

차등의결권 주식은 기업가치를 제고하는가?*

송치승** · 박정미***

〈요 약〉

우리나라에서는 1997년 금융위기 이후 기업 관련 정책 중 중요한 부분이 기업의 지배구조이다. 최근까지도 핵심 개혁대상으로 이 문제가 끊임없이 논의되어 왔다. 그러나 이런 우려에도 불구하고 정치권과 벤처업계는 벤처기업의 경영권 보호와 자금조달을 활성화하기 위한 방안으로 차등의결권을 도입하려는 시도를 계속해서 추진하고 있다. 이에 차등의결권 도입이 과연 기업가치에 의미있는 영향을 미치고 있는 지 면밀히 검토해야 할 시기가 도래한 것으로 여겨진다. 따라서 본 연구는 차등의결권과 기업가치 관련 국내외 선행연구들을 면밀히 검토하여 차등의결권 도입에 따른 영향을 분석함으로써 정책적인 제언을 하는 것을 주된 목표로 한다.

이를 위하여 간접적으로나마 차등의결권과 관련된 국내 선행연구들을 먼저 검토해보고, 실질적으로 차등의결권을 도입한 해외 기업들의 가치변화를 분석함으로써 이 제도의 도입이 우리 기업 및 시장에 미칠 영향을 분석하고자 한다. 국내외 관련 연구들을 살펴본 결과 차등의결권 도입이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것이 다수이다. 즉, 비상장벤처기업을 상대로 1주 10의결권 이내의 차등의결권 부여가 가능한 제도를 도입하려는 정부 및 벤처협회의 주장과는 다르게 해외의 많은 사례들처럼 기업가치가 하락할 수 있다. 이에 따라 이 제도를 채택한 기업이 상장할 경우 일반(소액)주주들은 상대적으로 불리한 입장에 놓일 수 있다는 문제점을 인지할 필요가 있다.

이를 통해 본 연구는 차등의결권을 도입하려는 정책당국 등에게 차등의결권 도입효과와 이에 따른 시사점을 제공하고자 한다.

주제어 : 차등의결권주식, 기업가치, 기업공개, 기업지배구조, 대리인 비용

논문접수일 : 2022년 06월 03일 논문수정일 : 2022년 06월 15일 논문게재확정일 : 2022년 06월 17일

* 이 논문은 2021년 원광대학교 교내연구비 지원에 의하여 수행되었음

** 제1저자, 원광대학교 경영학부 교수, E-mail: cssong@wku.ac.kr

*** 교신저자, 원광대학교 경영학부, 경영경제연구소 조빙교수, E-mail: mafi2050@wku.ac.kr

I. 서 론

오랜 시간 논의되어온 차등의결권¹⁾ 도입문제는 문재인 정부가 들어서면서 벤처기업 창업자들의 경영권을 보호하기 위하여 법안이 추진되었다. 이에 따라 1주 1의결권을 보장하는 기본법인 상법 대신에 개별법인 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법(벤처기업 법)」²⁾ 개정을 통한 방식이 진행되었다. 개정법률안은 2021년 12월 2일 관련 국회 상임위원회인 산업통상자원중소벤처기업위원회(산자위)를 통과하여 법안도입을 목전에 두고 있었다. 그러나 동년 12월 8일 법제사법위원회(법사위) 전체회의 통과가 불발되면서 해당 개정법률안은 국회에 상정되지 못했다. 이번에 무산된 벤처기업법 개정안은 차등의결권 주식을 도입하여 비상장 벤처기업의 창업자에게 본인 보유지분보다 많은 의결권을 부여하여 경영권의 위협 없이 안정적으로 경영을 가능하게 하고 투자자들에게 장기투자를 하도록 유도하여 자금조달을 원활히 하려는 데에 있다. 차등의결권 도입은 벤처업계에서 외부 자본을 유치하는 과정에서 창업자 지분이 갈수록 낮아져 적대적 인수합병(M&A)에 노출되는 것을 막기 위해 도입을 건의해왔다. 그러나 벤처기업법 법안 처리에 반대하는 측은 경영진의 과도한 경영권 보호로 사익추구의 위험이 존재하여 소액주주들의 이익을 침해할 것이고, 재벌 세습 등에 악용될 우려가 크다는 점을 주장하였다.

현행 우리나라 상법에서는 1주당 1개의 의결권이 가능한 ‘주주평등의 원칙’을 규정하고 있고, 의결권이 없는 주식발행을 허용하고 있다. 따라서 한국주식시장에 상장된 기업들에 투자한 주주들에게는 1주 1의결권 즉 동일한 의결권과 현금흐름권(배당권)이 부여된다. 예를 들어 삼성전자에 투자한 주주들은 자신이 보유한 주식 1주에 1개의 의결권을 가지며 1주에 해당하는 배당금(현금흐름권)을 그리고 1주에 1개의 잔여재산청구권을 가지게 된다. 그러나 미국주식시장에 상장한 쿠팡의 경우 1주에 1개의 의결권을 보유한 주주도 있지만 1주에 29개의 의결권을 보유한 주주(김범석 의장)도 존재한다. 즉 의결권이 다른 이중의 주식 발행이 가능하다. 이를 차등의결권주식이라고 하고, 미국 주식시장에서는 차등의결권 구조를 가진 기업의 주식을 상장할 수 있다. 쿠팡은 미국 뉴욕증권시장에서 IPO를 진행 하였으며, 성공적인 미국 NYSE에의 상장으로 시가총액 55조 원 규모의 기업이 되었다. 쿠팡이 한국 대신 미국 증권시장에 상장한 주요 요인 중 하나는 현재까지 한국주식시장에서는

1) 여러 종류의 보통주를 발행하고 각 종류마다 다른 수의 의결권을 부여하는 구조를 가진 제도를 차등의결권 또는 복수의결권제도라고 한다(방문옥, 2014). 차등의결권으로는 2개 이상의 의결권이 부여되는 복수의결권, 의결권이 부분 인정되는 부분의결권, 의결권이 없는 무의결권으로 나누어 볼 수 있는데, 본 연구에서는 복수의결권이라는 의미에서 차등의결권을 적용하기로 한다.

차등의결권주식의 상장이 불가능하기 때문이다.

하지만 차등의결권은 미국증권시장에만 있는 제도는 아니다. 프랑스, 영국과 인도 등 많은 나라들이 차등의결권을 허용하고 있다. 알리바바가 2014년에 홍콩증권시장 대신 뉴욕증권시장을 택한 뒤에 문제점을 인식한 홍콩과 싱가포르도 2018년에 이를 도입하였다. 급기야 2019년에 중국도 차등의결권을 2019년 6월 개장한 커황반에 허용하였다. 차등의결권은 최근 3년간 동아시아로 확산했는데, 테크 기업의 미국행을 막고 자국에 유치하기 위한 대응책 측면이 강했다(남길남, 2019). 물론 차등의결권 도입에 대하여 이미 국내에서도 오래 전부터 논의가 진행되어 왔으며, 최근 쿠팡의 미국 상장으로 더욱 논의가 활발하게 진행되었다. 2022년 윤석열 정부가 들어서면서 대통령인수위원회에서는 차등의결권 도입에 대한 강한 의지를 밝힌 바²⁾가 있으며 관련하여 학계에서도 찬반논의가 뜨겁다.

미국에서 차등의결권주식 구조로 상장한 쿠팡의 김범석 의장이 가진 Class B 주식은 1주에 29개의 의결권을 갖는다. 이는 Class A를 1주 소유한 주주들의 의결권에 비하여 29배나 높은 의결권을 소유한다는 말이 된다. 쿠팡은 상장이후 이러한 이점을 가지고 꾸준히 시장점유율을 높이기 위하여 투자를 진행하고 있으며, 이러한 쿠팡의 미래를 기대하는 여러 투자자들, 예를 들어 미국의 매사추세츠공대(MIT), 워싱턴대학교는 추가 매수를 진행하였다. 2021년 4분기 기준으로 MIT는 기부금의 65%에 해당하는 돈을, 그리고 워싱턴대는 투자 포트폴리오의 45%에 해당하는 돈을 쿠팡에 투자(Class A)하였다.³⁾ 그러나 쿠팡의 주가는 그 기대에 미치지 못한 채 2022년 5월 9일 현재 9.35달러로 10달러 아래로 떨어졌다. 지난해 3월 11일 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장했던 쿠팡의 주가가 상장 당일 장중 69달러(시가총액 약 100조 원 이상)까지 올랐으며, 종가 49.25달러(시가총액 약 55조 원)로 장을 마쳐 주당 35달러인 공모가 보다 40.71% 올라 시장의 큰 기대를 모았으나 1년 2개월이 지난 2022년 5월 9일 현재 주가가 하락세를 거듭한 끝에 공모가 대비 73% 가까이 하락하였으며, 52주 최고가 대비 86.45% 추락하였다.⁴⁾ 즉 4분의 1토막이 난 것이다. 동 기간 다른 코로나19 수혜주였던 이커머스 업체인 아마존, 이베이, 등이 엔데믹 이후 재평가되어 거품이 빠지고는 있으나 이들의 낙폭에 비하여 쿠팡의 하락은 과도하다는 것이 업계의 시각이다.⁵⁾ 이에 따라 MIT는 약 3,000억 원 이상의 손실이 났고, 워싱턴 대학교는 약 1,000억 원 이상의 손실⁶⁾이 났다.

2) 중앙일보, 2022.03.25.일자 참조: “인수위 “벤처기업 차등의결권 도입 추진”...민주당 반대가 변수”.

3) 한경글로벌마켓, 2022.04.30.일자 참조: “쿠팡 주식에 기부금 ‘물뽕’했는데...” 조유미의 사태벌어졌다.

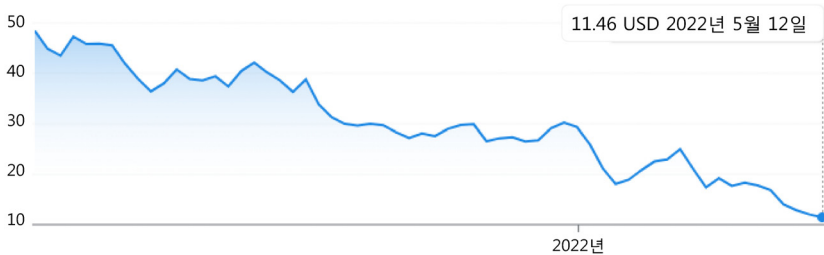
4) The JoongAng, 경제, 2022.05.11.일자 참조: “쿠팡 주가 10달러 아래로...미 증시 상장 14개월 만에 73%하락”.

5) 한겨레, 2022.05.06.일자 참조: “12달러도 깨졌다. ‘수직하강’ 쿠팡 주가만 바라보는 기업은? ‘수직하강’ 쿠팡 주가만 바라보는 기업은?”

쿠팡은 상장 당시 인수기관비용으로만 2,000억 원을 지불한 바⁷⁾ 있다. 쿠팡의 국내 자본은 완전잠식 상태이고, 2022년 3월 현재 누적적자가 약 6조 원이 넘는데도 시장점유율을 높이기 위하여 다방면으로 투자를 진행 중이다.⁸⁾ 지난 10여 년 간 쿠팡은 단 한 번도 이익을 창출하지 못하였으며⁹⁾, “계획된 적자”라는 말이 나올 정도로 2021년에는 역대 최대 매출액(22조 2,256억 원)과 최대 영업적자(1조 8,039억 원)를 기록하였다.¹⁰⁾ 이러한 행보가 최고경영진들의 의중이라면 과연 증발한 기업공개 당시 증가 및 최고가 대비 73%~86.45%의 시가총액분(2022년 5월 9일 현재)은 누구의 책임일까?

