

안정된 기업지배구조와 기업공개(IPO): 구글사례

이 왕 휘*
김 용 기**

이 연구는 2004년 기업공개(IPO)와 2014년 주식분할배당 사례를 통해 구글 창업주들의 기업공개(IPO) 전략과 공개 후 기업지배구조 간 관계에 대해 살펴본다. 구글의 2004년 IPO는 일반적인 IPO와 달리 경매방식과 차등의결권의 도입이라는 두 가지 특징을 지닌다. 구글은 투자은행이 주도하는 수요예측 방식의 IPO를 피하고 경매 방식의 IPO를 채택함으로써 공모 과정에 소액투자자의 참여를 확대하고 공모가의 과도한 할인을 막으며 IPO 비용을 최소화하려고 하였다. 또한 창업주들은 Class A 보통주(1주 1의결권)와 Class B 보통주(1주 10의결권)의 차등의결권 구조를 도입하여, 창업주와 경영진이 Class B 주식을 보유하고 Class A 주식만 공개하였다. 이러한 전략의 목적은 IPO 이후 소유의 분산으로 창업주들의 지배권이 약화되는 것을 막는데 있었다. 하지만 인재 유치와 유지, 지속적인 M&A 재원 조달을 위해 Class A 주식을 추가로 발행하면서 구글의 소유권과 지배권의 추가적 분산을 피하기 어려웠다. 추가적 지배권 희석을 최소화하기 위해 구글은 2014년 기존 주식에 대한 분할배당 형식으로 의결권이 없는 새로운 Class C 보통주를 발행하였다.

이 연구의 실천적 함의는 경매와 차등의결권 구조를 포함한 비전통적 IPO 방식이 기업공개로 초래될 수 있는 지배권의 불안정을 막는데 도움을 줄 수 있다는 사실에 있다. 우리나라에서도 다양한 방식의 기업공개가 가능할 수 있도록 제도 개선을 검토할 필요가 있다.

주제어: 기업지배구조, 기업공개(IPO), 경매, 차등의결권, 구글

1. 서론

1998년 래리 페이지와 세르게이 브린이 창업한 구글은 2014년 3분기 말 시가총액 기준으로 애플(6032억7천만 달러), 엑스 모빌(4010억9천만 달러), 마이크로소프트(3819억6천만 달러)에 이어 세계 4위(3620억 달러)의 기업으로 발전해왔다. 2000년대 초반 속칭 닷컴 거품(Dot-Com Bubble)의 붕괴와 무관하게 비약적 성장을 거듭해온 구글의 성공

원인에 대해서는 여러 가지 설명이 존재한다. 대부분은 공동 창업자들이 발명한 검색엔진이라는 기술적 요소에 초점을 두는 경향이 있다. 반면 구글의 도약에 결정적 계기였고 기업공개(IPO) 당시 공동 창업자들이 집착했던 안정적 기업지배구조는 큰 주목을 받지 못하고 있다. 하지만 IPO 당시 홈페이지에 게시된 투자자들에게 보내는 공개서신에서 구글의 공동 창업자들은 이전까지의 구글, 그리고 향후 구글의 발전에 기업지배구조가 가장 중요한 고려사항의 하나라는 점을 분명하게 밝힌 바 있다.¹⁾

논문접수일: 2014. 06. 30. 1차 수정본 접수일: 2014. 11. 28. 2차 수정본 접수일: 2014. 12. 16. 게재확정일: 2014. 12. 22.

* 아주대학교 정치외교학과 교수(leeuw@ajou.ac.kr), 제1저자

** 아주대학교 경영학과 교수(seriykim@gmail.com), 교신저자

1) 이 서신은 구글이 IPO를 위해 미국 증권거래위원회(SEC)에 제출한 Form S-1 Registration Statement 에도 수록되었다.

구글은 전통적인 회사가 아니다. 우리는 그렇게 되려고 의도하지 않는다. 구글의 발전기간 내내 비공개기업으로서 우리는 구글을 다르게 경영해왔다. 우리는 또한 창의성과 도전의 분위기를 강조해왔다... 표준적인 공개 소유 구조(Standard Structure of Public Ownership)는 구글의 과거 성공에 가장 중요했던 그리고 우리가 미래에 우리가 가장 근본적이라고 간주하는 독립성과 집중된 객관성을 위태롭게 할 수 있다(Page and Brin 2004).

이런 배경에서 이 연구는 공동창업자들이 IPO 당시에 왜 기업지배구조를 중시하였으며 어떻게 기업지배구조의 안정성을 확보했는가를 살펴보고자 한다.

IPO를 통한 비공개기업(Privately-Held Company)의 공개기업(Publicly Listed Company)으로의 전환은 기업의 소유 및 지배구조에 근본적인 영향을 미친다. 일반적으로 IPO는 주식의 분산을 통해 창업자(또는 소유경영자)의 지분을 낮춘다. 이에 따른 소유와 경영의 분리는 궁극적으로 대리인 문제를 발생시킨다. 수익 모델이 안정적이지 않고 창업자의 기술력에 대한 의존도가 높은 IT 벤처 기업에서 IPO 이후 대리인 문제는 더욱 증폭될 수 있다. 하지만 창업자의 입장에서 가장 심각한 도전은 지배권을 위협할 수 있는 블록홀더(Blockholder)의 출현과 경영간섭이다. 기술을 강조하는 창업자와 재무를 강조하는 투자자 사이의 대립은 많은 IT 벤처 기업들이 겪는 어려움이라고 할 수 있다. IPO 이후 대리인 문제는 사외 주주뿐만 아니라 사내 주주에게도 나타날 수 있다. IPO 직후 백만장자가 된 직원들은 열심히 일을 하지 않아도 부유한 생활을 즐길 수 있기 때문에 업무 의욕이 떨어질 수 있다. 또한 급여보다 더 큰 스톡옵션 때문에 업무보다 주가에 더 신경을 쓰는 부작용도 발생한다. 스톡옵션을 부여받지 못한 직원들이 느끼는 차별감과 열등감이 조직에 주는 부담도 큰 문제이다(Vogelstein and Lashinsky, 2004; Bennis, 2004).

경영진은 IPO 이후에도 지배권을 유지하기 위해 공개되는 주식이 다수의 소액주주들에게 분산될 수

있도록 하는 방법들을 선호한다. 첫 번째 방법은 공모가를 낮게 책정(Underpricing)하여 과도한 공모(Oversubscription)를 유도하는 것이다. 상장 시 발생할 이득(시장가와 공모가 간 차이)이 클수록 소액투자자가 몰려드는 경향이 있기 때문이다. 두 번째는 공모주의 차별적 할당이다. 공모주 할당 권한을 기업이 보유한 영국과 같은 나라에서는 대규모 매입을 원하는 기관투자자보다 다수의 소액투자자를 선호한다. 블록홀더의 출현을 막기 위한 이러한 방법 이외에도 경영진은 기업공개 과정에서 투자은행에 지급하는 수수료 등의 비용을 줄인다. 기업공개 이후에도 상당기간 지분을 유지하기 때문에 기업공개 과정에서 발생하는 비용을 최소화하려는 것이다(Alavi et. al., 2008).

그런데, 차등의결권을 활용하는 기업은 이런 방법들을 사용할 필요성이 줄어들게 된다. 의결권이 없거나 상대적으로 적은 주식만을 공개한다면, 소유권이 분산되더라도 기존 경영진의 지배권이 보장될 수 있기 때문이다. 이 경우 공모주를 저가로 책정하거나 기관투자자를 차별할 필요가 없다(Boulton, Smart, and Zutter, 2010). 더 나아가 차등의결권은 기업 공개 이후에도 주식 매입을 통한 인수합병(M & A)의 위협도 효과적으로 감소시키는 장점이 있다(Brennan and Franks, 1997).

구글의 공동 창업자들은 주주 평등권(또는 1주 1의결권)을 인정하지 않는 차등의결권(Dual Class)과 투자은행을 통한 수요예측(Book Building)이 아닌 경매(Auction)라는 비전통적인 IPO 방식을 선택해 기업지배구조의 안정성을 확보하는데 성공하였다. Class A 보통주(1주 1의결권)와 Class B 보통주(1주 10의결권)를 발행해 창업자와 고위 임원이 Class B 주식을 다수 보유함으로써 안정된 지배권을 유지하였다. 경매를 통해 소액투자자의 참여를 확대하고 IPO 비용을 최소화하였다.

이러한 구글 사례는 세 가지 중요한 함의를 갖는

다. 우선 2000년대 초반에 닷컴 거품이 붕괴한 직후 1,000명 남짓의 직원을 가진 신생기업이 당시까지 미국 역사상 25번째로 큰, 인터넷 기업으로서는 가장 큰 IPO를 성사시켰다는 점에서 구글 사례는 기업사적 의미를 가지고 있다. 상장 직후 구글의 시가 총액은 GM과 거의 비슷하였다(Delaney and Sidel, 2006). 둘째, 구글의 IPO 방식은 이후 상장된 주요 인터넷 기업들에 큰 영향을 주었다. 2011년 5월 링크드인(LinkedIn), 2011년 11월 징가(Zinga)와 그루폰(Groupon), 2012년 5월 페이스북(Facebook), 2014년 9월 알리바바(Alibaba)가 구글과 유사한 차등의결권 주식을 활용하여 기업공개를 하였다.²⁾ 마지막으로 구글 IPO 사례 분석을 통해 한국의 기업공개 제도 개선을 위한 시사점을 찾을 수 있다.³⁾

이하 내용은 다음과 같다. 2장에서는 구글의 기업공개 진행과정을 이해하기 위해서 기업공개 이전의 소유구조와 지배구조를 자세하게 소개한다. 3장에서는 구글의 기업 공개를 공모가 책정, 공모주 할당, 기업 공개 비용의 측면에서 살펴본다. 4장에서는 구글의 차등의결권이 기업지배구조에 주는 영향을 구체적으로 분석하였다. 동시에 IPO 당시 채택한 정관에서 부여한 권한에 따라 2014년에 발행된 Class C 보통주(1주 무의결권)가 소유구조와 지배구조에 미친 영향도 검토한다. 마지막으로 구글 사례가 주는 이론적 및 실천적 함의를 간단하게 요약한다.

II. 기업공개 이전 투자유치와 지배구조

벤처기업의 자금조달과 투자유치 방식은 성장 단계에 따라 달라지는 경향이 있다(Tannenbaum, 2006). <표 1>에 요약한 것처럼, 발아단계의 벤처기업은 창업자나 그 친척, 친구 또는 엔젤투자자에게서 투자를 유치한다. 창업 단계에서는 더 많은 투자가 필요하기 때문에 벤처 캐피탈 또는 금융기관으로부터 대출을 받는다. 성장단계에서는 기존 투자자들 또는 신규 벤처 캐피탈로부터 추가 투자를 요청한다. 마지막으로 기업공개 직전에는 기업공개에 소요되는 자금을 확보하기 위해 브릿지 금융(Bridging Finance)을 활용한다.

첫 번째 발아단계에서 구글의 공동 창업자들은 가까운 친지들에게 의존하였다.⁴⁾ 1995년 새로운 인터넷 검색 엔진을 개발에 성공한 래리 페이지와 세르게이 브린은 데이터 센터를 확대하는데 필요한 자원을 확보하기 위해 투자자들을 찾아 다녔다. 1998년 당시 스탠포드 대학 컴퓨터 공학과 대학원생이었던 이들은 가족, 친구, 엔젤 투자자들을 접촉하였다. 최초의 투자자는 데이비드 체리턴 스탠포드 대학교수가 소개해준 선마이크로시스템의 공동창업자인 안드레아스 본 벡톨샤임(Andreas von Bechtolsheim)이었다. 그로부터 즉석에서 10만 달러를 투자받은 공동창업자들은 브린의 친구이자 인텔의 엔지니어로

2) 알리바바가 홍콩증권거래소가 아닌 나스닥에 상장한 가장 중요한 이유들 중의 하나가 차등의결권 문제였다. 홍콩증권거래소와 달리 나스닥은 차등의결권을 허용하고 있다(Barusch, 2014).

