

4대그룹 상장계열회사의 실권주 배정 현황

4대그룹 상장계열회사는 1998년부터 2000년 8월까지 총유상증자 횟수 중 48%의 경우에 발생한 실권주를 이사회결의로 임원, 관계회사등 특정인에게 배정하고 있으며 실권주를 배정받은 임원은 총234명이다.

이사회 결의에 의하여
상법상의 이사에 실권
주를 배정하는 의결은
상법위반이다.

이사회에서 실권주를 당해 회사의 이사들에게 배정하는 가장 큰 문제점은 이사회 구성원인 이사들이 자신들에게 실권주를 배정하는 결의에서 자신이 직접 의결권을 행사하는 것으로 이는 이사회 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하도록 규정하고 있는 상법 제 391조 제3항을 위배한 것이다

또한 삼성전자와 삼성전기와 같이 실권주 납입가액을 회사에서 가지급하고 일정시점까지 상환하는 방식으로 이사들에게 자금을 대여하는 의사결정 역시 자신의 이익에 관련된 결의에 자기 자신이 의결권을 행사한 것으로 이 또한 상법 제391조 제3항을 위반한 것이며 회사의 자본조달을 위하여 유상증자를 실시하는 목적에 명백하게 반하는 행위이다.

4대그룹 상장계열회사의
등기임원들이 얻은 실권
주인수시점의 시세차익
은 232억원이며, 실권주
인수로 인한 재산상의
이익 - 처분이익과 평가
이익의 합계 - 은 457
억원이다.

우리나라의 경우 유상증자 시 할인발행(평균 할인발행율 27% - 4대그룹의 분석기간동안 할인율의 단순평균)이 일반화되고 있어 실권주를 인수하는 것은 일반투자자들이 시장에서 주식을 구입하는 것보다 할인된 가격에 주식을 구입하는 것을 의미한다. 따라서 실권주 인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있는 구조로 되어있다. 실권주를 인수한 4대 상장계열회사들의 임원들이 실권주인수시점에서 실현 가능했던 시세차익의 규모가 232억원에 달하고 있으며 이는 이사회 스스로 자기에게 제공하는 보수라는 성격을 가지고 있다. 이 부분은 주주총회에서 결의되는 임원보수한도에서 제외되는 문제점이 있다.

또한 인수한 실권주를 통하여 얻은 현재시점으로 평가한 재산상의 이익 - 실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계- 은 457억원

이다.

특히 삼성그룹은 실권주를 이사회 결의에 의하여 배정한 비율도 타그룹에 비하여 월등히 높을 뿐 아니라 삼성그룹의 임원들이 얻은 191억원의 실권주인수시점의 시세차익은 전체 4대그룹임원들이 얻은 실권주인수시점시세차익의 82%이며 실권주를 인수한 임원도 170명으로 전체 234명의 73% 임을 볼 때 삼성그룹의 실권주 배정은 그룹전체에서 임원들에게 조직적으로 배정하고 있는 것으로 보여진다.

4 대그룹 상장계열회사별 실권주 처리방법

4대그룹의 상장계열회사를 대상으로 1998년 부터 2000년 8월까지의 유상증자와 관련하여 실권 및 단수주(이하 “실권주”라 한다)의 배정형태를 살펴 보기 위하여 4대그룹 47개 상장회사가 실시한 총 105회의 유상증자 - 삼성그룹 40번(상장이전에 유상증자 1번 제외), 현대그룹 40번, LG그룹 14번(상장이전 유상증자 1번 제외), SK그룹 11번 - 를 대상으로 실권주 배정실태를 분석하였다.

4대그룹의 47개 상장회사가 실시한 유상증자 중 실권주를 일반 공모가 아닌 이사회 결의에 의하여 특정인에게 배정하도록 하고 있는 경우는 총 50회로 전체유상증자(105회)의 47.62%에 해당하며 일반공모를 하는 경우는 총 39회로 전체유상증자의 37.14%로 나타났다. 그 외에는 유상증자방식이 제3자 배정방식이거나 출자전환 등으로 실권주가 발생하지 않는 경우와 실권주를 특정인에게 배정하지 않은 경우이다.

이를 그룹별로 살펴보면 다음과 같다.

삼성그룹의 경우 실권주를 이사회결의로 처리한 경우가 총 40번의 유상증자 중 37번으로 유상증자의 92.5%를 이사회 결의에 의하여 임원 등 특정인에게 실권주를 배정하고 있다. 총 40회의 유상증자 중 삼성증권이 제3자 배정방식에 의해 실시한 1번의 유상증자와 삼성물산이 실권주를 일반공모한 2번을 제외하고는 모든 삼성그룹의 상장회사 -삼성전자, 삼성SDI, 삼성전기, 에스원,

제일기획, 삼성중공업, 삼성정밀화학, 삼성엔지니어링, 호텔신라, 삼성증권, 제일모직, 삼성화재해상보험, 삼성테크윈-가 실권주를 이사회에서 임원 등 특정인에게 배정하였다.

삼성그룹의 경우 다른 그룹에 비하여 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 배분하는 비율이 매우 높다.

반면 삼성그룹을 제외한 현대그룹, LG그룹, SK그룹의 경우 총 65번의 유상증자 중 16번을 이사회 결의에 의하여 실권주를 배정하고 있으며, 이는 총 유상증자의 24.62%만이 이사회결의에 의하여 실권주를 배정하고 있는 것이다. 이사회에 의하여 실권주를 배정한 경우 실권주를 실권처리한 경우가 2회, 우리사주에게 부여한 경우가 1회 있어 이를 고려한다면 실제 이사회에 의하여 실권주가 특정인에게 분배된 것은 13번이다. 따라서 현대그룹, LG그룹, SK그룹의 경우 총유상증자의 20%를 이사회결의에 의하여 특정인에게 실권주를 배정하고 있어 삼성그룹과는 큰 차이를 보이고 있다

현대그룹의 경우 총 40번의 유상증자 중 7번의 유상증자에서 실권주를 이사회 결의에 의하여 임원 등 특정인에게 배정하고 있다. 그러나 현대엘리베이터가 1998년 12월에 실시한 유상증자의 실권주는 우리사주조합에 배정하였고 1999년 12월에 실시한 기아자동차의 유상증자의 경우 실권주를 모두 실권처리 하였으므로 사실상 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 배정한 건은 5번으로 총유상증자의 12.5%이다.

LG그룹의 경우 총 14번의 유상증자 중 7번의 유상증자에서 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 배정하고 있었으며, 이는 총 유상증자의 50%에 해당한다. LG그룹의 경우 7번의 이사회 결의에 의한 실권주배정 중 LG상사를 제외하고는 모두 임원 및 특수관계인에게 실권주를 배정하고 있었다.

SK그룹의 경우 총 7번의 유상증자 중 2번의 유상증자시 실권주를 이사회 결의에 의하여 처리하고 있으나 SK텔레콤이 1999년 7월에 실시한 유상증자에서 발생한 실권주를 모두 실권처리(단수주는 자기주식으로 매입) 하였으므로 실질적으로 이사회에서 실권주를 임원 등 특정인에게 배정한 것은 1번으로 총유상증자의 9.1%에 해당한다

4대 그룹 상장계열회사들의 실권주처리결과를 요약하면 다음과 같다.

그룹명	상장회사수	유상증자회수	실권주배정방법		실권주발생이 없는 경우	실권주인수한 임원수
			특정인배정	일반공모		
삼성	14	40	37 (92.5%)	2 (5%)	제3자배정1번 (2.5%)	170 (40)*
현대	15	40	5 (12.5%)	26 (65.0%)	제3자배정 2번 (5.0%) 출자전환 5번 (12.5%) 실권주실권 1번 (2.5%) 실권주 우리사 주배정1번 (2.5%)	22 (1)
LG	11	14	7 (50.0%)	7 (50.00%)	-	32 (5)
SK	7	11	1 (9.1%)	4 (36.36%)	제3자배정5번 (45.45%) 실권주실권 1번 (9.1%)	10 (2)
합계	47	105	50 (47.6%)	39 (37.14%)	기타 16 (15.23%)	234 (48)

* ()안은 실권주를 인수한 사외이사 및 사외감사의 숫자임.

실권주 배정으로 인하여 임원들이 얻은 손익

이사회에서 실권주배정을 결의한 회사들의 경우 대부분 실권주배정이 계열회사 및 회사의 등기 및 비등기 임원에게 배정이 되고 있다.

이러한 실권주 배정으로 인하여 4대그룹 상장계열회사들 234명의 임직원들은 실권주인수시점에 232억원의 시세차익 -실권주인수가격과 실권주인수시점의 시가와와의 차이- 을 얻었다.

또한, 이사회결의에 의하여 실권주를 배정한 4대그룹 상장계열회

사의 등기임원들이 실권주인수이후 실권주를 처분함으로써 얻은 실권주처분이익은 245억원이며 실권주를 처분하지 아니하고 보유한 경우 실권주인수가액과 2000년 8월 31일의 시가와의 차이인 실권주평가손익은 211억원으로 실권주인수로 인하여 임원들이 얻은 총이익은 456억원이다.

