중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환 ("以股抵債")"안의 실행사례분석

연구위원 안유화

중국정부는 국영기업[1]이 상장할 때 증권시장의 충격을 완화하고자 발행주식의 상당량을 비유통주로 지정하고 일정기간 동안 유통시장에서의 거래를 금지하는 정책을 실시하였다. 그 결과 중국 상장기업의 주식구조는 대부분 비유통주와 유통주로 구분되고, 이러한 이원화된 주식구조는 내부자 거래를 포함한 많은 지배구조문제들을 노출시키고 있다. 특히 중국당국을 곤혹스럽게 만든 것은 지배대주주에 의한 상장회사의 자금남용(濫用)[2]이었다. 이원화 된 주식구조 하에서 상장회사의 지배대주주가 대부분 비유통주를 보유하고 있는 국유기업이었고, 이들 기업은 상장회사의 자금을 여러 가지 방식으로 남용하였다. 이는 투자자들의 이익에 손해를 줄 뿐만 아니라 회사의 정상적인 경영에도 악영향을 주었다. 2002년, 중국 상장회사의 50% 이상에서 지배대주주에 의한 자금남용 문제가 발생하였고, 그 규모가 총 1800억 위안에 달했다. 회사당 평균 남용 자금액인 1.43억 위안은 각 상장회사의 순 자산총액의 12.5%를 차지하는 규모였다. 특히 연속 2년간 적자를 기록한 상장기업의 70%에서 지배대주주에 의한 자금 남용문제가 발생하였다. 2003년, 상환되지 못한 남용 잔액은 577억 위안에 달했고 이는 순자산 총액의 3.5% 규모이다. 또한 금융당국의 조사에 의하면 상장폐지된 15개 기업 중 경영실패의 주요 원인이 바로 지배대주주에 의한 자금남용이었다. 이를 해결하기 위해 감독당국은 상장회사 및 업계관계자들과 함께 여러 가지 해결안을 고심해 왔지만 지금까지 효율적인 방안을 제시하지 못하고 있다. 2003년 7월 27일, 중국 증권감독관리위원회(이하 증감회)는 국가자산관리위원회(이하 국자위)와 함께 원칙적으로 "주식에 의한 채무상환"("以股抵債")안의 시범실시에 동의하였다.

"주식에 의한 채무상환"("以股抵債")안이란 지배대주주가 상장회사의 자금을 남용한 총액을 보유하고 있는 주식으로 상환하는 제도이다. 즉 남용한 총액만큼 보유주식을 법적절차에 따라 말소(登記注消)한다는 의미이다. 이는 일정한 기준가격에 상응하는 변제주식을 평가하고 법적절차에 따라 해당주식을 말소하여 상장회사의 자기자본을 감소시키는 행위이다. 그 구체적 과정은 다음과 같다. 우선, 지배대주주가 남용한 상장회사

1) 국영기업은 국가가 경영하는 기업으로서 국가가 파견한 자가 국가를 대표하여 기업을 경영한다. 그러나 중국 경제개혁이 실시됨에 따라 현행 중국 법에 근거하여 "국유기업"이라는 표현을 사용한다. 국유기업은 국가가 지분을 보유한 출자자로서의 자격을 의미하는 것으로 국가가 파견한 대표가 기업을 운영하는 개념이 아니다. 국가가 보유한 기업의 지분은 국무원이 그 소유권을 행사하고 인민대표대회 상무위원회에서 감독한다. 기업경영은 자체 독립적으로 진행된다. 참고: 2009년 5월 1일에 시행된 〈〈국유자산법〉〉

2) 지배대주주와 그 관련회사가 상장회사의 자금을 사용하는 것을 말하여, 주로 자금거래 및 자금대출의 방식을 취한다.

