

자본시장을 활용한 원금보장형 우리카주제도의 도입 방안

2009. 12.

연구위원

송홍선

연구위원

공경신



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 主 》

우리사주제도가 도입된 지 어언 40년이 지났지만, 발전 수준은 양적으로나 질적으로 일천합니다. 우리사주조합이 있는 주식회사는 전체의 1%가 되지 않고 이들의 지분율은 2%가 채 되지 않습니다. 차입형 우리사주가 도입된 것도 불과 수년전입니다. 여기에는 여러 이유가 있겠지만, 필자는 근로자 관점에서 우리사주제도의 본질적인 약점에 주목하고자 합니다. 바로 주가 하락에 따른 근로자의 손실 가능성입니다.

주식을 갖고 손실을 보는 것은 누구의 탓도 아니겠지만, 우리사주의 경우 좀 다릅니다. 근로자는 고용되는 순간부터 언제 해고될지 모르는 실직위험에 노출되어 있습니다. 여기에다 자사주를 보유하여 손실위험까지 노출된다면 근로자는 실직위험과 자사주 보유에 따른 위험을 동시에 부담하는 이중적인 위험에 노출됩니다. 합리적인 근로자라면 계란을 한 바구니에 담으로 하지 않을 것입니다. 따라서 이중위험의 해소는 우리사주제도 발전을 위해 매우 중요합니다. 원금보장형 우리사주제도는 이런 이중위험을 완화하는 해법으로 이미 유럽에서 실행가능성이나 실효성이 입증된 제도입니다.

유럽의 원금보장형 우리사주제도는 자본시장을 활용하여 투자원금을 시장친화적으로 보장해 주는 구조입니다. 다만, 원금보장은 주로 파생상품을 통해 이루어지기 때문에 근로자의 헤지비용을 최소화할 수 있는 상품설계능력과 여건이 무엇보다 중요할 것이다. 아울러, 유럽 경험을 보면 자사주 취득자금이 부족한 근로자들이 많기 때문에 투자원금보장과 취득자금 대출을 결합한 우리사주제도가 실효성이 높을 것입니다.

본 보고서는 헤지비용을 최소화하는 원금보장형 우리사주제도의 도입을 위해 근로자복지기본법의 일부 개정을 제안합니다. 무엇보다 우리사주조합에게 원금보장 목적의 헤지거래가 허용되어야 합니다. 또 하나는 우리사주조합이 증권금융에 예탁하고 있는 우리사주를 헤지비용을 절감하는 목적으로 활용할 수 있도록 대여(stock lending)를 제한적으로 허용할 필요가 있습니다.

원금보장형 우리사주제도의 효익은 단순히 노동정책, 노사관계 선진화에만 머물지 않습니다. 특히, 사회정책 면에서 원금보장 우리사주는 상당히 유익한 제도가 될 수 있습니다. 요즘 같이 금융위기로 중산층 근로자의 경제안정이 위협받는 상황에서 원금보장형 우리사주제도는 이들의 자산소득을 안정시키고 경제안정에 기여할 수 있습니다. 일종의 시장친화적인 사회안전망(safety net)기능을 하는 것입니다. 미소금융(microcredit)이 영세서민을 위한 사회안전망이라면, 원금보장형 우리사주제도는 중산층 근로자의 사회안전망으로 기능할 수 있습니다.

아무쪼록 본 보고서가 선진국에 노사간 윈-윈 프로그램으로 알려진 우리사주제도를 활성화하는데 조금이나마 보탬이 되길 바랍니다. 아울러 본 보고서를 작성하는 과정에서 유익한 논평을 해주신 원내세미나 참석자들과 심사과정에서 창조적인 논평을 해주신 권세훈 박사님께 감사드립니다. 보고서 편집을 위해 애쓰신 이수련, 김지희 연구조원에게도 감사드립니다.

송 홍 선 dna0214@kcmi.re.kr 3771-0632

공 경 신 kskong@kcmi.re.kr 3771-0634

목 차

Executive Summary	iii
Abstract	xii
I. 원금보장형 우리사주제도의 필요성	3
1. 우리사주제도 개요	3
2. 원금보장형 우리사주제도의 필요성	4
3. 국내 우리사주제도의 실태와 문제점	10
II. 원금보장형 우리사주제도의 구조	23
1. 원금보장형 우리사주제도의 개념	23
2. 우리사주의 투자원금 보장 방법: 예시	25
3. 기존 우리사주제도와의 관계	29
III. 원금보장형 우리사주제도의 시장규모	33
1. 우리사주조합의 예탁잔액 및 신규예탁규모	33
2. 국내 IPO시장 및 유상증자시장 규모	35
3. 우리사주조합 예탁율: 우리사주시장의 잠재성장성	36
IV. 해외의 원금보장형 우리사주제도: 유럽	39
1. 롱프랭(Rhone Poulenc) 사례	39
2. 텍시아(DEXIA)은행 사례	41
V. 원금보장형 우리사주제도 도입을 위한 제도 개선	45
1. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법: 법 개정 불필요	45
2. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법: 법 개정	47
참 고 문 헌	53

표 목 차

<표 I-1> 우리사주조합 결성 현황	13
<표 I-2> 우리사주 보유기간 현황	14
<표 I-3> 주요국의 주가변동성	16
<표 III-1> 우리사주 예탁잔액 추이	34
<표 III-2> 우리사주 설립조합수와 예탁조합수 추이	36

그 립 목 차

<그림 I-1> 우리사주제도의 발전 필요성	5
<그림 I-2> 우리나라 노사관계 현주소	6
<그림 I-3> 우리나라의 계층별 소득분포	8
<그림 I-4> 우리사주의 자사주 지분을	13
<그림 I-5> 근로자의 이중위험부담 및 장기보유 장애요인	15
<그림 I-6> 누적주가수익률 분포	17
<그림 I-7> LG카드의 주가변화	18
<그림 I-8> 우리사주 취득재원별 비중	19
<그림 I-9> 우리사주제도 부진요인 및 개선과제: 사업주 입장	20
<그림 II-1> 원금보장형 우리사주제도의 구조	24
<그림 II-2> 원금보장구조 1: 선도매도 + 콜옵션 매입	26
<그림 II-3> 원금보장구조 2: 풋옵션 매입	27
<그림 II-4> 원금보장구조 3: 원금보장형 + 차입형	28
<그림 II-5> 스톡옵션형 우리사주제도의 옵션행사 전후 손익구조	30
<그림 III-1> 국내 기업공개 및 유상증자 규모 추이	35
<그림 V-1> 회사를 이용한 원금보장형 우리사주제도의 구조	48

I. 원금보장형 우리사주제도의 필요성

1. 제도의 필요성

- 원금보장형 우리사주제도는 기본적으로 노동관련 제도이기 때문에 제도 도입의 필요성은 크게 노사관계 선진화라는 노동정책, 중산층의 경제 안정이라는 사회정책, 그리고 자본시장 발전이라는 금융산업 차원에서 제기될 수 있음

- 원금보장형 우리사주제도는 주가하락에 따른 근로자의 손실 위험을 제거하여 우리사주 보유 유인을 높임으로써 생산성 향상과 안정주주로서 경영권 안정에 기여하는 등 협력적인 노사관계 형성에 기여할 수 있음

- 원금보장형 우리사주제도는 금융위기로 주가가 급락하고 자산소득이 줄어드는 상황에서 상장주식을 많이 보유한 중산층 근로자의 경제안정에 기여하는 시장친화적인 사회안전망 (safety net) 역할을 수행

- 아울러 원금보장형 우리사주제도는 우리사주제도의 발전을 촉진하여 IPO나 유상증자시 우선배정 권리를 갖는 우리사주 조합의 성공적인 우리사주 배정을 가능하게 함

- 내부자에 해당하는 우리사주조합에 대한 성공적인 우선배정 여부는 외부투자자에게 IPO나 유상증자 발행가격의 적정성에 관한 중요한 signal 역할을 함

2. 국내 실태

- 그러나 주가하락에 따른 손실위험, 근로자의 자금부족 문제 등으로 인해 아직까지 활성화되지 못한 상태로 머물러 있음
 - 우리나라 전체 주식회사 중 우리사주조합을 설립한 주식회사는 0.8%에 불과한 2,642개 회사이며 설립된 조합 중에서 우리사주 의무예탁기관인 한국증권금융에 우리사주를 예탁한 조합수는 931개로 35% 수준에 불과
- 우리사주 지분율은 10% 미만 법인이 전체의 90%, 1% 미만 법인도 34%이며, 우리사주 평균 지분율은 2% 수준
 - 반면, 미국 비상장법인의 경우 우리사주 지분율 10% 미만 회사가 20%에 불과
- 근로자들의 우리사주 평균 보유기간도 대부분 1년 미만의 단기보유에 머물고 있으며, 우리사주 매도가 어려운 비상장 기업을 제외하면 5년 이상 장기간 보유하는 경우는 드문 것으로 나타남

II. 원금보장형 우리사주제도의 구조

- 원금보장형 우리사주는 기존의 우리사주에 대하여 원금보장 구조를 설계하는 방법에 따라 다양한 조합이 가능함
 - 또한 순수하게 원금보장이 이루어지는 상품구조로 설계한 것인지 아니면 우리사주 재원을 차입에 의존하는 차입형 우리사주와 결합된 복합상품구조로 설계할 것인가도 중요한 이슈임

- 원금보장형 우리사주제도가 발달한 유럽의 경우를 보면, 순수한 원금보장형 우리사주보다는 차입형과 원금보장형을 결합한 우리사주가 보편화되어 있음
 - 우리나라도 우리사주제도 발전에 근로자의 매입 능력 부족이 중요한 걸림돌이 되고 있어, 차입과 원금보장을 결합한 우리사주제도의 발전 잠재력이 높다고 판단됨

- 원금보장형 우리사주의 첫 번째 설계방식은 선도매도와 콜옵션 매입을 결합하는 방식임
 - 근로자가 자사주를 보유하는 대신 의무예탁기간이 만료되는 미래의 특정 시점에 자사주를 매도하는 선도매도계약을 금융회사와 체결함으로써, 옵션형 보상구조를 갖게 되어 주가하락 위험은 회피하는 대신 주가상승의 이익을 누릴 수 있게 됨

