

국내 무액면주식제도의 재무적 기대효과와 활성화 방안*

고 봉 찬 (서울대학교)

김 명 직 (한양대학교)

김 진 우 (부산대학교)**

< 요약 >

국내 무액면주식제도는 2006년 회사법 개정안에서 초안이 제시된 이후 2012년부터 시행되어 액면과 무액면주식 중 어느 하나를 선택할 수 있게 되었으나, 실제로 무액면주식을 선택하고 있는 국내 기업은 전무하다. 이것은 국내 기업이 무액면주식을 선택하더라도 주식분할을 위해서는 액면주식과 마찬가지로 주주총회 특별결의를 거쳐야 한다는 규정이 남아 있어서 유연한 주식자본구조의 설계라고 하는 입법 취지를 살리지 못하고 있기 때문이다. 이에 본 연구에서는 국내 무액면주식제도의 활성화를 가로막는 제약요인들이 무엇이고, 이를 해결하기 위해 어떠한 제도 개선안들이 존재하며, 이들의 장단점은 무엇인지 그리고 실현가능한 바람직한 개선안은 무엇인지를 제시하고자 한다. 이를 위하여 우선 무액면주식 제도를 성공적으로 도입한 해외 선진사례들을 분석하여 정책적 시사점을 찾고자 하였으며, 특히 이들 해외 사례에서 무액면주식제도 도입 이후 기업들이 주식시장 활황에 맞추어 주식분할을 적시에 시행함으로써 주가상승과 유동성 개선이라는 효과를 얻었다는 결과를 찾았다. 한편 국내 기업들은 전부 액면주식을 채택하고 있는 상황에서 주식분할과 동일한 경제적 효과를 갖는 액면분할을 간간히 시행하고 있는데, 국내 액면분할 표본(2000년~2015년)에서도 주가와 유동성에 긍정적인 효과가 관찰됨으로써, 보다 많은 국내 기업들이 이러한 효과를 용이하게 얻을 수 있도록 하기 위해서 현행 무액면주식제도의 개선이 필요함을 알 수 있었다. 구체적으로 액면분할 공시일 이전 10일전부터 공시일까지 7.2%의 매우 유의한 양의 누적초과수익률(정보효과)이 관찰되었으며, 액면분할 이후 배당증가 기업의 누적초과수익률이 배당감소 기업 대비 월등히 높게 나타남으로써 액면분할의 정보효과에 미래 배당여력에 대한 신호효과가 담겨 있음을 알 수 있었다. 이러한 액면분할의 정보효과는 공시일 이후 36개월의 장기에서도 유효하게 나타났으며, 현금흐름이 증가하여 주가가 높아진 기업일수록 대주주지분율이 높은 기업일수록 크게 나타났다. 또한 액면분할 이후 거래회전율을 측정할 유동성도 장단기 모두에서 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 이상과 같이 주주가치 제고와 자본시장 발전에 기여할 수 있는 무액면주식제도를 활성화하기 위한 방안으로서 본 연구에서는 ① 전면적 무액면주식제도로의 전환 방안, ② 액면·무액면주식제도 이원화 체계 유지 방안, ③ 무액면주식제도 위주 이원화체계 방안을 제시하였고, 각 방안을 실행하는데 있어서 제기되는 쟁점들과 장단점 그리고 입법보완사항들을 제시하였다. 결론적으로 무액면주식제도의 활성화는 국내 기업으로 하여금 적시에 주식분할이나 병합을 통해 유연한 주식자본구조를 설계할 수 있도록 하는 실익이 크며 글로벌 추세에도 부합하는 것이므로, 현재의 액면주식제도 중심에서 무액면주식제도로 중심 주를 옮기는 적극적인 입법보완이 필요한 때라고 판단된다.

핵심 단어 : 무액면주식제도, 주식분할, 사건연구, 유동성 증대효과, 배당여력 정보효과

JEL 분류기호: G11, G14

* 본 연구에 대해서 유익한 조언을 해 주신 익명의 두 분 심사자들에게 감사사를 드리며, 서울대학교 경영연구소와 증권금융연구소의 연구지원에 감사드립니다.

** 연락담당 저자. 주소: 부산광역시 금정구 부산대학로 63번길 2 부산대학교 경영대학 경영관 B동 409-5호, 46241; E-mail: jwkim7@pusan.ac.kr; Tel: 051-510-3155; Fax: 051-581-3144.

투고일 2017-10-31; 수정일 2018-01-31; 게재확정일 2018-03-02

1. 서론

주식의 액면(par value) 개념은 주식 발행 당시 주주의 책임한도를 표시하여 채권자를 보호하는 의미로 사용되어 왔으나, 주식 발행 이후에는 고정된 액면가액이 주식의 시장가치와는 무관하여 투자자에게 혼동만 야기함에 따라 본래의 기능을 상실했다고 보는 것이 통념화되고 있다. 이에 따라 미국, 독일, 일본, 호주, 홍콩 등 선진 증시를 중심으로 액면 개념을 버리고 무액면주식(no-par stock)을 채택함으로써 기업들이 필요에 따라 주식분할이나 병합을 통해 유연하게 주식자본구조(share capital structure)를 설계할 수 있도록 허용하는 것이 최근의 국제적 추세로 자리잡고 있다.

국내의 현행 액면주식제도는 1998년 말 IMF 구제금융을 받고 있던 상황에서 경제위기 극복을 위해 기업 주식의 액면분할을 자유롭게 하여 낮은 액면에도 주식자금을 조달할 수 있게 하고자 1주의 최저 액면을 5천 원에서 100원으로 인하했던 상법 개정에 기반을 두고 있다. 이에 따라 당시 한국거래소는 유가증권시장 상장규정과 시행세칙 개정을 통해 1주당 액면을 100원부터 200원, 500원, 1,000원, 2,500원, 5,000원의 여섯 가지로 발행할 수 있도록 하여 현재에 이르고 있다. 그런데 이러한 액면주식제도 하에서는 1주당 액면가액이 정관에 기재되어 있어서 이를 변경하는 액면분할이나 병합을 실시하기 위해서는 주주총회 특별결의(출석 주주 의결권의 3분의 2 이상과 발행주식 총수의 3분의 1 이상 찬성)를 거쳐야 한다. 따라서 액면 변경을 준비하는 기업들에게는 그 절차가 매우 부담이 되고 적시에 실행하기도 어려운 것이 사실이다. 이러한 부담을 덜어주고 좀 더 유연하게 주식자본구조를 설계할 수 있도록 국내에서도 2006년 회사법 개정시안에서 무액면주식제도의 초안이 마련되었으며, 그 이후 2011년 상법개정을 거쳐 2012년 4월부터 무액면주식제도가 시행됨에 따라 이제는 액면주식과 무액면주식 중 어느 하나를 선택할 수 있는 법적 여건이 마련되어 있다.

그러나 무액면주식제도를 실제로 활용하고 있는 상장기업들은 극소수에 불과하다. 2016년 말 기준 유가증권시장에서 1개 기업과 코스닥시장에서 12개 기업이 그 전부였으며, 그나마 국내 기업은 하나도 없고 주로 홍콩에 법인을 둔 외국계 기업들이었다. 이것은 국내 기업들이 현재의 액면주식을 무액면주식으로 전환하는데 따르는 실익이 없음을 반증하는 것으로서, 현행 상법상 무액면주식을 채택하더라도 주식분할을 위해서는 액면주식과 마찬가지로 주주총회 특별결의를 거쳐야 한다는 규정이 남아 있어서 유연한 주식자본구조의 설계라고 하는 입법 취지를 살리지 못하기 때문이다. 자본금과 주식수를 동시에 늘리는 유상증자는 이사회 결의만으로 실행할 수 있는데 반해, 자본금은 불변이면서 주식수만 늘리는 주식분할은 주주총회 특별결의라는 더 높은 장벽을 넘어야 한다는 것은 논리적으로 잘못된 부분이다.

이에 본 연구에서는 국내 무액면주식제도가 그 입법 취지와 달리 활성화되지 못하는 이유가 무엇이고, 이를 해결하기 위하여 어떠한 제도적 개선대안들이 존재하며, 이들이 갖는 쟁점과 장단점들을 다각적으로 비교분석함으로써 실현가능한 방안이 무엇인지를 제시하고자 한다. 이를 위하여 국내 무액면주식제도의 현황과 문제점을 정리하고, 동 제도를 성공적으로 도입

하여 운영하고 있는 독일, 호주, 일본, 홍콩, 미국 등 해외 선진증시의 사례로부터 정책적 시사점을 찾고자 한다. 특히 이들 해외 사례들은 무액면주식제도 도입 이후 기업들이 주식 시장 활황에 맞추어 주식분할을 적시에 시행함으로써 주가상승과 유동성 개선이라는 주주 가치 제고뿐만 아니라 자본시장 발전에도 순기능을 가져온다는 것을 보이고 있다. 그러나 국내 기업들은 아직 무액면주식을 채택한 기업이 하나도 없는 상황에서, 주식분할과 동일한 경제적 효과를 갖지만 주주총회를 거쳐야 하는 등 절차상으로 복잡한 액면분할을 시행하고 있는데, 그럼에도 불구하고 이들 액면분할 표본에서 주가와 유동성에 긍정적인 효과가 관찰되고 있음을 실증적으로 보임으로써 무액면주식제도의 미비점을 조기에 개선하여 주식분할을 적시에 시행할 수 있도록 제도를 개선하는 것이 필요함을 보이고 있다.

구체적으로 국내 액면분할에 대한 실증분석에 사용된 표본은 2000년부터 2015년까지 실시한 698건의 액면분할로서, 이들 표본에서 액면분할 공시일 이전 10일전부터 공시일까지 7.2%의 매우 유의한 양의 누적초과수익률이 관찰됨에 따라 액면분할에 긍정적인 정보효과가 존재함을 확인하였다. 특히 액면분할 이후 배당이 증가한 기업의 누적초과수익률이 배당이 감소한 기업에 비해 월등히 높게 나타남으로써 액면분할의 정보효과에 미래 배당여력에 대한 신호효과가 담겨 있음을 알 수 있다. 이러한 액면분할의 정보효과는 공시일 이후 36개월의 장기에서도 유효하게 나타났으며, 현금흐름이 증가하여 주가가 높아진 기업이면서 대주주지분율이 높은 기업일수록 크게 나타났다. 한편, 액면분할 공시 이후에 주주총회 결의를 거치고 신주가 상장되기까지는 약 3개월이 소요되는데, 이러한 신주상장일 이후 10거래일 동안의 일평균 거래회전율은 액면분할 공시 이전에 비해 약 2% 정도 유의하게 높게 나타나고 있어서 유동성 증대효과가 관찰되고 있으며, 공시일 이후 36개월의 장기에서도 유효하게 나타나고 있다.

이상과 같이 무액면주식제도의 활성화가 국내 기업과 자본시장의 발전에 크게 기여할 수 있는데도 불구하고, 현재는 이를 활성화하기 위한 세부 규정들의 미비로 인해 이러한 이득을 얻지 못하고 있는 안타까운 상황이다. 예컨대, 액면제도를 선택한 기업의 액면분할은 정관 기재사항인 액면변경을 위한 주주총회 특별결의를 거쳐야 하지만, 무액면제도를 선택한 기업은 액면을 폐기하였으므로 주주총회 특별결의 없이 이사회 결의만으로 주식분할을 적시에 실행할 수 있어야 할 것인데도 액면제도와 같이 동일한 절차를 거쳐야 한다는 모순이 남아 있다. 이처럼 현재와 같이 액면과 무액면제도를 병행 실시하고 있는 상황에서는 기존의 엄격한 액면주식 관련 절차가 무액면주식에도 동일하게 적용되어야 한다는 법해석의 견해로 인해 입법 미비를 피하기 어려운 것이 현실이다. 이에 본 연구에서는 동 제도의 활성화 방안으로서 세 가지 대안을 제시하고, 이들이 갖는 쟁점과 장단점을 비교 분석하였다. 즉 첫째, 액면 개념을 과감히 버리고 글로벌 트렌드에 맞추어 보다 간결하고 명확한 무액면주식제도도 일원화하는 방안(① 전면적 무액면주식제도 전환), 둘째, 현행 액면·무액면주식 이원화체계를 유지하면서 입법적 미비점만을 보완하는 소극적인 개선방안(② 액면·무액면주식제도 이원화 체계), 셋째, 위 두 방법을 양 극단이라고 할 때 현행 이원화체계를 무액면주식제도를 촉진하는

방향으로 보완하는 중간적인 방안(③ 무액면주식제도 위주 이원화체계)을 비교 분석하였다.

이러한 세 가지 방안들의 장단점을 정리하면 다음과 같다. 먼저 ①의 전면적 무액면주식제도 전환방안은 법체계가 간결명료하고, 액면 개념을 포기해도 실무적으로 큰 변화가 없으며, 이사회 결의로 주식분할이 가능하여 기업의 주가관리가 용이해지며, 입법 기술상 아래의 방안 ②와 ③보다는 상법 개정의 쟁점이 적다는 장점이 있다. 그 다음 ②의 액면·무액면주식제도 이원화체계 방안은 입법적 미비점만을 보완하는 소극적인 개선방안으로서 기업들에게 익숙한 제도라는 장점 외에는 당초 무액면주식제도 도입을 위한 구체안이 2006년 제시된 이후 여러 해 동안 논의해오던 취지와 거리가 있으며, 전면적인 무액면제도로의 전환에 비해 법체계가 복잡해진다는 단점이 있다. 그리고 ③의 무액면주식제도 위주 이원화체계 방안은 현 체계를 실질적으로 무액면주식제도 위주로 운영하는 방안으로서 무액면주식으로 전환하는 기업에 대한 부정적인 이미지를 불식시키기 위해 우량 고가주식들에게 시범적으로 무액면주식 전환과 동시에 주식분할을 이사회 결의로 신속하게 추진할 수 있도록 유도하는 등 무액면주식제도로의 원활한 이행을 정책적으로 지원하거나, 자본시장법 특례 입법을 통해 상장기업들이 무액면주식만을 발행하도록 함으로써 제도를 적극적으로 활성화하는 현실적 방안도 있다는 장점이 있다. 결론적으로 전면적 무액면주식제도로의 전환이 여러 면에서 실익이 가장 크며 글로벌 추세에도 부합한다는 점에서 바람직한 방향으로 판단되지만, 액면·무액면 이원화체계를 유지하는 경우에도 현재의 액면주식 중심의 모호한 입장에서 벗어나 무액면주식으로 중심추를 옮기는 적극적인 입법 보완이 필요한 때라고 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 국내 무액면주식제도 도입 취지와 현황을 살펴보고, 제 3장에서는 해외 무액면주식제도 도입 현황과 사례를 통해 정책적 시사점을 정리하고, 제 4장에서는 무액면주식제도의 재무적 기대효과로서 국내 기업들이 실행한 액면 분할이 주가 및 유동성에 미치는 효과를 실증분석한 결과를 논의한다. 제 5장에서는 국내 무액면주식제도 활성화의 제약요인과 개선방안들이 갖는 장단점을 다각도로 비교 제시하고, 마지막 제 6장에서 본 연구의 요약과 결론 및 정책적 시사점을 제시한다.