이를 그룹별로 살펴보면 다음과 같다.

삼성그룹의 등기임원들이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 191억원, 실권주인수로 인한 재산상의 이익 - 평가손익과 처분손익의 합계 - 은 429억원이다.

삼성그룹의 경우 상장계열회사의 170명의 등기임원들이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 191억원이다. 또한, 실권주를 인수한 삼성그룹 상장계열회사의 등기임원들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 얻은 실권주처분이익은 214억, 실권주평가손익은 215억원으로 총 재산상의 이익은 평가손익과 처분손익의 합계인 429억원에 이르고 있다.

삼성전자가 실시한 1998년부터 2000년 8월 31일까지 총 4차례의 유상증자와 관련한 실권주배정에 관한 이사회 의사록에 의하면 4차례 모두 회사의 등기 및 비등기임원들에게 실권주를 배정하였으며 실권주배정으로 인한 실권주 인수시점의 시세차익은 185억원이다.

또한 삼성전자와 삼성전기의 경우 실권주 납입가액을 회사에서 가지급하고 일정시점까지 상환하는 방식으로 임원들에게 자금을 대여하고 있다

이학수 삼성그룹비서실장이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 12억원, 실권주로 인한 재산상의 이익 - 처분이익과 평가이익의 합계 - 은 46억원이다.

이학수 삼성그룹 비서실장의 경우 1999년 12월 31일 현재 총 27개회사, 에스원을 제외한 모든 상장회사의 비상근이사 및 비상근감사로 재직하고 있으며 삼성전자, 삼성중공업, 삼성테크윈, 삼성SDI에서 받은 실권주로 인한 실권주인수시점의 시세차익은 12억원이며 1998년부터 2000년 8월 31일까지 얻은 이익(실권주 처분이익과 실권주 평가손익의 합계)은 총 46억원에 이르고 있다.

실권주로 인하여 삼성그룹 상장계열회사의 주요 임원들이 얻은 이익은 다음과 같다.

(단위:억원)

이 름	담당직위	실권주인수 시점의 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주 처분 손익	실권주 평가 손익
이학수	삼성전자 등 28개회 사 임원이사 삼성그룹 비서실장	12	46	7	39
윤종용	삼성전자 등 5개회 사 임원 삼성전자 대표이사	10	39	20	19
이운우	삼성전자 등 3개회 사 임원 삼성전자 대표이사	7	20	6	14

현대그룹, LG그룹, SK그룹의 경우 등기임원들이 이사회에서 실권주를 배정하는 방식으로 인수한 실권주로 인한 실권주인수시점의 시세차익은 각각 10억원, 29억원, 2.4억원이며 1998년부터 2000년 8월31일까지 얻은 재산상의 이익(실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계)은 각각 10억원, 16억원, 2.3억원이다

아래 표는 상장계열회사들의 등기임원들이 실권주인수로 인하여 얻은 이익이다.

그룹명	실권주인수시점 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주처분 손익	실권주평가 손익
삼성	191억원	429억원	214억원	215억원
현대	10억원	10억원	10.7억원	-0.7억원
LG	29억원	16억원	19억원	-3억원
SK	2.4억원	2.3억원	1.6억원	0.7억원
합계	232.4 억원	457.3억원	245.3억원	212.0억원

실권주배정문제 해결 방안

현재 우리나라는 할인발행과 주주배정으로 유상증자를 하고 있는 것이 일반적인 관행으로 4대그룹 상장계열회사들의 분석기간 동안 실시한 유상증자시 적용한 평균할인율은 27%이다.

할인발행으로 유상증자를 하여 실권주가 발생한 경우 실권주인수자는 시장에서 주식을 구입하는 것 보다 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있기 때문에 실권주를 인수하는 시점에서 이미 할인발행에 따른 이익 -실권주인수시점의 시세차익- 을 얻게 되며, 기존 주주 입장에서는 실권주를 특정인에게 줌으로써 소유하고 있는 주식이 희석화 되는 것이다.

또한 실권주를 이사회에서 합리적인 기준 없이 특정인에게 임의 배정하고 있어 이사회가 자의적으로 특정인에게 특혜를 주는 결과를 초래할 수 있다.

유상증자를 하는 경우 발생한 실권주는 다시 일반 공모를 하거나 발행을 포기하여야 한다.

따라서 특정인에게 실권주를 부여함으로 인하여 발생하는 기존 주주 지분의 희석화를 방지하고 이사회에 의한 실권주의 임의배정을 방지하기 위해서는 발생한 실권주는 일반공모 하거나 발행을 포기하여야 할 것이다.

실권주배정으로 인한 문제가 발생하는 근본원인은 유상증자발행가액이 할인발행 되기 때문이며 유상증자 발행가액이 시가로 결정된다면 기존 주주의 희석화문제나 실권주인수로 인한 문제는 해결될 것이다.

또한 신주인수권증서의 발행 및 유통을 보다 활성화하여 유상증자에 참여하는 대신 신주인수권을 매각할 수 있도록 하는 것도 필요하다.

<보론>

“실권주배정에 관한 분석”을 위한 조사방법

조사대상

실권주관련 분석은 4대그룹 상장계열회사의 1998년부터 1999년 동안 실시한 유상증자를 대상으로 하였으며 실권주의 배정으로 얻게 된 재산상의 손익은 1998년 및 1999년 당시의 등기임원에 대해서만 계산하였다.

4대그룹 상장계열회사의 선정은 공정거래위원회가 2000년 8월 1일 기준으로 발표한 “대규모기업집단 소속회사현황”을 기초로 선정하였으며, 비상장회사의 경우 공시의무가 없어 유상증자와 관련한 공시자료 등 원시자료를 얻을 수 없기 때문에 상장계열회사만을 조사대상으로 한정하였다.

또한 실권주 취득으로 인한 손익을 계산하기 위하여 모든 실권주 취득자를 분석대상에 포함시키지 못한 것은 「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」에 보고되는 임원의 대상이 ‘등기임원’에 한정되기 때문에 등기임원이 아닌 다른 임직원이 배정 받은 실권주에 대해서는 그 취득 및 처분에 관한 내용을 알 수 없기 때문이다.

실권주인수내역 파악

「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」를 기초로 임원들의 실권주 인수내역 및 매매거래를 파악하였다.

만약 등기임원이 분석기간인 1998년부터 1999년 동안 일부기간에만 등기임원으로 재직하였다면 등기임원으로 재직한 기간에 대해서만 본 분석작업을 실시할 수 있었다.

일부 실권주배정에 관하여 이사회 의사록에 의하면 실권주인수가 확인되었으나 「임원·주요주주소유주식보고서」 제출대상이 아니기 때문에 제출되지 아니한 경우 이사회 의사록에 근거하여 실권인수를 분석하였다.

또한 일부 「임원·주요주주소유주식보고서」의 경우 실권주인수로 인한 주식취득과 유상증자로 인한 주식취득을 구분하여 보고하지 않고 전부 유상증자로 보고한 경우가 있어 이는 유상증자비율을 기준으로 보유하고 있던 주식에 대한 유상증자를 초과하는 주식취득에 관하여는 실권주를 배정 받은 것으로 가정하였다.

실권주로 인한 손익의 계산

실권주취득으로 인한 매매손익의 계산은 실권주인수당시의 시가와 인수가격과의 차액인 실권주인수시점의 시세차익, 인수한 실권주의 처분으로 인한 손익, 기준시점(본 보고서의 경우 2000년 8월 31일을 기준시점으로 하였음)의 시가와 실권주인수가격의 차액인 실권주평가손익 세가지로 계산하였다.

첫째, 실권주인수시점의 시세차익이란 실권주를 인수할 당시의 시가와 실권주를 인수한 가액(= 유상증자 발행가액)의 차이로 이는 우리나라는 유상증자를 실시하는 경우 할인발행이 일반화되어 있기 때문에 유상증자 발행가액이 시가보다 낮기 때문에 발생하는 것이다. 즉 실권주인수시점의 시가가 6,000원이며 실권주를 5,000원에 100주 인수하였다고 가정하면 실권주인수시점의 시세차익은 100,000 $\{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 된다. ‘실권주인수시점의 시세차익’은 동일한 주식을 동일한 일자에 구입할 때 일반투자자가 시장에서 취득할 수 있는 가격보다 낮은 가격으로 인수함으로써 얻은 이익을 의미하는 것이다.

둘째, 실권주를 처분함에 따라 입은 손익을 계산할 때는 실권주를 인수한 후 주식을 매각한 경우 매각한 주식을 실권주로 가정하였으며, 여러 번의 실권주인수가 있었던 경우 매각되는 주식은 가장 최근에 인수한 실권주로 가정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 100주 인수하였고 1997년 10월 1일에 100주를 매각하였다고 가정하면 매각한 100주는 실권주로 가정한 것이다.