3) 한국에서의 공개방식에 대해서는 강상구·강형철(2012)를 참조하라. 한국에서의 공개방식이 수요예측 방식으로 일원화되어 있지만 그렇다고 해서 한국에서의 수요예측 방식과 미국에서의 수요예측 방식을 동일한 것으로 간주한 것은 아니다. 미국의 경우 중간사(투자은행)의 영향력은 절대적인데 비해 한국에서의 중간사의 역할은 그렇지 않다(신인석·이관영, 2013). 우리나라에서는 2011년 개정 상법 이전에는 차등의결권과 같이 의결권을 제한하는 주식의 발행자체가 금지되어 왔다. 이후 보통주 이외의 종류주식의 발행이 허용되긴 하였지만 특별이해관계가 있는 주주의 의결권을 제한하는 여러 가지 규정을 두고 있다(김정호, 2014; 박철영, 2012; 문준우, 2012; 박양균, 2009; 윤영신, 2008). 공모예정금액이 50억 원 이상인 공모에 대해서는 경매는 허용되지 않고 있다. 수요예측은 우리사주조합 배정분과 일반청약자 배정분을 제외한 기관투자자 배정분을 대상으로 실시한다. 기관투자자로 한정하는 이유는 기관투자자가 일반 투자자에 비해 정보 수집력과 분석능력이 우수하므로 대표주관회사가 제시한 공모희망가격의 적정성을 일반투자자를 대신하여 검증할 수 있다는 데 있다(한국거래소, 2014: 42). 또한 한국에서 벤처기업의 공개사례에 대해서는 강효석·박남희(2003)를 참조하라.

4) 이하 내용은 Vise and Malseed (2005) 및 Levy (2011)에 의거하여 정리하였다.

〈표 1〉 벤처기업의 발전단계 및 수익상황 별 자금조달 유형

단계	수익상황	자금조달 방법	구글 사례
발아	R&D에 치중, 상품 판매 또는 수익이 없거나 극히 적음	창업자 본인, 친척, 친구 또는 엔젤투자가	1998년 9월 선마이크로시스템 공동창업자인 앤디 백톨사임과 스탠포드 교수 데이비드 체리턴, 엔젤투자자 람 슈리람 등의 100만 달러 투자
창업	완성품 검사 또는 상품 마케팅 자금수요가 수익보다 큼	벤처캐피탈 또는 금융기관 대출	1999년 세콰이어 캐피탈과 클라이너 퍼킨스 코펠드 & 바이어스의 2천5백만 달러 투자
성장	수익을 내기 시작, 실적을 바탕으로 한 추가 자금조달 가능	기존 투자자들의 추가 투자 또는 신규 벤처캐피탈	벤처 자본이 추천한 에릭 슈미트를 이사회 의장 및 최고경영자로 영입
IPO 전	수익성이 있으나 IPO를 위한 추가자금 수요가 큼	일종의 브릿지금융	유동성이 충분해 추가적 자금 유치 없었음

출처: 김갑래(2007) p. 131 〈표 1〉을 참고로 작성

일하던 수전 워지츠키(Susan Wojcicki)의 차고에서 창업하였다. 또한 그들은 제프리 울만(Jeffrey D. Ullman) 스탠포드 대학 교수를 통해 엔젤투자자 람 슈리람(Ram Shriram)을 소개받았다. 당시 최대 인터넷 업체였던 야후가 이들의 프로젝트에 소극적인 태도를 보여주자, 슈리람은 25만 달러를 직접 투자하였다. 이후 체리턴 교수도 10만 달러를 투자하였다.

두 번째 창업단계에서 구글은 유력한 벤처 자본으로부터 대규모 자금을 유치할 수 있었다. 구글 검색 엔진의 우수성이 인정받으면서, 1999년 6월 대표적인 벤처 캐피탈리스트인 세콰이어 캐피탈(Sequoia Capital)과 클라이너 퍼킨스 코펠드 & 바이어스(Kleiner Perkins Caufield & Byers)로부터 2,500만 달러의 투자를 받았다.

그런데 대규모 자금 유치는 공동 창업자들이 지배구조 문제를 심각하게 고민하게 만든 계기가 되었다. 왜냐하면 벤처 자본이 창업자들의 경영권을 제

약할 정도로 많은 지분을 요구했기 때문이다.⁵⁾ 공동 창업자들은 원천 기술과 영업 비밀의 보호의 측면에서 구글의 경영권 유지에 대한 많은 관심을 갖고 있었다. 이들은 회사의 지배권을 벤처캐피탈리스트에게 넘기게 되면 창업자의 비전과 혁신적 기술의 장기적 발전가능성이 훼손될 수 있다고 우려했다(Visc and Malseed, 2005). 공동창업자들의 지분 희석 우려를 해소하기 위해 세콰이어 캐피탈과 클라이너 퍼킨스 코펠드 & 바이어스는 각 1250만 달러 투자에 대해 각 10%의 지분만 확보하였다. 그럼에도 불구하고 투자는 지배구조에 중요한 변화를 가져왔다. 두 투자회사가 공동창업자들에게 회사의 경영권을 보장하는 대신 외부 전문경영인을 채용하도록 요구하였기 때문이다. 공동 창업자들이 외부 전문경영인을 영입하지 않자 세콰이어 캐피탈은 투자금의 회수를 요구하기까지 하였다. 결국 공동창업자들은 이들이 추천한 노벨(Novell)의 최고경영자이자 이사회 의장 에릭 슈미트(Eric Schmidt)를 구글의 CEO

5) 사실 벤처 자본에 내재된 네 가지의 장애요소들-불확실성(Uncertainty), 비대칭적 정보(Asymmetric Information), 벤처기업 자산의 성격(the Nature of Firm Assets), 금융시장 및 상품시장 상황(the Condition in the Relevant Financial and Product Markets)-을 고려할 때, 그 정도의 지분 요구를 비합리적으로 평가하기는 어렵다(Gompers and Lerner, 2006).

로 받아들였다.⁶⁾

배너가 아니라 클릭을 통한 광고방식을 개발했던 구글은 IPO 이전인 2001년부터 영업이익을 내는데 성공하였다. 2003년에는 연매출 9억 6,200만 달러에 1억 500만 달러의 수익을 냈다. 따라서 구글은 기업공개를 위해 브릿지 금융을 활용할 필요가 없었다. 그럼에도 불구하고 구글의 IPO 전망이 밝은 것은 아니었다. 2000년 대 초반 속칭 '닷컴 버블'이 꺼지면서 IT 벤처기업에 대한 투자 분위기가 악화되어, 유망하다는 평가를 받는 회사들조차 IPO를 연기하거나 취소하고 있었다(Karlgarrd, 2003). 또한 이런 상황과는 별개로 공동 창업자들은 IPO에 대해 부정적 인식을 갖고 있었다.

비상장 기업으로 남아있는 이점이 엄청났기 때문에 창업자들은 그것을 포기하는 것을 싫어했다. 그중에 최악은 경쟁자 마이크로소프트와 야후가 구글의 운영 범위에 대한 많은 세부적 정보는 물론 어떻게 구글이 수익성 있게 되었는가를 알 수 있다는 것이다. 그 정보가 공개된다면 경쟁은 더욱 치열해질 것이다... 많은 경우, 기업공개 의 좋지 않은 결과는 그 전에 자기 자동차를 살 수 없었던 수백 명의 직원들이 갑자기 백만장자가 됨으로써 집종과 초점이 시들해지기는 것이다. 그 다음에 또한 브린과 페이지를 둘러싸고 원치 않는 엄청난 유명세가 있을 것이다. 누구나 그들이 천만장자인 것을 알게 되면, 그들은 자신의 생활 방식과 가족의 안전을 걱정해야 할 것이다(Vice and Malseed 2005, 168-9)

하지만, 이러한 '숨기 전략'(Hiding Strategy)에는 근본적인 한계가 있었다. 무엇보다도 미국 증권거래법은 주주의 수가 500명을 넘는 기업의 재무제표를 공개한다는 규정이 있었다. 구글의 경우 유능한 기술자들과 관리자들을 유치하기 위해 종업원주제를 적극적으로 추진해왔기 때문에, 2004년 초

1,000명을 조금 초과하는 전체 직원 중 자사주를 보유한 직원 수는 500명을 이미 넘어서고 있었다.

이런 상황에서 창업자와 경영진은 IPO와 관련한 세 가지 방안을 검토하였다. 첫 번째 방안은 종업원들이 보유한 주식을 매수하여 주주의 수를 500명 미만으로 제한하고 IPO를 연기하는 것이다. 두 번째는 증권거래법에 따라 상장회사와 같이 재무제표를 공개하되 IPO를 하지 않는 방안이다. 세 번째는 IPO를 통해 재무제표를 공개하는 방안이었다.

그런데 첫 번째 방법은 미래의 높은 수익에 대한 기대 속에서 상대적 낮은 보수를 견디고 있는 종업원들의 이탈을 유발할 수 있었다. 즉 주식을 포기하는 대가로 높은 임금을 제공하지 않는다면, 종업원들이 만족할 수 없을 것이다(Schmidt, 2010: 109). 마이크로소프트가 본격적으로 견제하기 전에 구글의 사세를 확장시켜야 한다고 생각하고 있었던 최고경영자 슈미트는 핵심 역량을 가진 종업원들의 퇴사가 미칠 위험을 잘 알고 있었다(Vogelstein and Mero, 2003). 두 번째 방법은 종업원들뿐만 아니라 외부 투자자들도 선호하지 않았다. 세쿼이어 캐피탈과 클라이너 퍼킨스 코펠드 & 바이어스를 위시한 외부 투자자들은 IPO를 통한 이익의 실현을 강력히 원하고 있었다(Economist, 2004a). 결국 공동 창업자들은 IPO를 선택할 수밖에 없었다(Levy, 2011).

III. 안정된 지배구조를 위한 기업공개: 경매와 차등의결권

구글은 주간사에 IPO와 관련된 중요한 업무를 대행시키는 일반적인 방식을 그대로 따르지 않고, 자

6) 슈미트는 2001년 3월 구글 이사회 의장으로 취임하였고 9월에는 CEO가 되었다. 슈미트는 2011년까지 CEO 자리를 유지하다가 이후 창업자인 래리 페이지에게 CEO 자리를 넘기고 현재 상근 회장(Executive Chairman)을 하고 있다.

신만의 방식을 추진하였다. 구글의 독특한 기업공개 방식은 창업자인 브린과 페이지의 기업관을 반영한다. 공동 창업자들은 홈페이지에 게시된 서신을 통해 자신들의 기업관을 공표하였다.⁷⁾ 또한 구글은 안내서를 전용 홈페이지(www.ipo.google.com)에 올려놓고 누구나 볼 수 있게 하였다. 대부분의 기업공개에서 발행사와 주간사가 협의하여 작성한 안내서(Prospectus)는 우편을 통해 투자자들- 주로 기관투자자들-에게 발송된다. 따라서 안내서를 대중에게 공개한 것은 관심이 있는 누구나 기업공개에 참여할 수 있는 통로를 열어 놓았다는 의미를 갖는다.

기업지배구조의 측면에서 구글의 IPO 방식은 두 가지 측면에서 예외적이라고 할 수 있다. 첫째, 주간사(주로 월스트리트 투자은행)가 공모가를 산정하는데 중심적인 역할을 하는 수요예측 방식 대신에 구글이 직접 경매를 통해 공모가를 결정하였다. 둘째, 1주 1의결권을 갖는 Class A 보통주와 1주 10의결권을 갖는 Class B 보통주 등 두 가지 주식을 발행하고, Class A 보통주만 상장시킨 것이다.

3.1 수요예측 대 경매

일반적인 IPO의 경우 공모주의 가격과 수량은 주간사가 잠재적인 투자자들에게 조사하는 수요예측(Book Building)을 통해 결정된다.⁸⁾ 대부분의 기업들도 기업공개 시 수요예측방식을 선택했다. 수요예측이란 주식을 공모하는 회사가 주간사로 선정된 투자은행을 통해 공모주 청약을 받기 전에 공모 희망가액에 대한 수요 상황(가격 및 수량)을 조사하는 것이다. 공모희망 가격은 주간사가 기업의 본질 가치, 상대 가치 및 사업성 등을 고려하여 산정하며,

최종 공모가격은 투자자들로부터 받은 주문을 집계하여 정한다.