[그림 1] 쿠팡 주가추이(2022.05.12.)

2021년 3월 11일 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장했던 쿠팡의 주가가 상장 당일 증가 49.25달러(약 55조 원)로 장을 마쳤으나 1년 2개월이 지난 2022년 5월 9일 현재 주가가 하락세를 거듭한 끝에 공모가 대비 73% 가까이 하락하였으며, 52주 최고가 대비 86.45% 추락하였다.



출처: 쿠팡 Class A CPNG 뉴욕 거래소.¹¹⁾

2021년 연간 매출액이 1조 514억 원에 영업적자 2,177억 원으로 동일한 횡보¹²⁾를 걷고 있는 마켓컬리가 미국 증권시장에 기업공개를 하려다가 국내 증시로 돌아섰다.¹³⁾ 뒤이어 11번가, SSG 등이 국내 증시에 상장을 준비하고 있으나 이들이 예의주시하고 있는 것은 쿠팡의 움직임이다.¹⁴⁾ 선도기업 추종전략으로 이들도 대규모 투자를 진행 중에 있으며, 이들의 미래가 우리나라 경제에 미칠 파급효과는 클 것이다.

우리나라는 1997년 금융위기 이후 기업 관련 정책 중 중요한 부분이 기업의 지배구조이다.

6) 한경글로벌마켓, op.cit. 참조.

7) FORTUNE KOREA, 2022.01.20.일자 참조: “美증시 상장한 한국 기업들의 현주소”.

8) 조선일보, 2022.03.03.일자 참조: “누적 적자 6조의 쿠팡, 유통 제벌 이마트 제쳤다”.

9) 조선일보, Ibid. 참조.

10) 한겨레, op.cit. 참조.

11) 뉴욕거래소(NYSE), 2022.05.12.일자 참조: “쿠팡 Class A CPNG 9.67 전일대비하락 -0.91(-8.60%)”.

12) 한겨레, op.cit. 참조.

13) FORTUNE KOREA, op.cit. 참조.

14) 한겨레, op.cit. 참조.

최근까지도 핵심 개혁대상으로 이 문제가 끊임없이 논의되어 왔다. 1960년대 이후 우리나라는 성장위주의 정책과 여러 가지 사회적 환경으로 인해 기업의 소유와 경영이 분리되지 않은 상태에서 급성장을 해왔다. 그러나 1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 한국기업의 지배구조에 대한 문제점이 부각되었고, 이러한 문제점을 해결하기 위해 기업의 지배구조를 개선하기 위한 노력이 진행되어 오고 있다. 그러나 아직 갈 길이 멀다. 2021년 5월 발간된 『CG Watch 2020: Future promise』¹⁵⁾에서 한국은 종합점수 52.9%로 아시아지역 12개국 중 9위로 평가되었다. 2016년(호주를 제외한 11개국 중 8위), 2018년(호주를 포함한 12개국 중 9위)에 이어 세 차례 연속 9위를 기록하며 하위권에 머물고 있다. 평가항목 중 지배구조 제도는 10위에 머물렀다. 해당 보고서는 지배구조공시 의무화 대상 범위와 내용, 의무공개매수제도 등 소수주주 보호장치, 규제예산 및 집행실적에 대한 정보공개, 사법 독립성, 입법·정책결정 과정에서의 공공협의 절차, 사내이사를 포함한 이사회 교육 등과 관련하여 좋은 평가를 하지 않았다. 특히 『CG Watch 2020』은 차등의결권주식 도입을 추진하는 것에 대해 개혁을 후퇴시키는 모순적 정책이라고 비판하고, 다음 2년 후 평가에서 한국의 점수가 떨어질 수 있는 요인으로 차등의결권주식 도입을 위한 회사법 개정과 기존 상장회사로의 확대 적용을 지목하였다.

이러한 평가에도 불구하고 정치권과 벤처업계는 유니콘을 지향하는 일부 벤처기업의 경영권 보호와 자금조달을 활성화하기 위한 방안으로 차등의결권을 도입하려는 시도를 계속해서 추진하고 있다. 그럼에도 불구하고 과연 차등의결권 도입이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는지에 대한 면밀한 검토가 아직 이루어지지 않았다. 따라서 본 연구는 차등의결권과 기업가치 관련 선행연구들을 검토하여 과연 차등의결권 도입이 기업가치에 기여하는지에 대한 분석을 통해서 차등의결권 도입의 정책적인 시사점을 제공하고자 한다. 이를 위하여 간접적으로나마 차등의결권과 관련된 국내 선행연구들을 먼저 검토해보고, 다음으로 실질적으로 차등의결권을 도입한 해외 기업들의 가치변화를 분석함으로써 우리 기업 및 시장에 미칠 이 제도의 도입효과를 제시하고자 한다.

이에 본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제Ⅱ장에서는 차등의결권 도입과 관련된 간접 연구로 국내 선행연구를 검토하고, 제Ⅲ장에서는 차등의결권 도입에 대한 해외 선행연구들의 결과를 분석한 후, 이를 통해 차등의결권 도입에 대한 정책효과를 제시하고자 한다. 제Ⅳ장에서는 본 연구의 결론을 맺는다.

15) 『CG Watch 2020: Future promise』, <https://www.google.com/search?q=%EC%BF%A0%ED%8C%A-1%EC%A3%BC%EA%B0%80&oq=%EC%BF%A0%ED%8C%A1%EC%A3%BC%EA%B0%80&aq-s=chrome..69i57j0i512l3.1791j1j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8>.

II. 차등의결권 도입 관련 국내 선행연구(간접적 연구)

최근 몇 년 동안 차등의결권 도입에 대한 수많은 토론과 정책 권고에서 증명했듯이 차등의결권 도입과 그에 따른 사회적 파급효과는 기업의 지배주주는 물론이고, 기관 투자자들, 외국인들, 소액주주 및 일반 투자자들에게도 중요한 관심사이다. 이러한 우려와 각계각층의 관련성에도 불구하고 아직 국내에는 차등의결권이 도입되지 않았기 때문에 차등의결권 도입 기업들을 대상으로 기업가치를 분석한 연구는 없어서 직접적인 효과를 파악할 수 없다. 따라서 본 연구에서는 소유권과 의결권의 차이에 관련하여 연구된 국내 선행연구들을 정리하여 우리나라 차등의결권 도입이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지를 간접적으로 가늠해보자 한다.

먼저 차등의결권 도입과 관련한 긍정적 의견을 제시한 연구는 김상신(2021)의 연구가 있다. 비교적 최근 연구가 이루어진 김상신(2021)은 국내 벤처기업 자료를 활용하여 대주주의 의결권강화가 기업의 R&D투자에 미치는 영향을 분석함으로써 차등의결권 도입의 효과를 예측하였다. 14,179개의 벤처기업들을 대상으로 정책평가분석 방법 중 ‘일반화성향점수 매칭법(Hirano and Imbens, 2004)’을 적용하여 차등의결권 도입에 따른 효과발생 연계성을 분석하였다. 분석결과 대주주지분변화에 따른 의사결정권의 변화가 민감하게 반응할 수 있는 구간(지분율 30~50%)에서 대주주 지분강화는 기업의 연구개발 지출에 유의한 양(+)의 영향을 미친다고 하였다. 즉 대주주 지분율 30~50% 구간대에서 대주주의 지분율이 1%p 증가할 때 R&D지출은 최대 540만 원까지 증가한다는 것이다. 이를 기초로 하여 김상신(2021)은 중소벤처기업부에서 추진하고 있는 차등의결권 도입은 벤처기업에 일정 부분 기대한 효과 발생이 가능할 것으로 판단하였다.

차등의결권 도입에 관련한 부정적 의견을 제시한 연구로는 초환석, 김양민(2020), 최동권, 최성호(2019), 송은진(2018), 이지혜, 변희섭(2016) 등이 있다. 초환석, 김양민(2020)은 2011년부터 2016년까지 코스닥 시장에 신규 상장한 226개의 기업을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리 정도가 IPO성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 상장 이전에 지배주주의 소유-지배 괴리도가 클수록 기업의 IPO성과는 감소한다고 보고하였다. 소유-지배의 높은 괴리율은 지배주주의 사적이익 추구하고 그에 따른 기업가치 하락가능성 등으로 인하여 이해관계들에게 부정적 신호를 전달하고 있으며, 이러한 결과는 최근 불거지고 있는 차등의결권 도입 논의에 대해 시사점이 될 수 있다고 보았다.

최동권, 최성호(2019)는 2005년부터 2016년까지 KOSPI 793개 기업을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리도(Wedge)가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 지배

주주의 소유-지배 괴리도와 자기자본비용은 통계적으로 유의미한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 지배주주의 의결권이 소유지분에 비해 많을수록 지배주주가 사적이익을 추구할 유인이 증가하게 되므로 투자자는 더 높은 위험프리미엄을 요구한다고 보고하였다.

송은진(2018)은 2009년부터 2014년까지 543개의 기업-연도 자료를 중심으로 소유경영자의 배당권(소유권)과 의결권 차이(지분율 괴리)가 연구개발 투자(이하 R&D 투자)에 어떠한 영향을 주는지 분석하였다. 실증분석 결과, 지분율 괴리는 배당권이 낮은 표본에서 R&D 투자에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 낮은 배당권이 소유경영자의 도덕적 해이를 심화시키는 것으로 보고하였다. 또한 배당권과 의결권을 분리한 추가분석에서도 의결권의 보호막 효과가 확인되어 지분율 괴리의 부정적 효과를 지지하는 결과가 나타났다.

이지혜, 변희섭(2016)은 2006년부터 2010년까지의 3,019개 기업-연도 자료를 중심으로 지배주주의 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용추구 유인이 과연 상품시장에서의 경쟁 위협을 통해 규율될 수 있는가를 분석하였다. 분석결과, 소유-지배 괴리도의 상승은 기업 가치에 부정적인 영향을 갖는 것으로 나타났다. 또한 소유-지배 괴리도의 상승은 좋은 지배구조의 형성과 배당지급을 약화시키는 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 특히 비경쟁적인 상품시장에서 강하게 나타난다고 하였다.

이외에도 연구 대상의 차이는 있지만, 국찬표, 정균화(2000), Chung and Kim(1999), 광병관, 이병관(1999), 김정국 외(1996) 등 많은 연구자들의 의해 소유권과 의결권 차이가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다.

이러한 결과들을 정리해보면 우선 간접적이기는 하나 의결권과 소유권이 괴리(지분율의 괴리)도의 상승은 기업가치에 부정적인 영향을 갖는 것으로 나타났다(이지혜, 변희섭, 2016), 의결권과 소유권이 괴리가 높을수록 IPO 성과는 부정적으로 나타났으며(초환석, 김양민, 2020), 자기자본비용이 상대적으로 많이 들어 사적이익의 유인(최동권, 최성호, 2019)된다고 하였다. 또한 의결권과 소유권의 괴리와 R&D 투자에서도 특정 지분율(30~50%)대에서는 R&D투자가 늘어나는 것(김상신, 2021)으로 나타났으나, 전반적으로 부정적 영향(송은진, 2018)을 미치는 것으로 나타났다.

