普通株型 無議決權 優先株式의 정당성을 인정한다 하더라도 실제적인 문제점은 간과될 수 없으며 따라서 그 적절한 규제가 절실히 요구된다 할 것이다.

그 規制 方法은 여러가지로 모색될 수 있겠으나 프랑스 會社法 第 269 - 2 條 2 項처럼 優先配當額의 最低限을 額面價의 7.5 %로 규정⁴⁾하고 있는데, 우리 商法도 이와 같은 고정된 最低優先配當率을 정하거나, 또는 다른 기준⁵⁾에 연동되는 最低優先配當率을 법정하는 방법으로 개선됨이 필요하다.

第 2 節 無議決權 優先株主의 保護強化

無議決權 株主의 이익은 議決權이 없다는 無議決權 株式의 가장

2) Easterbrook & Fischel, "Voting in Corporate Law" (26J.L. & ECON., 1983)

3) 金建植, 前掲書, p. 22.

4) 洲崎博史, 前掲書, p. 542.

5) 보통 公金利를 基準으로 하는 것이 많다.

기본적인 특성에 의해 침해될 위험성이 크며 실제로 침해되고 있는 경우가 많다. 따라서 제도의 운영에 있어 제일 먼저 고려되어야 할 것은 無議決權 주주의 보호라고 할 수 있다.⁶⁾

無議決權 優先株主의 보호를 강화시키기 위하여는 앞서 설명한 優先的 配當內容의 합리적인 결정과 함께 無議決權 주식의 優先權을 참가적 · 누적적인 것으로 하는 것도 고려해 볼직 하다.

優先株의 優先配當의 방법들은 優先配當後 普通株와 함께 잔여이익에 다시 참가하여 배당을 받을 수 있느냐에 따라 參加的 · 非參加的으로 나누어지고 未支給된 優先配當額이 누적되어 다음 배당에 있어서 누적된 優先配當額을 받을 권리가 주어지느냐에 따라 누적적 · 비누적으로 나누어진다는 점에 대해서는 이미 설명한 바 있다⁷⁾

우선주에 있어서 이러한 參加的 · 累積的인 여부의 결정은 정관에 의해서 결정된다. 그러나 정관에 이에 관한 규정이 없을 때는 商法에 아무런 정함이 없기 때문에 해석에 의존할 수 밖에 없다.⁸⁾

이론적으로 볼때 社債型 優先株는 사채에 가까운 것이므로 累積的 · 非參加的이 되고 普通株型 優先株의 경우는 주식에 가까운 것이므로 參加的 · 非累積的이 되는 것이 타당할 것이다. 그러나 이러한 관계가 필연적인 것은 아니다. 社債型 優先株나 普通株型 優先株나 모두 사채와 주식의 양성격을 공유하고 있는 優先株의 일종이기 때문이다. 따라서 社債型 優先株에 참가적 성질을 허용해도 본질에 위배되지 않는다.

6) 尹鍾秀, 前掲書, p. 80.

7) 本稿 제 1 장 제 2 절 參照.

8) 尹鍾秀, 前掲書, p. 47.

결국 이러한 권리내용의 해석문제는 無議決權 優先株主의 보호라는 측면에서 결정지어야 할 것이다. 특히 우리나라와 같이 명목적인 優先配當率로 普通株型 優先株를 발행하고 있는 경우에는 無議決權 주식의 보호를 강화하기 위해 참가적·누적적인 것으로 해석하여야 할 것이며 더 나아가 대부분이 그러하듯이⁹⁾ 定款에 명시적으로 非参加的·非累積的으로 규정되어 있는 경우에도 투자자 보호의 측면에서 이를 변경하는 것이 타당하다.

이와함께 본고 第3章 第3節에서 논한 議決權 이외의 권리에 대하여도 폭 넓게 인정하는 문제도 고려해 볼 직하다 하겠다.