미국에서 수요예측 방식은 크게 주간사 선정, 증권거래위원회 등록 및 마케팅의 세 과정으로 이루어진다. 주식공개상장의 전 과정을 관장하는 대표 주간사는 보통 투자은행(한국의 경우에는 증권회사)이 담당한다. 기업공개는 1933년 제정된 증권법에 따라 증권거래위원회(SEC)의 규제를 받는다. 대표 주간사는 발행사에 대한 실사 후에 증권거래위에 주식공모 등록을 한다. 이후 주간사는 마케팅 과정에서 활용할 혼제청어(Red Herring)라고 불리는 예비 기재취지서를 발행한다. 그 이후 발행사와 주간사는 마케팅에 혼란을 줄 수 있는 정보를 공개하지 않는 휴지기(Quiet Period)를 갖는다. 마케팅은 보통 3~4 주에 걸쳐 투자설명회를 개최하여 기관투자자들에게 주식을 홍보하고 주문을 받는 것으로 이루어진다. 증권거래위의 승인을 받으면 주간사는 발행사와 함께 발행할 주식의 제안 가격(Offering Price)과 수를 결정한다. 개인투자자이건 기관투자자이건 간에 주식의 단기 매매를 막기 위해 주간사는 장기간 거래를 한 고객들에게 우선적으로 배정한다.

한편, 경매 방식은 발행사가 가장 적절한 공모가를 발견하려는 목적에서 이뤄진다. 공모가가 지나치게 낮거나 높은 경우 주식공개상장 후 발행된 주식에 대한 투매 또는 투기가 발생하는 문제가 왕왕 일어나는데 이를 예방하는 것이 주요한 목적이다. 또 경매 방식을 통해 투자은행이 주요 고객들에게 공모주를 사전에 배정하는 특혜(또는 불공정한 관행)를 지양할 수 있다. 주간사의 역할이 마케팅으로 제한되기 때문에 기업공개를 위한 거래비용 또한 줄어든다(Hild, 2008).⁹⁾

7) Google inc. (2004a), Form S-1 Registration Statement 이하 인용 시 페이지 수만 표시.

8) 수요예측과 경매 방식의 차이에 대해서는 Corr (2006): Anandis (2005): Hensel (2005) 참조.

9) 경매는 주식공개상장 후 시세조작과 같은 소송을 미연에 방지할 수 있다. 실제로 인터넷 거품 당시 공개한 회사들에 대해 310건의 소송이 제기되었다(Charpelle, 2004). 구글 이전에 대형 투자은행은 경매 방식을 통한 기업공개를 지원하지 않았다. 소규모 투자은행인 W.R 합브렛만이 1999년 이후 당시까지 경매를 통한 기업공개를 9건 성사시킨 적이 있다(Kite, 2004).

〈표 2〉 주식공개상장 방식 비교

	전통적 주식공개상장 (수요예측 방식)	경매 방식
가격결정 메커니즘 및 주식 배정	주간하는 투자은행이 조정	투자자들의 입찰을 통해 시장이 결정
주간사의 역할	주간사가 공모가를 정하고 마케팅을 하며 신청자가 적을 경우 주가를 지원	주간사는 마케팅을 하지만 가격 결정권은 갖지 않음. 거래 수수료가 저렴.

출처: Choo (2005: 417)

수요예측과 경매는 각각 장단점이 있다. 수요예측은 주간사가 주식공개상장에 필요한 중요한 과정을 대행해주기 때문에 발행사가 많은 역할을 해야 하는 부담을 지지 않는다. 주간사는 또한 주식공개상장 이후에 추가적으로 필요한 재원을 조달하는데 도움을 준다. 이런 책임과 부담 때문에 투자은행들은 대체적으로 연수익 2천만 달러, 순이익 1백만 달러 이상을 기록하고 공개 후 향후 5년간 성장잠재력이 있는 회사에 대해서만 기업공개를 대행한다. 이점을 감안하면 아직까지 대중적인 인지도가 낮고 주식공개상장 초반에 이익을 내기 어려운 벤처기업들에게 발행 주식을 전량 인수해 투자자들에 재판매해주는 주간사의 영향력은 결정적이다. 하지만 수요예측을 통한 공개방식에 따른 대가는 작지 않다. 발행사는 보통 30~50만 달러에 이르는 법률 및 회계 수입료를 주간사에게 지불해야 할뿐만 아니라 적어도 발행 주식의 7~13% 상당에 해당하는 대행비를 제공해야 한다. 또 주간사가 관행적으로 주요 고객들에게 일정 지분을 사전에 배정하는 특혜를 제공한다(Hess, 2005).

2004년 4월 29일 구글이 증권거래위원회에 등록서류를 제출할 때 구글은 수요예측 방식이 아닌 경매방식을 채택하였다. 5월 21일 골드만삭스, 씨

티그룹, 리만브라더스, 앨런 앤 컴퍼니(Allen & Company), JP 모건, UBS, WR 함브레트(WR Hambrecht)와 토마스 웨이젤 파트너스(Thomas Weisel Partners) 등 31개 주간사 명단이 발표되었고, 그 중 대표 주간사(Main Underwriter)로 모건 스탠리와 크레디트 스위스 퍼스트 보스턴이 지정되었다.¹⁰⁾ 7월 12일에는 나스닥에 상장하기로 결정하고, 26일에는 공모가를 106~135 달러 범위로 제시하였다. 7월 30일부터 8월12일까지 경매가 지속되었고, 18일에 공모가가 85달러로 최종 결정되었으며 다음 날부터 구글의 주식은 나스닥에서 거래되었다.

경매방식은 소액투자자들이 그들이 지불할 수 있는 주당 가격과 구매하기를 원하는 주식의 수를 입력함으로써 가격결정에 참여하는 것을 말하며, 최종 공모가는 공모하려는 모든 주식이 팔릴 수 있는 가장 낮은 가격으로 정해진다(Hensel, 2005). 가령 기업 측에서 IPO를 통해 공개하는 주식의 수가 10주이고, 투자자 A(3주 신청, 12만원 가격), 투자자 B(2주, 11만원), 투자자 C(3주, 10만 5000원), 투자자 D(2주, 10만 2000원), 투자자 E(10주, 10만원), 투자자 F(5주, 9만원)라면, 공모가는 10만 2000원으로 정해지고 이 가격에 투자자 A, B,

10) 투자은행들은 구글이 주간사에 아주 제한적인 정보만 제공하고 또한 이 정보를 사적이익을 위해 사용하지 않겠다는 신용장을 제출하라는 요구에 불쾌하게 생각하였다. 이 때문에 31개 주간사들 중 메릴 린치를 포함한 3개 투자은행이 주간사 자격을 포기했다(Sidel, 2004).

C, D에게 공모주가 배당되는 것이다.

당시 CEO였던 슈미트는 경매 방식을 선택한 이유를 두 가지로 설명하였다. 하나는 시세차익이 과도하게 대규모 기관투자자에게 집중되는 것을 막는 것이며, 다른 하나는 주가의 과도한 변동성을 예방하는 것이다.

보통 주간사 신디케이트와 관계된 대규모 기관투자자들만이 공모가에 대량으로 주식을 구입할 수 있으며, 이들은 며칠 후 많은 수익을 남기고 주식을 던져버린다. 구글은 이 방식이 옳지 않다고 생각했다. 우리는 더 투명하고 개방적인 무언가를 원했다. 우리는 사용자들이 참여할 수 있는 기회를 주고 싶었다. 우리는 전통적인 기관 구매자들뿐만 아니라 소액 투자자들에게 경매를 공개한다는 생각을 좋아했다...우리는 경매가 우리 주식에 대한 가격을 설정하는 전통적 방식보다 더 좋으며 우리 주가를 공개 후에도 안정적으로 유지하게 만들 것이라고 기대했다(Schmidt, 2010: 109).

실제로 인터넷 거품이 한창일 때 기업공개 주식의 대부분은 상장 첫 날 또는 첫 주에 공모가보다 많이 상승하였다. 가장 대표적인 사례가 네스케이프였다. 최초로 거래되던 날 주가가 공모가(27달러)의 167%인 75달러까지 급등하였다가 58달러로 마감되었다(Economist, 2004b).

또한 당시 IPO 과정에서 주간사의 역할에 대한 정치적 논란이 치열했다는 점도 공동 창업자들의 경매 결정에 영향을 미쳤을 것이다. 2002년 미국 의회에서 골드만삭스가 그간 관여한 기업의 공개와 관련해 특혜가 있었다는 지적이 나왔다. 1996년부터 당시까지 골드만삭스는 자사가 주간사로 참여하는 기업들의 공모주를 주요 거래 기업의 임원들에게 우선적으로 배정해 왔다. 이 중 이베이 최고경영자 맥 휘트먼과 야후 창업자의 제리 양은 골드만삭스로부터 100개 이상의 기업의 공모주를 배정받는 특혜를 누렸다. 이들은 주식공개상장 직후 주가가 상승하는 국면에 공모주로 배정받은 주식을 처분해 많은 이익

을 거뒀다(Randall 2002).

구글이 채택한 경매방식은 기존의 전통적인 방식과 달랐다는 점에서 금융시장으로부터 부정적인 평가를 받았다. 특히 기업공개 시장을 장악하고 있었던 월스트리트 투자은행들은 구글의 기업공개 방식을 금융시장의 전통과 권위에 대한 도전으로 받아들였다. “인터넷을 변화시키고 있는 구글이 이제 월스트리트를 뒤엎으려고 한다” (Delaney and Sidel, 2004; Delaney, 2005). 이런 맥락에서 구글의 주식공개상장은 ‘실리콘 밸리 대 월 스트리트의 대결’ ‘서부 이상주의 대 동부 월스트리트 기득권의 충돌’, 또는 ‘실리콘 밸리의 반기득권 태도’로 회자되기도 하였다(Delaney and Sidel 2006; Foremski, London and Waters 2004; New York Times, 2004).

무엇보다 가장 큰 불만은 경매방식을 채택함에 따라 주간사가 공모주식의 가격과 배분을 결정하는 역할이 대폭 축소된다는 점이었다. 역할이 축소되는 만큼 주간사가 받는 수입료도 줄어들 수밖에 없었다. 수요예측 방식의 기업공개는 경우 주식공개상장 총액의 약 7%를 수입료로 받는다. 물론 공모주식의 규모가 커질수록 비율은 조정될 수 있다. 당초 구글이 주간사에 보장한 최소 수수료는 1.75%였던 것으로 알려졌다. 낮은 수입료 때문에 2004년 최대 규모의 기업공개였음에도 불구하고 구글 기업공개에 대한 투자은행들의 참여도는 낮았다(Maestri, 2004). 기업 공개 후 시장조사기관 딜로직(Dealogic)의 분석에 따르면, 구글이 지불한 최종 수입료는 2.8%였다(Maestri and Baertlein, 2004). 투자은행들은 자신들의 주요 고객들에게 공모주를 배분하던 관례를 수행할 수 없다는 점에 대해서도 불만을 가졌다. 경매 방식은 대형 투자은행들과 기관투자자들의 특혜를 줄이는 효과를 갖는다(Economist, 2004c).

구글 경영진의 미숙함도 금융시장의 부정적 평가를 강화시키는데 기여했다. 구글의 공동 창업자가

〈Playboy〉와 가진 인터뷰가 경매기간 중 발간되었기 때문이다(Playboy, 2004). 이 기사 때문에 구글은 휴지기에 중요한 경영정보를 언론에 노출해서는 안된다는 증권법 5조(Section 5 of the Securities Act of 1933)를 위반했다는 제소를 당했다(Delaney, Zukerman and Sidel, 2004). 구글은 인터뷰 기사를 안내서에 첨부하는 방식으로 이 문제를 해결하였다. 증권거래위원회는 또한 기업 공개 전인 2001년 9월부터 2004년 7월 사이에 직원들과 컨설턴트들에게 부여된 8200만 달러 상당의 2300만 주의 스톡옵션을 정확하게 등록하지 않았다고 문제 삼았다(Dwyer, 2004).

3.2 1주 1의결권 대 차등의결권

1926년 1월 18일 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)가 무의결권 보통주(Non-Voting Common Stock)를 발행한 기업의 상장을 불허한 이후 1주 1의결권은 사실상 IPO 원칙으로 유지되어 왔다. 1970년대 이후 거래소간의 IPO 유치 경쟁이 격화되면서 차등의결권을 가진 주식을 발행하는 상장사들이 늘어나긴 했지만, 대부분의 IPO는 이 원칙을 따랐다(Special Study Group of the Committee on Federal Regulation of Securities, 2002: 1503-1506).

