

ELW 가격을 이용한 주식의 의결권 가치 측정에 관한 연구

우 상 겹

2016년 5월

요약

본 논문은 의결권의 가치를 보통주와 우선주의 가격차이로 측정하는 기존연구와는 달리, 의결권의 가치를 보통주가격 그리고 주식과 옵션 가격간의 관계식인 풋-콜 패리티를 이용하여 구한 합성된 주가가격의 차이로 측정하였다. 기초자산, 행사가격, 만기일이 같은 콜, 풋 ELW 자료를 이용하여, 합성된 주식 가격을 측정하였다. 실제 의결권 쟁탈전이 발생할 때 의결권 가치는 시장에서 정확히 평가될 것이므로 주주총회, 인수합병, 행동주의 헤지펀드 사건을 기준으로 의결권 가치의 변화 양상을 분석하였고, 회귀분석 결과, 정기주주총회가 개최되기 전 의결권 가치가 유의한 증가를 보이지 않았고, 특별한 안건을 상정한 주주총회의 경우에는 의결권 가치가 유의하게 증가하였다.

주요 단어: 의결권, ELW, 풋-콜 패리티, 합성된 주식

제 1 장 서론

1.1 연구배경 및 목적

주식이란 주주가 주식회사에 출자한 일정한 지분 또는 이를 나타내는 증권을 말한다. 특 정기업의 주식을 소유한 주주는 공익권과 자익권을 갖는다. 회사 또는 주주 공동의 이익을 위해 회사의 운영에 관여하는 공익권(共益權)은 경영참여를 위한 권리와 경영감독을 위한 권리로 분류되며 구체적으로는 주주제안권, 의결권, 재무제표열람권, 회계장부열람권, 위법 행위유지 청구권, 대표소송권, 이사 등의 해임결의권이 있다. 주주 개인의 경제적 이익을 얻기 위해 인정되는 자익권(自益權)은 출자금에 대한 수익을 위한 권리와 투하자분의 회수를 위한 권리로 분류되며, 구체적으로는 이익배당청구권, 신주인수권, 잔여재산분배청구권, 주식매수청구권이 있다.

그러나 기업은 위와 같은 일반적인 주식(보통주)과 달리 우선주를 발행하는 경우가 있다. 우선주는 이익의 배당 또는 회사 해산 시 잔여재산의 분배에 대하여 보통주에 비하여 우선적 지위가 인정되는 주식을 말한다. 우리나라에서의 우선주는 보통주보다 액면가를 기준으로 1% 포인트를 추가로 배당받는 소위 1% 배당우선주가 대부분이다. 지출을 최소화하려는 기업이 추가적인 배당을 통해 비용을 부담하는 이유는 무엇일까. 바로 우선주는 의결권이 없기 때문이다.

주주는 주식회사의 최고 의사결정기관인 주주총회에서, 의결권 행사를 통해 배당, 합병, 기관구성 등 회사의 주요경영사항에 대하여 자신의 의사를 반영시킬 수 있다. 그러므로 주주의 의결권은 주주의 기업지배권으로서 중요한 의미를 지니고 있으며 또한 출자자인 주주의 경제적 이익을 확보하기 위한 중요한 주주권으로서의 의미를 지니게 된다. 우리나라와 같이 폐쇄형의 소유구조를 지니고 있는 기업 하에서 의결권이 곧 기업의 통제권이며 소유권을 의미하므로 매우 중요하게 인식되고 있다. 따라서 기업과 주주에게 모두 중요한 의결권은 특별한 경우를 제외하고는 주주평등의 원칙에 따라 1주에 하나의 의결권이 부여된다. 그러나 기업의 입장에서는 자금 조달 수단으로서 기업에 대한 지배권의 상실 없이 자금을 조달하는 방법을 탐색할 유인을 갖게 되고, 그 결과 기업의 경영권 안정을 목적으로 무의결권 우선주를 발행하는 것이다.

의결권의 가치는 의결권을 행사함으로써 얻을 수 있는 금전적, 비금전적 가치를 의미하며 무형의 가치이므로 가치를 측정하는 데에는 어려움이 있어, 일반적으로 의결권의 가치를 의결권이 있는 보통주와 의결권을 제외하고는 보통주와 동일한 주식인 우선주와의 가격차이로 인식하고 있다. 즉 보통주는 의결권의 가치와 배당을 받을 수 있는 가치를 모두 반영한 것

이며, 우선주는 의결권의 가치는 없고 배당을 받을 수 있는 가치를 반영하기 때문이다. 그러나 지난 20년간 우리나라의 증권시장에서 형성된 보통주와 우선주의 가격차이를 살펴보면, 두 주식의 가격차이가 의결권 가치에 의해서만 결정된다고 보기는 어렵다.¹⁾ 기업지배권 시장에서 특별한 변화가 없는 한 두 주식의 가격차이는 변화가 없어야 하나, 각 기업별로 보통주와 우선주의 가격차이는 크게 다르며 시기별로도 매우 편차가 크다.

이에, 본 논문은 의결권의 가치를 보통주와 우선주의 가격차이로 측정하는 기존연구와는 달리, 의결권의 가치를 보통주가격 그리고 주식과 옵션 가격간의 관계식인 풋-콜 패리티를 이용하여 구한 합성된 주식가격의 차이로 측정하고자 한다.

이를 통해, 주주의 대표적인 공익권(共益權) 중 하나인 의결권의 가치를 측정하고 주식시장에서 그 가치를 인정하고 있는지 또한 주가에 포함된 의결권의 비중을 실증적으로 분석해보고자 한다. 실제 의결권 쟁탈전이 발생할 때 의결권 가치는 시장에서 정확히 평가될 것이므로 주주총회, 인수합병, 행동주의 헤지펀드 사건을 기준으로 의결권 가치의 변화 양상을 분석해보고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서 보통주와 우선주의 차이로 의결권 가치를 측정한 연구와 옵션을 이용하여 가치를 측정한 선행연구를 살펴보고, 제 3장에서는 보통주, 의결권, 풋-콜 패리티 등 의결권 가치 측정을 위한 이론을 살펴본다. 제 4장에서는 주주총회, 인수합병, 행동주의 헤지펀드 사건을 기준으로 의결권 가치의 변화 양상을 분석한다. 마지막으로 제 5장에서는 본 연구의 결론을 제시한다.

1) 박해정(2010), 최종범,문관수(2005)

제 2 장 관련 연구

2.1 국외 연구

2.1.1 Zingales(1994)의 연구

Zingales(1994)의 연구는 1987년부터 1990년 사이에 이태리 밀란 주식거래소에서 거래되고 있는 보통주와 우선주를 발행한 기업들을 표본으로 하여 의결권 프리미엄을 측정하였다. Zingales(1994)는 의결권 프리미엄을 기업통제에 따른 사적 특혜의 함수로 보고 의결권분쟁 또는 기업쟁탈전이 발생할 확률에 따라 의결권 프리미엄을 산정할 수 있는 모형을 다음과 같이 제시하였다.

$$VP = F(B/y, 1/\pi, \emptyset)$$

단, VP : 의결권 프리미엄 (*voting premium*)
 B : 기업통제에 따른 사적 특혜의 크기
 y : 현금흐름권의 가치(배당가치)
 π : 총발행주식수에 대한 의결권주식수 비율
 \emptyset : 기업쟁탈전이 발생할 확률

위 식에 의하면 현금흐름권에 대한 사적특혜의 상대적 크기(B/y)가 커질수록, 의결권주식수에 대한 총기업가치($1/\pi$)가 커질수록 의결권 프리미엄이 증대한다. 기업쟁탈전이 발생할 확률(\emptyset)은 해당기업의 소유구조에 의해 좌우된다. 절대적 지배주주가 있는 경우 기업쟁탈전 발생 확률이 거의 없으며, 다수의 대주주가 경합하고 나머지 지분이 소액주주들에게 고루 분포된 경우 쟁탈 확률이 높아질 것이다. 기업쟁탈전이 발생할 확률은 제1대주주와 우호적인 제2대주주가 있으며, 기타 주식은 여러 주주에게 널리 분포된 게임(oceanic games)을 가정하여 산정되었다. 이탈리아의 밀라노 증권거래소에 상장된 보통주와 우선주를 대상으로 한 연구 결과 가족경영 중심의 이탈리아에서는 의결권 프리미엄이 81.5%에 달하며, 반면 미국의 경우는 의결권 프리미엄이 3%라는 결과를 제시하였다.

2.1.2 Kalay, Karakas, Pant(2014)의 연구

Kalay, Karakas, Pant(2014)의 연구는 기존의 국내외 연구가 의결권 가치를 보통주와 우선주의 가격차이로 인식한 연구인 데 비하여 의결권 가치를 보통주와 풋-콜 패리티를 이용하여 구한 합성된 주식의 가격차이로 측정하였다.

1996년부터 2007년 사이에 발행된, 만기가 90일 이하인 미국형 옵션 데이터를 사용하였으며 총 4768개 기업이 포함되었다. 이 중 만기, 행사가격, 기초자산이 같은 콜옵션, 풋옵션 쌍을 찾아, 풋-콜 패리티로부터 합성된 주식의 가격을 도출하였다.

$$\hat{S} = C - EEP_{콜} - P + EEP_{풋} + PV(X) + PV(\text{배당금})$$

$$PV(\text{의결권}) = (S - \hat{S}(T)) / S \quad (1)$$

단, C : 미국형 콜옵션 가격
 P : 미국형 풋옵션 가격
 T : 옵션 만기
 X : 행사가격
 S : 현재 주식가격
 $PV(\text{배당금})$: 옵션 만기 전에 받는 배당금의 현재가치
 $PV(\text{의결권})$: 의결권 현재가치
 $EEP_{콜}$: 미국형 콜옵션의 내재가치
 $EEP_{풋}$: 미국형 풋옵션의 내재가치

식 (1)을 통해, 실제 의결권 쟁탈전이 벌어지는 주주총회, 행동주의 헤지펀드 그리고 인수합병 사건을 기준으로 의결권 가치 변화 양상을 분석하였고 그 결과 모두 의결권이 유의하게 증가하였다. 정기 주주총회를 기준으로 의결권 가치는 주주총회 전과 후에 0.12%로 일정하였지만, 특별한 안건이 포함된 주주총회 및 임시주주총회에서는 개최되기 전에 0.15% 증가하였다. 또한 행동주의 헤지펀드가 경영권 확보를 위해 해당기업에 대한 자신들의 주식 지분을 발표한 이후 0.07% 증가하였고, 인수합병 발표 이후 0.25% 증가하였다.