세째, 실권주평가손익의 계산방법은 실권주인수가격과 기준시점의 시가차이로 산정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 5,000원에 100주를 인수하였다고 가정하면 2000년 8월 31일(기준시점)의 종가가 6,000원이라면 실권주평가손익은 100,000원 $\{(6,000-5,000) \times 100\}$ 이 되는 것이다.

삼성그룹 상장계열회사의 실권주 배정 현황

삼성그룹 상장계열회사의 1998년부터 2000년 8월까지 총유상증자 횟수의 92.5%의 경우가 실권주를 이사회결의로 회사의 임원, 관계회사등 특정인에게 배정하고 있으며 실권주를 배정받은 임원은 총 170명이다.

이사회 결의에 의하여
상법상의 이사회에 실권
주를 배정하는 의결은
상법위반이다.

이사회에서 실권주를 당해 회사의 이사들에게 배정하는 것의 문
제점은 이사회 구성원인 이사들이 자신들에게 실권주를 배정하
는 결의에서 자신이 직접 의결권을 행사하는 것으로 이는 이사회
의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하
지 못하도록 규정하고 있는 상법 제 391조 제3항을 위배한 것이
다.

또한 삼성전자와 삼성전기와 같이 실권주 납입가액을 회사에서
가지급하고 일정시점까지 상환하는 방식으로 임원들에게 자금을
대여하는 의사결정 역시 자신의 이익에 관련된 결의에 자기자신
이 의결권을 행사한 것으로 이 또한 상법 제391조 제3항을 위반
한 것이며 회사의 자본조달을 위하여 유상증자를 실시하는 목적
에 명백하게 반하는 행위이다.

삼성그룹 상장계열회사
의 등기임원들이 얻은
실권주인수시점의 시세
차익은 191억원이며, 실
권주인수로 인한 재산상
의 이익 -처분이익과 평
가이익의 합계-은 428
억원이다.

삼성그룹의 경우 분석기간(1998년부터 2000년 8월까지) 동안 유
상증자의 신주 발행가액은 시가에 평균 25.8%의 할인율을 적용
하여 결정되었다. 따라서 실권주를 인수하는 것은 일반투자자들
이 시장에서 주식을 구입하는 것보다 할인된 가격에 주식을 구입
하는 것을 의미한다. 따라서 실권주인수자들은 실권주 인수시점
의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있는 구
조로 되어있다. 실권주를 인수한 삼성그룹 상장계열회사들의 임
직원들이 얻은 실권주인수시점에서 실현가능한 시세차익의 규모
가 191억원에 달하고 있다. 실권주는 인수 후 약 1개월이 경과
한 후에 즉시 시장에서 거래할 수 있다는 점을 고려할 때 이는
이사회스스로 자기에게 제공되는 보수라는 성격을 가지고 있다.
이 부분은 주주총회에서 결의되는 임원보수한도에서 제외되는 문

제점이 있다.

또한 인수한 실권주를 통하여 얻은 현재시점에서 평가된 재산상의 이익 -실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계- 은 428억원이다.

삼성그룹 상장계열회사의 실권주 처리방법

삼성그룹 상장계열회사는 실권주를 이사회결의에 의하여 특정인에게 부여한 경우가 총 유상증자회수의 92.5%이다.

삼성그룹 상장계열회사들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 실시한 총 41회의 유상증자 중 제일기획이 상장이전에 실시한 유상증자 1회를 제외한 총 40회의 유상증자를 대상으로 실권주배정방식에 대한 조사를 실시하였다.

유상증자시 발생한 실권주 및 단수주(이하 ‘실권주’라 한다)의 처리 방법을 살펴보면 총 40회의 유상증자 중 삼성물산이 실시한 2차례의 유상증자시 발생한 실권주를 일반공모 한 것과 삼성증권이 실시한 5차례의 유상증자 중 1차례(1998년 1월)를 제3자배정방식으로 유상증자를 실시한 것을 제외한 모든 삼성그룹 상장계열회사가 유상증자시 실권주의 배정을 이사회에서 결정하고 있다. 이는 총 유상증자의 92.5%가 실권주를 이사회결의에 의하여 배정한 것이다.

회사명	유상증자회수	실권주배정방법		기타	실권주인수한임원수
		특정인에게배정	일반공모		
삼성전자	4	4	-		33 (7) *
삼성SDI	2	2	-		15 (2)
삼성전기	4	4	-		14 (4)
에스원	2	2	-		8 (3)
제일기획	3	3	-		11 (2)
삼성중공업	3	3	-		17 (3)
삼성정밀화학	3	3	-		11 (3)
삼성엔지니어링	3	3	-		9 (3)

호텔신라	2	2	-		9 (2)
삼성증권	5	4	-	3자배정1번	10 (3)
제일모직	2	2	-		9 (3)
삼성화재해상	3	3	-		14 (4)
삼성테크윈	2	2	-		10 (1)
삼성물산	2	-	2		-
합계	40	37 (92.5%)	2 (5%)	3자배정1번	170 (40)

* ()안은 실권주를 인수한 사외이사 및 사외감사의 숫자임.

실권주배정으로 인하여 얻은 이익

실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있으며 실권주를 인수한 삼성그룹 상장계열회사들의 임직원들이 실권주인수시점에서 얻은 시세차익은 191억원에 달하고 있다.

또한, 이사회결의에 의하여 실권주를 배정한 삼성그룹 상장계열회사의 등기임원들이 실권주인수 이후 실권주를 처분함으로써 얻은 실권주처분이익은 214억원이며 실권주를 처분하지 아니하고 보유함으로써 실권주인수가액과 2000년 8월 31일의 시가와 차이인 실권주평가손익은 215억원으로 실권주인수로 인하여 임원들이 얻은 총이익은 429억원이다

실권주 배정내용을 회사별로 살펴보면 다음과 같다.

삼성전자의 실권주를 인수한 등기 및 비등기 임원들이 얻은 실권인수시점의 시세차익은 185억원이며 이러한 실권주인수를 위한 자금을 회사에서 대여하고 있다.

삼성전자의 경우 삼성전자의 등기임원들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 실권주로 인한 실권주처분이익은 87억원, 실권주평가이익은 202억원으로 실권주배정으로 인한 이익의 합계는 289억원이다.

또한 4차례의 유상증자시 실권주배정에 관한 이사회 의사록에 의하면 4차례 모두 회사의 등기 및 비등기임원에게 실권주를 부여하였으며 이러한 실권주를 부여 받은 모든 임원들의 실권주인수

시점의 시세차익은 총 185억원이다.

삼성전자의 64회(1998년 6월), 65회(1998년 9월), 66회(1999년 2월) 유상증자의 경우 이사회 결의에 의하여 회사가 주금납입액을 임원들에게 가지급하고 일정시점 이후 정산하도록 하고 있다. 이는 회사가 유상증자를 하는 목적이 자금조달임에도 불구하고 유상증자의 본래의 목적에서 벗어나 회사에서 자금을 대여해 주면서까지 임원들에게 회사의 주식을 인수하도록 하고 있어 회사입장에서는 유상증자로 인한 현금의 유입이 전혀 없어 유상증자의 원래 목적을 상실하고 있는 것이다.

삼성전기의 경우 총 4회의 유상증자 중 이사회 의사록을 확인할 수 있었던 2회의 유상증자에서 실권주를 배정받은 임원의 일부에게 실권주납입가액을 가지급하였던 것으로 나타나고 있다.

삼성화재해상, 삼성테크윈, 삼성증권의 경우 「임원·주요주주소유주식보고서」에는 실권주인수는 유상증자와 분리하여 기재하여야 함에도 불구하고 유상증자와 실권주인수를 모두 유상증자로 표기하고 있다.

다음은 삼성그룹의 상장계열회사별 등기 임원들이 실권주인수로 인하여 얻은 이익이다.

(단위:억원)

	실권주인수 시점 의 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주처분 손익	실권주평가 손익
삼성전자	63	289	87	202
삼성중공업	19	12	16	-4
삼성화재해상	18	15	5	10
삼성증권	16	24	25	-1
삼성엔지니어링	15	3	7	-4
제일모직	12	5	5	0
삼성SDI	9	9	7	2
삼성테크윈	9	23	23	0

삼성전기	8	28	15	13
호텔신라	8	-6	4	-10
삼성정밀화학	7	12	12	0
제일기획	6	14	7	7
에스원	1	1	1	0
삼성물산	실권주배정 없음			
합 계	191	429	214	215

실권주 배정내용을 개인별로 살펴보면 다음과 같다.

이학수 삼성그룹비서실장이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 12억원, 실권주로 인한 재산상의 이익 - 처분이익과 평가이익의 합계 - 은 46억원원이다.