第3節 發行形態의 多樣化

우리 商法은 優先株式에 대하여 이익으로써 일정기간내에 소각할 수 있거나 (償還條項), 普通株로 일정기간내에 전환할 수 있도록 (轉換條項) 하는 조항을 들 수 있도록 규정하고 있다. 그런데 상환조항을 넣는 취지는 대개 발행회사로 하여금 고율의 優先配當을 할 의무와 부담을 면하게 하는 데에 있고¹⁰⁾ 전환조항을 넣는 취지는 고율의 優先配當義務를 면하게 하는 것 외에 優先株主에게 그 의사에 따라 좀 더 수익성이 높을 수 있는¹¹⁾ 普通株主의 變更權利를 증

9) 우리나라의 경우는 無議決權 優先株가 發行되어 온 이래, 계속 非参加的·非累積的인 優先權을 정하고 있다. 거의 미미한 配當을 하면서도 非参加的·非累積的으로 정한다는 것은 無議決權株主로 하여금 社債權者나 普通株主 보다도 훨씬 不利한 位置에 있게 하는 것으로 큰 問題가 아닐 수 없다.

10) Buxbaum, "Preferred Stock - Law and Draftman Ship," Cal.L. Rev. Vol 42, (1954) p.263.

으로서 優先株의 발행을 좀 더 쉽게 하자는 데에 있다.¹²⁾

償還株式(條項)이란 일정기간내에 또는 일정시점에 일정한 가액(償還價額)을 지급하고 優先株式을 소각할 수 있는 것을 말하는 바¹³⁾ 이에는 償還權이 누구에게 있는가에 따라 다음과 같은 종류가 있다.

먼저 '義務償還株式'(Put Stock)은 상환권이 주주에게 주어지는 것을 말하는 바 이 경우 株主가 後에 상환을 청구하였을 때 회사에 償還財源이 없다면 償還을 할 수 없다는 문제점이 있다. 우리 商法 第 345 條 1 項은 償還은 이익으로서만 하도록 규정하고 있으므로 결국 商法 第 462 條의 配當可能利益이 존재해야만 償還이 가능하기 때문이다. 따라서 통상 償還株式은 이러한 식으로 발행하지는 않고 있으며 나아가 회사가 정관에 단순히 '...償還할 수 있다.'라고만 규정해 놓았다면 이는 다음에서 보는 隨意償還株式만을 인정한 것이라 볼 것이다.¹⁴⁾

'隨意償還株式'(Callable Stock)은 償還權이 회사에게 주어진 것을 말하는 바 이에는 償還方法에 따라 '強制償還'과 '任意償還'이 있다. 전자는 주주의 의사에 불구하고 회사가 일방적으로 償還을 행하는 것이고 후자는 회사가 自己株式取得等 매입의 방법을 통하여 償還하는 것이다.

轉換權附 優先株는 轉換社債와 유사하게 주주에게 普通株로¹⁵⁾ 전환을

11) 즉 회사의 여건이 좋아져서 高率의 收益을 올릴 경우 普通株가 社債型 無議決權 優先株보다 收益性이 더 높을 수 있다.

12) 자세한 것은 新版註釋會社法, 前掲書, pp.342~345.

13) 商法 第 345 條 參照.

14) 朴炳武, 前掲書, p. 101.

15) 물론 後配株로 轉換되는 것도 법상 금지되지는 않지만 실제 발

청구할 권리가 부여된 優先株를 말한다. 따라서 일정한 시기도래후 또는 일정조건발행후 당연히 普通株로 轉換되는 所謂 條件附優先株¹⁶⁾는 株主에게 轉換權이 부여된 것이 아니므로 轉換株式은 아니나¹⁷⁾ 그 효과는 轉換株式과 유사하므로 轉換株式의 이론들을 그대로 적용하여도 무방하다.¹⁸⁾

이와 관련하여 짚고 넘어가야 할 문제는 현재 優先株로 발행되어 있는 주식을 회사의 필요에 따라 普通株式으로 바꿀 수 있는가의 문제이다.¹⁹⁾ 이에 대하여 그 근거는 명백하지 않으나 種類株主總會의 결의만 거치면 普通株式으로 전환할 수 있다는 견해가 있다.²⁰⁾ 생각컨대 優先株의 優先權 폐지도 정관변경 및 종류주주총회의 決議로 인정되는 만큼 이러한 任意轉換 자체를 금지하는 것은 무의미할 수 있다. 다만 그 절차가 문제인 바 위 일부견해처럼 종류주주총회만 거치면 가능하다고 하는 경우 轉換自體가 구주식의 소멸(資本減少)과 新株式의 발행이므로 구주식 소멸도 普通株主總會의 결의없이 이사회 결의로만 하는 꼴이 되어 주식의 소각을 엄격히 하는 商法規定에 反하고 또한 普通株主의 입장에서 볼 때도 한번 수권하여 발행한 株式을 별다른 수권없이 이사회임의로 주식의 종류를 교체한다는 것은 수권의 범위를 벗어난 것이라 할 것이다. 따라서 種類

행은 드물것이다.