2.2 국내 연구

2.2.1 국찬표, 정균화(2000)의 연구

국찬표, 정균화(2000)의 연구는 의결권의 시장가치를 보통주와 우선주의 가격차이(가격과 리율로 측정)로 파악하고 먼저 의결권의 가치결정요인을 파악한 다음, 의결권의 가치가 기업지배권 시장에서 결정된다는 점에 착안하여 기업지배권시장에서의 주요한 제도변화가 의결권의 가치에 미치는 영향과 제도변화에 대한 시장의 반응을 실증적으로 분석하였다.

사건 연구의 기준 시점은 재벌기업에 대한 타법인 출자한도의 제한조치(1994), 강제공개 매수제도(1996), 외국인 투자한도의 확대(1997)의 세 가지 제도변화를 기준으로 하여 변화가 있기 전후의 의결권 가치 결정요인을 비교하고 제도변화의 영향력을 사건연구형식으로 분석하였다.

분석 결과 의결권 가치는 대주주지분율과는 유의적이 아니며(단, 대주주지분율 데이터의 정확성에 의문을 제기함), 2대주주(+), 유동성(+)-과는 유의적이라는 결과를 제시하였다. 정책변화는 의결권 가치에 양(+)-의 유의적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였으나, 제도변화라는 장기간에 걸친 사건을 중심으로 사건 전후의 영향을 비교함으로써 분석기간 중 다른 요인으로 인한 혼합효과를 배제하지 못하고 있다.

2.2.2 최종범, 문관수(2005)의 연구

최종범, 문관수(2005)의 연구는 1990년부터 2003년까지 14년간 우리나라의 증권시장에서 형성된 보통주와 우선주의 가격차이를 분석한 결과, 가격차이가 의결권 가치에 의해서만 결정된다고 보기에는 어려움이 있다고 설명한다. 1990년대 초에는 우선주의 발행과 거래가 매우 활발하여 우선주 가격이 보통주 가격에 비하여 90% 수준에서 형성되었으나 1994년부터 우선주의 가격이 계속 하락하여 1998년에는 우선주 가격이 보통주 가격의 40%에 불과하였다. 이후 1999년부터 2003년까지 우선주 가격은 보통주 가격의 60% 수준에서 유지되었다. 기업지배권 시장에서 특별한 변화가 없는 한 두 주식의 가격차이가 변화가 없어야 하나, 각 기업별로 보통주와 우선주의 가격차이는 크게 달랐고 시기별로도 매우 편차가 컸다.

이에, 그들은 기존 연구가 보통주와 우선주의 가격 차이를 의결권 가치로 인식한 기존 연구와 달리 의결권 가치와 동시에 유동성을 고려해 접근하였다. 일일 종가를 기준으로 구한 비율을 연평균으로 환산한, 보통주와 우선주의 상대적 가격비율을 종속변수로 설정하였고 유동성 변수(회전율 차이, 아미후드 비율 차이, 거래대금 비중)와 기타 변수(의결권 분포, 배당여부)를 설명변수로 설정하였다. 14년간 전 기간을 대상으로 한 결합(pooled) 회귀분석

결과, 보통주와 우선주의 가격차이는 주로 유동성 변수에 의해 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 유동성 변수 중 회전을 차이와 거래대금 비중은 가격비율에 양(+)의 영향을, 아미후드 비율 차이는 음(-)의 영향을 미쳤다. 각 변수별로 구분 분석한 결과 회전을, 아미후드 비율, 거래대금 등 유동성 변수는 보통주와 우선주의 가격차이에 모두 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 유동성 변수로 구성된 모형의 설명력은 28.52%이며, 이중 회전을 차이의 설명력은 7.82%, 아미후드 비율 차이의 설명력은 2.54%로 다소 낮으나, 거래대금 비중은 가격비율의 변화를 25.29% 설명하고 있어 보통주와 우선주의 가격차이는 거래대금의 차이에 따라 크게 영향을 받는 것으로 나타났다.

2.2.3 박해정(2010)의 연구

박해정(2010)의 연구는 의결권이 기업 지배구조와 경영활동을 결정하는 데 중요한 요소인 점을 착안하여, 우리나라 증권시장에 상장되어 거래되고 있는 우선주를 발행한 기업 837개의 2000년부터 2009년까지의 주가를 수집하여 보통주와 우선주의 가격차이율을 종속변수로 설정하고, 설명변수로 의결권 가치, 기업지배구조, 기업규모 등을 설정하여 실증분석을 하였다. 그 결과 의결권 분포, 30대 채벌기업여부, 유보율, 외국인 보통주 소유지분율은 양(+)의 영향을 미치고 있었고, 제2대주주의 지분율은 패널분석에서 음(-)의 상관관계로, 기업규모 또한 패널분석에서 양(+)의 영향을 나타냈다. 제1대주주와 유동비율은 영향을 미치고 있지 않는 것으로 분석되었다.

2.3 선행 연구와 본 연구의 차이점

2.3.1 Kalay, Karakas, Pant(2014)의 연구와의 차이점

Kalay, Karakas, Pant(2014)의 연구는 1996년부터 2007년 사이에 발행된, 만기가 90일 이하인 미국형 옵션으로부터 만기일, 행사가격, 기초자산이 같은 콜옵션, 풋옵션 쌍을 찾아, 풋-콜 패리티로부터 합성된 주식을 도출하였지만, 본 논문은 2010년부터 2015년 사이에 국내에서 발행된 ELW 즉 유럽형 옵션으로부터 합성된 주식을 도출하여, 의결권 가치를 측정하였다. 또한 Kalay, Karakas, Pant(2014)의 연구는 미국형 옵션을 다루기 때문에 콜옵션의 경우, 예상되는 주식의 의결권 가치의 하락폭이 옵션의 시간가치보다 크다면, 조기행사를 통해 주식을 매수하려는 가능성이 있다. 그런데 행사가격이 낮을수록 콜옵션의 시간가치는 낮아지므로 과내가격(deep-in-the-money) 옵션은 상대적으로 조기행사 가능성이 높다. 따라서 과내가격(deep-in-the-money) 옵션으로 합성된 주식의 경우, 의결권 가치는 하향편의

(downward bias)가 될 가능성이 크다. 그러나 본 논문은 유럽형 옵션을 다루기 때문에, 조기행사가 없으므로 의결권 가치 측정에 하향편의(downward bias)가 될 가능성이 적다.

2.3.2 국내 연구와의 차이점

국찬표, 정군화(2000)의 연구, 박해정(2010)의 연구는 의결권의 시장가치를 보통주와 우선주의 가격차이(가격괴리율로 측정)로 파악하고 기업지배권시장에서의 주요한 제도변화, 기업지배구조, 기업규모가 의결권의 가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 최종범, 문판수(2005)의 연구는 결합(pooled) 회귀분석을 통해 보통주와 우선주의 가격차이가 주로 유동성 변수에 의해 큰 영향을 받는다는 것을 밝혔다. 그러나 의결권 가치측정을 위한 도구를 제시하지는 못하였다. 본 논문은, 의결권의 가치를 보통주 그리고 주식가격과 옵션 가격간의 관계식인 풋-콜 패리티를 이용하여 구한 합성된 주식가격의 차이로 측정하였으며 실제 의결권 쟁탈전이 발생할 때 즉 주주총회, 인수합병, 행동주의 헤지펀드 사건을 기준으로 의결권 가치의 변화 양상을 분석하였다.

제 3 장 이론

3.1 보통주와 의결권

보통주는 주식회사에서 출자에 대한 증거로 발행하여 주는 증권이며, 일반적인 주식이라는 의미에서 보통주라고 한다. 보통주 주주는 회사를 설립할 때와 신주를 발행할 때 출자를 하면 주식을 취득할 수 있으며, 증권시장을 통하여 이미 발행된 주식을 매입할 수도 있다. 보통주 주주는 기업의 소유주로 회사의 경영에 참여할 수 있으며, 자기가 소유하고 있는 주식의 지분에 따라 주주총회에서 의결권을 가진다. 즉 회사의 최고 의사결정기관인 주주총회에 참석하여 회사의 정책 결정에 참여해 경영자를 감시, 교체할 수 있는 권한을 갖는 것이다. 그러므로 주주의 의결권은 주주의 기업지배권으로서 중요한 의미를 지니고 있으며 또한 출자자인 주주의 경제적 이익을 확보하기 위한 중요한 주주권으로서 의미를 지니게 되는 것이다. 보통주 주주는 1주당 1의결권을 가지며 보통주에 대한 투자로부터 기대되는 수익의 원천은 배당과 시세차익이다. 기업은 주주들에게 배당을 지급하지 않아도 채무불이행에 대한 법적 책임은 없으며, 보통주 주주가 회사에 대해서 지고 있는 유일한 의무는 주식의 인수가액에 대한 납입 의무뿐이므로, 회사의 채무에 대하여 이미 납입한 납입자본을 한도로 하는 유한책임을 진다.

