증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구

2010. 6.

연 구 위 원 장 욱
한양대학교 교수 전 상 경

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

자본시장은 기업들의 장기자본 조달에 그 주된 존재 의의가 있다. 하지만 기업의 자본조달 과정에서 투자자 혼란이나 시장교란 요인들이 발생하기도 하므로, 자본시장에 관한 합리적인 규제는 기업 자본조달의 편의성과 투자자 보호라는 두 가지 주요한 측면을 동시에 고려해야 한다.

본 연구는 증권발행가격을 액면가 미만으로 설정하는 것을 금하는 액면미만 발행제한 제도의 타당성을 검토하였다. 또한 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 사회적 비용을 분석하고 제도 개선방안을 모색하고 있다.

현행 상법과 자본시장에 관한 규정들은 상장기업들이 증권발행을 할 때, 액면가 미만으로 발행가를 설정하는 것을 금지하고 있다. 따라서 경영실적 악화로 인해 주가가 액면가 미만으로 형성된 기업들은 무상감자 절차를 통해 시가를 액면가 이상으로 조정한 후, 유상증자나 주식관련사채 발행을 수행하게 된다. 본 연구는 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 효과를 분석하였다.

본 연구는 액면미만 발행제한 제도와 이를 회피하는 수단으로 활용되는 무상감자제도에 대해 기업 자본조달의 편의성과 투자자 보호라는 두 가지 주요한 측면에서 그 유효성을 분석하고 있다. 본 연구를 계기로 기업들의 자기자본 조달과정에서 발생하는 사회적 비용을 감소시키기 위한 노력이 활성화되기를 기대한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 한양대학교의 전상경 교수와 본 연구원의 장욱 박사에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서의 지정 논평을 맡아준 김갑래 박사와 보고서 편집에 도움을 준 박진모 선임연구원에게 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은

연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2010년 6월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary ····· vii
Abstract ····· ix

I. 연구의 동기 ····· 3

II. 발행가 제한 규제의 현황과 문제점 ····· 9
1. 발행가 제한 규제의 현황 ····· 9
2. 규제의 취지에 대한 검토 ····· 11

III. 무상감자: 발행가 제한의 회피수단 ····· 17
1. 무상감자기업의 자본조달 현황 ····· 17
2. 무상감자결정에 대한 시장반응 ····· 19
3. 무상감자과정의 시장교란 현황 ····· 24

IV. 무상감자의 유효성 검증 ····· 31
1. 무상감자가 유효한 시장통제장치로 기능하는가? ····· 31
2. '감자 곤경'의 원인과 결과에 대한 단변량 분석 ····· 35
3. '감자 곤경'의 원인과 결과에 대한 다변량 분석 ····· 38

V. 발행가 제한 규제의 개선방안 ····· 45
1. 단기적 개선방안 ····· 45
2. 근원적 개선방안: 무액면주식제도 ····· 46

VI. 요약 및 시사점 ····· 55

부 록 ····· 59

참고 문헌 ····· 63

표 목 차

<표 III-1> 무상감자기업들의 자본조달 ····· 17
<표 III-2> 무상감자기업들의 유상증자 소요기간 ····· 19
<표 III-3> 무상감자로 인한 자산 구성의 변화 예시 ····· 20
<표 III-4> 무상감자과정에서의 일간수익률 표준편차 분석 ····· 25
<표 III-5> 무상감자기업에 대한 시장경고조치 발동 건수 ····· 27
<표 IV-1> 설명변수들의 정의 ····· 34
<표 IV-2> 감자절차를 원활히 완료한 기업과 곤경을 겪은 기업 간의 차이분석 ····· 36
<표 IV-3> 로짓 분석 : 감자절차에서 곤경을 겪은 기업들의 특성 ····· 38
<표 IV-4> 로짓 분석 : 감자절차에서 곤경을 겪은 기업들의 운명 ····· 40

그 림 목 차

<그림 III-1> 무상감자결정의 시장반응 ····· 23

약 어 표

AAR	Average Abnormal Return
BPR	Book-to-Price Ratio
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return
CRR	Capital Reduction Ratio
DART	Data Analysis, Retrieval and Transfer System
DM	Deutsche Mark
KIND	Korea Investor's Network for Disclosure System
KSE	Korea Stock Exchange
KSQ	Korea Securities Dealers Automated Quotations
PPR	Price-to-Face Ratio
ROA	Return on Asset

≪ Executive Summary ≫

본 연구는 증권발행가격을 액면가 미만으로 설정하는 것을 금하는 액면미만 발행제한 제도의 타당성을 검토하였다. 또한 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 사회적 비용을 분석하고 제도 개선방안을 모색하고 있다.

현행 상법과 자본시장에 관한 규정들은 상장기업들이 증권발행을 할 때, 액면가 미만으로 발행가를 설정하는 것을 금지하고 있다. 따라서 경영실적 악화로 인해 주가가 액면가 미만으로 형성된 기업들은 무상감자 절차를 통해 시가를 액면가 이상으로 조정한 후, 유상증자나 주식관련사채 발행을 수행하게 된다. 본 연구는 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 효과를 분석하였다.

시가가 액면가 이하로 형성된 기업들은 경영실적이 악화된 기업들이므로 자본시장을 통한 자본조달 필요성이 강화된 상황에 놓여 있다. 이들 기업들은 적시에 자본조달을 완수하지 못한다면 회생 가능성이 더 희박해질 수밖에 없을 것이다. 기업들은 액면미만 발행제한 제도를 명목적으로 회피하기 위해 무상감자절차를 활용하고 있는데, 무상감자절차는 상당한 사회적 비용을 야기하는 것으로 분석되었다. 기업의 내재가치에 아무런 영향을 주지 않는 무상감자결정이 25%의 시장가치 하락을 초래하는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 무상감자절차는 자본조달의 소요기간을 늘리고, 해당 기업의 주가 변동성을 급등시킨다. 또한 많은 시장경고조치를 발동하게 함으로써 시장경고조치의 효과성을 저해시키고 있다.

감자절차가 유효한 시장통제장치 (market control mechanism)로서의 기능을 수행한다는 증거도 찾을 수 없었다. 분석결과를 종합하면 무상감자제도와 또 이를 유도하는 액면미만 발행제한 제도는 그 유효성이 부족하고 사회적 비용만 과다하므로 이에 대한 제도개선이 필요한 것으로 판단된다.

액면미만 발행제한 제도의 개선방향

공개된 시장에서 다수의 투자자들에 의해 시장가치가 결정되는 상장기업에 대해서는 액면미만 발행제한 제도를 적용하지 않는 것이 합리적이다. 주주의 출자의무를 최소한으로 정립시켜 주주의 유한책임의 한계를 확정짓는 것은 최초 주주에 적용될 수밖에 없다. 이미 상장이 되었다는 것은 공모를 통하여 불특정 다수의 주주가 회사를 소유하게 되고, 또한 그 책임도 시가거래에 의하여 자본소득 및 손실로 계상되게 된다. 따라서 상장기업들에 대해 주가가 액면가 미만으로 형성된 경우에도 시가발행원칙을 적용하는 것이 합리적이다.

이러한 문제의식은 더 나가 액면주식의 존재 자체에 대한 의문을 갖게 한다. 무액면주식제도는 자본시장이나 기업 규제에 산재해 있는 '자본금' 관련 규정들을 근원적으로 해결하는 계기를 제공하게 된다. 무액면주식은 미국, 캐나다, 일본 등 선진자본시장에서 이용되고 있다. 지금까지 무액면주식제도는 지속적으로 논의되어 왔으나 도입은 아직까지도 되지 않았다. 현재도 국회에서 계류 중인 상태이므로 이에 대한 진행을 통하여 추가적인 사회적 비용발생을 줄일 필요가 있다.

≪ Abstract ≫

Current regulations on seasoned equity offering prohibit issuing firms from setting equity offer price below par. By analyzing the side effects of the restriction, this paper proposes to dismantle the restriction and reinforce the market price principle.

Current restriction on equity offer price has caused significant difficulties for companies to raise capital. The system has so far not contributed to enhancing investor protection. By its nature, the restriction on issues below par values goes against the principle of market price issues. Under the restriction, companies whose stock prices are below par values have to first go through paid-in-capital reduction in order to lift up their stock prices to the level above par before issuing stocks or hybrid bonds. However, the long and complex procedures of paid-in-capital reduction make it impossible for the companies to raise capital in a timely manner. In addition, the paid-in-capital reduction usually accompanies abrupt rises in stock return volatility and abnormal trading activities, and thus often triggers the KRX's market warnings. Besides, the probability of stock price manipulation is often brought up in line with this issue. In this paper, we analyze the social cost incurred by paid-in-capital reduction, specifically the one which has been used to find a way round the restriction by companies with stock prices below their par values.

Recommendations to Improve the Current Restriction on Offer Prices of SEOs

Market values of listed companies are determined by numerous investors in an open market. Thus, it is reasonable to dismantle the restriction on equity offer price in SEOs. Stocks of a listed company are publicly offered to and owned by many and unspecified shareholders. Shareholders' liabilities are also spread out in a form of capital gains and losses via stock trading at market prices. Therefore, regulations related to listing should be reconsidered.

Such critical views also further lead to questioning whether par values of stocks should continue to exist or not. Developed capital markets in nations such as the United States, Canada, and Japan have already widely adopted no-par value stocks. No-par value stocks would provide the foundation for reforming all unreasonable regulations related with paid-in-capital. Though there has long been discussions on no-par value stocks so far, they have not been introduced in Korea. The issue has been currently pending in the National Assembly, and Korea needs to make progress in this issue in order to cut back on social costs in procedures of raising equity capital.

Ⅰ. 연구의 동기

I. 연구의 동기

현행 상법과 자본시장에 관한 규정들은 액면미만 발행제한 제도를 유지하고 있다. 이는 기업이 신주발행을 통해 자본시장에서 자본을 조달할 때 극히 예외적인 경우를 제외하고는 액면가 미만으로 발행가를 설정할 수 없음을 의미한다. 또한 주식관련사채(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등)의 발행에 대해서도 전환(또는 행사)가액을 액면가 미만으로 설정하지 못하게 하고 있다.[1)]

따라서 경영실적 악화로 인해 주가가 액면가 미만으로 형성된 기업들은 무상감자 절차를 통해 시가를 액면가 이상으로 조정한 후, 유상증자나 주식관련사채 발행을 수행하게 된다. 본 연구는 시가발행원칙에 반하는 액면미만 발행제한 제도의 문제점을 조명하고 그 개선방안을 제시하고 있다. 증권발행시장에서 증권매매의 주요한 원칙은 공정가치(fair value)에 기초한 거래이고, 시장가치는 공정가치의 가장 중요한 추정치이다. 액면미만 발행제한 제도는 이러한 시가발행원칙에 반하는 제도이다.

시가가 액면가 미만으로 형성된 기업들은 경영실적이 악화된 기업들이므로 자본시장을 통한 자본조달 필요성이 강화된 상황에 놓여 있다. 이들 기업들은 적시에 자본조달을 완수하지 못한다면 회생 가능성이 더 희박해질 수밖에 없을 것이다. 경영실적이 악화된 이들 기업들 중에서 계속기업으로서의 가치가 청산가치보다 높은 기업인 경우에는 자본조달을 통한 회생이 사회전체의 경제적 부가가치를 높이게 된다. 하지만 반대로 계속기업으로서의 가치가 낮은 기업들은 상장폐지와 청산으로 이

---

1) 본 보고서는 시장가격이 액면가 미만으로 형성되어 있는 상황에서도 액면가 미만의 발행가를 설정하지 못하도록 규정한 이 제도를 액면미만 발행제한, 발행가 제한, 혹은 시가발행제한 등으로 혼용하여 사용하고 있다.

어져야 할 것이다.