간접적이기는 하나 국내 선행연구들의 연구결과로 보면 다음과 같은 시사점이 있다. 비상장벤처기업을 상대로 1주 10의결권 이내의 차등의결권 부여가 가능한 제도를 도입하려는 정부 및 벤처협회의 주장과는 다르게 차등의결권이 부여가 된 기업의 IPO 성과가 나쁘게 되면 제도 도입의 취지와는 다르게 자금조달이 원활하지 않을 것이다. 또한 창업경영자들이 우리나라에 향후 주요 산업이 될 수 있는 분야의 연구개발에 집중하지 않으면서 자기자본

비용만 늘리게 된다면 기업가치는 하락하게 될 것이다. 따라서 차등의결권 제도를 채택한 기업이 상장할 경우 일반(소액)주주들은 상대적으로 불리한 입장에 놓일 수 있다는 문제점을 인지할 필요가 있다.

물론 이러한 결과는 국내 차등의결권 도입 기업을 대상으로 분석한 결과가 아니며, 기업의 소유권(현금흐름권)과 지배권(통제권) 간의 괴리도에 의한 간접적 연구결과이다. 따라서 본 연구는 차등의결권을 도입한 국가의 기업들을 대상으로 분석한 해외 실증연구를 검토해보고 과연 실질적으로 차등의결권 도입이 기업가치를 제고하는지 알아보려고 한다.

Ⅲ. 해외 차등의결권 도입 기업에 대한 성과 분석연구

국내뿐만 아니라 세계 여러 나라에서 차등의결권주식(Dual-Class Share: DCS) 도입에 대하여 논란이 일고 있으며, 도입했던 국가들도 도입에 따른 문제점들을 제기¹⁶⁾하고 있어 차등의결권제도 도입의 절차적 정당성 혹은 이해관계자들의 공감대를 형성하기 위하여 노력하고 있는 것으로 보인다. 차등의결권 구조와 기업성과와의 관계에 대한 실증분석은 지속적으로 여러 나라 연구자들에 의해 진행되고 있으나 그 결과가 엇갈리고 있다. 연구가 진행된 시기 및 국가가 달라 차등의결권 도입에 따른 일관된 효과를 도출하는 일이 쉽지않은 않다. 초기 연구 혹은 차등의결권 도입 시기의 차이 등으로 표본 자체가 적은 경우가 많으며 국가별로 자본시장의 발전 정도나 법과 제도적 차이가 존재하기 때문에 실제로 운영을 해보지 않고는 지금의 우려들이 단순한 추측이거나 기우가 될 수도 있다. 이에 국내에서 차등의결권제도의 도입 필요성을 검토하기 전에 해외에서 선행되어진 차등의결권제도의 도입에 따른 실증 연구결과를 다음과 같이 나누어 살펴본다.

우선 차등의결권제도 도입 기업과 주가(시장반응)와의 관계에 대한 실증연구를 검토해 본다. 다음으로 차등의결권제도를 도입한 기업들에 대한 현금흐름 등에 기초한 기업성과를 검토한다. 그 다음으로 차등의결권 도입 기업에 대한 기업의 생애주기에 따른 기업성과의 변화에 대한 실증분석을 차례대로 검토하고자 한다.

16) 1920년대부터 미국에서는 이에 대한 논의가 이어져오고 있는데, 1940년에 주주 차별논란에 따라 1주 1의결권 원칙을 도입(무의결권 보통주 또는 차등의결권주식의 상장 금지)한 뉴욕증권거래소는 1980년대 적대적 M&A의 성행으로 차별의결권이 중요한 방어수단으로 활용되자 1986년 차등의결권 도입 기업의 상장을 허용하였다. 그러나 미국 최대 연기금 CalPERS(2018)는 차등의결권 도입 기업의 주식 불매입 원칙 도입을 고려한 바 있으며, 미국 기관투자자협의회(The Council of Institutional Investors, CII)는 뉴욕증권거래소와 나스닥에 「차등의결권 도입 기업 상장 금지 촉구」하는 서면을 발송(CII 2019.03.02.일자 참조)한 바 있다.

1. 차등의결권제도 도입 기업과 주가와의 관계

먼저 차등의결권제도 도입 기업의 경영활동에 대한 주식시장의 반응에 관한 연구를 살펴본다. 차등의결권 도입 기업이 기업공개를 하거나 M&A 등 기업의 성장을 위하여 경영활동을 진행하려고 할 때 투자자들은 기업의 움직임으로 인하여 지배주주의 사적 이익 추구를 증가시켜 회사에 해가 되는지, 아니면 유용한 자본조달수단이 되어 회사에 득이 되는지를 판단하려고 할 것이고 이에 대한 반응으로 기업의 재무적 성과에 선행하여 주가가 움직일 것이다. 그러나 주식시장이 동일한 사건에 대하여 차등의결권 주식 도입 기업을 할인한다면 그러한 할인은 미래의 재무성과를 제공할 경영진의 능력 및 차등의결권 제도에 도입에 대한 투자자의 우려를 반영한 것이라고 할 수 있다.

<표 1>은 이에 대한 선행연구들을 정리한 표이다. 차등의결권 도입 공시에 대한 주식시장반응 연구는 총 6개였으며, 그중 4개는 차등의결권 도입 공시에 대하여 주가가 하락하였으며, 2개는 이에 대하여 영향이 없거나 혼재된 반응을 보였다. 그러나 차등의결권 도입 공시에 대하여 주가가 상승한 연구는 없었다.

<표 1> 차등의결권 도입과 시장반응

차등의결권 도입 공시에 대한 주식시장반응 연구는 총 6개였으며, 그중 4개는 차등의결권 도입에 대하여 주식시장이 부정적으로 반응하였으며, 2개는 영향이 없거나 혼재된 반응을 보였다.

사건	시장반응	연구결과	주요 연구자
차등의결권 도입 공시(6개)	양(+)의 반응	-	
	음(-)의 반응	4개	Lel et al.(2021), Hong et al.(2017), Smart et al.(2008), Jarrell and Poulsen(1988)
	영향 없음(혼재)	2개	Dimitrov and Jain(2006), Partch(1987)
차등의결권 도입 기업의 인수합병 공시(4개)	양(+)의 반응	1개	Crone and Plasken(2010)
	음(-)의 반응	3개	McKinnon(2016), Hossain(2014), Bigelli and Mengoli(2004)
	영향 없음(혼재)	-	

차등의결권 도입 기업의 M&A 공시에 따른 시장반응연구는 총 4개였으며, 그 중 3개의 연구에서는 주식시장이 이에 대하여 부정적인 반응을 보이고 있었으며, 나머지 1개의 연구에서 긍정적인 반응을 나타내고 있었다.

먼저 차등의결권 도입에 따른 시장반응에 대한 실증분석을 살펴보면, Lel et al.(2021)은 미국의 1주 1의결권 허용관련법 SEC RULE 19C-4에 관련 이벤트 13개 이슈에 대한

주식시장의 반응을 분석하였다. 미국 NYSE, NASD 그리고 AMEX의 1984년부터 1990년까지의 연도별 관련 기업 자료를 이용하여 사건연구분석과 패널분석을 통하여 분석한 결과 1주 1의결권(차등의결권 금지)에 대한 이벤트에 시장들이 긍정적으로 반응하였고, 차등의결권허용 확률이 높은 이벤트에 부정적인 반응을 보였다.(뉴욕증권거래소: 허용, 전미증권거래소(NASD) & 미국증권거래소(AMEX)는 불허인 상황에서 두 그룹에 상장된 기업들의 차이분석을 진행하였다.) 이러한 결과는 차등의결권 주식 도입에 대한 투자자들의 우려를 반영한 것이라고 볼 수 있을 것이다.

Hong et al.(2017)은 세계 미국, 캐나다 등 20여개 국가를 대상으로 1995년부터 2007년까지, 449개의 차등의결권 구조를 도입한 기업들(3,350 기업-연도 자료)을 대상으로 차등의결권 주식 도입 기업과 주가폭락의 관계를 분석하기 위하여 OLS 회귀분석과 패널분석을 진행하였다. 연구결과 불투명성이 높은 차등의결권 기업이 주가 폭락 가능성이 높았으며, 차등의결권 주식 도입시 기업의 소유권과 의결권의 차가 클수록 주가 폭락이 발생하기 쉽다고 하였다. 그러나 외부 모니터링이 더 효과적인 기업과 성장기회가 더 큰 기업인 경우에는 소유권과 의결권 차와 주식붕괴와는 양(+)의 관계가 낮다고 주장하였다.

또한 Smart et al.(2008) 등도 1990년부터 1998년까지 미국 주식시장에 기업을 공개한 2,622개사(차등의결권구조 기업 253개사를 포함)를 대상으로 2SLS와 로짓분석을 통해 차등의결권 주식 도입에 대한 기업가치를 분석하였다. 연구결과 차등의결권 주식 도입 기업이 단일의결권주식(Single-Class Share: SCS) 도입 기업에 비하여 기업가치가 할인된다고 하였으며, 이러한 가치 평가 차이는 규모, 산업, 수익성, 레버리지 또는 성장 기회와 관련된 단일 및 복수 간의 체계적인 차이에 의해 유발되지 않았다고 하였다. 더욱이, 차등의결권 구조 기업이 이후 달성한 열등한 경영성과와 기업공개시의 주식할인과의 인과관계는 유의미한 증거를 찾지 못하였다. 이는 대표이사를 교체하기 쉽지 않고, 운영과 실적의 괴리감 때문에 투자자들이 차등의결권 주식 구조를 가진 회사에 투자하기를 회피하는 경향을 보이기 때문에 기업이 차등의결권 주식 구조를 도입했다는 사실이 당해 회사의 주식 가격에 부정적 영향을 준다고 하였다.

한편 Dimitrov and Jain(2006)의 연구결과를 살펴보면, 1979년부터 1998년까지 있었던 미국의 178건의 차등의결권 도입 기업을 대상으로 사건연구를 진행한 결과 장·단기 초과수익은 발생하였지만, 유의미하지는 않았다고 보고하였다. 이와 달리 Jarrell and Poulsen(1988)은 1976년부터 1987년까지 차등의결권제도를 도입한 94개의 기업을 대상으로 사건연구를 진행하였으며, 연구결과 차등의결권제도의 도입으로 음의 초과수익(-0.82%)이 발생하였다고 한다. 또한 비교적 앞선 Partch(1987)의 연구결과에 의하면, 1962년부터

1984년까지 미국에서 있었던 44건의 제한된 의결권 주식 발행이 주주의 부에 미치는 영향을 분석하였으나, 제한된 의결권 발행으로 인한 주주의 피해는 없다고 하였다.

차등의결권제도를 도입한 기업의 M&A 공시에 따른 시장반응에 대한 실증분석을 살펴보면, McKinnon(2016)은 2006년부터 2014년까지 미국 17개 대형 테크기업의 M&A를 사건연구를 통해 분석하면서 차등의결권 기업의 M&A 공시에 대한 주식시장의 반응이 단일의결권 기업보다 더 저조하다고 보고하였으며, 차등의결권 기업의 M&A에 대한 의사결정이 주주가치 훼손을 동반한다고 주장하였다.