16) 우리나라에서는 '신호제지'가 이런식으로 發行하였다.

17) 鄭東潤, 前掲書, p. 229.

18) 朴炳武, 前掲書, p. 110.

19) 이에 대한 자세한 論議는 韓國上場會社協議會 세미나 교재 90-5 "無議決權 優先株 發行條件 變更에 관한 處理指針 說明會," 1990.

7. 참조.

20) 月刊「上場」제 164 호, 韓國上場會社協議會, 1988. 8., p.23.

株主總會뿐만 아니라 普通株主總會도 아울러 거쳐야 하는 바, 이때 普通株主總會의 결의는 정관의 규정을 바꾼다는 의미를 포함하므로 商法 第 434 條의 특별결의가 되어야 할 것이다.²¹⁾

第 4 節 代理費用 減少方案 講究

無議決權 優先株를 발행하게 됨에 따라 발생하게 되는 代理費用을 감소시키기 위하여 필요한 조치로는 다음과 같은 것들을 들 수 있겠다.

첫째로는 經營者의 이해가 一般株主의 이해와 일치되도록 할 수 있는 메카니즘을 수립하는 것이고; 둘째로는 經營者가 주주의 利害에 반하는 경영을 하는지 감시하는데 필요한 제반 정보의 正確性을 기하고 이용가능성을 확립하는 것이다. 물론 이러한 사항들은 無議決權 株式과는 관계없이 이루어져야 할 당연한 것들이다. 그러나 無議決權 株式을 발행하면 經營에 참여하는 少數株主의 經營支配權이 강화되기 때문에 無議決權 株主는 물론 議決權 株主들이 피해를 입을 가능성이 더욱 높아지게 된다. 따라서 이들을 확실하게 保護하기 위하여 제반 조치의 강구가 더욱 절실하여 지는 것이다.

經營者와 株主의 이해를 一致시키는 방법에는 여러가지를 생각해 볼 수 있겠으나 經營者의 報酬契約을 실적과 연계시킴으로서 經營者와 一般株主의 利害를 일치시키도록 하는 미국의 公開株式會社에 普

21) 온양필프는 優先株를 普通株로 任意轉換할 때 普通株主總會와 種類株主總會의 決議를 동시에 거쳤다. (1987. 3) : 대우경제연구소 刊, 前掲書, p. 22.

遍化된 代理人 問題의 統制方法²²⁾은 당장에라도 도입해 봄 직한 것이라 하겠다.

이보다 더 중요한 것은 企業經營者를 감시하는데 필요한 정보의 正確性과 利用可能性을 확립하기 위해 내부 및 外部監査制度를 강화하는 것이다. 우리나라의 監査人은 該當株式會社와 독립적인 관계를 유지하지 못하고 있다. (內部) 監事의 경우 일정한 資格要件이 法的으로 명시되어 있지 않기²³⁾ 때문에 當該株式會社에서 현직만 맡지 않고 있으면 經營者가 사실상 통제하는 株主總會에서 선임될 수 있다. 따라서 經營者와 親分關係가 있거나 과거 경영진의 한사람이었던 사람이 監事를 맡는 경우가 빈번하다. 한편 外部監査人의 경우 現在와 같은 受任競爭體制下에서는 株式會社가 外部監査人을 '선발'하기 때문에 外部監査人의 독립성이 보장될 수 없는 실정이다. 監査人의 독립성 결여는 결과적으로 監査報告書의 생명이라고 할 수 있는 객관성과 중립성의 결여를 초래하고 있다. 따라서 企業監査制度에 대한 一大革新이 없는 한 外部株主의 保護를 기대할 수 없다.²⁴⁾ 이런 觀點에서 最近 '株式會社의 外部監査에 關한 法律'이 一部 改正되어 外部監査人을 교체할 때는 株主總會의 승인을 얻도록 한 것²⁵⁾은 바람직한 변화라 하겠다.

22) 朴尙用, 前掲書, p. 13.

23) 崔重卿, 前掲書, p. 135.

24) 朴尙用, 前掲書, p. 14.

25) 株式會社의 外部監査에 關한 法律 제 4 조 2 참조.