액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자절차는 상당한 절차비용을 이들 기업들에게 부담시킬 것으로 예상된다. 무상감자가 효력을 발생하기 위해서는 채권자 이의수렴 과정 등 복잡한 절차를 거쳐야 하므로 2~3개월 정도의 소요기간이 필요하고, 일정기간 거래정지 기간도 거쳐야 한다. 그러므로 무상감자를 실시하는 기업들은 적기에 자본조달이 어려워진다. 또한 무상감자과정에서 주가변동성이 높아지고, 비정상적 거래행태가 나타나는 경우가 많으므로, 거래소의 시장경고조치도 이들 기업들에 대해 더욱 빈번하게 발동될 것으로 예상된다.

자본시장은 기업들의 장기자본 조달에 그 주된 존재 의의가 있다. 하지만 기업의 자본조달 과정에서 투자자 혼란이나 시장교란 요인들이 발생하기도 하므로, 자본시장에 관한 합리적인 규제는 기업 자본조달의 편의성과 투자자 보호라는 두 가지 주요한 측면을 동시에 고려해야 한다. 본 연구는 액면미만 발행제한 제도와 이를 회피하는 수단으로 활용되는 무상감자제도에 대해 기업 자본조달의 편의성과 투자자 보호라는 두 가지 주요한 측면에서 그 유효성을 분석하고 있다. 본 연구를 계기로 기업들의 자기자본 조달과정에서 발생하는 사회적 비용을 감소시키기 위한 노력이 활성화되기를 기대한다.

감자제도는 자본시장의 주요한 이슈임에도 불구하고 그 효과에 대한 재무금융학적 분석이 거의 수행되지 못하였다. 무상감자가 유상증자를 위한 도구라는 측면에서 무상감자에 대한 연구는 유상증자에 대한 연구(신용균, 1995; 김석진・변현수, 1998; 김병기・공명제, 2000 등)와 관련성이 있다. 하지만 무상감자에 대한 직접적인 연구는 감자기업의 주가동향을 분석한 이유태 (2006)의 연구가 유일한 상황이다.

본 연구는 무상감자와 연관하여 자본시장에서 제기되는 주요한 현상들을 실증적으로 분석하였다. 또한 무상감자제도가 본래 취지대로 기능

하는 지에 대해 실증분석을 수행함으로써 감자제도의 유효성을 검증하고 있다. 본 연구의 분석주제를 보다 구체적으로 서술하면 아래와 같다:

1) 시가가 액면가 미만으로 형성된 상황에서 자본조달이 필요한 기업들에게 무상감자를 강요하는 증권 발행가격 제한제도의 논리적 타당성을 검토하였다.

2) 무상감자제도의 사회적 비용을 제시하기 위해 감자결정의 시장반응을 분석하였다. 또한 감자과정에서의 주가변동성과 시장교란 현황을 분석하였다.

3) 무상감자절차가 시장통제장치로서 기능하는 지 분석함으로써 감자제도의 유효성을 검증하였다. 경영실적이 악화된 기업들이 감자절차를 거치면서 감자를 원활하게 완료한다면 자본조달 가능성과 회생 가능성이 높아질 것이지만, 그렇지 않고 무상감자과정에서 곤경을 겪는다면 이들 기업들은 회생불능 상태에 빠질 것이다. 만약 감자과정에서 회생가능기업과 회생불능 기업들이 기업의 내재가치 수준에 따라 합리적으로 구분된다면, 무상감자제도가 시장통제장치로서의 역할을 수행한다고 판정할 수 있을 것이다. 하지만 그렇지 않고 감자과정을 원활히 완료할 가능성이 기업경영 실적이나 내재가치와는 무관하며, 단순히 주주나 채권자 등 이해관계자들의 협상타결 가능성에만 의존할 수도 있을 것이다. 만약 기업의 생사가 감자과정에서의 이해당사자 간 협상이라는 정치적 과정의 결과로 결정된다면 무상감자제도의 유효성을 부정적으로 평가해야 할 것이다.

Ⅱ. 발행가 제한 규제의 현황과 문제점

1. 발행가 제한 규제의 현황

2. 발행가 제한 규제의 취지에 대한 검토

II. 발행가 제한 규제의 현황과 문제점

1. 발행가 제한 규제의 현황

현행 상법 규정에 의하면 기업이 지분증권(주식) 발행을 통하여 자본을 조달할 때 주주총회의 특별결의와 법원의 인가를 얻는 극히 예외적인 경우를 제외하고는 액면미만으로 발행가를 설정할 수 없다(액면미만 발행제한, 제330조).

주식관련사채(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등) 발행의 경우에도 전환(또는 행사)가액을 액면미만으로 설정하지 못하게 하고 있다. '증권의 발행 및 공시에 관한 규정' 제5-23조(전환가액의 조정) 및 제5-24조(신주인수권부사채의 발행)에 의하면, 자본거래 및 시가하락에 따른 전환가액의 조정에 있어서 최저 한도는 액면가액으로 제한을 두었다. 즉 전환가액이 액면가액보다 낮은 경우에는 액면가액을 전환가액으로 하도록 하고 있다.

시가발행에 반하는 액면미만 발행제한 제도는 상법에 그 근원을 두고 있다. 2009년 5월 28일 일부 개정된 제16차 국내 상법은 그간 많은 논란에도 불구하고 주식액면의 표시를 강제하는 조항(액면주식, 제329조 제4항)과 주식액면미만 발행을 제한하는 조항(액면미만 발행제한, 제330조)을 존치시키고 있다. 비록 회사가 성립한 날로부터 2년을 경과한 후에 주주총회의 특별결의와 법원의 인가를 얻어서 주식을 액면미만의 가액으로 발행할 수 있는 예외규정(제417조)이 존재하지만 절차와 기준이 복잡하여 이 조항이 현실적으로 적용되는 경우는 찾아보기 힘들다.

비슷한 논란을 거친 최저자본금제도(제329조 제1항)는 폐지된 반면 무액면주식제도의 도입은 무산되어 아직 이를 도입하는 것에 대한 거부감이 높은 것으로 생각된다. 무액면주식 발행에 대한 검토는 과거에도 이루어진 바 있으나 1998년 12월 28일 제7차 개정상법에서는 무액면주식을 발행하는 것이 우리 경제사정상 시기상조라는 전제 하에 1주의 액면가를 5,000원 이상에서 100원 이상으로 대폭 낮추어 개정하여 액면주식 발행제도를 보완하는데 그쳤다. 제7차 상법개정으로 액면주식제도는 존치되었지만 액면가를 대폭 낮춤에 따라 액면주식과 액면미만 발행제한 제도는 그 제한이 대폭 완화되어 우리나라는 사실상 액면주식제도와 무액면주식제도의 중간단계를 취하고 있는 것으로 인식할 수 있다.

액면가를 중시하는 태도는 주주자본에서 법정자본금을 잉여금과 질적으로 다른 형태의 자본이라고 인식하는 데 그 근원이 존재한다. 현재 자본금과 관련된 자본시장 규정이 다수 존재하고 있다. 자본시장에서 자본금과 관련된 규정은 '코스닥시장상장규정' 제6조1의4(신규상장 심사요건 중 자본상태), 제6조1의8(신규상장 심사요건 중 자본금의 변경), 제6조1의16(액면가액), 제28조1의4(관리종목), 제38조1의10(상장의 폐지)으로 주로 상장규정에 집중되어 있다.[2)]

경영실적이 악화되어 잉여금이 소진되고 자본금이 잠식된 기업들의 경우 주식의 시장가격인 주가가 액면가 미만에서 형성되는 것이 일반적이다. 이러한 기업들의 경우 자본시장을 통한 자본조달이 시급한 상황일 것이다. 하지만, 기업들이 발행가 제한 규정으로 인해 발행가를 주가보다 높은 액면가로 설정하면, 유상증자에 참여하는 투자자는 존재하지 않을 것이다. 그러므로 액면가 미만에서 주가가 형성된 기업들은 자금조달을 위하여 무상감자를 통해 시가를 상승시키는 자본거래를 실행하여 액

2) 유가증권시장 상장규정도 코스닥시장 상장규정과 동일한 취지이므로 이하 코스닥시장 상장규정만 적용한다.

면미만발행제한 규제를 회피해 나가고 있다. 다분히 형식적인 규정 때문에 기업이 자금조달을 위하여 불필요한 절차비용을 지출하고, 또한 다양한 시장교란 요인들이 발생하고 있는 상황이다. 자본의 충실성을 높이고, 한계기업의 자금조달을 제한시켜 퇴출을 용이하게 하려는 것이 법의 취지일 수 있겠지만, 실제로 기업들은 무상감자를 통해 시가를 조정하므로 그 취지가 달성되지 못하고 있다.

2. 규제의 취지에 대한 검토

액면미만 발행제한 제도의 원래 취지는 낮은 발행가 설정을 금지함으로써 기존주주와 채권자의 이익을 보호한다는 것이다. 또한 부실기업들의 자본조달에 제한을 둠으로써 이들 기업들의 상장폐지를 유도할 수 있다는 점도 자주 주요한 취지로 언급되고 있다.

가. 기존주주와 채권자의 이익 보호

액면미만의 발행을 금지하는 규정은 애초 자본충실의 원칙에 그 존재 의의를 두고 있다고 인식되어 왔다. 주식회사의 '자본'(資本, Equity)은 회사 성립의 기초가 되며, 회사 존속 중에는 자본충실을 위하여 회사가 유지해야 할 순자산의 기준이 되고, 이익처분 등 재산관리의 규범적 기준이 되는 것으로 인식되고 있다. 자본은 주주의 출자액으로서의 의미를 지니며, 또한 주주의 권리와 책임의 한계로서 의미를 갖게 된다. 주주는 회사 채권자에 대하여 유한책임을 지기 때문에 책임재산이 되는 것은 회사의 재산뿐이다. 그러므로 주주의 자본은 회사의 채권자에 대해

서는 회사의 신용 및 담보의 기능을 하게 된다.

자본에서 액면가의 의미는 최초 자본을 납입한 주주들의 납입가격을 의미한다. 따라서 액면미만 발행제한 제도의 취지는 최초 자본적립 이후 추가자본을 출자하는 주주들에게 최초 자본을 납입한 기존주주보다 높은 가격으로 자본을 투자하게 함으로써 자본을 충실하게 만들자는 의미로 해석될 수 있다.

그러나 이러한 견해는 자본충실의 원칙을 액면가 기준의 자본금에만 한정하여 적용한 논리이다. 자본에 대한 다양한 규정들은 채권자자본(타인자본)에 대비되는 주주자본(자기자본)을 그 대상으로 하는 것으로 해석해야 합리적이다. 주주자본은 자본금 이외 자본잉여금과 이익잉여금을 포함해야 한다.

또한 주주의 청구권을 대변하는 주주자본은 채권자 청구권보다 후순위의 성격을 지니는 잔여재산 청구권(residual claims)으로서의 성격을 지니고 있다. 그러므로 주주자본은 시장가치뿐만 아니라, 장부가치로 파악하더라도 시간의 경과에 따라 그 규모가 수시로 변동하는 것이다.

현재 기업의 가치를 결정하는 것은 미래 기대되는 현금흐름의 현재가치이므로 과거의 주식 매매가격이 가치평가의 기준이 될 수 없다. 기존주주들이 과거 높은 가격으로 주식을 매입했다 하더라도, 주가가 하락한 경우 새로운 투자자에게 합당한 매매가격은 현재의 가격이 될 수밖에 없다. 액면미만 발행제한 제도는 가치의 변화를 인정하지 않고 과거의 가치를 자본조달의 기준으로 설정하도록 강요하는 제도이다.