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

의 자금총액(抵債總額)을 확정한다. 여기에는 지배대주주가 남용한 자금총액과 그 총액에 대한 이자까지 포함된다. 다음, 상장회사의 재무상황과 경영상황에 따라 변제되어야 할 주식의 기준가격(抵債價格)을 결정한다. 기준가격과 남용총액에 따라 말소될 주식수가 결정된다. 마지막으로, 관련된 법적 절차에 따라 변제주식에 대한 말소를 진행한다. "주식에 의한 채무상환(辨濟)"안은 중국 자본시장에서 장기간 해결하지 못한 난제(難題), 즉 지배대주주가 상장회사의 자금을 남용하여 장기간 환급하지 않는 문제를 타개하기 위해 부득이 실행된 것으로 볼 수 있다.

아래 "호남전광전매주식유한회사" (HU NAN TV & BROADCAST INTERMEDIARY CO., LTD, 000917.SZ, 湖南電廣轉媒股紛有限會社, 이하 약칭 "전광전매")의 "주식에 의한 채무상환"안 실행사례를 통하여 그 구체적인 운영방법과 그로 인한 문제점들, 제도적 차익거래 기회 출현 및 이해관계자들의 손익을 분석하고, 그로 인한 투자리스크에 대해 분석하고자 한다. 이 사례는 중국자본시장에서의 대표적인 사례로 주목받고 있다. 이는 중국내 첫 "주식에 의한 채무상환"안의 시범사례일 뿐만 아니라 이 사례가 중국 자본시장의 고질적 문제점인 "동일 주식´다른 가격", 주권분리(股權分置)[3]에서 오는 내재적 충돌을 잘 보여주고 있기 때문이다. 따라서 중국 주식시장에서 주권분리 문제의 심각성을 분석하는데 요긴하다고 할 수 있다.

[사례]

2004년 7월 29일, "전광전매" 이사회는 "주식에 의한 채무상환"안 실행에 대해 국자위와 증감회의 승인을 거쳤다고 공시하였다. 이로써 "전광전매"는 중국 자본시장에서 처음으로 "주식에 의한 채무상환"안을 실시하는 시범회사가 되었다.

"전광전매"회사는 주로 방송광고업무를 하는 회사로 1999년에 체제개혁을 통해 중국 A시장에 상장되었고, 중국 미디어관련 주식 제1호로 투자자들의 주목을 받았다. 그동안 "전광전매"는 지배구조의 취약성으로 지배대주주인 국유기업 "호남방송미디어산업중심"(湖南廣播電視產業中心, 이하 "호남광전") 회사가 이 상장회사의 자금을 남용하는 사례가 비일비재 하였다. "호남광전"은 "전광전매"회사의 1.3억 국유법인주, 총 지분의 50.31%를 보유하고 있었고, 이 중 6,500만주는 이미 담보로 잡혀있었다. 감사결과를 보면, 2004년 6월 30일까지 "호남광전"은 계열사나 관련회사를 통해 "전광전매"회사의 자금, 총 50,062.61만 위안을 남용하고 있었다. 만약 3년 만기 은행예금이자율로 계산하면 이자액만 3,863.42만 위안이나 되고, 원금까지 합하면 총 남용금액은 53,926.03만 위안이 된다. 이는 주식으로 변제해야 하는 채무 총 금액이다.

2004년 6월, "전광전매"의 주당 순자산은 7.12위안이다. 당시 초상증권(招商證券)과 중발국제(中發國際) 두 회사가 "전광전매" 주식에 대한 가치평가를 실시하였는데, 주주총회를 거쳐 변제

3) 주권분리란 주주들이 동일한 주식을 보유하고 있지만 향수할 수 있는 권리가 다름을 의미한다. 이를테면 비유통주는 시장에서 거래될 수 없다.

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

되어야 할 주식의 가격은 최종 7.15위안[4]으로 정해졌다. 따라서 갚아야 할 주식 수는 7,542.10만주[5]가 되었다. 이 주식은 국자위의 승인을 거쳐 주주총회 결의를 통과하여 증감회의 최종 승인 이후 말소된다. 2005년 2월 23일, "전광전매" 회사는 '주식에 의한 채무상환"안의 실행을 끝마쳤다고 공시하였다.