1주 1의결권은 주주민주주의의 핵심 원칙이다(Grossman and Hart, 1998). 이 원칙의 목적은 주주가 소유하고 있는 주식에 대한 의결권을 평등하

게 행사하는데 있다. 바꾸어 말하자면, 과도한 의결권이 소수의 지분을 가진 주주에게 부여될 경우, 나머지 주주들의 의결권이 사실상 무력화될 수 있다. 소수의 지분을 가진 일부 주주들이 지배권을 가지는 문제를 예방하기 위해서 의결권은 주식 소유 비율에 따라 부여되는 것이다. 물론 1주 1의결권이 항상 주주평등권을 보장한다고 볼 수 없다. 차등의결권이 없는 회사에서도 일정 비율을 넘어서는 지분을 가진 최대주주는 사실상 나머지 주주들의 의결권을 사실상 무효화할 수 있기 때문이다. 이런 문제를 예방하기 위해 일정 비율 이상의 주식을 보유한 대주주의 의결권에 상한을 두는 제도들이 등장하였다. 반대로 차등의결권은 경영권 방어, 신규 투자 유치, 전략적 제휴, 합작투자 등과 같은 상황에서 복잡한 이해관계를 조정하는 수단으로서 유용할 수 있다(김정호, 2014; 문준우, 2012).

IPO 이후 구글의 공동 창업자들이 차등의결권을 선택했던 이유는 투자자들에게 보낸 공개서신에서 확인할 수 있다. 이들에 따르면 IPO 이후 직면할 가장 중요한 문제가 단기 실적을 중시하는 외부 투자자들의 압력이다. 첫째, 단기에 실적을 올리기 위한 경영 전략이 장기적으로 회사 발전을 저해할 수 있다.

우리가 우리 사업의 장기적 경향을 논의할 수 있지만 전통적 의미의 실적 전망을 계획하지는 않는다. 우리는 우리 사업을 분기라는 협소한 범위 속에서 예측할 수 없다. 우리는 우리 임무가 우리 주주들의 이익을 증진시키는 것이라 인식하고 있으며 우리는 인위적으로 설정된 단기 목표치가 우리 주주들에게 좋지 않은 것이라고 믿

〈표 3〉 차등의결권 관행의 장단점

장점	단점
<ul style="list-style-type: none"> • 경영권 안정 • 장기적인 기업 가치 향상을 위한 장기적인 투자 유치 • 각 기업(특히 중소기업과 벤처기업)의 요구에 맞춘 지배구조의 설계 가능 	<ul style="list-style-type: none"> • 주주 평등권 위배를 통해 기존 주주의 이익 침해 • 무능한 창업주나 경영진의 경영권 방어 수단

는다. 우리는 이런 예상을 하라는 부탁을 받지 않았으면 한다. 만약 부탁을 한다면 우리는 정중히 거절할 것이다. 일련의 단기 목표에 주의를 분산된 경영진은 30분마다 저울에 올라가는 다이어트 하는 사람처럼 무의미하다. (p.ii)

둘째, 분기별로 투자자들을 만족할만한 실적을 계속해서 내기는 매우 어렵다. 이 때문에 많은 경영자들이 실적을 부풀리기 위해 회계를 조작하려는 유혹에 빠질 수 있다.

비공개기업으로서 우리는 장기적 전망에 집중해왔으며 이것은 우리에게 잘 맞았다. 공개된 기업으로서도 우리는 동일하게 하고자 한다. 우리 생각으로는, 분기별 시장 예측에 맞추라는 외부 압력이 너무 자주 회사들로 하여금 장기적 기회를 희생하게 만든다는 것이다. 때때로 이런 이력은 '분기별 실적에 맞추기' 위해 재무 결과들을 조작하게 만들었다... 많은 회사들이 수익을 분석가들의 예상에 맞추기 위한 압력에 놓여 있다. 그래서 그들은 자주 더 큰 그러나 예상할 수 없는 수익보다는 더 작지만 예상할 수 있는 실적을 받아들인다. 세르게이와 나는 이것이 해로운 것이라 생각하기에 우리는 반대 방향으로 가고자 한다.(pp.i-ii)

공동창업자들은 이 문제들의 근원에 주주 행동주의(Shareholder Activism)의 단기 실적주의가 있다고 간주하였다. 차등의결권은 IPO 이후 직면할 이 문제를 해소하기 위한 하나의 조치로서 도입되었다. "구글은 비공개회사로서 번영해왔다. 공개회사로서 우리는 차등의결권 구조가 많은 비공개기업의 장점들을 유지할 수 있게 할 것이라고 믿는다."(p.vi) 즉, 경영진이 주주들의 퇴임 압력을 받거나 적대적 인수합병을 당하는 것을 회피하기 위해서, 창업자들은 경영진이 충분한 의결권을 확보하는 것이 중요하다고 판단하였다.¹¹⁾

우리가 제공하는 Class A 보통주는 1주 1의결권을 가지고 있는 반면, 많은 현 주주들(구글 임직원들-역자)이 소유한 Class B 보통주는 1주에 10개의 의결권을 가지고 있다. 이런 구조의 주요 효과는 구글 주식의 주인이 바뀌더라도 우리 팀, 특히 세르게이와 내가 회사의 결정과 운영에 대한 중요한 통제권을 가지도록 할 것이다. 기업공개 후에 세르게이와 에릭 그리고 나는 구글의 의결권의 37.6%를 통제할 것이며 집단으로서 집행임원들과 이사들이 61.4%의 의결권을 가질 것이다. 새로운 투자자들은 구글의 장기적인 경제 미래를 완전히 공유하지만 의결권을 통해 전략적 결정에 영향을 미칠 수 있는 능력은 거의 없을 것이다(Page and Brin, 2004).

기업공개 당시 구글의 정관에 따르면 구글은 첫째, 차등의결권 보통주 구조(Dual-Class Common Stock Structure)를 도입하며, 둘째, 기존 이사회가 이사를 뽑을 권리를 갖고, 셋째, 주주는 집중투표(Cumulative Voting)를 할 수 없으며, 넷째, 주주가 이사 후보자를 이사회에 추천하기 위해서는 주총에 앞서 사전에 안건을 제출하여야 한다. 그리고 다섯째, 이사회는 주주의 사전동의 없이 미지정 우선주(Undesignated Preferred Stock)을 발행할 수 있으며 이것으로 이사회는 구글을 인수합병하려는 어떤 시도도 좌절시킬 수 있는 의결권, 또는 여타의 권리를 지닌 우선주를 발행할 수 있도록 하고 있다(Google Inc., 2004b).

IV. 기업공개 이후 안정적 지배구조의 유지: Class C 주식의 발행

구글의 창업자들의 비전통적인 IPO 방식- 특히 경매와 차등의결권 -은 대부분의 기관투자자들에게

11) 당시 창업자들이 참고했던 차등의결권을 가진 회사들은 버크셔 헤더웨이(Berkshire Hathaway)를 제외하면 모두 언론사- 뉴욕 타임즈, 워싱턴 포스트, 다투 존스 등 -였다.

매력적으로 보이지 않았다(Elgin, 2004; Barker, 2004). 당시 경매에 부정적이었던 투자은행들의 부정적 평가는 투자자들의 무관심으로 이어졌다. 예상했던 만큼 투자자들이 관심을 보이지 않자, 구글 경영진은 경매 종료직전인 8월 18일 공모가 범위를 106~135 달러에서 27% 내린 85~95달러로 확정했고, 결국 최종 공모가는 당초 예상했던 최고가인 135달러 보다 37% 낮은 85달러로 결정되었다. 공모가가 예상보다 낮게 책정되었기 때문에 구글의 주식공개상장은 당시에는 성공보다는 실패로 받아들여졌다(Delaney and Sidel, 2006). 대부분의 기관투자자들은 구글의 수익구조에 대해 유보적인 태도를 보이면서, 주가가 하락할 것으로 예상했다(Oster and Opdyke, 2004).

하지만, 당초 제시했던 공모예상가를 유지하지 못했다고 해서 완전한 실패라고 보기는 어렵다. 당시 미국 상장기업 중 주가가 100달러 이상이면서 하루에 만 주 이상 거래되는 주식 수는 열 개 남짓에 불과했고, 특히 나스닥 100 지수에서 주가가 90달러 이상인 주식은 없었다(Berkowitz, 2004). 또한 구글이 공개한 Class A 보통주는 의결권을 1개만 보유하기 때문에 의결권을 10개를 가진 Class B 주식 보다 아무래도 매력이 떨어진다는 점도 고려한다면 최종 공모가가 예상보다 낮아졌다는 사실은 놀랄 만한 일이 아니라고 할 수 있다.

상장 첫날 구글의 시장가는 공모가 대비 18% 상승한 \$100.34에 마감되었다. 공모 이후 상장 첫날 폭등했던 다른 IT 기업들과 비교해 볼 때 18% 상승은 아주 큰 폭의 상승이라 하기는 어렵지만 85달러라는 공모가가 경매로 정해진 가격이라는 점에서 이례적으로 보일 수는 있다. 하지만 이 또한 경매과정에서 경매에 참여한 투자자들이 써낸 평균 가격이 97 달러였다는 점에서 설명이 가능하다. 또한 구글의 주가가 상장 직후 25%(1주일), 67%(4주)의 가파른 상승세를 유지하였던 것은 초기 정보를 제대로

제공받지 못해 구글 주식을 매입하지 않았던 기관투자자들의 강한 수요가 뒷받침된 결과라고 할 수 있다. 야후나 이베이(e-Bay)에 비해 훨씬 강력한 현금흐름을 가진 것도 구글 주가의 지속적인 상승세를 설명할 수 있는 요인이다. 구글은 이후 주요 주주들에게 적용되었던 보호예수가 풀렸던 시점에도 특별한 주가의 하락을 겪지 않았다. 상장한 지 1년 3개월이 지난 2006년 1월 구글의 주가는 475.1달러까지 상승하면서 구글의 주식공개상장방식에 대한 부정적 시각은 긍정적으로 전환되었다. 그리고 그해 3월31일 구글의 Class A 주식이 Standard & Poor's 500 지수에 편입되었는데 그것은 이러한 구글 주식 상장에 대한 긍정적 분위기를 반영한다(Gelsi, 2006).

〈그림 1〉은 2004년 8월 상장 이후 최근까지 구글의 주가 변동폭을 나스닥 평균과 비교한 것이다. 2014년 4월 기존 주식(Class A, Class B) 1주당 새로운 주식(Class C) 1주가 분할 배당되었기 때문에 그림 속의 Class A 주식의 주가는 1/2로 나누어 표시되어 있다. 당초 공모가는 \$85달러였지만, 상장 첫날 \$ 100.34에 마감되었기 때문에 구글의 주가는 \$ 50.17에서 시작해 2014년 11월 25일 현재 \$549.23에 달하는 것으로 나타나 있다. 상장 이래 구글 주가는 913.14% 상승하였다. 동일한 기간 중 나스닥 평균이 170.78% 상승하였으니 구글은 5배 이상 빠르게 상승한 셈이다. 2014년 주식분할배당이 없었다면 현재 구글 Class A 주식의 주가는 \$ 1098.46(현재 구글 Class A 주가 X 2)로 계산된다. 실제 주식분할배당에 의해 주가가 변동되어 신고되기 전인 구글의 2013년 연례 보고서(Form 10-K)에 의하면 구글의 주가는 4분기 중 \$1121.00 까지 상승하였다(Google Inc., 2013: 21).

〈표 4〉는 구글이 미국증권거래위(SEC)에 제출한 2004년~2013년 말 연례 보고서(Form 10-K)와 분기 별 보고서(Form 10-Q)를 근거로 주식의 종

Google Inc (NASDAQ:GOOGL)

Add to portfolio

549.23 +1.75 (0.32%)
 Range 546.91 - 552.50 Div/yield -
 52 week 511.00 - 615.42 EPS 19.73
 Open 547.21 Shares 284.82M
 Vol / Avg. 0.00/2.11M Beta 1.17
 Mkt cap 369.34B Inst. own 83%
 P/E 27.84



출처: <http://www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AGOOGLE&ei=FaB1VKmnNI6skgXiyoCwDw>
 참고: 오른쪽 단위는 주가 상승률. 그래프는 증가 기준. 위줄은 구글 Class A, 아래 줄은 나스닥 평균.