2. 국내 무액면주식제도 도입취지와 현황

2.1 국내 무액면주식제도 도입 취지

우리나라 상법에서 규정하고 있는 주식의 액면은 신주 발행시 발행가액의 최저금액을 정하기 위하여 정관에 표시해 놓은 금액으로서, 주식은 원칙적으로 액면가 이상으로 발행하되(상법 제330조), 발행가액 총액 중에서 액면총액은 자본금으로 계상하여 주주의 배당재원에서 제외함으로써 자본충실과 채권자보호를 위해 고안된 제도이다(상법 제451조). 정관상의 주식 액면가는 주주총회 특별결의로 변경할 수 있으며, 액면주식 1주의 금액은 모든 주식의 균일해야 하며(상법 제329조 2항), 100원 이상이어야 한다(3항). 그러나 주식의 액면은 회사의 실질가치를 나타내는 신주의 발행가액과 다르기 때문에 액면의 실질적 유용성은 극히 제한

적이며, 해당 주식의 유동성 제고를 위해 액면분할을 실행하기 위해서는 주주총회 특별결의를 거쳐야 하는 등 자금조달의 신속성과 기동성 측면에서 취약한 제도이다.

이처럼 액면미달 신주발행 불가의 원칙을 고수하다 보면, 누적된 결손으로 주식의 실질 가치가 액면가보다 낮을 경우에는 신주발행에 의한 자금조달이 어려워지므로 상법 제417조에는 이에 대한 예외를 다음과 같이 인정하고 있다. 즉, 회사가 성립한 날로부터 2년을 경과한 후에 주식을 발행하는 경우에는 주주총회 특별결의와 법원의 인가를 얻어서 주식을 액면 미달 가액으로 발행할 수 있다. 이처럼 액면미달 신주발행은 이사회만으로는 불가능하고 주주총회 특별결의와 법원의 인가까지 받아야 하는 번거로움이 있을 뿐만 아니라, 회사 설립 후 2년이 지나야 한다는 제약으로 인해 기동성 있는 자금조달이 어렵다.

이에 따라 액면미달 신주발행 불가원칙을 해소하기 위하여 액면가를 정하지 않는 무액면 주식의 발행을 허용하는 상법 개정을 2011년 4월 14일에 하였고, 2012년 4월 15일부터 시행되고 있다. 즉 회사는 액면주식과 무액면주식을 선택할 수 있으나, 이 둘을 동시에 발행할 수는 없다(제329조 1항). 따라서 회사는 정관에 정하는 바에 따라 발행된 액면주식을 무액면 주식으로 전환하거나, 무액면주식을 액면주식으로 전환할 수 있다(상법 제329조 4항). 무액면 주식을 선택한 회사의 경우, 주식 발행가액의 1/2 이상의 금액으로서 이사회에서 계상하기로 한 금액을 자본금으로 하며, 주식의 발행가액 중 자본금으로 계산하지 않은 금액은 자본 준비금으로 계상하여야 한다(제451조 2항).

무액면주식은 액면금액이 없으므로 액면미달 신주발행의 문제가 발생하지 않으며, 원활한 자금조달 및 자본감소·합병·분할 등 구조조정과 기타 자본운용의 자율성을 증진시킬 수 있다. 이러한 무액면주식제도는 미국, 일본 등 선진국에서 일반적으로 채택되고 있는 제도로서, 경영자가 주식분할이나 병합을 통해 용이하게 주가관리를 수행하는 글로벌 스탠다드에 부합하기 위해 도입된 측면도 있다. 즉 미국은 1912년에 무액면주식이 처음 도입되어 액면주식과 무액면 주식을 모두 인정하고 있으며, 특히 1977년에 캘리포니아주와 1994년에 제정된 모범회사법은 액면주식 개념을 폐지하고 무액면주식으로 일원화하였다.¹⁾ 또한 세제상 이유로 액면이 \$1에도 못미치는 저액면주식도 널리 발행되고 있다. 일본은 1950년 상법 개정시 무액면주식을 도입하여 액면주식과 병행하였으나, 2001년 10월 1일부터 액면주식제도를 폐지하고 무액면 주식으로 통일하였다. 홍콩은 회사조례 개정을 통해 2014년 3월 3일부터, 그리고 호주는 상법 개정을 통해 1998년 7월 1일부터 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식으로 전환하였다. 독일은 액면주식제도만 고집하다가 1998년 3월 31일부터 주식법 개정에 따라 무액면주식을 도입하여 액면주식과 병행하고 있다.

1) Revised Model Business Corporation Act(1994). 미국의 각 주들은 서로 다른 주법에 의해 회사의 설립과 운영이 규정되고 있는데, 모범회사법은 이들에 대하여 일정한 표준을 제시하는 역할을 하고 있다. 현재 약 20여 개 주들이 이 모범회사법을 채택하고 있으나 강제성이 없는 권고안이기에 때문에, 기존에 액면주식을 발행하던 기업들은 점진적으로 단순하고 의미있는 모범회사법의 권고방향으로 전환할 것으로 예상된다.

2.2 국내 무액면주식제도 현황

이상과 같이 국내에서도 미국 등과 같이 액면미달 기업의 자본조달을 지원하기 위해 무액면 주식제도가 도입되었다. 그러나 액면주식과 무액면주식의 이원화 체계를 취하고 있고, 무액면 주식제도 활성화를 위한 세부 규정들이 아직 미비한 관계로 과거 액면주식제도에 익숙한 기업들이 추가적인 법적 리스크를 감내하면서 무액면주식으로 전환할 동기가 부족한 상태이다. 예를 들면, 무액면주식을 채택한 기업이더라도 주식분할을 하기 위해서는 주주총회 특별결의가 요구되고 있고, 추가적으로 주권제출과 실효 절차를 진행해야 하는 부담이 크게 작용하여 무액면주식제도의 실효성이 없는 상태이다.²⁾ 또한 상법이 1주당 액면가액의 하한을 100원 이상으로 규정하고 있는 점도 무액면주식제도의 활용을 저조하게 하는 원인으로 작용할 수 있다. 이는 주식의 액면가액이 충분히 낮은 경우에는 액면미달의 신주발행을 실행할 가능성이 적으므로 그만큼 무액면주식을 활용해야 할 동기가 적어지기 때문이다.

무액면주식은 액면가액이 없고 주식을 발행할 때마다 발행가액만이 존재하여 기동성 있는 자금조달이 가능해지고, 액면분할이 아닌 주식분할의 개념으로 투자단위 조절도 용이하다는 장점이 있다. 실제로 액면에 대한 제한규정이 없는 미국은 일반적으로 주가가 100달러를 넘기면 주식분할에 나서는 것이 보편화되어 있다. 그러나 국내에서는 부실한 기업들이 이를 악용하거나, 주총 결의나 법원의 인가 없이 무분별한 증자 시도에 나설 수 있다는 우려가 제기되고 있어서 기업들이 선도적으로 무액면주식을 발행하는데 있어서 불확실성과 위험 부담이 존재한다. 특히 액면주식제도는 기업의 자본이 명확하게 확정되고 공개된다는 점에서 습관적으로 당연한 것으로 인식되어 왔으며, 무액면주식 전환에 대해 한계기업이라는 부정적인 인식과 함께 기업 입장에서도 얻을 수 있는 장점이 거의 없기 때문에 무액면주식의 본격적인 활용이 자리잡기에는 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 그러나 선진 증시에서처럼 실적이 좋은 기업이 주식을 분할해 일반 투자자들에게도 접근성을 높이고 지속적인 주가 상승의 혜택을 널리 공유할 수 있게 해준다는 점에서 무액면주식제도는 장기적으로 지향해야 할 방향이 되어야 할 것이며, 정부차원에서 무액면주식에 대한 인식 전환과 자본시장 활성화에 기여할 수 있도록 제도 정착 방안을 마련하는 것이 필요할 것이다.

2.3 국내 무액면주식제도 활성화의 필요성

주식의 액면 또는 권면가액(nominal value) 개념은 더 이상 채권자와 주주를 보호한다는 본래의 목적을 수행하는 기능을 상실했다고 보는 것이 점차 통념화되고 있다. 또한 액면은 주식의 실질가치에 대한 신호를 제공하는 것이 아니어서 기업가치에 대한 평가를 호도할 가능성도 있다. 따라서 액면의 개념을 버리고 의무적 무액면주식제도를 채택함으로써 기업들이 좀 더 유연하게 주식자본구조를 설계할 수 있도록 허용하는 것이 최근 선진 증시에서

2) 일본은 2001년 무액면주식제도로 일원화한 이후 동 제도의 취지를 살려 주식분할시 주주총회 없이 이사회결의로 대체 가능토록 하였다(일본 회사법 제183조 제2항).

관측되는 국제적 추세이다. 국내 무액면주식제도의 활성화 필요성과 기대효과에 대해서는 발행기업, 투자자, 법제도, 자본시장 측면에서 다음과 같이 논의를 정리할 수 있으며, 구체적인 제도 개선방안에 대해서는 제 5장에서 논의하기로 한다.

2.3.1 발행기업 재무적 측면

무액면주식제도의 핵심은 주식의 액면 개념을 폐기하는 것이다. 따라서 i) 액면제도에서는 재무상태표상 자본계정이 자본금+자본잉여금+자본상환준비금 등으로 구분되는데 반해, 무액면제도에서는 주식발행총액이 주식자본이라는 단일 항목으로 기록되고 운영됨으로써 자본계정의 구조를 신축적으로 가져갈 수 있으며, ii) 통상 정관에 기록사항인 액면이 없으므로 별도의 주주총회 의결없이 이사회 결정보다도 주식분할이 용이하게 될 수 있다는 것이 핵심적인 내용이다. 현행 액면주식제도 하에서는 액면미달 신주발행 시 주주총회 특별결의와 법원의 인가가 필요하여 기동성 있는 자금조달이 어려우나, 무액면주식제도에서는 이러한 절차 없이도 자금조달이 가능해진다. 특히 장래가 촉망되는 성장초기 코스닥 기업의 경우 액면주식제도 하에서는 액면미달 신주발행이 어려워 자본조달이 불가능할 수 있으나, 무액면주식제도 하에서는 주식발행에 의한 자본조달이 가능해진다. 이러한 효과는 코넥스에 상장하는 신생기업들의 경우에도 유용하게 사용될 것으로 보인다.

또한 무액면주식제도에서는 자본금과 발행주식수와의 관계가 희미해져 자본금 증감 없이도 발행주식수량 관리(주식분할, 병합 등)가 가능해지며, 액면개념이 폐기됨으로써 주주총회 소집이나 구주교환 등의 절차상 지연없이 이사회 결의로 적시에 신속한 주가관리가 가능해진다. 자본금을 감소시킬 경우에도 액면가 감소 등에 대한 주주들의 반발 없이 쉽게 자본감소를 실행할 수 있으므로 합병과 회사분할 등의 구조조정을 용이하게 할 수 있다. 법률상의 문제만 해결된다면 이론적으로 주식수량의 증감 없이 유·무상증자와 감자가 가능해져 탄력적인 자본정책이 가능해진다. 또한, 회사 합병 시 합병당사회사 주식의 합병비율을 조정하기 쉬워 회사의 M&A 절차 편리성을 제고한다. 그밖에 유통주식수의 증대로 자본시장 활성화를 제고할 수 있고, 이는 결국 제도 도입 취지인 기업의 자본조달을 용이하게 한다.

2.3.2 투자자 측면

액면 대비 주가가 몇 배인지를 비교하는 관습은 기업가치평가 측면에서 아무런 의미가 없음에도 액면주식제도 하에서 관습적으로 이루어져 왔다. 그러나 이보다는 기업의 전체 시가총액 대비 기업의 매출이나 영업이익이 얼마나 큰 비중을 차지하고, 주당 순이익 대비 주가가 얼마인지를 측정하는 PER와 같은 상대가치 비교가 가치평가 측면에서 더 바람직하다. 이러한 관점에서 무액면주식제도가 활성화되면 주식가치를 액면과 비교하는 관습에서 벗어나 투자자의 혼동을 피할 수 있으며, 액면가를 기준으로 한 배당률에 대한 논쟁을 차단할 수 있다. 또한 고가주의 주식분할이 용이해져 투자자의 고가주에 대한 접근성이 향상되어 지속적인 실적개선에 따른 주가상승의 혜택을 널리 공유할 수 있고, 거래량 또한 증가하는 유동성 증대효과를 기대할 수 있다.

2.3.3 법·제도적 측면

무액면주식제도는 선진 증시에서 일반적으로 채택되고 있는 제도로서 경영자가 주식분할이나 병합에 관한 이사회 결의를 통해 주가관리를 용이하게 수행하는 글로벌 스탠다드로 인식되고 있는데, 이러한 국제적 제도변화 추세에 부합하기 위해서는 국내 무액면주식제도가 활성화될 필요가 있다. 또한 2000년 이후 전세계 거래소간 경쟁가속화로 거래소간 합병과 제휴가 빈번해졌는데, 한국거래소도 향후 글로벌 거래소들과의 경쟁 또는 제휴관계를 위해서 무액면주식제도로 수렴해나가는 것이 필요할 것이다. 특히 현행과 같이 액면·무액면주식 선택운영에 따르는 법제화 미비 및 모호성을 근원적으로 해소하기 위해서는 의무적 무액면주식제도를 도입하여 실행하는 것이 바람직할 것이다.

2.3.4 자본시장 측면

무액면주식제도는 기업 경영자가 주가관리의 필요에 따라 이사회 결의만으로 적시에 주식분할을 실시함으로써 주주가치 제고와 자본시장 발전에 긍정적인 효과를 가져오는 것으로 알려져 있다. 이러한 주식분할의 긍정적인 효과에 대해서는 해외에서 많은 연구가 수행되었다. 즉 주식분할은 기업의 미래 이익에 대한 신호효과를 전달하고 유동성 증대효과를 가져온다는 고전적인 연구로서 Fama et al.(1969)이 있는데, 이들은 미국 NYSE 상장기업들이 주식분할 공시 이전 30개월 전부터 주가가 상승하기 시작하여 공시 당월까지 약 30%의 유의한 누적 초과수익률을 보인다고 보고하고 있으며, 이러한 초과수익의 원천은 유동성 증대효과와 미래 배당금에 대한 신호효과에 기인하는 것임을 보였다. 그러나 공시 이후에는 추가적인 초과수익이 나타나지 않음으로써 공시정보에 대해 시장이 즉각적으로 반응하는 준강형 시장효율성을 지지하고 있다. 이러한 주식분할의 신호효과를 지지하는 후속 연구로서, Kadiyala and Vetsuypens (2002)는 미국 NYSE 상장기업들 중에서 주식분할 공시 이전에 높은 영업성적을 보였던 표본이 그렇지 않은 표본에 비해 공매잔고가 유의하게 감소하는 것을 보여줌으로써 주식분할이 긍정적인 정보를 전달하는 신호효과를 가진다는 것을 지지하였다.