[설명]

"주식에 의한 채무상환"안을 첫 시범 실행한 "전광전매" 사례에서 두 가지 핵심이슈를 아래와 같이 정리해 볼 수 있다.

1. 남용총액계산

남용자금 총액을 합리적으로 계산하기 위해서는 남용과정에 대한 상세한 상황을 알아야 한다. 남용한 자금의 성격, 규모, 기간 등에 대해 합리적인 규명이 있어야 하고 동시에 남용자금에 대한 이자에 대해서도 합리적인 이자율을 결정해야 한다. "전광전매" 회사의 지배대주주 및 관련회사들은 오랜 기간 동안 이 상장회사의 자금을 남용해 왔다. 일반적으로 자금거래 및 자금대출의 방식을 취하였는데, 관련된 회사가 많고 거래가 빈번히 이루어졌기 때문에 건별 자금사용에 대한 사용기간 확정이 매우 어렵다고 할 수 있다. 이밖에도 사전에 명확히 규명하지 않은 사항들이 많아 보상해야 하는 이자의 확정을 포함해서 많은 문제가 발생하였다. 최종적으로 아래 규칙에 따라 자금원가(計息基數)와 남용비용(보상해야 할 이자, 補償利息)을 계산하기로 확정하였다. 즉, 자금원가는 전년도 평균액수(즉 연초와 연말의 평균값 사용, 이는 일반적인 회계처리원칙을 따른 개념)를 사용하고, 보상해야 할 이자는 평균 자금원가의 누적 기간이 3년에 근접한다는 객관적 사실에 근거하여 3년 정기예금 이자율인 2.52%로 보상을 하기로 결정하였다.

2. 가격평가문제

이 방안의 실시과정에서 가장 핵심이 되는 사항은 상환주식에 대한 가격결정이다. 그것은 이 가격에 근거하여 지배대주주가 반환해야 할 주식의 수가 결정되기 때문이다. 이는 상장회사에 투자한 최대주주, 기관투자자 및 소액주주 모두의 이익과 관련된 핵심문제이다. 주당 가격이 너무 높게 책정되면 지배대주주를 위한 것이라는 의구심을 불러일으킬 것이고, 너무 낮으면 국유기업인 지배대주주의 경영에 악영향을 줄 뿐만 아니라 국유자산의 유실 우려도 있다. 문제는 합리적인 가격 결정에 관하여 중국 법률에서 그 근거를 찾을 수 없다는 것이다. 당시 상황에서 비교적 쉽게 적용되는 평가원칙은 상장회사의 주당 순자산을 사용하는 것이다. "주식에 의한 채무상환"안

4) 이 가격은 통제권을 포함한 가격으로서 소멸되는 주식과 관련된 미분배이익, 자본공적금과 기타 이익 모두 포함된 가격이다. 주당 가격이 7.15위안으로 주당 순자산가치인 7.123위안보다 높은 것도 이 원인 때문이다. 그리고 "전광전매" 회사가 "주식에 의한 채무상환"안의 첫 시범회사로 선정되게 된 가장 큰 이유는 바로 이 회사의 주당 순자산가치가 높아 주당 가격과 비슷하기 때문이다. 이런 경우 유통주 주주들과 비유통주 주주들간의 이해관계를 조절하기 쉽고, 유통주 가격의 대폭 변동도 막을 수 있다. 따라서 쉽게 주주총회를 통과할 수 있고 돌발사고가 발생할 가능성이 작아진다.