□ 원금보장형 우리사주의 두 번째 설계방식은 우리사주조합이 단순히 풋옵션을 헤지목적으로 매입하는 것임

— 즉, 우리사주조합은 자사주를 매입하는 동시에 풋옵션을 프리미엄을 지급하고 매입하는 경우임

□ 원금보장형 우리사주의 세 번째 설계 방법으로 차입형 우리사주와 결합한 보다 현실적인 방안을 예로 들어 보기로 함

— 우리사주 취득자금이 부족한 근로자들이 취득금액 중 일부만을 부담하고, 나머지 대부분의 취득자금을 금융회사로부터 차입을 함

— 차입 후 원금보장 구조는 앞서 두 가지 방법들 중 한가지를 택하여 차입형 + 원금보장형 우리사주제도를 도입

— 이 상품구조에서 특이점은 계약 만기 이후의 이익분배과정인데, 주가상승에 따른 이득을 우리사주조합과 취득자금을 대출해 준 금융회사가 공유하도록 이익배분구조를 설계하는 것임

- 금융회사의 주가상승분에 대한 공유는 헤지비용, 대출이자 등 금융회사가 우리사주로부터 받을 금융서비스의 대가를 위험조정 수익으로 환산하여 지급하는 구조로 유럽에서 활용되고 있음

□ 한편 이 같은 원금보장형 우리사주제도를 설계 할 때 가장 주의할 점은 근로자들이 최소의 헤지비용으로 원금보장형 우리사주제도를 설계할 수 있어야 한다는 점임

— 최소의 헤지비용 구조를 만들어 내기 위해서는 금융회사와 최소의 헤지비용으로 헤지거래를 해야 하는데, 그러기 위해서는 우리사주조합과 헤지거래를 하는 금융회사가 자체의 포지션 조정을 위해 수행하는 제 3자와의 헤지비용까지 최소화할 수 있어야 함

— 우리사주조합이 한국증권금융에 위탁하고 있는 현물 우리사주를 헤지거래를 수행하는 금융회사에 대차할 수 있을 때, 우리사주조합의 헤지비용은 최소화될 것임

III. 원금보장형 우리사주제도의 시장규모

□ 원금보장형 우리사주를 설계할 수 있는 우리사주 시장규모는 우리사주 예탁잔액, IPO 등 유가증권 발행시장 규모, 향후 우리사주시장 성장잠재력 등의 지표를 통해 추정할 수 있음

□ 먼저 우리사주 예탁규모를 보면, 한국증권금융에 예탁한 우리사주 예탁규모는 취득가액 기준으로 2008년 9월 현재 4.4조 원, 시장가치 기준으로는 6.2조원임

— 예탁잔액 6.2조원은 현재 예탁된 우리사주를 일정기간 동안
원금보장이 이루어지도록 상품을 설계할 수 있는 잠재적인
시장규모를 나타냄

□ 아울러, 우리사주조합의 연간 신규예탁 규모는 2001년 이래
연평균 약 3,600억원으로 조사되었음

— 이는 매년 신규로 원금보장 상품을 설계할 수 있는 잠재적
인 우리사주 시장규모에 해당됨

□ 주식 발행시장 규모도 원금보장 우리사주 시장을 전망하는
기초자료가 될 수 있음

— 우리나라 IPO시장은 2000년 이후 연평균 약 9,000억원, 유
상증자시장은 연평균 약 2.3조원씩 성장한 것으로 조사됨

— 우리사주조합은 발행주식 총량의 20%까지 배정받을 권리
가 있으므로 발행시장 규모로 볼 때 연간 최대 6,000억원
정도의 시장이 새롭게 창출된다고 볼 수 있음

□ 원금보장형 우리사주제도의 성장 잠재력을 판단할 수 있는
설립조합수 대비 예탁조합수의 비중은 35% 수준으로, 원금
보장이 가능하고 노사간 인식이 변화할 경우 우리사주시장
은 크게 성장할 것으로 판단됨

□ 마지막으로 이 같은 시장규모 전망은 순수한 원금보장형 상품만을 설계하는 경우를 가정한 것임

- 유럽형 우리사주제도를 가진 우리나라가 유럽국가들 처럼 원금보장형과 차입형 우리사주제도가 결합하는 방식으로 운용될 경우 원금보장형 우리사주제도는 거대한 국내의 장외복합과생상품시장으로 성장할 수 있을 것임

IV. 해외 사례: 유럽

□ 원금보장형 우리사주제도는 주가변동과 무관하게 매매가 제한된 의무예탁기간이 존재하는 유럽형 우리사주제도에서 발달

- 유럽의 유니버설은행들이 차입형과 원금보장형을 결합한 상품을 널리 판매

□ 최초의 원금보장형 우리사주는 프랑스의 롱프랭(Rhone Poulenc)사가 발행함

- 롱프랭사는 1993년 민영화를 위해 차입형 + 원금보장형 우리사주제도를 도입하였음
- 회사는 근로자에게 시가 150프랑의 주식을 20% 할인한 120프랑에 매각하면서, 최소 5년간 의무보유토록 함
- 투자은행인 Bankers Trust는 취득자금의 90% 대출과 5년 후 투자원금을 보장해 주는 대신 주가 상승분의 1/3은 자신, 2/3는 근로자에게 귀속하는 계약체결

- 벨기에의 텍시아은행은 2000년부터 도이치은행과 자사주 취득자금 대출과 원금보장 계약을 통해 전 세계 25,000명의 종업원에게 우리사주를 성공적으로 발행

V. 원금보장형 우리사주제도 도입을 위한 제도 개선

- 국내의 원금보장형 우리사주제도는 기존의 우리사주제도 혹은 스톡옵션형 우리사주제도에 원금보장 프로그램을 가미하는 방식으로 제도를 도입할 수 있음
- 현재 원금보장형 우리사주제도의 도입은 회사가 조합을 대신하여 헤지계약을 체결할 경우 법 개정 없이도 가능함
 - 회사가 금융회사로부터 우리사주 재대출을 위해 차입한 차입금 중 일부를 헤지거래 비용으로 사용한 후 동 계약을 조합에 출연하고, 나머지는 우리사주 취득자금으로 재대출
 - 그런데 이 방법은 실행은 가능하나, 우리사주조합의 현물주식을 금융회사의 헤지거래에 활용할 수 없기 때문에 우리사주조합의 헤지비용이 많이 들어가는 문제점이 있음

□ 그렇지만 원금보장 우리사주제도를 최소비용으로 도입하기 위해서는 근로자복지기본법의 일부 조항을 개정하는 것이 바람직

- 우선, 자사주만 취득하도록 용도가 한정되어 있는 우리사주조합기금을 헤지목적의 파생상품거래에 활용할 수 있도록 하고, 우리사주조합이 이 같은 파생상품 거래를 할 수 있도록 법을 개정(근로자복지기본법 제37조 제2항 및 3항)
- 둘째, 우리사주조합이 보유한 현물 자사주를 주식대차거래에 활용할 수 있는 근거를 마련하여 헤지비용을 절감할 필요가 있음(근로자복지기본법 제37조 제2항)
- 이 경우 가장 적은 헤지비용으로 주가하락에 따른 손실위험은 헤지하고, 주가상승에 따른 이득은 향유함으로써 근로자는 경제형성을, 국가적으로는 근로자를 위한 시장친화적인 사회안전망을 갖추는 효과가 있음

« **Abstract** »

Introducing principal-guaranteed ESOP scheme in Korea

Despite long history of the ESOP in Korea, ESOP has not been developed. This is because our ESOP scheme has a significant weakpoint to manage a downside risk due to a drop in treasury stock price of his own company. Employees were very reluctant to hold the treasury stock of their company for a long time.

In order to activate the ESOP in Korea, we need to adopt a principal-guaranteed ESOP scheme that European countries have been long operated. This is a scheme that ESOP guarantees the principal invested for treasury stock through a hedge contract with investment bank.

Under this scheme, employees have an option-like payoff structure from holding treasury stock. That is, employees can get capital gain when the stock price is up and can protect their principal even when the stock is down. This scheme can be structured in various forms using OTC option, forward, etc. What is pivotal in activating this scheme is how much a hedging cost can be minimize.

This principal-guaranteed ESOP scheme can also have a more attractive structured products when combining with the leveraged ESOP program in light of European cases.

Because employees can not afford to purchase their treasury stocks even when their stock has an attractive valuation. This paper suggests some revisions of the related act to introduce this cost-minimizing principal-guaranteed ESOP scheme.

First, ESOP should be permitted to directly enter into hedging contracts with investment bank that have an expertise for structuring this scheme.

Second, ESOP should be permitted to lend his treasury stock to the investment banks that offer hedging contracts in order to reduce the hedging cost.

1. 원금보장형 우리사주제도의 필요성

1. 우리사주제도의 개요
2. 원금보장형 우리사주제도의 필요성
3. 국내 우리사주제도의 실태와 문제점

I. 원금보장형 우리사주제도의 필요성

1. 우리사주제도 개요

- 우리사주제도란 주식회사가 근간인 자본주의 체제에서 자사주 보유 (노동의 자본화)를 통해 노사가 기업이익을 공유하는 기업가치 이전 프로그램
 - 우리사주제도는 대공황으로 자본주의에 대한 회의론이 확산되자 노사안정과 체제안정을 위한 대안으로 미국에서 처음 도입된 이후 전 세계적으로 확산
 - 국내에서는 1968년 자본시장육성법에서 도입 근거를 마련하여 현재 유럽형 우리사주제도에 가까운 형태로 운영중에 있음
 - 미국형 우리사주제도는 연금제도의 일환으로 운용되고 경영 참여보다는 이익 향유에 초점을 맞춤
 - 반면, 유럽형 우리사주제도는 연금제도와는 별개이기 때문에 자사주를 일정기간 의무적으로 보유하도록 의무예탁기간을 두고 있는 것이 특징이며, 이익 향유 못지않게 경영참여를 강조
 - 국내 도입초기에는 노동의 자본화 목적보다 기업공개 촉진을 통한 기업자금조달 목적이 강했으며, 점차 근로자의 재산형성 등의 고유 목적에 부합하도록 제도를 개선하고 있음

- 원금보장형 우리사주제도는 자사주 보유에 따른 주가하락의 위험으로부터 근로자를 보호함으로써 노동의 자본화를 촉진하는 투자원금 보장 프로그램으로 유럽형 우리사주제도에서 발달