이처럼 무액면주식제도 하에서 주식분할을 실행하면 주가가 하향조정됨으로써 일반 투자자의 접근성을 높이고 유통주식수가 증대될 것으로 기대할 수 있다. 이러한 일반 투자자의 비중 확대는 국내 증시에서 외국인의 과도한 영향을 완화하여 글로벌 시장장세(주식, 채권, 파생상품 및 외환시장 포함)에 민감하게 반응하는 외국인 매수세의 급격한 변화에 대한 완충효과로 작용함으로써 국내 자본시장의 안정적인 발전에도 기여할 것이다.

3. 해외 무액면주식제도 현황과 사례

3.1 국가별 무액면주식제도의 도입배경과 현황

본 절에서는 1990년 이후에 무액면주식제도를 도입하여 시행하고 있는 독일(1998년), 호주(1998년), 일본(2001년), 홍콩(2014년)의 4개국과, 액면 및 무액면주식이 병행 사용되고

있는 미국에 대하여 제도 도입 배경과 현황에 대하여 정리하고 국내 무액면주식제도 활성화를 위한 시사점을 얻고자 한다.

3.1.1 독일

독일은 일찌감치 1900년대 초부터 무액면주식제도 도입을 논의하기 시작하여 1920년대와 1950년대 회사법 개정 시에도 논의가 되었음에도 불구하고, 1990년대 말까지 액면주식제도를 유지해왔다. 이러한 배경의 주된 이유는 대륙법 체계를 취하고 있는 국가로서 무액면주식제도 도입 시 주식회사의 본질적 요소인 자본이 고정적이지 않게 되어 자본확정의 원칙을 침해한다는 우려 때문이었다(이영중, 2010). 그러나 1990년대 말 유로화 도입으로 인해 기존의 마르크화 표시 액면가를 유로화 대 독일 마르크화 비율(1:1.94)에 따라 유로화로 표시할 때 전환된 액면가가 소수점 아래 자리까지 표시된다는 문제점이 발생하였으며, 이럴 경우 기존의 독일 주식법 규정(제8조 1항)을 위반하게 되는 문제가 발생하였다. 이를 해결하기 위해서는 액면가 개념을 폐지하는 방법이 가장 경제적이라는 판단 하에 100년 가까이 논의해오던 무액면주식제도를 결국 도입하기에 이르렀다. 그리하여 1998년 3월 31일 독일 상법 개정안 시행을 통하여 부진정 무액면주식(Stückaktie)이라는 독특한 제도를 도입하였는데, 이는 액면가를 주권에는 기재하지 않지만 정관에는 반드시 기재하여 그 미만으로 주식을 발행하지 못하게 하는 제도이다(이영중, 2010). 결국 주권에 액면의 기재가 없는 것을 제외하면 액면주식과 거의 차이가 없는 과도기적인 무액면주식제도로써, 액면주식제도도 그대로 존치함으로써 기업이 액면 또는 무액면 중 어느 한 종류의 주식을 선택하여 발행하도록 하고 있다(김한중, 2014).

이러한 독일의 부진정 무액면주식제도는 무액면주식으로 전환하는 과도기에 시행하기 적절한 제도라고 볼 수 있는데, 기존의 액면주식을 발행한 기업의 경우에도 큰 제도적 변화 없이 무액면주식으로의 변환이 가능하다는 장점이 있다. 또한 주주(투자자)와 기업 양측 모두가 무액면주식제도에 대해 점진적으로 익숙해져 갈 수 있도록 하는 과도기적 제도로서, 갑작스러운 무액면주식으로의 전환보다는 단계적 전환을 위한 법적 체계를 정비할 수 있다는 장점이 있다. 이처럼 독일은 한국과 같은 대륙법 체계를 취하고 있는 국가이고 회사법상 액면의 중요성을 강조하던 국가였다는 점에서 독일의 무액면주식제도로의 전환은 우리에게 시사하는 바가 크다. 특히 독일이 유로존 가입을 앞두고 국제화되는 자본시장과의 원활한 교류를 위해서 100년 가까이 논의해오던 무액면주식제도로 전환하는 결정을 내렸다는 점은 우리에게 시사하는 바가 크다.

3.1.2 호주

호주의 회사 및 증권법 검토위원회(Companies and Securities Law Review Committee)는 1990년에 무액면주식제도의 도입 필요성을 강조한 보고서를 제시하였다.³⁾ 해당 보고서에서는

3) Companies and Securities Law Review Committee(CSLRC), Discussion Paper No.10, Report No.11.

고정된 액면가액은 주식가치를 반영하는 것도 아니고 실제 주식가격과도 무관하다는 점을 지적하면서 액면주식제도를 폐지할 것을 권고하였으며, 주식가격이 액면에 미달할 경우 신주발행을 통한 자본조달이 어려워진다는 사실을 강조하였다. 또한 무액면주식제도 하에서는 형식적인 액면이 없어져서 주식의 실제 가치를 더 잘 반영할 수 있으며, 주식분할과 주식배당이 간편해지며, 액면가를 기반으로 하는 배당수익률에 대한 오해를 피할 수 있다. 이러한 점들은 이미 영국(1954년), 남아프리카공화국(1970년), 캐나다(1971년), 뉴질랜드(1989년) 등에서 오래 전부터 무액면주식제도 도입을 위해 검토되었던 사항들로서, 이미 낡은 개념이 되어 버린 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식으로 전환할 것을 권고하였다.

그 이후 약 8년이 경과한 1998년 7월 1일 호주 정부는 상법 개정을 통해 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식제도로 통일하였다.⁴⁾ 그리고 세부 법률규정에 대해서는 남아프리카공화국의 1973년 개정 회사법을 참조하였는데, 그 이유는 두 국가 모두 남반구에 위치한 영연방 국가로서 영국 식민지에서 독립한 역사를 가지고 있어 비슷한 사회적 특성을 갖고 있었기 때문이다. 이러한 점에서 우리나라도 사회구조와 법적 체계가 비슷하며, 무액면주식제도를 이미 도입한 국가들의 회사법과 상법 제도를 참고할 필요가 있을 것이다.

3.1.3 일본

일본은 2차 세계대전 이후 전후 복구에 필요한 미국 자본의 도입을 위하여 1950년에 상법을 개정하여 무액면주식제도를 도입하였고, 액면주식과 무액면주식을 병행 사용하였다. 그 후 1981년 상법 개정을 통해 액면주식의 무액면주식으로의 전환이 가능해졌으며, 액면주식의 최저한도 규제를 폐지하여 액면주식을 무액면주식과 비슷하게 만드는 등 법적인 차이를 줄임으로써 무액면주식의 전면도입에 필요한 근거를 마련하였다.

1990년대 부동산 버블이 붕괴되면서 주식시장 침체로 액면가를 하회하는 주식이 늘어나서 신주발행을 통한 자금조달이 어려워지자, 정부정책으로 이들 액면미달 기업의 자금조달을 지원하기 위해 2001년 10월 상법 개정을 통하여 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식제도로 통일하였다. 이처럼 일본은 기업의 자본조달에 유리한 무액면주식제도를 전면 도입하기 앞서 액면주식과 무액면주식의 법적인 차이를 줄여가면서 정당성을 확보해나갔고, 액면주식보다 무액면주식제도가 더 합리적이라는 인식을 확보해나갔다는 점은 우리도 배울만하다.

무액면주식제도 도입 이후 일본 기업들은 주식분할을 수시로 실시할 수 있게 되었으며, 주식분할 이후 주가 및 거래량 또한 상승하여 자본시장 활성화에 기여한 것으로 평가된다. 정수연(2014)의 연구에 의하면, 주식분할 절차가 주총 대신 이사회 결의로 간소화됨에 따라 주식분할 사례가 크게 증가하였고, 이는 주식시장 수요확대로 이어졌다. 실제로 일본 주식시장의 시가총액 상위종목 중 과반수 이상(62.5%)이 주식분할 후 주가가 상승했으며, 거래량이 큰 폭으로 증가하였다. Kohsaka(2014)도 무액면주식제도 도입 이후 일본 주식시장에서 주식분할의

4) Section 254C, Schedule 5, Company Law Review Act 1998(p. 337, pp. 345-347).

유동성 개선효과와 투자자 확대효과가 나타났음을 보고하고 있다. 즉 주식분할 이후 일간 거래량은 약 2.3배, 거래대금은 약 2.5배로 증가하였으며, 호가/실효 스프레드 및 역선택 비용이 감소하였으며, 개인투자자 수가 증가하였음을 보고하고 있다.

3.1.4 홍콩

홍콩 재정사무국(Financial Services and the Treasury Bureau, FSTB)은 2003년에 영국계 대형 로펌인 Freshfields Bruckhaus Deringer에 의뢰하여 무액면주식제도의 도입 필요성에 대하여 검토를 의뢰한 결과, 무액면주식제도로의 전환이 바람직하다는 결론을 얻었다(Freshfields Bruckhaus Deringer, 2004). 이에 의하면, 주식발행 시 표시되는 액면은 실제 주식가격을 반영하는 것도 아니며, 기존의 채권자 및 주주 보호라는 목적도 잘 수행하지 못하고 있어서 액면이 필요하다는 이론적인 근거도 없으며, 오히려 액면 때문에 회사의 회계처리가 복잡해지고 새로운 자본조달이 어려워지는 등 제약이 따른다는 것이다. 또한 주식가격보다 낮은 액면가를 기준으로 배당금을 지급하는 관행은 투자자들을 기만하는 행위로 비취질 수 있으며, 주식가격이 액면가보다 낮을 경우에는 주식이 저평가되어 있다는 잘못된 오해를 불러 일으킬 수도 있다. 끝으로 글로벌 금융허브를 지향하는 국가로서 국제 자본시장에서 주식자본에 대한 유연성 확보 추세에 대응하기 위하여 액면가 개념을 폐지하고 무액면주식제도를 도입할 것을 권고하였다.

이에 따라 홍콩 입법부는 무액면주식제도 도입을 포함한 회사법 개정안을 2011년에 마련하여 입법부 심사를 거쳐 2012년 7월에 통과시켰으며, 2014년 3월 3일부터 신규 회사조례(New Companies Ordinance)를 통해 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식제도로 통일하였다.⁵⁾ 이처럼 홍콩은 2004년의 자문용역 이후 10여 년간 지속적인 검토과정을 거쳐서 무액면주식제도의 타당성을 확보하고 점진적인 전환을 추진해왔다는 점은 향후 한국의 동북아 금융허브로의 도약을 위해서도 무액면주식제도로의 전환이 반드시 필요한 절차임을 시사하고 있다. 현재 국내 주식시장에서 무액면주식을 발행한 기업은 모두 홍콩에 법인을 두고 있는 기업들 뿐이다.⁶⁾

3.1.5 미국

미국은 1900년대 초까지만 해도 거의 모든 주식이 일괄적으로 100달러 액면으로 발행되었다. 그러던 중 액면미달 금액으로 할인발행된 주식들(watered shares)에 대하여 투자자와 채권자들의 소송(회사 순자산이 액면총액에 미달되어서는 안 된다는 주장)이 잇따르게 되자, 기업들은 이를 회피하기 위하여 액면가액 1센트의 초저가 액면주를 발행하기 시작하였다.

5) Hong Kong Companies Registry, New Companies Ordinance FAQ 참고.
(http://www.cr.gov.hk/en/companies_ordinance/faq_nopar.htm).

6) 예를 들어, 완리, 웨이포트, 차이나하오란리사이클링유한공사, 이스트아시아홀딩스, 에스앤씨엔진 그룹 등이 무액면주식으로 코스닥시장에 상장되어 있다.

주주들도 액면미달 금액으로 할인발행된 주식을 구입할 경우, 할인된 금액만큼 채권자의 법정 청구권 행사시 상환해줄 책임을 부담하기 때문에 이러한 우발채무를 회피하기 위하여 초저가 액면주를 선호하게 되었다. 게다가 주식의 액면이 높을수록 납입자본금이 높게 계상되어 주주에게 환원해줄 미래 배당가능이익을 제한하게 되므로 가능한 액면을 낮게 책정하는 초저가 액면주가 인기를 얻게 되었다. 그리하여 최근에는 펍시콜라 1.66센트, 켈로그 25센트, 허쉬 1달러 등과 같이 초저가 액면주가 대세를 이루고 있다.

한편 무액면주식제도는 1912년 뉴욕 주에서 처음으로 도입된 이래 대부분의 주들이 액면 주식제도와 병행하여 사용하고 있다(Bonbright, 1924; 김순석, 2011; 최병규, 2011). 예외적으로 캘리포니아 주는 1977년에 액면 개념을 폐지하고 모든 주식들을 무액면주식으로 통일하였다.⁷⁾ 반면에 네브래스카 주와 노스다코타 주는 아직 액면주식제도만을 고집하고 있다.⁸⁾ 한편, 미국 내 조세피난처로 이용되는 델라웨어 주의 경우, 무액면주식보다 저액면 주식 발행 시 연간 사업세(franchise tax)를 크게 절감할 수 있기 때문에 저액면주식 발행이 선호되고 있다.⁹⁾ 따라서 델라웨어 주의 법인세 감면혜택을 적용받기 위하여 캘리포니아 주에서 델라웨어 주로 법인을 이전하려는 경우에도, 캘리포니아 주의 무액면주식을 모두 저액면주식으로 전환하는 것이 유리해진다. 이처럼 미국에서는 법인 본사가 위치한 주의 법률과 세금 제도에 따라 다양한 액면의 주식이 발행되고 있다.

미국에서는 이미 오래 전부터 무액면주식제도를 도입하였고 액면주식(저액면주식)과 병행해오면서 액면가액이나 주식분할비율에 대한 별도의 제한규정이 없기 때문에, 기업들은 주가가 상승하면 자유롭게 주식분할을 실행하고, 주가가 하락하면 주식병합을 실행하는 등 주식분할과 병합을 수시로 활용하여 주가관리를 할 수 있다. 예컨대, 주가가 100달러를 돌파하면 주가관리를 위해 주식분할을 하는 것이 일반적이며, 다우존스 산업평균지수에 편입될 수 있는 주가의 상한선이 공공연하게 150달러 수준으로 얘기되고, 평균 주가는 86달러 수준에서 유지되고 있다는 것은 기업들이 수시로 주식분할을 통해 주식의 유동성과 대중성을 증가시키고 있음을 의미하는 것이다(정수연, 2014). 또한, 코카콜라와 IBM의 경우 1962년부터 2015년까지 50여 년간 각각 8번과 7번의 주식분할을 시행하였으며, 2015년 말 기준 주가는 각각 41.51달러와 137.62달러이다. 만약 이들이 주식분할을 하지 않았다면 주가는 각각 13만 달러와 3만 5천 달러에 근접할 정도로 너무 높아서 투자 접근성이 떨어지며

7) California Corporations Code, §2301-2302.

8) Nebraska Revised Statute 21-303, North Dakota Business Corporation Act, Chapter 10-19.1-61.

9) 미국 델라웨어 주는 법인소득세 혜택 및 법인제도의 편의성으로 인해 기업들의 조세피난처로 선호 받고 있는데, 세법에 의해서도 저액면주식의 발행이 무액면주식보다 연간 사업세를 절감하는 효과를 얻을 수 있다. 예를 들어, 회사 설립 시 2천만주의 무액면주식을 발행할 경우, 연간 사업세는 \$150,000이 되지만, 1센트의 저액면주식으로 동일한 수의 주식을 발행할 경우 연간 사업세는 \$350으로 크게 감소하게 된다.