이학수 삼성그룹비서실장의 경우 1999년 12월 31일 현재 총 27개회사, 에스원을 제외한 모든 삼성그룹 상장계열회사의 비상근이사 및 비상근감사로 재직하고 있으면서 삼성전자, 삼성중공업, 삼성테크윈, 삼성SDI에서 받은 실권주로 인하여 실권주 인수시점의 시세차익은 12억원이며, 1998년부터 2000년 8월 31일까지 얻은 실권주의 처분이익은 7억원, 실권주평가이익은 39억원으로 실권주배정으로 인한 이익의 합계는 46억원에 이르고 있다. 삼성전자의 1998년과 1999년 이사회 의사록에 의하면 이학수 삼성그룹비서실장은 총 25회의 이사회에 한번도 출석하지 않았음에도 삼성전자에서 실시한 4번의 유상증자에서 4번 모두 실권주를 인수하였으며 인수한 총 실권주식수는 30,099주이며 이로 인한 실권주인수시점의 시세차익은 10억원, 처분손익과 평가손익의 합계는 44억원에 이르고 있다.

윤종용 삼성전자대표이사의 경우 삼성전자에서 받은 실권주로 인한 실권주 인수시점의 시세차익은 10억원이며, 실권주 처분이익이 20억원 실권주평가손익이 19억원으로 실권주 배정으로 인한 손익의 합계는 총 39억원이다.

양승우 안진회계법인 대표는 삼성중공업, 삼성테크윈, 삼성전기의 1998년과 1999년 사외감사로 재임하면서 세 회사의 실권주를 모두 배정 받아 실권주로 인한 실권주인수시점의 시세차익은 2억원이며, 처분손익과 평가손익의 합계가 4억원에 이르고 있다.

실권주로 인하여 삼성그룹의 상장계열회사의 주요 임원들이 얻은 이익은 다음과 같다

(단위:억원)

이름	담당직위	실권주 인수시점의 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주 처분 손익	실권주 평가 손익
이학수	삼성전자 등 27개 회사 임원	12	46	7	39
윤종용	삼성전자 등 5개 회사 임원	10	39	20	19
이윤우	삼성전자 등 3개 회사 임원	7	20	6	14
문병대	삼성전자대표이사	4	14	10	4
진대제	삼성전자 등 2개 회사 임원	6	22	5	17
최도석	삼성전자 등 3개 회사 임원	1	15	2	13
윤병철	삼성전자사외이사	1	14	0	14
양승우	삼성중공업등 3개 회사 사외감사	2	4	4	0

실권주 배정문제 해결방안

현재 우리나라는 할인발행과 주주배정으로 유상증자를 하고 있는 것이 일반적인 관행으로 삼성그룹 상장계열회사들의 분석기간 동안 실시한 유상증자시 적용한 평균할인율은 26%이다.

할인발행으로 유상증자를 하여 실권주가 발생한 경우 실주인수자는 시장에서 주식을 구입하는 것 보다 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있기 때문에 실권주를 인수하는 시점에서 이미 할인발행에 따른 이익 -실권주인수시점의 시세차익- 을 얻게 되며, 기존 주주 입장에서는 실권주를 특정인에게 줌으로써 소유하고 있는 주식이 희석화 되는 것이다.

또한 실권주를 이사회에서 합리적인 기준 없이 특정인에게 임의

배정하고 있어 이사회가 자의적으로 특정인에게 특혜를 주는 결과를 초래할 수 있다.

유상증자를 하는 경우 발생한 실권주는 다시 일반 공모를 하거나 발행을 포기하여야 한다.

따라서 특정인에게 실권주를 부여함으로써 인하여 발생하는 기존 주주 지분의 희석화를 방지하고 이사회에 의한 실권주의 임의배정을 방지하기 위해서는 발생한 실권주는 일반공모 하거나 발행을 포기하여야 할 것이다.

실권주배정으로 인한 문제가 발생하는 근본원인은 유상증자발행가액이 할인발행 되기 때문이며 유상증자 발행가액이 시가로 결정된다면 기존주주의 희석화문제나 실권주인수로 인한 문제는 해결될 것이다.

또한 신주인수권증서의 발행 및 유통을 보다 활성화하여 유상증자에 참여하는 대신 신주인수권을 매각할 수 있도록 하는 것도 필요하다.

<보론>

“실권주배정에 관한 분석”을 위한 조사방법

조사대상

실권주관련 분석은 삼성그룹의 상장계열회사의 1998년부터 1999년 동안 실시한 유상증자를 대상으로 하였으며 실권주의 배정으로 얻게 된 재산상의 손익은 1998년 및 1999년 당시의 등기임원에 대해서만 계산하였다.

상장계열회사의 선정은 공정거래위원회가 2000년 8월 1일 기준으로 발표한 “대규모기업집단 소속회사현황”을 기초로 선정하였으며, 비상장회사의 경우 공시의무가 없어 유상증자와 관련한 공시자료 등 원시자료를 얻을 수 없기 때문에 상장계열회사만을 조사대상으로 한정하였다.

또한 실권주 취득으로 인한 손익을 계산하기 위하여 모든 실권주 취득자를 분석대상에 포함시키지 못한 것은 「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증

권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」에 보고되는 임원의 대상이 ‘등기임원’에 한정되기 때문에 등기임원이 아닌 다른 임직원이 배정 받은 실권주에 대해서는 그 취득 및 처분에 관한 내용을 알 수 없기 때문이다.

실권주인수내역 파악

「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」를 기초로 임원들의 실권주 인수 내역 및 매매거래를 파악하였다.

만약 등기임원이 분석기간인 1998년부터 1999년 동안 일부기간에만 등기임원으로 재직하였다면 등기임원으로 재직한 기간에 대해서만 본 분석작업을 실시할 수 있었다.

일부 실권주배정에 관하여 이사회 의사록에 의하면 실권주인수가 확인되었으나 「임원·주요주주소유주식보고서」제출대상이 아니기 때문에 제출되지 아니한 경우 이사회 의사록에 근거하여 실권인수를 분석하였다.

또한 일부 「임원·주요주주소유주식보고서」의 경우 실권주인수로 인한 주식취득과 유상증자로 인한 주식취득을 구분하여 보고하지 않고 전부 유상증자로 보고한 경우가 있어 이는 유상증자비율을 기준으로 보유하고 있던 주식에 대한 유상증자를 초과하는 주식취득에 관하여는 실권주를 배정 받은 것으로 가정하였다.

실권주로 인한 손익의 계산

실권주취득으로 인한 매매손익의 계산은 실권주인수당시의 시가와 인수가격과의 차액인 실권주인수시점의 시세차익, 인수한 실권주의 처분으로 인한 손익, 기준시점(본 보고서의 경우 2000년 8월 31일을 기준시점으로 하였음)의 시가와 실권주인수가격의 차액인 실권주평가손익 세가지로 계산하였다.

첫째, 실권주인수시점의 시세차익이란 실권주를 인수할 당시의 시가와 실권주를 인수한 가액(= 유상증자 발행가액)의 차이로 이

는 우리나라는 유상증자를 실시하는 경우 할인발행이 일반화되어 있기 때문에 유상증자 발행가액이 시가보다 낮기 때문에 발생하는 것이다. 즉 실권주인수시점의 시가가 6,000원이며 실권주를 5,000원에 100주 인수하였다고 가정하면 실권주인수시점의 시세차익은 $100,000 \{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 된다. ‘실권주인수시점의 시세차익’은 동일한 주식을 동일한 일자에 구입할 때 일반투자자가 시장에서 취득할 수 있는 가격보다 낮은 가격으로 인수함으로써 얻은 이익을 의미하는 것이다.

둘째, 실권주를 처분함에 따라 입은 손익을 계산할 때는 실권주를 인수한 후 주식을 매각한 경우 매각한 주식을 실권주로 가정하였으며, 여러 번의 실권주인수가 있었던 경우 매각되는 주식은 가장 최근에 인수한 실권주로 가정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 100주 인수하였고 1997년 10월 1일에 100주를 매각하였다고 가정하면 매각한 100주는 실권주로 가정한 것이다.

세째, 실권주평가손익의 계산방법은 실권주인수가격과 기준시점의 시가차이로 산정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 5,000원에 100주를 인수하였다고 가정하면 2000년 8월 31일(기준시점)의 종가가 6,000원이라면 실권주평가손익은 $100,000\text{원} \{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 되는 것이다.

현대그룹 상장계열회사의 실권주 배정 현황

현대그룹 상장계열회사는 1998년부터 2000년 8월까지 총유상증자 횟수의 12.5%의 경우에 실권주를 이사회결의로 회사의 임원 관계회사사등 특정인에게 배정하고 있으며 실권주를 배정받은 임원은 총 22명이다.

이사회 결의에 의하여
상법상의 이사에 실권
주를 배정하는 의결은
상법위반이다.

실권주인수자를 이사회에서 당해 회사의 이사들에게 배정하는 가장 큰 문제점은 이사회 구성원인 임원들이 자신들에게 실권주를 배정하는 의결을 하는 것으로 이는 이사회 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하게 되어 있는 상법 제 391조 제3항을 위배한 것으로 회사의 등기임원들이 모두 실권주를 인수하는 결의를 위한 이사회는 성립할 수 없는 것이다.