4 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

- 유럽형 우리사주제도는 자사주를 보유한 일정기간 동안 매매를 금지하는 의무예탁기간이 존재하여 근로자들이 추가위험에 무방비상태로 노출되는 맹점이 존재
- 따라서 시장원리에 따라 금융회사와 우리사주조합이 사적인 계약을 통해 투자원금을 보장하는 원금보장 금융계약을 맺고 있음

2. 원금보장형 우리사주제도의 필요성

- 노사간의 윈-윈 프로그램인 우리사주제도는 다음 세 가지 측면에서 국민경제 발전에 이바지함
 - ①우리사주제도는 노동문제와 관련되기 때문에 노사관계 측면, 나아가 ②빈부격차 완화에 기여할 수 있다는 점에서 사회정책 측면, 그리고 ③기업공개(IPO) 등 자본시장 측면에서 국가 발전에 기여할 수 있음

가. 노사관계의 선진화

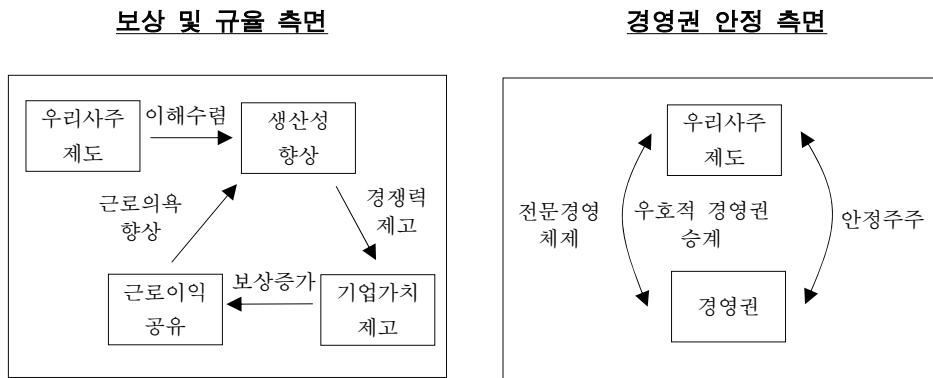
- 우리사주제도는 두 가지 경로를 통해 협력적이고 생산적인 노사관계를 형성하는데 기여할 수 있음(<그림 I-1> 참조)
 - 보상 및 규율 측면
 - 우리사주를 통해 자사주를 취득한 근로자는 성과에 비례하는 보상구조를 갖게 되는 바, 근로의욕이 고취되어 생산성 향상이 가능하게 되고 기업가치의 제고를 기대할 수 있음

- 따라서 우리사주제도는 작업장에서 근로자의 근로의욕을 규율하는 중요한 인센티브 기제로서 역할을 할 수 있으며, 생산성 향상의 성과를 근로자가 공유함

— 경영권 안정 측면

- 근로자는 고용안정, 회사조직의 안정 등으로 인해 적대적인 M&A에 부정적이며, 기존 대주주에 우호적인 것이 일반적임
- 때문에 우리사주조합은 기존 대주주의 안정주주 역할을 수행하는 것이 일반적이며, 기존 대주주가 안정적으로 기업의 경영권을 승계(business succession)하는데 우호적인 주주로 역할을 하는 경우가 일반적임

<그림 1-1> 우리사주제도의 발전 필요성



□ 우리사주제도는 우리나라와 같이 전투적이고 적대적인 노사관계를 가진 나라에서 특히 활성화할 필요가 있음

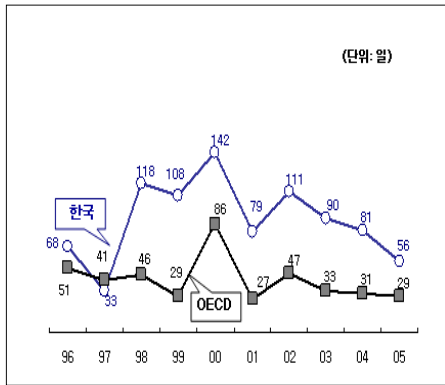
- 우리나라 노사관계는 다른 OECD 국가들보다 평균적인 파업성향이 높은 것으로 나타났음

6 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

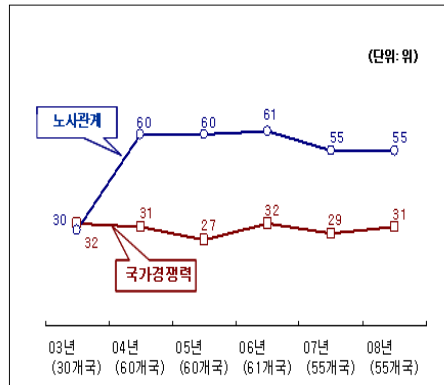
- 우리나라 근로자 1,000명당 노동손실일수는 2005년 58일로 OECD 국가들의 평균적인 노동손실일수 29일 보다 두 배 이상 높게 나타났음
- 이로 인해 우리나라의 노사관계 경쟁력은 IMD 기준으로 조사대상국 중 최하위권을 기록하고 있음
- 2008년 IMD 국가경쟁력은 조사대상 55개 국가 중에서 31위를 차지하였으나, 국가경쟁력의 세부평가항목인 노사관계경쟁력은 55위로 최하위를 기록
- 경직되고 전투적인 노사관계가 우리나라의 국가경쟁력을 제고하는데 고질적인 장애요인으로 작용하여 왔음

<그림 1-2> 우리나라 노사관계 현주소

파업성향 국제비교



국가경쟁력 및 노사관계 경쟁력



주 : 1) 전사업 파업성향: 근로자 1,000명당 노동손실일수
 2) ()은 전체 조사대상국
 자료: 한국노동연구원, IMD

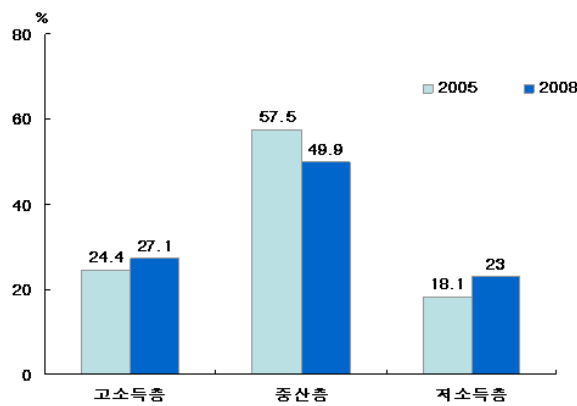
나. 중산층 근로자를 위한 사회안전망(safety net)

- 복지측면에서 우리사주제도는 자사주 지급을 통해 회사가 근로자의 재산형성을 돕고, 국가적으로는 빈부격차의 해소에 기여하는 순기능이 있음
- 때문에 주식회사를 근간으로 하는 자본주의 체제에서 우리사주제도는 근로자계층의 소득안정을 통해 경제안정에 기여할 수 있는 제도임
 - 특히 우리나라와 같이 우리사주제도가 상장기업을 중심으로 육성된 경우, 상장기업 근로자들이 국가의 중산층을 형성하고 있는 바, 중산층 근로자의 경제안정을 위한 사회안전망 기능을 수행할 수 있음
- 세계 각국은 글로벌 금융위기를 겪으면서 소득분배가 악화되며 중산층이 감소하고 있는 양상
 - 미국은 최근 금융위기로 모든 계층의 수입이 감소하고 있지만, 특히 빈곤층의 소득 감소가 두드러짐
 - 통계국에 따르면 소득기준 상위 10% 부자의 소득수준은 빈곤층 소득 수준 대비 2007년 11.2배 보다 높은 11.4배로 증가했으며 빈곤율도 13.2%로 11년 동안 최고수준을 기록
 - 우리나라도 글로벌 금융위기 이후 소득이 줄고 실업이 증가하면서 중산층 경제력 약화 우려가 증대됨
 - 실제 외환위기 이후 우리나라의 중산층은 점진적으로 감소추세에 있는 것으로 추정됨(유경준, 2008)

8 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

- 또한 금번 글로벌 금융위기로 2008년 우리나라 중산층은 2005년 대비 감소한 것으로 조사됨(현대경제연구원, 2009)

<그림 1-3> 우리나라의 계층별 소득분포



주 : 1) OECD에 따르면 표본가구를 소득기준으로 나열할 때 중위소득(median) 가구를 기준(100%)으로 중위소득의 50~150%의 소득구간 가구를 중산층으로 정의
2) 중산층비율은 중위소득의 50-150% 가구의 전체가구 대비 비중

자료: 현대경제연구원, 2009

□ 그런데 우리사주제도가 중산층 근로자를 위한 사회안전망으로 기능하기 위해서는 지금과 같은 금융위기 상황에서 우리사주를 구입한 투자원금이 어느 정도 보장될 필요가 있음

— 투자원금이 보장될 때 우리사주제도는 금융위기 상황에서도 중산층 근로자의 자산가치 안정을 지원하는 사회안전망으로서의 역할을 할 수 있음

- 원금보장형 우리사주제도는 경제위기와 주식시장이 급변동하는 상황에서 자사주를 보유한 중산층의 재산안정에 기여하는 시장친화적인 안전망 역할을 함
 - 원금보장형 우리사주제도는 투자원금은 정부가 직접 보장하지 않고, 우리사주조합과 금융회사 등이 헤지계약을 통해 자율적으로 보장한다는 점에서 시장원리에 충실한 제도임
 - 아울러, 주가상승에 따른 이득은 근로자가 향유하기 때문에 근로자의 재산형성과 재산안정에 직접적으로 기여함

다. 자본시장의 발전: IPO 적정 pricing의 바로미터

- 국내 우리사주조합은 상장기업에 해당할 경우 전체 발행주식의 20%를 우선적으로 배정받을 권리를 법으로 보장받고 있음(근로자복지기본법 제32조)
 - 우리사주조합이 우선배정권리를 온전히 행사할 경우 상장기업은 전체 발행주식의 20%를 우리사주조합에 배정해야 함
- 우리사주조합의 우선배정권리로 인해 IPO나 유상증자의 성공 여부에 서 우리사주조합의 역할이 중요
 - 회사와 우리사주조합 간의 원만한 우선배정물량 합의, 우선배정물량의 성공적인 소화 여부는 IPO 공모가격의 적정성 등에 대한 신호(signal)로 작용함
 - 정보경제학으로 볼 때 우리사주조합은 내부자(insider)에 해당하며 회사의 가치에 대해 가장 많은 정보를 가진 투자자들이기 때문에 외부 투자자들에게 상당한 신호효과를 가짐