유동성 또한 감소되었을 것이다. 이러한 사례들은 기업의 미래 수익성이 높아 추가적인 주가상승이 예상될 경우 주식분할을 활용하여 주가를 하향조정함으로써, 투자자들에게 접근성과 대중성을 높여 유동성을 증가시키고 추가적인 투자수요를 창출하여 지속적인 주가부양의 효과를 얻을 수 있음을 시사하고 있다.

3.2 무액면주식제도 도입 이후 주식분할 증가추세 분석

본 절에서는 1990년 이후 무액면주식제도를 도입하여 시행하고 있는 독일(1998년), 호주(1998년), 일본(2001년), 홍콩(2014년), 그리고 한국(2012년)에 대하여 무액면주식제도 도입 시점 전후로 주식분할 건수에 유의미한 변화가 존재하는지 분석해보기로 한다.¹⁰⁾ 즉 무액면주식제도가 도입되면 더 이상 액면이 존재하기 않기 때문에 액면분할을 위한 주주 총회 절차 없이 바로 주식분할을 실행할 수 있다는 점에서 주식분할 건수가 증가할 것으로 예상된다. 그러나 무액면주식제도를 도입한 국가들이 대부분 점진적으로 무액면주식으로 전환해간다는 것을 고려한다면 주식분할 건수가 즉각적으로 증가하지 않을 수도 있다. 본 절에서는 이러한 질문에 대한 답을 찾기 위해 독일, 호주, 일본, 홍콩, 그리고 한국에 대하여 무액면주식제도 도입 전후의 월별 주식분할 공시 건수를 각국의 주가지수와 대비하여 살펴보기로 한다. 구체적으로 이들 5개국에서 1991년 1월부터 2014년 12월 사이에 공시된 주식분할 자료를 블룸버그 DB에서 추출하였으며, 이들 국가의 주가지수(독일: DAX 30, 호주: ASX 200, 일본: Nikkei 225, 홍콩: Hang Seng, 한국: KOSPI) 자료는 데이터스트림 DB에서 추출하였다.¹¹⁾

이상과 같이 국가별 무액면주식제도 도입 전후의 주식분할 건수를 분석한 결과, 모든 국가에서 공통적으로 무액면주식제도 도입 이후 주식시장의 활황기에 주식분할 건수가 특히 증가하는 경향이 있음을 확인할 수 있었다.¹²⁾ 이것은 무액면주식제도 도입 이후 주가가 일정 수준 이상으로 높아질 때 주식분할을 통해 주가를 적정 수준으로 하향조정하려는 주가관리 동기가 존재함을 의미하는 것이다. 국가별 분석결과를 살펴보면, 독일은 무액면주식을 액면 주식과 병행하기 시작한 1998년 3월 31일부터 2000년까지 주식시장 활황과 맞물려 주식분할 건수가 급격하게 증가하는 모습을 보여주었다. 또한, 호주도 액면주식제도를 폐지하고 무액면주식제도로 전환한 1998년 7월 1일부터 2000년까지 주식시장 활황과 맞물려 주식분할 건수가 크게 증가하는 모습을 보였다. 일본은 주식시장 침체기였던 2001년 10월 1일에 무액면주식제도로 단일화하였기 때문에 즉각적인 효과가 나타나지 못하였으나 그 이후 2003년

10) 미국은 이미 오래 전부터 액면주식과 무액면주식이 병행 사용되고 있어서 무액면주식제도 도입 이벤트를 찾기 어려워 여기 분석에서는 제외하였다.

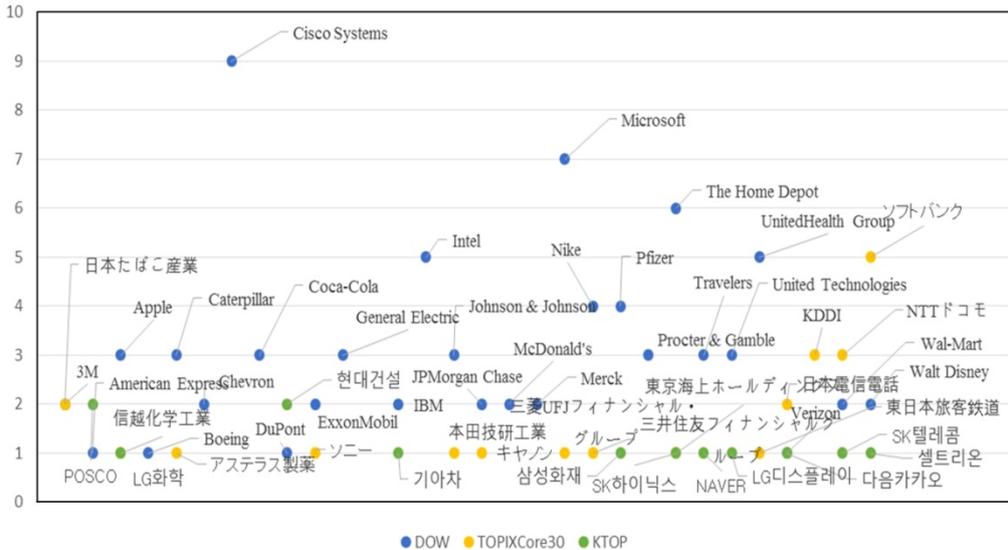
11) 한국은 주식분할 자료가 1997년 3월부터 존재하고, 호주는 ASX 200 지수가 1992년 5월부터 존재하여, 예외적으로 이들 두 국가에 대해서만 각각 1997년 3월 및 1992년 5월부터 분석하였다.

12) 지면관계 상 국가별 월별 주식분할 건수와 주가지수의 움직임에 대한 그림은 생략하였다.

말부터 주식시장 회복과 함께 2007년까지 주식분할 건수가 꾸준히 증가하는 모습을 보였다. 홍콩은 주식시장이 상승기였던 2014년 3월 3일에 무액주식제도로 단일회합으로써 주식분할 건수가 이전 연도의 2건~15건에서 무려 31건으로 크게 증가하는 모습을 보여주었다. 특히 제도전환 이전에는 저가주들의 주식분할이 일반적이었으나 그 이후에는 저가주뿐만 아니라 상대적으로 고가주의 주식분할이 증가하는 현상을 보여주었다. 결론적으로 무액면주식제도 도입 이후 주식시장 활황기에 기업들은 주식분할을 활용하여 주가를 적정 수준으로 하향조정 하려는 동기를 갖는다는 것을 알 수 있다.

한국의 경우에는 무액면주식제도가 2012년에 정식 도입되었지만, 그 이전인 1998년 12월 말에도 상법상 최저액면가액이 5,000원에서 100원으로 인하됨에 따라 기업들이 액면 분할을 실행하는 것이 가능해졌는데 실제로 그 직후인 1999년에 약 250개사에 달하는 많은 기업들이 액면을 5,000원에서 500원 또는 1,000원으로 낮추는 액면분할을 실행하여 붐을 이룬 바가 있었다. 그러나 그 이후 액면분할 건수는 꾸준히 감소하여 관심을 받지 못하다가, 2012년 4월 무액면주식제도를 정식으로 도입한 이후에도 액면분할은 여전히 정체 상태에 머물러 있다. 이러한 점은 한국의 KTOP30 지수에 포함된 30대 대표기업들과 미국 Dow30 지수나 일본의 TOPIX Core30 지수에 포함된 30대 대표기업들이 1991년부터 2014년까지의 기간동안 주식분할을 시행한 횟수를 비교해보면 뚜렷하게 나타난다. 즉 <그림 1>에서 보면, 미국 Dow30 지수 기업들은 동 기간 중 2개 기업만 제외한 나머지 28개 기업들이 1번 이상 많게는 9번의 주식분할을 시행하였고, 일본 TOPIX Core30 지수 기업들은 절반 가까운 14개

<그림 1> Dow30(미국), TOPIX Core30(일본), KTOP30(한국)지수 구성기업의 주식분할 횟수: 1991~2014



주) 세로축은 주식분할 횟수를, 가로축은 한미일 3국의 대표지수에 포함된 30개 회사를 나타냄.

기업들이 1번 이상 많게는 5번의 주식분할을 시행하였으나, 한국 KTOP30 지수의 기업들은 11개 기업만이 1번~2번의 액면분할을 시행한데 그치고 있음을 알 수 있다. 이것은 무액면 주식제도가 상법상으로 정식 도입되었음에도 그 활성화에 필요한 세부 규정들이 미비된 상태에서 기업들이 굳이 액면분할을 실행할 유인이 없음을 반증하는 결과이다. 따라서 무액면 주식제도를 도입한 해외 국가들에서처럼 국내 기업들이 주식분할 활성화를 통해 지속적인 주가상승과 유동성 제고라는 실익을 얻도록 하기 위해서는 하루 빨리 법적 정비가 필요한 상황이다.

4. 국내 무액면주식제도의 재무적 기대효과에 대한 실증분석

4.1 국내 액면분할 실증연구의 필요성

앞 장에서 살펴본 해외 사례들은 공통적으로 무액면주식제도 도입 이후 기업들이 주식분할을 적시에 실시함으로써 긍정적인 주가반응과 유동성 개선 등 실질적인 이득을 얻고 있다는 것을 보여주었다. 그러나 국내 무액면주식제도는 현재 세부 규정의 미비로 그 도입 취지를 충분히 살리지 못함에 따라 기업들이 주식분할을 실행하는데 있어서 절차상의 복잡성(예컨대, 정관변경을 위한 주주총회 결의 및 신주상장을 위한 거래정지 등)으로 인하여 활용 건수가 정체상태에 머물고 있다. 실제로 한국거래소에서 2000년부터 2015년까지 상장기업들이 공시한 액면분할 건수를 연도별로 보면, 2002년의 105건을 정점으로 계속 감소하여 무액면주식제도가 정식 도입된 2012년 이후인 2015년에도 14건에 그치고 있어서 그 동안 주가상승에도 불구하고 액면분할을 적시에 실행하지 못하고 있음을 보여준다. 그럼에도 불구하고 국내 기업들이 실행한 액면분할 표본에서 기존 연구들에서처럼 액면분할 이후 주가와 유동성에 긍정적인 효과가 존재하는지 확인할 수 있다면, 현재 정체 상태에 머물고 있는 액면분할을 활성화하기 위해서라도 무액면주식제도의 미비점을 개선해야 한다는 정당성을 찾을 수 있을 것이다.

이를 위하여 본 장에서는 국내 기업들의 액면분할 표본에서 주가와 유동성에 대한 긍정적인 효과가 존재하는지를 검증하기로 한다. 기존의 관련 국내 연구로서 황선웅, 신우용(2007), 변종국, 조정일(2007), 이가연, 박경인(2012), 양희진 외 3인(2017), 김현석, 서정원(2018) 등이 존재하는데, 양희진 외 3인(2017)을 제외하고는 모두 무액면주식제도가 정식 도입되기 이전의 액면분할 표본을 분석대상으로 삼고 있으며, 국내 액면분할 건수의 정체를 반영하듯이 관련 최신 연구가 매우 부족한 상황이다. 이들 중 황선웅, 신우용(2007), 이가연, 박경인(2012), 양희진 외 3인(2017), 김현석, 서정원(2018)은 액면분할 공시일 이후 10여 거래일동안 단기적으로 유의한 주가상승(신호효과)과 유동성 증대효과가 존재하지만 그 효과가 일시적으로 그친다는 결과를 제시하고 있다. 한편, 변종국, 조정일(2007)은 2002년까지 실시된 144개의 액면분할 표본을 대상으로 단기적으로 유의한 주가상승이 존재하나

장기적으로 사라진다는 결과를 제시하고 있다. 이처럼 기존 연구들이 짧은 연구기간과 적은 연구표본을 대상으로 단기적인 분석에 그치고 있는데 반해, 본 연구는 이들을 모두 포괄하는 연구표본을 대상으로 액면분할의 주가 및 유동성에 미치는 효과를 10거래일의 단기뿐만 아니라 36개월의 장기에 걸쳐 종합적으로 분석한다는 점에서 차별화되고 있다.¹³⁾

4.2 액면분할 연구표본과 사건연구 방법론

본 연구는 한국거래소에서 2000년 1월부터 2015년 5월까지 총 185개월 동안 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 모든 보통주식의 액면분할 공시자료를 상장공시시스템(kind.krx.co.kr)에서 수집하였다. 해당 기업의 재무제표 자료와 시장정보 등은 FnGuide database와 제로인 DB에서 추출하였는데, 재무제표 정보나 주식시장 정보가 없는 기업들은 제외하고, 적어도 1년 이상의 주식시장 정보가 존재하는 총 635개 기업의 698건의 액면분할 표본을 구축하였다(이들 중 액면분할을 2회 실시한 기업은 51개, 3회 실시한 기업은 6개였음).

이들 표본의 연도별, 업종별 구성내역과 특징은 지면관계상 생략하였으나, 주요 특징으로는 2002년에 105건의 정점을 기록할 때 67건이 코스닥 기업에 의한 액면분할이었으며 최근으로 올수록 급격히 감소하는 추세를 보이고 있다.¹⁴⁾ 업종별로는 제조업 비중이 압도적으로 높으며, 그 외에 도소매업, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업의 기업들이 다수 포함되어 있다. 액면분할의 비율별로는 전체 표본의 절반이 넘는 399건이 1:10 분할을 실시하였으며, 그 다음으로 1:5 분할이 163건, 1:2 분할이 112건으로 나타났다. 이는 Lakonishok and Lev(1987)의 연구에서 보여준 미국 기업의 주식분할 비율의 평균인 1:1.85보다 높은 분할비율이라고 할 수 있다. 또한 액면분할 공시일이 속한 연도의 직전 12월 말 장부가-시장가비율의 평균은 0.5로 나와서 장부가치에 비해 시장가치가 높은 성장기업들이 액면분할을 많이 실시하는 것으로 나타났으며, 액면분할 공시일 이전 과거 3개월간의 시장조정 보유수익률은 8.9%로서 액면분할 공시가 긍정적인 정보효과를 가질 가능성이 높음을 시사하고 있다.

이상과 같이 구성된 표본을 대상으로 액면분할 공시의 주가반응을 분석하는 단기 사건 연구를 위하여 최초 공시일 전후 10거래일을 사건기간으로 설정하여 (-10:+10)으로 표기하였으며, 장기효과 분석에서는 최초 공시일이 속한 월의 이전 3개월부터 이후 36개월을 사건기간으로 설정하여 (-3:+36)으로 표기하였다. 이러한 사건기간의 일별(또는 월별) 초과수익률(abnormal return, $AR_{i,d}$)은 식 (1)과 같이 주식수익률 $r_{i,d}$ 에서 정상수익률 $nr_{i,d}$ 를 차감하여 계산하였다.

13) 가장 최근 연구라고 할 수 있는 양희진 외 3인(2017)과 김현석, 서정원(2018)의 연구는 기업의 무상주 발행수단인 액면분할, 무상증자, 주식배당에 대한 주식시장 반응을 비교하는데 연구의 초점을 두고 있어서 액면분할의 주가와 유동성에 대한 심도 있는 결과는 제시하지 못하고 있다.