현대그룹 상장계열회사
의 등기임원들이 얻은
실권주인수시점의 시세
차익은 10억원이며, 실
권주인수로 인한 재산상
의 이익 - 처분이익과 평
가이익의 합계 - 은 10
억원이다.

현대그룹의 경우 분석기간(1998년부터 2000년 8월까지) 동안 유상증자의 신주 발행가액은 시가에 평균 28%의 할인율을 적용하여 결정되었다. 따라서 실권주를 인수하는 것은 일반투자자들이 시장에서 주식을 구입하는 것보다 할인된 가격에 주식을 구입하는 것을 의미한다. 따라서 실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있는 구조로 되어있다. 실권주를 인수한 현대그룹 상장계열회사들의 임직원들이 얻은 실권주인수시점에서 실현가능한 시세차익의 규모가 10억원에 달하고 있다. 실권주는 인수 후 약 1개월이 경과한 후에 즉시 시장에서 거래할 수 있다는 점을 고려할때 이는 이사회 스스로 자기에게 제공되는 보수라는 성격을 가지고 있다. 이부분은 주주총회에서 결의되는 임원보수한도에서 제외되는 문제점이 있다.

또한 인수한 실권주로 통하여 얻은 현재시점으로 평가되는 재산상의 이익 - 실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계 - 은 10억원이다

현대그룹 상장계열회사의 실권주 처리방법

현대그룹 상장계열회사들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 실시한 총 40회의 유상증자를 대상으로 실권주배정방식에 대한 조사를 실시하였다.

유상증자시 발생한 실권주 및 단수주(이하 ‘실권주’라 한다)의 처리방법을 살펴보면 총 40회의 유상증자 중 실권주를 일반공모한 경우는 26회로 현대그룹 전체 유상증자의 65.0%이며, 실권주를 이사회에의 결의에 의하여 특정인에게 배정한 경우는 7회로 현대그룹전체 유상증자의 17.5%에 해당하고 있다..

현대그룹 상장계열회사는 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 부여한 경우가 총 유상증자회수의 12.5%이다

그러나 현대엘레베이터의 경우 실권주를 이사회에서 모두 우리사주에 배정하는 것으로 결의하였으며, 기아자동차의 경우 실권주를 모두 실권시키는 것으로 결의하였으므로 이사회결의에 의하여 실권주를 특정인에게 부여한 것은 총 5회로 전체 유상증자의 12.5%이다.

그 외의 경우는 유상증자시 제3자에게 배정하거나 혹은 출자전환 등으로 실권주가 발생하지 아니한 경우가 총 7회 있었다

회사명	유상증자회수	실권주배정방법		기타	실권주인수 임원수
		특정인에게 배정	일반공모		
인천제철	2	1	1		5 (1) *
현대강관	3	1	1	3자배정1번	5 (0)
현대전자	4	1	3		7 (0)
현대건설	3	1	2		5 (0)
현대증권	2	-	2		-
현대정공	3	-	3		-
고려산업개발	2	-	1	3자배정1번	-

현대엘리베이터	2		1	우리사주에배 정1번	-
기아자동차	6			출자전환등5번 실권처리1번	-
현대종합상사	4	1	3		-
현대상선	3	-	3		-
현대자동차	3	-	3		-
현대중공업	2	-	2		-
현대미포조선	1	-	1		-
삼표제작소	-				-
합계	40	5 (12.5%)	26 (65.0%)	기타7번 (17.5%) 실권처리등 2번(5%)	22 (1)

* : ()안은 실권주를 인수한 사외이사 및 사외감사의 숫자임.

실권주배정으로 인하여 얻은 이익

실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있으며 실권주를 인수한 현대그룹 상장계열회사들의 임직원들이 실권주인수시점에서 얻은 시세차익은 10억원에 달하고 있다.

또한, 이사회결의에 의하여 실권주를 배정한 현대그룹 상장계열회사의 등기임원들이 실권주인수이후 실권주를 처분함으로써 얻은 실권주처분이익은 10.7억원이며 실권주를 처분하지 아니하고 보유함으로써 실권주 인수가액과 2000년 8월 31일의 시가와 차이인 실권주평가손실은 0.7억원으로 실권주인수로 인하여 임원들이 얻은 총이익은 10억원이다

실권주 배정내용을 회사별로 살펴보면 다음과 같다.

이사회결의에 의하여 실권주를 특정인에게 배정한 경우는 인천제철이 1999년 2월에 실시한 유상증자, 현대강관이 1999년 12월에 실시한 유상증자, 현대전자가 1998년 12월에 실시한 유상증

자, 현대건설이 1998년 5월에 실시한 유상증자, 현대종합상사가 1999년 12월에 실시한 유상증자 총 5회이다.

인천제철이 99년 6월에 실시한 유상증자와 현대강관이 99년 3월에 실시한 유상증자의 경우 ‘실권주의 처리는 일반공모에 의하고 일반공모 후 발생하는 실권주는 의사회결의에 의한다’라고 공시하고 있으나, 「임원·주요주주소유주식보고서」상 임원의 실권주 인수가 있었으므로 이는 일반공모 후 실권된 주식에 대하여 임원들이 인수한 것으로 추정된다. 그러나 실권주의 처리에 관한 내용을 공시하고 있지는 않았다.

현대종합상사가 1999년 12월에 실시한 유상증자의 경우 실권주 처리를 이사회에서 결정한다고 공시하고 있으나 실권주 처분에 관한 공시사항이 없을 뿐 아니라 「임원·주요주주소유주식보고서」에도 임원들이 실권주를 인수한 사실이 없었다.

다음은 현대그룹의 상장계열회사별 임원들이 실권주인수로 인하여 얻은 이익이다.

(단위:억원)

	실권주인수 시점 의 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주 처분손익	실권주 평가손익
인천제철	0.5	- 0.5	0.3	- 0.8
현대강관	0.1	0.1	0	0.1
현대전자	9.1	10.6	10.2	0.4
현대건설	0.2	- 0.2	0.2	- 0.4
합 계	9.9	10.0	10.7	- 0.7

실권주 배정문제 해결방안

현재 우리나라는 할인발행과 주주배정으로 유상증자를 하고 있는 것이 일반적인 관행으로 현대그룹 상장계열회사들의 분석기간 동안 실시한 유상증자시 적용한 평균할인율은 28%이다.

할인발행으로 유상증자를 하여 실권주가 발생한 경우 실주인수자는 시장에서 주식을 구입하는 것 보다 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있기 때문에 실권주를 인수하는 시점에서 이미 할인발행에 따른 이익 -실권주인수시점의 시세차익- 을 얻게 되며, 기존 주주 입장에서는 실권주를 특정인에게 줌으로써 소유하고 있는 주식이 희석화 되는 것이다.

또한 실권주를 이사회에서 합리적인 기준 없이 특정인에게 임의 배정하고 있어 이사회가 자의적으로 특정인에게 특혜를 주는 결과를 초래할 수 있다.

유상증자를 하는 경우 발생한 실권주는 다시 일반 공모를 하거나 발행을 포기하여야 한다.

따라서 특정인에게 실권주를 부여함으로써 인하여 발생하는 기존 주주 지분의 희석화를 방지하고 이사회에 의한 실권주의 임의배정을 방지하기 위해서는 발생한 실권주는 일반공모 하거나 발행을 포기하여야 할 것이다.

실권주배정으로 인한 문제가 발생하는 근본원인은 유상증자발행가액이 할인발행 되기 때문이며 유상증자 발행가액이 시가로 결정된다면 기존주주의 희석화문제나 실권주인수로 인한 문제는 해결될 것이다.

또한 신주인수권증서의 발행 및 유통을 보다 활성화하여 유상증자에 참여하는 대신 신주인수권을 매각할 수 있도록 하는 것도 필요하다.

<보론>

“실권주배정에 관한 분석”을 위한 조사방법

조사대상

실권주관련 분석은 현대그룹의 상장계열회사의 1998년부터 1999년 동안 실시한 유상증자를 대상으로 하였으며 실권주의 배정으로 얻게 된 재산상의 손익은 1998년 및 1999년 당시의 등기임원에 대해서만 계산하였다.

상장계열회사의 선정은 공정거래위원회가 2000년 8월 1일 기준으로 발표한 “대규모기업집단 소속회사현황”을 기초로 선정하였으며, 비상장회사의 경우 공시의무가 없어 유상증자와 관련한 공시자료 등 원시자료를 얻을 수 없기 때문에 상장계열회사만을 조사대상으로 한정하였다.

또한 실권주 취득으로 인한 손익을 계산하기 위하여 모든 실권주 취득자를 분석대상에 포함시키지 못한 것은 「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」에 보고되는 임원의 대상이 ‘등기임원’에 한정되기 때문에 등기임원이 아닌 다른 임직원이 배정 받은 실권주에 대해서는 그 취득 및 처분에 관한 내용을 알 수 없기 때문이다.

실권주인수내역 파악

「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」를 기초로 임원들의 실권주 인수 내역 및 매매거래를 파악하였다.