3. 국내 우리사주제도의 실태와 문제점

가. 국내 실태

- 국내 우리사주제도는 1968년 도입 이후 수차례의 제도개선을 추진하였으나 아직까지 활성화되지 못한 상태
 - 2000년 이후 제도의 적용대상 확대, 차입형 우리사주제도 도입, 스톡옵션형 우리사주제도 도입 등과 같은 제도개선을 이루었으나, 동 제도를 활성화하는데는 실패

- 2000년대 들어 자사주 취득을 위한 회사 출연과 차입이 허용되면서 우리사주조합 설립이 증가함

<참고> 국내 우리사주제도의 주요 변천 과정

1968년	<ul style="list-style-type: none"> - 자본시장육성에 관한 법률 제정 · 우리사주제도 도입 및 상장법인 신규발행주식의 10%를 종업원 우선배정 · 1972년 우선배정범위 확대(총발행주식의 10%)
1974년	<ul style="list-style-type: none"> - 우리사주 확대실시 방안 발표 · 비공개법인도 유상증자시 10% 우선배정 허용 · 우리사주 관리를 위한 우리사주조합 설립 · 취득주식의 의무예탁제도 시행(공개법인 1년) · 취득금액의 5% 세액공제
1987년	<ul style="list-style-type: none"> - 우리사주제도 확충방안 발표 · 우선주 배정비율 확대(20%) 및 취득자금 세액공제 15%
1988년	<ul style="list-style-type: none"> - 우리사주제도 개선방안 발표 · 장기 보유 위해 퇴직시까지 의무예탁
1993년	<ul style="list-style-type: none"> - 자본시장육성법 시행령 개정 · 의무예탁기간 7년으로 단축
1994년	<ul style="list-style-type: none"> - 조세감면규제법 개정 · 취득자금 및 적립금에 대한 세액공제 폐지
1997년	<ul style="list-style-type: none"> - 자본시장육성에관한법률 폐지 및 우리사주관련 규정의 증권거래법 이관
1999년	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래법 시행령 개정 · 의무예탁기간 1년으로 단축
2001년	<ul style="list-style-type: none"> - 근로자복지기본법 제정 · 우리사주제도의 일반근거 규정 · 기업출연 자사주의 장기보유(3-7년) · 비상장기업으로 확대 · 세제혜택 확대
2005년	<ul style="list-style-type: none"> - 근로자복지기본법 개정 · 우리사주매수선택권 도입 · 차입형우리사주제도 도입 · 조합원 자격 비상장관계사까지 확대

12 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

□ 국내 우리사주제도는 상장기업 중심으로 도입되었으며 비공개기업들은 우리사주조합을 거의 활용하지 않고 있음

— 우리나라 전체 주식회사 중에서 우리사주조합을 설립한 주식회사는 0.8%에 불과

- 또한 전체 2,642개 우리사주조합 중에서 상장법인은 653개, 코스닥법인 840개, 기타 법인 1,149개로 공개기업들이 우리사주조합을 많이 설립하고 있는 것으로 나타남

- 실제로 전체 상장기업의 85%, 코스닥기업의 81%가 우리사주조합을 설립하는데 비해 기타 법인은 전체의 0.3%만 우리사주조합을 설립하여 우리사주조합 설립대상기업 약 34만개 중에서 0.78%인 2,642개만 우리사주조합을 설립

- 이처럼 상장 및 공개기업 중심으로 우리사주조합을 설립하는 가장 큰 이유는 우리나라의 우리사주제도가 자사주의 우선배정방식에 크게 의존하고 있기 때문으로 판단됨

— 현재 설립된 조합 중에서 우리사주 의무예탁기관인 한국증권금융에 우리사주를 예탁한 조합수는 931개로 35% 수준에 머물러 있음

- 설립 조합수에 비해 예탁 조합수가 적은 것은 우리사주조합을 설립하고도 우리사주조합의 권리 미행사로 실제로 주식을 배정하지 않았다는 것을 의미

<표 1-1> 우리사주조합 결성 현황

(단위: 개, %)

	상장법인	코스닥법인	기타법인	총계
대상법인(A)	765	1,033	338,208	340,006
결성조합(B)	653	840	1,149	2,642
예탁조합(C)	185	265	481	931
조합결성률(B/A)	85.4	81.3	0.3	0.8
예탁조합/대상법인(C/A)	23.5	25.7	0.1	0.3
예탁조합/결성조합(C/B)	24.2	31.5	41.9	35.2

주 : 2008년 9월말 기준

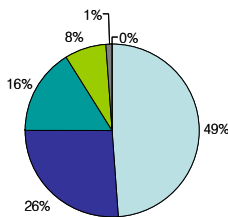
자료: 한국증권금융

□ 우리사주 지분율은 10% 미만 법인이 전체의 90%, 1% 미만 법인도 34%이며, 우리사주 평균 지분율은 2% 수준

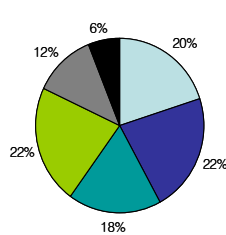
— 반면, 미국 비상장법인의 경우 우리사주 지분율이 10% 미만 회사가 20%에 불과

<그림 1-4> 우리사주의 자사주 지분율

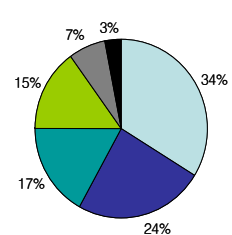
상장코스닥법인



비상장법인



전체법인



□ 1% 미만 ■ 1~3% 미만 ■ 3~5% 미만 ■ 5~10% 미만 ■ 10~20% 미만 ■ 20% 이상

자료: 한국증권금융

14 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

□ 근로자들의 우리사주 평균 보유기간도 대부분 1년 미만의 단기보유에 머물고 있음

- 우리사주 매도가 어려운 비상장기업을 제외하면 5년 이상 장기간 보유하는 경우는 드문 것으로 나타남
- 보유기간의 장기화를 유도하여 우리사주제도의 본래 취지가 작동할 수 있도록 할 필요

<표 1-2> 우리사주 보유기간 현황

(단위: 개, %)

구 분	상장 법인		코스닥 법인		기타 법인		계	
	조합수	비중	조합수	비중	조합수	비중	조합수	비중
1년 미만	104	29.6	131	35.3	160	20.5	395	26.3
1~2년 미만	62	17.6	88	23.7	124	15.9	274	18.2
2~3년 미만	54	15.3	62	16.7	97	12.4	213	14.2
3~4년 미만	40	11.5	46	12.4	80	10.2	166	11.0
4~5년 미만	35	9.9	16	4.3	72	9.2	123	8.2
5년 이상	57	16.2	28	7.6	249	31.8	334	22.2
계	352	100	371	100	782	100	1,505	100

주 : 2008년 9월 예탁조합 기준
 자료: 한국증권금융

나. 우리사주제도의 부진 요인

1) 주가하락에 따른 손실위험

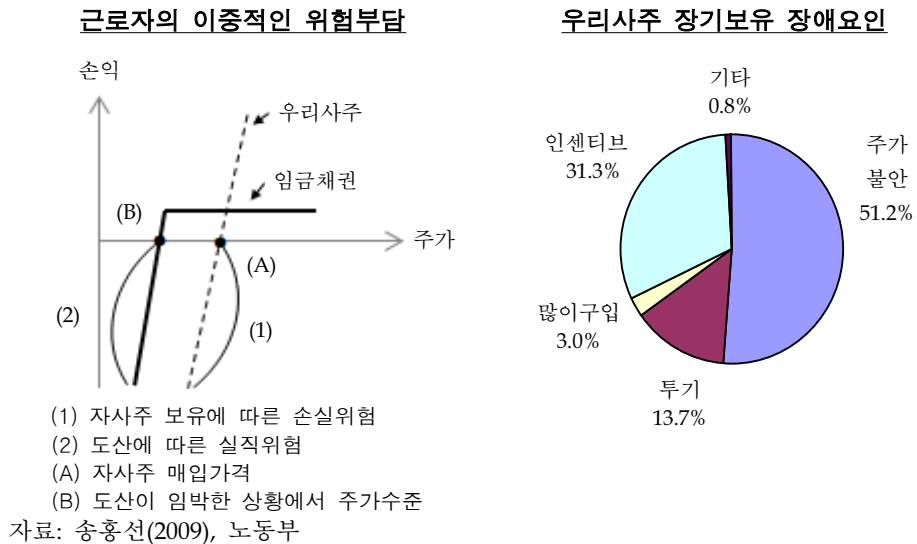
□ 우리사주제도가 활성화되지 못한 근본적인 이유는 유럽형 우리사주제도에 공통된 것으로, 근로자들이 주가하락에 따른 손실을 우려하여 자사주를 보유하는 것을 기피하는 것임

- 우리사주를 보유하는 근로자는 이중의 위험에 직면(<그림 I-5> 참조)

- 근로자는 회사에 대한 임금채권을 청구하는 채권자로서 회사가 도산할 때 실직위험을 항상 안고 있음
- 근로자가 자사주를 보유할 경우 회사에 대한 잔여청구권자(residual claims)의 지위를 갖게 되기 때문에 주가하락에 따른 투자원금의 손실위험을 추가로 부담
- 근로자는 개인의 포트폴리오로 볼 때 우리사주를 보유할 경우 회사에 대해 이중의 위험에 직면하기 때문에, 투자자로서 근로자는 자사주 보다는 다른 회사의 주식으로 다각화하는 것을 선호하며 자사주 보유를 꺼리게 됨

□ 실제 설문조사에서도 근로자들은 주가불안 요인이 자사주를 장기간 보유하는데 가장 큰 장애요인으로 조사되었음(노동부 실태조사, 2007)

<그림 1-5> 근로자의 이중위험부담 및 장기보유 장애요인



16 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

□ 주가하락에 따른 손실 우려가 큰 상황에서 변동성이 큰 주식시장은
우리사주제도의 발전에 더욱 큰 장애요인이 됨

— 국내 주식시장은 미국, 영국, 유럽 등의 선진국보다 장기적으로
변동성이 큰 것으로 나타남

<표 1-3> 주요국의 주가변동성

	12개월 주가 변동성	24개월 주가 변동성	36개월 주가 변동성	48개월 주가 변동성	60개월 주가 변동성
한국	39.0	45.3	48.8	51.5	56.6
미국	38.0	40.7	41.9	43.1	44.5
영국	37.8	41.6	43.4	44.3	45.5
유럽	36.5	39.7	41.6	42.7	44.2
일본	45.7	49.1	53.0	54.7	57.5

