

---

# 황금주가 회사에 미치는 영향

## Impacts of Golden Stock on Corporations

---

박종렬  
광주여자대학교 경찰법학과

Jong-Ryeol Park(park3822@mail.kwu.ac.kr)

---

### 요약

세계대전 이후 유럽경제는 경제회복과 국가이익을 위해 산업과 기업을 국영화하면서 파생된 문제점의 대안으로, 황금주가 영국을 비롯하여 유럽의 많은 나라에 널리 퍼지게 되었다. 그러나 영국 등 유럽 여러 나라에서 채택한 황금주가 유럽재판소에서 “자본이동의 자유”를 침해한다는 이유로 부정적인 판결을 받았다. 그러나 최근 프랑스와 독일에서 중동이나 아시아국가의 풍부한 자금으로부터 국가의 전략적 회사의 적대적 매수로부터 보호하기 위하여 황금주를 적극적으로 고려하고 있다. 이러한 세계경제의 흐름에서 보면, 우리나라 역시 현실을 직시하면 원시정관이나 대다수 주주의 동의 등 기존주주의 보호를 전제로 매우 엄격한 요건을 갖추어 도입하도록 하여야 할 것이다.

■ 중심어 : | 황금주 | 민영화 | 거부권부 종류주식 | 거부권 | 공공이익 |

### Abstract

Gold stock could include the U.K. in the European economy by the alternative plan of the problems that it was occurred while nationalizing industry and a company for economic recovery and national profit after the World War II and it was wide and came to open in the country of European most. However, the negation was sentenced to it for the reason of the gold stock which the U.K. adopted in European many countries infringing "freedom of the capital movement" at a European court of law.

However, I consider gold stock positively to protect it from hostile M&A of the company of the national strategy from the Middle East and an Asian national rich fund recently in France and Germany.If our country looks straight at reality, Urstatut or the agreement of the majority stockholder have a very strict matter assuming the protection of the existing shareholder and must be able to gain the favor if you look by the flow of such world economy.

■ keyword : | Golden Shares | Privatization | Class Stock of Veto | Veto Power | General Interest |

---

## I. 서론

제2차 세계대전 이후 유럽경제는 경제회복과 국가이익을 위해 산업과 기업을 국영화였다. 1977년 영국의

보수당은 독점기업을 민영화하면서, 독점으로 인한 공공성의 상실과 소비자피해에 대한 대책의 하나로 영국에서 처음으로 황금주를 도입하였다. 황금주제도는 기간공기업을 민영화하면서 정부로 하여금 제한된 기간

---

접수번호 : #090810-009  
접수일자 : 2009년 08월 10일

심사완료일 : 2009년 10월 05일  
교신저자 : 박종렬, e-mail : park3822@mail.kwu.ac.kr

내에 어떤 사항의 결의 시에 의결권 수와 상관없이 결의할 수 있게 하는 것이다[1]. 이러한 황금주는 신주·사채의 발행, 중요자산의 양·수도 등 법정결의사항이나 정관상 결의사항, 주주총회의 결의사항 등 모두에 대하여 거부권의 대상이 될 수 있기 때문에, 사회주의 국가의 경우 자유화하는 과정에서 국영기업에 대한 영향력 유지의 수단이었으며, 유럽연합의 경우 외국기업의 인수 위협으로부터 중요한 산업을 보호하는 도구로 활용되어져 왔다.

우리나라도 공기기업이나 저평가된 주요기업에 대한 적대적 M&A에 대한 위협이 현실화되고 있는 상황이다. 이러한 경제현실 하에서 학계는 국민경제에 중요한 기간산업이나 핵심기술보유 기업에 대하여 황금주제도를 도입해야 한다는 필요성을 꾸준히 제기하는 과정에서, 2006년 10월 법무부가 입법예고한 상법개정안을 계기로 일본처럼 종류주식의 하나로 거부권주식을 도입하자는 주장이 계계를 중심으로 활발히 형성되고 있다 [2]. 즉 국가 기간산업의 경영권이 외국인에게 넘어가든지 아니면 지배구조가 급격히 변동되는 위협을 줄이기 위하여 황금주 도입의 필요성이 논의되고 있다. 이와 같이 황금주는 민영화하는 과정에서 발생할 수 있는 경제력 집중 억제, 부의 형평성을 제고하는 데에 유용한 제도이다.