<그림 1> 구글 Class A 주식 vs. 나스닥 평균 주가 상승률

류 별 발행 총수와 창업자들의 의결권을 정리한 것이다. IPO 직후 40.1%였던 창업자들의 지배권은 1년 후인 2005년 말 69%로 상승해 정점을 찍은 후 지속적으로 하락하여 2014년 9월 말 현재 60.8%로 줄어들었다. 이 또한 우호지분을 포함한 것이기 때문에 창업자들의 지배권은 이보다 많이 낮아진 것으로 보인다. 창업자들의 지배권이 IPO 이후 초기 오히려 증가한 것은 임직원들과 IPO 이전 초기 투자자들이 보유하고 있던 Class B 주식을 현금화함에 따라 Class B 주식의 발행 총수 자체가 줄어들어 Class B 주식 중 창업자들의 보유 비중이 높아진 때문이다 (2004년 3분기 말: 41.0% → 2005년 말: 84%). 이후 창업자들의 지배권이 하락한 것은 Class B 주식 중 창업자의 보유비중은 여전히 늘어나고 있었지만 그보다 빠른 속도로 Class A 주식이 추가 발행되었기 때문이다. 이에 따라 2004년 3분기 말

에는 전체 주식 중 Class B 주식의 비중이 78.8% (215,558,768주/273,415,950주)였던 것이 2014년 10월에는 16.0%(54,210,195주/339,026,379주)로 줄었다. 이에 따라 Class B 주식을 전부 소유할 경우 행사할 수 있는 지배권의 비중도 97.4%에서 65.6%로 줄어들게 되었다. 이런 배경 하에서 추가적인 지배권의 희석을 방지하고 창업자들 스스로 보유 주식을 현금화하기 위한 방안으로 창업자들은 의결권이 없는 Class C 주식 보통주를 발행하게 된다.

2004년 기업공개에서 나타난 창업자들의 안정적 지배권 확보 노력은 지난 2014년 4월의 Class C 보통주(주당 무의결권, 여타 권리는 동일)의 성공적 발행을 통해 더욱 강화된다. Class C 주식의 발행은 IPO 당시 이사회에게 차등의결권 발행의 권한을 부여한 정관을 마련하였기 때문에 가능한 일이었다. 2012년 4월 12일 구글은 이사회 결의를 거쳐 새로

〈표 4〉 창업자들의 보유 지분과 지배권의 변화

출 처	창업자/ 임원/ 이사 (소속사 포함) ¹⁾	창업자들과 에릭 슈미트	구글 발행 주식 총수 ²⁾
2004. 2분기 말 (IPO 前) 10-Q	Class B 주식 중 84.8% (83.6%의 의결권) ³⁾	Class B 주식 중 38.1% (37.6%의 의결권)	(2004. 7. 31 기준) Class A: 12,398,854 Class B: 162,861,743 우선주: 79,099,884 ⁴⁾
2004. 3분기 말 (IPO 後) 10-Q	Class B 주식 중 67.6% (66.0%의 의결권)	Class B 주식 중 41.0% (40.1%의 의결권)	(2004. 10. 31 기준) Class A: 57,857,182 Class B: 215,558,768
2004년 말 10-K	Class A와 B를 포함해 68.2%의 의결권	Class B 주식 중 49.8% (47.2%의 의결권)	(2005. 3. 28 기준) Class A: 114,754,458 Class B: 162,594,769
2005. 3분기 말 10-Q	Class A와 B를 포함해 79.2%의 의결권	Class B 주식 중 83% (69%의 의결권)	(2005. 10. 31 기준) Class A: 199,502,630 Class B: 96,045,503
2005년 말 10-K	78%의 의결권	Class B 주식 중 84% (69%의 의결권)	(2006. 2월 말 기준) Class A: 207,095,945 Class B: 90,141,280
2006년 말 10-K	73%의 의결권	Class B 주식 중 85% (66%의 의결권)	(2007. 2. 23 기준) Class A: 230,097,376 Class B: 80,859,822
2007년 말 10-K	70%의 의결권	Class B 주식 중 88% (67%의 의결권)	(2008. 1. 31 기준) Class A: 236,750,181 Class B: 76,628,707
2008년 말 10-K	71%의 의결권	Class B 주식 중 90% (68%의 의결권)	(2009. 1. 31 기준) Class A: 240,289,384 Class B: 75,004,374
2009년 말 10-K	70%의 의결권	Class B 주식 중 90% (68%의 의결권)	(2010. 1. 29 기준) Class A: 243,872,592 Class B: 74,106,699
2010년 말 10-K	- ⁵⁾	Class B 주식 중 91% (67%의 의결권)	(2011. 1. 31 기준) Class A: 250,869,074 Class B: 70,653,031
2011년 말 10-K	-	Class B 주식 중 92% (66%의 의결권)	(2012. 1. 19 기준) Class A: 257,960,636 Class B: 67,175,694
2012년 말 10-K	-	Class B 주식 중 92% ⁶⁾ (65%의 의결권)	(2013. 1. 23 기준) Class A: 267,500,149 Class B: 62,163,063
2013년 말 10-K	-	Class B 주식 중 92.2% ⁶⁾ (61.7%의 의결권)	(2014. 1. 31 기준) Class A: 279,883,488 Class B: 56,167,343
2014년 2분기 말 10-Q	-	Class B 주식 중 92.5% (61.1%의 의결권)	(2014. 7. 17 기준) Class A: 283,356,281 Class B: 54,825,710 Class C: 339,209,995
2014. 3분기 말 10-Q	-	Class B 주식 중 92.5% ⁶⁾ (60.8%의 의결권)	(2014. 10. 16 기준) Class A: 284,816,184 Class B: 54,210,195 Class C: 339,339,275

출처: 구글의 연례 보고서(Form 10-K) 및 분기 보고서(Form 10-Q) 각 호

참고: 1) 이사 중 일부는 벤처캐피탈의 대표. 이 경우 벤처캐피탈 소유 지분을 포함. 2) 직원은 포함. 소속사는 포함되지 않음. 직원과 소속사를 모두 포함하지 않을 경우 의결권은 61.4%. 3) 주식 발행총수의 기준 일자 는 해당 보고서 발행기준 일자로부터 대략 1~3개월 후. 가령 2004년 3분기 말 보고서에 나타난 구글의 총 주식 수는 2004. 10. 31 기준임. 4) 상장 전 우선주는 상장을 전후해 Class A 주식과 Class B 주식으로 전환. 5) 2010년 이후 구글은 전체 Class B 주식 중 임직원이 보유한 주식의 비중과 해당 의결권 비중을 밝히지 않고 창업자들과 에릭 슈미트가 보유한 주식의 비중만을 밝히고 있음. 6) 2012년 이후 연례보고서에서 구글은 우호지분을 포함한 창업자들과 에릭 슈미트가 보유한 주식의 비중을 밝히고 있음.

은 주식구조 계획을 발표하였다. 이에 따르면 새로운 종류의 무의결권 주식을 만들고 기존 주주에게 나눠 줌으로써 사실상 주식을 분할하는 것'이며 이 조치는 '종업원에게 보상하거나 지배권의 약화 없이 M&A에 필요한 주식을 발행하기 위한 것'이었다. 구글 창업자인 래리와 세르게이는 2010년부터 2014년까지 5년간 자신들이 보유한 주식을 처분하여 현금화한다는 계획을 이미 밝혔다. 2010년 1월 구글이 미 증권거래위에 제출한 공시 서류에 의하면 창업자 두 사람은 향후 5년간 각 500만 주의 Class B 주식을 매도할 예정이며 이에 따라 2014년이 되면 두 사람의 의결권은 48% 이하로 떨어지게 된다는 내용이 있다(Yarow, 2012). 보도에 의하면 당시 래리와 세르게이는 Class B 보통주 약 5,770만주를 보유하고 있는데 이는 구글의 당시 주식 자본금 기준으로 18%에 해당하며, 의결권 기준으로는 59%에 해당된다. 두 사람이 각 5백만 주의 Class B 주식을 Class A 주식으로 전환시켜 시장에서 매도하면 그들의 보유 주식수는 4,770만주이며 이는 자본금 기준으로 구글의 주식 중 15%에 해당되고 의결권 기준으로 약 48%에 해당된다. 2009년 현재 구글의 CEO 에릭 슈미트가 9.5%의 의결권을 보유하고 있기 때문에 슈미트의 도움을 받으면 창업자들의 지분은 2014년 이후에도 50%를 넘을 수 있지만 구글은 지속적으로 창업자 두 사람이 논의하여 기업의 장기 정책을 결정해왔다는 점에서 구글 창업자의 지배권이 과반수 이하로 하락한다는 것은 구글의 기존 지배구조가 흔들릴 가능성을 내포한다고 할 것이다.

아무튼 이런 배경 하에서 2012년 4월 구글의 이사회는 의결권이 없는 새로운 종류의 주식인 Class C 주식의 발행을 결의한다. 이사회 결의안은 2012년 6월 21일에 열린 구글의 주주총회에서 통과되었고, 2014년 구글의 2014년 3월 27일 현재 주주장부상 주주에게 2014년 4월 2일에 배당금 형태로 Class C 주식을 지불하는 방식이었다(Google Inc.

2013: 76). 하지만 구글이 발표한 Class C 주식 발행계획은 극심한 논란을 불러 일으켰다. 무엇보다 Class C 주식은 구글의 창업자들이 어떤 대가도 지불하지 않고 본인이 원하는 한 영속적으로 구글을 지배할 수 있는 수단이 된다는 점에서 논란이 되었다. 2013년 4월 주총에서 Class A 주식 보유자 중 구글 창업자들과 이사, 그리고 구글 임직원을 제외할 경우 단지 12.7%만이 Class C 주식의 발행을 찬성하였고 나머지는 반대하였다. 하지만 표결 결과는 Class B 주식을 보유한 창업자 쪽의 승리였다. 당시 Class B 주식의 의결권과 Class A 주식의 의결권을 같게 하자는 '주주평등권(Equal Shareholder Voting)' 안건은 찬성이 1억 8000만 표에 달했으나 차등의결권을 보유한 창업주 등의 반대(5억5100만 표)에 부딪혀 부결되었다(Summers, 2014).

2013년에는 주주집단 소송도 제기되었다. 미국 델라웨어주 채서리 법원에 제기된 주주집단 소송에 의하면 소송 이유는 "구글 이사회 멤버들이 Class C 주식을 발행하기로 결정하였는데 이는 이사로서의 기업에 대한 신의성실의무(Fiduciary Duties)를 저버린 것이고, 또한 이들의 자리가 창업자인 브린과 페이지의 지속적인 호의에 의존하고 있다는 점에서 이들의 결정은 이해관계의 충돌을 야기하고 있기 때문"(Solomon, 2013)이라는 것이었다. 이러한 주장은 상당히 일리가 있는 것으로 평가되었고 무엇보다 델라웨어 법원은 하나의 원칙을 갖고 있는데 그것은 기업을 지배한다는 것은 무언가 가치를 갖는 일이고 그것에 대해 대가를 지불해야 한다는 것이었다. 그럼에도 불구하고 Class C 주식의 발행계획은 창업자에게 그렇지 않은 경우에 비해 오랜 기간 동안 지배권을 유지할 수 있도록 하지만 그것을 위해 그들은 아무 것도 지불하지 않는다는 것이다. 때문에 집단소송 원고의 주장은 상당한 이유가 있는 것으로 받아들여졌으나 재판 직전 구글과 원고 측 변호인은 합의를 하였다.

합의 내용의 핵심은 새롭게 발행하는 Class C 주식의 가치와 기존 Class A 주식 가치 사이에 발생할 수 있는 어떠한 차이에 대해서 보상할 수 있는 구조를 마련한다는 것이었다. 이러한 합의의 전제는 의결권을 전혀 갖지 못한 Class C 주식은 Class A 주식에 비해 디스카운트되어 거래될 것이라는 생각에 기반하고 있었다. 그 내용은 Class C 주식의 발행일로부터 1년 후 “만약 C 주식이 A 주식에 비해 1% 이상 2% 미만의 가격에 거래가 된다면 차액의 20%를, 2% 이상 3% 미만이라면 차액의 40%를, 3% 이상 4% 미만의 디스카운트가 발생한다면 차액의 60%를, 4% 이상 5% 미만의 디스카운트가 발생한다면 80%를 그리고 5% 이상의 디스카운트가 발생한다면 A 주식과 C 주식 간 격차 중 5%까지 전액을 보상한다”는 것이다. 합의 내용 중 또 다른 중요한 부분은 창업자들이 Class C 주식을 매도하는 것을 어렵게 한 것이다. 만약 이들이 분할 배당된 Class C 주식을 매도하려면 동일한 양의 Class B 주식도 매도해야(물론 Class A 주식으로 변환시켜) 한다는 것이다. 다시 말해 직원들에 대한 보상이나 M&A 재원을 위해 신규 주식(Class C 주식)을 발행할 경우, 지배권의 희석이 나타나지 않지만

현금으로의 유동화를 위해 창업자 자신들이 보유한 주식을 매도할 경우에는 지배권의 희석이 불가피하다는 내용이었다(Solomon, 2013). 아무튼 이 합의 결과로 구글 창업자들의 지배권 유지를 위한 Class C 주식의 발행 의도는 100%는 아니지만 상당 부분 관철되게 되었다. <그림 2>는 구글의 Class C 주식의 상장 후 주가변동 그래프이다. 2014. 11. 25 현재 Class C 주식의 마감가는 \$540.37달러이며 의결권을 지닌 Class A 주식의 가격 \$549.23과 거의 차이가 없다는 점에서 Class C 주식의 발행은 성공적이었다고 평가할 수 있다.