주 : 2008년 말 기준, 일간데이터 기준
자료: 블룸버그

□ 금번 금융위기를 겪으면서도 많은 우리사주조합들이 주가하락에 따
른 평가손실을 입은 것으로 추정되고 있음

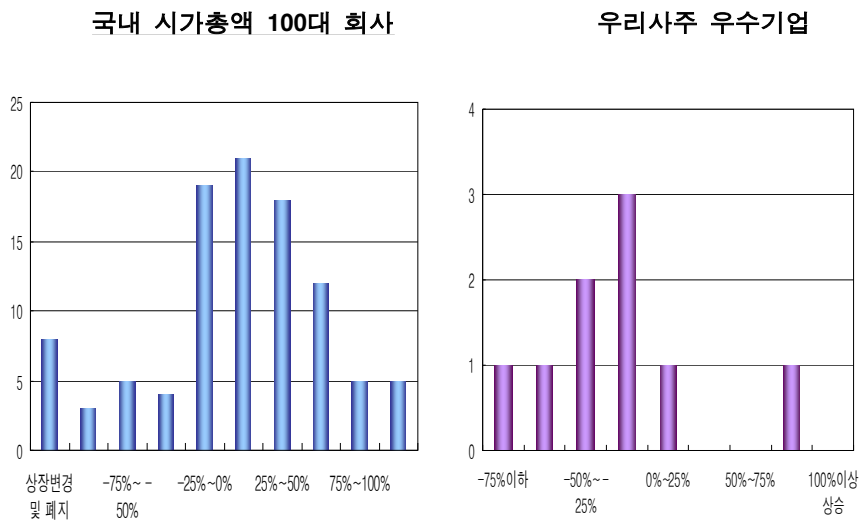
— 국내 시가총액 100대 기업의 2007~2008년 누적주가수익률은 100
개 기업 중 61%가 양(+)의 수익률을 기록한 반면 39%는 마이너
스(-) 수익률 혹은 상장이 폐지되었음

— 2008년도에 우리사주 우수기업으로 선정된 상장회사 9개 중에서
도 7개 회사가 누적주가수익률이 마이너스를 기록

□ 결국 우리사주제도가 발달하지 못한 데는 주가하락에 따른 손실을 우려한 근로자의 자사주 보유기피 심리를 제도적으로 완화해 주지 못한 점도 크게 작용한 것으로 판단됨

— 따라서 주가 하락기에 투자원금을 보장해주는 제도를 도입할 경우 우리사주제도의 발전을 촉진함은 물론이고, 근로자와 중산층에 대한 안전망으로서의 역할도 기대할 수 있음

<그림 1-6> 누적주가수익률 분포



주 : 2007~2008년 누적수익률, 2008년 12월 31일 기준
 자료: 송홍선(2009)

□ 2004년 LG카드의 사례는 원금보장형 우리사주제도가 필요한 좋은 예가 될 수 있음

— LG카드는 2004년 5월 8일 43.4 대 1의 감자 단행

18 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

— 2004년 9월 30일 현재의 2002년 4월 19일 상장 이후 수익률(감자 반영)은 -99.25%을 기록

- 주가 하락에 따른 손실은 근로자의 몫으로 귀결됨

<그림 1-7> LG카드의 주가변화



주 : 2002년 4월 19일 상장 이후

자료: Fn Guide

2) 자금부족

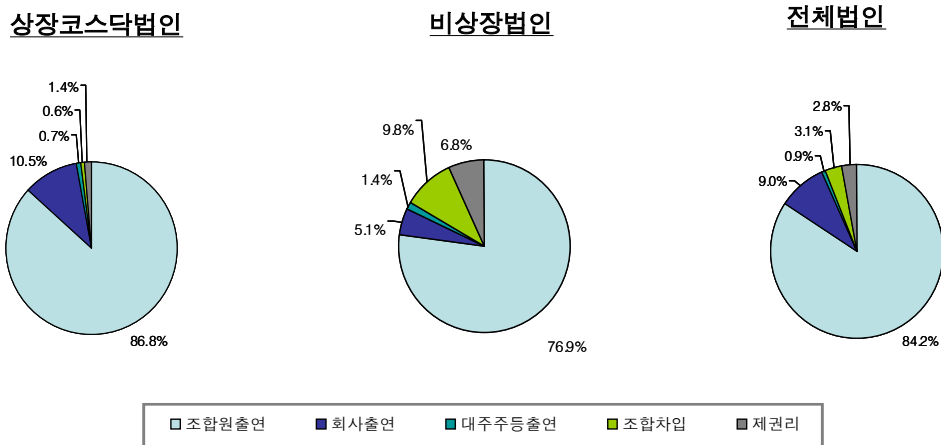
□ 근로자들이 우리사주를 취득하기 위해 조달하는 자금의 재원은 크게 자기자금, 차입, 회사 혹은 대주주의 무상출연 등이 있으나, 우리나라 우리사주제도의 주된 취득재원은 근로자의 자기자금임

— 사업주들은 우리사주제도를 조합원 혹은 회사출연을 통한 근로자 재산형성 프로그램 정도로 인식

- 전체 우리사주조합 예탁금액의 84%를 근로자의 자기부담로 취득하였으며, 그 다음이 회사의 출연으로 약 9%를 차지하며, 차입금 비중은 매우 낮은 수준

- 근로자의 자기부담 능력이 한계가 있는 상황에서 회사의 출연은 우리사주제도 발전에 중요한 역할을 할 수 있으나, 노동부의 설문조사에 따르면 사업주 관점에서 우리사주조합 활성화에 가장 큰 걸림돌은 출연 등을 위한 자금부족인 것으로 나타남
 - 또한 우리사주를 배정하더라도 근로자들의 장기보유 유인이 약하여 우리사주 물량이 1~2년 내에 시장에 출회되어 오버행(overhang) 문제를 야기
 - 따라서 우리사주제도의 활성화를 위해서는 우리사주의 취득자금이 안정적으로 조달될 수 있는 채널을 활성화하고, 장기보유를 유도하는 것이 중요

<그림 1-8> 우리사주 취득자원별 비중

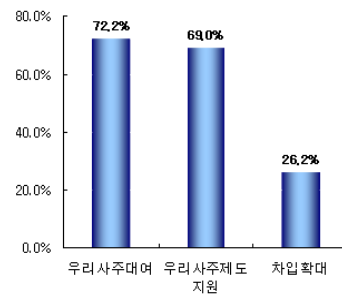
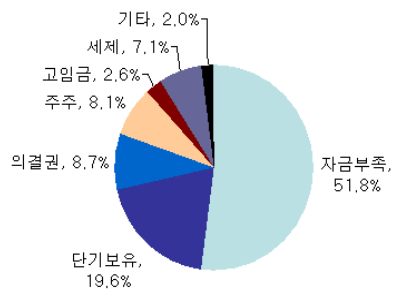


자료: 한국증권금융

<그림 1-9> 우리사주제도 부진요인 및 개선과제: 사업주 입장

우리사주제도에 소극적인 이유

우리사주제도 개선과제



주 : 퍼센트는 해당 항목 선택비중 및 해당 항목이 필요하다는 비율임
 자료: 노동부

II. 원금보장형 우리사주제도의 구조

1. 원금보장형 우리사주제도의 개념
2. 우리사주의 투자원금 보장 방법: 예시
3. 기존 우리사주제도와의 관계

II. 원금보장형 우리사주제도의 구조

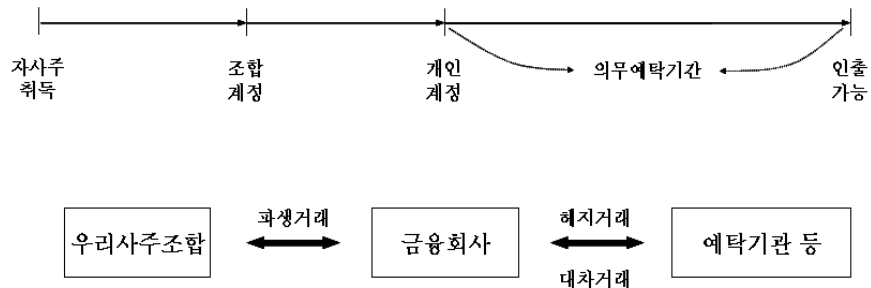
1. 원금보장형 우리사주제도의 개념

- 원금보장형 우리사주제도는 기본적으로 우리사주를 취득한 후 매매가 금지되는 의무예탁기간 동안에 주가하락에 따른 손실을 보지 않도록 다양한 헤지거래를 통해 투자원금을 보장하는 구조임
 - 회사가 우리사주를 우리사주조합에 배정하면 우선 우리사주조합 명의의 계정으로 우리사주를 취득한 후, 일정기간이 지나면 조합원 개인계정으로 배분되며, 그 후 일정기간의 의무예탁기간 동안 우리사주는 매매처분이 제한됨
 - 자사주의 매매가 금지되는 의무예탁기간이 원금보장형 헤지상품이 매매되는 일차적인 기간임
 - 물론 우리사주에 대한 원금보장기간은 근로자의 필요에 따라 법으로 정한 의무예탁기간 이상으로 설정될 수 있음

- 자본시장을 활용하여 우리사주의 투자원금을 보장하기 위해서는 다음과 같은 세 당사자의 역할이 필요
 - 우리사주조합: 투자원금 보장을 위한 헤지거래 수요자
 - 금융회사: 헤지상품을 개발하여 판매하는 헤지상품 공급자
 - 제3의 거래상대방: 헤지상품을 판매한 금융회사의 포지션 조정을 위해 필요한 제3의 헤지거래 상대방
 - 우리사주조합은 금융회사와 일차적으로 헤지거래를 통해 투자원금을 보장받게 되며, 금융회사는 자신의 포지션 조정을 위해

다시 헤지거래를 제3의 거래상대방과 수행하게 되는데, 이때 헤지거래는 단순히 대차거래 방식이 될 수도 있고, 보다 복잡한 파생금융상품을 통한 거래방식이 될 수도 있음

