



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

보도자료

기재일	2010. 6. 24(목) 조간
페이지수	표지포함 총 4매
자료문의	자본시장연구원
담당자	연구위원 장옥
연락처	02)3771-0821
E-mail	ukchang@kcmi.re.kr

※ 통신은 6월 23일(수) 12시, 일간지는 6월 24일(목) 조간부터 보도 바랍니다.

제목 : 증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구

주요내용

- 자본시장연구원의 장옥 박사와 한양대 전상경 교수는 『증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구』 연구보고서를 발간함
 - － 본 연구는 증권발행가격을 액면가 미만으로 설정하는 것을 금하는 액면미만 발행제한 제도의 타당성을 검토함
 - － 이를 위해 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 사회적 비용을 분석하고 제도 개선방안을 모색함
 - － 액면미만 발행제한 제도의 개선은 우선 자본시장법 개정을 통해 상장기업에 대해 시가발행제도를 도입하는 단기적 개선방안과 장기적으로 상법 개정을 통해 전 기업에 대해 무액면주식제도를 도입하는 근원적 해결방안을 생각할 수 있음

※ 별첨: 보고서 요약 1부.

- 자본시장은 기업들의 장기자본 조달에 그 주된 존재 의의가 있음
 - 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 함

- 본 연구는 액면미만 발행제한 제도가 유도하는 무상감자의 효과를 분석하여 증권 발행가격 규제 문제점과 제도개선을 모색함
 - 현행 상법과 자본시장에 관한 규정들(아래 표 참조)은 기업들이 증권발행을 할 때, 액면가 미만으로 발행가를 설정하는 것을 금지하고 있음
 - 따라서 경영실적 악화로 인해 주가가 액면가 미만으로 형성된 기업들은 무상감자 절차를 통해 시가를 액면가 이상으로 조정한 후, 유상증자나 주식관련사채 발행을 수행하게 됨

- 시가가 액면가 이하로 형성된 기업들은 경영실적이 악화된 기업들이므로 자본시장을 통한 자본조달 필요성이 강화된 상황에 놓여 있음
 - 이들 기업들은 적시에 자본조달을 완수하지 못한다면 회생 가능성이 더 희박해질 수밖에 없을 것임

- 기업들은 액면미만 발행제한 제도를 명목적으로 회피하기 위해 무상감자절차를 활용하고 있는데, 무상감자절차는 상당한 **사회적 비용**을 야기하는 것으로 분석되었음
 - 기업의 내재가치에 아무런 영향을 주지 않는 무상감자결정이 25%의 시장가치 하락을 초래하는 것으로 나타났음
 - 뿐만 아니라 무상감자절차는 자본조달의 소요기간을 늘리고, 해당 기업의 주가 변동성을 급등시킴
 - 또한 많은 시장경고조치를 발동하게 함으로써 시장경고조치의 효과성을 저해시키고 있음

- 감자절차가 유효한 시장통제장치 (market control mechanism)로서의 기능을 수행한다는 증거도 찾을 수 없음
 - 감자절차가 시장통제장치로서 작동한다면 건실한 상장기업은 쉽게 감자절차를 완료할 수 있어야 하며, 반대로 경영성과가 취약하여 퇴출되어야 할 상장기업은 감자과정에서 곤경을 겪어야 할 것임

- 감자절차를 원활히 완료한 기업들과 감자과정에서 곤경을 겪은 기업들은 감자결의 시점이나 그 다음 분기의 경영성과에 있어서 유의한 차이를 보이지 않았음
 - 감자절차를 원활히 완료할 수 있느냐의 여부는 현재나 미래의 경영성과나 경영행위와는 무관하며, 단지 이해당사자 협상의 성공여부에 의해 결정됨
- 분석결과를 종합하면 무상감자제도와 또 이를 유도하는 액면미만 발행제한 제도는 그 유효성이 부족하고 사회적 비용만 과다하므로 이에 대한 제도개선이 필요한 것으로 판단됨

액면미만 발행제한 제도의 개선방향

- 액면미만 발행제한 제도의 개선은 우선 자본시장법 개정을 통해 상장기업에 대해 시가발행제도를 도입하는 **단기적 개선방안**과 장기적으로 상법 개정을 통해 전 기업에 대해 무액면주식제도를 도입하는 **근원적 해결방안**을 생각할 수 있음
- 공개된 시장에서 다수의 투자자들에 의해 시장가치가 결정되는 **상장기업**에 대해서는 액면미만 발행제한 제도를 적용하지 않는 것이 합리적임
 - 주주의 출자의무를 최소한으로 정립시켜 주주의 유한책임의 한계를 확정짓는 것은 최초 주주에 적용될 수밖에 없음
 - 이미 상장이 되었다는 것은 공모를 통하여 불특정 다수의 주주가 회사를 소유하게 되고, 또한 그 책임도 시가거래에 의하여 자본소득 및 손실로 계상되게 됨
 - 따라서 상장기업들에 대해 주가가 액면가 미만으로 형성된 경우에도 **시가발행** 원칙을 적용하는 것이 합리적임
- 이러한 문제의식은 더 나가 액면주식의 존재 자체에 대한 의문을 갖게 함
 - **무액면주식제도**는 자본시장이나 기업 규제에 산재해 있는 ‘자본금’ 관련 규정들을 근원적으로 해결하는 계기를 제공하게 됨
 - 무액면주식은 미국, 캐나다, 일본 등 선진자본시장에서 이용되고 있는 제도로써 지금까지 무액면주식제도는 지속적으로 논의되어 왔으나 도입은 아직까지도 되지 않았음
 - 현재도 국회에서 상법개정이 계류 중인 상태이므로 이에 대한 진행을 통하여 추가적인 사회적 비용발생을 줄일 필요가 있음

<표> 액면미만 발행금지 관련규정

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