V. 합의

이 연구는 구글 창업자들의 지배권 유지의도가 어떻게 2004년 IPO와 2014년 주식분할배당을 통해 관철되고 있는지를 살펴보았다. 구글 IPO의 특징은 구글이 주도하는 경매방식을 통해 공모가를 결정하는 것과 차등의결권의 발행이었다. 전통적으로 기업들이 행하는 공모가 결정방식은 월스트리트 투자는



자료: <http://data.cnbc.com/quotes/GOOG/tab/2>

참고: 단위는 달러. 그래프는 증가 기준, 그래프 하단은 거래량(단위: 천)

<그림 2> Google Class C 주식의 상장 후 주가변동

행이 주도하는 수요예측 방식이다. 하지만 구글은 경매방식을 선택하여 무엇보다 투자은행들에게 지불하는 수수료의 수준을 낮춰 기업공개 비용을 줄였고, 공모가의 과도한 저가책정도 피할 수 있었다. 구글은 또한 기업의 정보를 대중들에게 공개함으로써 상대적으로 다른 기업공개에 비해 투자은행들을 차별하였고 결과적으로 그렇지 않은 것에 비해 개인투자자들의 많은 참여를 유도할 수 있었다. IPO를 투자은행이 주도하지 않고 구글이 주도함에 따라 투자은행이나 그들과 친분이 있는 투자자들이 누리왔던 공모주의 특권적 배정과 이에 따른 '단기 수익실현 후 매도 (Flipping)'를 막을 수 있었다.¹²⁾

구글은 Class A 주식(1주 1의결권)과 Class B 주식(1주 10의결권)을 발행하여, Class A 주식만 나스닥(Nasdaq)에 상장시키고 Class B 주식은 공개하지 않았다. 구글의 비전통적 기업공개 방식은 2014년 3월 주식분할배당에도 반영되었다. 의결권을 지니지 않은 Class C 주식의 발행을 통해 구글의 창업자와 경영진은 지배권의 추가적인 분산을 최소화하며 인력 유치와 M&A 재원을 확보할 수 있었다.

구글 사례가 가지는 이론적 함의는 <표 5>로 요약될 수 있다. 저가책정과 관련해 대표적인 연구인 Brennan and Franks(1997)에 의하면 지배권에 관심이 있는 소유경영자는 기업공개 공모가를 낮게 책정하여(Underpricing) 과도한 공모주 매입

(Oversubscription) 붐을 유발하고 공모주 할당에 있어서 소액투자자를 선호한다. 하지만 세계 각국 기업들의 기업공개에 대한 Boulton, Smart, and Zutter(2010)의 연구에 따르면 차등의결권을 지닌 기업의 경우 기업공개에도 불구하고 지배권의 도전을 받지 않기 때문에 공모가의 저가 책정이나 공모주 할당에 있어 소액투자자를 선호할 필요성이 없는 것으로 지적되었다. 구글의 경우를 보면 차등의결권을 발행함에도 불구하고 소액투자자를 선호하였으며 공모가 책정에 있어서는 저가책정을 피하려 하였다. 물론 월스트리트 은행의 냉담함과 기업의 실수 등으로 말미암아 결과적으로 저가책정을 피했다고 단언하기는 쉽지 않다. 구글은 경매방식의 채택을 통해 기업공개 비용을 확실하게 줄일 수 있었다.

구글 사례의 실천적 함의도 무시할 수 없다. 구글은 기술이 풍부하지만 자본이 적은 벤처기업이 안정적인 지배구조를 다른 무엇보다 중요한 가치로 두는 것을 잘 보여준다. 그리고 이러한 태도는 구글 이후 성공적인 IPO를 한 IT 벤처기업들에 의해 공유되고 있다. 구글 이래 미국 나스닥에서 상장된 링크드인, 그루폰, 징가, 페이스북 등은 1주 1의결권 보통주 이외에 1주 10의결권(링크드인과 페이스북), 1주 7의결권과 1주 70의결권(징가), 1주 150의결권(그루폰) 보통주를 발행하고 이를 창업자와 경영진이 보유하는 방식으로 지배구조의 안정성을 꾀하고 있

<표 5> 구글 IPO의 이론적 함의: 공모가 책정, 공모주 할당, 공모 비용

구분	공모가 책정	공모주 할당	공모 비용
1주 1의결권 IPO ¹⁾	저가 선호	소액투자자 선호	비교적 낮음
차등의결권 IPO ¹⁾	저가 필요성 없음	소액투자자 선호 없음	-
구글 IPO	경매	소액투자자 선호	낮음

참고: 1) 여기서 1주 1의결권 IPO와 차등의결권 IPO의 특징은 선행논문 분석에 근거

12) Flipping은 말 그대로 시장가 대비 저가로 책정된 공모주를 대거 인수하여 상장 후 공모가 대비 높게 형성된 시장가로 공모주를 팔아버려 이익을 챙기는 것을 말한다. 이를 통해 월스트리트 투자은행들과 이들로부터 공모주를 할당받은 주요 투자자들은 많은 수익을 얻을 수 있었다.

다. 알리바바는 파트너십을 구성하는 30명이 이사회 의 절대다수를 선출하는 권한을 지닌 차등의결권을 보유하고 있다.

IPO에도 불구하고 기존 창업자와 경영진의 지배권을 유지할 수 있게 하는 차등의결권은 해외에서는 널리 사용되고 있는 제도이다. 모건스탠리 캐피탈 인터내셔널지수(MSCI)에 속한 미국 기업 524개 중 55%가 특정 주주에게 비대칭적인 권리를 주고 있다(Economist, 2014). 유럽의 경우 광범위하게 차등의결권이 활용되고 있고, 아시아에서도 일본은 5년 전 차등의결권을 허용해 해외 기술기업들의 일본 증시 상장의 인센티브를 제공하고 있다. 알리바바의 홍콩상장 무산이후 홍콩 증권거래소는 상장기업의 차등의결권을 허용하는 방향으로 제도를 고치고 있다(Yang, 2014).

50% 이상의 지배권을 유지할 수 있을 만큼의 차등의결권에 대한 허용이나, 공모가 선정을 위한 경매방식의 선택, 그리고 투자자 별 공모주 배정의 차별 등은 한국에서는 가능하지 않은 방식이다. 획일적인 공개방식은 기업으로 하여금 지배권 유지라는 현실적인 이해관계를 위협함으로써 기업 중 상당수가 기업공개 자체를 미루게 되는 결과를 초래해 주식시장의 발전을 저해한다.¹³⁾ 순환출자라는 다른 나라 기업에서 보기 어려운 독특한 기업 간 연결고리가 형성되어 있는 것도 지배권 유지의 방법이 부족한 데서 일부 기인한 것이라 할 것이다. 때문에 기업공개 시 발생하는 지배권 유지의 어려움을 완화시킬 수 있는 다양한 방법을 선택지로 제공할 수 있도록 기업공개 제도의 변화를 검토해야 할 것이다.

참고문헌

- 강상구, 강형철(2012), "상장공모(IPO) 시장에서 기존 주주의 투자자금 회수전략: 만도의 구조매출 사례," *Korea Business Review*, 16(4), 141-164.
- 강효석, 박남희(2003), "엔씨소프트의 공모주 가치평가 사례," *Korea Business Review*, 7(1), 131-152.
- 강희갑(2004), *회사법강의: 판례, 사례, 학설 중심*, 서울, 책과 사람들.
- 김갑래(2007), "구글의 창업에서 기업공개에 이르는 과정에 관한 고찰," *상사판례연구*, 20, 127-178.
- 김용기(2006), *각국 기업지배구조의 결정요인 비교: 경로의존성과 정치 역사적 특수성*, 한국경제연구원.
- 김정호(2014), "차등의결권 주식의 도입가능성에 대한 연구," *경영법률*, 24, 129-164.
- 문준우(2012), "차등의결권주식을 상법에 도입하여야 하는 이유 및 도입 방법," *상사법연구*, 31, 243-269.
- 박양균(2009), "차등의결권 제도의 경제학적 분석," *규제연구*, 18, 143-172.
- 박철영(2012), "종류주식의 활용과 법적 과제: 의결권제한 주식을 중심으로," *기업법연구*, 25, 9-42.
- 신인석, 이관영(2013) "한국 코스닥 신규공모시장에서 수요예측제도의 정보생산가능 평가," *경영학연구*, 42(3), 646-672.
- 윤영신(2008), "1주 1의결권 원칙과 차등의결권 원칙에 대한 검토," *상사법 연구*, 28, 203-241.
- 최원기(2004), *기업법 개설*(제7판), 서울, 박영사.
- 한국거래소(KRX)(2014), *2014년 KRX 상장심사 가이드북*, 모스튜디오디자인.
- 한국경제신문(2013), "상장가능 6220社, 올 IPO는 13개 뿐... 알짜기업들 증시 입성 외면," 6월 12일자.
- Alavi, Arash, Pham, Peter Kien, and Pham, Toan My.(2008), "Pre-IPO ownership structure

13) 한국경제신문이 2013년 한국거래소 및 한국상장회사협의회와 함께 자산 100억원 이상 외부감사 대상 비상장기업 1만6833개의 실적을 전수 조사한 결과 무려 36.9%에 해당하는 6226개사가 상장 재무요건을 충족하였음에도 불구하고 상장하지 않는 것으로 나타났다. 기업들이 꼽는 비상장의 이유 중 하나는 오너 지분율의 저하와 이에 따른 적대적 인수합병에 대한 우려인 것으로 분석되었다(한국경제신문, 2013).

- and its impact on the IPO process," *Journal of Banking and Finance*, 32, 2361-2375.
- AnandIs, A. I.(2006), "Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?," *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 11.
- Barker, R.(2004), "The Key Word in Google' IPO: Risky," *Bloomberg BusinessWeek*, 9 August.
- Barusch, R.(2014), "Alibaba's Structure v. Dual Class - the Bottom Line," *Wall Street Journal*, 23 October.
- Bennis, W.(2004), Google's Growth Engine, CIO Insight, June.
- Berkowitz, B.(2004), "Google IPO Could Value Company at \$36 Billion," *Reuters News*, 26 July.
- Bloomberg Businessweek*(2004), "Democracy and Control in Google's IPO," 30 April.
- Boulton, T.J., Smart, S.B. and Zutter, C.J.(2010), "IPO Underpricing and International Corporate Governance," *Journal of International Business Studies*, 41, 206-222.
- Brennan, M. J., and Franks, J.(1997), "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK," *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- Buck, Tobias(2005), "Brussels Take up Arms for 'One Share, One Vote': Equality in Equity," *Financial Times*, 18 October.
- Chapelle, T.(2004), "In Google, Vindication," *OnWallStreet*, December.
- Choo, E.(2005), "Going Dutch: The Google IPO," *Berkeley Technology Law Journal*, 20, 405-441.
- CNBC(2014), "Google's Quote," <http://data.cnbc.com/quotes/GOOG/tab/2>, [Accessed 26 November 2014].
- Corr, T. A.(2006), "Dutch Auction versus Book-Building IPOs: A Google Perspective," *Financialier*, 13/14, 19-37.
- Delaney, K. J.(2005), "Feeling Lucky: Google IPO Revisited," *Wall Street Journal*, 16 September.
- Delaney, K. J. and Sidel, R.(2004), "Google IPO Aims to Change the Rules," *Wall Street Journal*, 30 April.
- Delaney, K. J. and Sidel, R.(2006), "Engine Trouble: How Miscalculations and Hubris Hobbled Celebrated Google IPO," *Wall Street Journal*, 19 August.
- Delaney, K. J., Zuckerman, G. and Sidel, R.(2004), "Google IPO May Face New Hurdle: Co-Founders' Playboy Interview Could Raise Issues With SEC Over 'Quiet-Period' Regulations," *Wall Street Journal*, 13 August.
- Dwyer, P.(2004), "The SEC Could Still Slap Google," *Business Week*, 19 August.
- Economist*(2004a), "Up for Grabs," 8 May.
- Economist*(2004b), "Google This: Reality Check," 30 April.
- Economist*(2004c), "A Cartel-Buster," 8 May.
- Economist*(2014), "Shareholder Rights, Out of Control," 20 September.
- Elgin B.(2004), "Taking a Gander at Google," *Bloomberg BusinessWeek*, 23 August.
- Foremski, T., London, S. and Waters, R.(2004), "Google and the Establishment Set to Clash: West Coast Idealism," *Financial Times*, 1 May.
- Gelsi, S.(2006), "Two Years Ago, All Eyes Were On Google IPO, Including SEC's," *Wall Street Journal*, 19 August.
- Gompers, P. and Lerner, J.(2006), *The Venture Capital Cycle*, Cambridge: MIT Press.
- Google Inc.(2004a), "Form S-1 Registration Statement," <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm> [Accessed 25 June 2014].
- Google Inc.(2004b), "Form 10-K Annual Report for