이러한 경제적 흐름에 따라 본고에서는 황금주의 법적 성격과 의의를 살펴보고, 황금주제도가 비교적 활성화되어 있는 EU국가와 일본을 비교법적으로 고찰한 뒤 우리나라에서의 황금주제도 도입에 관하여 고찰하여본다.

## II. 황금주 개념

### 1. 황금주의 의의

황금주(Golden Shares)란 일반적으로 법률이나 정관, 또는 매각계약에 근거를 두어 소수지분으로 회사의 주요결정에 거부권을 행사할 수 있는 특별한 권리가 부여된 주식으로, 그 자체가 주식이 아니라 일반주식에 비하여 합병이나 영업양수도, 중요자산의 거부권뿐만 아

니라 임원 선임이나 감사과건 등 특별한 권리를 보유하고 있기 때문에 황금주라고 부르는 것이다.

① 황금주는 정부가 특정기업에 대한 영향력 유지와 적대적 M&A 방어수단으로 해외투자자에 의한 주식보유에 대한 거부권 및 일반투자자의 주식 취득에 대한 인가권 등의 특권이 연동된 주식으로[3], 영국에서 통용되는 황금주는 정부의 후원을 받는 자가 보유하는 1과운드의 특별한 권리를 지닌 우선상환주(special rights redeemable preference share)의 형태이다[4]. 이와 같이 특정한 목적과 강력한 권한을 갖춘 황금주는 일반적으로 정부가 보유한다. 그러므로 유통시장에서의 양도는 제한된다.

② 황금주는 출자의 기본단위 또는 주주의 권리, 의무를 의미하는 기업에서의 소유 지분을 의미하지는 않으며, 회사의 이익이나 자본에 참여할 객관적 권리를 가지고 있는 주주들과는 달리 회사의 이익이나 자본에 참여할 권리를 부여받지 않는다. 또한 일반주주처럼 배당금의 지급이나 의결권을 갖지는 않지만, 주주총회에서 의결하는 것을 제외하고는 모든 주주총회에 참석할 것을 통지받고 주주총회에서 발언할 수 있다. 그리고 회사의 정관은 이사회와 주주총회의 결의를 통하여 변경할 수 있지만, 황금주를 채택한 회사의 경우에는 특별주주의 동의가 없는 한 이러한 정관변경은 효력을 발생하지 아니한다.

③ 황금주는 반대나 승인의 권한이 부여되어 있는데, 종업원 해고 등 다양한 회사의 행위에 대한 거부권과 특정한 비즈니스 라인을 유지 또는 특별한 사업파트너와의 계약을 유지하도록 강제하거나 회사의 이사회 집행임원의 선임에 대한 승인의 권한이 부여된다. 이와 같이 황금주는 지배주주가 아니더라도 광범위한 회사 업무 영역뿐만 아니라 회사의 의사결정에 대한 거부권도 행사할 수 있다[5].

### 2. 황금주의 법적 성질

황금주제도는 회사법을 이용하여 정부와 민영화된 회사 사이의 '특별한 관계'가 존재하는 혼합 기업으로 만듦으로써 민영화된 회사가 폐쇄회사(private company) 그 자체로 보이지 않도록 하는데 있다[6]. 그

러므로 황금주는 회사의 구조변경에 대한 절대적 자유를 보장하고 있는 회사법이론에 반한다는 점에서 논란의 소지가 있다.

공기업이 민영화되어 시장원리에 따라 기업을 공개하는 것은 사단 자치에 따른 선택이다[7]. 따라서 민영화 후에 회사가 주식을 상장하여 회사를 공개한 기업에서 황금주를 인정하려면 증권거래법을 배제하는 경우에 한하여 황금주의 도입이 가능하다. 따라서 영국의 증권거래법은 법에서 특별히 규정을 두고 있는 경우를 제외하고는, 황금주를 인정하는 회사의 상장을 금지할 것을 런던증권거래소에 요구할 수 있게 규정을 두고 있다[8].