<그림 II-1> 원금보장형 우리사주제도의 구조



□ 다만, 원금보장을 위한 전체적인 거래구조는 원금보장에 필요한 헤지거래의 비용을 최소화하는 방식으로 설계하는 것이 바람직한 바,

— 금융회사의 포지션 조정을 위한 헤지거래는 우리사주조합이 보유하고 있는 현물 자사주를 해당 금융회사와 대차거래를 통해 활용하는 방법이 가장 비용효율적일 것으로 판단됨

- 우리사주조합이 자사주를 대차거래로 활용할 경우, 우리사주의 대차거래에 따른 수수료 이득이 발생하며, 이를 헤지비용으로 충당할 수 있음

2. 우리사주의 투자원금 보장 방법: 예시

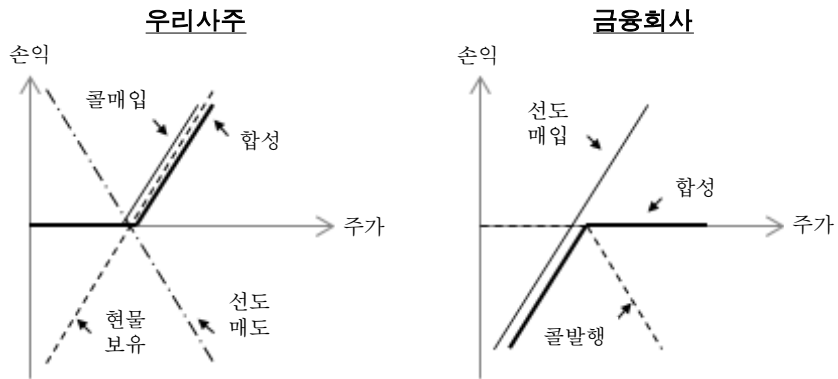
□ 아래에서는 우리사주의 투자원금을 보장하는 구조를 3가지 소개함

가. 선도매도 + 콜옵션 매입

□ 원금보장형 우리사주제도는 기존 우리사주제도와 기본적으로는 동일한 구조를 지니나, 근로자가 자사주를 장기간 보유하면서도 추가하락으로 인한 손실의 위험을 부담하지 않도록 금융회사가 근로자를 대신하여 위험을 부담한다는 차이점이 존재함

- 먼저 근로자가 자사주를 보유하는 대신 의무예탁기간이 만료되는 미래의 특정 시점에 자사주를 매도하는 선도매도계약을 금융회사와 체결
- 그런데 선도매도계약만으로는 투자원금은 보장되나 추가상승에 대한 투자이익(upside potential)을 얻을 수 없으므로, 별도의 콜옵션 매입 계약을 해당 금융회사와 체결하여 추가상승에 따른 이익을 향유
- 이와 같은 선도매도계약과 콜옵션 매입계약을 통해 우리사주조합은 콜옵션과 같은 이익함수(payoff function)를 갖게 되어 투자원금이 보장되면서도 자본이익을 수취할 수 있게 됨
- 한편 금융회사는 우리사주조합과의 선도매입계약과 콜옵션 발행으로 풋옵션을 발행한 것과 동일한 이익함수를 갖게 됨
 - 따라서 금융회사는 자체의 리스크관리를 위해 헤지거래를 해야 하는데, 이때 근로자들이 선도매도 시점까지 보유하고 있는 자사주를 금융회사가 대차거래를 위해 활용할 수 있도록 하여 전체 거래비용의 절감을 유도

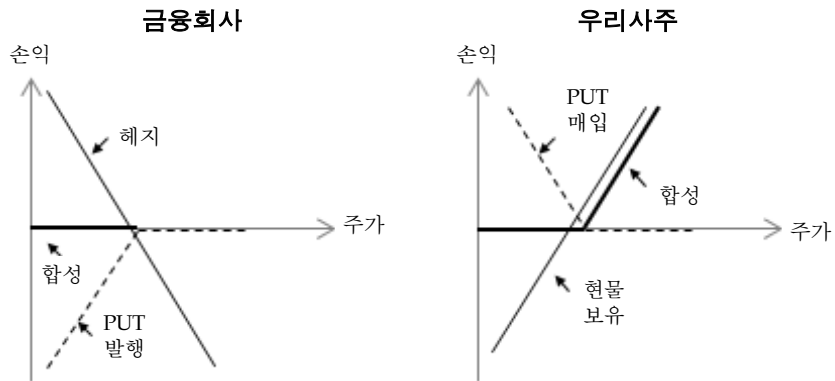
<그림 II-2> 원금보장구조 1: 선도매도 + 콜옵션 매입



나. 풋옵션 매입

- 우리사주조합은 자사주를 매입하는 동시에 투자원금을 보장받기 위해 금융회사가 판매하는 헤지상품(가령, 풋옵션)을 프리미엄을 지급하고 매입
 - 동시에 헤지상품을 우리사주조합에 판매한 금융회사는 그만큼 위험에 노출되어 있으므로 해당 주식을 보유한 예탁기관 등과의 대차거래를 통해 위험을 상쇄
 - 풋옵션 매입방식은 다른 방식에 비해 비교적 간편한 헤지방법임

<그림 II-3> 원금보장구조 2: 풋옵션 매입



다. 차입형 우리사주와 결합: 차입형 + 원금보장형

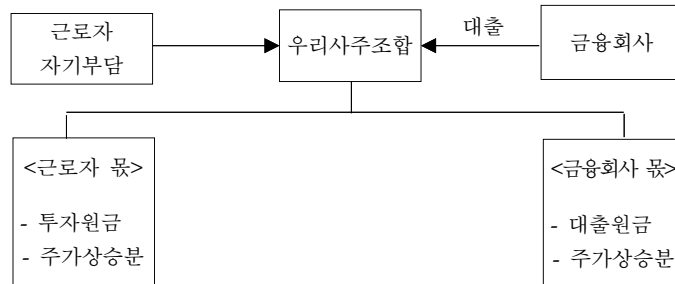
- 앞서 예시한 두 가지 원금보장 방법은 순수하게 투자원금을 보장하는 상품구조를 설계한 경우이나, 원금보장형 우리사주제도가 존재하는 유럽 국가들을 보면, 순수하게 원금만을 보장하는 상품구조 보다는 원금보장형과 차입형 우리사주제도를 결합하는 것이 일반적임
 - 앞서 살펴보았듯이 우리사주제도 발전의 주요한 걸림돌은 우리사주 조합원들의 자사주 취득자금의 부족과 회사의 우리사주조합에 대한 출연능력의 한계 등임
 - 따라서 우리사주제도가 발달한 나라들은 차입을 통하여 우리사주를 취득하는 차입형 우리사주제도가 발달하였음
 - 이 가운데 유럽 국가들은 차입형 우리사주제도와 원금보장형 우리사주제도를 결합한 방식을 널리 활용하고 있음

28 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

□ 도이치은행이 판매하는 원금보장형 + 차입형 우리사주제도의 구조는 다음과 같음

- 먼저 우리사주 취득금액 중 일부만을 근로자들이 부담하고, 대부분의 취득자금은 금융회사가 대출을 해줌
- 우리사주조합은 근로자 부담금과 대출금으로 회사로부터 우리사주를 취득
- 동시에 약정기간 동안 금융회사는 우리사주조합의 투자원금을 보장하는 헤지계약을 우리사주조합과 체결
- 사후 이익분배는 대출 및 헤지계약 시점에서 우리사주조합과 금융회사간에 체결하되, 주가상승에 따른 이득을 우리사주조합과 금융회사가 공유하도록 이익배분구조를 설계

<그림 II-4> 원금보장구조 3: 원금보장형 + 차입형



3. 기존 우리사주제도와와의 관계

- 원금보장형 우리사주제도는 기존 제도를 대체하는 제도라기보다 기존 우리사주제도의 단점을 보완해주는 제도임
 - 원금보장형 우리사주제도는 우리사주제도 발전에 중요한 장애요인인 주가하락에 따른 손실 우려를 해소하기 위해 고안됨
 - 따라서 기존의 우리사주제도와 운영구조상의 차이는 없으며, 다만, 근로자가 자사주 보유에 따른 손실위험을 부담하지 않도록 투자원금을 보장해 준다는 점에서 차이가 있음

- 일반 우리사주제도에 원금보장 구조를 가미하면 원금보장형 우리사주제도로 운용이 가능
 - 2005년 도입된 차입형 우리사주제도 역시 앞서 살펴본 대로 원금보장 구조를 가미하면 원금이 보장되는 차입형 우리사주제도로 운영될 수 있음

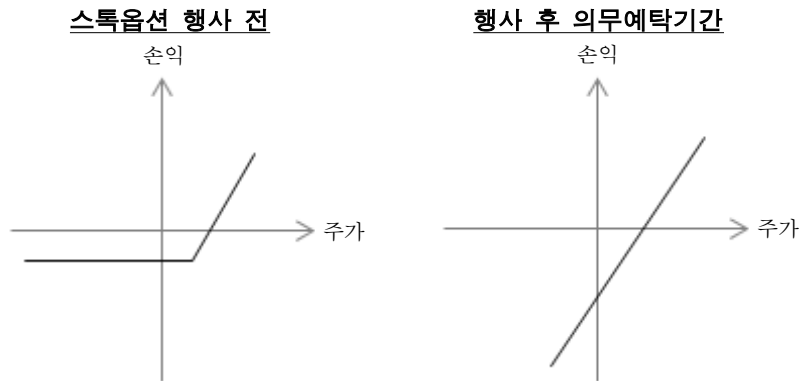
- 2005년 도입된 스톡옵션형 우리사주제도 역시 원금보장형 우리사주에 의해 보완될 때 주가하락에 따른 손실위험으로부터 자유로워짐
 - 스톡옵션형 우리사주제도는 우리사주조합이 배정받은 스톡옵션을 행사하기 전에는 주가하락 위험을 권리행사 여부를 통해 보장받을 수 있음
 - 그러나 ITM 에서 옵션 권리를 행사하여 현물주식을 배정받은 순간부터는 일반 우리사주제도와 마찬가지로 의무예탁기간이 존재하여 주가하락 위험에 노출(<그림 II-5> 참조)

30 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

— 따라서 스톡옵션형 우리사주제도 역시 원금보장형 우리사주제도에 의해 보완될 때 근로자들이 주가하락위험으로부터 완전히 보호됨

- 특히, 스톡옵션형 우리사주제도는 시가 대비 할인가격으로 주식을 매입할 수 있는 옵션(우리사주매수선택권)을 제공할 것으로 법으로 정하고 있기 때문에 원금보장형 상품과 결합될 경우 할인된 가격만큼을 헤지비용으로 충당이 가능한 이점이 있음