5) 7.15위안 × 7542.1022만주=53926.03 만위안

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

의 실시가 주로 지배대주주의 상장회사 자금의 남용이라는 잘못된 행위를 전제로 하기 때문에 증감회는 이 방안의 실시를 위한 가격 평가에 대하여 아래와 같은 명확한 해석을 두고 있다. 즉 가격 평가 시 반드시 지배대주주의 잘못된 행위를 규율한다는 점을 고려하고, 평가된 가격은 상장회사의 경영권 양도 혹은 일반 주식의 양도와 동등시 하여서는 안 된다. 가격평가는 반드시 감사를 받은 재무회계보고서를 기초로 작성되어야 하고, 독립적인 평가기관의 평가보고서에 근거하여 합리적인 가격을 책정해야 하며, 최종 주주총회의 심의와 승인을 받아야 한다는 것이다. 당시 전광전매의 변제주식 가치에 대한 평가는 현금흐름할인법과 실물옵션가치평가법이 적용되었다. 독립적인 평가기관의 책정결과, 당시 전광전매 지배대주주가 상환할 주식의 가격은 7.13~7.43위안이었다. 이 가격을 기준으로 주주총회의 동의를 거쳐 최종 7.15위안으로 책정되었다[6].

[분석]

1. 투자주체별 손익분석

◆ 재무지표 및 소유구조의 변화

정태적인 시각으로 볼 때, "주식에 의한 채무상환"안은 일정한 조건하에서 WIN-WIN 효과를 갖고 온다. 이는 경영실적이 좋은 회사의 경우 자본과 총자산의 감소로 인해 자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)이 모두 높아지기 때문이다. "전광전매"사례의 경우, "주식에 의한 채무상환"안을 실시한 후 총자본이 33,592만주에서 26,049.9 주로 줄어들어 ROE 가 0.093위안에서 0.12위안으로 상승하였다. 주당 순자산도 7.123위안에서 7.118위안으로 줄어들어 ROA가 1.31%에서 1.69%로 증가하였다. 동시에, 부채비율이 49.73%에서 55.18%로 상승하고, PER은 48에서 36배로 줄어들었다. 그러나 또 다른 상장회사인 "연화미정" 회사의 경우, 전년도 순이익이 "-"의 값을 가지므로, "주식에 의한 채무상환"안을 실행한 후 ROE가 -0.16위안에서 -0.29위안으로 하락하였고 ROA도 -7.50%에서 -13.19%로 하락하였다. 반면에 부채비율은 58%에서 71%로 상승하였고, 단기유동성을 대표하는 유동성비율과 단기유동성비율은 0.76%와 0.65%로 모두 하락하였다. 위의 변화로부터 알 수 있듯이, 이 방안의 실시로 이익이 발생하는 회사의 경우 재무지표들이 개선되는 효과가 나타나는 반면 손실이 발생한 회사일 경우 재무지표는 더욱 악화되게 나타난다. 따라서 "주식에 의한 채무상환"안의 WIN-WIN 결과는 상장회사의 최초의 수익상황을 전제로 하는 것이며 손실이 발생한 회사의 경우에는 투자자들에게 직접적인 손실로 나타날 수 있다. 또한 재무적 관점에서 볼 때, 이 방안은 회사의 재무레버리지를 높이는 과정이므로, 이 방안이 실행된 이후 상장회사의 채무상황이 악화되어 경영위험

6) 아래와 같은 원칙이 적용되었다고 한다. 즉, 소액투자자들의 이익을 보호한다는 원칙; 역사를 존중한다는 원칙; 국유기업 주식의 실질가치를 충분히 반영한다는 원칙; 상장회사의 산업에서의 위치와 발전전망을 고려한다는 원칙 및 "주식에 의한 채무상환"안의 실행이 상장회사에 미치는 영향을 충분히 고려한다는 원칙 등이다.

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

이 커진다.