### 2.1 주식과의 비교

황금주(Golden Share)라는 용어에 주식(Share)이라는 용어가 사용되고 있으나 일반주식과는 구분되는 요소가 있다. 황금주는 반드시 회사에 대한 일정한 주식 지분을 의미하지 않기 때문에 일반주식이 가지고 있는 배당금이나 의결권이 없으며, 양도나 질권설정 그리고 담보로 제공할 수 없다. 그러나 언제든지 황금주를 그 액면가로 상환할 것을 요구할 수 있으며, 일반주식으로의 전환을 청구할 수 있다. 즉 정관에 이러한 규정을 둔 경우에는 기간이 종료하면 자동적으로 보통주식으로 전환된다.

### 2.2 채권과의 비교

계약의 일반적 기능은 채권자가 자금대여계약에 규정된 일정한 최소수준의 자본유지요건(equity cushion)을 보호하거나 강화하는데 있다. 그러므로 채권자는 주주처럼 의결권을 보유하지는 않으나 계약(covenants)을 통하여 채권을 자신을 보호하는 장치로 이용할 수 있다는 측면에서 보면, 이러한 계약내용 중에 회사나 경영진을 통제할 수 있는 광범위한 사항을 포함시킨다는 것이 가능하게 된다. 따라서 채권보유자는 계약(covenants)을 통해 회사의 목표나 전략 결정에 어느 정도 통제가 가능하게 된다. 즉, 채권자는 회사경영진의 자유로운 행위를 제약할 수 있는 계약내용 중에 ① 자산을 건전한 상태로 유지할 것에 대한 요구, ② 배당금

지급의 자유에 대한 제한, ③ 특정수준의 자산을 유지할 것 등을 포함시킬 수 있다는 점에서 채권은 황금주와 매우 유사한 측면이 있다고 할 수 있다[9]. 그러나 황금주는 채권에 수반되는 채무를 필요로 하지 아니하며, 채권처럼 황금주가 표시하는 자본투자에 대하여는 이자지급을 하지 않으며, 채권의 자본유지요건(equity cushion)의 강화나 보충라기보다는 국가의 이익이나 공공정책적인 이유라는 점에서 채권과 구분된다.

## 3. 황금주의 기능

황금주제도는 민영화 이후에도 국가의 상징적 또는 전략적 산업이나 정치적으로 민감한 경제적 이익을 보호하기 위한 제도라는 점에서 공통점이 있으나, 황금주가 보호하려는 이익의 구체적 범위는 황금주제도를 도입한 국가의 상황에 따라 매우 다양하다.

### 3.1 국가적 전략산업의 보호

국가는 외국의 내정간섭과 식민지화의 가능성을 제거하기 위해서는 경제적 자립을 통한 정치적 주권을 보호하여야 하기 때문에 방위산업이나 에너지, 통신 등 전략적인 산업을 유지해야 한다. 따라서 정부는 황금주를 통해 전략적 산업을 통제하려는 것이다. 이처럼 국가적 전략산업에의 황금주 보유를 통하여 정부는 외국 자본에 의한 전략산업의 인수저지로 국내기반을 유지하고, 민영화된 기업으로 하여금 국가이익에 필요한 특정 프로그램이나 프로젝트를 수행하도록 하는 등의 목표를 달성할 수 있게 된다. 또한 이러한 기업들은 국가적 자부심, 문화적 특징과 연결되어 있기 때문에 상징적 국가산업을 유지하는 것이 공공이익에 해당된다.

### 3.2 정치적으로 민감한 경제적 이익의 보호

서민들을 상대로 한 공기업의 민영화는 정치적으로 아주 민감한 부분이다. 즉 상하수도나 언론사, 통신회사 등은 국가의 안전에 커다란 영향을 미치지 보다는 서민들의 경제활동에 아주 민감한 공공서비스의 조건이나 수수료 등 저렴한 공공서비스를 유지하는 등 급격한 변동을 막고, 기존 고용상태유지나 국민에 대한 정보접근 허용, 특정부분에서의 경쟁을 유지하기 위하여 정부가

공공 정책적 차원에서 황금주를 보유하는 경우다. 즉 민영화가 사회적 불안정이나 정치적 변동을 초래할 수 있는 민감한 경제적 영역에 해당하기 때문이다.