<그림 II-5> 스톡옵션형 우리사주제도의 옵션행사 전후 손익구조



- 이렇게 볼때 원금보장형 우리사주제도는 기존 제도와 구별되는 별개의 우리사주제도라기보다는 기존 제도를 보완하는 일종의 투자원금보장상품이라고 할 수 있음

— 따라서 모든 우리사주조합이 의무적으로 원금보장 프로그램을 채택할 필요는 없으며, 주가상승에 대한 확신이 큰 우리사주조합은 굳이 헤지비용을 지불하는 원금보장 우리사주제도를 활용하지 않아도 됨

III. 원금보장형 우리사주제도의 시장규모

1. 우리사주조합의 예탁잔액 및 신규예탁규모
2. 국내 IPO시장 및 유상증자시장 규모
3. 우리사주조합 예탁율: 우리사주시장의 잠재성장성

Ⅲ. 원금보장형 우리사주제도의 시장규모

- 원금보장형 우리사주의 시장규모를 정확히 추정하기는 어려우나, 다음 세 가지 지표를 통해 시장규모를 대략적으로 추정하기로 함
 - 현행 우리사주조합 예탁규모 및 신규예탁규모
 - 국내 IPO시장 및 유상증자시장 규모
 - 우리사주조합 예탁율

1. 우리주조합의 예탁잔액 및 신규예탁규모

- 우리사주조합이 한국증권금융에 예탁한 우리사주 예탁규모는 취득가액 기준으로 2008년 9월 현재 4.4조원, 시장가치 기준으로는 6.2조원
 - 현재 예탁된 우리사주는 의무예탁기간이 대부분 얼마 남지 않았기 때문에 의무예탁기간을 만기로 하는 원금보장 상품을 설계하는 것은 실익이 없을 것임
 - 다만, 현재 예탁잔액은 우리사주의 장기보유 유도를 위해 의무예탁기간과 관계없이 장기보유를 원하는 우리사주조합과 금융회사간에 자율적으로 헤지기간을 정하여 원금보장 우리사주서비스를 제공할 수 있음

- 우리사주조합의 연간 신규예탁규모는 2001년 이래 연평균 약 3,600억 원 증가함
 - 2002년 1조 1,200억원, 2004년 1,500억원, 2005년 3,300억원, 2006년 5,700억원, 2007년 6,000억원 증가

34 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

- 다만 2003년과 2008년(9월말 현재)은 각각 1,600억원, 500억원의 신규예탁 감소를 보임
- 2002년 우리사주조합 신규가입규모는 전년대비 60%를 상회하는 증가율을 보이고 있으나 이후로는 전년대비 11~17%의 등락폭 내에서 성장을 보이고 있음

<표 III-1> 우리사주 예탁잔액 추이

(단위: 천주, 백만원)

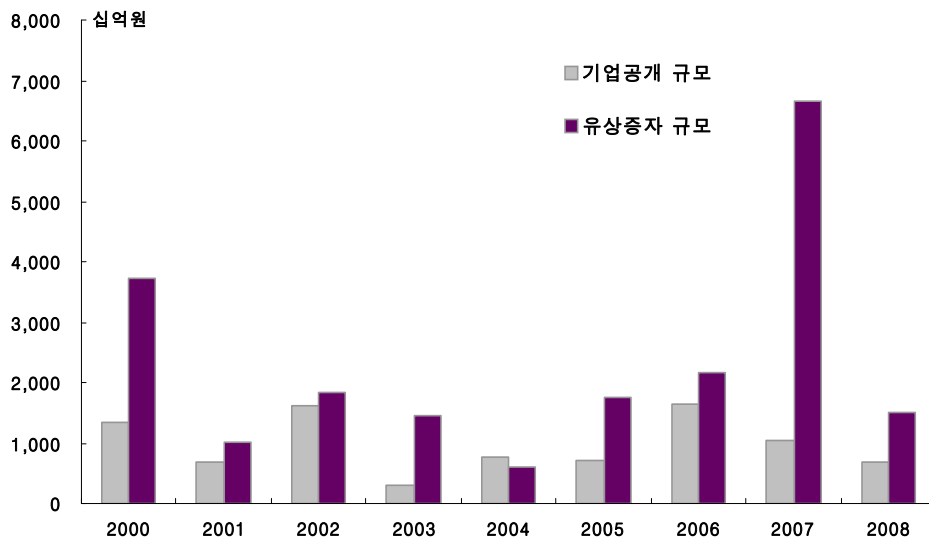
연도	주식수	취득금액		평가금액
2001	287,623	1,846,571	신규예탁금액	1,891,825
2002	324,907	2,967,249	1,120,678	2,585,200
2003	312,242	2,806,678	-160,571	2,836,205
2004	307,789	2,959,697	153,019	3,343,161
2005	301,527	3,286,195	326,498	5,033,135
2006	316,340	3,851,392	565,197	5,961,416
2007	442,678	4,454,266	602,874	8,280,630
2008.9	445,530	4,401,396	-52,870	6,248,003

자료: 한국증권금융

2. 국내 IPO시장 및 유상증자시장 규모

- 2000년 이후 IPO시장은 연평균 약 9,000억원, 유상증자시장의 경우 연평균 약 2.3조원씩 성장한 것으로 조사됨
 - 특히 2007년의 경우 지주회사 설립 혹은 전환 목적과 자본시장법 실행에 대비한 증권회사들의 대형화(IB 부문 강화) 목적 등으로 기업공개 규모 1,000여건, 유상증자 규모 6.7조원으로 폭발적으로 증가하였음

<그림 Ⅲ-1> 국내 기업공개 및 유상증자 규모 추이



자료: 블룸버그, 한국상장회사협의회

3. 우리사주조합 예탁율: 우리사주시장의 잠재성장성

- 설립조합수 대비 예탁조합수 비중으로 볼 때 향후 우리사주시장의 성장 잠재력은 큰 것으로 판단됨
 - 설립조합수 대비 예탁조합수 비중은 1998년 73%에 이르기도 하였으나 2000년대 들어 크게 줄어드는 추세
 - 2004년에는 34%로 최저 수준을 기록하였으며 2008년 9월말 현재 35% 수준에 머물러 있음
 - 설립조합수 대비 예탁조합수 비중이 낮다는 것은 노사간에 우리사주조합에 대한 필요성(잠재수요)은 커지고 있으나, 제도적 지원의 미비로 실제 우리사주를 배정(실수요)하는데 어려움이 있다는 것을 의미함
 - 우리사주제도의 발전을 저해하는 주가변동성에 따른 손실위험이나 취득자금부족 문제 등이 완화될 경우 우리사주제도의 성장성이 커질 것으로 전망

<표 III-2> 우리사주 설립조합수와 예탁조합수 추이

(단위: 조합, %)

연도	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008.9
설립조합수	1,011	1,165	1,546	1,861	2,086	2,136	2,259	2,376	2,514	2,650	2,642
예탁조합수	744	641	752	752	798	772	766	808	855	900	981
예탁조합 /설립조합	73.6	55.0	48.6	40.4	38.9	36.1	33.9	34.0	34.0	34.0	35.2

자료: 한국증권금융

IV. 해외의 원금보장형 우리사주제도: 유럽

1. 룽프랭 (Rhone Poulenc) 사례
2. 텍시아 (DEXIA) 은행 사례

IV. 해외의 원금보장형 우리사주제도: 유럽

- 원금보장형 우리사주제도는 의무예탁기간이 존재하는 유럽형 우리사주제도를 가진 나라들에서 활용이 가능하며, 유럽에서 가장 보편적으로 활용되고 있음
 - 퇴직연금제도 형태로 운영되는 미국의 우리사주제도는 유럽과 같은 의무예탁기간이 존재하지 않아 원금을 보장할 필요가 없음

- 원금보장은 우리사주조합과 금융회사간의 계약에 의해 이루어지기 때문에 헤지상품을 개발할 능력이 있는 금융회사가 존재해야 함
 - 유럽의 금융회사들은 원금을 보장하는 헤지상품을 제공하는 동시에 자사주 취득에 필요한 자금도 대출해 줌으로써, 원금이 보장되는 차입형 우리사주 프로그램의 발전을 촉진

- 도이치은행은 원금보장형 우리사주 프로그램을 판매하는 대표적인 금융회사로서 지금까지 AXA, DEXIA, AVENTIS 등의 글로벌 기업들과 수많은 중소기업에 동 서비스를 제공

1. 롱프랭(Rhone Poulenc) 사례

- 보장형 우리사주제도의 최초 사례
 - 보장형 우리사주제도는 1993년 프랑스 화학회사인 롱프랭사(社)의 민영화 당시 최초로 도입된 이후, 다수의 유럽기업에서 채택되어 활발히 시행되고 있음

40 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

□ 롱프랭 우리사주제도의 기본 구조

- 회사는 근로자에게 시가 150프랑의 주식을 20% 할인한 120프랑에 매각하면서, 최소 5년간 의무보유토록 함
- 투자은행인 Bankers Trust(이하 BT)는 의무보유기간이 종료되는 시점인 5년 후에 주가가 하락하더라도 근로자에게 투자원금을 보장해 줄 것을 약속하고, 대신에 주가가 상승하면 매매차익의 1/3은 자신이, 나머지 2/3는 근로자가 가져가는 계약 체결
 - 이 과정에서 BT는 근로자가 주식을 매입하는데 필요한 자금의 90%를 대출해 줌으로써, 근로자로 하여금 회사주식을 더 많이 매입할 수 있도록 함
- 따라서 매입 후 5년이 지난 시점에 주가가 상승할 경우, 근로자는 자기자금과 차입금을 합하여 매입한 전체 주식의 매매차익 중 2/3를 획득하게 됨
- 반면 BT는 근로자에게 주식매입에 필요한 자금을 대출해주고 주가하락시 투자원금을 보장해주는 대가로, 향후 주가가 상승하게 될 경우 매매차익의 1/3 향유
- 투자은행 입장에서 보면, 주가하락시 주식을 높은 가격에 팔 수 있는 풋옵션을 근로자에게 제공하는 대신, 주가가 상승할 경우에는 낮은 가격으로 주식을 매입할 수 있는 콜옵션을 받는 것임