동태적인 각도에서 분석할 때, 이 방안 실시 이후 기타주주들이 수익을 얻는다고 보장할 수 없다. "주식에 의한 채무상환" 방안이 실시된 이후 지배주주의 지분율 하락에 따른 책임감 결여로 상장회사에 존재하던 문제들이 더욱 심각해질 수 있고, 이로 인한 기타주주의 손해가 발생할 수 있다. 전광전매의 경우 "주식에 의한 채무상환" 방안 실시 이후 "호남광전"의 지분비중이 50.31%에서 35.92%로 하락하였고 유통주의 비중이 45.67%에서 58.89%로 증가하였다. 이런 소유구조의 변화가 이론적으로 유통주 주주들한테 유리하다[7]고 판단될 수도 있지만 한 가지 반드시 주목해야 할 것은 "호남광전"의 지배대주주의 위치가 전혀 변하지 않았다는 것이다. 비록 절대적 지배주주에서 상대적 지배주주로 되었지만 여전히 제1대주주이고 회사에 대한 지배권에는 전혀 영향을 받지 않았다.

◆ 지배대주주 입장에서 이론적으로 제도적 차익거래 기회가 존재

주권분리와 이원구조로 분리되어 있는 중국 자본시장에서 "주식에 의한 채무상환"안의 실행은 이론적으로 제도적 차익거래기회가 존재함을 의미한다.

상장 전 "전광전매"의 순자산은 1.35억 위안이고 주당 순자산은 1.25위안이다. 1998년에 "전광전매"는 주당 9.18위안 가격으로 5,000만주 A주식을 발행하여 총 4.59억 위안을 모집하였다. 2000년 11월, "전광전매"는 주당 30위안의 가격으로 5300만주를 유상증자하여 15.9억 위안을 조달하였다. 따라서 유통주 주주들은 총 20.49억 위안을 투자한 것이다. 당시 3.36억주의 총자본수로 계산할 경우 "전광전매"의 평균 주당 순자산 7.12위안 중 6.1위안(=20.49/3.36)은 유통주 주주로부터 온 것임을 알 수 있다. 결과적으로 비유통주 주주인 "호남광전"은 1.35억위안으로 주식회사를 만들어 상장시킨 후 상장회사의 5.006억위안의 자금을 남용하고 자기 보유 지분의 44.6%[8]로 채무를 변제함으로써 높은 수익률을 실현하였다. 지배대주주인 "호남광전"은 1.35억 위안으로 5억위안 이상의 "수익"을 얻음으로써 높은 차익을 실현시켰다.

여기에서 우리가 주목해야 할 것은 통제지분의 중요성이다. 사실 상장회사의 지배주주에게는 더 좋은 방안이 있다. 만약 변제지분을 제3자에게 특정발행하면, 그 당시 자본시장 상황으로 볼 때 양도가격이 주당 순자산가격보다 훨씬 높은 가격으로 발행할 수 있다. 국유자산의 양도는 반드시 주당 순자산가격보다 높은 가격으로 해야 한다는 원칙에 따라 더욱 적은 지분으로 5.392억의 자금을 확보하여 남용자금을 상환할 수 있는 것이다. 그런데 이런 방안을 왜 "호남광전"에서는 사용하지 않았을까? 중국자본시장에서 상장회사의 지분을 인수하는 경우 차익실현은 주로

7) 유통주 주주비중이 50%를 상회함으로써 이론적으로는 절대적인 통제권 위치에 있음

8) "주식에 의한 채무상환"방안을 실시한 후 "전광전매"의 총자본은 3.36억주에서 2.6억주로 감소하고, 지배주주였던 "호남광전"은 1.69억주에서 9,357.898만주로 줄어들었다. 따라서 [(1.69 – 0.9357898)/1.69]=44.6%