액면미만 발행제한 제도는 해당 시점에서 자본조달을 어렵게 해서 기존주주들의 이익을 오히려 훼손하는 부작용을 초래한다. 주가가 액면가 미만으로 형성된 기업에서 기존주주들이 자본시장을 통한 자기자본 조달을 결정한 경우를 상정해 보자. 이들은 가급적 높은 가격으로 발행가를 설정하기 원할 것이다. 하지만, 시장가격보다 높은 수준으로 발행

가가 설정된다면, 그 유상증자에 참여하고자 하는 신규 투자자는 존재하지 않을 것이다. 그러므로 이 사실을 인식하고 있는 기존주주들은 현 주가를 기준으로 발행가를 설정할 수밖에 없다. 하지만 주가가 액면가 이하로 하락한 상황에서 기존주주들이 현 주가로 자본조달 하는 것을 동의했다고 하더라도 규제에 의해 액면가미만 발행이 제한되기 때문에 자본조달이 불가능하게 되는 것이다.

따라서 기존주주들은 규제를 회피하기 위해 무상감자절차를 거쳐야 하고, 그 과정에서 추가적인 시간과 비용을 부담해야 한다. 이와 같이 액면미만발행제한은 오히려 기존주주를 보호하는 것이 아니라 부를 훼손하는 결과를 초래하게 된다.

액면미만 발행제한 제도의 또 다른 취지로 자본충실을 통한 채권자 이익 보호가 지적되기도 한다. 자본이 액면가 미만으로 납입되어 자본이 희석되면 결국 채권자들의 채권 보전이 어렵게 된다는 것이다. 그러나 채권자 보호도 기존주주 보호와 같은 맥락으로 볼 수 있다. 현재 액면가 미만인 자본가치 상태에서 액면미만 발행을 제한하게 되면 추가 자본조달이 어려워져서 채권보전이 더욱 어렵게 된다. 오히려 의사결정의 절차를 번거롭게 하고 재무구조를 경직시킬 뿐만 아니라, 변호사나 공인회계사의 평가나 자문 등이 필요하기 때문에 절차비용만을 부담시켜 기업가치를 훼손하고 이에 따라 채권자의 이익보호에도 부정적인 영향을 미치게 된다.

나. 부실기업 퇴출과 경영책임 추궁

액면미만 발행제한 제도의 취지로 인용되는 또 하나는 액면미만 발행제한 제도가 부실기업을 퇴출시키는 역할을 수행한다는 것이다. 액면미만 발행을 통해 자금을 조달하고자 하는 기업들은 대부분 부실기업들

이므로 발행가 제한을 통해 이들 기업의 자금조달을 막아서 궁극적으로 이들 부실기업들을 상장폐지시켜야 한다는 것이다.

사업은 전망이 있지만 현재 재무적으로 자금사정이 어려운 기업들에게는 자본조달을 용이하게 해주어야 하겠지만 사업전망도 없고 재무적 부실상태에 있는 기업들은 차라리 상장폐지와 청산을 유도하는 것이 투자자들을 보호하는 방법일 것이다. 그러나 부실기업과 회생가능기업을 자금조달시 가격만을 가지고 구별하기는 어려운 일이다. 또한 기술적인 측면에서 무상감자절차를 거치면 액면미만 발행제한 규정을 피할 수 있기 때문에 이 제도만 가지고 부실기업을 퇴출시키는 것은 불가능하다. 부실기업 퇴출은 상장폐지 기준과 같은 퇴출제도를 강화하여 구현하는 것이 합리적이다.

또한 액면미만 발행제한 제도가 존재하는 경우 증자전 무상감자를 해야 하기 때문에 경영부실의 책임이 있는 경영진에게서 경영권을 박탈하는데 효과적이라는 견해도 존재한다. 그러나 무상감자의 효과는 대주주를 포함한 기존 주주 전부에게 미치기 때문에 경영진을 선별적으로 벌 주는 기능을 하는 데는 제한이 있다. 또한 무상감자를 수행하더라도 지분율이 변동하지 않으므로 경영권 이양 그 자체와도 무관하다.

차등감자를 실시하는 경우에는 타 주주에 비해 기존 경영진에게 손실을 초래함으로써 경영부실의 책임을 부담시킨 것으로 이해될 수도 있을 것이다. 하지만, 이는 사실 시장경제와 주식회사의 운영원리에 반하는 제도로 바람직한 시장경제의 발전을 저해하고 제도 운영의 후진성을 반영하는 것으로 이해될 수도 있다. 따라서 경영부실의 책임이나 불법적인 경영행위에 대해서는 경영자 개인에 대한 벌칙제도를 활용하는 것이 합리적이다.

Ⅲ. 무상감자: 발행가 제한의 회피수단

1. 무상감자기업의 자본조달 현황

2. 무상감자결정에 대한 시장 반응

3. 무상감자과정에서 시장교란의 현황

III. 무상감자: 발행가 제한의 회피수단

1. 무상감자기업의 자본조달 현황

감자는 재무구조가 부실해져서 자본잠식 상태에 처해 있는 기업들이 단기적으로는 관리종목 지정이나 상장폐지 위험을 회피하고, 장기적으로는 자기자본 조달 요건을 맞추기 위해서 수행된다. 액면미만 발행제한 제도의 규정을 회피하기 위해, 시가가 액면가보다 낮게 형성된 기업들은 무상감자절차를 통해 시가를 액면가보다 높게 조정시킨 후 주식이나 지분증권 발행을 통해 자본조달을 도모하게 되는 것이다. 여기서는 무상감자를 통한 자본조달이 얼마나 광범위하게 활용되고 있는지 분석하고, 이러한 과정을 통해 발생하는 사회적 비용을 검토하고자 한다.

실증분석의 자료는 금융감독원 DART시스템과 한국거래소 KIND시스템을 활용하여 추출하였다. 분석에 활용된 자료는 2008년부터 2009년까지의 기간 동안 무상감자를 실시한 173개의 상장기업을 그 대상으로 하고 있다. 이 중 유가증권시장 상장기업은 22개 사였고, 코스닥시장 상장기업은 151개 사였다.

<표 III-1> 무상감자기업들의 자본조달

(단위: 개)

감자기업	유상증자	지분증권발행	자본조달 (증자, 채무증권)	자본조달 미시도
173	143(82.7%)	127(73.4%)	158(91.3%)	15(8.7%)

<표 III-1>은 무상감자를 실시한 기업들의 자기자본 조달 현황을 요약하고 있다. 2008년과 2009년에 무상감자를 실시한 기업 173개 사 중에서 143개 사는 유상증자를 실시했고, 127개 사는 전환사채나 교환사채 등 지분연관 채무증권을 통해 자본을 조달했다. 유상증자와 채무증권 발행을 동시에 수행한 기업도 112개 사에 달했다. 그러므로 무상감자를 실시한 173개 사 중에서 총 158개 사가 무상감자이후 증시를 통한 자본조달을 수행했다. 아직 자본조달을 시도하지 않은 기업이 15개 사가 되지만, 이들 중 대부분은 2009년 말에 무상감자를 실시하였으므로 이들 기업들도 조만간 자본조달을 실시하게 될 것으로 예상된다. 이 결과는 무상감자를 실시한 기업들은 대부분은 자본조달을 수행하였다는 것을 시사한다. 자본조달을 목적으로 하지 않으면서 무상감자를 실시한 예외적인 경우가 2건 존재하지만, 이들 경우도 합병과정에서 규정상의 요건이나 감세를 목적으로 한 감자로 판단된다.

유상증자를 위해 무상감자를 수행하는 기업들의 절차비용을 추정하기 위해 이들 기업들의 유상증자에서 소요되는 절차적 소요기간을 추정해 보았다. 기업들은 자본잠식 상태를 명목적으로 회피하고, 나아가 시가를 액면가 이상으로 조정시킨 후 자본조달을 수행하기 위해 무상감자를 실시하게 된다. 그러므로 이러한 경우 기업들의 자본조달 소요기간은 무상감자 결의일부터 증자 완료시점까지로 추정하는 것이 합리적이다.

<표 III-2>는 이사회의 무상감자 결의일부터 유상증자 완료시점까지의 평균 소요기간을 추정하여 이를 보고하고 있다. 이 표에서 알 수 있듯이 유상증자를 위한 감자과정에 평균 237일이 소요되고 있고 이후 증자 결의 이후 상장일까지 평균 40일이 소요되고 있다. 유가증권시장보다 코스닥시장에서 감자과정에 상대적으로 더 긴 기간이 소요되고 있는데, 이는 경영투명성이 상대적으로 미약한 코스닥시장에서 이해관계자와의 협상과정에 더 긴 기간을 소요하고 있음을 의미한다.

<표 Ⅲ-2> 무상감자기업들의 유상증자 소요기간

(단위: 일)

		표본	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
감자결의~증자결의	전체	143	237	196	0	754	176
	KSE	17	198	98	0	627	201
	KSQ	126	241	207	2	754	173
증자결의~상장	전체	137	40	21	0	259	35
	KSE	14	49	39	13	127	39
	KSQ	123	39	21	9	259	35

주) KSE는 유가증권시장, KSQ는 코스닥시장을 나타낸다.

2. 무상감자결정에 대한 시장반응

주주는 기업이 보유한 총자산에서 채권자의 가치인 부채를 차감한 잔여재산에 대한 청구권(residual claims)을 가진다. 주주가치는 장부상으로는 장부가치(book value)로 표현되고, 시장 거래가격으로는 시장가치(market value)로 표현된다. 그리고 시장가치의 주당 가치가 주가로 표현된다. 주가에서 산출되는 시가총액은 장부(대차대조표)상 기록된 자기자본 총액에 대한 시장가치로 인식된다. 시장이 완벽하게 효율적이라면 시장가치는 그 기업이 창출할 미래 현금흐름의 현재가치로 표현되는 내재가치(intrinsic value)와 동일할 것이다. 시장효율성이 미약한 정도에 따라 내재가치와 시장가치의 괴리 정도가 결정된다.

감자는 장부가치를 구성하는 자본항목의 구성요소 변경만을 초래할 뿐이다. 예를 들어 어느 기업의 자산구성이 <표 3>과 같은 경우를 가정해 보자. 기업설립 시 주주들이 액면가 500원에 주식 2억 주를 발행하여

자본금 1,000억 원을 납입하고, 차입금 1,000억 원을 합해 총자산 2,000억 원으로 영업을 영위하는 기업을 가정하고 있다. 이 기업이 지속적인 영업손실로 인해 자본잠식 상태에 진입해서 총자본이 600억 원으로 감소하였다고 가정하자. 이 경우 이 기업의 자본잉여금은 0억 원이고, 이익잉여금이 -400억 원인 상황이며, 주식의 장부가치는 600억 원으로 인식될 것이다. 악화된 경영실적을 반영하여 주가가 액면가를 하회하는 300원으로 형성되어 있다고 가정하자. 상장주식수가 3억 주라면 시장가치는 900억 원이 될 것이다.

<표 III-3> 무상감자로 인한 자산 구성의 변화 예시

(단위: 억원)

자본잠식 이전			자본잠식 상태	
			감자 전	감자 후
	자본금	1,000	1,000	500
	자본잉여금	0	0	100
	이익잉여금	0	-400	0
주주가치	자기자본	1,000	600	600
채권자 가치	부채	1,000	1,000	1,000
	총자산	2,000	1,600	1,600

현재 이 기업은 자본조달이 시급한 상황이지만 주가인 300원이 액면가인 500원에 미달한 상황이므로 유상증자가 현실적으로 불가능하다. 이 기업은 무상감자를 통해 시가를 액면가 이상으로 조정한 후 자본조달을 실시해야 할 것이다. 이 기업이 50% 무상감자를 실시하면 대차대조표상으로는 자본금 500억 원과 자본잉여금(감자차익) 100억원으로 기록될 것이지만, 주주 권리의 장부가치 총액인 600억 원이 변화하지는 않는다. 감자 그 자체로는 주주 가치에 변화가 없으므로 주식의 내재가치가 변

화하지도 않는다. 만약 시장이 효율적이라면 내재가치를 반영하는 시장가치에도 아무런 변화가 없어야 할 것이다.