14) 지면관계상 본 연구의 실증분석 결과 표를 생략하였는데 필요할 경우 저자들에게 요청하기 바란다.

$$AR_{i,d} = r_{i,d} - nr_{i,d} \tag{1}$$

여기서 정상수익률로서 네 가지 서로 다른 방법을 적용하여 초과수익률을 계산하였다. 즉 시장수익률을 차감한 시장조정 초과수익률(market-adjusted abnormal return), 27개 벤치마크 포트폴리오 수익률을 차감한 벤치마크조정 초과수익률(benchmark-adjusted abnormal return), 사건일 이전 -70거래일(-39개월)부터 -11거래일(-4개월)까지의 일별(월별) 수익률 자료로 추정된 CAPM과 Fama-French 3요인 모형의 기대수익률을 차감한 위험조정 초과수익률(risk-adjusted abnormal return)을 계산하였다.¹⁵⁾ 이와 같이 사건기간의 일별(월별) 초과수익률 $AR_{i,d}$ 이 계산되면, 이들의 횡단면 평균 초과수익률 AAR_d 을 계산하고, 일정 기간의 AAR_d 을 모두 더하여 누적초과수익률 $CAR(t_1: t_2)$ 를 계산하였다. 또한 이들 AAR_d 와 $CAR(t_1: t_2)$ 의 t -값은 초과수익률들 간의 횡단면 종속성을 고려하여 아래 식과 같이 계산하였다.

$$AAR_d = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,d} \tag{2}$$

$$T_{AAR_d} = \frac{AAR_d}{s} \tag{3}$$

$$T_{CAR} = \frac{CAR(t_1: t_2)}{\sqrt{(t_2 - t_1) \times s}} = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} AAR_d}{\sqrt{(t_2 - t_1) \times s}} \tag{4}$$

여기서 $s = \sqrt{\frac{1}{60} \sum_{d=-70}^{-11} (AAR_d - \overline{AAR_d})^2}$ and $\overline{AAR_d} = \frac{1}{60} \sum_{d=-70}^{-11} AAR_d$

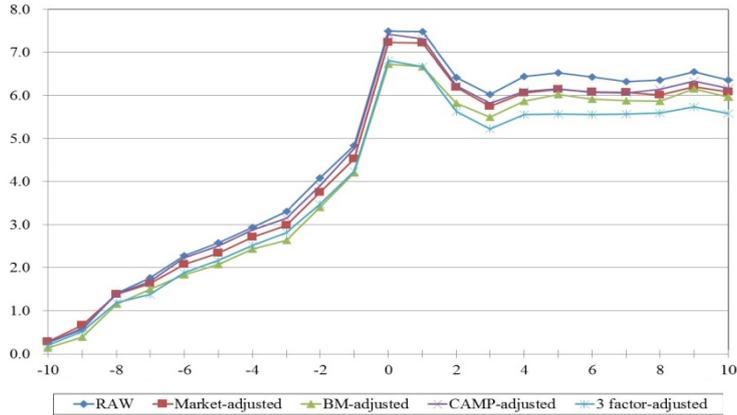
4.3 액면분할의 단기 정보효과 검증결과

액면분할 공시일 전후 ±10거래일간의 사건기간에 대한 평균 초과수익률을 추정된 결과, 앞에서 정의한 네 가지 초과수익률 모두에 대해서 공시일 이전에만 유의한 양의 값을 보이며, 공시 당일에는 특히 매우 유의한 2.5%~2.7%의 초과수익률을 보임으로써 액면분할 공시가 유의한 정보효과를 가지는 것으로 나타났다. 반면에 공시일 이후에는 수익률이 대체로 유의하지 않거나 음수값을 보여서 소폭 하락 반전하는 모습을 보였다. 이러한 사건기간 동안의 초과수익률을 누적한 누적초과수익률(CAR)을 <그림 2>에 예시하였는데, 공시일 이전부터 당일까지는 누적초과수익률이 지속적으로 상승하다가, 공시일 이후 2~3일째 소폭 하락 반전한 다음, 그 이후에는 유의미한 추가반응이 없는 것으로 나타나고 있다. 따라서 국내

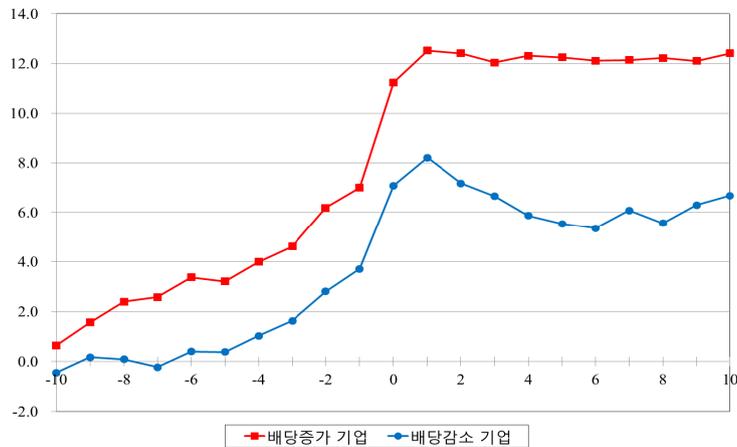
15) 여기서 시장조정 초과수익률 계산에 사용된 시장수익률은 유가증권시장 주식에 대해서는 KOSPI 지수수익률을, 코스닥시장 주식에 대해서는 KOSDAQ 지수수익률을 사용하였다. 또한, 벤치마크조정 초과수익률은 유가증권과 코스닥시장의 모든 주식들을 매년 6월 말 시가총액, 직전 연도 말 장부가-시장가비율(BM), 그리고 7월 기준 직전 12개월 과거 보유수익률에 따라 순차적으로 각각 3개의 그룹으로 나누어 총 27개(= 3×3×3) 벤치마크 포트폴리오를 구성한 후, 각 주식이 속한 포트폴리오의 수익률을 차감 계산하였다.

기업 액면분할의 긍정적인 정보효과는 공시일까지만 유의하게 존재하며, 그 이후 별다른 주가반응이 없다는 점에서 준강형 시장효율성 가설과 대체로 부합하는 결과로 해석되며, 이러한 점에서 미국 기업 주식분할에 대한 고전적인 연구인 Fama et al.(1969)의 연구결과와도 대체로 일치하고 있다.¹⁶⁾

〈그림 2〉 액면분할 공시일 전후 누적초과수익률(%)



〈그림 3〉 배당증가 기업과 배당감소 기업의 공시일 전후 누적초과수익률(시장조정)(%)



이와 같은 액면분할의 긍정적인 정보효과가 과연 어떤 정보를 담고 있는 것인지를 검증하기 위하여 Fama et al.(1969)은 주식분할 공시 이후 배당총액이 증가한 기업의 누적초과수익률이 그렇지 않은 기업보다 유의하게 높다는 사실을 추가적으로 보여줌으로써 주식분할이 기업의 미래 배당능력에 대한 정보를 전달하는 신호효과를 갖는다고 주장하였다. 이러한

16) 지면 관계상 표로 보고하지 않았으나, 주식분할의 분할비율이 높을수록 정보효과가 더 유의한 것으로 나타났다.

신호효과가 국내 주식시장에도 존재하는지를 확인하기 위하여 추가 분석을 수행한 결과, 전체 698개의 액면분할 표본 중에서 공시일 전후로 배당이 증가한 기업은 99개, 감소한 기업은 162개, 그리고 불변한 기업은 437개로 나타났다. 이 중에서 배당증가 기업과 배당감소 기업의 누적초과수익률을 비교한 결과를 <그림 3>에 예시하였는데, 배당증가 기업은 배당감소 기업보다 월등히 높은 누적초과수익률을 보여주고 있으며, 이러한 차이는 공시일 이후 더욱 커져서 10거래일째는 배당증가 기업의 누적초과수익률이 평균 12.4%인 반면, 배당감소 기업은 6.7%로 5.7%의 차이를 보이고 있다. 또한 액면분할 전체 표본에서 보았던 공시일 이후 2~3일째 소폭 하락 반전하는 현상은 배당증가 기업에서는 찾아볼 수 없으며 주로 배당감소 기업에서 나타나고 있음을 알 수 있다.

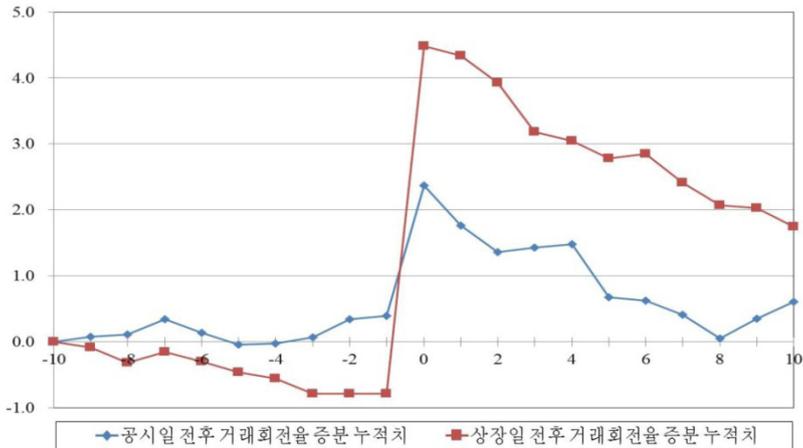
이상과 같은 액면분할의 정보효과와 관련하여 어떠한 특성을 갖는 기업이 더 큰 정보효과, 즉 더 큰 누적초과수익률을 보일까 하는 질문에 대한 답을 찾기 위해 다변량 회귀분석을 실행하였다. 실증분석 결과, 액면분할 공시일 이전 과거 3년 동안 현금흐름이 증가한 기업일수록, 액면분할 직전 연말의 최대주주지분율이 높을수록, 그리고 공시일 증가가 높을수록 액면분할 공시 이후의 누적초과수익률이 커진다는 것을 알 수 있었다. 황선웅, 신우용(2007)의 연구에서도 액면분할 공시 이전에 최대주주지분율이 상승하는 현상을 보인 바 있으며, 그것이 향후 기업 실적에 대한 긍정적인 정보를 가지고 있는 최대주주가 액면분할 공시 이전에 지분율을 늘려서 더 큰 이득을 가져가려는 것이라고 주장하였다. 결국 액면분할 공시 이전에 현금흐름이 증가한 기업일수록 공시일 증가가 높게 형성되어 있을 가능성이 높으며, 최대주주지분율 또한 높을수록 미래 기업성과에 대한 긍정적인 정보가 내재되어 있을 가능성이 높고, 이로 인해서 액면분할 공시일 전후로 초과수익률이 증가하는 것이라고 해석된다. 이처럼 주식분할에 따른 긍정적 정보의 신호효과를 지지하는 연구들로서 Ikenberry and Ramnath(2002), Asquith et al.(1989), Brennan and Copeland(1988), Brennan and Hughes(1991) 등이 있는데, 이들은 공통적으로 경영자가 긍정적인 내부정보(수익성 증가, 배당 증가 등)를 전달하는 수단으로서 주식분할을 실시한다고 주장하였다.

4.4 액면분할의 단기 유동성 증대효과 검증결과

앞에서 본 정보효과 이외에도 기업이 액면분할을 실시하는 또 다른 주요한 이유는 주식의 유동성 증대효과이다. 국내 액면분할 표본에서도 이러한 효과가 나타나는지를 분석하기 위하여 일별 거래회전율(= 일별거래량/발행주식수)을 이용하여 액면분할 공시일 전후와 신주상장일 전후 기간의 유동성 변화를 분석하였다. <그림 4>는 이러한 일별 거래회전율의 증분을 누적한 그래프를 예시하고 있는데, 액면분할 공시 당일과 신주상장일 당일에 일별 거래회전율이 크게 급증하는 모습을 보여주고 있으며, 그 이후에도 신주상장일 이후의 거래회전율 증분 누적치는 이전에 비해 꾸준히 더 높은 값을 보이고 있다. 또한, 액면분할 공시 이전 10거래일부터 공시 직전일까지의 일평균 거래회전율과 신주상장일부터 그 이후 10거래일까지의 일평균 거래회전율 간의 차이를 비교한 결과, 신주상장일 이후의 거래회전율이 액면

분할 공시 이전에 비해 약 2% 정도 유의하게 높게 나타남으로써 유동성 증대효과가 존재함을 알 수 있었다.

〈그림 4〉 액면분할 공시일 전후 및 신주상장일 전후의 일별 거래회전을 증분 누적치(%)



실제로 국내 기업이 액면분할을 공시하고 완료하기까지는 상당한 시일이 소요된다. 즉 액면분할 공시 이후 정관기재사항의 변경승인을 위하여 주주총회 결의를 거쳐야 하며, 그 이후 구주를 신주로 교환하여 신주가 상장되고 거래되기까지 수개월이 소요된다. 특히 액면분할에 의한 유동성 증대효과는 액면분할로 쪼개진 신주가 상장되어 거래되기 시작해야 비로서 나타날 수 있는 것이기 때문에 신주상장일 이후에도 유동성 증대효과와 함께 정보효과도 관찰되는지 살펴볼 필요가 있다. 이러한 주식유동성 증대효과는 국내 기업의 액면분할에서 대표적인 사유로 꼽히는 것으로서 신주가 상장되어 거래되기 시작하면서 유동성이 증가하는 시기에 정보효과도 나타나는지 검증할 필요가 있다. 이에 대한 분석결과, 앞에서 액면분할 공시일을 사건일로 분석하였던 결과와 달리 신주상장 당일에만 0.52%~0.84%의 유의한 초과수익률이 발생하고, 상장일 이전에는 모두 비유의적인 초과수익률을 가지며, 상장일 이후에는 음의 초과수익률로 반전되는 것이 관찰되고 있다. 따라서 앞에서 살펴본 액면분할 공시일 전후에 관찰된 양의 누적초과수익률은 상당 기간이 지나고 난 다음의 신주상장일에는 차익실현으로 인해 상당 부분 상쇄되고 있음을 암시한다. 결국 신주상장일 전후의 정보효과는 신주상장 당일에만 국한되는 것으로 판단되며, 이러한 결과는 국내 연구인 황선웅, 신우용(2007), 이가연, 박경인(2012) 등에서도 동일하게 나타나고 있다.

참고로 액면분할 공시일 이후 신주상장일까지 소요기간을 계산해본 결과, 평균적으로 약 석달(중앙값 82일)이라는 긴 시일이 소요되는 것으로 나타났다. 이렇게 액면분할 공시일 이후 신주상장일까지 상당 기간 유동성효과가 지연됨에 따라 정보효과도 반감되어 나타날 가능성이 크며, 오히려 신주상장일이 차익실현의 계기로 활용되는 모습을 보이고 있으므로, 액면분할 소기의 효과를 거두기 위해서는 이러한 불필요한 기간을 줄이는 방향으로 개선

방안을 모색해야 할 것이다.