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

아래 3가지 경로에서 나타난다. (1) 통제권을 인수한 후 상장회사의 경영수익을 얻을 수 있다. (2) 통제권지분을 인수한 후 제도적 차익을 얻을 수 있다. 이러한 예로, 주권분리 하에서 "주식에 의한 채무상환"안 실행에 따른 제도적 차익을 들 수 있다. (3) 통제권 지분을 얻지 못하는 조건 하에서 상장회사의 경영업적에 따른 배당 등의 현금수익을 얻을 수 있다. 만약 "전광전매"의 지배주주가 통제권지분을 양도하지 않으면 "전광전매"로부터 양도받은 비유통주를 산 제3자는 오직 앞의 3번째 경로에서만 수익을 얻을 수 있다. 그러나 "전광전매"의 2003년 순자산 수익률은 1.99%로 당시 은행의 1년 예금이자율보다도 낮았다. 따라서 오직 3번째 경로를 통한 수익만으로 잠재적인 비유통주 인수자를 찾기 힘들뿐만 아니라 그 수익전체가 모두 "현금배당"인 것도 아니다. 만약 통제권까지 인수한다면 "주식에 의한 채무상환"안 실행에 따른 제도적 차익도 실현할 수 있다. 따라서 모든 비밀이 바로 "통제권으로 얻는 수익"에 있다고 볼 수 있다.

"주식에 의한 채무상환" 방안의 운영과정에서 핵심문제는 차익거래를 실시하는 주체 – 지배대주주 – 는 꼭 상장회사의 통제권을 확보해야 하는 것이다. 만약 무위험 차익거래 기회가 지속된다면 상장회사의 통제권은 전이되지 않고 또한 기타 비유통주 주주의 지분율이 적을수록 운영하기 쉬워진다. 주목할 것은 "호남광전"은 "주식에 의한 채무상환" 방안을 실시한 이후 상장회사에 대한 통제력이 전혀 약화되지 않아서 정책이 허용하는 조건하에서 차익거래를 할 수 있는 공간이 계속 존재한다는 것이다.

2. 투자자 Risk 요인분석

"주식에 의한 채무상환" 방안의 운영과정에서 투자자로서 주목해야 할 점은 구체적 방안실시가 정부방침과 지배대주주의 통제하에서 이루어진다는 점이다. 그러므로 소액투자자로서는 이 방안 실시에 따른 리스크를 고스란히 부담할 수밖에 없는 상황에 처하게 된다. 아래에서 이 방안 실시에 따른 리스크요인들을 점검해보자.

◆ 도덕적 해이문제 발생가능

상장회사의 국유법인주는 유통할 수 없지만, 지배대주주는 불법수단으로 상장회사의 자금을 남용하여 막대한 차익을 남기고 있다. 상장회사의 주식에 의한 채무상환 방안을 승인한다는 것은 바로 지배대주주들에게 위법수단으로 상장회사의 자금을 남용하게 하고 비시장 원칙으로 평가한 가격으로 채무를 갚게 하는 격이 된다. 더욱이 이 방안이 실시된 이후 지배대주주의 지배위치는 결코 변하지 않는다. 비록 증감회와 국자위는 '전철을 밟지 말라'고 하지만 이런 제도의 실행은 과연 정말로 2차 행위를 막을 수 있을지는 의문이다. 앞에서 분석한 이론적인 제도차익거래기회가 존재할 경우, 만약 지배대주주가 상장회사의 자금을 남용하지 않는다면 오히려 비합리적인 행위로 된다. 주식에 의한 채무상환 방안이 실시 될 것이라는 기대감에 지배대주주에 의한 상장회사의 자금남용행위는 계속될 것이고 결과적으로 이 제도는 경영상에 대한 도덕적 해

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

이를 부추키는 역할을 할 수 있다. 즉 이러한 제도의 실행은 불법자들에게 매미가 허물을 벗는식의 기회를 주게 되고 정부의 합법적인 제도수단으로 기업의 불법행위를 허용하게 된다는 것이다. 그에 따른 손해는 유통주를 보유하고 있는 일반투자자들이 입을 수 밖에 없다.