第 5 節 圓滑한 制度運營을 위한 方案의 摸索

無議決權 株式制度의 규제기준으로서 無議決權 株主의 보호 못지 않게 고려되어야 할 중요한 점은 制度의 圓滑한 運營이라는 점이다. 경직된 運營이나 현실적인 事情에 부합하지 않은 運營은 無議決權 株式의 經濟的 機能을 저해시키기 때문이다.²⁶⁾ 現行法은 그 內容이 상당히 미비하고 형식적이기 때문에 개선의 여지가 큰 바, 대표적으로 다음의 두 가지 경우를 들 수 있다.

우선 關係法規 및 정관의 규정사항이다. 現行法上 數種의 株式을 發行한 때에는 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 회사는 株式의 種類에 따라 新株의 引受, 株式의 併合, 消却 또는 合併으로 인한 株式의 配定에 관하여 특수한 정함을 할 수 있으며 (商法 第 344 條 3 項) 이 경우 어떤 종류 의 株主에게 불이익이 돌아갈 때에는 株主總會의 결의외에 그 종류 의 주주만 의 種類株主總會의 결의를 거 치도록 하여 (同法 第 436 條) 普通株主와 優先株主間에 이해조정을 꾀하도록 하였다.²⁷⁾ 그런데 구체적으로 어떻게 이해조정을 할 것인가 는 그리 간단한 문제는 아니고 더구나 우리나라에서 현행 발행되고 있는 (無議決權) 優先株는 이에 관하여 실무상 충분한 검토도 없 이 增資등을 행하고 있어 이에 대하여 법률적 측면에서의 時急한 解決策 提示가 요구된다. 아울러 彈力的인 制度運營을 위하여 현재 優先權의 內容을 定款에 정함을 요건으로 하고 있는 것을 定款에는 기본적인 內容만을 規定하고 나머지는 理事會의 재량에 맡기는 것이

26) 尹鍾秀, 前掲書, p. 82.

27) 朴炳武, 前掲書, p. 78.

유용할 것이다.

두번째로 無議決權 優先株式의 발행을 제한하고 있는 關係規定의 보완이다. 證券管理委員會는 1990. 3.14 上場法人財務管理規程 개정을 통하여 金融機關에 대하여는 無議決權 優先株를 발행하려는 경우에는 委員會의 승인을 얻도록 함으로써 사실상 優先株 發行을 전면 금지하였고 非金融圈 기업에 대해서도 ① 公募方式으로 발행하는 때 ② 1인 지배주주 및 그 특별관계인과 주요 대주주에게 新株引受權이 배정되지 않는 소액주주 배정방식 발행 ③ 기타 轉換社債 및 新株引受權附社債의 권리행사에 의하여 발행하는 때를 제외하고는 위원회의 승인을 얻도록 함으로써 優先株의 발행범위를 크게 제한하였다.²⁸⁾

그러나 우리나라의 현실에서 볼 때 자기자본의 증대로 인한 재무구조의 개선이라는 점과 외국자본으로 부터 국내기업 경영권을 보호하기 위하여서라도 關聯規程의 개정을 서둘러야 할 것이다. 사실 그간의 優先株 發行 활성화에 따라 노출된 문제점들은 優先株가 갖는 모순이라기 보다는 제도의 미비로 인한 제도의 악용으로 인한 것이었다는 것을 인정해야 할 것이다. 단, 이 경우 위에서 언급한 바 있는 無議決權 株主를 보호하기 위한 제방안의 확립이 선행되어야 함은 물론이다.²⁹⁾

28) 證券管理委員會 上場法人財務管理規程 제 17 조의 2 참조.

29) 尹鍾秀, 前掲書, p. 82.

第6章 結 論

無議決權 주식은 주식분산이 충분히 이루어져 있지 않는 상태에서 경영권 상실의 우려없이 직접금융을 가능하게 함으로써 기업의 재무구조를 개선하고 경기적응 능력을 향상시켜 주는 바람직한 금융수단인 반면, 경제력 집중과 Agency Cost의 발생등 문제가 있으므로 無議決權 주주의 권익을 보호할 수 있는 제도적 장치를 보완·발전시켜 나가야 하며 특히 자본시장의 개방이 예상되는 현상황에서 無議決權 주식이 시사하는 예상되는 문제점에 대해 심도있게 분석해야 할 필요가 있다고 하겠다.