효율적 시장에서 무상감자결정이 주가(시장가치)의 급격한 변동을 초래한다면 이는 감자결정이 갖는 추가적인 정보효과(information effect)를 반영하는 것이거나, 혹은 감자절차가 발생시키는 미래의 거래비용(transaction costs)을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 일정 수준의 시장비효율성을 가정한다면 감자결정으로 인한 주가변동의 일부는 시장비효율성에 기인하기도 할 것이다.

한국의 증권시장에서 무상감자절차가 갖는 의미를 파악하기 위해 감자결정에 대한 사건연구(event study)를 수행하였다. <그림 III-1>은 2008년과 2009년 동안 공시된 감자결정 전후 각각 30일 동안의 시장반응을 요약하고 있다. 시장모형을 이용하여 학계에서 일반적으로 사용되는 사건연구 방식으로 감자결정 공시 전후 일간 평균비정상수익률(AAR, Average Abnormal Returns)과 누적비정상수익률(CAAR, Cumulative AAR)을 계산하였다. 시장지수로는 유가증권시장과 코스닥시장을 함께 포함하는 매경2000지수를 사용하였다. 시장모형의 알파와 베타는 감자결정 사건일 전 150일을 기점으로 120개 일간 주가수익률 자료를 활용하였다.

<그림 III-1>에서 보는 바와 같이 무상감자결정의 시장반응은 매우 부정적이다. 감자결정 이전 15일 정도부터 주가는 부정적 반응을 보이기 시작하여 감자결정일의 평균누적비정상수익률은 -25% 이상에 달하고 있다.

감자결정이 초래하는 25%의 시장가치 하락의 원인에 대해 몇 가지 가능한 추정을 설정할 수 있다. 먼저 감자결정이 기업의 재무부실에 대한 추가적인 정보를 제공한다는 추정이 가능하다. 재무상태의 악화로 인해 자본조달의 필요성이 강화되었고, 자본조달에 대한 규정상의 요건을

갖추기 위해 무상감자를 실시하는 것이므로 기업의 감자결정은 재무상태가 악화되었다는 정보를 확인해 주는 효과가 있다.

또한 무상감자결정은 재무상태가 극도로 악화된 기업들이 갖는 실물옵션 (real option) 가치를 종결시키는 효과도 있다. 투자자들은 무상감자 결정이 확정되기 전에는 그 기업의 실물옵션 가치에 주목하고 있었을 것이다. 예를 들어 타 우량기업이 해당 기업을 감자절차 없이 현 상태에서 경영권 프리미엄을 지불하면서 인수하는 가능성이 존재하고 있었다. 하지만 해당 기업이 무상감자를 결정하게 되면 이러한 실물옵션의 가치는 사라지게 된다.

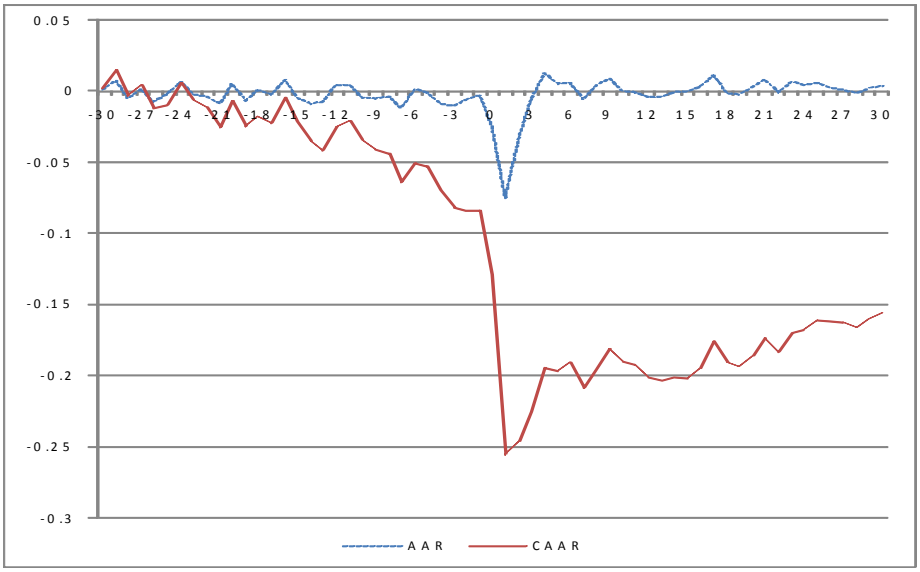
세 번째 가능한 추정은 무상감자결정으로 인해 그 기업이 감자절차를 거치게 된다는 정보가 확인되었고, 이에 따라 감자절차의 비용이 반영된다는 추정일 것이다. 즉 25%의 시장가치 하락은 감자결정 후 나타날 미래 절차비용(거래비용)의 현재가치로 이해할 수 있다. 감자가 효력을 발생하기 위해서는 채권자 이의수렴 과정과 주주의 의견 합치 등 복잡한 절차를 거쳐야 하므로 2~3개월 정도의 소요기간이 필요한 것이 일반적이다. 또한 일정기간 거래정지 기간도 거쳐야 한다. 일부 기업들의 경우 여러 다양한 사정으로 인해 이보다 기간이 훨씬 더 소요되기도 한다. 감자결정 후 감자과정에서 새로운 호재가 나타날 가능성은 희박하고, 새로운 악재가 드러날 가능성은 상존하므로 복잡한 절차를 요하는 무상감자가 결정되면, 그 시점에서 시장이 부정적 반응을 보일 수밖에 없을 것이다.

마지막으로 무상감자결정에 대한 과도한 시장가치 하락은 감자제도에 대한 일반투자자의 과도한 우려에도 일부 그 원인이 기인하는 것으로 추정된다. 1997년 말 외환위기 이후 한국에서는 기업 구조조정이 다수 발생하고 있다. 기업 구조조정 과정에서 단행된 감자결정은 일반투자자들에게 무상감자가 기업파산과 유사한 효과를 갖는다는 이미지를 각

인시켰다. 감자결정에 대한 과도한 시장가치 하락은 일반투자자들의 감자에 대한 과도한 부정적 인식에도 그 원인이 존재할 것이다.

내재가치에 아무런 변화를 초래하지 않는 무상감자결정이 이렇게 과도한 시장가치 하락을 초래하는 것은 무상감자가 유도할 수 있는 긍정적 효과와 합리적으로 비교형량 해 보아야 할 것이다.

<그림 Ⅲ-1> 무상감자결정의 시장반응



주: 이 그림은 무상감자 공시에 대한 시장반응을 보이고 있다. 상단의 비연결선은 시장모형에 의한 평균비정상수익률 (AAR)을 표시하고 하단의 실선은 누적비정상수익률을 표시한다. 시장지수는 유가증권시장과 코스닥시장을 함께 포함하는 매경2000지수를 사용하였다.

3. 무상감자과정의 시장교란 현황

현재 시행되고 있는 액면미만 발행제한 제도를 무상감자를 통해 쉽게 회피할 수 있다면 감자제도 그 자체나 나아가 액면미만 발행제한 제도를 자본조달의 주요한 장애요인으로 인식할 필요가 없다는 해석도 가능할 것이다. 그러나 감자과정은 복잡한 절차와 장기간의 기간소요를 요구하게 되는 문제점이 있다. 또한 감자과정 중 다양한 시장교란 요인이 발생하는 것으로 인식되고 있다. 감자과정에서 주가변동성이 증대하고 거래소는 다양한 시장경고조치를 발동하게 될 것이다. 여기서는 감자기업들의 주가변동성의 크기를 분석하고, 거래소가 발동한 시장경고조치의 빈도를 분석하여 감자과정에서 나타나는 시장교란과 투자자 혼란의 크기를 간접적으로 추정해 보기로 한다.

가. 주가변동성 분석

주식시장의 변동성은 시장의 안정성 여부를 판별하는 지표로 작용한다. 높은 변동성을 지닌 시장은 고위험 시장으로 인식되면서 가치평가에서 불리한 할인(discount) 요인으로 작용한다. 일반적으로 무상감자를 통한 유상증자는 높은 주가변동성을 유발하는데, 이는 한국 주식시장 전체의 변동성을 증가시켜 한국시장에 대한 불리한 할인 요인으로 작용하고 있는 실정이다.

감자를 통한 자본조달 과정에서 나타나는 주가변동성의 정도를 추정하기 위해 일간수익률의 표준편차를 계산하였다. <표 III-4>는 무상감자를 실시한 기업들의 무상감자와 증자과정에서의 일간수익률의 변동성을 표준편차로 추정하고 이를 보고하고 있다. 감자기간은 무상감자 결의일

부터 증자신주의 상장 전일까지로 설정하였다.

분석결과에 의하면, 무상감자기간 동안의 일간수익률 표준편차는 평균 7.45%에 달하고 있다. 유가증권시장 기업보다는 코스닥시장에 소속되어 있는 감자기업일수록 상대적으로 일간수익률 변동성이 더 높다. 감자기간 동안의 일간수익률 표준편차인 7.45%를 연간으로 환산하면 118%(=7.45%*$250^{0.5}$)에 달하는 수준이다. 이들 감자기업들은 2008년과 2009년의 기간 동안 감자기간을 제외하면 평균 6.30%의 일간수익률 표준편차를 유지하고 있지만, 감자기간 동안에는 변동성이 7.45%로 유의하게 증가하게 되는 것이다. 감자기간 동안의 일간수익률 평균 표준편차인 7.45%를 감자를 실시하지 않은 기업들의 평균 표준편차인 4.08%와 비교하면 그 심각성은 더욱 두드러진다. 그러므로 감자기간 동안에 전개되는 높은 주가변동성을 완화하는 것은 한국 주식시장의 안정성 제고에 기여할 것으로 기대된다.

<표 Ⅲ-4> 무상감자과정에서의 일간수익률 표준편차 분석

(단위 %)

	감자기업						비감자기업	
		감자기간			감자외 기간	평균차이	표본수	평균
	표본수	평균	최소	최대	평균			
전체	173	7.45	2.08	17.32	6.30	1.15***	1,700	4.08
KSE	22	7.12	3.36	10.51	5.95	1.17***	723	4.43
KSQ	152	7.50	2.08	17.32	6.35	1.15***	977	3.62

주: 무상감자를 실시한 기업들의 감자와 증자과정에서의 일간수익률의 표준편차를 보고하고 있다. 감자기간은 감자 결의일부터 증자신주의 상장 전일까지로 설정하였다. KSE는 유가증권시장, KSQ는 코스닥시장을 나타낸다. ***는 t-검증에 대한 1% 수준의 유의성을 표시한다.

나. 시장경고조치 발동 실태분석

감자를 고려하는 기업들은 지속적인 경영악화로 인해 주가가 하락한 상태이고, 이에 따라 시가총액이 작아진 기업들이다. 특히 이들 기업들은 영업과 경영이라는 기업 본연의 업무보다는 자본조달이라는 현안을 해결하는 것이 급선무이다. 그러므로 다양한 정보유출이나 허위정보 유포를 통해 주가조성을 유도할 유인이 내부 경영자나 외부 투자자에게 공통적으로 존재한다. 시가총액이 작은 상태이므로 비공개 정보나 허위정보가 주가에 미치는 영향이 상대적으로 강하다.

증권거래소는 시장에서 일정 요건을 갖춘 이상거래 현상이 전개되면 이에 대해 투자유의, 투자주의, 투자경고, 투자위험 등과 같은 시장경고조치를 발동하게 된다. 이러한 시장경고조치의 발동 건수는 시장교란이나 투자자 혼란의 정도를 짐작할 수 있는 간접적인 지표가 될 수 있다.