3.2 우선주

우선주는 이익의 배당 또는 회사 해산 시 잔여재산의 분배에 대하여 보통주에 비하여 우선적 지위가 인정되는 주식을 말한다. 우선주 주주는 이러한 우선권 때문에 주주총회에서 의결권을 가질 수 없다. 따라서 기업의 입장에서는 의결권을 확대하지도 않으면서 즉 기업에 대한 지배권의 상실 없이도 자금을 조달하는 방법이다. 우선주는 이자와 같이 확정적인 우선배당금을 지급받겠다는 점에서 회사채와 보통주의 특성이 혼합된 혼성증권으로 볼 수 있다.

우리나라에서의 우선주는 의결권이 없는 대신 기업이 배당을 할 경우 보통주보다 액면가를 기준으로 1%를 추가로 배당받는 형태이다. 우선주는 보통주에 우선하여 즉, 보통주에 대한 배당이 없을 경우에도 배당을 받는 것이 아니라, 보통주에 대한 배당이 있을 경우 보통주 배당보다 1% 포인트를 추가로 받는 것이다. 우선주로서의 우선 배당조건에 부합되지 않는다는 점이 있어 사회적인 문제가 생겨나기 시작하자 1996년 상법 개정에 의하여 신형우선주가 1997년부터 발행되고 있다. 신형우선주는 일정 기간 뒤 보통주로 전환할 수 있고 최저 배당률이 정해져 있다. 따라서 1996년 전에 발행된 우선주는 구형우선주로 종목명에 '우'

라는 단어가 붙어있으며 1996년 후에 발행된 우선주는 신형우선주로 종목명에 '1우B', '2우B' 등이 있으며 이는 기업입장에서 볼 때 배당은 확정된 이자를 주는 것과 같기 때문에 채권의 성격도 포함한다는 의미에서 B를 부여한 것이다.

3.3 ELW(Equity Linked Warrant, 주식워런트증권)

주식워런트증권은 특정 대상물을 사전에 정한 미래의 시기에 미리 정한 가격으로 살 수 있는 권리 또는 팔 수 있는 권리를 갖는 증권이다. 권리유형에 따라 콜 워런트와 풋 워런트로 구분한다. 콜 워런트는 기초자산을 권리행사가격으로 발행자로부터 인수하거나 그 차액(만기결제가격-권리행사가격)을 수령할 수 있는 권리가 부여된 워런트로 기초자산의 가격상승에 따라 이익이 발생한다. 풋 워런트는 기초자산을 권리행사가격으로 발행자에게 인도하거나, 그 차액(권리행사가격-만기결제가격)을 수령할 수 있는 권리가 부여된 워런트로 기초자산의 가격하락에 따라 이익이 발생한다.

3.3.1 발행자(Issuer)

주식워런트증권의 발행자는 투자자로부터 프리미엄을 받고 기초자산을 사고 팔 수 있는 권리를 부여하며, 투자자의 권리행사시 의무를 이행하여야만 한다. 주식워런트증권은 채권과 마찬가지로 발행자와 보유자간의 계약으로 발행주체의 신용위험(credit risk)을 감안해야 한다. 상장된 주식워런트증권의 매매거래에 대해서는 거래소가 결제이행을 책임지지만, 만기 시 발행자의 결제의무이행을 보증하지는 않으므로, 발행자의 신용도가 주식워런트증권의 발행 및 판매에 중대한 영향을 미친다. 이 때문에 결제불이행 위험을 최소화하여 거래의 안전을 도모하고, 투자자 보호를 위해 주식워런트증권을 발행할 수 있는 발행자를 엄격히 규제하고 있다. 주식워런트증권을 발행할 수 있는 자는 장외파생금융상품 인가를 받은 증권회사로 자기자본규제비율이 100분의 300이상이고, 자기자본이 1천억원 이상인 종합증권업 영위회사이어야 한다.

3.3.2 기초자산(Underlying Asset)

기초자산은 주식워런트증권 보유자가 사거나 팔 수 있는 권리의 행사 대상물을 말한다. 일반 상품 및 금융자산 등 유동성이 있고 공정한 가격이 형성되며 가격변동성이 존재하는 모든 자산이 주식워런트증권의 기초자산이 될 수 있다. 일반적으로 일반상품, 금융상품 등 모든 자산이 다 대상이 될 수 있으나, 세계 주요 시장에서는 개별주식, 주가지수, 주식바스켓 등을 중심으로 활발하게 발행되어 거래되고 있다.

3.3.3 유동성공급자(LP, Liquidity Provider)

발행인은 주식워런트증권 상장 시 유동성공급자를 지정하여야 하며, 유동성공급자가 제시하여야 할 최대 호가스프레드윌을 신고하여야 한다. 유동성공급자가 상시 매도호가와 매수호가를 제시하여 투자자들의 매매요구에 응해 줌으로써 투자자는 원하는 시간에 매매가 가능하고, 이는 매도/매수 주문흐름의 불일치로 인한 시장의 수급불균형을 완화시켜주고 거래 활성화에 기여하여 전체시장의 유동성을 제고한다.

3.3.4 옵션과의 차이점

ELW의 구조는 기본적으로 옵션과 같지만, 유동성 공급자가 존재한다는 점, 투자자는 매수만 가능하다는 점 등 옵션과는 다른 특징을 지닌다. ELW 투자자는 LP와의 거래에서 ELW에 대해 순매수 포지션만 취할 수 있기 때문에 투자손실이 원금까지로 제한되고, 소액 투자자들이 기초자산의 가격변화 방향에 대한 예상을 토대로 기초자산에 직접 투자하기보다는 훨씬 저렴한 비용으로 레버리지효과나 헤징효과를 얻을 수 있다는 장점도 존재한다. 그러므로 ELW 시장은 개인투자자들이 접근하기 용이하도록 설계되었기 때문에 정보나 투자기법 면에서 우월한 위치에 있는 기관투자자 중심의 파생상품시장인 옵션시장에 대한 유용한 대체시장이 된다. 즉, 옵션시장은 개인투자자들이 참가하기 어렵고 위험이 높은 도매시장이라고 한다면, ELW 시장은 소액으로도 쉽게 투자할 수 있게 만들어 놓은 소매시장이라고 할 수 있다.

3.4 풋-콜 패리티(Put-Call Parity)

풋-콜 패리티는 동일한 기초주식과 만기 및 행사가격을 가지고 있는 콜옵션과 풋옵션의 가격은 균형 하에서 일정한 관계를 갖는다는 것을 이론적으로 정리한 균형식이다. 예를 들어, 하나의 주식을 매입하고(매입가격: S), 이 주식에 대한 풋옵션 한 계약을 매입하고(매입가격: P), 동시에 동일한 행사가격을 갖는 콜옵션 한 계약을 발행한 경우(발행가격: C) 만기일에 포트폴리오의 가치는 주식가격의 변동에 관계없이 항상 행사가격(X)이 된다. 다시 말해, 주식과 옵션을 적절히 결합함으로써 위험이 전혀 없는 무위험 포트폴리오를 구성할 수 있으며 이러한 포트폴리오의 수익률은 시장이 균형상태에 있을 때 무위험 수익률과 같게 된다. 따라서 이러한 무위험 포트폴리오의 원래 투자액(S+P-C)은 미래가치(행사가격)인 X를 무위험수익률로 할인한 X의 현재가치와 같아야 하므로 다음과 같은 관계식이 성립하게 된다.

$$S_t + P_t - C_t = X \cdot e^{-R_f \cdot (T-t)/365}$$

단, C_t 는 t시점의 콜옵션가격, P_t 는 t시점의 풋옵션가격, S_t 는 t시점의 주식가격, X 는 옵션의 행사가격, R_f 는 무위험이자율, T 는 옵션 만기일이다.

여기에 기초자산인 주식의 배당을 고려하면,

$$S_t - D_t + P_t - C_t = X \cdot e^{-R_f \cdot (T-t)/365},$$

D_t 는 옵션 만기일 까지 주어질 배당의 t시점 현재가치이다.

3.4.1 의결권 가치

위의 풋-콜 패리티 관계식으로부터 다음과 같이 주식을 표현할 수 있다.

$$\hat{S}_t = C_t - P_t + (X \cdot e^{-R_f \cdot (T-t)/365} + D_t)$$

투자자는 현재 t시점에 콜 옵션 매수, 풋 옵션 매도, 그리고 만기에 $X + D_t \cdot e^{R_f \cdot (T-t)/365}$ 을 받는 채권을 통해, 주식과 같은 손익구조를 갖게 된다. 이렇게 합성된 주식은 콜옵션, 풋옵션, 채권의 포트폴리오로 구성되었기 때문에 보통주가 가지는 의결권이 포함되어 있지 않다. 따라서 의결권을 포함하는 보통주 S_t 와 의결권을 포함하지 않는 합성된 주식 \hat{S}_t 의 차이는 의결권의 가치로 볼 수 있다.

$$t \text{시점의 의결권 가치} = S_t - \hat{S}_t$$

주식 가격 대비 의결권 가치는 다음과 같다.

$$t \text{시점의 주식가격 대비 의결권 가치}(\%) = (S_t - \hat{S}_t) / S_t \quad (2)$$

식 (2)을 통해 의결권 가치를 측정하고, 주식시장에서 그 가치를 인정하고 있는지 또한 주가에 포함된 의결권의 비중을 실증적으로 분석해보고자 한다.

제 4 장 데이터 및 결과

4.1 데이터 출처

ELW 자료는 금융정보제공업체인 에프앤가이드의 DataGuide5에 수록된, 만기가 2010년 이후인 데이터를 일별, 주별 기준으로 추출하였다. 주가 자료는 동사의 DataGuide5에 수록된 2010년 이후 거래 데이터 중에서 우선주 발행회사의 보통주 및 우선주의 종가를 일별, 주별 기준으로 추출하였다. 금리는 동사의 DataGuide5에서 국고채 1년만기를 기준으로 5년(2010~2015) 자료를 추출하였다.