만약 등기임원이 분석기간인 1998년부터 1999년 동안 일부기간에만 등기임원으로 재직하였다면 등기임원으로 재직한 기간에 대해서만 본 분석작업을 실시할 수 있었다.

일부 권주배정에 관하여 이사회 의사록에 의하면 실권주인수가 확인되었으나 「임원·주요주주소유주식보고서」 제출대상이 아니기 때문에 제출되지 아니한 경우 이사회 의사록에 근거하여 실권인수를 분석하였다.

또한 일부 「임원·주요주주소유주식보고서」의 경우 실권주인수로 인한 주식취득과 유상증자로 인한 주식취득을 구분하여 보고하지 않고 전부 유상증자로 보고한 경우가 있어 이는 유상증자비율을 기준으로 보유하고 있던 주식에 대한 유상증자를 초과하는 주식취득에 관하여는 실권주를 배정 받은 것으로 가정하였다.

실권주로 인한 손익의 계산

실권주취득으로 인한 매매손익의 계산은 실권주인수당시의 시가와 인수가격과의 차액인 실권주인수시점의 시세차익, 인수한 실권주의 처분으로 인한 손익, 기준시점(본 보고서의 경우 2000년 8월 31일을 기준시점으로 하였음)의 시가와 실권주인수가격의 차액인 실권주평가손익 세가지로 계산하였다.

첫째, 실권주인수시점의 시세차익이란 실권주를 인수할 당시의 시가와 실권주를 인수한 가액(= 유상증자 발행가액)의 차이로 이는 우리나라는 유상증자를 실시하는 경우 할인발행이 일반화되어 있기 때문에 유상증자 발행가액이 시가보다 낮기 때문에 발생하는 것이다. 즉 실권주인수시점의 시가가 6,000원이며 실권주를 5,000원에 100주 인수하였다고 가정하면 실권주인수시점의 시세차익은 100,000 $\{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 된다. ‘실권주인수시점의 시세차익’은 동일한 주식을 동일한 일자에 구입할 때 일반 투자자가 시장에서 취득할 수 있는 가격보다 낮은 가격으로 인수함으로써 얻은 이익을 의미하는 것이다.

둘째, 실권주를 처분함에 따라 입은 손익을 계산할 때는 실권주를 인수한 후 주식을 매각한 경우 매각한 주식을 실권주로 가정하였으며, 여러 번의 실권주인수가 있었던 경우 매각되는 주식은 가장 최근에 인수한 실권주로 가정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 100주 인수하였고 1997년 10월 1일에 100주를 매각하였다고 가정하면 매각한 100주는 실권주로 가정한 것이다.

셋째, 실권주평가손익의 계산방법은 실권주인수가격과 기준시점의 시가차이로 산정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 5,000원에 100주를 인수하였다고 가정하면 2000년 8월 31일(기준시점)의 종가가 6,000원이라면 실권주평가손익은 100,000원 $\{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 되는 것이다.

LG그룹 상장계열회사의 실권주 배정 현황

LG그룹 상장계열회사는 1998년부터 2000년 8월까지 총유상증자 횟수의 50%의 경우에 실권주를 이사회결의로 회사의 임원, 관계회사등 특정인에게 배정하고 있으며 실권주를 배정받은 임원은 총 32명이다.

이사회의 결의에 의하여
상법상의 이사에 실권
주를 배정하는 의결은
상법위반이다.

실권주인수자를 이사회에서 당해 회사의 이사들에게 배정하는 가장 큰 문제점은 이사회 구성원인 임원들이 자신들에게 실권주를 배정하는 의결을 하는 것으로 이는 이사회 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하게 되어 있는 상법 제 391조 제3항을 위배한 것으로 회사의 등기임원들이 모두 실권주를 인수하는 결의를 위한 이사회는 성립할 수 없는 것이다.

LG그룹 상장계열회사의
등기임원들이 얻은 실권
주인수시점의 시세차익
은 29억원이며, 실권주
인수로 인한 재산상의
이익 - 처분이익과 평가
이익의 합계 - 은 16억
원이다.

LG그룹의 경우 분석기간(1998년부터 2000년 8월까지) 동안 유상증자의 신주 발행가액은 시가에 평균 26%의 할인율을 적용하여 결정되었다. 따라서 실권주를 인수하는 것은 일반투자자들이 시장에서 주식을 구입하는 것보다 할인된 가격에 주식을 구입하는 것을 의미한다. 따라서 실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있는 구조로 되어있다. 실권주를 인수한 LG그룹 상장계열회사들의 임직원들이 얻은 실권주인수시점에서 실현가능한 시세차익의 규모가 29억원에 달하고 있다. 실권주는 인수 후 약 1개월이 경과한 후에 즉시 시장에서 거래할 수 있다는 점을 고려할 이는 이사회스스로 자기에게 제공되는 보수라는 성격을 가지고 있다. 이부분은 주주총회에서 결의되는 임원보수한도에서 제외되는 문제점이 있다.

또한 인수한 실권주를 통하여 얻은 현재시점으로 평가되는 재산상의 이익 - 실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계 - 은 16억원이다

LG 그룹 상장계열회사의 실권주 처리방법

LG그룹의 경우 LG그룹 소속 상장회사들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 실시한 총 15회의 유상증자 중 LG애드가 신규상장이전에 실시한 유상증자 1회를 제외하고 총 14회의 유상증자를 대상으로 분석하였다.

LG 그룹 상장계열회사는 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 부여한 경우가 총 유상증자회수의 50%이며, 실권주를 이사회결의에 의하여 배정하는 비율이 점차 증가하고 있다.

총 14회의 유상증자 중 실권주를 일반공모한 경우는 7회로 LG그룹 전체 유상증자의 50%이며, 실권주를 이사회에의 결의에 의하여 배정한 경우는 7회로 LG그룹전체 유상증자의 50%에 해당하고 있다.

LG그룹의 경우 1998년에 실시한 유상증자는 실권주에 대하여 모두 일반공모를 실시하였으나 1999년 이후 실시한 유상증자의 경우 실권주를 이사회 결의로 특정인에게 배정한 경우가 64%로 증가하여, 1998년부터 2000년 8월 31일까지를 비교할 때 점차 실권주를 이사회에서 배정하는 비율이 증가하고 있는 것으로 나타났다

회사명	유상 증자 회수	실권주배정방법				실권주 인수한 임원수
		특정인에게 배정		일반공모		
		1998년	1999년 이후	1998년	1999년 이후	
LG상사	2		1		1	4
LG정보통신	2		1	1		4
LG화학	1		1			5
LG투자증권	2		2			8 (3) *
LG건설	2		1		1	8 (2)
LG전선	1		1			3
LG전자	1			1		
LG애드	-					
데이콤	2			1	1	
LG산전	1				1	
LG칼텍스가스	-					

합계	14	7	3	4	32 (5)
----	----	---	---	---	--------

* : ()안은 실권주를 인수한 사외이사 및 사외감사의 숫자임.

실권주배정으로 인하여 얻은 이익

실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있으며 실권주를 인수한 LG그룹 상장계열회사들의 임직원들이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 29억원에 달하고 있다.

또한, 이사회결의에 의하여 실권주를 배정한 LG그룹 상장계열회사의 등기임원들이 실권주인수이후 실권주를 처분함으로써 얻은 실권주처분이익은 19억원이며, 실권주를 처분하지 아니하고 보유함으로써 실권주 인수가액과 2000년 8월 31일의 시가와와의 차이인 실권주평가손실은 2.8억원으로 실권주인수로 인하여 임원들이 얻은 총이익은 16.2억원이다

LG그룹의 실권주 배정과 관련하여 타 그룹(삼성, 현대, SK)과의 차이점은 타 그룹이 일반적으로 실권주를 회사의 임원 및 계열회사에 분배하는 것에 반하여 특수관계인에게 실권주를 배정한 경우가 많은 것이다. LG상사가 1999년 12월에 실시한 유상증자의 경우는 개인에게 부여한 실권주는 모두 임직원을 대상으로 하였으나 그 외에 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 부여한 경우 - LG정보통신, LG화학, LG투자증권, LG건설, LG화재해상보험, LG전선 - 는 실권주인수대상자에 모두 특수관계인이 포함되어 있었다.

다음은 LG그룹의 상장계열회사별 임원들이 실권주인수로 인하여 얻은 이익이다.

(단위:억원)

	실권주인수 시점의 시세차익	처분손익+평가손익	실권주 처분손익	실권주 평가손익
LG상사	0.7	-1.2	0	-1.2
LG정보통신	1.4	3.2	3.4	-0.2

LG화학	19.3	10.4	10.0	0.4
LG투자증권	4.5	2.0	2.9	-0.9
LG건설	1.4	-1.1	0.0	-1.1
LG전선	1.4	2.9	2.7	0.2
합계	28.7	16.2	19.0	-2.8

실권주 배정문제 해결방안

현재 우리나라는 할인발행과 주주배정으로 유상증자를 하고 있는 것이 일반적인 관행으로 LG그룹 상장계열회사들의 분석기간 동안 실시한 유상증자시 적용한 평균할인율은 26%이다.