◆ 제도제약 – 현행 법률규정에 어긋남

〈〈회사법〉〉 제143조 규정(《公司法》第143條規定)에 의하면, "회사는 자기주식을 구입해서는 안 된다. 그러나 자본의 감소를 위한 말소지분은 적용에서 제외된다." "회사는 본 회사의 주식을 담보물로 잡을 수 없다." 주식으로 채무를 변제하는 방안의 실시는 위의 이러한 규정에 어긋나지 않을까도 하나의 의문점이다. 중국정부는 주식에 의한 채무상환 방안 실시에 따른 말소 지분에 대해 법률적 해석을 내리지 못하고 있다. 또한, 〈〈회사법〉〉 제186조에서는 회사가 자본을 감소할 경우 반드시 등록자본금 감소 결의에 대해 10일 이내에 이를 채권인에 통지하고, 30일 이내에 적어도 3번 이상 신문에 공고해야 한다. 채권인은 통지를 받은 30일 이내에 혹은 못 받은 경우 제1차 공고가 난 90일 이내에 회사에 대해 채무상환을 요구할 수 있고 혹은 상응한 담보를 요구할 수 있다. 이 조항에 근거하여 만약 상장회사의 채권인이 자본금의 말소에 동의하지 않거나 혹은 채무상환을 요구할 경우 이로 인한 모순을 어떻게 해결해야 할지도 큰 리스크요인이 된다.

◆ 가격평가 메카니즘의 비시장화

상장회사의 "주식에 의한 채무상환"안의 실시에 대해 국자위는 "주당 순자산은 하나의 기준가격으로서 상장회사의 국유주의 양도는 이 가치보다 작아서는 안된다"고 밝혔다. 즉 국유주는 적어도 상장회사의 주당 순자산 가치로 변제해야 한다는 의미이다. 동시에 양도가격의 확정은 "중개기관의 평가 기초위에서 합리적으로 형성된 가격으로 상환되어야 한다"고 규정하였고, 경매 등 시장수단을 통한 가격결정 메카니즘 적용을 불허하고 있다. 이는 경매 등을 통한 시장메카니즘의 이용은 적절하지 않은 수준으로 주식 가격의 상승을 부추길 수 있다는 우려 때문이다. 따라서 현재 중국에서 진행되고 있는 주식개혁과정에서 주식가치에 대한 평가는 결코 시장메카니즘을 적용하고 있지 않음을 알 수 있다. 이는 투자자의 입장에서 볼 때 큰 리스크가 아닐 수 없다. 상장회사의 순자산에 근거한 가치평가는 큰 오류를 범할 수 있는데, 그것은 상장회사의 자산의 질에 관한 신용문제가 있기 때문이다. 장부에 적힌 자산의 가치에 관한 합리성 평가가 우선시 되어야만 투자자의 손실을 줄일 수 있다. 이밖에 변제주식의 말소시기도 아주 중요한 변수로 작용한다. 지배대주주의 입장에서는 주식의 가치가 높이 평가되는 시점에서 이 방안을 실행시키려는 요인이 강할 것이다.

◆ 중소투자자들의 권익에 손해가 될 수 있음

주주총회에서 이 방안실시에 대한 소액투자자들의 선택은 사실상 정해져 있고 다른 선택의 여지는 없다. 즉 "동의"와 "비동의" 두 가지 선택뿐이다. 만약 억지로 중개기관에서 제시한 가격에 동의하면 자신들의 권익이 침해를 받을 것이고,

중국 자본시장에서의 제도적 리스크 – "주식에 의한 채무상환("以股抵債")"안의 실행사례분석

만약 동의하지 않는다면 지배대주주에 의해 남용된 금액은 시간만 지체되며 해결되지 않을 것이다. "주식에 의한 채무상환" 방안의 실시는 반드시 주주총회의 2/3 이상의 동의를 얻어야 한다고 요구하고 있지만 사실상 큰 어려움이 있는 것으로 알려져 있다. 그것은 중소투자자들이 전국각지에 있어 타지에 가서 소액의 보유주식을 위해 투표한다는 것은 비용때문에 현실적이고 않고, 타인에게 부탁해서 투표하게 되면 정보비대칭 문제가 발생하기 때문이다.

※저작권자 ⓒ 자본시장연구원. 무단 전재-재배포 금지