<표 III-5>는 2008년과 2009년 사이에 무상감자를 완료했거나 결의한 기업들에 대해 시장경고조치가 발동된 횟수를 보고하고 있다. 분석기간 중 감자기업에 대해서는 평균 29회의 시장경고조치가 발동되었고, 특히 코스닥시장에 소속된 감자기업에 대해서는 평균 30회가 발동되었다. 이는 비감자기업에 대한 시장경고조치 횟수의 5배 수준이다. 분석기간 중 유가증권시장과 코스닥시장에 발동된 시장경고조치는 총 13,052회였다. 분석기간에서 상장기업 1,780개 회사 중 감자기업 수는 10%를 차지하는데, 이들 회사들이 주식시장에서 발동된 총 시장경고조치의 38%를 받고 있는 실정이다.

주식시장에서 시장경고조치가 너무 빈번하게 발동하게 되면 시장경고조치는 투자자들에게 경고의 시그널로 작용하기 어렵다. 현재 거래소의 시장경고조치 발동 빈도는 적정 수준을 넘은 것으로 판단된다. 이러한 감자기업에 대한 시장경고조치의 높은 빈도는 자본조달의 형식 요건

을 맞추기 위한 감자과정에 기인한다.

<표 Ⅲ-5> 무상감자기업에 대한 시장경고조치 발동 건수

	감자 기업				비감자 기업				평균차이
	표본수	평균	최대값	최소값	표본수	평균	최대값	최소값	
전체시장	173	29	97	0	1,607	5	92	0	24***
KSE	22	26	63	2	687	3	54	0	23***
KSQ	151	30	97	0	920	6	92	0	24***

주: 2008년과 2009년 사이에 무상감자를 완료했거나 결의한 기업들에 대해 시장경고조치가 발동된 횟수를 보고하고 있다. KSE는 유가증권시장, KSQ는 코스닥시장을 나타낸다. ***는 t-검증에 대한 1% 수준의 유의성을 표시한다.

IV. 무상감자의 유효성 검증

1. 무상감자가 유효한 시장통제장치로 기능하는가?

2. ‘감자 곤경’의 원인과 결과에 대한 단변량 분석

3. ‘감자 곤경’의 원인과 결과에 대한 다변량 분석

IV. 무상감자의 유효성 검증

1. 무상감자가 유효한 시장통제장치로 기능하는가?

시가가 액면가 이하로 형성된 기업들은 경영실적이 악화된 기업들이므로 자본시장을 통한 자본조달 필요성이 강화된 상황에 놓여 있다. 이들 기업들은 적시에 자본조달을 완수하지 못한다면 회생 가능성이 더 희박해질 수밖에 없을 것이다. 일반적으로 무상감자절차에서는 다양한 청구권자들(채권자, 주주, 경영진 등)이 각자의 이해관계를 내세운 권리행사를 수행하고, 이로 인해 감자가 원활하게 수행되지 못하는 경우가 발생하게 된다.

경영실적이 악화된 이들 기업들 중에는 계속기업으로서의 가치가 청산가치보다 높아서 자본조달을 통한 회생이 합리적인 경우도 있지만, 반대의 경우도 있다. 계속기업으로서의 가치가 낮은 기업들은 상장폐지와 청산으로 이어지는 것이 합리적이다. 만약 향후 경영부실이 더 심화될 가능성이 높은 기업들이 다른 기업들에 비해 감자절차를 원활히 수행할 수 없다면 무상감자절차는 유효한 시장통제장치(market control mechanism)로서의 기능을 수행한다고 할 수 있다. 무상감자제도가 논리적 합리성이 부족하다 하더라도, 계속기업으로서의 가치가 청산가치보다 높은 기업들이 감자과정을 통해 쉽게 발행가 제한 규정을 회피할 수 있다면 감자제도의 폐해는 그다지 크지 않다고 판정할 수도 있을 것이다. 특히 이 경우는 감자과정을 통해 회생가능 기업과 회생불능 기업들이 기업의 내재가치의 수준에 따라 합리적으로 구분되는 경우이므로, 무상감자제도가 시장통제장치로서의 역할을 수행한다고 판정할 수 있을 것이다.

하지만 그렇지 않고 감자과정을 원활히 완료할 가능성이 기업경영 실적이나 내재가치와는 무관하게 단순히 주주나 채권자 등 이해관계자들의 협상타결 가능성에만 의존하다면 기업의 생사가 이해당사자의 협상이라는 정치적 과정의 결과로 나타난다는 의미에서 무상감자제도의 유효성을 부정적으로 평가해야 할 것이다.

본 절에서는 무상감자제도가 시장통제장치로서 기능하는 지 분석함으로써 감자제도의 유효성을 검증하고 있다. 감자절차의 유효성을 분석하기 위해 2008년과 2009년 중 이사회를 통해 감자를 결의한 기업 표본 173개 사를 두 집단으로 구분하였다. '감자 원활 기업'에 속하는 112개 기업들은 감자 결의이후 3개월 내에 원활하게 무상감자를 완료한 기업들이고, '감자 곤경 기업'에 속하는 61개 기업들은 감자결의 이후 완료까지 3개월 초과 소요되었거나, 혹은 2010년 3월 말 현재까지도 무상감자를 완료하지 못하고 있는 집단이다. 감자가 요구하는 절차는 일반적으로 3개월 이내에 완료할 수 있음을 감안할 때, 이들 '감자 곤경 기업'들은 비록 감자를 완료했다하더라도 무상감자가 요구하는 이해관계자 이해조정 등의 과정이 원활히 진행되지 못한 기업으로 간주할 수 있을 것이다.

만약 무상감자절차가 유효한 시장통제장치로서 작동한다면, '감자 곤경 기업'들과 '감자 원활 기업'들은 감자결의 전후 시점의 경영행위나 경영실적에서 유의한 차이를 보일 것으로 예상된다. 예를 들어 감자절차가 유효한 시장통제장치로 작동한다면 경영실적이 악화될 것으로 기대되는 기업들이 주로 감자절차에서 곤경을 겪을 것이다. 또한 이들 '감자 곤경 기업'들에서는 향후 가능한 책임추궁을 의식하여 사외이사나 감사위원이 감자결의 이사회에 불참한 경우가 더 많았을 것으로 예상된다.

<표 IV-1>은 실증분석에 사용된 변수들의 정의를 정리하고 있다. 분석에는 ROA와 같은 수익성 변수, 감자비율이나 그룹 소속 기업 여부와 같은 기업 특성 변수, 감자결의 이사회에서의 사외이사 참석 여부 등의

변수를 포함하고 있다. 또한 감자절차의 보다 직접적인 결과라고 볼 수 있는 무상감자 이후 유상증자 실시 여부, 상장폐지 여부 등의 변수도 포함하였다.

감자절차가 유효한 시장통제장치로 작동한다는 가설을 구체적으로 정리하면 아래와 같다.

H 1: '감자 곤경 기업'들의 수익성이 '감자 원활 기업'들에 비해 상대적으로 열악할 것이다.

H 2: '감자 곤경 기업'들의 부채비율이 '감자 원활 기업'들에 비해 상대적으로 더 높을 것이다.

H 3: 무상감자결의 이사회에서 '감자 곤경 기업'들의 사외이사 (감사위원) 참석률이 '감자 원활 기업'들에 비해 상대적으로 더 낮을 것이다.

H 4: '감자 곤경 기업'들의 감자비율이 '감자 원활 기업'들에 비해 상대적으로 더 높을 것이다.

만약 무상감자절차가 유효한 시장통제장치로 작동하지 못한다면 위에 설정한 가설들은 모두 기각될 것이다. 이 경우 감자절차의 원활한 완료는 기업 경영실적과는 무관하며, 단지 기업 이해관계자들의 협상 타결 가능성에 의존한다는 추론을 가능케 한다.

<표 IV-1> 설명변수들의 정의

변수명	설명
감자비율 및 그룹 더미	
CRR	Capital Reduction Ratio(감자비율)회사의 무상감자비율 ex)20:1로 감자의 경우 95%로 표시
D_GROUP	그룹더미; 그룹 소속 기업은 1 , 그룹에 속하지 않은 기업은 0
재무변수	
ROA	자산 영업이익률; 분기 영업이익을 기초 자산으로 나누어 계산한 비율
DEBT	부채비중; 분기 총부채/총자산
OCFOA	자산 영업현금흐름비율; 분기 영업현금흐름을 기초 자산으로 나누어 계산한 비율
S_DEBT	단기부채비중; 분기의 단기부채/총부채
BPR	Book-to-Price 비율; 분기의 자기자본/시장가치
PPR	Price-to-Par value 비율, 분기의 시장가치/액면가
사외이사 및 감사위원	
D_outside	사외이사 감자결의 이사회 참석 여부 더미; 사외이사 참석인원이 1명보다 많으면 1, 참석인원이 없거나 보고하지 않았으면 0
D_Auditor	감사위원참석 여부 더미; 감자결의 이사회에 감사위원이 참석 했으면 1, 불참하거나 보고하지 않았으면 0
감자 이후의 결과	
D_SEO	유상증자 더미; 증자를 실시했으면 1, 아니면 0
D_delisted	상장폐지 더미; 상장폐지 기업이면 1, 아니면 0
D_Segregate	관리종목 더미; 관리종목 지정 기업이면 1, 아니면 0

2. '감자 곤경'의 원인과 결과에 대한 단변량 분석

감자절차가 유효한 시장통제장치로 작동한다면 '감자 원활 기업'과 '감자 곤경 기업'들은 경영활동이나 경영실적에 있어서 질적인 차이를 보여야 할 것이다. 이를 검증하기 위해 분석변수들의 차이분석을 수행하고 이를 <표 IV-2>에 보고하였다. 재무비율들에서 0의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 무상감자결의를 한 분기의 실적에 대한 재무비율들이고, +1의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 감자결의 다음 분기의 실적에 대한 재무비율들이다.

분석결과에 의하면, '감자 원활 기업'과 '감자 곤경 기업' 간에는 주요한 재무비율에서 차이가 존재하지 않았다. 또한 사외이사나 감사위원의 무상감자결의 이사회 참석 비율에서도 차이를 발견할 수 없었다.

감자비율에 있어서도 두 집단 간 통계적으로 유의한 수준의 차이는 발견되지 않았다. 일반적으로 감자비율이 높을수록 주주들의 동의를 구하는 것이 어려워서 곤경을 겪을 것이라고 예상할 수 있다. 하지만 분석결과에 의하면, 통계적 유의성이 강하지는 않지만 도리어 감자비율이 높은 기업들이 감자를 원활히 수행한 것으로 나타났다.