### III. 황금주에 대한 입법례

#### 1. 유럽

##### 1.1 영국

1979년부터 집권한 영국의 보수당 정부는 대부분의 국영산업 및 공공사업을 민영화하였다. 그러나 공기업의 민영화 과정에서 경제성 없는 분야의 서비스를 등한시 하는 등 이익추구만을 지향하자 공공성의 침해에 대한 우려를 불식시키고자 도입한 방안 중의 하나가 황금주제도이다. 이는 정부의 후원을 받는 자가 보유하는 1파운드의 특별한 권리를 지닌 우선상환주의 형태의 특별주으로써 정관에 다양한 형태로 그 권리의 내용이 구체화되어 있으나 특별주주의 서면 동의를 얻어야만 결의의 효력이 있는 것으로 한다.

영국에서 활용되는 황금주제도에 부여되는 특별한 권리는 두 가지의 중요한 형태로 구분된다. 첫 번째는 간접적인 주식취득제한으로서 민영화된 회사의 주주총회에서 복수의결권을 통하여 경영진의 다양한 계획에 대한 영향력을 행사하거나 또는 회사의 해산, 영업소의 매도, 또는 사업목적의 변경 등에 대하여 국가의 동의권을 유보하는 것이다. 두 번째는 직접적인 총자본의 일정비율을 초과하여 주식을 취득하는 경우에는 국가의 거부권을 행사하는 형태(거부권부주식)이다[10].

영국에서 7개의 국제공항을 소유·관리하던 영국공항공단(British Airports Authority: BAA)이 1986년 공항법(Airports Act)에 의하여 민영화되어 새로 설립된 영국공항공단주식회사(British Airports Authority Pic)의 회사정관을 인가하는 권한이 영국정부 당국에 유보되었고, 영국교통부에 대하여 “1파운드 특별주식(one pound special share)”이 발행되었다[11]. 이에 따라 영국의 교통부장관은 동 회사의 정관 제10조에 규정된 당해 특별주식에 의하여 동 회사의 자산매각, 동 회사의 자회사의 관리·통제 및 그 청산 등에 대한 인가권한을

보유하고, 동 회사의 회사정관 제40조에 의하여 정부로부터 위탁을 받은 자 이외의 자가 15%를 초과하여 의결권 있는 주식을 소유하는 것을 금지하고 있었다. 이에 대한 항변으로 다른 나라들이 주장하는 공공의 이익이나 안전, 공공정책과 관련된 중요한 회사라는 사실 대신에, 영국은 주식구조와 관련된 사항은 자국문제로써 영국 회사법의 규제를 받기 때문에 황금주의 보유는 정당하며 황금주의 보유가 BAA 주식 취득에 대한 접근을 막는 것이 아니기 때문에 EU법에도 배치되지 않는다고 주장하였다[12].

이에 대하여 유럽법원은 영국의 황금주에 대하여 의결권주식의 취득가능성에 제한을 가하고 있으며, 청산이나 자산의 처분과 회사의 자회사에 대한 지배권 상실과 관련된 결정시 사전승인을 보유하고 있다는 점, 교통부장관의 사전 승인 없이는 투자자가 회사의 경영권에 참여할 수 없도록 하고 있다는 점에서 EC조약상 투자자에 대한 차별적인 취급을 금지하고 투자자 일반에 대한 제한을 금지하고 있는 “자본이동의 자유원칙”을 제한하는 것이라고 판시하였다.