실증분석에서 최종적으로 사용된 ELW 표본은 기초자산, 행사가격, 만기일이 서로 같은 쿼, 풋 총 64쌍이며(LG전자: 18, 삼성전자: 22, 현대자동차: 19, 삼성물산: 1, KB금융지주: 2, SK하이닉스: 2), 주가 자료는 총 4개의 우선주 발행회사(LG전자, 삼성전자, 현대자동차, 삼성물산)의 보통주 및 우선주의 가격을 사용하였다.

4.2 그래프 분석

4.2.1 삼성물산

[그림 1: 삼성물산 의결권 가치]

삼성물산과 제일모직이 합병 계획을 발표한 2015년 5월부터 삼성물산 주주총회 7월 17일 까지의 삼성물산의 의결권 가치 변화는 <그림 1>과 같다.

첫 번째 축, 2015년 5월 26일은 삼성물산과 제일모직이 7월 임시 주주총회를 거쳐 9월 1일부로 합병을 마무리할 것으로 발표를 한 날이다. 의결권 가치는 4.26%에서 19.29%, 15.03% 증가하였다.(보통주와 우선주의 가격 괴리율은 36.93%에서 37.38%, 0.45% 증가) 삼성물산과 제일모직은 같은 삼성 계열사이고 내부거래를 통한 사적인 이득을 취할 기회가 많아져 경영권 행사에 따른 사적이득의 가치인, 의결권 가치가 커진 것으로 생각된다.

두 번째 축, 2015년 6월 4일은 미국계 행동주의 헤지펀드인 엘리엇매니지먼트가 삼성물산과 제일모직간의 합병 반대의사를 표명하고 법원에 ‘주주총회 소집통지 및 결의금지’ 가처분 신청을 낸 날이다. 의결권 가치는 15.87%에서 30.18%, 14.31% 증가하였다.(보통주와 우선주의 가격 괴리율은 36.98%에서 37.58%, 0.6% 증가) 엘리엇매니지먼트는 경영 참여를 목적으로 삼성물산의 지분을 대량으로 매입한 후(삼성물산 지분 1112만 5927주(7.12%) 장내 매수), 합병 조건이 공정하지 않아 주주 이익에 배치된다고 반대의사를 나타냈고, 소액주주들 또한 자신들의 소유 주식 67만 주(0.43%)의 의결권을 엘리엇매니지먼트에 위임할 것으로 밝혔다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)에 따르면 상장회사의 합병가액은 합병계약일(기산일) 직전 1개월간 증가평균, 1주일간 증가평균, 기산일 전일의 증가를 가중 산술평균한 금액에서 10% 할증 또는 할인한 금액으로 계산한다. 이 합병가액을 바탕으로 합병비율을 산정한다. 따라서 5월 26일 합병을 공시한 제일모직과 삼성물산의 합병비율은 1대 0.35로 정해진 것이고 이에 대해 엘리엇매니지먼트는 이 합병비율이 공정하지 않다고 주장한 것이다. 따라서 이 시기의 의결권 가치상승(+14.31%)은 삼성 계열사, 엘리엇매니지먼트, 소액주주 등 주주 구성원들의 의결권 즉, 7월 임시 주주총회에 참석하여 자신들의 의견을 반영시킬 수 있는 권리가 더욱 중요해져 나타난 것으로 보인다.

세 번째 축, 2015년 6월 10일은 KCC가 삼성물산의 자사주 전량 899만 557주(5.76%)를 일괄 매각 방식으로 넘겨받은 날이다. 의결권의 가치는 21.87%에서 29.16%, 7.29% 증가하였다.(보통주와 우선주의 가격 괴리율은 36.4%에서 40%, 3.6% 증가) 제일모직 제휴사인 KCC는 경영권 방어에 협조적인 우호주주의 역할을 맡아, 삼성물산과 제일모직의 합병 성사를 위해

6%에 가까운 자사주를 일괄 매각 방식으로 넘겨받았다. 이에 대해, 엘리엇매니지먼트는 삼성물산과 이사진 및 KCC를 상대로 ‘자사주 매각금지’ 가처분소송을 냈다. 이 시기의 의결권의 가치상승(+7.29%)은 삼성물산의 적극적인 경영권 방어와 엘리엇매니지먼트의 가처분소송으로 인해 삼성물산 지분 분쟁이 더욱 과열되었고 그에 따라 의결권 가치가 크게 증가된 것으로 볼 수 있다.

네 번째 측, 2015년 7월 1일은 엘리엇매니지먼트가 낸 ‘주주총회 소집통지 및 결의금지’ 가처분 신청이 기각된 날이다. 의결권의 가치는 20.21%에서 20.91%, 0.7% 증가하였다.(보통주와 우선주의 가격 괴리율은 26.89%에서 27.90%, 1.01% 증가) 앞서 엘리엇매니지먼트는 합병비율이 불공정하다는 이유로 7월 17일로 예정된 임시 주주총회를 막기 위한 가처분 신청을 냈었다. 삼성물산의 주가가 저평가 돼 있고 제일모직의 주가는 고평가 돼 있다는 주장이었다. 그러나 법원은 이 날 엘리엇매니지먼트의 주장을 기각하며 “합병에 있어 자본시장법 등에 따라 합병가액을 선정하고 그에 따라 합병비율을 정했다면 특별한 사정이 없는 이상 그 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다”고 설명했다.²⁾ 즉 법원은 상장회사의 경우 공개시장에서 다수 투자자들이 다양한 요소를 고려해 자유로운 거래를 한 결과 주가가 형성되고, 공개시장의 주가는 상장회사의 가치를 비교적 객관적으로 반영한다고 볼 여지가 있는 것으로 본 것이다. 따라서 이 시기의 의결권 가치의 소폭상승(+0.7%)은 엘리엇매니지먼트의 주주총회 금지 가처분 신청이 기각되어 삼성물산과 엘리엇매니지먼트 간의 지분 분쟁이 다소 안정되었고 그로 인해 의결권의 가치가 큰 변화를 나타내지 않은 것으로 보인다.

다섯 번째 측, 2015년 7월 7일은 엘리엇매니지먼트가 제기한 ‘자사주 매각금지’ 가처분 신청이 기각된 날이다. 의결권의 가치가 17.5%에서 15.68%, 1.82% 감소하였다.(보통주와 우선주의 가격 괴리율은 26.94%에서 26.19%, 0.75% 감소) 앞서 엘리엇매니지먼트는 원래 의결권이 없던 자사주가 KCC로 넘어가 의결권이 생긴다면 다른 주주들에게 부당한 영향을 미친다며 삼성물산의 자사주 매각은 불법적인 시도임을 주장해 ‘자사주 매각금지’ 가처분 신청을 한 바가 있다. 그러나 법원은 이 날 엘리엇매니지먼트의 주장을 기각하며 “다른 주주들의 이익을 제한하는 측면이 있지만 별다른 규정이 없다”고 설명했다.³⁾ 즉 법원은 자사주 매각의 주목적이 삼성물산과 제일모직의 합병 승인이지만, 합병자체가 삼성물산과 주주에게도 손해라고 보기 어려운 만큼 자사주 매각을 부당하다고 볼 수 없다고 본 것이다. 이를 통해, KCC에 대한 삼성물산 자사주 매각의 처분 목적이나 방식, 가격, 시기, 상대방 선정 등이 모두 정당하다고 판단하였다. 따라서 이 시기의 의결권 가치의 감소(-1.82%)는 엘

2) 서울중앙지법 2015.7.1., 판결 2015카합80582

3) 서울중앙지법 2015.7.7., 판결 2015카합80597

엘리엇매니지먼트의 ‘자사주 매각금지’ 가치분 신청이 기각되고 삼성물산의 경영권 방어로 인해 의결권 분쟁이 안정화 되어 나타난 결과로 생각된다.

여섯 번째 축, 2015년 7월 17일은 삼성물산이 제일모직과의 합병계약 안건을 주주 결의안에 상정한 임시주주총회를 개최한 시점이다. 7월 12일부터 7월 16일(임시주주총회 하루 전)까지 의결권의 가치가 17.51%에서 23.28%, 5.77% 증가하였고, (보통주와 우선주의 가격 괴리율은 31.23%에서 14.86%, 16.37% 감소) 임시주주총회가 끝나고 의결권 가치는 감소하였다. 주주총회가 개최되기 전날까지의 의결권 가치 상승(+5.77%)은 주주들이 주주총회에 참석하여 자신들의 의결권을 실제 행사할 수 있기 때문에 나타난 것으로 생각된다. 또한 엘리엇매니지먼트의 가치분 소송이 모두 기각되면서 삼성물산이 제일모직과 합병으로 사적이득을 취할 가능성이 더욱 높아지고, 경영권 행사로 야기되는 사적혜택이 커져 의결권 가치가 상승한 것으로 보인다. 임시주주총회가 끝난 후 9월까지의 의결권 가치 감소는, 주주총회를 끝으로 삼성물산과 엘리엇매니지먼트 간의 합병 및 의결권분쟁이 마무리가 되어 주주들의 승인을 통해 공식적으로 합병이 선언되고, 더 이상의 의결권 분쟁이 나타나지 않았기 때문에 나타난 것 같다.

4.2.2 SK하이닉스

[그림 2: SK하이닉스 의결권 가치]

하이닉스반도체가 SK텔레콤에 인수된 후, 2012년 2월 13일 임시 주주총회부터 2012년 3월 23일 정기주주총회까지 SK하이닉스의 의결권 가치 변화는 <그림 2>와 같다.