<표 IV-2> 감자절차를 원활히 완료한 기업과 곤경을 겪은 기업 간의 차이분석

	감자 원활 기업(1)			감자 곤경 기업(2)			평균 차이 (1)-(2)	T-stat.	중간값 차이 (1)-(2)	Willcoxon
	Mean	Median	STD	Mean	Median	STD				
ORR	0.887	0.900	0.084	0.857	0.900	0.132	0.029	1.780	0.000	-0.881
D_Group	0.598	1.000	0.492	0.557	1.000	0.501	0.041	0.520	-0.009	0.691
ROA_0	-0.038	-0.027	0.068	-0.043	-0.018	0.068	0.004	0.360	0.059	-1.514
$DEBT_0$	0.743	0.626	0.673	0.614	0.566	0.389	0.129	1.250	-0.006	0.746
$OCFOA_0$	-0.011	-0.015	0.154	0.058	-0.009	0.424	-0.069	-1.460	-0.005	0.527
S_DEBT_0	0.772	0.870	0.231	0.804	0.874	0.205	-0.032	-0.860	-0.353	1.029
BPR_0	0.997	0.774	1.733	0.973	1.127	2.813	0.024	0.070	0.053	-0.202
PPR_0	0.659	0.572	0.387	0.661	0.519	0.430	-0.001	-0.020	-0.004	0.923
ROA_{+1}	-0.032	-0.030	0.084	-0.031	-0.026	0.085	-0.001	-0.050	0.035	-0.691
$DEBT_{+1}$	0.636	0.589	0.445	0.656	0.554	0.749	-0.020	-0.190	-0.001	0.491
$OCFOA_{+1}$	-0.024	-0.024	0.251	-0.014	-0.023	0.202	-0.010	-0.240	-0.071	1.007
S_DEBT_{+1}	0.757	0.822	0.233	0.822	0.892	0.170	-0.065	-1.580	-0.108	0.093
BPR_{+1}	0.932	0.775	2.330	-3.333	0.883	29.068	4.266	1.420		
D_Outside	0.589	1.000	0.494	0.574	1.000	0.499	0.016	0.200		
D_Auditor	0.286	0.000	0.454	0.361	0.000	0.484	-0.075	-0.990		
D_SEO	0.893	1.000	0.311	0.689	1.000	0.467	0.204	3.44***		
D_delisted	0.286	0.000	0.454	0.443	0.000	0.501	-0.157	-2.09**		
D_Segregate	0.420	0.000	0.496	0.590	1.000	0.496	-0.171	-2.16**		

주) 이 표는 '감자 원활 기업'과 '감자 곤경 기업'들에 대해 분석변수들의 차이분석을 보고하고 있다. 변수들의 정의는 <표 IV-1>에 요약되어 있다. 재무비율들에서 0의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 무상감자결의를 한 분기의 실적에 대한 재무비율들이고, +1의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 감자결의 다음 분기의 실적에 대한 재무비율들이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의성을 표시한다.

<표 IV-2>의 결과에 의하면, 무상감자절차를 원활히 완료한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 경영성과에 있어서 아무런 차이가 없다는 점을 알 수 있다. 즉 감자절차를 원활히 완료한 기업들과 감자과정에서 곤경을 겪은 기업들은 감자결의 시점이나 그 다음 분기의 경영성과에 있어서 유의한 차이가 존재하지 않는다. 이러한 분석결과는 무상감자절차에 대해 가정되었던 시장통제장치로서의 유효성에 의문을 제기한다. 감자절차가 시장통제장치로서 작동한다면 건실한 상장기업은 쉽게 감자절차를 완료할 수 있어야 하며, 반대로 경영성과가 취약하여 퇴출되어야 할 상장기업은 감자과정에서 곤경을 겪어야 할 것이다. 하지만 현재까지의 분석결과는 그러한 예측을 뒷받침해 주지 못하고 있다.

하지만 이들 두 집단 간에는 무상감자의 직접적인 결과를 나타내는 변수들에 있어서 유의한 차이를 보이고 있다. 즉 무상감자를 용이하게 완료하였는지의 여부에 따른 직접적 결과라고 할 수 있는 유상증자 성공 여부, 상장폐지 여부, 관리종목 지정 여부 등의 변수들에서는 '감자원활 기업'과 '감자 곤경 기업' 간에 통계적으로 유의한 차이를 보인다. 감자과정에서 어려움을 겪은 기업들은 유상증자를 성사시키지 못하고, 그로 인해 관리종목으로 지정되고, 결국 상장폐지까지 당하는 확률이 상대적으로 더 높은 것이다.

이러한 결과는 무상감자절차를 원활히 완료할 수 있느냐의 여부는 현재나 미래의 경영성과나 경영행위와는 무관하며, 단지 이해당사자 협상의 성공여부에 의해 결정된다는 점을 시사한다. 또한 이해당사자의 협상결과에 따라 기업 생존의 미래 운명이 좌우된다는 점을 시사한다. 이는 무상감자절차가 시장통제장치로서 유효하다는 가설에 대한 의문을 제기하고 있다.

3. '감자 곤경'의 원인과 결과에 대한 다변량 분석

감자절차의 유효성에 대한 보다 체계적인 분석을 위해 다변량 로짓 분석을 수행하였고, 그 결과는 <표 IV-3>에 보고되어 있다. 2008년과 2009년에 무상감자결의를 하였던 173개 사 중에서 '감자 곤경 기업'으로 분류된 61개 사가 '감자 원활 기업'에 비해 가지는 상대적 특성을 분석하고 있다. 이들 '감자 곤경 기업'들은 이사회 감자결의 후 감자완료 시점까지 3개월을 초과하는 소요기간을 허비하였거나, 혹은 2010년 3월말 현재까지도 감자를 완료하지 못한 기업들이다.

<표 IV-3> 로짓 분석 : 감자절차에서 곤경을 겪은 기업들의 특성

	Model1		Model2		Model3		Model4		Model5	
	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value
Intercept	1.522	0.275	-0.550	0.596	-1.412	0.154	2.610	0.156	1.221	0.507
ORR	-2.355	0.129					-3.685**	0.035	-3.260*	0.071
D_GROUP	-0.137	0.676					-0.072	0.853	-0.399	0.341
ROA_0			-0.857	0.773			-1.970	0.528		
$DEBT_0$			-1.040	0.123			-0.846	0.221		
$OCFOA_0$			1.062	0.259			1.083	0.225		
S_DEBT_0			0.730	0.411			0.732	0.439		
BPR_0			-0.109	0.360			-0.099	0.412		
PPR_0			-0.094	0.840	-0.188	0.699	-0.201	0.675	-0.338	0.512
ROA_{+1}					-0.845	0.748			-1.197	0.678
$DEBT_{+1}$					-0.703	0.292			-0.711	0.319
$OCFOA_{+1}$					0.675	0.444			0.693	0.477
S_DEBT_{+1}					1.526	0.125			1.7984*	0.092
BPR_{+1}					-0.049	0.434			-0.048	0.304
D_Outside	-0.139	0.679					-0.279	0.487	0.045	0.922
D_Auditor	0.270	0.454					0.367	0.379	0.675	0.132
No.0bs.		173		147		126		147		126
Pesudo-R^2		0.022		0.043		0.051		0.083		0.113

주) 이 표는 무상감자과정에서 곤경을 겪는 기업들의 특성을 분석하고 있다. 종속변수는 더미변수로서 '감자 곤경 기업'의 경우 1을 취하고 '감자 원활 기업'인 경우 0을 취한다. '감자 곤경 기업'은 감자결의부터 감자완료까지 3개월을 초과한 기업들로 정의되었다. 기타 변수들의 정의는 <표 IV-1>을 참조하기 바란다. 재무비율들에서 0의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 감자결의를 한 분기의 실적에 대한 재무비

율들이고, +1의 아랫 첨자가 표기된 변수들은 감자결의 다음 분기의 실적에 대한 재무비율들이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의성을 표시한다.

분석에서 종속변수는 더미변수로서 '감자 곤경 기업'의 경우 1을 취하고 '감자 원활 기업'인 경우 0을 취한다. '감자 곤경 기업'은 감자결의부터 감자완료까지 3개월을 초과한 기업들로 정의되었다. 로짓 분석결과는 단변량 분석결과와 질적인 차이가 없다. 분석결과에 의하면, 감자결의 시점이나 그 이후의 수익성이나 부채비율 등 경영성과는 '감자 곤경 기업' 여부를 설명하지 못한다. 즉 수익성이나 부채비율 등 경영성과가 악화된 기업들이 감자과정에서 곤경을 겪는 것이 아님을 보여주고 있다. 또한 사외이사 (D_outside)나 감사위원 (D_Auditor)의 감자결의 이사회 참석여부도 '감자 곤경 기업' 여부를 설명하지 못한다. 낮은 Chi-squire 값에서 알 수 있듯이 모형의 적합성도 유의하지 않은 수준이다.

특히 단변량 분석에서 통계적 유의성이 약했던 감자비율 (CRR)이 로짓 분석에서는 통계적으로 유의한 설명변수가 되었다. 즉 감자비율이 낮을수록 '감자 곤경 기업'이 될 가능성이 오히려 더 높다. 상대적으로 재무부실이 약한 기업들일수록 낮은 비율의 무상감자를 실시한다고 가정하는 것이 합리적이다. 그러므로 이 분석결과는 계속기업으로서의 가치가 높아서 낮은 감자비율을 제시한 기업들이 감자절차에서 오히려 더 곤경을 겪게 되고, 가치가 낮은 기업들이 무상감자를 원활하게 완료할 가능성이 더 높다는 것을 의미한다.

낮은 감자비율을 제시하는 기업들은 주가가 액면가를 하회하는 정도가 상대적으로 약한 기업들일 것이다. 주가가 액면가를 현저히 하회하여 대폭적인 무상감자이외에는 다른 방도가 없는 기업들은 주주, 경영진, 채권자 등 이해당사자 간의 협상이 더 용이할 것이다. 하지만 주가 하락 정도가 상대적으로 약한 기업들은 이해당사자들 간의 협상이 도리어 더 어려울 것으로 예상할 수 있고, 분석결과는 이러한 추론을 지지한다고

해석할 수 있다. 이 분석결과는 감자절차가 시장통제장치로서 기능하지 못하고, 이해당사자들의 협상타결 가능성이 감자절차의 원활한 완료에 큰 영향을 미치는 정치과정으로서의 성격을 지닌다는 점을 의미한다.

<표 IV-4> 로짓 분석 : 감자절차에서 곤경을 겪은 기업들의 운명

	Model1		Model2		Model3		Model4		Model5		Model6	
	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value	Estimate	P-value
Intercept	3.064**	0.034	2.963**	0.044	2.969**	0.045	3.3105*	0.076	3.158*	0.092	3.120*	0.087
ORR	-2.788*	0.074	-4.357**	0.012	-4.651***	0.009	-3.713**	0.033	-4.63**	0.012	-5.119***	0.006
D_GROUP	-0.219	0.517	-0.277	0.413	-0.114	0.734	-0.097	0.804	-0.218	0.587	-0.075	0.849
ROA_0							-2.794	0.371	-0.768	0.805	-0.329	0.917
$DEBT_0$							-0.920	0.183	-1.079	0.126	-1.268*	0.083
$OCFOA_0$							0.870	0.309	0.895	0.350	1.229	0.263
S_DEBT_0							0.863	0.353	1.054	0.264	1.138	0.230
BPR_0							-0.052	0.669	-0.090	0.456	-0.093	0.446
PPR_0							-0.140	0.770	-0.120	0.805	0.044	0.930
D_SEO	-1.382***	0.001					-0.999*	0.085				
D_delisted			1.080***	0.004					0.816*	0.099		
D_Segregate					1.087***	0.003					1.078**	0.019
No.0bs.		173		173		173		147		147		147
Pesudo-R^2		0.081		0.067		0.069		0.095		0.094		0.112

주) 이 표는 무상감자과정에서 곤경을 겪은 기업들의 미래 상황을 분석하고 있다. 종속변수는 더미변수로서 '감자 곤경 기업'의 경우 1을 취하고 '감자 원활 기업'인 경우 0을 취한다. '감자 곤경 기업'은 감자결의부터 감자완료까지 3개월을 초과한 기업들로 정의되었다. 기타 변수들의 정의는 <표 IV-1>을 참조하기 바란다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의성을 표시한다.

<표 IV-4> 는 '감자 곤경 기업'들이 감자절차 이후 행보를 설명하고 있는데, 분석결과는 단변량 분석결과와 일치한다. 종속변수는 더미변수로서 '감자 곤경 기업'의 경우 1을 취하고 '감자 원활 기업'인 경우 0을 취한다. '감자 곤경 기업'은 감자결의부터 감자완료까지 3개월을 초과한 기업들로 정의되었다. 모형 1, 2, 3의 결과에서 보는 바와 같이 '감자 곤경 기업'들은 향후 유상증자 실시 여부 (D_SEO)에 강한 음의 상관관계를 갖고, 상장폐지 여부 (D_delisted)나 관리종목 지정 여부

(D_Segregate)에 강한 양의 상관관계를 갖고 있다. 즉 감자과정에서 곤경을 겪은 기업들은 상대적으로 유상증자를 성공시킬 확률이 더 낮고, 또한 이들 기업들은 관리대상 종목으로 지정되거나 나아가 상장폐지를 당하는 확률이 더 높다는 점을 보여준다. 모형 4, 5, 6에서는 재무비율들을 포함하여 분석하고 있는데 이 경우 추정 계수 값들의 통계적 유의성은 다소 약화되는 경향을 보이지만 추론 결과에 질적인 변화를 초래하지 않는다.