즉 현재 우리나라에서 발행되는 無議決權 優先株의 형태는 '1% 優先配當의 普通株型'으로서 그것이 법률상으로는 허용되는 것이라 하더라도 이미 살핀 바와 같이 정책적으로 문제가 있으며 또한 이는 普通株型의 無議決權 優先株로서, 다른 주주와의 각종 이해조정 및 優先株主의 지위와 관련하여 법해석상으로도 결의되어야 할 많은 문제점을 안고 있다.

이러한 맥락에서 본고에서는 優先株의 합리적인 이용을 위한 몇 가지 제언을 하였으나 무엇보다 種類株主間에 실질적인 이해의 대립이 없는 방향으로 풀어 나아가야 하고, 회사의 결정이 특정종류의 주주에게 불이익을 주는 내용일 경우에는 반드시 그 종류의 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다는 사실을 염두에 두어야 한다.

參 考 文 獻

I. 國內書籍 및 論文

1. 金建植, “無議決權株式에 대한 小考,” 證券 第 52 號, 1987.6.
2. 金勝猷·金鍾學, “無議決權 優先株 時價發行制度 實施方案,” 上場協 15 號, 1987. 春季號.
3. 金鎮奉, “株式會社理事會의 運營에 관한 研究,” 東國大學校 法學博士學位論文, 1986.
4. 金漢錫, “無議決權株 發行이 株價에 미치는 影響에 관한 研究” 延世大學校 經營碩士學位論文, 1989.
5. 大宇經濟研究所刊, “우리나라의 無議決權株 活用方案,” 證券調查資料 88-3-07-15.
6. 東西經濟研究所編, “優先株의 位相과 證市特性,” 證券月報 第 39 號, 1991. 4.
7. 朴炳武, “無議決權 優先株에 대한 商法上 實務上의 諸問題,” 서울大學校 法學碩士學位論文, 1989.
8. 朴尙用, “無議決權株式 發行의 活性化 方案,” 上場協資料 88-16, 1988.
9. 朴廷寔, 現代財務管理, 茶山出版社, 1987.
10. 朴貞運, “無議決權 株式發行이 株價에 미치는 影響에 관한 實證分析,” 中央大學校 經營碩士學位論文, 1990.
11. 尹鍾秀, “無議決權 株式에 관한 研究,” 서울市立大學校 法學碩士學位論文, 1988.

12. 李奎億, “經濟力集中의 現況과 公正去來政策,” 韓國開發研究院, 1988. 7.
13. 李載鎬, “無議決權株式의 發行과 株主의 富에 미치는 影響,” 서울大學校 經營碩士學位論文, 1990.
14. 李泰魯·李哲松, 會社法講義, 博英社, 1988.
15. 鄭慶浩, “無議決權株式에 대한 比較法的 考察,” 證券調查月報, 1988. 3.
16. 崔重卿, “無議決權 優先株의 合理的인 利用,” 上場協 19 號, 1989.5.
17. 韓國上場會社協議會, 無議決權 優先株 發行條件 變更에 관한 處理指針 說明會 : 세미나교제 90-5, 1990. 7.
18. 現代經濟社會研究院, 無議決權 優先株, 現代證券, 1991.
19. 洪性澤, “無議決權 株式發行의 活性化方案 研究,” 延世大學校 經營碩士學位論文, 1989.

II. 日本書籍 및 論文

1. 新版註釋會社法, 有斐閣, 1986.
2. 大隅健一郎·今井宏, 新版會社法論 (上卷), 1980.
3. 田中誠二, 會社法詳論 (上), 勁草書房, 1982.
4. 洲崎博史, “優先株·無議決權의 法律上·實務上의 問題點,” 인베스트먼트 第 40 卷 第 2 號, No.240., 1987.

5. 神崎克郎外 5名, “優先株發行의 機動性確保와 商法改正 (-)(=),”
民商法雜誌 第 97 卷 第 1 ~ 2 號, 1987.