첫 번째 축, 2012년 2월 13일은 하이닉스반도체 임시 주주총회가 개최된 날이다. 1월 14일부터 2월 13일까지 의결권 가치가 0.01%에서 6.56%, 6.55% 증가하였다. 하이닉스반도체는 2011년 11월 14일 지분인수계약 체결을 통해 SK텔레콤에 인수되었다. 인수가 된 후 2012년 2월 13일 임시 주주총회 안건 중 하나는 SK그룹 최태원 회장의 사내 이사 선임이었다. 많은 주주들은 최태원 이사 선임에 반대하였다. 당시 최태원 회장은 SK그룹 계열사 자금 497억 및 그룹 임직원의 상여금 명목 139억원에 대한 횡령 및 배임 혐의로 불구속 되어 형사재판이 진행 중이었고 만일 향후 재판 결과에 따라 최태원 회장에게 실형이 선고될 경우, 하이닉스반도체의 이사직을 제대로 수행할 수 없게 될 것이고, SK그룹 계열사 전체에 불확실성을 가중시킬 것을 주주들은 염려하였던 것이다. 따라서 이 시기의 의결권 가치 상승(+6.55%)은 임시 주주총회에서 많은 주주들이 최태원 회장에 대한 이사선임 안건에 대해 의결권 행사 지침에 근거하여 ‘주주가치 훼손’을 이유로 반대할 의사가 있어 나타난 것으로 생각되며, 이로 인해 의결권은 더욱 중요해진 것으로 보인다.

두 번째 축, 2012년 3월 23일은 하이닉스반도체의 정기주주총회가 개최된 날이다. 2월 14일부터 3월 23일까지 의결권 가치가 8.92%에서 16.34%, 7.42% 증가하였다. 하이닉스는 2월 13일 임시 주주총회를 끝낸 직후 CEO 직속 조직인 SK매니지먼트시스템 및 미래비전실을 신설했다. 또 연구와 제조를 담당하던 기존 1개 총괄 조직을 연구개발과 제조, 지원 3개 총괄 체제로 전환하는 등 한 차례 조직개편을 단행하였다. 이에 더하여, 3월 23일 정기 주주총회 안건은 하이닉스반도체의 사명 교체와 정식 조직개편 및 임원 승진 인사를 단행하기로 하였다. 따라서 이 시기의 의결권 가치 상승(+7.42%)은 하이닉스반도체가 SK계열사로 전격 개편이 되는 시점에서, 주주들이 직접 주주총회에 참석하여 정식 조직개편에 대해 자신들의 의결권을 행사할 것으로 기대되어 나타난 것으로 생각된다.

4.2.3 KB금융

[그림 3: KB금융 의결권 가치]

경제개혁연대가 KB금융지주 임시주주총회 관련 기자회견을 개최한 2014년 10월 28일부터 KB금융지주 사외이사들이 정기주주총회에서 전원 사퇴한다는 입장을 발표한 2014년 12월 10일까지 의결권 가치 변화는 <그림 3>과 같다.

첫 번째 축, 2014년 10월 28일은 경제개혁연대가 임시주주총회 관련 기자회견을 개최한 날이다. 의결권 가치는 3.71%에서 11.68%, 7.97% 증가하였다. 이 날 경제개혁연대는 사외이사 전원 사퇴와 지배구조 개선 프로그램을 촉구하고, 2015 정기 주주총회에서 사외이사 후보를 독자적으로 추천하겠다는 계획을 밝혔다. 당시 KB금융은 임영록 전 회장과 이건호 전 국민은행장간의 갈등이 있었고 이건호 전 국민은행장이 국민은행 주전산기 교체 과정에 문제를 제기하면서 갈등이 심화되었다. 임영록 전 회장과 이사회는 은행 운영체제를 기존의 IBM 시스템에서 유닉스 시스템으로 변경하였다. 이 과정에서 이건호 전 국민은행장과 정병기 국민은행 상임감사위원은, 유닉스에 대한 기술검증 과정에서 시스템의 문제가 발견됐다는 내부 감사보고서를 근거로 시스템 결정과정이 공정하지 않다고 판단하여 이사회에 건의하였다. 그러나 이사회는 건의를 받아들이지 않았고, 이에 즉각 금융감독원에 검사를 요청한 것이다. 금융감독원은 임영록 전 회장이 주전산기 전환사업과 그에 따른 리스크에 대해 수차례 보고받았으면서도 감독의무 이행을 태만히 했고, 주전산기를 유닉스로 전환하는 사업을 강행하려는 의도로 은행 인사에 부당하게 개입했다고 판단하여 임영록 전 회장에게 중징계를 내렸다. 또한 이건호 전 국민은행장이 국민은행이 주전산기 관련 컨설팅보고서가 유닉스에 유리하게 작성되도록 영향력을 행사하고, 유닉스 전환 관련 성능검증 결과 및 소요비용을 이사회에 허위보고한 사실 등의 책임을 물어 중징계를 내렸다. 즉 이건호 전 국민은행장에게는 주전산기가 유닉스로 바뀌는 것을 막으려는 과정에서 허위가 있었다는 점을, 임영록 전 회장에게는 유닉스로 바꾸는 작업을 무리하게 강행함으로써 경영 불안을 초래한 점 등을 문제삼은 것이다. 이 갈등으로 인해 주주들은 주주들의 감독, 공시 등의 권리를 보호해주지 못한 이사회에 책임이 있다고 판단하였고, 경제개혁연대는 사외이사 전원 사퇴를 촉구한 것이다. 따라서 이 시기의 의결권 가치 상승(+7.69%)은 이사회 책임론이 확산되고, 주주들이 자신들의 고유한 권리인 의결권을 2015 정기 주주총회에서 이사회를 상대로 적극적으로 행사할 것을 대중에게 발표함으로써 그 가치가 크게 상승한 것으로 볼 수 있다.

두 번째 축, 2014년 11월 21일은 KB금융지주 임시 주주총회가 개최된 날이다. 의결권 가치가 4.37%에서 3.5%, 0.87% 감소하였다. 이날 경제개혁연대 및 주주들은 지주회사의 자회

사 경영에 대한 관리·감독 책임과 절차, 회장을 비롯한 집행임원과 이사회 간의 원활한 협의와 견제를 위한 시스템, 회장의 권한 행사 및 이사회 운영의 투명성과 책임성을 높이기 위한 방안, 주주들과의 상시적인 소통 및 이사회 주주대표성 강화방안 등 지배구조개선 방향 전반에 대해 신임 회장에게 질의하고 의견을 청취하고자 하였다. 즉 이미 내부적으로 사외이사에 대한 책임론이 대두가 되어 의결권 적극행사를 통한 사외이사의 퇴진을 요구하기 보다는 KB금융지주의 앞으로의 지배구조개선 방향을 묻고자 한 것이다. 따라서 이 시기의 의결권 가치 소폭 감소(-0.87%)는, 임시 주주총회가 주주들의 적극적인 의결권 행사의 장이었다기보다는 개회 목적이 질의응답이었기 때문에 의결권 가치가 큰 변화를 나타내지 않은 것으로 생각된다.

세 번째 축, 2014년 12월 10일은 KB금융지주 사외이사들이 정기주주총회에서 전원 사퇴한다는 발표를 한 날이다. 의결권 가치는 3.32%에서 0.17%, 3.15% 감소하였다. KB금융 사외이사들은 신임 사외이사를 선출하려면 사외이사후보추천위원회 구성 등 절차가 필요하므로 2015년 주주총회 때까지는 사외이사직을 수행하기로 하였다. 금융감독원은 그동안 KB금융의 지배구조 개선을 요구하였고 주주들 또한 사외이사의 책임론을 언급하며 사외이사 전원 사퇴를 요구하였다. 따라서 이 시기의 의결권 감소(-3.15%)는 주주들이 바라던 사외이사들의 전원 사퇴가 현실화됨에 따라 자신들의 의견이 반영되어 의결권 분쟁이 다소 안정화되면서 그 가치가 감소한 것으로 생각할 수 있다.

4.2.4 정기주주총회

[그림 4: 정기주주총회 전후 의결권 가치]

주주총회를 기준으로 10주 전부터 10주 후까지의 의결권 가치변화는 <그림 4>와 같다.

LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 정기주주총회를 기준으로 의결권 가치의 평균값을 나타냈다. 그 결과, 주주총회 전과 후의 의결권 가치는 큰 변화를 보이지 않았다.(보통주와 우선주의 가격괴리를 또한 큰 변화를 보이지 않음.) 3개 회사의 정기주주총회의 안건은 주로 대차대조표, 손익계산서 및 이익잉여금처분계산서 등 재무제표 승인의 건, 이사 선임의 건, 이사 보수한도 승인의 건 이었다. LG전자의 경우, 총 6번의 정기주주총회 중 4건이 모두 원안가결로, 제출된 의안이 합당하다고 결정하였으며 삼성전자의 경우, 총 6번의 정기주주총회에서 찬성률이 모두 90%이상을 보이며 원안 가결이 이루어졌다. 현대자동차는 총 6번의 정기주주총회에서 모두 원안 가결이 이루어졌다. 따라서 정기 주주총회를 기점으로 의결권 가치가 큰 변화를 보이지 않은 것은 대부분의 안건에 대해 의결권 분쟁 없이 원안 가결이 이루어진 것으로 그 원인을 짐작해 볼 수 있다.