할인발행으로 유상증자를 하여 실권주가 발생한 경우 실주인수자는 시장에서 주식을 구입하는 것 보다 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있기 때문에 실권주를 인수하는 시점에서 이미 할인발행에 따른 이익 - 실권주인수시점의 시세차익 - 을 얻게 되며, 기존 주주 입장에서는 실권주를 특정인에게 줌으로써 소유하고 있는 주식이 희석화 되는 것이다.

또한 실권주를 이사회에서 합리적인 기준 없이 특정인에게 임의 배정하고 있어 이사회가 자의적으로 특정인에게 특혜를 주는 결과를 초래할 수 있다.

유상증자를 하는 경우 발생한 실권주는 다시 일반 공모를 하거나 발행을 포기하여야 한다.

따라서 특정인에게 실권주를 부여함으로 인하여 발생하는 기존 주주 지분의 희석화를 방지하고 이사회에 의한 실권주의 임의배정을 방지하기 위해서는 발생한 실권주는 일반공모 하거나 발행을 포기하여야 할 것이다.

실권주배정으로 인한 문제가 발생하는 근본원인은 유상증자발행가액이 할인발행 되기 때문이며 유상증자 발행가액이 시가로 결정된다면 기존주주의 희석화문제나 실권주인수로 인한 문제는 해결될 것이다.

또한 신주인수권증서의 발행 및 유통을 보다 활성화하여 유상증자에 참여하는 대신 신주인수권을 매각할 수 있도록 하는 것도 필요하다.

<보론>

“실권주배정에 관한 분석”을 위한 조사방법

조사대상

실권주관련 분석은 LG그룹의 상장계열회사의 1998년부터 1999년 동안 실시한 유상증자를 대상으로 하였으며 실권주의 배정으로 얻게 된 재산상의 손익은 1998년 및 1999년 당시의 등기임원에 대해서만 계산하였다.

상장계열회사의 선정은 공정거래위원회가 2000년 8월 1일 기준으로 발표한 “대규모기업집단 소속회사현황”을 기초로 선정하였으며, 비상장회사의 경우 공시의무가 없어 유상증자와 관련한 공시자료 등 원시자료를 얻을 수 없기 때문에 상장계열회사만을 조사대상으로 한정하였다.

또한 실권주 취득으로 인한 손익을 계산하기 위하여 모든 실권주 취득자를 분석대상에 포함시키지 못한 것은 「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」에 보고되는 임원의 대상이 ‘등기임원’에 한정되기 때문에 등기임원이 아닌 다른 임직원이 배정 받은 실권주에 대해서는 그 취득 및 처분에 관한 내용을 알 수 없기 때문이다.

실권주인수내역 파악

「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」를 기초로 임원들의 실권주 인수 내역 및 매매거래를 파악하였다.

만약 등기임원이 분석기간인 1998년부터 1999년 동안 일부기간에만 등기임원으로 재직하였다면 등기임원으로 재직한 기간에 대해서만 본 분석작업을 실시할 수 있었다.

일부 실권주배정에 관하여 이사회 의사록에 의하면 실권주인수가 확인되었으나 「임원·주요주주소유주식보고서」 제출대상이 아니기 때문에 제출되지 아니한 경우 이사회 의사록에 근거하여 실권인수를 분석하였다.

또한 일부 「임원·주요주주소유주식보고서」의 경우 실권주인수로 인한 주식취득과 유상증자로 인한 주식취득을 구분하여 보고하지 않고 전부 유상증자로 보고한 경우가 있어 이는 유상증자비율을 기준으로 보유하고 있던 주식에 대한 유상증자를 초과하는 주식취득에 관하여는 실권주를 배정 받은 것으로 가정하였다.

실권주로 인한 손익의 계산

실권주취득으로 인한 매매손익의 계산은 실권주인수당시의 시가와 인수가격과의 차액인 실권주인수시점의 시세차익, 인수한 실권주의 처분으로 인한 손익, 기준시점(본 보고서의 경우 2000년 8월 31일을 기준시점으로 하였음)의 시가와 실권주인수가격의 차액인 실권주평가손익 세가지로 계산하였다.

첫째, 실권주인수시점의 시세차익이란 실권주를 인수할 당시의 시가와 실권주를 인수한 가액(= 유상증자 발행가액)의 차이로 이는 우리나라는 유상증자를 실시하는 경우 할인발행이 일반화되어 있기 때문에 유상증자 발행가액이 시가보다 낮기 때문에 발생하는 것이다. 즉 실권주인수시점의 시가가 6,000원이며 실권주를 5,000원에 100주 인수하였다고 가정하면 실권주인수시점의 시세차익은 100,000 $\{(6,000 - 5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 된다. ‘실권주인수시점의 시세차익’은 동일한 주식을 동일한 일자에 구입할 때 일반투자자가 시장에서 취득할 수 있는 가격보다 낮은 가격으로 인수함으로써 얻은 이익을 의미하는 것이다.

둘째, 실권주를 처분함에 따라 입은 손익을 계산할 때는 실권주를 인수한 후 주식을 매각한 경우 매각한 주식을 실권주로 가정하

였으며, 여러 번의 실권주인수가 있었던 경우 매각되는 주식은 가장 최근에 인수한 실권주로 가정하였다. 즉 1998년 7월 1일에 실권주를 100주 인수하였고 1997년 10월 1일에 100주를 매각하였다고 가정하면 매각한 100주는 실권주로 가정한 것이다.

세째, 실권주평가손익의 계산방법은 실권주인수가격과 기준시점의 시가차이로 산정하였다. 즉 1998년 7월1일에 실권주를 5,000원에 100주를 인수하였다고 가정하면 2000년 8월 31일(기준시점)의 종가가 6,000원이라면 실권주평가손익은 100,000원 $\{(6,000-5,000) \times 100\text{주}\}$ 이 되는 것이다.

SK그룹 상장계열회사의 실권주 배정 현황

SK그룹 상장계열회사는 1998년부터 2000년 8월까지 총유상증자 횟수의 9.1%의 경우에 실권주를 이사회결의로 회사의 상법상의 임원, 관계회사등 특정인에게 배정하고 있으며 실권주를 배정받은 임원은 총 10명이다.

이사회의 결의에 의하여 상법상의 이사에 실권주를 배정하는 의결은 상법위반이다.

이사회에서 실권주를 당해 회사의 이사들에게 배정하는 것의 문제점은 이사회 구성원인 이사들이 자신들에게 실권주를 배정하는 결의에서 자신이 직접 의결권을 행사하는 것으로 이는 이사회 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못하도록 규정하고 있는 상법 제 391조 제3항을 위배한 것이다.

SK 그룹의 상장계열회사의 등기임원들이 얻은 실권주인수시점의 시세차익은 2.4억원이며, 실권주인수로 인한 재산상의 이익 - 처분이익과 평가이익의 합계 - 은 2.3억원이다.

SK그룹의 경우 분석기간(1998년부터 2000년 8월까지) 동안 유상증자의 신주 발행가액은 시가에 평균 26%의 할인율을 적용하여 결정되었다. 따라서 실권주를 인수하는 것은 일반투자자들이 시장에서 주식을 구입하는 것보다 할인된 가격에 주식을 구입하는 것을 의미한다. 따라서 실권주인수자들은 실권주 인수시점의 시가와 실권주 인수가격의 차이를 이익으로 누릴 수 있는 구조로 되어있다. 실권주를 인수한 SK그룹 상장계열회사들의 임직원들이 얻은 실권주인수시점에서 실현 가능한 시세차익의 규모가 2.4억원에 달하고 있다. 실권주는 인수 후 약 1개월이 경과한 후에 즉시 시장에서 거래할 수 있다는 점을 고려할 때 이는 이사회 스스로 자기에게 제공되는 보수라는 성격을 가지고 있다. 이 부분은 주주총회에서 결의되는 임원보수한도에서 제외되는 문제점이 있다.

또한 인수한 실권주를 통하여 얻은 현재시점으로 평가되는 재산상의 이익 - 실권주처분이익과 실권주평가이익의 합계 - 은 2.3억원이다.

실권주의 처리방안을 이사회에서 결의하도록 하고 있는 경우 타

그룹의 모든 회사들은 이사회에서 실권주 처리방안을 결의 하였으나 SK글로벌의 경우 이사회에서 대표이사에게 실권의 처리방안을 위임하는 결의를 하였다.

SK 그룹 상장계열회사의 실권주 처리방법

SK그룹의 경우 SK그룹 소속 상장회사들이 1998년부터 2000년 8월 31일까지 실시한 총 11회의 유상증자를 대상으로 분석하였다.

SK 그룹 상장계열회사는 실권주를 이사회 결의에 의하여 특정인에게 부여한 경우가 총 유상증자회수의 9.1%로 SK글로벌에서 실시한 1번의 유상증자 뿐이다.