##### 1.2 프랑스

프랑스는 정유회사인 *societe Nationale Elf-Aquitaine*의 민영화를 위한 1993년 12월 13일 법령 제 93-1298호 제2조제1항과 제3항에 의하여 황금주를 도입하였다. 이와 같은 황금주 도입으로 인하여 경제부장관은 자산의 처분과 관련한 회사의 결정을 거부할 수 있게 되었다. 즉 *societe Nationale Elf-Aquitaine*의 자회사인 *Elf-Aquitaine Production* 등의 과반수에 해당하는 자본을 양도하거나 담보에 제공하는 결정에 대하여는 정부가 이의권을 행사할 수 있도록 하고 있다. 또한 이사회에 의결권 없는 2명의 이사를 파견할 권리를 가지게 되었다. 특히 EU위원회에서 문제를 제기하고 있는 것으로 사전승인 사항인데, 일반투자자가 단독 또는 다른 자연인이나 법인과 공동으로 당해 기업의 지분 또는 의결권의 10분의1, 5분의 1 또는 3분의 1을 초과하여 보유하게 되는 경우에는 경제부장관의 사전인가를 받도록 하고 있다는 점이다[13].

프랑스는 황금주가 EU조약 제56조에 위반되지 않는

다는 주장에 대하여, EU조약 제56조에 위반되지 않기 위해서는 EU조약에 명시적인 예외규정이나 매우 중요한 공공이익에 의하여 정당화되어야 하며, 제약조건이 설령 정당화된다 하더라도 사전승인은 그 목적을 달성하기 위한 최소한의 제약수단이 되어야 한다고 판단하였다. 즉 공공안전에 기초한 예외적 인정은 실제적인 충분한 위험의 존재를 필요로 하기 때문에 EU회원국은 안전보장이 절대적으로 필요한 경우에 한하여 필요한 조치를 취할 수 있다.

EU법원은 황금주에 대하여 2002년 6월 4일 프랑스 정부가 보유한 특별주에 관한 규정이 객관적이고 엄격한 기준을 결하고 있다. 이처럼 투명성과 법적 확실성의 결여는 과도한 재량권을 정부에게 부여하기 되어 당해 목적의 달성을 위한 비례의 원칙에 적합한 규정이라고 할 수 없으므로 자본이동의 자유원칙에 반한다고 판시하였다[14].

### 1.3 벨기에

벨기에의 황금주에 대한 판결은 EU 법원의 판결 중에서 가장 논란이 될 수 있는 중요한 판결이라고 할 수 있는데, 동 판결에서 문제가 된 것은 가스 및 에너지 배급관련회사인 Société Nationale de Transport par Canalisations회사와 Distrigaz회사의 민영화에 관한 1994년 6월 10일의 왕령(Royal Decree)과 1994년 6월 16일의 왕령이었다[15]. 이 왕령들의 규정에 의해 벨기에 정부는 두 회사에 대한 황금주 보유를 통하여 회사의 전략적 양도 및 매각이나 담보제공 시 이를 정부에 통보할 의무를 회사에 부여하는 동시에, 이사회 2명의 이사를 파견하여 이사회 결정이 국가의 에너지정책에 불리한 영향을 미친다고 생각되는 경우, 동 파견이 사들이 해당 결정을 취소할 수 있는 권한을 가진 관련 부처장관에게 보고하도록 하였다. 즉 이사회에 파견된 정부관리는 이사회결정일로부터 4영업일 이내에 해당 이사회 결의내용이 취소되어야 한다는 내용을 관련 부처장관에게 제안할 수 있고, 이러한 제안이 있는 경우에는 해당 이사회결정사항은 즉시 중지되도록 하였다.

파견이사로부터 취소제안을 받은 관련부처장관은 8

영업일 이내에 해당 결정사항에 대한 취소조치를 하여야 하며, 동 기간 동안 아무런 조치를 취하지 않은 경우에는 이의제기 만료기간 이후부터 이사회결정사항은 효력이 발생하도록 하였다. 그러나 이러한 관련부처장관의 이사회결정사항에 대한 취소조치에 대하여는 벨기에 최고행정재판소(Conseil d'Etat)에 항소할 수 있도록 하여 관련부처장관의 이사회결정사항에 대한 취소권 행사에 대하여 사법적 심사가 가능하도록 하였다. 이처럼 벨기에 황금주는 사전승인을 요하지 아니하므로 투자자는 승인을 신청할 필요가 없고, 정부도 에너지 공급망의 변경과 같은 특정자산과 관련한 이사회 결정에 대하여만 이의를 제기할 수 있으며, 관련부처장관은 정부의 에너지 정책목적이 위험에 직면한 경우에만 개입할 수 있었다.