V. 발행가 제한 규제의 개선방안

1. 단기적 개선방안

2. 근원적 개선방안: 무액면주식제도

V. 발행가 제한 규제의 개선방안

1. 단기적 개선방안

자본시장에서 액면가 기준의 납입자본금과 관련된 규정은 '코스닥시장상장규정' 제6조1의4(신규상장 심사요건 중 자본상태), 제6조1의8(신규상장 심사요건 중 자본금의 변경), 제6조1의16(액면가액), 제28조1의4(관리종목), 제38조1의10(상장의 폐지)으로 주로 상장규정에 집중되어 있다. 주주자본을 자본총계로 정의하지 않고 액면가 기준의 납입자본금으로 한정하여 정의한 규정들은 본래의 취지를 전혀 발휘하지 못하고, 오히려 그로 인한 사회적 비용이 더 클 수 있다는데 주목해야 한다.

특히 주식의 발행가나 주식관련사채의 전환가(또는 행사가)를 액면가 기준으로 제한하는 것은 시가발행 원칙을 훼손함으로써 불필요한 피해를 유발하고 있다. 자본주의 경제에서 거래의 대원칙은 공정가치에 기초한 거래이고, 공정가치의 가장 합리적인 추정치는 시장가치이다. 공개된 시장에서 다수의 투자자들에 의해 시장가치가 결정되는 상장기업에 대해서는 액면미만 발행제한 제도를 적용하지 않는 것이 합리적이다. 주주의 출자의무를 최소한으로 정립시켜 주주의 유한책임의 한계를 확정짓는 것은 최초 주주에 적용될 수밖에 없다. 이미 상장이 되었다는 것은 공모를 통하여 불특정 다수의 주주가 회사를 소유하게 되고, 또한 그 책임도 시가거래에 의하여 자본소득 및 손실로 계상되게 된다. 따라서 제6조1의8은 지배구조 변경에 대한 규제로 해석될 수 있어 논외로 하더라도 나머지 규정들에 대해서는 재고할 필요가 있다. 상장규정 내에 이미 수익성에 대한 기준 및 자본전입에 대한 기준이 제시되어 있는 점도 자본금 기준 재고의 필요성을 부각시킨다. 상장유지 조건으로 자본금 규정이 적용될 정도의 회사라면 이미 수익성 기준을 충족시키지 못하게 되

는 경우가 많다. 그렇지 않은 경우라면 현재의 수익창출 능력이 수익성 기준을 충족시키는 정도이므로 굳이 자본금 규정을 문제 삼을 이유도 없게 된다. 자본시장에서 이미 대부분의 자본금 규정은 사라졌음에도 불구하고 유독 신주발행시 액면미만발행금지규정만이 적용되고 있다.

상법에 존재하는 자본관련규정들은 애초의 취지를 살리지 못하고, 자본조달과 운영의 경직만을 초래하고 있다고 판단된다. 하지만 상법개정에 현실적 어려움이 존재한다면, 상장기업에 대해 발행가제한을 폐지하고 시가발행원칙을 강화하는 것이 합리적이다.

2. 근원적 개선방안: 무액면주식제도

가. 논의의 배경

발행가제한 규제에 대한 문제의식은 더 나가 액면가 제도의 합리성에 대한 의문을 제기하게 한다. 발행가 제한에 대한 논의는 주주자본의 구성 요소에서 액면기준 자본금을 자본잉여금 및 이익잉여금과는 질적으로 상이한 개념으로 파악한 데서 출발한다. 현재 대부분의 선진 자본시장에서는 무액면주식제도가 도입되어 운용되고 있다. 무액면주식은 1912년 뉴욕에서 처음으로 채용되어 현재 네브래스카주를 제외한 미국의 모든 주에서 채용되고 있으며, 캐나다, 일본 등 선진자본시장에서 이용되고 있다. 지금까지 한국에서는 무액면주식제도가 지속적으로 논의되어 왔으나 아직까지도 도입되지 않았다.

무액면주식에는 두 가지 종류가 있는데 첫째, 주권이나 정관에 액면가에 대한 기재가 전혀 없는 진정무액면주식과 둘째, 주권에는 액면가가

없으나 정관에는 최저발행가액을 기재하여 발행가액을 제한하는 기재식 무액면주식이 있다. 미국은 진정무액면주식을 발행하고 있고 독일과 일본은 기재식무액면주식을 발행하고 있다.

해외 선진 자본시장에서는 주주자본의 가치를 판단할 때 장부가치 기준으로는 자본 총액으로 설정하고, 시장가치 기준으로는 시가총액을 설정하고 있다. 특히 무액면주식제도를 시행하고 있으므로 애초 발행가 제한에 대한 논의 자체가 무의미한 상황이다.

나. 무액면주식에 대한 해외사례

1) 미국

미국은 무액면주식의 발행을 허용하기 전까지 주로 금융업종에서 액면주식의 발행이 활발하였다. 액면주식을 주로 발행한 은행, 보험회사, 신탁회사 등은 그 영업이 현금, 그리고 이와 유사한 신용증권을 취급할 뿐만 아니라 출자가 유동성이 높은 자산과 현금에 한정되기 때문에 이러한 회사의 경우에는 액면주식이 불편함이 없었다. 그러나 상사회사나 공업회사의 경우에는 현물출자가 행해지는 경우가 많아 액면주식에 대한 불편이 초래되게 되었다.

무액면주식은 1912년 뉴욕주식회사법에서 표시자본 개념으로 처음 도입되었으며, 네브라스카(Nebraska)주를 제외한 모든 주에서 채택하였다. 그 후 1975년 캘리포니아주 회사법(California General Corporation Law 1977년 1월 1일 시행)과 1979년의 모범사업회사법(MBCA : Model Business Corporation Act)에서는 표시자본마저 삭제하였다. 미국에서의 무액면주식의 발행 권한은 각 주의 법에서 정해지지만, 1984년 개정된 모범사업회사법에서는 주식발행에 대한 출자의 제한을 완전히 폐지하였

다. 이는 다른 주에서 인정하지 않은 노무까지도 출자재산으로 인정하여 실질적으로 주식발행의 대가에 대한 제한을 포기한 것으로 본다.

무액면주식의 발행가액에 대해서는 기재식무액면주식의 경우에는 기재금액 이상으로 발행하여야 하고, 진정무액면주식은 최소납입자본금 이상으로 발행하도록 하고 있다. 출자목적물에 대해서는 각 주마다 약간의 차이는 있지만 일반적으로 금전, 용역 그리고 현물을 그 대상으로 하고 있다. 금전출자에 대하여는 문제가 없지만 용역의 출자에 대해서는 장래에 발생예정인 용역에 대해서는 출자를 제한하고 있다. 현물에 대해서는 각 주법이 액면가를 전제로 하여 규정하고 있기 때문에 반드시 그 대가를 액면가로 확정할 수 있는 현물로 제한한다. 또한 용역과 현물에 대하여 발행대가를 정하기 위한 평가방법에 있어서 불공정한 발행을 방지하기 위하여 실가주의와 선의주의의 방법으로 평가원칙을 정하고 있다. 실가주의는 주식발행시 발행대가가 액면가 이상의 가치를 가져야 하고, 선의주의는 용역이나 현물의 목적물이 액면가 이상의 가치가 있다는 판단을 이사회가 인정한 것이 선의로서 충분하다고 하는 입장이다. 이 선의주의가 다수설의 입장이지만 두 가지의 평가방법을 인정하고 있다. 또한 회사 정관에 최저자본금을 기재하도록 하는 경우에는 그 발행가액은 최저자본금 이상으로 결정되어야 한다.

무액면주식의 발행가액을 결정하는 주체는 이사회가 수시로 결정하거나, 이사회 또는 정관에 정함이 있는 경우에는 주주가 수시로 결정한다. 그러나 개정 모범사업회사법에 의하면 이사회가 주식발행에 대한 대가의 적정성을 결정할 수 있도록 하고 있으며, 이와 같은 이사회의 결정은 발행주식들에 대해 전액납입이 이루어지고 추징 불능인 것과 관련해서도 그 대가가 적절하게 이루어졌다면 확정적으로 유효하다고 하고 있다. 또한 회사가 이사회에서 정한 대가를 수령한 경우에는 더 이상의 추가출자는 없다.

자본과 주식의 관계는 액면주식의 경우는 법에서 정한 예외적인 경우를 제외하고는 액면가인 1주의 금액에 발행주식수를 곱하면 자본이 산출된다. 그러나 무액면주식의 경우에는 액면가가 없기 때문에 주식과 자본의 관계가 단절된다. 무액면주식의 경우에는 단지 발행주식총수에 대한 비례적 부분이고 회사에 대한 비례적 단위를 의미하고 있을 뿐이다. 자본은 무액면주식을 발행하는 경우의 표시자본은 무액면주식의 발행가액 중에서 납입잉여금으로 공제한 부분을 제외한 금액과 표시자본으로 전입된 금액의 합계로 산출하게 되지만, 어떤 주에서는 납입된 발행대가의 총액으로 표시자본을 산출하는 경우도 있다.

2) 독일

독일의 주식법에 의하면 회사의 기본자본은 주식으로 나누어져 구성되어 있고, 기본자본과 주식은 액면으로 표시되어야 하며, 액면미만발행은 제한된다. 이처럼 독일에서 주식발행은 액면발행을 원칙으로 하고 있었다. 그러나 1998년 유럽연합의 유로단일통화체제에 대비하기 위하여 「무액면주식의 허용에 관한 법률」을 제정하여 주식법상 무액면주식제도를 도입하였다. 이에 의하면 주식의 최저액면가는 5DM이고, 무액면주식도 기본자본에 대한 무액면주식수로 나눈 비율에 의하여 5DM 이하여서는 아니 되며, 고액의 주식도 5DM으로 나눌 수 있어야 한다. 또한 주가도 DM표시 뒤에 반드시 Euro가 표시되어야 한다. 이처럼 유럽연합의 출범에 따라 독일 화폐단위인 주식의 액면가 DM을 유럽연합화폐 단위인 Euro화로 전환하는데 소수점 문제가 발생하는 것을 해소하기 위하여 무액면주식의 발행을 필요로 하게 되어 「무액면주식의 허용에 관한 법률」을 제정하였다.

그 법에 의하면 기존의 액면주식과 무액면주식을 병행하여 발행할 수 있으나, 회사는 주식발행에 대하여 두 가지 방법을 모두 채택할 수

없으며 하나의 방법으로 결정하여 발행하도록 하고 있다. 무액면주식을 발행하는 경우에도 기본자본제도나 주식의 분할원칙, 자본유지의 원칙 등은 그대로 유지되어 기본자본과 주식은 서로 연관성을 가진다. 따라서 무액면주식이 발행되는 경우 기본자본을 무액면주식수로 나누면 1주의 무액면주식 가액이 산출될 수 있다. 그러나 무액면주식 1주의 지분은 기본자본과 발행되는 무액면주식수에 따라 결정된다. 또한 독일에서는 무액면주식 1주의 기본자본에 대한 지분액은 설립 후에도 1유로 이상으로 최저발행을 정하여 반드시 최저발행가액 이상으로 발행하도록 제한하고 있다.