총 11회의 유상증자 중 실권주를 일반공모한 경우는 4회로 SK그룹 전체 유상증자의 36.36%이며, 실권주를 이사회에 의하여 배정한 경우는 2회로 SK그룹전체 유상증자의 18.18%에 해당하고 있다.

그러나 SK 텔레콤의 경우 99년 7월에 실시한 유상증자의 경우 실권주를 모두 실권처리 하였으므로 이사회 결의에 의하여 실권주가 특정인에게 배정된 경우는 SK글로벌에서 99년 7월에 실시한 유상증자뿐으로 SK그룹 전체 유상증자의 9.1% 이다.

그 외의 경우는 유상증자시 제3자에게 배정하여 실권주가 발생하지 아니한 경우가 5회 있었다.

회사명	유상증자회수	실권주배정방법		기타	실권주인수한 임원수
		특정인에게 배정	일반 공모		
SK 글로벌	1	1			10 (2)*
SK주식회사	2		2		
SK가스	-				
SK증권	5		1	3자공모4번	
SK캐미칼	1				
SKC	-				
SK텔레콤	2			3자공모1번 실권처리1번	

합계	11	1 (9.1%)	4 (36.36%)	기타5번 (45.45%) 실권처리1번 (9.1%)	10 (2)
----	----	----------	---------------	--------------------------------------	--------

* : ()안은 실권주를 인수한 사외이사 및 사외감사의 숫자임

실권주배정으로 인하여 얻은 이익

SK그룹의 경우 이사회결의에 의하여 실권주를 부여한 회사의 수는 SK글로벌 1개사이며 여기서 발생한 실권주로 인하여 SK글로벌의 10명의 등기임원들이 획득한 실권주를 인수한 시점의 시세차익은 2.4억원이다

또한, 이사회결의에 의하여 실권주를 배정한 SK글로벌의 등기임원들이 실권주인수이후 실권주를 처분함으로써 얻은 실권주처분이익은 1.6억원이며 실권주를 처분하지 아니하고 보유함으로써 실권주 인수가액과 2000년 8월 31일의 시가와의 차이인 실권주평가이익은 0.7억원으로 실권주인수로 인하여 임원들이 얻은 총이익은 2.3억원이다

SK글로벌의 경우 실권주관련 구체적인 사항은 대표이사에게 위임하기로 이사회에서 결의하였으므로 이사회이사록으로도 실권주배정에 관한 세부 사항은 확인할 수 없었다.

다음은 SK글로벌의 등기임원들이 실권주인수로 인하여 얻은 이익이다.

(단위:억원)

	실권주인수 시점 의 시세차익	처분손익 +평가손익	실권주 처분손익	실권주 평가손익
SK글로벌	2.4	2.3	1.6	0.7

실권주 배정문제 해결방안

현재 우리나라는 할인발행과 주주배정으로 유상증자를 하고 있는 것이 일반적인 관행으로 SK그룹 상장계열회사들의 분석기간 동안 실시한 유상증자시 적용한 평균할인율은 26%이다.

할인발행으로 유상증자를 하여 실권주가 발생한 경우 실주인수자는 시장에서 주식을 구입하는 것 보다 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있기 때문에 실권주를 인수하는 시점에서 이미 할인발행에 따른 이익 - 실권주인수시점의 시세차익 - 을 얻게 되며, 기존 주주 입장에서는 실권주를 특정인에게 줌으로써 소유하고 있는 주식이 희석화 되는 것이다.

또한 실권주를 이사회에서 합리적인 기준 없이 특정인에게 임의 배정하고 있어 이사회가 자의적으로 특정인에게 특혜를 주는 결과를 초래할 수 있다.

유상증자를 하는 경우 발생한 실권주는 다시 일반 공모를 하거나 발행을 포기하여야 한다.

따라서 특정인에게 실권주를 부여함으로 인하여 발생하는 기존 주주 지분의 희석화를 방지하고 이사회에 의한 실권주의 임의배정을 방지하기 위해서는 발생한 실권주는 일반공모 하거나 발행을 포기 하여야 할 것이다.

실권주배정으로 인한 문제가 발생하는 근본원인은 유상증자발행가액이 할인발행 되기 때문이며 유상증자 발행가액이 시가로 결정된다면 기존주주의 희석화문제나 실권주인수로 인한 문제는 해결될 것이다.

또한 신주인수권증서의 발행 및 유통을 보다 활성화하여 유상증자에 참여하는 대신 신주인수권을 매각할 수 있도록 하는 것도 필요하다.

<보론>

“실권주배정에 관한 분석”을 위한 조사방법

조사대상

실권주관련 분석은 SK그룹의 상장계열회사의 1998년부터 1999년 동안 실시한 유상증자를 대상으로 하였으며 실권주의 배정으로 얻게 된 재산상의 손익은 1998년 및 1999년 당시의 등기임원에 대해서만 계산하였다.

상장계열회사의 선정은 공정거래위원회가 2000년 8월 1일 기준으로 발표한 “대규모기업집단 소속회사현황”을 기초로 선정하였으며, 비상장회사의 경우 공시의무가 없기 때문에 유상증자와 관련한 공시자료 등 원시자료를 얻을 수 없기 때문에 상장계열회사만을 조사대상으로 한정하였다.

또한 실권주 취득으로 인한 손익을 계산하기 위하여 모든 실권주 취득자를 분석대상에 포함시키지 못한 것은 「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」에 보고되는 임원의 대상이 ‘등기임원’에 한정되기 때문에 등기임원이 아닌 다른 임직원이 배정 받은 실권주에 대해서는 그 취득 및 처분에 관한 내용을 알 수 없기 때문이다.

실권주인수내역 파악

「임원·주요주주의 주식보유 상황보고 및 단기매매차익에 관한 규정」에 의하여 증권선물위원회 및 한국증권거래소에 보고되는 「임원·주요주주소유주식보고서」를 기초로 임원들의 실권주 인수 내역 및 매매거래를 파악하였다.

만약 등기임원이 분석기간인 1998년부터 1999년 동안 일부기간에만 등기임원으로 재직하였다면 등기임원으로 재직한 기간에 대해서만 본 분석작업을 실시할 수 있었다.

일부 실권주배정에 관하여 이사회 의사록에 의하면 실권주인수가 확인되었으나 「임원·주요주주소유주식보고서」 제출대상이 아니기 때문에 제출되지 아니한 경우 이사회 의사록에 근거하여 실권인수를 분석하였다.

또한 일부 「임원·주요주주소유주식보고서」의 경우 실권주인수로 인한 주식취득과 유상증자로 인한 주식취득을 구분하여 보고하지 않고 전부 유상증자로 보고한 경우가 있어 이는 유상증자비율을 기준으로 보유하고 있던 주식에 대한 유상증자를 초과하는 주식취득에 관하여는 실권주를 배정 받은 것으로 가정하였다.

실권주로 인한 손익의 계산

실권주취득으로 인한 매매손익의 계산은 실권주인수당시의 시가와 인수가격과의 차액인 실권주인수시점의 시세차익, 인수한 실권주의 처분으로 인한 손익, 기준시점(본 보고서의 경우 2000년 8월 31일을 기준시점으로 하였음)의 시가와 실권주인수가격의 차액인 실권주평가손익 세가지로 계산하였다.

첫째, 실권주인수시점의 시세차익이란 실권주를 인수할 당시의 시가와 실권주를 인수한 가액(= 유상증자 발행가액)의 차이로 이는 우리나라는 유상증자를 실시하는 경우 할인발행이 일반화되어 있기 때문에 유상증자 발행가액이 시가보다 낮기 때문에 발생하는 것이다. 즉 실권주인수시점의 시가가 6,000원이며 실권주를 5,000원에 100주 인수하였다고 가정하면 실권주인수시점의 시세차익은 $100,000 \{ (6,000 - 5,000) \times 100 \text{주} \}$ 이 된다. ‘실권주인수시점의 시세차익’은 동일한 주식을 동일한 일자에 구입할 때 일반투자자가 시장에서 취득할 수 있는 가격보다 낮은 가격으로 인수함으로써 얻은 이익을 의미하는 것이다.

둘째, 실권주를 처분함에 따라 입은 손익을 계산할 때는 실권주를 인수한 후 주식을 매각한 경우 매각한 주식을 실권주로 가정하였으며, 여러 번의 실권주인수가 있었던 경우 매각되는 주식은 가장 최근에 인수한 실권주로 가정하였다. 즉 1998년 7월1일에 실권주를 100주 인수하였고 1997년10월1일에 100주를 매각하였다고 가정하면 매각한 100주는 실권주로 가정한 것이다.

세째, 실권주평가손익의 계산방법은 실권주인수가격과 기준시점의 시가차이로 산정하였다. 즉 1998년 7월1일에 실권주를 5,000원에 100주를 인수하였다고 가정하면 2000년 8월31일(기준시점)의 종가가 6,000원이라면 실권주평가손익은 $100,000 \text{원} \{ (6,000 - 5,000) \times 100 \text{주} \}$ 이 되는 것이다.