2. 텍시아(DEXIA)은행 사례

- 벨기에의 텍시아은행은 네덜란드, 프랑스 등 25개국에 25,000명의 종업원을 거느린 대형은행으로 근로자의 동기유발과 생산성 향상을 목적으로 우리사주 지분율을 5%로 높이는 회사정책 수립
 - 우리사주 배정 조건은 의무보유기간을 5년으로 모든 종업원에게 동일한 조건으로 우리사주를 지급하는 목표를 세움
 - 우리사주는 종업원이 전액 자금을 조달하는 전통형 우리사주와 종업원이 10%, 차입을 90%하는 차입형 우리사주 두 가지 유형을 제안
 - 이익배분은 5년에 걸친 주가상승 누적분을 기준으로 주가상승분의 평균 80%를 종업원이 갖도록 함
 - 그 결과 2000년 이래 몇 차례의 우리사주 배정에서 종업원의 80% 이상이 참여하였으며, 참여방식은 2003년의 경우 차입형 우리사주를 90%, 전통형 우리사주를 10% 채택

- 결국, 우리사주조합은 도이치은행과 원금이 보장되는 차입형 우리사주 계약을 체결하고, 자사주 취득자금 대출과 원금보장 계약을 통해 전 세계 25,000명의 종업원에게 우리사주를 성공적으로 발행

V. 원금보장형 우리사주제도 도입을 위한 제도 개선

1. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법(1): 법 개정
2. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법(2): 법 개정 불필요

V. 원금보장형 우리사주제도 도입을 위한 제도 개선

- 원금보장형 우리사주제도가 도입되기 위해서는 우리사주조합의 원금 보장 필요성, 이를 가능하게 하는 법제도 인프라, 원금보장 상품을 설계하고 판매 및 관리할 수 있는 금융회사의 능력 등이 모두 갖추어져야 함
 - 이 중에서 우리사주조합의 원금보장 필요성은 이론적으로나 현실적으로나 명확하게 확인되었으며, 금융회사도 그동안 대형화되고 장외파생상품시장이 성장하는 등 상당한 개발 및 관리 능력이 있는 것으로 평가됨
 - 따라서 법제도 인프라의 개선이 원금보장형 우리사주제도 도입을 위한 남은 여건으로 판단됨
 - 물론 법제도의 추가적인 개정 없이 현 단계에서도 원금보장형 우리사주제도를 시장 참여자들이 자율적으로 도입할 수는 있으나, 법제도를 개선하는 경우보다 헤지비용 등이 과다하게 발생할 가능성이 있음

1. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법: 법 개정 불필요

- 우리사주조합이 금융회사의 헤지거래 상대방이 되는 것이 가장 바람직한 방법이나, 현행 법제도가 개정되지 않을 경우 우리사주조합이 설립되는 당해 회사가 우리사주조합을 대신하여 헤지거래를 수행하는 방법이 있음
 - 회사는 우리사주조합에 대해 무상출연이 가능하기 때문에 회사가 헤지거래 계약을 우리사주조합을 대신하여 수행할 수 있음

46 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

- 회사가 원금보장을 위한 헤지거래를 수행하고, 회사가 금융회사로부터 차입을 하여 우리사주조합에 출연하는 간접차입형 우리사주제도를 활용할 것을 제안함
 - 회사는 우리사주조합 배정규모를 확정된 후, 차입규모와 근로자 자기부담 규모를 확정
 - 금융회사로부터 차입은 우리사주조합이 아닌 회사가 차입하는 간접차입방식을 채택
 - 미국의 경우 간접차입방식이 일반적이며, 금융회사들은 거래상대방위험 등을 감안하여 우리사주조합보다는 회사를 거래상대방으로 더 선호함
 - 금융회사로부터 차입한 우리사주 취득자금 중 일부를 원금보장을 위한 헤지비용으로 활용하고, 나머지 대부분을 우리사주 취득자금으로 활용
 - 회사는 차입한 헤지비용과 우리사주취득자금을 우리사주조합에 출연 혹은 재대출하고, 우리사주조합은 그 재원을 이용하여 원금보장형 우리사주를 매입
 - 만기시 금융회사와 우리사주조합은 계약시점의 이익배분원칙에 따라 이익을 배분함
 - 이익배분은 순수한 차입이자에 대한 지급방식이 될 수도 있고, 추가하락에 따른 위험을 금융회사와 공유하는 대신 자본이득의 일부를 공유하는 방식을 택할 수도 있음

- 그런데 이 실행방안의 약점은 법제도를 개선하지 않는다는 전제하에 가능한 방법이기 때문에 헤지비용이 과다하게 발생할 가능성이 있음

- 금융회사의 자체 헤지비용이 우리사주조합과 금융회사간 헤지거래에 원가 개념으로 고스란히 반영되기 때문에 헤지비용이 과다하게 발행
- 헤지비용이 과다할 경우 원금보장형 우리사주제도 자체의 현실성이 떨어져 시장이 성립하지 않을 수 있음
- 따라서 법 개정을 통해 원금보장형 우리사주제도의 실행가능성을 높이는 것이 바람직

2. 원금보장형 우리사주제도 실행 방법: 법 개정

- 우리사주조합이 원금보장형 파생금융거래를 할 수 있도록 법적 근거를 마련할 필요
 - 현행 법규정에서는 우리사주조합은 자사주만을 취득할 수 있음
 - 자사주를 기초로 우리사주조합이 대통령령이 정하는 금융기관과 원금보장형 파생금융거래를 수행할 수 있다는 근거 규정 마련(근로자복지기본법 제37조 제2항)

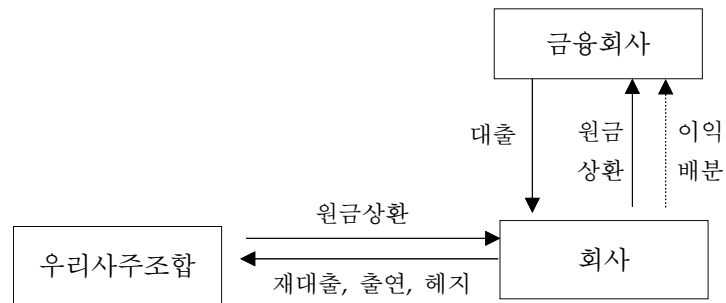
- 마찬가지로 우리사주조합기금의 운용범위를 자사주 외에 헤지목적의 파생상품거래를 허용하도록 법규정을 개정할 필요가 있음
 - 즉 파생상품매수와 관련한 비용 지급에 우리사주조합기금을 사용할 수 있도록 허용(근로자복지기본법 제37조 제3항)

- 우리사주의 주식대차거래 활용 근거를 마련하여 헤지비용을 절감할 필요가 있음

48 자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안

- 금융회사는 자신의 포지션 조정을 위해 대차거래를 수행할 때 증권예탁원 등 제3의 기관의 현물을 활용할 수도 있으며, 이렇게 할 경우 별도의 법 개정은 필요 없으나, 문제는 추가적인 대차비용까지 투자원금 보장을 위한 헤지비용에 전가될 수 있기 때문에 헤지비용이 커지는 문제가 있음
- 헤지비용을 줄여 양질의 원금보장 서비스를 제공하기 위해서는 원금보장형 우리사주에 한하여 우리사주조합의 자사주를 제3자에게 양도할 수 있도록 허용할 필요(근로자복지기본법 제37조 제2항)

<그림 V-1> 회사를 이용한 원금보장형 우리사주제도의 구조

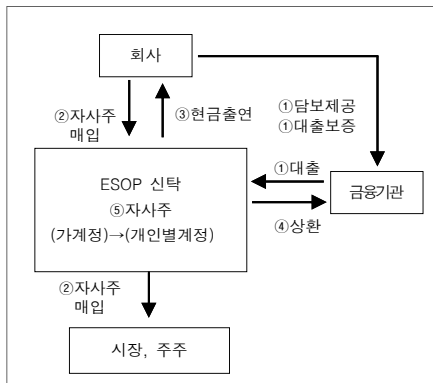


<참고> 직접차입형 우리사주제도와 간접차입형 우리사주제도

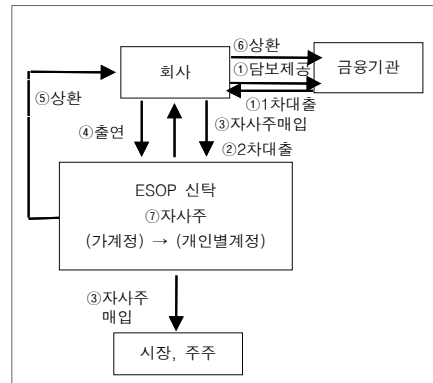
- 직접차입형 우리사주제도는 ①신탁이 회사의 보증 혹은 담보제공 하에 금융회사로부터 직접 차입을 한 후, ②자사주를 매입하여 가계정(suspense account)에 적립하고, ③회사가 신탁에 매년 원리금을 출연하여 ④신탁이 동 출연금을 이용하여 금융회사에 대출 원리금을 상환하고 ⑤원금의 상환범위 내에서 가계정의 자사주를 종업원의 개인계정(individual account)에 배정하는 제도임

- 간접차입형 우리사주제도는 ①회사가 차입을 하여 ②신탁에 내부대출(inside loan)을 하면 ③신탁은 자사주를 매입하고 ④상환을 위해 회사가 신탁에 매년 원리금을 출연하면 ⑤신탁은 동 자금으로 회사에 원리금을 상환하며 ⑥회사는 그 자금으로 다시 금융회사에 원리금을 상환하며 ⑦신탁은 상환범위 내에서 자사주를 종업원의 개인계정에 배정

직접차입형 우리사주제도



간접차입형 우리사주제도



참고문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

김동배·노용진·강병식·송민수, 2007, 『우리사주제도 실태조사 및 개선방안에 관한 연구』, 노동연구원 연구보고서.

송홍선, 2009, 『노사관계 선진화와 자본시장을 통한 해법: 원금보장형 우리사주제도와 근로자 기업인수』, 자본시장연구원 출범기념 세미나.

유경준, 2008, 중산층 정의와 추정, 한국개발연구원 『KDI 재정·사회정책 동향』 2008년 상반기, 84-96.

한국증권금융, 2009, 『우리사주조합 운영 현황』.

현대경제연구원, 2009, 최근 중산층 붕괴현황과 시사점, 『VIP 리포트』 09-14.

<해외문헌>

Deutsche Bank, 2004, *Leveraged employee share plan*.

<웹사이트>

IMD www.imd.ch