4.5 액면분할의 장기 정보효과 검증결과

액면분할의 정보효과가 기업의 미래 성과에 대한 긍정적인 정보와 관련되는 것이라면, 공시 이후 수년간의 장기에서도 정보효과가 관찰될 것으로 예상할 수 있다. 그러나 이러한 장기 정보효과에 대해서는 기존 연구에서도 상반된 결과를 보여주고 있다. 예를 들면, Ikenberry and Ramnath(2002)는 미국 시장에서 주식분할을 공시하는 기업들은 미래에 높은 이익을 얻을 자신이 있는 기업들로서 공시 당일뿐만 아니라 공시 이후 1년까지 연 9%의 초과수익률을 얻는다는 실증결과를 보여주었으나, Byun and Rozeff(2003)는 장기성과 측정상의 문제점을 고려하여 분석할 경우 주식분할 이후 1년간 초과수익률이 사라진다는 상반된 결과를 제시하였다. 본 절에서는 이렇게 논란이 되고 있는 장기 정보효과가 과연 국내 액면분할 표본에서 관찰되는지를 검증하기 위하여 앞에서 설명한 사건연구 방법을 적용하여 분석하기로 한다.¹⁷⁾ 사건기간은 공시일이 속한 월(0)의 직전 3개월부터 그 이후 36개월까지로 하였고, 공시일 기준 -39개월부터 -4개월까지를 추정기간으로 설정하였다. 이러한 장기 사건연구에서는 전체 698개 표본 중에서 특정 기업에 대한 사건기간이 겹치지 않는 651개 표본만을 분석 대상으로 삼았다.

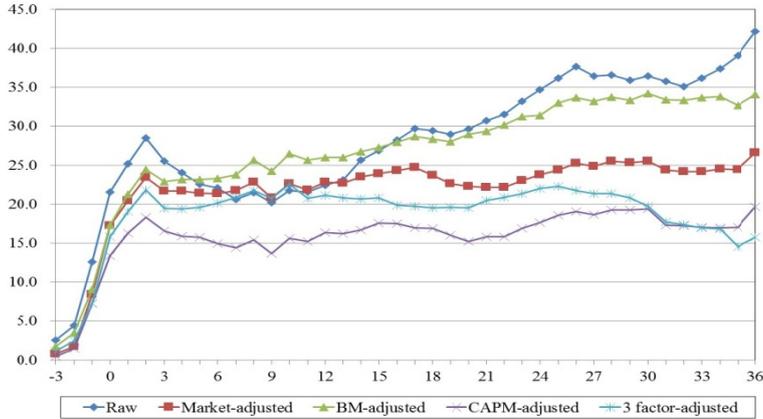
이러한 장기 정보효과를 분석한 결과, 앞에서 단기 효과를 검증한 결과와 유사하게 공시일 이전부터 유의한 양의 초과수익률이 관찰되다가 공시일 당월에는 6.2%~8.8%라는 아주 큰 초과수익률을 보이고, 그 이후 2개월까지 유의한 양의 초과수익률을 보이고 있다.¹⁸⁾ 이러한 월별 초과수익률을 누적한 누적초과수익률의 변화 추이를 <그림 5>에 예시하였다. 그림에서 보면, 누적초과수익률은 공시일 이후 2개월까지 지속적으로 증가하다가, 3개월째부터 7개월째 정도까지는 소폭 하락 반전하는 모습을 보이고 있다. 다만, 네 가지의 초과수익률 중 어느 것을 사용하는가에 따라서 그 결과가 상당히 달라지고 있어서 해석에 유의할 필요가 있다. 예컨대, 시장조정 초과수익률이나 벤치마크조정 초과수익률을 누적한 누적초과수익률은 공시일에 비해 더 높게 나타나서 정보효과가 장기적으로 존재하는 것처럼

17) 장기성과 분석 시에는 Barber and Lyon(1997), Kothari and Warner(1997), Byun and Rozeff (2003) 등이 지적한 바와 같이 분석결과에 편의(bias)가 발생할 수 있음에 유의해야 한다. 특히, 장기성과 측정에서 누적초과수익률(CAR)은 과대평가 가능성이 있어서 보유수익률(buy-and-hold return, BHR)을 사용하는 것이 보다 적절하겠지만, 단기 사건연구 분석결과와의 일관성과 비교 가능성을 위해서 CAR를 사용한 점은 본 연구의 한계라고 할 수 있다. 그러나 그밖에 장기성과 측정에서 발생할 수 있는 신규공모주 효과(new listing bias), 포트폴리오 재구축효과(rebalancing bias), 지수수익률의 양의 왜도효과(skewness bias) 등에 의한 측정오류를 최소화하기 위하여 기업 특성을 매칭한 벤치마크조정 초과수익률과 위험조정 초과수익률을 함께 사용하고 있다는 점은 본 연구 결과의 강건성을 높여준다고 할 수 있다.

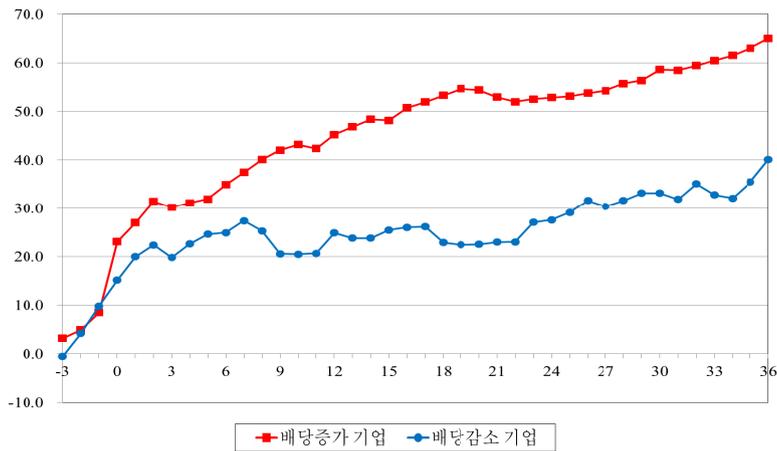
18) 지면 관계상 표로 보고하지 않았으나, 장기 정보효과 분석에서도 주식분할의 분할비율이 높을수록 그 정보효과가 더 유의한 것으로 나타났다.

보이나, 위험조정 초과수익률을 누적한 누적초과수익률은 공시월보다 그리 높지 않거나 일부 더 낮은 경우도 있어서 장기 정보효과가 크지 않은 것으로 해석할 수도 있다.

<그림 5> 액면분할 공시월 전후 장기 누적초과수익률(%)



<그림 6> 배당증가 기업과 배당감소 기업의 공시월 전후 장기 누적초과수익률(시장조정)(%)



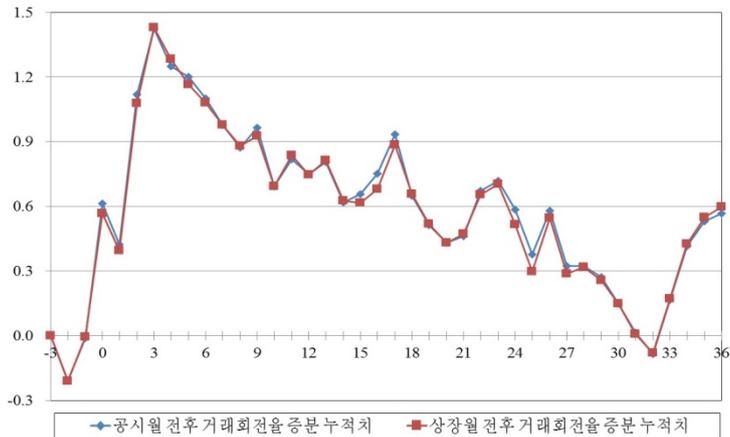
한편, 앞에서 단기 정보효과 분석에서 보았듯이 액면분할은 기업의 미래 배당 관련 정보를 전달하는 신호효과를 갖는데, 이것이 장기에서도 유효한지를 검증하기 위하여 Fama et al. (1969)에서와 같이 주식분할 공시월 이전 연도와 이후 연도 사이에 배당총액이 증가한 기업과 감소한 기업으로 나누어 누적초과수익률을 비교하였다. <그림 6>에 예시한 결과를 보면, 배당증가 기업의 장기 누적초과수익률이 배당감소 기업보다 월등히 높으며, 이러한 누적초과수익률의 차이는 공시월 이후 더욱 커져서 36개월 시점에서 배당증가 기업의 장기 누적초과수익률은 평균 65%에 달하는 반면, 배당감소 기업은 40%로서 25% 정도의 차이를 보이고 있다. 따라서 국내 액면분할은 장기에서도 기업의 미래 배당에 대한 유의한 신호

효과를 가지고 있다.

4.6 액면분할의 장기 유동성 증대효과 검증결과

앞에서 액면분할의 단기 유동성 증대효과를 검증한 것과 마찬가지로 매월의 일평균 거래회전율(%)을 이용하여 액면분할 공시월 전후와 신주상장월 전후 기간에 대하여 월별 일평균 거래회전율의 증분을 장기적으로 누적한 그래프를 <그림 7>에 제시하였다. 그림에서 보는 것처럼 공시 당월 및 신주상장 당월의 일평균 거래회전율은 직전 기간에 비해서 약 0.6% 증가하는 것으로 나타나고 있으며, 사건일 이후 3개월째 일평균 거래회전율이 가장 높아진 이후, 장기적으로 서서히 감소하기는 하나 사건일 이후 36개월까지도 사건일 이전 기간에 비해 높은 일평균 거래회전율을 보이고 있어서 액면분할 이후 장기적으로도 유동성이 높아짐을 알 수 있다. 이처럼 액면분할 이후 유동성이 장기적으로 증가한다는 사실을 통계적으로 검증한 결과, 공시월 이전 3개월간의 일평균 거래회전율에 비해 공시월부터 상장월 까지, 그 이후 12개월까지 및 36개월까지의 일평균 거래회전율은 각각 1.04%, 1.30%, 그리고 1.29%만큼 유의하게 높게 나타남에 따라 액면분할 이후 유동성이 장기적으로도 증가한다는 사실을 지지하고 있다.

<그림 7> 액면분할 공시월 전후 및 신주상장월 전후의 월별 거래회전율 증분 누적치(%)



5. 국내 무액면주식제도 활성화의 제약요인과 제도개선 방안

5.1 국내 무액면주식제도 활성화의 제약요인

국내 무액면주식제도가 2012년부터 전면적으로 허용되고 있음에도 불구하고 아직 무액면 주식제도를 채택한 국내 기업은 하나도 없으며, 액면주식제도를 채택하고 있는 기업들에 있어서도 재무적 기대효과가 클 것으로 예상되는 액면분할이 정제되어 있음은 앞에서 살펴본

바와 같다. 우리나라와 같이 액면과 무액면주식제도를 과도기적으로 병행 실시하는 것은 해외 사례에서도 확인할 수 있지만 기업들에게 선택권을 부여하여 실질적인 도움이 되고 있는 것도 아니며, 법과 제도의 명료성과 간결성의 원칙에서도 바람직하지 않다. 예를 들어, 액면주식을 분할하는 경우 정관 기재사항인 액면이 변경되므로 주총을 통한 특별결의를 필요로 한다. 이에 반해 무액면주식의 경우 액면개념을 폐기하였으므로 정관의 기재사항도 아니며 무액면주식 분할에 따른 발행주식총수가 발행예정주식총수를 초과하지 않는 한 주총의 특별결의를 거치지 않고 단순히 이사회 결의로 진행할 수 있어야 제도의 취지에 부합하게 된다.

그러나 <표 1>의 우리나라 무액면주식제도와 관련한 주요 쟁점 중 이슈 4에 요약한 바와 같이 여러 학자들이 공통적으로 현행법상 법개정에 의하지 않고는 무액면주식의 분할에도 주주총회 특별 결의가 요구된다고 해석하고 있다. <표 1>은 또한 액면주식과 무액면주식은 자본의 구성이나 주식과 자본 사이의 단절 등 기본 개념상 큰 차이가 있어 양 제도 병행체계 하에서는 무액면주식 발행시 발행가액의 결정, 회사의 자본구성, 액면주식과 무액면주식의 교환, 그리고 무액면주식의 주식배당 등과 같은 주요 쟁점에서 다양한 해석상의 차이를 피할 수 없으며, 입법 기술상 양자를 조화롭게 규정하는 일은 매우 어려울 수 있음을 보여주고 있다.

앞의 일본 사례가 시사하는 바와 같이 액면주식과 무액면주식의 병행체계를 채택하는 경우 액면주식제도에 익숙한 기업들이 절차적 부담과 법적 리스크를 감내하면서 무액면주식 제도를 적극적으로 활용할 것으로 기대하기는 현실적으로 매우 어려울 것으로 예상된다. 지난 5년간 시행한 우리나라의 무액면주식제도는 일본의 과도기적 양제도 병행체계 유지 경험과 크게 다르지 않음을 실제로 보여주었고 앞으로도 달라질 가능성은 그리 높아 보이지 않는다. 따라서 해외 사례나 실증분석 결과가 시사하는 바와 같이 무액면주식제도가 기업의 자금조달 편의성 증대나 주식수량관리 절차의 간소화, 정보효과와 유동성 증대 등 우리나라 자본시장 발전에 크게 기여할 수 있다면 일본과 같이 무액면주식제도로 전면적으로 일원화시키는 방안을 포함해서 이미 도입된 무액면주식제도 활성화를 위한 합리적인 제도개선 방안을 적극 모색하는 것이 필요한 시점이다.

5.2 국내 무액면주식제도 개선방안

현행 액면·무액면주식 병행체계 하에서 유명무실한 무액면주식제도의 개선방안을 마련 하는데 있어서 가장 중요한 이슈는 실익이 없는 액면 개념을 과감히 버리고 글로벌 트렌드에 맞추어 보다 간결하고 명확한 무액면주식제도로 일원화할지(① 전면적 무액면주식제도), 아니면 현행 제도의 도입취지를 살려 단순히 입법적 미비점을 보완해 액면과 무액면을 선택 적으로 가져갈 수 있게 하는 현행 법체계의 근간을 유지할 것인지(② 액면·무액면주식제도 이원화체계)를 결정하는 것이다. 이 두 방법을 양 극단이라고 할 때 현행 액면·무액면주식 병행체계를 허용하되 무액면주식제도를 촉진하는 방향으로 입법보완을 추진하는 세 번째 방안을 생각할 수 있다(③ 무액면주식제도 위주 이원화체계). 이들 각 방안들의 장단점을 살펴보면 다음과 같다.