Hossain(2014)은 1996년부터 2009년까지의 12,404개의 인수기업들을 대상으로 사건연구 및 프라빗 분석 등을 통하여 차등의결권구조 기업의 인수성고가 장·단기 모두 저조하다고 보고하였다. 차등의결권 구조 기업의 기업인수 공시에 대해 더 낮은 초과수익률을 나타내고 있었으며, 차등의결권 주식 구조에 대리인 문제가 내재된 것을 발견하였다. Bigelli and Mengoli(2004)는 1989년에서 1996년 사이 280건의 이탈리아 인수를 대상으로 사건연구를 진행한 결과, 소유와 통제의 분리가 높은 기업의 인수에 시장이 더 나쁘게 반응한다는 것을 발견하였다.

IPO 시 20% 이상이 차등의결권구조를 도입할 정도로 차등의결권제도가 더 널리 퍼져 있는 스위스에서는 반대의 결과가 발견되었다. Crone and Plasken(2010)은 2006부터 2008년 사이에 145개 기업의 스위스 표본을 사용하여 분석한 결과, 평균적으로 차등의결권 도입 기업이 추진한 인수가 단일의결권 도입 기업이 추진한 인수보다 더 큰 초과수익을 가져온다는 것을 발견하였다. 그러나 그들의 데이터에 따르면 1994년에서 2005년 사이의 인수 결정에 있어 단일의결권 도입 기업이 추진한 인수가 차등의결권 도입 기업이 추진한 인수 결과보다 더 나은 성과를 냈다는 결과를 제시하였다.

상기 선행연구들을 정리해보면, 비교적 최근 연구들은 차등의결권 도입에 따른 시장반응과 본 제도를 도입한 기업의 인수합병 결과에 따른 시장반응이 부정적인 것으로 나타났다. 그리고 보다 앞선 연구에서는 유의미한 결과를 찾아보기 어려웠다.

2. 차등의결권주식 도입에 따른 기업성과연구

다음은 차등의결권 도입 기업의 경영활동에 대한 기업성과를 분석한 실증분석 결과물들이다. 관련 선행연구들을 살펴보면 다음과 같이 기업의 성과를 높인다는 연구들과 기업의 성과를 떨어뜨린다는 연구들이 공존하고 있었다. 표본 수가 극소수이거나 비윤분석이나 차트분석과 같은 단편적인 연구들을 제외하고 2005년부터 최근까지 수행된 차등의결권 도입 기업의 기업성과에 대한 실증분석연구 31건을 정리해 보면 <표 2>와 같다. 차등의결권

도입과 기업성과에 대한 31개의 선행연구 중 4개는 기업가치를 상승시켰다고 하였으며, 23개는 기업가치를 하락시켰다고 하였고, 4개는 영향이 없거나 가치하락과 상승이 혼재된 연구결과를 제시하였다.

<표 2> 차등의결권 도입과 기업성과

차등의결권 도입과 기업성과에 대한 31개의 선행연구 중 4개는 차등의결권 도입이 기업가치를 상승시켰다고 하였으며, 23개는 기업가치를 하락시켰다고 하였고, 4개는 영향이 없거나 가치하락과 상승이 혼재된 연구결과를 제시하였다.

성과	연구결과	주요 연구자
기업가치 상승(+)	4개	Lel et al.(2021), Adhikari et al.(2018), Jordan et al.(2016), Bauguess et al.(2012)
기업가치 하락(-)	23개	Docherty et al.(2021), Cumming et al.(2019), Croci(2018), Li and Zaiats (2017a), Li and Zaiats(2017b), Morey(2017)/CII(2017), Lauterbach and Pajuste(2015), Hossain(2014), Amoako-Adu et al.(2014), Belot(2014), Amoako-Adu et al.(2013), Gompers et al.(2010), Arugaslan et al.(2010), Hoi and Robin(2010), Villaonga and Amit(2009), Amoako-Adu et al.(2009), Masulis et al.(2009), Smart et al.(2008), Li et al.(2008), King and Santor (2008), Bozec and Laurin(2008), Pajuste(2005)
영향 없음(혼재)	4개	Anderson et al.(2017), Nüesch(2016), Baran and Forst(2015), Jog et al.(2010)
합계	31개	

먼저 차등의결권을 도입한 기업들의 기업성과가 상승(혼재인 경우 포함)한다고 분석한 8건의 연구를 정리한 <표 3>을 보면, 차등의결권을 제일 먼저 도입한 미국이 6건, 스위스, 캐나다 각각 1건이다. 이를 정리해보면 차등의결권은 혁신을 촉진하고, 단일의결권기업에 비하여 단기적 외부압력을 적게 받으면서도 비교적 많은 M&A를 진행하고 있으며, 이러한 결과가 소액주주들에게도 동일하게 배분된다고 주장하고 있다. 특히 외부자금조달을 목적으로 하는 경우 차등의결권 주식 도입이 유용하다고 보고하였다. 다만 차등의결권 도입 기업의 시장 가치가 할인되어 거래되고 있으며, 의결권과 현금흐름권의 괴리가 클 경우, 그리고 이사회 질이 낮을 경우에 대리인 문제 발생이 가능하며, 차등의결권을 폐지하더라도 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않는다고 보고하였다.

차등의결권 도입 기업들의 기업성과가 하락한다고 분석한 23건의 연구들을 정리한 <표 4>를 살펴보면, 차등의결권을 제일 먼저 도입한 미국이 14건, 이탈리아, 영국, 프랑스 각각 1건, 캐나다 3건, 다국가 3건이다. 이들을 정리해보면, 차등의결권 구조는 현금흐름과 의결권의 괴리 및 정보의 비대칭으로 인하여 사적 이익을 추구하게 되고, 무분별한 다각화 등의

대리인 문제를 발생시키며, 이로 인하여 소액주주의 자산(낮은 배당금, 가치할인 등)의 가치를 훼손시키고 있다. 차등의결권 주식 도입 기업은 현금흐름과 의결권의 괴리가 높을수록, 사적 이익을 추구할 수 있는 현금보유가 많을수록, 임원의 보수가 과다할수록 그리고 지배주주가 CEO일 때 기업가치 할인이 많았다. 차등의결권주식 도입 기업은 단일의결권주식 도입 기업 보다 기업가치가 상대적으로 낮았으며, 소유권이 집중된 단일의결권주식 도입보다도 기업가치가 낮게 나왔다고 보고하였다.

<표 3> 실증분석연구: 차등의결권 주식 도입과 기업성과 상승/혼재

차등의결권 도입과 기업성과에 대한 31개의 선행연구 중 4개는 기업가치를 상승시켰다(Lel et al., 2021; Adhikari et al., 2018; Jordan et al., 2016; Bauguess et al., 2012)고 하였으며, 4개는 영향이 없거나 가치하락과 상승이 혼재된 연구결과(Anderson et al., 2017; Nüesch, 2016; Baran and Forst, 2015; Jog et al., 2010)를 제시하였다. 표 안의 DCS는 차등의결권주식(Dual-Class Share)을, SCS는 단일의결권주식(Single-Class Share)을 의미한다.

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
Lel et al.(2021)	• 미국 • NYSE, NASD, AMEX의 연도별 관련기업 자료 • 1984~1990 • 회귀분석 등	• 차등의결권 허용시장보다 불허시장의 기업들의 연구성과, 기업가치, 수익성이 낮아짐 • 차등의결권주식(Dual-Class Share: DCS)이 혁신을 촉진하고 가치평가를 높인다고 봄
Adhikari et al.(2018)	• 미국 • IPO기업 4,715개사(DCS 113개사 & SCS 1,266 개사) • 1980~2008 • 회귀분석 등	• DCS 기업이 혁신적인 업계에서 비교적 많은 인수를 진행함 • DCS 기업이 단일의결권주식(Single-Class Share: SCS) IPO 기업에 비해 인수대금을 주식으로 지불할 가능성이 있으며, 이는 내부자의 의결권과 현금흐름 권리 사이의 괴리와 양의 관계가 존재함을 의미함 • 상장한 지 1년 이내에 인수가 이루어진 경우 DCS의 수익률이 상대적으로 높아 DCS 기업의 인수가 훨씬 높은 수익을 창출하고 있어 DCS 기업이 인수결정을 더 잘 한다는 것을 시사함
Anderson et al.(2017)	• 미국 • 기업 2,379개(총 24,724개 기업-연도 자료 중 DCS 2,333개 & SCS 22,391개 기업-연도 자료), • 2001~2015 • 회귀분석 등	• DCS는 가족 소유주가 슈퍼 의결권을 보유할 때 약 12%정도 평가 할인되며, DCS는 총수익가가 없을 경우 약 20%의 프리미엄을 갖게 됨 • 외부 투자자들은 다른 조직 형태에 비해 상당히 할인된 가격으로 가족 회사의 주식을 사는 것으로 보이나 이러한 투자자들은 보유자산에서 더 큰 초과 수익을 얻음 • DCS 구조가 가족 지배력을 더욱 발현시킴 • DCS 구조가 가족 소유주가 공식적인 지배력을 유지하면서 소유지분을 매도할 수 있으며, 가족 및 외부 주주에게 경제적 이익을 줄 수 있다는 것을 보여 줌 • DCS 기업의 성과가 더 뛰어나며 투자수익률도 더 좋음

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
Nüesch(2016)	• 스위스 • 차등의결권 기업 132개 • 1990~1999 • 패널분석 등	• DCS 도입은 기업의 평균적 기업의 성과에 영 영향을 미치지 않음 • 외부자금조달이 필요한 경우 DCS 도입이 기업성과를 높이거나 외부자금조달을 필요로 하지 않는 경우에는 기업성과를 감소시킴 • 외부자금조달 요구는 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용을 완화하고 DCS가 사적 지분대신 기업별 투자를 촉진시킬 수 있음
Jordan et al.(2016)	• 미국 • 차등의결권 기업과 매칭 기업(DCS 구조: 연도별 최고 289개사~최저 175개사, SCS 구조: 연도별 최고 8,876개사, 최저 3,540개사) • 1994~2011 • OLS & 프라빗 분석 등	• DCS 기업이 SCS 기업에 비하여 더 많은 성장기회(매출액성장, 연구개발 강도)를 가지고 있어서 기업의 성장성과 혁신성이 높음 • DCS 기업은 단기 시장 압력(M&A)이 낮음 • DCS 기업 중 내부자의 의결권과 현금흐름 사이의 괴리는 성장 기회와는 긍정적인 관계를 나타내나, 단기적 시장 압박과는 부정적인 관련이 있음 • DCS를 SCS로 전환(동일기업으로 내생성 문제 제거)하였을 때는 단기 시장 압력이 증가하는 반면 성장 기회는 감소한다는 것을 발견함
Baran and Forst(2015)	• 미국 • 총 557개사 중 DCS 198개사(DCS 1,108개 & SCS 1,732개 기업연도 자료) • 2000~2012 • 회귀분석 등	• 불균형한 통제가 기업가치에 미치는 부정적인 영향 중 일부는 불균형 내부통제가 이사회 품질에 미치는 간접적인 영향에서 비롯되며, 이는 다시 성과에 부정적인 영향을 미침 • DCS 도입 기업의 내부통제와 기업가치와의 관계는 이사회 특성(이사회 경험, 독립성, 임기/나이)따라 작용함. • 강력한 이사회 모니터링이 필요함 • 차등의결권 효과는 양면적: 기업가치 하락 또는 상승 모두 가능 • 대안적으로 DCS 구조로 부터의 반인수 효과는 인수협상에서 기업의 교섭력을 강화함으로써 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음
Bauguess et al.(2012)	• 미국 • 차등의결권 도입 기업 142개 • 1978~1998 • 사건연구, 차이분석	• SCS에서 DCS로 전환한 후 지배주주는 본인의 경제적 소유권을 매각하여 개인 자산을 다각화하면서 기업에서의 의결권을 유지하게 됨으로써 사적효익을 기업내부에서 찾으려고 하지 않아 기업의 성장에 집중하게 됨 • 이에 기업은 자본지출을 늘리게 되고, 비주력 부분은 운영을 중단하여 기업 성과를 향상시킴 • 또한 DCS 전환 후 인수가 많이 이루어지며, 그로 인한 효익은 지배주주와 소액주주 모두 동일하게 얻게 됨
Jog et al.(2010)	• 캐나다 • 7,728 기업-연도자료 (RVS 1,141개, NonRVS 6,587개) • 1996~2005 • 차이분석, 회귀분석 등	• 캐나다의 제도적 법적 제약으로 인하여 의결권제한 기업(RVS)의 기업가치, 경영성과 또는 주식 실적이 의결권비제한 기업(NonRVS)보다 낮은 것을 발견하지 못함

<표 4> 실증분석연구: 차등의결권 도입과 기업성과 하락

차등의결권 도입과 기업성과에 대한 31개의 선행연구들 중 23개는 기업가치를 하락시켰다고 연구결과를 제시하였다. 표안의 DCS는 차등의결권주식(Dual-Class Share)을, SCS는 단일의결권주식(Single-Class Share)을 의미한다.