따라서 독일은 진정무액면주식이 아닌 기재식무액면주식을 도입한 것으로 판단되며, 이는 기본자본의 요건이 유지되고 있기 때문인 것으로 이해된다. 기재식무액면주식은 유럽의 통화연합으로서 주식과 관련하여 발생할 수 있는 여러 문제점을 해결하기에 매우 좋은 제도로서, 통화의 변경으로 인한 불필요한 자본조치를 할 필요가 없고 주식액면가의 정수화로 인한 문제도 발생하지 않는다.

3) 일본

일본은 1950년 개정상법에서 무액면주식의 발행을 허용하였으나 이는 액면주식과 병행 발행을 인정하고 있었다. 이 때 무기명주식은 기재식무액면주식으로 인정되어 상호전환권이 인정되어 있었으며, 액면주식의 최저권면액과 같이 회사 설립시 최저발행가액이 정해져 있었고, 발행가액의 2분의 1까지 자본준비금으로 적립할 수 있도록 하고, 설립시 자본의 총액은 발행가액의 총액으로 계산하였다. 회사 성립 후 무액면주식을 발행할 경우 상법에 별도의 규정을 두고 있는 경우에는 상법에 따르고, 정관으로서 주주총회에서 결정한다는 규정을 둔 경우에는 주주총회에서 결정하며, 정관에도 규정이 없는 경우에는 이사회가 결정하도록 하

고 있다. 그 밖에도 신주 발행가액 중 자본에 전입되지 않은 금액이나, 주주 이외의 자에 대하여 특별히 유리한 발행가액으로 신주를 발행하는 경우에는 주주총회의 특별결의를 받아야 하지만, 이 경우에는 그 특별히 유리한 가액으로 발행하는 이유를 공시하여야 한다.

그러나 이러한 입법적인 뒷받침이 있었음에도 불구하고 무액면주식을 발행하는 경우가 실무적으로 별로 없었다. 그리하여 2001년 개정상법에서는 액면주식을 폐지하고 무액면주식만을 발행하도록 하였으며, 종전에 발행된 액면주식은 무액면주식으로 취급하기로 하였다. 이와 같이 개정한 이유는 액면주식과 무액면주식의 경우 주주가 권리를 행사하는데 있어서 그 내용에 차이가 없고, 주식을 발행하는 경우에 시가발행제도에 의하여 최저발행가액과 자본의 구성단위인 액면가의 기능이 유명무실하게 되었으며, 시가가 액면가에 미달하는 경우에는 액면가가 회사의 자본조달에 오히려 걸림돌이 된다는 점 때문이다.

다. 무액면주식제도 평가 의견

무액면주식제도는 자본시장에 산재하는 자기자본에 대한 비합리적인 규정들을 근원적으로 해결하는 계기를 마련하는 의미가 있다. 자기자본의 장부가치를 측정함에 있어서 잉여금을 포함하는 자기자본의 총액을 기준으로 하지 않고, 법정자본금에 근거를 둔 다양한 규제들은 대부분 그 합리적 타당성이 결여되어 있다.

예를 들어 한국의 금융시장에는 법정자본금을 주주자본의 측정 수단으로 활용하는 규정들이 다수 존재한다. 하지만 무상증자나 무상감자에 의해 기업가치의 변동 없이 명목적으로 자본금 수준을 변동시킬 수 있으므로 자본금을 주주자본의 규모로 간주하는 것은 금융규제의 후진성을 보여줄 뿐이다.[3)]

자본금에 근거를 둔 또 다른 규정으로 '유보율'을 들 수 있다. 자본금에 대한 잉여금의 비율을 의미하는 유보율이 상장요건 중 하나로 지정되어 있고, 이러한 유보율 기준이 기업들의 재무건전성 평가항목으로 빈번히 활용되고 있다. 재무건전성에 아무런 변화를 초래하지 않는 무상증자나 무상감자에 의해 유보율이 자동 변동하게 되므로, 유보율을 기업들의 재무건전성 평가항목으로 활용하는 것은 불합리하다.

무액면주식제도는 자본시장과 기업 규제에 산재해 있는 이 같은 불합리한 자본관련 규정들을 일시에 개선할 수 있는 계기가 될 것으로 판단된다. 불합리한 규정이 존재하면 시장의 각 경제주체들은 다양한 대응방안을 모색하며 행동양식을 전개하게 된다. 불합리한 규정에 대응하는 행동양식은 대부분 경제체계의 효율성과 공평성을 저해하는 암시장(black market)의 특징을 지니게 된다. 그러므로 장기적으로는 무액면주식제도를 도입하는 것이 시장시스템의 개선에 기여할 것으로 판단된다.

---

3) 중국에서 적격외국기관투자자(QFII, Qualified Foreign Institutional Investor)를 지정함에 있어 한국의 규정을 원용하여 자기자본 총액 기준 대신 액면가 자본금 기준을 적용한 실수가 있었다. 한국의 생보사 중에서는 공적자금을 투입 받아 납입자본금이 3.55조원인 대한생명만이 QFII로 지정되고 잉여금이 자기자본의 대부분을 차지하는 삼성생명은 QFII로 지정되지 못하는 해프닝이 있었다.

Ⅵ. 요약 및 시사점

VI. 요약 및 시사점

본 연구는 액면미만 발행제한 제도의 논리적 합리성을 검토하고, 이 제도가 유도하는 무상감자의 효과를 분석하였다. 기업들은 액면미만 발행제한 제도를 명목적으로 회피하기 위해 무상감자절차를 활용하고 있는데, 감자절차는 상당한 사회적 비용을 야기하는 것으로 분석되었다. 기업의 내재가치에 아무런 영향을 주지하지 않는 무상감자결정이 25%의 시장가치 하락을 초래하는 것으로 나타났다.

무상감자결정이 초래하는 25%의 시장가치 하락의 원인에 대해서는 몇 가지 가능한 추정을 설정할 수 있다. 먼저 감자결정이 기업의 재무부실에 대한 추가적인 정보를 제공한다는 추정이 가능하다. 또한 무상감자결정은 재무상태가 극도로 악화된 기업들이 갖는 실물옵션 (real option) 가치를 종결시키는 효과도 있다. 세 번째 가능한 추정은 무상감자결정으로 인해 그 기업이 감자절차를 거치게 된다는 정보가 확인되었고, 이에 따라 감자절차의 비용이 반영된다는 추정이 가능하다. 마지막으로 무상감자결정에 대한 과도한 시장가치 하락은 감자제도에 대한 일반투자자의 과도한 우려에도 일부 그 원인이 기인하는 것으로 추정된다.

내재가치에 아무런 변화를 초래하지 않는 감자결정이 이렇게 과도한 시장가치 하락을 초래하는 것은 무상감자제도의 유효성에 대한 근원적 의문을 제기한다. 뿐만 아니라 감자절차는 자본조달의 소요기간을 늘리고, 해당 기업의 주가 변동성을 급등시킨다. 또한 많은 시장경고조치를 발동하게 함으로써 시장경고조치의 효과성을 저해시키고 있다.

감자절차가 유효한 시장통제장치 (market control mechanism)로서의 기능을 수행한다는 증거도 찾을 수 없었다. 감자절차를 원활히 완료한 기업들과 감자과정에서 곤경을 겪은 기업들은 감자결의 시점이나 그 다음 분기의 경영성과에 있어서 유의한 차이를 보이지 않았다. 하지만 감

자과정에서 곤경을 겪은 기업들은 유상증자를 수행하지 못하고, 또한 이들 기업들은 관리대상 종목으로 지정되거나 나아가 상장폐지를 당하는 확률이 더 높았다.

이러한 분석결과는 무상감자절차에 대해 가정되었던 시장통제장치로서의 유효성에 의문을 제기한다. 감자절차가 시장통제장치로서 작동한다면 건실한 상장기업은 쉽게 감자절차를 완료할 수 있어야 하며, 반대로 경영성과가 취약하여 퇴출되어야 할 상장기업은 감자과정에서 곤경을 겪어야 할 것이다. 하지만 본 연구의 분석결과에 의하면, 감자절차를 원활히 완료할 수 있느냐의 여부는 현재나 미래의 경영성과나 경영행위와는 무관하며, 단지 이해당사자 협상의 성공여부에 의해 결정된다는 점을 시사한다. 또한 이해당사자의 협상결과에 따라 기업 생존의 미래 운명이 좌우된다는 점을 시사한다. 이는 무상감자절차가 시장통제장치로서 유효하다는 가설에 대한 의문을 제기하고 있다.

분석결과를 종합하면 무상감자제도와 또 이를 유도하는 액면미만 발행제한 제도는 그 유효성이 부족하고 사회적 비용만 과다하므로 이에 대한 제도개선이 필요한 것으로 판단된다. 높은 사회적 비용을 발생시키는 감자제도는 증권발행가에 대한 제한에 그 원인이 있는 만큼 상장기업들에 대해 주가가 액면가 미만으로 형성된 경우에도 시가발행원칙을 적용하는 것이 합리적이라고 판단된다.

감자제도에 대한 문제의식은 더 나가 액면주식의 존재 자체에 대한 의문을 갖게 한다. 법학계에서도 주식회사의 자본관련 규정에 대한 논의가 나타나고 있으며, 무액면주식제도에 대한 이해가 확산되고 있는 상황이다(김영곤, 2007; 양동석・서성호, 2009; 양동석・이영주, 2003; 최완진, 2008 등). 재무금융학적 논리에서 파악할 때, 궁극적으로 주식 액면가 자체의 존재 이유가 희박하므로 미국, 캐나다, 일본 등 선진자본시장에서와 같이 무액면주식제도를 도입하는 것을 고려해야 할 시점이라고 판단된다.

부록

1. 액면미만 발행금지 관련규정 정리

2. 참고 규정

부 록

1. 액면미만 발행금지 관련규정 정리

규정	내용
상법 제330조	액면미달 발행의 제한
상법 제417조	액면미달 발행의 예외조항
증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-23조	전환가액의 조정
증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-24조	신주인수권부사채의 발행
코스닥시장 상장규정 제6조1의4	신규상장 심사요건 중 자본상태
코스닥시장 상장규정 제6조1의8	신규상장 심사요건 중 자본금의 변경
코스닥시장 상장규정 제6조1의16	액면가액
코스닥시장 상장규정 제28조1의4	관리종목
코스닥시장 상장규정 제38조1의10	상장의 폐지

2. 참고 규정

‘유가증권시장 상장규정’, 한국거래소 (2009.12)

‘유가증권시장 상장규정 시행세칙’, 한국거래소 (2009.12)

‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’, 법제처 (2009.2)

‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령’, 법제처 (2009.2)

‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행세칙’, 법제처 (2009.8)

‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정’, 금융위원회 (2009. 7)

‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’, 금융위원회 (2009.7)

‘코스닥시장 상장규정’, 한국거래소 (2009.12)

‘코스닥시장 상장규정 시행세칙’, 한국거래소 (2009.12)

참고 문헌

참고 문헌

김병기・공명제, 2000, 유상증자 후의 장기 주가수익률 및 영업성과,『재무관리연구』제17권 제1호, 13-44.

김석진・변현수, 1998, 유상증자의 장기 성과,『재무연구』제16호, 23-49.

김영곤, 2007, 무액면주식제도의 도입에 따른 검토, 『법학연구』제27집, 125-143.

신용균, 1995, 유상증자의 공시효과,『재무관리연구』제12권 제1호, 75-92.

양동석・서성호, 2009, 주식회사 자본관련제도 개선에 관한 연구,『기업법연구』제21권, 157-184.

양동석・이영주, 2003, 무액면주식제도의 도입에 관한 연구,『기업법연구』제15집, 197-224.

이유태, 2006, 감자기업의 주가동향: 일반투자자의 관점,『재무관리연구』제23권 제2호, 27-56.

최완진, 2008, 무액면주식제도에 관한 법적 고찰,『외법논집』제29집, 281-303.