- the Fiscal Year ended December 31, 2004," https://investor.google.com/documents/2004_google_annual_report.html [Accessed 25 June 2014].
- Google Inc.(2004c), "Form 10-Q/A," http://investor.google.com/documents/20040630_google_10_Q.html [Accessed 25 June 2014].
- Google Inc.(2012), "Code of Conduct," <http://investor.google.com/corporate/code-of-conduct.html> [Accessed 25 June 2014].
- Google Inc.(2013), "FORM 10-K," <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000128877614000020/goog2013123110-k.htm> [Accessed 15 November 2014].
- Grossman, S. J. and Hart, O. D.(1988), "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Hensel. N.(2005), "Efficiency in IPO Issuance Processes?," *Business Economics*, 40, 55-66.
- Hess, B. M.(2005), "Google, Inc: The Dutch Auction Approach as an Alternative to Firm Commitment Underwriting," *Duquesne Business Law Journal*, 7, 89-109.
- Hild, M.(2008), "The Google IPO," *Journal of Business & Technology Law*, 3, 41-59.
- Karlgaard, R.(2003), "IPO Winter," *Forbes*, 12 May.
- Kite, S.(2004), "Google Goes Dutch, Rocking IPO Sector," *Bank Technology News*, 1 August.
- Levy, S.(2011) *In the Plex: How Google Thinks, Work, and Shapes Our Lives*, New York: Simon & Schuster.
- Loughran, Tim, Jay R. Ritter, and Kristian Rydqvist (1994) "Initial public offerings: International insights," *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Maestri, N.(2004), "Fewer Banks on Board to Participate in Google IPO," *Reuters News*, 26 July.
- Maestri, N. and Baertlein, L.(2004) Venture capitalists studying Google IPO for ideas. *Reuters News*, 26 August.
- New York Times(2004), "Google Goes Public," 20 August.
- Oster, C. and Opdyke, J. D.(2004), "Is Now the Time To Buy Google?" *Wall Street Journal*, 19 August.
- Page, L. and Brin, S.(2004), "Founders' IPO Letter," <http://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html> [Accessed 25 June 2014].
- Playboy(2004), "Interview: Google Guys," September.
- Randall S.(2002), "Goldman Gave Hot IPO Shares to Top Executives of Its Clients," *Wall Street Journal*, October 3.
- Schmidt, E.(2010), "Google's CEO on the Enduring Lessons of a Quirky IPO," *Harvard Business Review*, May-June.
- Sidel, R.(2004), "Adviser Backlash Brews Over Google IPO Deal: Bankers Become Frustrated By Unusual Requirements, Such as for Letters of Credit," *Wall Street Journal*, 21 July.
- Smart, S.B., Thirumalai, R.S. and Zutter, C.J. (2008), "What's in a Vote? The Short- and Long-run Impact of Dual-class Equity on IPO Firm Values," *Journal of Accounting and Economics*, 45, 94-115.
- Solomon, S. D.(2013), "Google's Stock Settlement May Not Do Much for Shareholders," *New York Times*, September 11.
- Special Study Group of the Committee on Federal Regulation of Securities, American Bar Association, Section of Business Law(2002), "Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance," *Business Lawyer*, 57, 1487-1567.
- Summers, Nick(2014), "Why Google is Issuing a

- New Kind of Toothless Stock," *Bloomberg Businessweek*, April 3.
- Tannenbaum, Fredric D.(2006), "Venture Capital Financing," *Advising Small Business* (Vol.1), Westlaw.
- Vise, D. A. and Malseed, M.(2005), *The Google Story*, New York: Delacorte Press.
- Vogelstein, F. and Lashinsky, A.(2004), "At Google, Beware The IPO Aftermath," *Fortune*, 17 May.
- Vogelstein, F. and Mero, J.(2003), "Can Google Grow up?" *Fortune*, 8 December.
- Winkler, R.(2014), That 'Class C' Google Stock Split Is Finally Happening. Here What It Means," *Wall Street Journal*. March 27.
- Yang, K.(2014), "Alibaba Debacle Sparks Debate," *China Daily Asia*, 2 May.
- Yarow, Jay(2012), "Larry And Sergey Plan To Dump Google Stock And Give Up Voting Control" <Business Insider> 22 Jan. <http://www.businessinsider.com/google-founders-larry-page-and-sergey-plan-announce-plans-to-sell-off-stock-2010-1> [Accessed, 15 November 2015].

<인터넷 자료>

- 구글 Class A 보통주 추가, <http://www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AGOOGL&ei=FaB1VKmnNI6skgXiyoCwDw> [Accessed 26 November 2014].
- 구글 Class C 보통주 추가, <http://data.cnbc.com/quotes/GOOG/tab/2> [Accessed 26 November 2014].

Stable Corporate Governance and IPO: The Case Study of Google

Wang Hwi Lee* · Yong-ki Kim**

Abstract

This paper is to examine Google founders' initial public offering (2004) and dividend/stock split (2014) strategy and its impact on corporate governance. Google's IPO strategy can be characterized by 'Dutch auction' and dual class shares structure, which were regarded as very exceptional at that time. To avoid investment banks-led 'book building' method, the founders chose 'Dutch auction' method, which gave rise to encouraging an active participation of individual investors in the IPO subscription, preventing a listing discount (or IPO flopping), and minimizing the IPO costs. The founders also introduced a dual-class shares structure, consisting of both Class A normal shares (one share one vote) and Class B shares (one share ten votes). Class B shares were permitted exclusively to the founders and executives, and thus only Class A normal shares were traded on the market. This dual class structure help the founders keep their control despite the ownership dispersion after the IPO. As it became difficult to avoid the diffusion of the ownership over the past decade, the founders was forced to issue a dividend of new stock to existing shareholders that it called a stock split in 2014. To preserve its current structure after the split, newly issued Class C normal shares were designed to have no voting right. The practical implication of this study is that non-traditional IPO methods can be useful in preventing instability in corporate governance after IPO. In this regard, it is needed to consider bringing more diversity into the Korean IPO market.

Key Words: Corporate Governance, IPO, Dutch auction, Dual Class Shares, Google

* Professor, Ajou University, First author

** Professor, Ajou University, Corresponding author

〈Teaching Note〉

안정된 기업지배구조와 기업공개(IPO): 구글사례

1. Synopsis

본 연구는 구글 창업자의 지배권 유지 의도가 어떻게 2004년 기업공개(IPO)와 2014년 주식분할 배당을 통해 나타났는지를 살펴보는 사례연구이다. 구글의 사례는 전통적인 기업공개방식과는 다른 경매방식을 채택했다는 점, 그리고 기업공개 당시 Class A 주식(1주 1의결권, 상장 후 거래), Class B 주식(1주 10의결권, 시장에서 거래하기 위해서는 Class A 주식으로 변환해야 함)을 발행하였고 2014년 들어 새로운 형태의 보통주 Class C(무의결권, 발행 후 나스닥 시장에서 거래)를 발행했다는 점에서 특징적이다. 이 모든 특징들은 구글 창업자들이 소유권의 분산에도 불구하고 과반수 지배권을 유지하기 위한 의도에서 비롯된다. 본 사례 연구를 통해 우리는 세 가지의 중요한 연구 주제에 대해 살펴볼 수 있을 것으로 사료된다.

첫째, 기업공개 이전 경영자의 기업공개 이후 지배권 유지의도가 어떻게 기업공개 과정에 영향을 미치는지에 관한 연구이다. 기업공개는 자금조달과 이전 투자에 대한 현금화와 같은 긍정적인 효과를 갖지만 소유권의 분산에 따른 지배권의 약화 가능성을 야기한다는 점에서 기존의 경영자에게는 우려가 되는 사안이기도 하다. 이점과 관련해 각국의 기업공개 사례를 살펴보면 많은 경우 수요예측 방식을 통해 공모가의 저가책정(underpricing)으로

대표되는 독특한 현상이 야기되고 있음을 알 수 있다. 기존 연구에 따르면 지배권 유지에 관심을 지닌 기업의 IPO는 수요예측을 통한 공모가의 저가책정(underpricing) → 과도한 공모주 응모(oversubscription) → 오너십의 광범위한 분산 → 아웃사이드가 인사이더의 행위를 모니터링할 유인의 감소라는 경로가 형성되고 있다. 이점과 관련한 최근의 대표적인 연구는 Arash Alavi et. al.(2008)의 ‘기업공개 이전 소유구조와 그것이 기업공개 과정에 미치는 영향(Pre-IPO Ownership Structure and its Impact on the IPO process)’과 Boulton, Smart, and Zutter (2010)의 ‘기업공개 공모가저가책정과 국제 기업지배구조(IPO Underpricing and International Corporate Governance)’이다. 이 연구들에 의하면 공모가의 저가 수준은 기업공개 이후 외부 블록홀더의 등장 가능성과 부정적 상관관계를 맺는 것으로 나타난다. 다시 말해 공모가의 저가수준이 높으면 기업공개를 통한 외부 주요 주주의 등장가능성은 낮아진다는 것이다. 이점에서 결국 공모가의 저가 책정은 내부경영자가 지배권을 유지하기 위해 들이는 비용으로 인식된다. 하지만 기존의 연구는 또한 차등의결권과 같은 장치가 있는 경우에는 공모가의 저가책정과 과도한 공모주 응모를 유도할 필요성이 적다는 점도 지적하고 있다(Boulton, Smart, and Zutter, 2010). 구글이 채택한 경매방식의 경우 공모가의 저가 책정을 피하고 마케팅 비용 또한 줄일 수 있다.

주식공개시장 방식 비교

	전통적 주식공개시장 (수요예측 방식)	경매 방식
가격결정 메커니즘 및 주식 배정	주간사인 투자은행이 조정	투자자들의 입찰을 통해 시장이 결정
주간사의 역할	주간사가 공모가를 정하고 마케팅을 하며 신청자가 적을 때 주가를 지원	주간사는 마케팅을 하지만 가격 결정권은 갖지 않음. 거래 수수료가 저렴

출처: Eugene Choo (2005), 417.

둘째, 차등의결권의 허용을 포함해 기업공개 제도의 다양성에 관한 비교 연구이다. 미국의 시장(NYSE, Nasdaq, NYSE AMEX)은 기업공개를 통해 차등의결권 주식(Dual-Class Voting Shares)의 발행을 허용하고 또 기업 정관을 통해 지배권 변화와 관련한 제한조치를 할 수 있도록 하고 있다. Smart, Thirumalai, and Zutter (2008)에 의하면 1990년 1월부터 1994년 5월까지 미국에서 행해진 기업공개 중 7%가 차등의결권 구조를 지니고 시가총액 기준으론 11%에 이른다. 그리고 1994년 6월부터 1998년 10월까지 행해진 기업공개 중 12%의 기업이 차등의결권 구조를 지니며 기업공개를 행했던 전체 기업 중 이들 기업이 차지하는 시가총액 비중은 31%에 달했다. 미국을 제외하면 영미권 국가에서는 차등의결권을 발견하기 어렵다. 영국의 경우 신규 기업공개 기업의 차등의결권 구조를 장려하지 않는다. 전체 발행 주식 중 25% 이상을 기업공개를 통해 공개토록 하고 있으며, 주식을 발행하는 기업이 공모 주식을 차별하여 공모주를 할당하는 것이 가능하다(Brennan and Franks, 1997). 호주의 경우 영국과 유사하게 발행 기업이 공모주를 차별하여 할당하는 것이 가능하며, 특히 기업공개 이전 대주주의 보유주식에 대한 보호예수 기간이 긴 것으로 유명하다. 1년에서 3년 사이이며 보통의 경우 2년 정도의 보호 예수기간을 설정토록 한다. 한국의 경우 보호예수기간은 6개월(코스닥은 1년)이다. 이

렇게 몇몇 나라들과 비교해볼 때 한국 기업공개 제도는 지나치게 획일적인 것으로 사료된다. 차등의결권 구조가 법(상법)에 의해 허용되지 않으며 공모가 결정의 방법도 증권사가 주도하는 수요예측(Book Building) 방식으로 제한된다. 미국의 경우 구글의 사례가 보여주듯이 수요예측 방식 이외에도 경매방식이 허용되고 있으며, 영국이나 호주에서도 공모 방식을 선택할 수 있다.