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
Docherty et al.(2021)	• 미국 • DCS 112개사 • 1996~2015 • 회귀분석 등	• 기업의 지배구조와 주가수익률 간의 관계에서 대리인비용으로 발생하는 주가 할인 관계가 있으며, 이는 금융위기와 같은 시장 스트레스기간동안 더욱 상승하고 있음 • 의결권프리미엄의 가치가 높을 때 즉, 사적 이익 추구 가능성이 높아질 때 보통주의 가치 할인이 발생하며, 이러한 결과는 의결권과 현금흐름권 사이에 더 높은 괴리가 발생하는 기업과 나쁜 지배구조를 가진 기업에 두드러지게 나타남 • 내부자가 통제의 사적 이익을 착취하는 능력을 감소시키는 충격이 있는 경우 차등의결권 프리미엄도 감소함
Cumming et al.(2019)	• 영국 • 491건 • 2012~2015 • 로지스틱 분석 등	• 현금흐름과 의결권 사이의 높은 분리(괴리)가 클라우드 오퍼링(제안)의 성공 확률과 장기적 성공 가능성에 부정적인 영향을 미치고 있으며, 오퍼링 후 생존 가능성은 감소함 • 제안자가 경험 많은 설립자인 경우와 가족 기업의 클라우드펀딩인 경우에는 투자 실패의 확률이 낮으나 그들은 투자자를 더 적게 유지하는 경향이 있음
Croci(2018)	• 이탈리아 • DCS 37개사 • 2015~2018 • 사건연구, 패널분석 등	• 차등의결권 주식(Dual-Class Share: DCS) 도입 기업은 열악한 정보 환경과 연관되어 있으며 발생주의 수익관리를 증가시킴 • DCS 구조가 투자자를 보호하는 수익관리에 미치는 영향을 약화시키고, 단일화(전환) 이후 기업들은 정보환경 개선과 수익조작 감소를 경험한다는 것을 보여줌
Li and Zaiats (2017a)	• 19개국(호주, 캐나다 등) • DCS와 SCS를 가진 • 12,672개 비금융회사 • 1994~2010 • Two-stage, 회귀분석 등	• DCS 기업이 정보비대칭성이 높아 소액주주의 이익을 악화시키고 있음 • DCS 기업의 경우 의결권과 현금흐름권의 괴리에 따른 고착화현상이 나타나며, 재무보고를 오도하여 소액투자자들의 이익에 부정적인 영향을 미침 • DCS 기업은 정보의 괴리와 발생주의 이익관리를 통하여 사적지배이익을 은폐하려는 유인이 있음 • 단일의결권주식(Single-Class Share: SCS)으로 전환하는 경우 기업의 정보환경 개선과 이익조작의 감소를 나타냄
Li and Zaiats (2017b)	• 미국 • DCS 1,309개 & SCS 3,342개	• DCS 기업이 SCS 기업보다 낮은 이사회 및 이사회 독립성을 보이면서 주주권 조항을 더 많이

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
	기업-연도 자료 • 1996~2006 • Probit & OLS 회귀분석 등	사용함. • DCS 기업에서 기업가치가 하락하고, 주주권리 및 이사회 관련 충당부채, 특히 이사 독립성 측면에서 증가한다는 것을 강조 • DCS 기업의 강력한 이사회 관련 지배구조가 다변량 환경에서 기업가치와 유의적으로 양의 관계가 있는 반면, 주주권은 가장 약한 이사회 충당부채의 경우에만 기업가치와 유의적으로 관련이 있음 • SCS 구조로 전환한 이후, 기업들은 이사회와 이사회 독립성을 강화하면서 더 많은 인수 반대조항을 채택함 • DCS 도입 기업가치는 의결권 피리율이 높을수록 하락하였음
Morey(2017)/ CII(2017)	• 미국 • SCS 1,762개사 & DCS 133개사 • 2007~2015 • 회귀분석 등	• DCS 도입 기업은 투자자본이익률(ROIC)에 영향을 미치지 않음 • 경영자가 장기성과를 내기 위해서 차등의결권 주식이 필요하다는데 회의론적임
Lauterbach and Pajuste (2015)	• 유럽 7개국(덴마크, 스위스 등) • 자발적 차등의결권 폐지기업 121개와 비폐지 기업 190개 • 1996~2009 • 프라빗 분석 등	• DCS 도입 후 DCS를 자발적으로 폐지하는 기업의 지배구조 개선에 대한 긍정적인 평가가 있었으나 • DCS 자발적 폐지 공지에 의해 지배주주들에 의해 발생 가능한 재무 터널링에 대한 부정적인 평가가 있었음 • 지배구조 개선은 소유권과 의결권 사이의 괴리를 없애고 지배주주의 의결권을 대폭 줄임으로써 이뤄질 수 있음 • 일부 지배주주가 DCS 폐지 공시를 이용하여 보유지분의 일부 또는 전량을 부풀린 가격에 매각할 경우 재무 터널링이 의심된다고 보고함 • 평균적으로 기업지배구조 긍정평가 효과가 우세하였으며, DCS의 폐지에 대하여 통계적으로나 경제적으로나 토빈 Q가 크게 상승하는 효과가 동반되었음. • DCS 자발적 폐지 그 자체가 장기적 기업 가치 평가에 긍정적인 영향을 미침
Hossain (2014)	• 미국 • 인수기업 12,404개(DCS 722개 & SCS 11,682개) • 1996~2009 • 사건연구, 회귀분석 등	• SCS 기업이 인수공시에 더 높은 초과수익률을 나타냈으며, 인수 후 장기적인 성과 역시 훨씬 높음 • DCS 구조에서 내재된 대리인 문제를 발견함 • 따라서 DCS 구조는 보통주에게 어떠한 서비스도 제공하지 않으며 대리인문제를 겪을 가능성이

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
높음		
Amoako-Adu et al. (2014)	• 미국 • 1,584개 기업-연도 자료 (DCS 기업 113개, 792 기업-연도자료, SCS 매칭 1:1 S&P1500) • 2001~2007 • 토빗분석, 패널분석 등	• DCS 기업은 SCS 기업보다 현금배당을 더 적게 지급하고 자사주 매입을 더 적게 하며, 의결권과 현금흐름권(소유권)의 괴리가 커지면서 현금 배분이 더 줄어 듦 • 임원보상과 이사회 가족 참여가 낮은 배당금 및 사적이익추구에 관련이 있음
Baulkaran (2014)	• 미국 • 792개 기업(DCS) • 2005~2007 • 패널분석, Two stage 등	• 투자자들은 경영 긴축 정도가 증가함에 따라 DCS 기업에 더 큰 할인율 적용하고 있으며, 지배주주가 이사회 이사화 의장일 때 보다 CEO가 지배주주일 때 DCS 기업의 할인에 미치는 영향이 뚜렷함 • DCS 기업의 CEO가 기업이 손실을 입더라도 더 오래 재직하며, 상호구조성장 높음
Belot(2014)	• 프랑스 • M&A 691개 기업(DCS 443개 & SCS 248개: 3,135 기업-연도 자료) • 2000~2009 • 회귀분석 등	• 최대주주가 과도한 지배권을 가지고 있을 때 인수 합병(M&A)을 진행할 가능성 낮음 • DCS 기업의 인수성도가 특히 낮음 • 이러한 결과는 지배주주가 기업인수를 소액주주의 희생으로 사적 이익을 취하는 수단으로 이용하고 있음을 시사함 • 차등의결권을 일반화하는 새로운 규정(2014.02)의 실효성에 의문을 제기함
Amoako-Adu et al. (2013)	• 미국 • 1,584개 기업-연도 자료 (DCS 기업 113개, 792 기업-연도자료, SCS 매칭 1:1 S&P1500) • 2001~2007 • 토빗분석, 패널분석 등	• DCS 도입 기업의 임원은 SCS 도입 회사의 임원에 비해 더 큰 보상을 받고 있으며, 임원이 가족일 때 이러한 초과보수는 더욱 두드러짐 • DCS 도입 기업의 가치는 현금 보유와 임원 보수가 과다할 때 가장 많이 할인되었으며, 초과 보수는 DCS 도입 기업 가족인 임원이 가장 높음. • 밀접하게 통제된 SCS 도입 기업 가치와 관련해 DCS의 가치 할인은 지배 주주-경영자가 사익을 추출할 수 있는 경로와 직결된다고 보고함.
Gompers, et al.(2010)	• 미국 • 6,345~7,619 SCS개사 & 362 - 504 DCS개사 • 1998~2002 • 회귀분석, 프라빗분석 등	• 기업가치가 내부자의 현금흐름권에 증가하고, 내부자의 의결권에서 감소하며, 현금흐름과 의결권 사이의 괴리와 기업가치와의 관계는 음(-)의 관계임 • 기업의 과반 수 이상을 차지하는 소유주는 통제권으로 인해 사적 이익을 유지하기 위해 기업가치를 하락시키는 선택을 할 수 있으며, 특히 내부자가 이미 매우 부유한 경우 재정적 손실이 더 클 수 있음