우리나라 사외이사의 활동은 거의 전무하다고 비판받아왔다. 대부분의 안건에서 찬성표를 던지기 때문이다. 2010년 시가총액 100위 안에 드는 대기업집단 소속 상장 계열사 79개사가 이사회에 올린 안건은 모두 2020건이었다. 이 가운데 사외이사의 반대로 부결된 것은 단 1건 이었다. 이 1건도 현대건설 사외이사들이 현대상선 유상증자 참여를 부결시킨 것으로 사외이사의 뜻이라기보다는 경영진의 결정이었다. 사외이사제도가 두각을 나타내지 않는 이유는 대기업 총수 등 경영진이 사외이사의 독립성을 인정하지 않는다는 점이 있다. 금융감독원에 따르면 시가총액 상위 30대 기업 가운데 22개 기업이 대표이사나 최대주주가 이사회 의장을 겸한다. 현대자동차는 김충호 사장이, LG전자는 정도현 사장이 의장이다. 삼성전자도 권오현 부회장이 의장이다. 국내에서 포스코, KT&G, 신한금융 등은 사외이사가 이사회 의장을 맡고 있기 때문에 총수가 의장이 되어야 한다는 주장은 설득력이 떨어진다. 본래 사외이사는 회사의 경영진에 속하지 않는 이사으로써 독립성, 전문성, 자질을 갖추고 있어야 한다. 대주주와 관련없는 외부인사를 이사회에 참가시켜 대주주의 독단경영과 전횡을 사전에 차단하는 제도인 것이다. 따라서 3개의 대기업 LG전자, 삼성전자, 현대자동차의 주주총회 전 후로 의결권 가치가 크게 변하지 않는 이유 중 하나는 사외이사의 독립성이 보장되지 않음으로써 의결권 분쟁이 나타나지 않아 그 가치가 영향을 받지 않은 것으로 보인다.

4.2.5 인수

[그림 5: 인수 전후 의결권 가치]

인수한 시점을 기준으로 10주부터 10주후까지의 의결권 가치 변화는 <그림 5>와 같다.

LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 인수한 시점을 기준으로 의결권 가치의 평균값을 나타냈다. 그 결과, 인수 전과 인수 후의 의결권 가치는 큰 변화를 보이지 않았다.(보통주와 우선주의 가격괴리율 또한 큰 변화를 보이지 않음.) LG전자의 경우 LG엠트론 공조시스템 사업부문 및 대우엔텍 등 총 6개, 삼성전자는 메디슨, 그란디스 등 총 8개, 현대자동차는 케피코, 녹십자생명, 현대건설 총 3개의 인수를 대상으로 하였다. 피인수기업의 대부분은 모바일 운영체제, 인터넷 업체, 소프트웨어 업체 등 소규모 회사이거나 인수기업의 계열사이었고 운영체제 확장, 기반시스템 확장 및 서비스 개발 시스템을 통한 기업가치의 증진을 위한 결정이었으므로, 안전에 대해 이사회 및 주주들의 동의를 얻는 데에 큰 어려움이 없었다. 따라서 이 시기에 의결권 가치가 큰 변화를 보이지 않은 것은 의결권 확보 경쟁이 발생하거나 경영권 분쟁으로 의결권 대결이 벌어지는 경우가 아니었기 때문에 나타난 것으로 생각된다.

4.3 회귀분석

[표 1: 정기주주총회 회귀분석]

[표 2: 인수 회귀분석]

[표 3: 특별한 안건이 상정된 주주총회 회귀분석]

<표 1>은 LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 정기주주총회를 기준으로 의결권 가치를 대상으로 회귀분석 결과를 나타낸다. 종속변수는 의결권 가치이며, 독립변수는 정기주주총회를 기준으로 8주 전은 0, 4주 전은 1로 값을 갖는 가변수(dummy variable)다. 회귀분석 결과, 정기주주총회를 앞두고 유의한 증가를 보이지 않았다.

<표 2>는 LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 인수한 시점을 기준으로 의결권 가치를 대상으로 회귀분석을 한 결과이다. 종속변수는 의결권 가치이며, 독립변수는 인수발표를 기준으로 4주 전은 0, 4주 후는 1로 값을 갖는 가변수(dummy variable)다. 회귀분석 결과, 인수발표 후 유의한 증가를 보이지 않았다.

<표 3>은 LG전자, 삼성전자, 현대자동차 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 정기주주총회를 기준으로 한 의결권 가치와 삼성물산, KB금융, SK하이닉스의 특별한 안건을 가진 주주총회를 기준으로 한 의결권 가치를 대상으로 회귀분석 결과를 나타낸다. 종속변수는 주주총회를 기준으로 4주 전 의결권 가치에서 8주 전 의결권 가치를 뺀 값이다. 독립변수는 정기주주총회는 0, 특별한 안건을 가진 주주총회는 1로 값을 갖는 가변수(dummy variable)다. 회귀분석 결과, 특별한 안건을 가진 주주총회가 개최되기 전 의결권 가치는 유의하게 증가하였다.(+0.0942%)

따라서, 위의 회귀분석 결과는 앞서 논의한 바와 같이 정기주주총회와 인수의 경우 대부분의 안건에 대해 의결권 분쟁 없이 원안 가결이 이루어져서 나타난 것으로 해석할 수 있고, 특별한 안건을 상정한 주주총회의 경우에는 경영권 행사로 야기되는 사적혜택이 커져 의결권 분쟁이 활발해지고 그로 인해 의결권 가치가 상승한 것으로 볼 수 있다. 그러므로 위의 분석은 정기주주총회, 인수뿐만 아니라 행동주의 헤지펀드 사건과 같이 실제 의결권 쟁탈전이 발생할 때의 의결권 가치 변화 양상에 대해 유의한 설명력을 보이고 있다.

제 5 장 결론 및 요약

의결권의 가치는 의결권을 행사함으로써 얻을 수 있는 금전적, 비금전적 가치를 의미하며 무형의 가치이므로 가치를 측정하는 데에는 어려움이 있어, 일반적으로 의결권의 가치를 의결권이 있는 보통주와 의결권을 제외하고는 보통주와 동일한 주식인 우선주와의 가격차이로 인식하고 있다. 그러나 1994년 이후 두 주식의 가격차이가 심화됨에 따라 무의결권 우선주에 대한 근본적인 비판이 제기되었고, 이에 따라 상법이 개정됨으로써 1996년 10월 이후부터, 보통주로 전환이 가능하고 정관에 따라 최저배당률이 정해져 있는 신형우선주가 발행되었다. 의결권의 가치를 보통주와 우선주의 차이로 인식하는 것에 대해 근본적으로 의문이 제기되었고, 보통주와 우선주 가격 차이에는 의결권 가치뿐만 아니라 두 시장의 회전을, 거래대금 등 유동성을 함께 고려해야 한다는 주장이 제기되었다.

이에, 본 논문은 의결권의 가치를 보통주와 우선주의 가격차이로 측정하는 기존연구와는 달리, 의결권의 가치를 보통주 그리고 주식과 옵션 가격간의 관계식인 풋-콜 패리티를 이용하여 구한 합성된 주식가격의 차이로 측정하였다. 이를 통해, 주주총회, 인수합병, 행동주의 헤지펀드와 같이 실제 의결권 쟁탈전이 발생하는 사건을 기준으로 의결권 가치의 변화양상을 분석을 하고자 하였다. 이를 위하여 사용된 ELW 표본은 기초자산, 행사가격, 만기일이 서로 같은 콜, 풋 총 64쌍이며 주가 자료는 총 4개의 우선주 발행회사의 보통주 및 우선주의 가격을 사용하였다.

미국계 행동주의 헤지펀드인 엘리엇매니지먼트의 삼성물산에 대한 적대적 인수합병을 분석한 결과, 2015년 5월 26일 삼성물산과 제일모직이 합병발표 후, 내부거래를 통한 사적인 이득을 취할 가능성이 커져 의결권 가치, 즉 경영권 행사에 따른 사적혜택의 가치가 상승한 것으로 보인다.(+15.03%) 6월 4일 엘리엇매니지먼트가 합병 반대의사를 표명하고 ‘주주총회 소집통지 및 결의금지’ 가처분 신청 등 의결권 분쟁이 일어나자, 의결권 가치는 다시 상승하였다.(+14.31%) 6월 10일 KCC가 삼성물산의 자사주 전량을 일괄 매각 방식으로 넘겨받으면서 삼성물산에 대한 지분 분쟁이 더욱 과열되어 의결권 가치는 상승하였다.(+7.29%) 7월 1일 엘리엇매니지먼트의 ‘주주총회 소집통지 및 결의금지’ 가처분 신청이 기각되고 의결권 가치는 소폭상승(+0.7%)하였고, 7월 7일에는 엘리엇매니지먼트의 ‘자사주 매각금지’ 가처분 신청이 기각되면서, 의결권 가치는 소폭 감소하였다.(-1.82%) 두 번의 가처분 신청 기각은 삼성물산의 경영권 방어로 이어졌고 의결권 분쟁이 안정화 되어 나타난 결과로 볼 수 있다. 7월 7일은 임시주주총회를 개최한 시점으로, 주주총회 전날까지 의결권 가치는 상승하였고(+5.77%), 주주총회 다음날 의결권 가치는 8월 중순까지 감소하였다.