셋째, 소유권 분산에도 불구하고 지배권을 유지하려는 의도는 차등의결권을 허용하지 않은 나라에서는 어떤 방식으로 나타나며, 그 문제점은 무엇인지에 관한 연구이다. 구글의 사례에서 확인되는 소유경영자의 지배권 유지 의도는 사실 모든 기업의 소유경영자가 원하는 것이다. 하지만 각 국가의 제도와 관행에 따라 그 양태는 다르게 나타난다. 소유권(혹은 현금흐름권, Cash Flow Rights)과 지배권(Controlling Rights) 간의 괴리 현상은 다양한 방식을 통해 나타난다. 구글의 경우에서 나타나는 것 같은 차등의결권 구조는 미국 뿐 아니라 유럽 기업에서 광범위하게 발견된다. 하지만 차등의결권 이외에도 이탈리아 기업의 경우 피라미드 방식, 독일 기업의 경우 상호출자나 황금주 방식 등을 통해 소유권과 지배권 간 괴리현상을 야기한다.

소유권과 지배권 간의 괴리현상이 나타난다는 것은 그만큼 기업 내부 경영자의 사익(Private Benefit) 추구 가능성이 높아지는 것을 의미하고 이에 따라

기업의 가치를 훼손한다는 주장이 있는 반면, 또한 기업의 장기적인 발전을 꾀하고 주식시장의 단기주의에 휘둘리지 않는다는 점에서 긍정적인 점도 있다는 주장이 대립하고 있다. 소유권과 지배권 간의 괴리는 한국의 경우 지난 1980년 공정거래법이 도입된 이래 줄곧 논란이 되어왔던 사안이다. 한국은 상법상 주주평등권을 명기함으로써 원칙적으로 차등의결권을 인정하지 않는다. 의결권이 배제되거나 제한된 종류주식의 발행을 통해 주주 의결권의 차등을 주는 지배구조를 갖는 것이 가능하긴 하지만 이러한 종류주식의 발행은 발행주식 총수의 1/4을 초과하지 않는 범위로 제한되기 때문에 원칙적으로 차등의결권에 기초한 지배권 유지는 가능하지 않다. 한국의 대기업집단 오너 패밀리는 초기에는 상호출자, 상호출자가 금지된 이후에는 순환출자를 통해 자신들이 기여한 자본의 비율에 비해 훨씬 높은 지배권을 행사하여 왔다. 2000년 이후 공정거래위는 소유권(Cash Flow Rights)-지배권(Controlling Rights) 간의 괴리를 '의결권 승수'로 수치화하고 그 괴리가 클수록 후진적이라고 평가하며 개혁의 대상으로 삼아왔고 이는 여전히 논란거리이다.

2. Teaching Point

1) 기업공개 이후 지배권의 유지를 위한 기업공개 전략

- * 기업공개가 필요한 이유와 그 경우 야기되는 지배권 분산 가능성
- * 수요예측 방식과 경매 방식이 지배구조 차원에서 어떤 다른 결과를 초래할 수 있는 지에 대해 검토
- * 한국의 경우 기업공개 과정에서 지배권을 유지할 수 있는 전략의 한계. 다른 나라 제도와의 비교.

2) 기업공개 제도의 다양성

- * 한국의 경우 공모가 결정 방식, 공모주의 할당 측면에서 공모방식의 다양성이 허용되지 않는다는 점. 다른 나라와 비교.
- * IPO 시 주주평등권(1주1의결권)을 훼손하는 내용의 기업 정관을 허용할 지 여부에 관한 각국의 상이한 제도를 비교.

3) 소유권(현금흐름권, Cash Flow Right)과 지배권(Controlling Right) 간 괴리현상

- * 소수 지배주주의 이익편취 주장 vs 주식시장의 단기주의 성향 논란 비교
- * 차등의결권, 피라미드, 상호출자 및 순환출자, 황금주 등을 통해 각국에서 나타나는 소유권과 지배권의 괴리현상을 비교해보고 그 이유에 대해 설명

3. Assignment Questions and Suggested Answers

1) IPO의 일반적 관행인 수요예측 방식의 IPO를 할 경우 지배권 유지에 관심을 지닌 기업이 흔히 활용하는 방법과 이유에 대해 기술하라.

- * 지배권 유지에 관심이 있는 기업의 경우 수요예측 후 저가책정을 통해 과도한 공모주신청(Oversubscription)을 유도한다. 다수의 공모주 지원자에게 개별적으로 소수의 주식이 할당되기 때문에 이들이 기업에 대해 모니터링을 할 유인이 줄어든다. 때문에 지배권 유지에 용이하게 된다.

- * 여기서 어느 정도 저가로 책정할 것인가 여부는 내부 경영자가 누릴 수 있는 사익추구의 수준과 상관관계를 갖는다. 지배권 유지에 따른 이해관계가 클수록 그만큼 많은 비용(저가의 수준)을 지불할 수 있기 때문이다. 공모가의 저가책정 수준은 주식의 상장 후 첫날 시장가의 증가에서 공모가를 뺀 것의 공모가 대비 비중을 말한다. 공모주를 받은 시장 참여자가 상장 첫날 증가로 공모주를 팔 경우 얻을 수 있는 이익을 말한다. 구글의 경우 이것이 18%였고 기존의 연구(Loughran, Ritter, and Rydqvist, 1994)에 따르면 나라마다 차이가 있지만 대체적으로 최소 4.2%에서 최대 80.3%에 이른다.
 - * 하지만, 기업공개에도 불구하고 과반수 소유권을 유지할 수 있을 만큼 기업공개 이전 소유권의 비중이 높거나, 소유권의 분산에도 불구하고 지배권을 유지할 수 있는 차등의결권 구조를 지닌 기업이라면 그만큼 저가를 해야 할 필요성은 절감된다. 나라마다 법 제도에 따라 외부 투자자를 보호하는 수준이 다른데, 보호수준이 높은 나라에서는 내부 경영자의 사익추구의 가능성이 그만큼 낮아지기 때문에 공모가의 저가책정 수준은 높지 않을 것이다.
- 2) 구글의 사례에서 나타난 것과 같이 차등의결권 도입을 통한 지배권 유지 전략이 한국에서도 실현 가능한가?
- * 한국의 법 제도 상 가능하지 않다. 한국의 상법에서는 의결권이 제한된 주식의 발행총수가 전체 주식발행총수의 1/4 이상을 넘을 수 없도록 되어 있기 때문이다. 한국의 상법 제369조(의결권) ①항은 '의결권은 1주마다 1개로 한다.'는 점을 명시하고 있다. 하지만 미국의 경우 주주평등권을 법으로 강제하지 않고 증권거래소(NYSE, Nasdaq, Amex)의 결정에 의해 자율적으로 규제하고 있기 때문에 구글과 같은 사례가 가능하다.
 - * 주주 평등권 또는 '1주 1의결권'(One Share One Vote; One Vote Per Share) 원칙은 '주식회사의 의결권은 주식 수에 비례하여 정해진다'는 원칙이다. 1주 1의결권은 주주 행동주의 또는 주주 민주주의의 핵심 원칙으로 간주되어 왔다. 이 원칙 하에서 특정 주주들-지배 주주(Controlling Shareholder) 또는 블록홀더(Blockholder)-에 특권들을 보장하는 우선주(Preferred Share), 황금주(Golden Share), 독소조항 등은 존재할 수 없다.
 - * '1주 1의결권' 원칙의 역사적 기원은 17세기 초반 근대적 기업 제도를 처음으로 확립한 영국까지 거슬러 간다. 이 원칙은 1926년 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)가 공식적으로 채택하여 상장회사의 규범으로 확립되었다. 이후 많은 국가들에서 이 원칙을 채택하였다. 그러나 1990년 미국에서 The Business Round Table vs. Security and Exchange Commission, 905 F. 2d 406 (The US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit 1990) 판결 이후 이 원칙은 사실상 사문화되었다. 최근 유럽 집행위원회(European Commission)는 주주의 권리 강화라는 명분하에 회원국들에게 이 원칙의 제도화를 촉구하고 있지만, 대부분의 유럽 국가들은 이 원칙을 채택하고 있지 않다(Buck, 2005).
- 3) 소유권과 지배권 간의 괴리현상은 예외적이기보다는 일반적이다. 각국의 사례를 소개하고 비교하라.
- * 성장과 투자, 일자리 창출은 모든 국가가 추구하는 것이고 따라서 각국은 기업의 공개를 유도

하고 있지만 기업 입장에서는 지배권 유지의 어려움 때문에 이를 망설이는 경향이 있다. 때문에 정부와 기업 간 사회적 합의에 의해 IPO에도 불구하고 기업의 경영권을 보장하는 다양한 장치가 나라마다 발전되어왔다. 차등의결권이 발달한 나라도 있고(스웨덴), 피라미드 제도가 발달한 나라(이탈리아), 의결권 상한제가 발달한 나라(프랑스) 등 다양하다. 미국의 경우 1990년 법원의 판결 이후 차등의결권 구조가 가능케 되어 상당수 기업들이 이 제도를 도입하고 있다.

- * 한국의 경우 외환위기 이전까지 정부는 강력한 기업공개 정책을 사용했다. 그리고 지배권의 분산을 우려한 기업의 불안을 해소하기 위해 적극적인 경영권 보호정책을 동시에 사용해왔다. 1997년 1월까지 시행된 '주식대량소유 제한제도'는 대주주의 동의를 받지 않는 적대적 M&A는 불가능하게 만든 제도였다. 외환위기 이후 정부는 기업의 부채비율을 200% 미만으로 낮추도록 강제하면서, 출자총액제한제도를 폐지함으로써 계열사를 통한 유상증자의 참여를 유도했다. 그 과정에서 자금동원의 한계를 가진 그룹의 총수와 패밀리 개인은 실권을 한 반면, 관계사의 지분은 늘어나게 되었다. 이것이 지금 한국에서 순환출자가 일반화되게 된 배경이고 소위 '쥐꼬리만 한 지분으로 대기업을 지배'하는 일이 벌어지게 된 이유이기도 하다 (김용기 2006: p. 136~8).
- * 외부에 주요주주가 존재하지 않고 내부 경영진이 안정된 지배권을 행사할 경우 경영진에 대한 감시가 어려워지고 내부 경영진의 사적 이익 추구는 늘어날 가능성이 높다. 주식시장을 통한 기업경영에 대한 감시가 가능한 상황을 기업경영권 시장이 발달되었다고 말하는데, 기업경영권 시장이 발달할수록 경영의 효율성도 높아지고 자본시장이나 기업의 가치 또한 상승하게 된

다. 기업이 내부 경영자에게 유리한 차등의결권 구조를 갖는다는 것은 기업경영권 시장의 발달을 저해하게 된다.

- * 물론 경영권 시장의 발달이 지닌 부정적 효과도 간과할 수 없다. 대표적인 것이 주식시장의 단기주행동주의라고 할 것이다. 주주들은 기업의 장기적인 발전과 성장 보다는 우선 단기적으로 주가를 높이거나 배당을 크게 하는데 관심을 갖게 되고 기업의 경영진이 이에 동조하는 결정을 내릴 경우 궁극적으로 기업의 장기적인 발전이 저해된다고 보는 시각이다.
- * 결국 기업에 대한 시장의 압력을 일정하게 작동되도록 허용하면서도 또한 기존 경영진의 자율성이 과도하게 훼손되지 않도록 하는 경영권 방어 장치를 적절하게 보장하는 것이 중요하다. 과연 어느 지점이 균형인가를 둘러싸고 종종 뜨거운 사회적 쟁점이 형성된다. 한국의 경우 주식시장을 지배하고 있는 외국인 투자자와 기관 투자자들은 기업에 대한 압력 및 감시 장치가 취약하다며 이의 강화를 주장하는 반면, 기업은 경영권 방어 장치가 너무 취약하다고 이의 보완을 주창해왔다.