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
Arugaslan et al.(2010)	• 미국 • IPOs 6,600개 & DCS IPOs 405개 • 1980~2008 • 회귀분석 등	• DCS 도입 기업이 IPO를 진행하는 이유는 외부투자자들에게 전달하기 어렵거나 비용이 많은 장기 투자를 하기 위한 것이 아니라 다른 회사의 자본유출이나 인수자금 마련에 목적이 있음 • DCS 도입 기업의 경영자들은 장기의 어려운 프로젝트에 투자하기 보다는 인수 등을 통한 사업 다각화를 진행하여 그들의 포트폴리오를 넓히면서 통제력을 강화시킴 • DCS 도입 기업의 지배주주는 IPO 이전에 기업 내부로 더 많은 개인 자산을 투자하고, IPO 이후 더 많은 통제권을 확보하면서 인수 등을 통해 다각화를 진행 함 • 집중된 통제력에 의해 소액주주는 막대한 자산 손실에 직면할 수 있음
Hoi and Robin (2010)	• 미국 • DCS 기업 209개(SCS 204개사) • 1999~2000 • 회귀분석 등	• DCS 도입 기업의 최대주주와의 근접성이 가까울수록(소유경영자) 대리인 문제가 발생하고, 기업 가치에 부정적임 • SCS과 비교했을 경우 DCS 도입 기업은 최대주주의 근접성여부에 따라 높게 평가되기도 하고 낮게 평가되기도 함과 기업가치 사이에 유의한 관련성 없음
Villaonga and Amit(2009)	• 미국 • 3006 기업-연도 자료(515개 기업(210개 미국 창업가 가족 소유기업)) • 1994~2000 • 회귀분석 등	• 기업설립자나 그 가족이 차등의결권 구조와 불균형한 이사회 대표성을 통해 소유 지분 이상의 초과 지배력만이 기업의 가치를 감소시키고 있었음 • DCS를 통한 가족기업의 소유는 기업의 가치를 떨어뜨림
Amoako-Adu et al. (2009)	• 캐나다 • TSX 회사 중 DCS, 소유집중형 SCS, 소유분산형 SCS, 연도별 각500개 내외 • 1998, 2000, 2002 • 회귀분석 등	• DCS 기업은 소유집중형 SCS 기업에 비해 기업의 가치가 낮음 • 캐나다의 DCS 기업은 소수주주와 경영자간의 연계를 낮추고, 대리인 문제를 증가시키기 때문에 기업의 가치를 떨어뜨림 • 또한 피라미드구조가 DCS 구조 및 소유집중형 SCS 기업의 가치에 부정적인 영향을 미침
Masulis et al.(2009)	• 미국 • DCS 150개사 • 1995~2003 • 회귀분석 등	• 현금흐름권과 지배권 괴리(CEO가 지배주주에 속해 있지 않을 때 혹은 단일의결권 기업과 비교하였을 때)가 커질수록 CEO의 사적 이익추구 증가 (더 높은 보상)하고 있음 • DCS 기업들의 현금보유가 높아질수록 기업가치 및 주주의 이익에 덜 기여하고 있으며, • 대리인 문제(주주의 가치를 낮추는 의사결정: M&A, 자본적 지출)가 발생하고 있음 • 내부자 초과통제권(차등의결권)이 기업가치 감

저자(연도)	표본, 연구기간, 연구방법 등	주요 결과
소의 원인임		
Smart et al.(2008)	• 미국 • IPO 2,622개(253 DCS) • 1990~1998 • 회귀분석, 프라빗분석 등	• DCS 도입으로 인하여 투자자들은 기업의 가치를 할인 함 • DCS 기업의 가치는 IPO 전후 상대적으로 낮음 • 차등의결권을 단일의결권을 전환하는 경우 양의 초과수익이 발생함
Li et al. (2008)	• 미국 • 기업 8,974개 • 1995~2002 • 회귀분석	• 기관투자자의 비중 비교: DCS 기업의 기관투자자 비중이 더 낮으며, 이들에 대하여 단기투자에 비하여 수탁책임이 있는 장기투자자에 대한 회피가 더 뚜렷함 • DCS를 SCS로 전환하는 경우 기관 투자자들의 지분은 증가함
King and Santor (2008)	• 캐나다 • 613 TSX 기업들(2,758 기업-연도자료 중 398 DCS, 2177 SCS), • 1998~2005 • 패널분석 등	• SCS 도입의 독립 가족 소유 기업은 토빈의 q비율 기준 시장성과, ROA 기준 회계성과, 총자산 대비 부채비율 기준 재무레버리지율이 높았으며, 이에 비해 DCS 도입의 가족 소유 기업의 평가액은 ROA와 재무적 레버리지가 유사함에도 불구하고 소유가 널리 분산된 기업들에 비해 평균 17% 낮음 • 즉 DCS 도입 기업의 경우 기업가치가 더 낮음 • 가족 소유권이 기업의 실적에 부정적인 것이 아니라 기업의 가치를 떨어뜨리는 것은 지배력 강화 메커니즘의 사용이라고 보고함
Bozec and Laurin (2008)	• 캐나다 • 550개(1,906 기업-연도 자료) • 1995~1999 • 회귀분석 등	• 현금흐름권과 지배권의 괴리가 있고, 대주주의 지분율이 낮으며 기업의 현금흐름이 높을 때 기업 성과에 부정적임 • 대주주가 소액주주를 수용하기 위한 인센티브와 기회를 모두 갖췄을 때 기업 실적이 더 낮음
Pajuste (2005)	• 유럽 7개국 • 기업 493개 • 1996~2002 • 프라빗 분석 등	• DCS를 1주 1의결권으로 전환 후 기업가치가 향상됨 • SCS로 전환한 경우 기업들이 새로운 주식을 더 적극적으로 발행하고, 더 많은 인수를 하며, 더 높은 성장기회를 갖는다는 것을 보여줌 • DCS 구조에서 지속적으로 낮은 평균시장 대비 장부비율은 SCS 구조로 전환 직후 동종업계 평균 수준으로 올라감

또한 임원보상과 이사회 가족 참여가 낮은 배당금과 사적 이익추구에 관련이 있었다. 차등의결권 도입 기업의 임원은 단일의결권 도입 회사의 임원에 비해 더 큰 보상을 받았으며, 임원이 가족일 때 이러한 초과보수는 더욱 두드러졌고, 소액주주들에게 분배되어질 배당금은

낮아졌다. 또한 차등의결권 기업의 CEO가 기업이 손실을 입더라도 단일의결권 기업의 CEO 보다 더 오래 재직하였으며, 참호구축성향이 높았다.

외부자금조달(크라우드펀딩)적 측면에서 보면, 차등의결권 도입 기업은 단일의결권 도입 기업보다 성공확률이 낮고, 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤으며, 장기성과를 위해서도 차등의결권 주식이 필요하다는데 회의적이라고 주장하였다.

차등의결권 도입 기업의 경영자들은 R&D와 같은 장기의 어려운 프로젝트에 투자하기 보다는 인수 등을 통한 사업 다각화를 진행하여 그들의 포트폴리오를 넓히면서 통제력을 강화시켰으나 단일의결권주식 도입 기업이 오히려 장·단기 성과가 높았다고 보고하고 있다. 그러나 최대주주가 과도한 지배권을 가지고 있을 때는 인수합병(M&A)을 진행할 가능성이 상대적으로 낮았다.

차등의결권을 1주 1의결권(단일의결권)으로의 전환효과분석에서는 전환 후 기업가치가 향상하였다. 단일의결권으로 전환하는 경우, 혹은 차등의결권을 자발적으로 폐지한다는 공지에 대해서는 시장이 긍정적으로 반응하였으며, 이 경우 장기적인 기업가치 평가에서도 긍정적인 영향을 미쳤다.

또한 기관투자자의 비중차이를 비교해보면, 차등의결권 도입 기업의 기관투자자 비중이 상대적으로 더 낮았으며, 수탁책임이 있는 장기투자에 대해서는 차등의결권 도입 기업에 대한 투자회피가 더욱 뚜렷하였다. 그러나, 차등의결권 구조를 단일의결권 구조로 전환하는 경우에는 기관 투자자들의 지분은 증가했다고 보고하였다.

3. 차등의결권주식 도입 기업의 생애주기에 따른 기업성과연구

최근 Lin et al.(2022), Kim and Michaely(2019), Baran et al.(2019), Jackson(2018a, 2018b), Cremers et al.(2018) 등에 의해 차등의결권 도입 기업의 생애주기에 따른 기업성과 분석이 이루어지고 있다. 차등의결권 도입이나 차등의결권 도입 기업의 단기적인 성과에 이어 차등의결권을 도입한 기업의 생애주기별 성과를 파악함으로써 차등의결권의 실효성을 분석한 연구들이다. 이들의 연구들을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 차등의결권구조를 도입한 기업의 가치나 성과가 대체로 기업공개 직후 단일의결권구조보다 우수한 것으로 나타났으나, 업력이 늘어날수록 그 차이는 줄어들고 있으며, 마진, 혁신속도나 기업가치가 단일의결권 구조보다 더 악화되는 것으로 나타났다. 그러나 단일의결권 구조로 전환하거나 차등의결권 구조를 해소하는 기업들의 경우에는 기업가치가 상승하는 것으로 나타나 연구자들은 기한부 일몰조항의 필요성에 대하여 주장하고 있다. 관련 연구를 정리하면 <표 5>와 같다.

<표 5> 차등의결권 도입 기업의 생애주기 기업성과 연구

차등의결권 도입의 기업의 생애주기에 따른 기업성과에 대한 선행연구를 살펴보면 차등의결권구조를 도입한 기업의 가치나 성과가 대체로 기업공개직후 단일의결권구조보다 우수한 것으로 나타났으나, 업력이 늘어날수록 그 차이는 줄어들고 있으며, 마진, 혁신속도나 기업가치가 단일의결권구조보다 더 악화되는 것으로 나타났다. 그러나 단일의결권 구조로 전환하거나 차등의결권 구조를 해소하는 기업들의 경우에는 기업가치가 상승하는 것으로 나타났다. 표 안의 DCS는 차등의결권주식(Dual-Class Share)을, SCS는 단일의결권주식(Single-Class Share)을 의미한다.

주요 연구자	연구결과
Lin et al.(2022), Kim and Michaely(2019), Baran et al.(2019), Jackson(2018a, 2018b), Cremers et al.(2018)	• 초기: DCS가 SCS와 차이가 없거나 가치(성과) 상승 • 성장-성숙기: DCS 가치하락 • DCS구조를 SCS구조로 전환: 가치상승

먼저 Lin et al.(2022)은 1994년부터 2002년까지 미국의 차등의결권구조 회사를 대상으로 차등의결권구조와 현금보유정책간의 관련성이 기업의 생애주기에 따라 어떻게 변하는지를 연구하였다. 연구기간 동안 6,077개의 기업들에 대한 총 34,350개 기업 연도 자료(차등의결권 구조 2,327개 기업-연도 자료, 단일의결권 구조 32,023개 기업-연도 자료)를 가지고 회귀분석 등을 진행하였다. 연구결과 차등의결권 구조 기업은 단일의결권 구조 기업에 비하여 낮은 수준의 현금을 보유하는 경향이 있으며, 성숙단계에서는 차등의결권 구조 기업이 단일의결권 구조 기업에 비하여 현금을 훨씬 덜 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 외부부채금융을 이용하는 차등의결권 구조 기업들은 인수(acquisition)에 더 많은 현금을 이용하였으며, 정보비대칭 기업일수록 차등의결권 구조 기업은 성숙 단계에서 영업순현금흐름, 현금인수 비용, 그리고 부채자금조달에서 더 큰 하락이 나타났다. 이는 과도한 통제권을 가진 성숙한 기업이 대리인 문제로 인하여 현금을 더 많이 보유하려고 하는 것이며, 차등의결권과 관련된 대리인 비용이 기업의 수명주기 동안 증가한다고 보고하였다.