이와 관련하여 EU법원은, 에너지 공급과 국가의 에너지 정책을 보호하려는 벨기에의 황금주 도입목적은 정당화될 수 있으며, 석유공급과 마찬가지로 에너지공급의 안전망을 구축하는 것은 합법적인 공공이익에 해당한다고 평가한 후, EU법원은 벨기에의 황금주는 법적 확실성 원칙과 비례성의 원칙에도 부합한다고 보았다[16].

## 2. 일본

1899(明治 32)년 상법 제정 때부터, 우선주를 회사설립 후 발행을 인정하면서, 정관변경이 우선주주에 손해를 끼칠 수밖에 없을 때에는 총회의 정관변경 의결에 더해서, 우선주주 총회의 의결을 요하는 것으로 했다. 그 후 거부권의 범위가 종류주식 발행 후의 권리의무관계의 재조정이 종류주식에 손해를 미칠 우려가 있는 경우에 한정되었던 1938년 상법 개정을 거쳐, 2001년 11월 개정 상법에서 종류주식에 대한 대폭적인 규제가 완화되면서 「거부권」을 정관으로 정하는 길이 열리게 되었다. 즉 거부권은 「정관으로 정하는 거부권」이고, 거부권의 범위도 주주총회 또는 이사회에서 의결해야 할 사항의 전부나 일부에 대해 정관으로 자유롭게 정할 수 있도록 되었다(개정 전 상법 222조 9항). 또한, 정관으로 정하는 거부권은 법정 거부권과는 달리 종류주식 총회의 보통의결에 의하는 것이 원칙으로 되었다.

「정관으로 정하는 거부권」은 「거부권부 종류주식」으로 승격되어, 「거부권」에 대해서 다른 규정을 하면 그것만으로 종류주식으로 된다(회사법 108조 1항 8호). 이러한 「거부권부 종류주식」 등이 「황금주」로 불리워지게 되었다.

동경증권거래소는 2005년 4월 21일 「적대적 매수방어책의 도입에 있어서의 투자자 보호상의 유의사항에 대해서」를 공표하고 황금주에 대해서는 부정적으로 판단하는 방향을 시사한 후, 2006년 1월 24일 「매수방어책의 도입에 관련되는 상장제도의 정비 등에 대하여」라는 제도 요강에서, 거부권부 종류주식에 대해서는 「이사의 과반수의 선·해임 그 밖의 중요한 사항에 있어서 종류주식총회의 의결을 요하는 취지의 규정이 되어 있는 것」에 규제대상을 한정하는 것으로 했다. 그리고 「회사의 사업목적, 거부권부 종류주식의 발행목적, 할당대상자의 속성 및 권리내용 그 밖의 조건에 비추어 주주 및 투자자의 이익을 침해할 우려가 적다고 당 거래소가 인정하는 경우」는 제외하는 것으로 했다[17].

### 3. 소결

영국정부에서의 황금주는 민영화 하는 과정에서 적대적 또는 의도하지 않은 인수나 다른 통제의 변화 등에 대한 대책으로서 이론적으로 고안된 회사 정관상의 특별규정들은 회사법의 왜곡을 가져왔다. 최근에는 BT와 MAI가 합병시 영국정부는 정치적, 관리적 문제로 인해 황금주를 포기하기로 결정하여 BT의 황금주를 상환하는 것을 명확히 하였다. 또한 프랑스는 민영화법을 규정하면서 일반주가 황금주로 전환될 수 있다고 규정하고 있다. 이러한 황금주는 Agence Havas와 Matra사를 민영화하는 과정에서 단 2번 사용했을 뿐이다. 황금주 도입은 국익을 보호하기에 절대적으로 필요 이상 제재되어서는 안 될 것이다.