〈표 1〉 우리나라 무액면주식제도와 관련한 주요 쟁점과 견해

| 이슈 | 김순석(2011)의 연구 | 안상현(2012)의 연구 | 권기범(2013)의 연구 | 김한중(2014)의 연구 |
|--|---|---|---|---|
| 1. 무액면 주식 발행시 발행가 액의 결정 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식의 최저 발행가액을 제한하지 않음 • 자본충실의 측면에서 무액면 주식의 경우 자본금에 대한 지분금액 이상 발행 조항 필요 • 무액면주식의 경우 1주당 발행가액이 정관의 절대적 기재사항은 아님(제289조 제1항 제4호) • 설립 시 등기사항으로 종류별 무액면주식의 발행가액 포함 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 발기인(회사설립시) 혹은 이사회(설립 후 신주발행시)가 발행가액 중 얼마를 자본금으로 계상할 지 자율적 결정(개정상법 제291조 제3호, 제416조 제2의2호) • 무액면의 경우 액면미달이라는 개념 자체 존재하지 않음 | <ul style="list-style-type: none"> • 주요 쟁점은 아님 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식에 대한 독일, 일본, 홍콩 사례를 근거로 볼 때 우리나라의 무액면주식에 대한 발행가액의 결정에 대한 공정성 확보를 위한 추가적인 입법조치 필요 |
| 2. 무액면 주식 발행시 회사의 자본 구성 | <ul style="list-style-type: none"> • 주식발행총액의 2분의 1 이상으로서 이사회에서 정한 금액 • 자본금으로 계상하지 아니하는 금액은 자본준비금액으로 계상(제451조 제2항) • 발행총액의 2분의 1을 초과하지 않은 금액을 자본금에 전입하지 않을 수 있도록 하는 규정 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식 발행 시 자본금 산정의 기초단위인 액면이 존재하지 않으므로 자본금의 액수를 자율적으로 결정 • 자본금 액수의 자율결정에 따른 과소자본의 문제를 고려하여, 2분의 1 이상의 금액으로서 이사회가 자율적으로 정한 금액 • 현행 상법에서 자본준비금은 주식발행 초과금과 같이 그 재원이 자본준비금으로 적립되어야 할 항목에 해당하는 한 한도 없이 무조건 적립되어야 함(상법 제459조 제1항) • 무액면주식 도입의 간접적인 | <ul style="list-style-type: none"> • 주식발행총액의 2분의 1 이상의 금액, 그 잔여금을 자본준비금으로 계상 • 자본충실의 면에서 액면주식과 무액면주식을 동일하게 규율(상법 462조 2항, 291조 3호) • 자본금과 주식과의 연관성 없어짐 | <ul style="list-style-type: none"> • 주식발행총액으로 자본을 구성하고 일정한 비율의 범위 내에서 자본준비금을 적립하도록 강제하는 방법의 추가적인 입법조치 고려 필요 |

| 이슈 | 김순석(2011)의 연구 | 안상현(2012)의 연구 | 권기범(2013)의 연구 | 김한중(2014)의 연구 |
|---|---|--|--|--|
| | | <p>효과로 자본금을 적게 계상하고 자본준비금을 많이 적립하게 되면, 향후 법정준비금의 감소절차(주총 보통결의)를 통해 동 자금의 활용가능성 향상(무액면주식의 도입으로 자본구성 원리의 변화로 자본구성의 융통성 및 재무운영의 탄력성 예상)</p> | | |
| <p>3. 액면 주식과 무액면 주식의 전환</p> | <ul style="list-style-type: none"> • 주요 쟁점은 아님 | <ul style="list-style-type: none"> • 액면주식을 발행하던 회사는 발행 주식 전부를 무액면으로, 무액면주식을 발행하던 회사는 액면으로 전환 가능하며 재전환도 가능 • 무액면주식을 발행하기 위해 정관이 필요하고(개정상법 제329조 제1항) 액면주식을 발행하기 위해서 1주의 금액이 절대적 기재사항으로 정관에 기재되어야 하므로(상법(제289조 제1항 제4호), 액면 혹은 무액면 전환을 위해서는 정관변경절차의 선행 필요 • 주식 전환 시 주권의 기재사항이 달라지므로 주주에 대한 공고 및 통지, 구주권의 제출 및 신주권의 교부와 같은 주권교환 절차 이행 필요(상법 제329조 제4항, 제440조, 제441조 본문, 제442조) | <ul style="list-style-type: none"> • 정관의 허용규정 필요 • 정관에 별도의 정함이 없는 경우 주주총회의 특별결의로 정관 변경 및 액면가를 정할 필요(상법434조) • 전환비율이 1:1이 아닌 경우 등에 대한 예외규정이 필요 • 전환결정권은 회사에 전속 • 주식전환으로 주주들의 지위, 질권자의 지위 변화 없음 • 액면주식과 무액면주식의 상호 전환 하자 시 신주발행 무효의 소에 관한 규정을 유추적용 • 액면미달 발행 액면주식을 추후 무액면주식으로 전환함으로써 하자가 치유되지 않고, 이사의 자본충실책임과 손해배상책임을 짐(상법428, 399조) | <ul style="list-style-type: none"> • 상호전환 허용을 인정 • 정관변경 절차를 통해 주식전환(상법 제289조 1항 4호) • 상법상 회사에 의한 전환만을 규정하며, 개별주주의 청구에 의한 주식전환은 법리적 논리상 불가능 • 기존의 자본금이 무액면주식의 자본금이 되는 경우 무액면주식의 수의 제한 없음 • 액면주식의 무액면주식으로의 전환시 할인발행을 억제하는 입법보완 필요 |

| 이슈 | 김순석(2011)의 연구 | 안상현(2012)의 연구 | 권기범(2013)의 연구 | 김한중(2014)의 연구 |
|----------------------------|---|---|--|--|
| 4. 무액면 주식의 분할과 합병 | <ul style="list-style-type: none"> • 주식분할시 액면분할과 무액면분할을 구분하지 않고 주주총회 특별결의 요구(제329조의2 제1항) • 무액면주식의 주식분할은 이사회 결의로 가능하다는 내용을 제329조의2 제1항에 추가 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식의 주식분할시 액면이 존재 하지 않으므로 액면의 변경을 위한 정관의 변경절차가 요구 되지 않음 • 개정상법에서 액면 혹은 무액면을 가리지 않고 “회사는 제 434조의 규정에 의한 주주총회 결의로 주식을 분할할 수 있다.” 라고만 규정하고 있어서 무액면주식의 분할에도 주주총회 특별결의가 요구된다고 볼 수 있기 때문에 주식분할절차가 간소화된다는 무액면주식의 이점이 다소 퇴색 할 수 있음 | <ul style="list-style-type: none"> • 상법상 무액면주식의 소각, 병합, 분할에 대한 별도 규정이 없어 기존 액면주식의 규정을 따름 • 무액면주식 주식분할 시 일반 규정인 상법 제329조의2의 규정 적용된다고 해석 • 입법론적으로 무액면주식의 분할을 이사회 결의로 하는 것이 옳다(일본 회사법 183조 참조)에 대한 개정 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식 분할의 경우 액면주식의 상법 제329조의2 제1항의 적용으로 주주총회의 특별결의가 필요한지, 제329조의2의 제3항에 따라 주권의 교체발행이 필요한지에 대한 논의에 대해 주식분할이 주주 등 이해관계자의 중요 변화이므로 주주총회 특별결의 요구가 필요 • 액면주식과 무액면주식의 근본적 차이를 구분하지 않음으로 주식분할에 대해서 공통적 법적 근거 해석 • 무액면주식제도 도입취지에 맞게 무액면 주식분할의 경우 이사회 결의만으로 가능하게 하는 방안에 대해 고려 |
| 5. 무액면 주식의 주식배당 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식의 주식배당 기준에 대한 입법 미비에 의해 생긴 논란 • 입법론적으로 제462조의2 제2항에서 무액면주식을 발행한 경우 주식배당기준을 “주식배당을 결의한 주주총회에서 정한 발행가액”을 기준으로 한다는 문구의 추가 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 개정상법에서 ‘권면액’을 주식배당기준으로 삼고 있다는 점에서 개정상법 제464조의2를 무액면주식에 적용할 수 없음 • 무액면의 경우 주주총회에서 별도로 정하는 발행가액으로 주식배당이 이루어지도록 규정한 일본의 개정 전(2001년 개정 전 상법 제293조의2 제2항)과 같은 주식배당에 관한 사항 규정 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 무액면주식제도에서 주식배당이 가능하도록 상법 제462조의 2 제2항 개정이 필요 | <ul style="list-style-type: none"> • 2001년 개정 전 일본상법을 고려하여 무액면주식의 경우 주식배당을 결의한 발행가액을 기준으로 한 주식배당규정 해석이 타당 • 발행가액의 공정성을 확보할 후속입법조치 필요 |

5.2.1 전면적 무액면주식제도로의 전환 방안

전면적 무액면주식제도로의 전환은 현행 액면·무액면주식 병행체계의 경우보다 법률이 단일 제도를 기술하므로 법체계가 간결명료하고, 액면 개념을 포기해도 실무적으로 큰 변화가 없으며, 이사회 결의로 주식분할을 가능하게 함으로써 기업은 주가관리가 용이하고, 특히 고가주 분할로 인한 주식시장 활성화에 순기능을 하는 편익이 있다. 즉 <표 2>에 비교 분석한 바와 같이 액면을 바탕으로 자본금을 계산함으로써 기업가치에 대해 혼동을 주거나 액면가 기준 배당수익률(액면당 배당액) 개념이 가져올 수 있는 혼동을 제거할 수 있다는 장점이 있다. 특히 앞의 3장에서 일본이나 홍콩의 사례에서 보았듯이 전면적인 무액면주식 제도로의 전환시행에 따른 부작용이 보고되지 않고 있으며, 글로벌 트렌드에도 부합하고, 액면제도에 편향된 현행의 선택적 무액면주식제도 운영으로 인해 비즈니스 관행이 다른 해외 무액면제도 채택 국가 기업들이 국내 거래소 상장을 꺼릴 수 있기 때문에 전면적인 무액면제도의 도입은 그 실익이 매우 클 수 있다.

<표 2> 전면적 무액면주식제도 전환과 현행 액면·무액면주식 병행체계의 장단점 분석

| | 전면적 무액면주식제도 전환 | 현행 액면·무액면주식제도 병행체계 |
|----|--|---|
| 장점 | <ul style="list-style-type: none"> • 법률이 단일제도를 기술하므로 내용이 간결명료 • 액면 개념을 포기해도 실무적으로 큰 변화 없음 • 글로벌 트렌드에 부합 • 이사회 결의로 주식분할을 가능하게 함으로써 기업은 주가관리가 용이하고 특히 고가주 분할로 인한 주식시장 활성화에 순기능 | <ul style="list-style-type: none"> • 익숙한 제도 • 채권자와 주주의 이해를 보호(그러나 이미 쇠퇴한 개념임) |
| 단점 | <ul style="list-style-type: none"> • 대륙법을 따르고 있는 일본이나 영미법을 따르고 있는 홍콩의 사례를 보면 큰 전환비용 발생과 같은 단점이 보고 되지 않고 있음 | <ul style="list-style-type: none"> • 액면을 바탕으로 계산되는 자본금은 회사의 실제 가치에 대해 혼동을 줄 수 있으며, 액면 기준 배당 수익률(액면당 배당액)개념도 혼동을 가중 • 법률이 복수의 제도를 기술하므로 내용이 복잡하고 규정이 불분명하거나 해석상 이문이 있을 수 있거나 제도 일방에서 규정 자체가 없는 상황이 존재할 가능성 • 액면제도에 편향된 선택적 무액면제도 운영으로 인해 비즈니스 관행이 다른 해외 무액면제도 채택 국가의 기업들이 국내 거래소 상장을 꺼릴 수 있어 글로벌 트렌드에 뒤처질 가능성 • 양제도 병행시 현재로서는 자발적 무액면제도 활성화의 인센티브가 거의 없음 |

이러한 무액면주식제도로의 전면적 이행을 위해서는 정관기재사항으로서 액면주식을 발행하는 경우 1주의 금액을 기재하도록 되어 있는 규정(상법 제289조 제4호)이나 액면 미달발행 제한 규정(제417호) 등 불필요한 규정을 삭제하고, 주식을 발행할 때 발행가액과

자본금으로 계상하는 금액만 정하도록 하는 현행 상법 제291조 제2호, 제3호의 규정을 개정하거나, 무액면주식의 경우 정관변경을 수반하지 않으므로 이사회 결의로 가능하도록 상법 제329조의 2를 개정하는 등 상법 개정이 수반되어야 하나 입법 기술상 현행체제를 유지하고자 하는 나머지 두 방안들을 위한 상법 개정보다는 쟁점이 적다.

5.2.2 액면·무액면주식제도 이원화체계 유지 방안-현행체계 단순 입법보완

현행 액면·무액면주식 병행체계 하에서 무액면주식 활성화를 제약하는 현행 제도의 미비점을 소극적으로 단순한 입법보완을 통해 개선하는 방안으로서, i) 액면과 무액면주식 상호간의 전환절차, 무액면주식의 분할절차 간소화, 그리고 무액면주식을 발행한 회사의 합병, 분할 등에 따라 신주를 발행하는 경우와 관련하여 상법 제329조의 자본금 구성 규정 개정, ii) 준비금의 자본금 전입시 무상신주 발행과 관련한 상법 제461조의 준비금의 자본금 전입 규정 개정, iii) 주식배당에 있어 배당의 기준인 권면액과 관련하여 상법 제462조의 2 주식 배당 규정 개정, iv) 무액면주식의 강제 소각 및 병합과 관련하여 상법 제446조의 준용규정 개정 등 기존 상법 조항의 개정이 필요하다. 이와 관련하여 좀더 구체적인 상법 개정 사항

〈표 3〉 현행 제도의 소극적 단순 입법보완 사항

| 이슈 | 내용 | 관련 조항 |
|---------------------------|--|--|
| 1. 무액면주식 공정발행가액 | • 무액면주식 발행시 공정한 발행가액 결정에 대한 구체적 규정이 없음 | • 추가적 입법조치 필요 |
| 2. 무액면주식 전환 | • 액면과 무액면주식 전환에 대한 정관규정이나 전환비율 등에 대한 해석이 모호 | • 추가적 입법조치 필요 |
| 3. 무액면주식 배당 | • 상법 상 주식배당은 주식 권면액 기준으로 되어 있어서 무액면주식의 주식배당 가능 여부가 모호한 상황이므로 무액면주식도 주식배당이 가능하도록 상법상 주식배당 기준 제정립 필요 | • 상법 제462조의 2 제2항 개정 필요 |
| 4. 무액면주식 분할 | • 무액면주식의 경우 주식분할 시 ‘주주총회 특별결의’ 요건을 ‘이사회 결의’ 요건으로 완화할 필요(일본의 경우 주식분할 시 이사회 결의로 허용) • 무액면주식의 경우 주식분할 시 ‘구주제출’ 면제: 무액면 주식은 액면가가 없어 주식분할을 하더라도 액면가에 변동이 있을 수 없으므로, 구주제출은 무익한 절차 | • 상법 제329조의 2 제1항 개정 필요 • 상법 제329조의 2 제3항 개정 필요 |
| 5. 액면과 무액면주식 병행 발행 | • 상법은 액면·무액면주식 병행발행을 허용하지 않아, 기업들의 시험적인 무액면주식 발행이 어려워 제도 정착이 쉽지 않은 상황임(일본은 2001년 무액면주식으로 통일 이전에는 액면·무액면 병행발행 허용) | • 상법 제329조 제1항 단서 개정 필요 |
| 6. 무액면 주식 자본금 산정 기준 | • 무액면주식에 관한 자본금 산정 기준은 ‘발행가액의 1/2 이상의 금액’ 이외 별도의 규정이 없는 상황이어서, 합병, 분할 등 구조재편을 위한 신주발행 시 탄력적인 자본금 산정 기준을 별도로 마련할 필요가 있음. (일본은 합병, 분할, 주식교환 등의 경우에는 자본금 산정 기준을 별도로 마련) | • 상법 제451조 제2항 개정 필요 |

들을 <표 3>에 요약하였다. 그러나 이러한 소극적인 개선방안은 당초 우리나라의 무액면 주식제도가 2006년 회사법 개정안에서 도입을 위한 구체적인 안이 제시되어 오랜 기간 논의하고 입법에 반영하고자 했던 취지와 거리가 있으며, 두 제도를 하나의 중립적 법체계로 양립시키려는 과정에서 앞에서 보았던 전면적인 무액면제도로의 전환에 비해 법체계가 복잡해진다는 단점이 있다.