하이닉스반도체가 SK텔레콤에 인수된 후, 임시주주총회와 정기주주총회를 분석한 결과, 2012년 2월 13일 임시주주총회에서는 많은 주주들이 당시 횡령혐의로 재판중이었던 최태원 회장에 대한 이사선임 안건에 대해 의결권 행사 지침에 근거하여 ‘주주가치 훼손’을 이유로 반대의사가 나타났고 이에 의결권은 더욱 중요해진 것으로 보인다. 그 결과, 의결권 가치가 상승한 것으로 생각된다.(+6.55%) 2012년 3월 23일 정기주주총회에서는 하이닉스반도체가 SK계열사로 전격 개편되면서 주주들이 직접 주주총회에 참석하여 정식 조직개편에 대해 의결권을 행사함으로써 의결권 가치는 상승한 것으로 보인다.(+7.42%)

KB금융의 회장과 은행장이 금융감독원으로부터 중징계를 받은 이후, 기자회견 및 임시주주총회를 분석한 결과, 2014년 10월 28일 경제개혁연대가 임시주주총회 관련 기자회견을 개최하며 사외이사 전원 사퇴와 지배구조 개선프로그램을 촉구하면서, 2015 정기주주총회에서 사외이사 후보를 독자적으로 추천하겠다는 계획을 밝히자 의결권 가치는 상승하였다.(+7.97%) 2014년 11월 21일 임시 주주총회의 개최목적이 주주들이 앞으로의 지배구조개선 방향을 묻는, 즉 의결권 행사의 장이었다기보다는 개최 목적이 질의응답이었기 때문에 의결권 가치가 큰 변화를 보이지 않았다.(-0.87%) 2014년 12월 10일은 주주들이 바라던 사외이사들의 전원 사퇴가 현실화됨에 따라 자신들의 의견이 반영되자 의결권 분쟁이 다소 안정화되면서 그 가치가 감소하였다.(-3.15%)

LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 정기주주총회를 기준으로 분석한 결과, 정기주주총회의 안건이 주로 재무제표 승인의 건, 이사 선임의 건, 이사 보수한도 승인의 건이었고 대부분의 안건에 대해 의결권 분쟁 없이 원안 가결이 이루어져 의결권 가치는 변화를 보이지 않았다. 또한 3개 회사의 인수 건을 기준으로 분석한 결과 피인수기업의 대부분이 모바일 운영체제, 인터넷 업체, 소프트웨어 업체 등 소규모 회사이거나 인수기업의 계열사이었고 운영체제 확장, 기반시스템 확장 및 서비스 개발 시스템을 통한 기업가치의 증진을 위한 결정이었으므로, 안건에 대해 이사회 및 주주들의 동의를 얻는 데에 어려움이 없었다. 따라서 특별한 안건이 상정되지 않은 주주총회와 인수를 기준으로 의결권 가치가 변화를 보이지 않은 것은 의결권 확보 경쟁이 발생하거나 경영권 분쟁으로 의결권 대결이 벌어지는 경우가 아니어서 나타난 결과로 보인다.

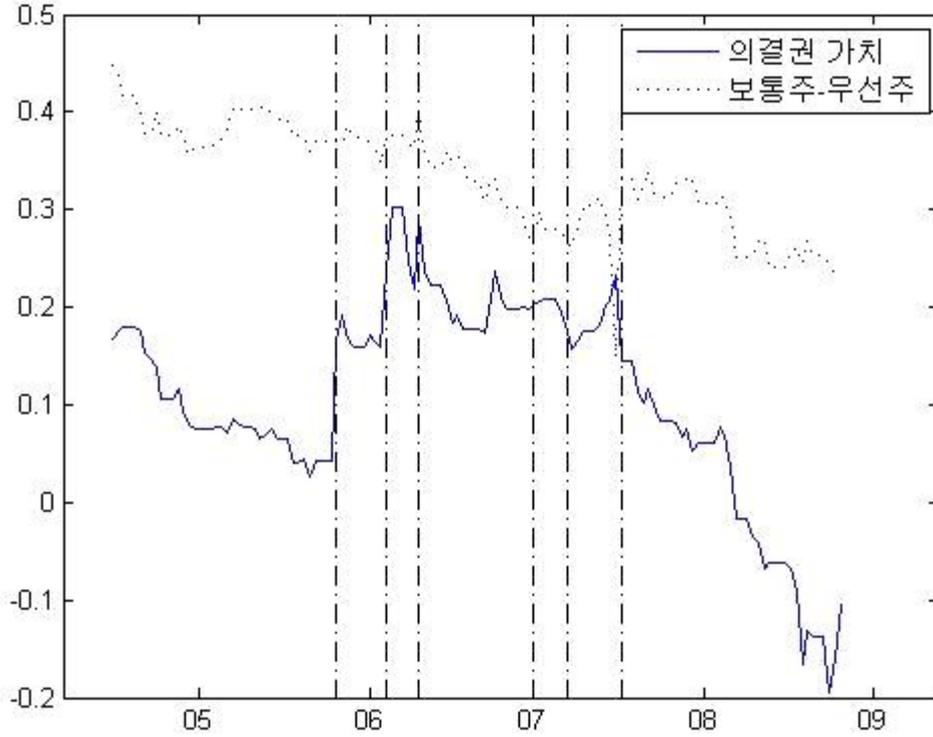
LG전자, 삼성전자, 현대자동차 총 3개 회사의 6년(2010~2015)동안의 정기주주총회, 인수를 기준으로 회귀분석을 한 결과, 정기주주총회를 앞두고 유의한 증가를 보이지 않았으며 인수 후 또한 유의한 증가를 보이지 않았다. 삼성물산, KB금융, SK하이닉스의 특별한 안건을 가진 주주총회를 기준으로 회귀분석을 한 결과, 주주총회가 개최되기 전 의결권 가치는 유의하게 증가하였다.(+0.0942%)

본 논문은, 의결권의 가치를 보통주 그리고 합성된 주식의 가격차이로 측정하였으며, 중요한 안건을 상정으로 하는 주주총회를 기준으로 주가에 포함된 의결권의 비중을 실증적으로 분석하였다. 이러한 분석은 통제권(control right) 및 경영권 행사와 관련한 기업지배구조에 대한 근본적인 이해를 도울 것으로 기대하며, 법이나 정관에 규정된 의결권을 비롯한 주주권의 중요성에 대해 논의한 것으로 그 의의가 있다고 할 수 있다.

참고문헌

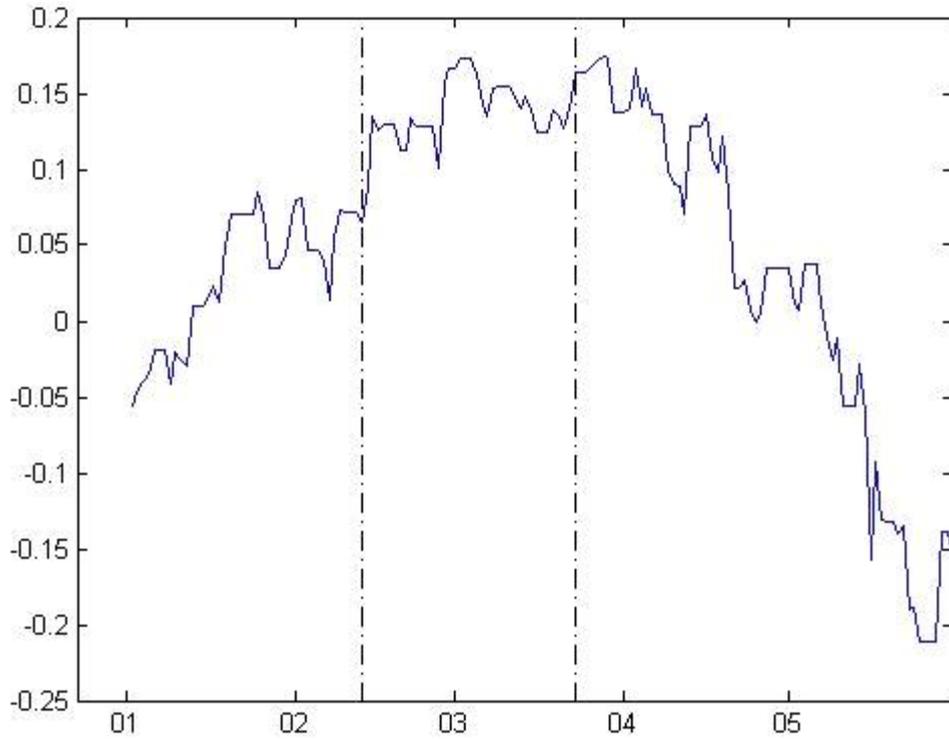
- [1] 국찬표, 정균화, “기업지배권시장의 제도변화와 의결권의 시장가치, 한국증권학회지, 제27권 1호(2000), pp.1-33.
- [2] 박해정, “우리나라 주식시장에서 보통주와 우선주의 가격차이 결정요인에 관한 연구”, 가천대학교 박사학위논문, 2010, pp.1-94.
- [3] 최종범, 문관수, “유동성 프리미엄이 보통주와 우선주의 가격 차이에 미치는 영향”, 재무연구, 제18권 제2호(2005), pp.263-287
- [4] Kalay A., Karakas O., and Pant S., 2014, The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices, *Journal of Finance* 69, 1235-1271.
- [5] Zingales L., 1994, The value of the voting right: A study of the Milan Stock Exchange experience, *Review of Financial Studies* 7, 125-148.