우리나라에서 외국의 입법례를 도입할 경우 어느 나라 입법례가 타당한지에 대한 문제는, 프랑스 민족주의 차이 민영화로 예상되는 부작용에 대한 많은 우려에 대하여 프랑스 정부는 이러한 우려를 법제적으로 해결하고자 외국자본이 민영화된 회사 지분의 20%를 초과 취득하는 것을 금지하는 1986년 민영화법으로 상당히 해

소시켜 나갔다는 점에서 프랑스 입법례가 우리나라의 실정에 가깝다고 할 것이다.

## IV. 우리나라의 황금주 도입에 관한 논의

우리나라는 황금주에 대해서 일본에서와 같이, 거부권부 종류주식을 황금주의 일종으로 보고 있다. 특히 적대적 M&A에 대한 방어제도의 하나로 이해하고 있어, 경영권을 확보하기 위한 중요한 의사결정에 대한 거부권을 가진 주식을 의미한다.

황금주 도입에 관한 논의의 핵심은, 국민생활에 필수 불가결한 재화, 용역을 공급하거나 산업구조상 국가 경제에서 중요한 지위를 차지하고 있는 공기업을 민영화할 때 특정재벌이나 외국 자본에 의해 경영권이 침탈되어 국민경제에 악영향을 미치는 것에 대한 방지를 위한 필요성 때문이다. 즉 MAI는 외국인 투자에 대한 법률상 차별뿐만 아니라 사실상 차별도 금지하고 있고, 월등한 자본과 기술력을 가진 선진 기업들과 동등하게 경쟁해야 한다는 조건이 사실은 역차별에 처하게 되어 있다. 또한 MAI는 M&A에 내외국인 차별을 못하게 되어 있기 때문에 정부는 기업에 대한 지원이 사실상 불가능하다. 이에 따라 상법개정안에서 활발하게 논의되고 있었으나, 법무부는 2006년 6월 29일 적대적 기업 인수·합병(M&A)에 대한 경영권 방어를 목적으로 하는 이른바 ‘황금주(Golden Share)’제도를 도입할 계획이 없다고 보도하였다. 왜냐하면 황금주 제도는 국제기준에 맞지 않고, 상법상 주주평등원칙에 반하기 때문이라고 밝혔다. 따라서 상법 개정안에 포함된 거부권부 주식은 벤처기업 등 소규모 회사에 있어서 원활한 자금조달의 필요에 따라 극히 예외적으로 도입할 수 있도록 한 것에 불과하고, 기존의 상장회사에는 적용될 수 없도록 ‘원시정관 또는 총주주의 동의’를 도입 요건으로 하고 있다고 하였다.

그러나 법무부 관계자는 “2005년의 경우 상장사들이 주식 시장에서 조달한 4조8천100억보다 많은 4조8천300억 원 어치의 자사주를 사들이는 등 경영권 방어를 위해 기업 역량이 낭비되고 있다면, 방어 수단이 도

입되면 기업이 안심하고 경영에 전념하게 되어 일자리 창출 등의 효과가 기대된다는 취지 하에 법무부는 적대적M&A 방어책 도입으로 황금주를 본격적으로 논의하기 시작했다.[18] 이러한 논의의 배경에는 황금주 도입의 가장 큰 문제, 즉 주주평등의 원칙에 어긋나기 때문에 황금주에 대해 정관에 규정을 하게 된다면 현 회사법 체계와 모순이 생긴다는 점이다. 주주평등원칙은 강행법적 성격의 기본원칙이기 때문에 이에 위배되는 정관의 규정, 주주총회 또는 이사회 결의, 대표이사의 업무집행도 회사의 선의, 악의를 불문하고 모두 무효로 할 수 있다. 그러나 당해 주주의 동의를 통하여 무효를 치유할 수 있다. 주주평등의 원칙은 회사가 주주의 동의와 관계없이 의사를 관철하고자 하는 경우에 문제가 되기 때문이다(대판 1980.8.26, 80다1263). 그러므로 황금주제도를 도입하고자 하면 특별법제를 제정하고 나서, 회사의 정관 변경을 통하여 해당 회사에서 황금주의 도입에 대한 근거를 마련해야 할 것이다.