Kim and Michaely(2019)는 1971년에서 2015년 사이의 미국의 920개 차등의결권 구조 기업을 대상으로 기업성과를 조사하였다. 연구기간 동안 총 151,051 기업-연도 자료(차등의결권 8,445 기업-연도자료, 단일의결권 142,606 기업-연도자료)로 OLS 회귀분석과 패널분석을 진행하였다. 연구결과는 초기 기업(상장 후 12년 미만)에서는 차등의결권 구조 도입 기업의 성과가 단일의결권 구조 도입구조의 성과에 비하여 상대적으로 낮지 않는데 반하여, 성숙회사(상장 후 12년 이상)의 경우에는 차등의결권 구조 도입 기업의 성과가 단일의결권 구조 도입 기업에 비하여 10% 정도 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 성숙기업으로 갈수록 차등의결권 구조 도입 기업의 의결권에 대한 프리미엄과 배당성향이 증가하여 대리인 비용이 증가한다고 하였다. 따라서 성숙단계를 넘어가면 차등의결권 구조의 순효익이

감소되는 것으로 나타났다. 이에 연구자들은 단일의결권 구조로 전환시킬 수 있는 일몰조항의 필요성을 주장하였으며, 기한부 일몰조항이 바람직하다고 주장하였다.

Baran et al.(2019)도 2000년부터 2008년 간 IPO를 한 차등의결권 구조 도입 기업들을 대상으로 의결권과 현금흐름권의 괴리 정도와 혁신의 상관관계에 대하여 검토하였다. 연구결과는 차등의결권구조 도입 기업의 내부자의 현금흐름권과 지배권의 괴리와 혁신(특히 출원의 수와 질로 평가) 간에 양의 상관관계가 있으며, 특히 재무적 제약이 있는 경우 그 효과는 크다. 차등의결권 구조의 혁신적 이점은 IPO 이후 10년 동안만 유지되며 그 이후에는 양의 관계가 소멸하였다. 이에 대해 연구자들은 기한부 일몰조항의 타당성을 주장하였다.

미국 증권거래위원회의 커미셔너 Jackson(2018a, 2018b)은 2001년부터 2016년 간 IPO를 한 157개 사를 대상으로 기한부 일몰조항 도입 기업과 영구 일몰조항 도입 기업의 가치에 차이가 있는지를 분석하였다. 연구결과 IPO 이후 1~2년까지는 영구 일몰조항을 도입한 기업과 기한부 일몰조항을 도입한 기업 간에는 기업 가치에 의미 있는 차이는 없었으나, IPO 이후 3~6년, 7년까지 영구 일몰조항을 도입한 기업 가치가 기한부 일몰조항을 도입한 기업에 비하여 유의미수준으로 하락(30%)하였다. IPO 이후 7년이 지난 경우 역시 영구 일몰조항을 도입한 기업이 훨씬 낮은 평가를 받았다. 또한 차등의결권 구조 기업이 전체 생애주기 동안 기한부 일몰조항이 없는 기업 즉 영구 일몰조항을 도입한 기업의 성과가 낮은 경향이 있었다. 즉 기업의 생애주기에 따라 차등의결권 구조를 해소한 기업들은 실질적인 가치가 증가하였다.

Cremers et al.(2018)은 2018년 미국 상장회사 중 1980년에서 2017년 사이에 차등의결권 구조로 상장한 기업들과 이에 대한 대응표본인 단일의결권제도 도입 기업을 매칭하여 각각 538개 사의 기업 가치의 차이를 비교분석하였다. 이 연구에서는 IPO 이후 차등의결권 주식 도입 회사의 지배주주의 의결권과 현금흐름권의 격차가 증가하였고, 차등의결권 주식 도입 회사의 기업가치가 IPO 이후 3년까지는 9% 정도 더 높았으나, 4~5년 정도에는 미미한 프리미엄만이 존재하였고, 6~8년과 9년 이후에는 단일의결권 구조인 기업에 비하여 각각 8.5%, 9.5% 더 낮은 것으로 나타났다. 즉 IPO 당시에는 차등의결권 도입 기업의 기업가치(Tobin's Q)가 더 높았으나, 시간이 지남에 따라 해당 프리미엄이 소멸되는 것으로 나타나 차등의결권 구조 기업의 기업가치는 시간이 경과함에 따라 감소한다고 주장하였다.

이들 선행연구들에 따르면 차등의결권은 IPO 직후 일정 기간 동안에는 기업의 가치를 높여주지만, 시간이 흐를수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다. 또한 생애주기에 따른 연구에서도 차등의결권 구조였다가 단일의결권 구조로 전환되었을 때 기업가치가 상승하는 것으로 나타났다.

4. 차등의결권 도입 기업의 성과분석으로부터의 시사점

차등의결권 도입이 과연 해당기업의 가치제고에 기여하는가? 비록 경영권의 위협 없이 원활한 자금조달차원에서 도입의 필요성을 인정한다고 하더라도 실제 차등의결권을 도입한 해당기업의 가치가 훼손된다면 차등의결권 도입결정이 과연 적절했는가에 대한 비판을 받게 될 것이다. 차등의결권 도입이 기업가치를 제고시키는지는 차등의결권제도 도입의 정당성과 공감대 형성에 필요하다. 이를 위해 우리나라보다 먼저 차등의결권 제도를 도입한 나라들의 차등의결권 도입과 기업성과간의 관계에 대해 분석이 이루어진 선행연구들의 결과를 제시하면 다음과 같다.

첫째, 먼저 차등의결권제도 도입과 주가와의 관계 그리고, 차등의결권 도입 기업의 M&A 공시와 주가와의 관계에 대한 선행연구들에 따르면, 차등의결권 도입 공시 및 차등의결권 도입 기업의 M&A 공시에 따른 주식시장의 반응은 상대적으로 낮게 나타났다. 이는 투자자들이 차등의결권 도입 기업을 할인하고 있는 것으로 볼 수 있다.

둘째, 차등의결권 도입과 기업성과와의 관계에 대한 31개의 해외 선행연구들 중 기업성과가 상승하거나 적어도 부정적이지 않다는 연구가 8개이고 하락한다는 연구는 23개이다. 이들 연구들은 기업성과가 하락이든 상승이든 대부분 차등의결권 주식 도입에 따른 의결권과 현금흐름권의 괴리가 발생하게 됨을 지적하고 있다. 이러한 괴리에 의해 다수의결권을 보유하면서 경영에 참여하는 지배주주들은 사적편익을 취하고 있으며, 기업들은 차등의결권 주식을 도입하여 연구개발에 투자하기 보다는 M&A를 통해 사업다각화를 진행하고 있음을 주장하고 있다. 즉 우리 정책입안자들이 도입하고자 하는 취지와는 다른 방향으로 많은 나라의 차등의결권주식 도입 기업이 사적편익 위주의 기업경영을 하고 있으며, 이에 따라 기업의 성과는 하락하고 있다.

셋째, 기업의 생애주기에 따른 차등의결권 도입이후 기업성과에 대한 해외연구를 살펴보면 대체로 기업공개직후 차등의결권구조를 도입한 기업의 가치나 성과가 단일의결권구조보다 우수한 것으로 나타났으나, 업력이 늘어날수록 그 차이는 줄어들고 있으며, 마진, 혁신속도나 기업가치가 단일의결권구조보다 더 악화되는 것으로 나타났다. 또한 차등의결권 주식 도입의 기업들이 기업의 장기 비전으로 R&D에 투자하기 보다는 M&A를 진행하여 사업다각화를 통한 통제권강화를 진행하고 있다. 무엇보다 차등의결권 주식을 1주 1의결권 보통주로 전환한 이후 기업가치가 오히려 상승하였다는 연구에 주목할 필요가 있다.

이들 해외 실증연구의 결과들이 주는 시사점을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 캐나다나 미국처럼 투자자에 대한 보호수준이 높고 내부자 통제장치를 갖춘 경우에도 차등의결권

도입 기업에 대한 투자위험이 투자자들에게 존재한다는 것이다. 비록 차등의결권 주식 도입에 따른 위험에 상응하여 기업의 주가에 할인되어 반영되기는 하지만, 일반투자자들은 열악한 정보비대칭 환경 하에서 시의적절한 투자전략을 진행하기 어려울 수 있다. 차등의결권 주식을 도입한 기업의 입장에서라도 기관투자자들의 투자비율이 상대적으로 낮고, 외부자금 조달도 어려울 수 있다. 벤처기업의 경우 성장 초기에 자본금 유입이 중요하며, 비상장 벤처기업 성장을 위하여 차등의결권을 도입하려는 이유도 여기에 있으므로 이러한 결과는 결코 간과할 수 없는 부분일 것이다.

둘째, 차등의결권 도입이 기업가치를 하락시킨다는 연구의 대다수가 미국의 사례를 분석한 결과이다. 의결권과 현금흐름권 분리가 낮고 재무적 투자자 입지가 높은 미국 내에서도 단일화(단일의결권 구조로의 전환)가 사익편취로 악용되고 있는 적대적 M&A에 의한 인수를 막기 위한 방편이라는 것을 주지할 필요가 있다(Pajuste, 2005). 또한 차등의결권 주식발행은 회사가 추가적인 확장과 성장을 위해 새로운 자기자본을 필요로 하는 시점까지 한시적으로 유지되는 일시적인 구조라는 견해가 지지를 받고 있다. 차등의결권 도입 이후 지금까지 많은 시행착오를 겪어 온 미국에서조차 차등의결권 주식 도입에 대한 부정적 주장들이 전개되고 있다.

셋째, 여러 나라에서 차등의결권을 도입하고 제도적으로 법적으로 시행착오를 거치면서 차등의결권제도를 발전시켰으나 대부분의 연구결과들은 그 효과가 단기적이며, 차등의결권을 줄이거나 없애는 기한부 일몰조항을 넣어야 함을 제시하고 있다. 다시 말해서 궁극적으로는 차등의결권을 없애야 한다는 것이다.

VI. 결 론

현재 국회 법사위에 계류 중인 벤처기업법 개정안은 차등의결권 주식을 도입하여 비상장 벤처기업의 창업자에게 본인 보유지분보다 많은 의결권을 부여하여 경영권의 위협 없이 안정적으로 경영을 가능하게 하고 투자자들에게 장기투자를 하도록 유도하여 기업으로 하여금 대규모 자금조달을 원활히 하려는 데에 있다. 이를 위해 1주당 2~10개까지 의결권이 있는 주식 발행을 이들 비상장 벤처기업들에게 가능하게 하자는 것이다. 이는 주주평등의 원칙이라는 상법 조항에 어긋나는 특별조치이므로, 차등의결권에 대한 발행조건, 의결권 보유가능 대상조건, 존속기간 등에 대한 제한을 두고 있다. 또한 양도불가능, 존속기간 10년 후 폐지, 상장 후 3년경과 후 폐지 등의 일몰조항과 기업집단에 편입하게 될 경우 보통주로 전환되도록 하고 있으며, 감사 임면 등에 대한 의결권은 보통주와 동일하게 1개로 제한

등이 주요 도입안이다.

이러한 차등의결권 도입방안에 대하여 각계각층에서 찬반논의가 끊이지 않고 있어서 본 연구는 국내에 차등의결권을 도입하려는 현 시점에 도입의 적절성을 알아보기 위하여 차등의결권과 기업가치 간의 관계를 국내·외 문헌을 중심으로 집중적으로 분석하였다.

이를 위하여 먼저 차등의결권과 기업가치와의 관계에 대한 국내 선행 연구는 간접적이기는 하나 소유권과 의결권 간 괴리정도에 따른 기업가치를 다룬 연구들을 살펴보았다. 분석결과 소유권과 의결권 간 괴리가 클수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 제시하고 있다.