Ⅱ. 歐美書籍 및 論文

1. Alchian, A. and H. Demsetz, “Production, Information Costs and Economic Organization”, American Economics Review, 1972, vol. 62, p.777-795.
2. Akerlof, G.A., “The Market for Lemons:Quality, Uncertainty and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, 1970, p.488-500.
3. Berle, A. and G.C. Means, “The Modern Corporation and Private Property”, The McMillian Co., New York, 1932.
4. Buxbaum, Richard M., “Preferred Stock - Law and Draftsmanship,” Cal. L. Rev. Vol.42., 1954. 3.
5. DeAngelo, H. and L. DeAngelo, “Managerial Ownership of Voting Rights:A Study of Public Corporations with Dual-Classes of Stock”, Journal of Financial Economics, 1985, vol. 14, p.33-70.
6. Demsetz, H., “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, Journal of Law and Economics, 1983, vol.26(2), p.375-390.
7. Easterbrook, F.H. and D.R. Fischel, “Voting in Corporate Law”, Journal of Law and Economics, 1983, vol. 26, p.395-427.
8. Fama, E., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” Journal of Political Economy, 1980, pp.288-307.
9. Fama, E., L. Fisher, M. Jensen and R. Roll, “The Adjustment of

- Stock Prices to New Information", International Economics Review, 1969, vol.10, p.1021.
10. Fama, E. and M.C. Jensen, "Seperation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, 1983, vol.26(2), p.301-326.
 11. Henn, Harry G.& Alexander, John R., Law of Corporations, 3rd Ed.; St. Paul, Mn: West Publishing Co., 1983.
 12. Harris M. and A. Raviv, "Corporate Governance : Voting Rights and Majority Rules," Journal of Financial Economics 20, 1988, pp.203-235.
 13. Horne, James C. Van, Financial Management and Policy, 7th, Ed. New Jersey ; Prentice - Hall Inc., 1985.
 14. Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," American Economic Review 76, 1976, pp.323-329.
 15. Jensen, M.C. and W. Meckling, "Theory of the Firm:Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976, vol.3, p.306-360.
 16. Lease, R., J. McConnel and W. Mikkelson, "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", Journal of Business, 1984, vol. 57, p.443-467.
 17. Linn, S.C and J.M. Pinegar, "The Effects of Issuing Preferred Stock on Common and Preferred Stockholders Wealth", Journal of Financial Economics, 1988, vol.21. p.155-184.
 18. Mikkelson, W. and M. Partch, "Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions, Journal of Financial Economics, 1985,

vol.14, p.165-194.

19. Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", Journal of Finance, 1985, vol.40, p.1031-1051.
20. Schaps, Ronald T, "Preferred Stock - Right on Dissolution in Excess of Preference," The Business Lawyer, July 1969.

ABSTRACT

A Study on Nonvoting Preferred Stock's Issue

KU JAE-MYEON

Major in Corporation Management

Graduate School of Business Admin.

Han Sung University

Nonvoting stock is one type of shares which has no voting rights as an exception to one-share-one-vote rule. According to the commercial code of Korea, nonvoting stock may only be issued as preferred stock with a dividend privilege. In compliance with the provisions of the commercial code, a corporation issued and listed nonvoting, preferred stock with a 1% preferred and non-cumulative dividend privilege, on the Korea Stock Exchange on June 20, 1986.

Since that time, a lot of nonvoting preferred stock of the same kind have been issued because nonvoting preferred stock enables a company to achieve two aims, security of management rights and capital

increase.

But there are many problems to be settled; such as, the status of preferred shareholders, the coordination of conflict of interests between common shareholders and preferred shareholders, and so on.

Therefore I would present five devices for improvement of nonvoting preferred stock system.

The first, the limit of the minimum rate of preferred dividend need to be fixed by law and contents of preference rights are required to be cumulative and participating. Besides, the rights of nonvoting shareholders have to be authorized more widely.

The second is reinforcement of protection of nonvoting shareholders. In order to achieve this aim, the nonvoting preferred stocks has the participation rights to residual dividends and a cumulative dividend right extending over the dividends of subsequent fiscal years, but as usual has neither a participating right nor a cumulative dividend right.

The third is diversification of nonvoting preferred stock issued. The issue of convertible and redeemable stocks, which are characteristically of the bond-type, guarantee more profits of nonvoting shareholders.

The fourth is reduction of Agency Cost. The coordination of interests between managers and shareholders, and the reinforcement of internal and external audit system are useful for this purpose.

The fifth, the device for efficient operation of nonvoting

preferred stock system need to be considered. For the sake of elastic issue of nonvoting preferred stock system, the decision of details has to be authorized to a board of directors at the most. And the regulation on issue of nonvoting preferred stock has to be supplemented.