## V. 맺는 말

황금주에 대한 개념과 기능을 살펴보고, 황금주 도입을 둘러싸고 논란이 제기되었던 유럽 각국의 현황에 대하여 살펴보았다. 앞에서 살펴본 바와 같이 EU에서도 중대한 국익과 밀접한 관계가 있는 경우에는 황금주의 필요성을 인정하고 있다는 점에서, 남북 대치 상황에서 국가안위에 직결되어 있는 방위산업에 대한 중요성과 공공의 이익과 국가 목적상 핵심기술이 집약되어 있는 기업, 그리고 대부분 에너지를 외국에서 수입하고 있는 특수한 상황을 직시한다면 황금주를 도입할 명분이 충분하리라고 본다.

물론, 주주평등의 원칙과 기업효율성 확보를 위한 M&A의 활성화라는 관점에서 본다면 황금주는 제한되어야 할 것이지만, 우리나라의 현실을 직시하여 상장 이전에 종류주주총회를 이용한 변형된 황금주를 도입하거나, 상장 이후에 상법상 특별결의요건 보다도 강화된 결의요건을 통해 도입한다면 기존주주의 보호나 주주평등의 원칙에 위배된다는 논란의 여지가 적어질 것으

로 본다. 즉 원시정관이나 대다수 주주의 동의 등 기존 주주의 보호를 전제로 매우 엄격한 요건을 갖추어 도입하되, 그 악용을 차단할 수 있는 수단도 동시에 강구하도록 하여야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- [1] Gower, *principles of modern company law*, 6th ed, Sweet & Maxwell, 2003.
- [2] 김순석, “황금주(Golden Shares)제도에 관한 연구”, 「비교사법」, 제16권, 제1호, 2009.3. 309-313면 참조.
- [3] 歐洲裁判所における「黄金株」のEU法抵觸判決.
- [4] Graham and Prosser, *Privatizing Public Enterprises*, Oxford : Clarendon Press, p.141, 1991.
- [5] G. Cosmo and P. Tony, and S. Golden: *Inderstrial Policy by Stealth?*, Pub. L. pp.413-415, 1988.
- [6] G. Cosmo and P. Tony, *Privatizing public enterprises*, Public Law, Oxford University Press, p.430, 1991.
- [7] *Company Act 1985*, 제43조-제48조.
- [8] Gower, *principles of modern company law*, 6th ed, Sweet & Maxwell, p.154, 1992.
- [9] 허항진, “황금주제도에 대한 입법론적 소고” 「기업법연구」 제23권 제2호, p.100, 2009.
- [10] 이형규, “상법개정안상 거부권부주식의 도입에 관한 검토”, 「상사법연구」 제25권제4호, p.125, 2007.
- [11] Grundmann/Möslein, “Die Goldene Aktien-Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Wertung”, ZGR, S.319, 2003.
- [12] Case C-98/01, *Commission v. United Kingdom*, 2003 E.C.R. I-4641. para.16.
- [13] Case C-483/99, *Commission v. France*, 2002

E.C.R. I-4781.

[14] Case C-483/99, Commission v. France, 2002  
E.C.R. I-4781. paras. 50-51

[15] Case C-503/99, Commission v. Belgium, 2002  
E.C.R. I-4809.

[16] Case C-503/99, Commission v. Belgium, 2002  
E.C.R. I-4809. para. 52.

[17] 이상희, “황금주” 「월간법제」, pp.53-56,  
2007(11).

### 저 자 소 개

박 종 렬(Jong-Ryeol Park)

정회원



- 2001년 2월 : 조선대학교 대학원  
법학과(법학박사)
- 2001년 3월 ~ 현재 : 조선대  
학교법학연구소 전임연구원
- 2005년 9월 ~ 현재 : 광주여자대  
학교 경찰법학과 교수

<관심분야> : 회사법, 증권거래법, 전자상거래법, 상  
법