차등의결권 도입의 직접적인 효과분석으로서 해외 차등의결권 도입 기업들의 차등의결권 도입과 기업가치에 대한 연구결과는 시장반응은 물론이고 차등의결권 도입 기업에 대한 현금흐름 등을 이용한 기업성과에서도 대부분이 부정적이었다. 그리고 차등의결권 도입 기업의 생애주기에 따른 성과와 이후 보통주로 전환되었을 때의 기업가치 변화는 기업공개 직후 차등의결권구조 기업의 가치나 성과가 단일의결권구조보다 우수한 것으로 나타났지만, 업력이 늘어날수록 그 차이는 줄어들며, 단일의결권구조보다 기업가치가 더 악화되는 것으로 나타났다.

이러한 분석결과를 종합적으로 볼 때 정책당국은 국내 차등의결권 도입에 보다 신중하게 접근해야할 필요가 있어 보인다.

참 고 문 헌

- 곽병관, 이병관, “한국 증권시장에서의 보통주와 우선주간의 가격괴리율에 대한 실증분석”, 산업과경영, 제12권 제1호, 1999, 183-210.
- 국찬표, 정군화, “기업지배권시장의 제도변화와 의결권의 시장가치”, 한국증권학회지, 제27권 제1호, 2000, 1-33.
- 김상신, “복수의결권제도 도입이 벤처기업 연구개발투자에 미칠 영향 분석”, KOSBI 중소기업 포커스, 제21권 제2호, 2021, 1-27.
- 김정국, 박상수, 최도성, “우선주의 가격차이율에 관한 실증연구: 의결권 가치의 결정요인 분석을 중심으로”, 재무연구, 제11권, 1996, 31-64.
- 남길남, “차등의결권 논쟁의 주요 흐름과 시사점”, 자본시장연구원 이슈보고서 19-07, 2019, 1-25.
- 방문옥, “차등의결권제도 관련 국내외 동향”, CGS 리포트, 제4권 제3호, 2014, 한국기업지배구조원.
- 송은진, “배당권과 의결권 차이가 연구개발 투자에 미치는 영향: 배당권 크기와 연계”. 경영학연구, 제47권 제2호, 2018, 425-449.
- 이지혜, 변희섭, “경쟁위협은 지배주주를 규율하는가?: 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용추구 유인을 중심으로”. 한국증권학회지, 제45권 제3호, 2016, 671-712.
- 초환석, 김양민, “지배주주의 소유-지배 괴리가 IPO 성과에 미치는 영향”. 경영학연구, 제40권 제5호, 2020, 1269-1294.
- 최동권, 최성호, “소유지배괴리도가 자기자본비용에 미치는 영향”, 한국융합학회논문지, 제10권 제8호, 2019, 217-226.
- Adhikari, H. P., T. T. Nguyen, and N. K. Sutton, “The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 51, No. 1, (2018), 113-138.
- Aharon, D. Y., I. Gavius, and R. Yosef, “Stock market bubble effects on mergers and acquisitions,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50, No. 4, (2010), 456-470.
- Amoako-Adu, B., B. F. Smith, and M. Kalimipalli, “Concentrated Control: A Comparative Analysis of Single and Dual Class Structures on Corporate Value,” *Applied Financial Economics*, Vol. 19, No. 2, (2009), 955-974.

- Amoako-Adu, B., V. Baulkaran, and B. F. Smith, "Dual Class Discount, and the Channels of Extraction of Private Benefits," *Advances in Financial Economics*, Vol. 16, (2013), 165-218.
- Amoako-Adu, B., V. Baulkaran, and B. F. Smith, "Analysis of dividend policy of dual and single class U.S corporations," *Journal of Economics and Business*, Vol. 72, (2014), 1-29.
- Anderson, R. C., E. Ottolenghi, and D. M. Reeb, "The dual class premium: A family affair," Fox School of Business Research Paper, No.17-02, 2017, 52, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669.
- Arugaslan, O., D. O. Cook, and R. Kieschnick, "On the decision to go public with dual class stock," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 2, (2010), 170-181.
- Baran, L. and A. Forst, "Disproportionate insider control and board of director characteristics," *Journal of Corporate Finance*, Vol.35, (2015), 62-80.
- Baran, L., A. Forst, and T. Via, "Dual Class Share Structure and Innovation," working paper, 2019, 64, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3183517.
- Bauguess, S. W., M. B. Slovin, and M. E. Sushka, "Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 4, (2012), 1244-1253.
- Baulkaran, V., "Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 54, No. 1, (2014), 70-81.
- Belot, F., "Excess Control Rights and Corporate Acquisitions," Working Paper, (2014), 43, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1695061.
- Bigelli, M. and S. Mengoli, "Sub-Optimal Acquisition Decisions under a Majority Shareholder System," *Journal of Management and Governance*, Vol. 8, (2004), 373-380.
- Bozec, Y. and C. Laurin, "Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35, No. 1-2, (2008), 25-49.
- CalPERS, "Dual Class/Non-Voting Shares Update and Debate," *Investment Committee Agenda Item*, 6a, (2018), 1-3.
- CG Watch 2020: Future promise, Available at: <https://www.google.com/search?q=%EC%B>

F%A0%ED%-8C%A1%EC%A3%BC%EA%B0%80&oq=%EC%BF%A0%ED%8C%A1%EC%A3%BC%EA%B0%80&aqs=chrome..69i57j0i512l3.1791j1j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8.

- Chung, K. H. and J. K. Kim, "Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, No. 1, (1999), 35-54.
- Cremers, M., B. Lauterbach, and A. Pajuste, "The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation," European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance working paper, (2018), 77, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895.
- Croci, E., "Controlling-Enhancing Mechanisms: Loyalty Shares and Multiple-Voting Shares in Italy," European Corporate Governance Institute working paper, (2018), 14.
- Crone(von der Crone), H. C. and E. Plasken, "The Value of Dual-Class Shares in Switzerland," Working Paper, (2010), 42, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1542780.
- Cumming, D., M. Meoli, and S. Vismara, "Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding," *Research Policy*, Vol. 48, No. 8, (2019), 1-19.
- Dimitrov, V. and P. C. Jain, "Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, (2006), 342-366.
- Docherty, P., S. Easton, and S. Pinder, "Flights-to-control: Time variation in the value of a vote," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66, (2021), 1-23.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States," *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 3, (2010), 1051-1088.
- Hoi, C.K. and A. Robin, "Agency conflicts, controlling owner proximity, and firm value: An analysis of dual-class firms in the United States," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, No. 2, (2010), 124-135.
- Hong, H. A., J. B. Kim, and M. Welker, "Divergence of Cash Flow and Voting Rights, Opacity, and Stock Price Crash Risk: International Evidence," *Journal of Accounting Research*, Vol. 55, No. 5, 2017, 1167-1212.

- Hossain, A. T., “Dual v. Single Class Firms: An Acquisition Perspective,” *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 14, No. 3, (2014), 9–20.
- Jackson, R., “Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty,” Speech, US Security and exchange commission, (2018a).
- Jackson, R., “Data Appendix to “The Case Against Corporate Royalty,” Case against corporate royalty, – data appendix, Available at: <https://www.sec.gov/files/case-against-corporate-royalty-data-appendix.pdf>, (2018b).
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen, “Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanism: The Recent Evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, (1988), 129–149.
- Jog, V. M., P. Zhu, and S. Dutta, “Impact of Restricted Voting Share Structure on Firm Value and Performance,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, No. 5, (2010), 415–437.
- Jordan, B. D., S. Kim, and M. H. Liu, “Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, (2016), 304–328.
- Kim, H. and R. Michaely, “Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting,” Swiss Finance Institute Research Paper No. 19–09 Working Paper (European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 590/2019), (2019), 65, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=-3145209#.
- King, M. R. and E. Santor, “Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, No. 11, (2008), 2423–2432.
- Lauterbach, B. and A. Pajuste, “The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 31, (2015), 171–185.
- Lel, U., J. M. Netter, A. B. Poulsen, and Z. Qin, “Dual Class Shares and Firm Valuation: Evidence from SEC Rule 19c-4,” European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 807/2021, (2021), 1–58.
- Li, K., H. Ortiz-Molina, and X. Zhao, “Do voting rights affect institutional investment decisions? Evidence from dual-class firms,” *Financial Management*, Vol. 37, No. 4, (2008), 713–745.
- Li, T. and N. Zaiats, “Corporate governance and firm value at dual class firms,” *Review*

- of Financial Economics*, Vol. 36, No. 1, (2017a), 47-71.
- Li, T. and N. Zaiats, "Information environment and earnings management of dual class firms around the world," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 74, (2017b), 1-23.
- Lin, J. J., W. Shi, L. Tsai, and M. Yu, "Corporate cash and the Firm's Life-cycle: Evidence from dual class firms," *International Review of Economics and Finance*, Vol. 80, (2022) 27-48.
- Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie, "Agency Problems at Dual-Class Companies," *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4, (2009), 1697-1727.
- McKinnon, C. C., "Dual-class capital structures: A legal, theoretical & empirical buy-side analysis," *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol. 5, No. 1, 2016, 81-97.
- Morey, G./CII, "MULTI-CLASS STOCK AND FIRM VALUE Does Multi-Class Stock Enhance Firm Performance? A Regression Analysis," *Council of Institutional Investors CII*, (2017), 1-40.
- Nüesch, S., "Dual-class shares, external financing needs, and firm performance," *Journal of Management & Governance*, Vol. 20, No. 3, (2016), 525-551.
- Pajuste, A., "Determinants and consequences of the unification of dual-class shares," European Central Bank working paper No. 465, (2005), Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=469821.
- Partch, M. M., "The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Share-holder Wealth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, (1987), 313-339.
- Smart, S. B., R. S. Thirumalai, and C. J. Zutter, "What's in a vote? The short-and longrun impact of dual-class equity on IPO firm values," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 1, (2008), 94-115.
- Villalonga, B. and R. Amit, "How are US family firms controlled," *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, (2009), 3047-3091.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 39, Number 3, June 2022

Do Dual-Class Shares Enhance Corporate Value?*

Chi-Seung Song** · Jung-Mi Park***

〈Abstract〉

In Korea, an important part of corporate-related policies after the 1997 financial crisis is corporate governance. Until recently, this issue has been constantly discussed as a core reform target. Despite the concerns, however, attempts by politicians and venture businesses to introduce Dual-Class Shares as a way to protect management rights and boost financing of venture companies have continued. Accordingly, it is believed that the time has come to closely examine whether the introduction of them has a meaningful effect on corporate value. Therefore, this study aims to make policy suggestions by reviewing previous studies related to them and corporate value and analyzing the impact of the introduction of them. To this end, we try to analyze the impact of the introduction of this system on Korean companies and the market by first examining domestic prior studies related to them, at least indirectly, and then analyzing the change in the value of foreign companies that actually introduced them.

As a result, many say that the introduction of Dual-Class Shares negatively affects corporate value. In other words, unlike the claims of the government and venture associations to introduce a system that can grant them up to 10 voting rights per share to unlisted venture companies, the corporate value may decline as in many cases abroad. Accordingly, it is necessary to recognize the problem that general (small) shareholders may be placed at a relatively disadvantageous position when a company adopting this system goes public.

Keywords : Dual-Class Shares, Corporate Value, IPO, Corporate Governance, Agency Cost

* This paper was supported by Wonkwang University in 2021.

** First Author, Professor, Division of Business Administration, Wonkwang University,
E-mail: cssong@wku.ac.kr

*** Corresponding Author, Visiting Professor, Business and Economic Research Institute, Wonkwang University, E-mail: mafi2050@wku.ac.kr