<그림 1> 삼성물산 의결권 가치



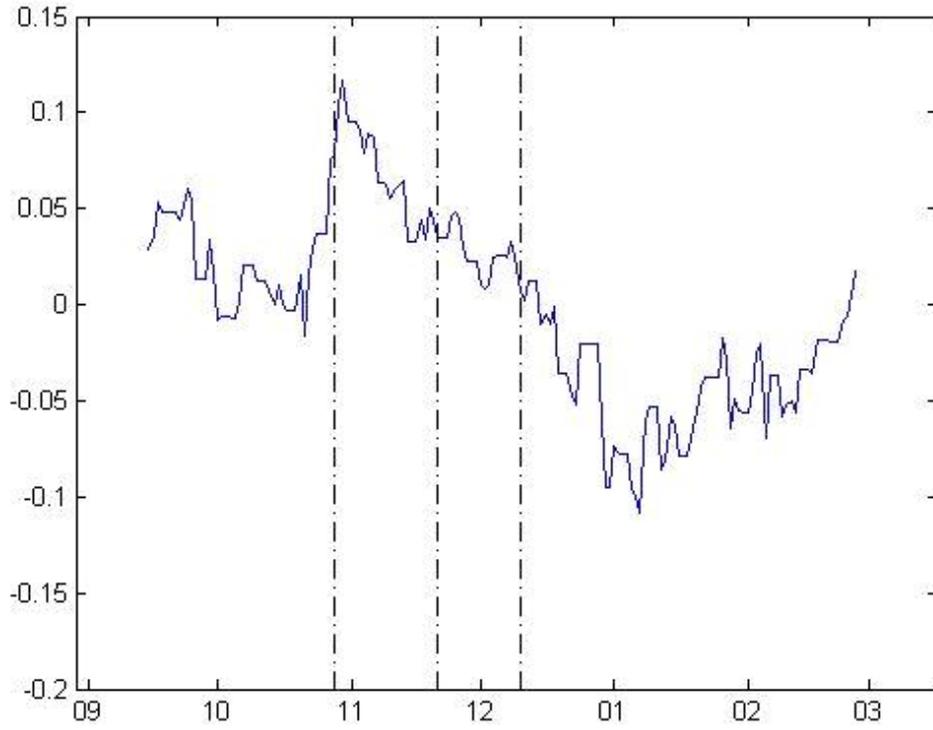
<그림 1>은 2015년 5월부터 8월까지의 의결권 가치 변화를 나타낸다. x축은 시간, y축은 주식 가격대비 의결권 가치(%)를 나타낸다. 점선으로 표시된 수직축은 일련의 사건들이 발생한 시점이다. 첫 번째 축은 삼성물산과 제일모직 간의 합병 발표가 난 시점이다. 두 번째 축은 미국계 헤지펀드인 엘리엇매니지먼트가 합병 반대사를 표명하고 '주주총회 소집통지 및 결의금지' 가처분 신청을 낸 시점이다. 세 번째 축은 삼성물산의 우호주주인 KCC가 삼성물산의 자사주 전량을 일괄 매각방식으로 넘겨받은 시점이며, 이에 엘리엇매니지먼트가 '자사주 매각금지' 가처분 신청을 낸 시점이다. 네 번째 축은 엘리엇매니지먼트가 낸 '주주총회 소집통지 및 결의금지' 가처분 신청이 기각된 시점이다. 다섯 번째 축은 엘리엇매니지먼트가 제기한 '자사주 매각금지' 가처분 신청이 기각된 시점이다. 여섯 번째 축은 삼성물산과 제일모직의 합병계약 안건이 상정된 임시주주총회가 개최된 시점이다.

<그림 2> SK하이닉스 의결권 가치



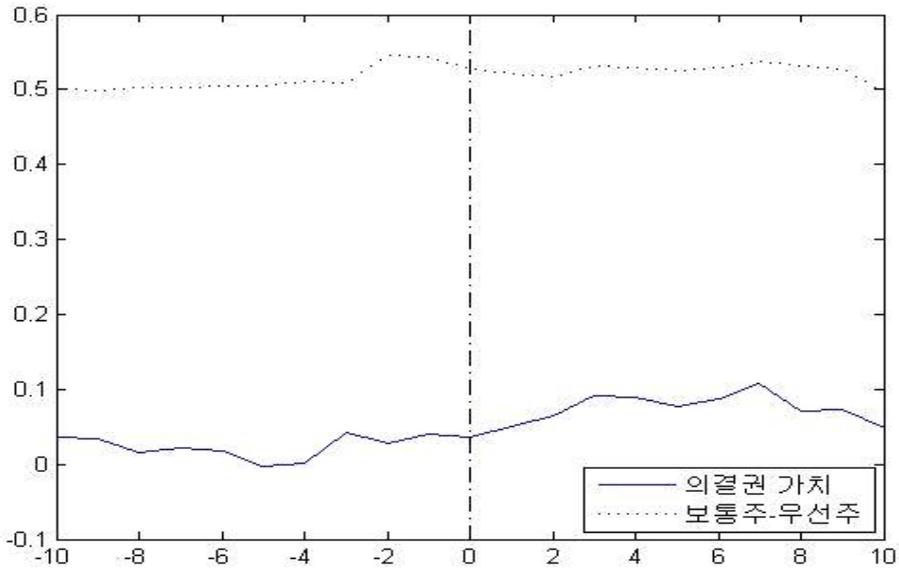
<그림 2>는 2012년 1월부터 5월까지의 의결권 가치 변화를 나타낸다. x축은 시간, y축은 주식가격대비 의결권 가치(%)를 나타낸다. 점선으로 표시된 수직축은 일련의 사건들이 발생한 시점이다. 첫 번째 축은 하이닉스반도체 임시 주주총회가 개최된 시점이다. 두 번째 축은 하이닉스반도체의 정기주주총회가 개최된 시점이다.

<그림 3> KB금융 의결권 가치



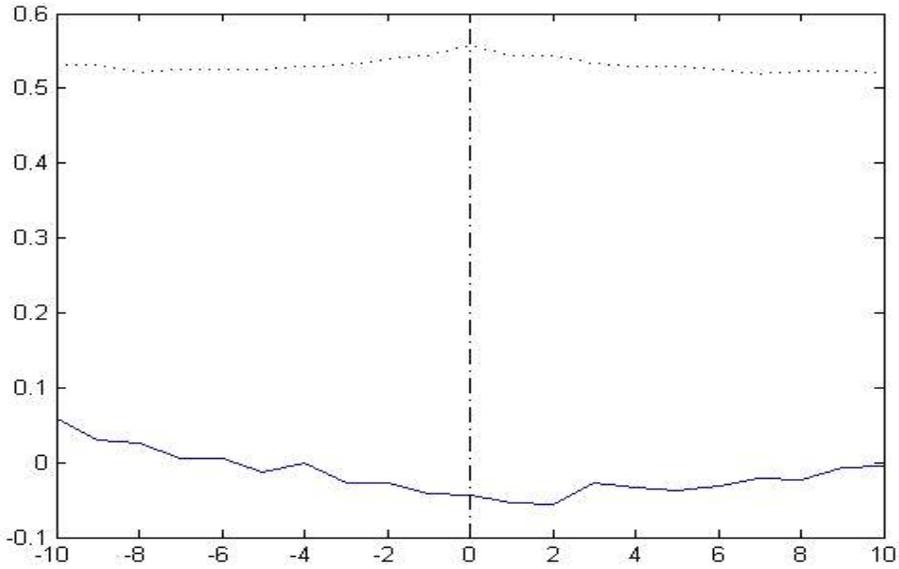
<그림 3>은 2014년 9월부터 2015년 2월까지의 의결권 가치 변화를 나타낸다. x축은 시간, y축은 주가가격대비 의결권 가치(%)를 나타낸다. 점선으로 표시된 수직축은 일련의 사건들이 발생한 시점이다. 첫 번째 축은 경제개혁연대가 KB금융지주 임시주주총회 관련 기자회견을 한 시점이다. 두 번째 축은 임시주주총회가 개최된 시점이다. 세 번째 축은 KB금융지주 사외이사들이 정기주주총회에서 전원 사퇴한다는 발표를 한 시점이다.

<그림 4> 정기주주총회 전후 의결권 가치



<그림 4>는 정기주주총회 시점을 기준으로 의결권 가치 변화를 나타낸다. x축은 정기주주총회 전후의 시간(week), y축은 주식이격대비 의결권 가치(%)를 나타낸다. 점선으로 표시된 수직축은 정기주주총회가 일어난 시점이다.

<그림 5> 인수 전후 의결권 가치



<그림 5>는 인수 시점을 기준으로 의결권 가치 변화를 나타낸다. x축은 인수 전후의 시간(week), y축은 주가가격대비 의결권 가치(%)를 나타낸다. 점선으로 표시된 수직 축은 인수가 일어난 시점이다. 상단에 위치한 그래프는 보통주와 우선주의 가격차이.

<표 1>

$$value\ of\ vote = \alpha + \beta*(Record\ date) + \epsilon$$

	모형
상수항	0.015 (0.451)
가변수(Record date) [Event: 1, Control: 0]	-0.013 (-0.278)
표본수	34
수정 R^2	-0.0288

<표 1>은 정기주주총회를 기준으로 의결권 가치를 대상으로 회귀분석 결과를 나타낸다. 종속 변수는 의결권 가치이며, 독립변수는 정기주주총회를 기준으로 8주 전은 0, 4주 전은 1로 값을 갖는 가변수다. 괄호 안은 t-통계량을 나타낸다.

<표 2>

$$value\ of\ vote = \alpha + \beta*(Announcement) + \epsilon$$

	모형
상수항	-0.002 (-0.047)
가변수(Announcement) [After: 1, Before: 0]	-0.031 (-0.575)
표본수	30
수정 R^2	-0.024

<표 2>는 인수한 시점을 기준으로 의결권 가치를 대상으로 회귀분석을 한 결과이다. 종속변수는 의결권 가치이며, 독립변수는 인수발표를 기준으로 4주 전은 0, 4주 후는 1로 값을 갖는 가변수다. 괄호 안은 t-통계량을 나타낸다.

<표 3>

$$value\ of\ vote = \alpha + \beta*(Meeting\ dummy) + \epsilon$$

	모형
상수항	-0.0133 (-0.7793)
가변수(Meeting dummy) [Special: 1, Annual: 0]	0.0942 (2.6354)
표본수	22
수정 R^2	0.2206

<표 3>은 정기주주총회를 기준으로 한 의결권 가치와 특별한 안건을 가진 주주총회를 기준으로 한 의결권 가치를 대상으로 회귀분석 결과를 나타낸다. 종속변수는 주주총회를 기준으로 4주 전 의결권 가치에서 8주 전 의결권 가치를 뺀 값이다. 독립변수는 정기주주총회는 0, 특별한 안건을 가진 주주총회는 1로 값을 갖는 가변수다. 괄호 안은 t-통계량을 나타낸다.