5.2.3 무액면주식제도 위주 이원화체계 방안-현행체계 적극 입법보완

일본의 경우 무액면 개념을 도입한 주요 원인이 액면 미만으로 주가가 하락한 기업도 주식발행을 통해 자금조달이 가능하게 하기 위한 목적이었는데, 우리나라에서는 부실기업이 이를 악용할 가능성이 존재한다. 이로 인해서 무액면으로 전환하는 기업은 증권시장에서 부정적인 이미지를 가질 수 있다는 우려가 존재하여 무액면 제도가 전혀 진전을 보지 못하고 있다는 지적이 많다. 따라서 최근 액면분할을 성공적으로 마친 (주)아모레퍼시픽이나 KTOP 30에 포함된 삼성전자나 NAVER 등 우리 경제성장률과 뚜렷한 상관관계를 갖고 있으면서 동시에 고가주인 주식들이 우선 시범적으로 무액면주식 전환과 주식분할을 동시에 추진할 수 있도록 유도하는 정책은 현행체계하에서도 충분히 실현 가능한 제도 활성화 방안이다.¹⁹⁾ 본 연구의 제 4장에서 보았던 실증분석 결과를 보면, 이러한 행위가 해당 기업의 시가총액 등 기업가치와 유동성 확대를 통해 주주가치를 증대시킬 수 있어 주주들도 크게 반대할 이유가 적고 KTOP30 지수가 우리나라 주식시장을 대표하는 지수로 자리잡는데 크게 일조할 수 있을 것으로 기대된다.

국내 기업들이 자발적으로 무액면주식제도로 전환하도록 유도하기 위해서는 제도 전환에 큰 비용이 들지 않도록 하거나 일정한 인센티브를 부여하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 즉 기존의 액면주식제도를 중심축으로 하여 무액면주식제도를 허용하는 법체계를 가져갔다면, 무액면주식제도로 전면적인 전환을 목표로 하는 과도기간 중의 법 개정을 무액면주식제도를 중심축으로 하고 과거의 액면주식제도도 함께 유지할 수 있게 하되 무액면의 실익이 더 크게 추진하는 방안을 모색해 볼 필요가 있다.

예를 들어, 무액면주식 전환을 원하는 기업은 일정한 공시기간 이후부터 별도의 주주총회 소집없이 무액면주식으로 전환된 것으로 인정하는 홍콩의 신회사조례의 경과조치를 원용하는 방식으로 인센티브를 부여하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다. 이 경우 무액면주식으로 전환한 기업은 주식분할을 이사회 결의로 신속하게 결정할 수 있도록 허용하고, 구주권 반환 등의 절차를 생략하는 것을 허용하는 반면, 그대로 액면을 유지하면서 액면분할을 하고자 하는 기업은 과거 규정대로 2개월 이상의 기간을 소요하여 주총을 소집하고 구주권 반환

19) 삼성전자는 2018년 1월 31일에 50:1 액면분할을 발표하였고, 3월 23일 주주총회에서 액면분할을 승인하였으며, 4월 30일~5월 3일까지 거래정지 후 5월 4일에 신주권이 상장될 예정이다. 신주 상장 이후의 삼성전자 주가와 거래량 변화는 본 연구의 실증분석 결과에 대한 실제적인 증거를 제공할 것이다.

등의 절차를 거치게 해야 할 것이다. 액면을 유지하면서 액면분할을 시도하지 않을 기업이라면 이러한 입법 변경에 전혀 영향을 받지 않을 것이며, 액면분할을 시도할 기업이라면 경과조치에 의해 쉽게 무액면주식 전환과 동시에 주식분할을 적기에 실행할 수 있는 혜택을 선택할 수 있을 것이다.

무액면주식제도로의 전면적 이행이 바람직하나 이를 위한 상법 개정이 현실적으로 어렵다면 상장기업에 한해 우선적으로 무액면주식 전환을 의무사항으로 권고하는 방안도 모색해 볼만 할 것이다. 이를 위해 자본시장법에 특례를 두어 주권상장법인은 상법 제329조 제1항에 따른 무액면주식만을 발행할 수 있도록 규정하는 방안을 모색해 볼 필요가 있다.

6. 요약 및 결론

주식의 액면 개념은 더 이상 채권자 및 주주를 보호한다는 본래의 목적을 수행하는 기능을 상실했다고 보는 것이 점차 통념화되고 있다. 2014년 3월 3일 발효된 홍콩의 신회사조례는 회사가 발행하는 모든 주식은 액면을 가지지 아니한다고 명시하고 있다. 이처럼 간결하고 명시적인 방법으로 의무적 무액면주식제도로 전환하는 기저에는 기업들이 좀 더 유연하게 자신들의 주식자본구조를 설계할 수 있도록 허용하는 것이 현대의 재무관리에서 중요한 덕목이 되었을 뿐만 아니라, 이를 통해 과거 액면 개념에 의한 주식가치나 배당정책에 대한 평가상 오해의 소지를 줄이려는 정책담당자들의 의도도 중요하게 작용한 것으로 해석할 수 있다.

무액면주식제도의 핵심은 물론 주식의 액면 개념을 폐기하는 것이며, 정관 기록사항인 액면이 없으므로 주주총회 의결없이 이사회 결정만으로 주식분할이 적시에 용이하게 실행될 수 있다는 것이 핵심적인 내용이다. 그 동안 관련 법학계를 중심으로 무액면주식제도로 전환되는 경우 발행기업 측면, 투자자 측면, 법체계 운영과 같은 제도적 측면, 자본시장 활성화 측면에서 충분히 필요성이 논의되어 왔다. 본 연구는 이에 더하여 국내 무액면주식 제도가 그 입법 취지와 달리 활성화되지 못하는 이유가 무엇이고, 이를 해결하기 위하여 어떠한 제도적 개선대안들이 존재하며, 이들이 갖는 쟁점과 장단점들을 다각적으로 비교 분석함으로써 실현가능한 방안이 무엇인지를 제시하고자 하였다.

이를 위해 본 연구에서는 먼저 국내 무액면주식제도가 활성화되지 못한 가장 중요한 이유로 국내 기업들이 무액면주식을 채택하더라도 액면주식과 동일하게 주식분할을 위한 주주총회 특별결의를 거쳐야 하는 현행 법제도의 문제점을 지적하였다. 이와는 대조적으로 독일, 호주, 일본, 홍콩, 미국 등 해외 선진증시에서는 무액면주식제도의 도입 이후 기업들이 주식 시장 활황에 맞추어 주식분할을 적시에 시행함으로써 주가상승과 유동성 개선이라는 긍정적인 효과를 얻고 있다. 이러한 주식분할의 긍정적인 효과를 거두기 위해 국내 기업들은 액면주식제도 하에서 주주총회 등 절차상으로 복잡한 액면분할을 시행해야 하는 부담을 안고 있는데, 그럼에도 불구하고 국내 액면분할에서도 주가상승과 유동성 개선이라는 긍정

적인 효과가 관찰되고 있다. 이것은 현행 무액면주식제도의 미비점을 하루 빨리 개선하고 활성화하여 국내 기업들이 주가관리의 필요에 따라 이사회 결의만으로 주식분할을 적시에 시행할 수 있도록 해주는 것이 시급한 과제임을 의미하는 것이다.

이처럼 무액면주식제도의 활성화가 국내 기업과 자본시장의 발전에 기여할 수 있음에도 불구하고 관련 세부 규정들의 미비로 인해 이러한 실익을 얻지 못하고 있는 것은 매우 안타까운 상황이다. 국내의 무액면주식제도는 이미 2006년 회사법 개정안에서 도입을 위한 구체안이 제시되어 상법개정을 통해 2012년부터 시행되고 있어서 그 논의가 본격화된지 벌써 10년이 넘었다. 그러나 아직도 액면과 무액면제도를 병행 실시하는 상황에서는 기존의 엄격한 액면주식 관련 절차가 무액면주식에도 동일하게 적용되어야 한다는 법해석의 견해로 인해 입법 미비를 피하기 어려운 것이 현실이다. 이에 본 연구에서는 동 제도의 활성화를 위해 세 가지의 개선방안을 제시하고, 이들의 쟁점과 장단점을 비교 분석하였다. 결론적으로 전면적 무액면주식제도로의 전환이 여러 면에서 실익이 가장 크며 글로벌 추세에도 부합한다는 점에서 바람직한 방향으로 판단되지만, 액면·무액면 이원화체계를 유지하는 경우에도 현재의 액면주식 중심의 모호한 입장에서 벗어나 무액면주식으로 중심추를 옮기는 적극적인 입법 보완이 필요한 때라고 판단된다.

참 고 문 헌

- 권기범, “무액면주식에 대한 소고”, 선진상사법률연구, 통권 제63호(2013), pp. 28-51.
- 김순석, “무액면주식제도 도입에 따른 법적 쟁점”, 저스티스, 제127호(2011), pp. 171-203.
- 김한중, “주식회사의 자본조달과 무액면주식제도”, 홍익법학, 제15호(2014), pp. 657-681.
- 김현석, 서정원, “무상증자, 액면분할, 주식배당: 주가와 거래량 효과”, 한국증권학회지, 제47권 1호(2018), pp. 27-67.
- 변종국, 조정일, “주식분할의 장기성과”, 재무관리연구, 제24권 제1호(2007), pp. 1-27.
- 안상현, “개정상법상 무액면주식의 도입”, BFL, 제51호(2012), pp. 86-98.
- 양희진, 주강진, 정준영, 류두진, “주식분할과 무상증자: 결정요인과 공시효과에 대한 실증분석”, 한국증권학회지, 제46권 4호(2017), pp. 879-900.
- 이가연, 박경인, “한국 주식시장에서 주식분할 효과에 대한 연구”, 대한경영학회지, 제25권 제3호(2012), pp. 1303-1320.
- 이영중, “독일 무액면주식제도”, 일감법학, 제18권(2010), pp. 251-286.
- 정수연, “국내외 사례 분석을 통한 액면분할 기대효과”, 한국거래소, 2014.
- 최병규, “개정 상법상 무액면주식제도에 관한 연구”, 경영법률, 제21권(2011), pp. 321-360.
- 황선웅, 신우용, “우리나라에서 주식분할에 따른 시장반응과 유동성효과”, 재무관리연구, 제24권 제4호(2007), pp. 201-232.
- Asquith, P., P. Healy, and K. Palepu, 1989, Earnings and Stock Splits, *Accounting Review* 64 (3), pp. 387-403.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon, 1997, Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics* 43 (3), pp. 341-372.
- Bonbright, J. C., 1924, The Dangers of Shares without Par Value, *Columbia Law Review* 24, pp. 449-468.
- Brennan, M. J. and T. E. Copeland, 1988, Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs, *Journal of Financial Economics* 22 (1), pp. 83-101.
- Brennan, M. J. and P. J. Hughes, 1991, Stock Prices and the Supply of Information, *Journal of Finance* 46, pp. 1665-1691.
- Byun, J. H. and M. S. Rozeff, 2003, Long-Run Performance After Stock Splits: 1927 to 1996, *Journal of Finance* 58, pp. 1063-1086.
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll, 1969, The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review* 10 (1), pp. 1-21.
- Freshfields Bruckhaus Deringer, 2004, *Consultation Study Concerning the Implications of Adopting a No-Par Value Share Regime in Hong Kong*, Final Report.

- Ikenberry, D. L. and S. Ramnath, 2002, Underreaction to Self-Selected News Events: The Case of Stock Splits, *Review of Financial Studies* 15 (2), pp. 489-526.
- Kadiyala, P. and M. R. Vetsuypens, 2002, Are Stock Splits Credible Signals? Evidence from Short-Interest Data, *Financial Management* 31 (1), pp. 31-49.
- Kohsaka, Y., 2014, 株式分割と市場流動性 取引活動, スプレッド, 株主構成への効果, Waseda University Institute of Finance Working Paper.
- Kothari, S. P. and J. B. Warner, 1997, Measuring Long-Horizon Security Price performance, *Journal of Financial Economics* 43 (3), pp. 301-339.
- Lakonishok, J. and B. Lev, 1987, Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When, *Journal of Finance* 42, pp. 913-932.
- Revised Model Business Corporation Act, 1994, the American BAR Association

Anticipated Financial Effects and Promotion of No-Par Share System in Korea*

Bong-Chan Kho

Seoul National University

Myung-Jig Kim

Hanyang University

Jin-Woo Kim**

Pusan National University

Abstract

No-par share system in Korea was first suggested by a 2006-revision draft of Company Law, and came into effect from 2012 after the 2011 amendment in Commercial Law. Since then, Korean firms can freely choose to issue one type of shares, either par value shares or no-par shares. Nonetheless, no Korean firm has yet issued no-par shares, which is largely because the same regulation applies to the no-par shares that stock splits must be approved by a special resolution at a shareholder meeting. In this regard, we summarize the current status and problems of the no-par share system, analyze the reasons why Korean firms are reluctant to issue no-par shares, and draw policy implications from foreign experiences to vitalize the no-par share system in Korea.

A close examination of foreign experiences suggests that stock splits became more active after the adoption of no-par system, which in turn affects both stock prices and liquidity positively. The same positive effects on both stock prices and liquidity are observed for stock splits announced by Korean firms listed in Korea Exchange over the period from 2000 to 2015. The empirical results, for instance, show very significant cumulative abnormal returns (CARs) of 7.2% from 10-days prior to the announcement to the announcement date. In particular, the CARs of dividend-increasing firms are significantly higher than those of dividend-decreasing firms, which supports the hypothesis that stock splits convey information on future dividend-paying ability of a firm. Cross-sectional regressions of the CARs show that the CARs are higher for firms with higher stock price, larger cash flows and higher stake of major shareholders. We also find significant improvements in liquidity and turnover ratios after the stock split events.

Given these positive benefits of no-par share system, we propose and compare three plans for revising the current optional no-par share system: ① Mandatory no-par share system, ② Dual system allowing both par and no-par share systems, ③ Dual system, but actively promoting no-par share system. In sum, there are real benefits for firms to choose and design their share capital structure by either stock splits or reverse stock splits in a timely fashion via no-par share system, and thus, this is the right time to give serious thoughts on shifting our focus from an optional no-par system to more mandatory no-par share system.

Keywords: No-Par Share System; Stock Split; Event Study; Liquidity Enhancement Hypothesis; Information Signaling Hypothesis

JEL Classification: G11, G14

* We are grateful for comments from two anonymous referees, and thank the Institute of Management Research and Institute of Finance and Banking at Seoul National University for research support.

** Corresponding Author. Address: 409-5 Business Building, School of Business, Pusan National University, Busandaehak-ro 63beon-gil 2, Geumjeong-gu, Busan, Korea, 46241; E-mail: jwkim7@pusan.ac.kr; Tel: +82-51-510-3155; Fax: + 82-51-581-3144.