

企業公開·有償增資時 發行價決定 및 諸問題點

金應漢*, 李永璡**

〈目 次〉

- I. 序 論 : 證市活況에 대한 認識
- II. 企業公開
- III. 有償增資
- IV. 要約 및 結論
- 參考文獻

I. 序 論 : 證市活況에 대한 認識

오랫동안 침체되었던 株式市場이 1985年末 경부터 活性化되어 지난 2,3年間 株價指數가 급상승하였다. 이러한 證市活況 현상은 근본적으로 우리경제의 건실한 성장·발전에 바탕을 두고 國際收支의 黑字轉換에 따른 流動性增大 등에 힘입은 바 크다.

소위 3 低現象의 지속으로 企業의 收益性和 利益留保가 늘어 企業價値가上昇됨에 따라 株價가 오른다는 것은 당연하나 그보다 중요한 사실은 株價는 未來를 내다보고 企業의 豫想收益性和 國家의 實物經濟展望을 반영한다는 것이다. 國際收支가 黑字로 轉換된 86년은 우리 經濟發展過程의 중요한 전환점이다. 앞으로 持續的 經濟成長에 따라 조만간 先進國이 될 수 있다는 가능성이 구체화되었다는 것은 우리의 경제발전상 처음으로 있는 일이다.

또한 우리 국민의 일에 대한 의욕과 教育에 대한 지대한 관심을 둔 결과 미국 및 유럽제국에 비해 뒤지지 않는 우수한 인적자원의 충분한 축적 그리고 최근 韓國의 産業技術水準의 향상 등을 고려할 때 세계적으로 우리 經濟의 相對的 비중이 지난 수년동안 급등했다. 이러한 實物經濟의 相對價値가 반영되는 곳이 株式市場이다.

* University of Michigan 經營大學院 教授.

** 韓國開發研究院 研究委員

이 論文은 韓國開發研究院 政策研究資料 87-10 「企業 金融政策과 株式市場育成(1987. 7)」의 일부를 발췌·요약한 것이다.

그러나 1986년이래 株價上昇率이 우리 實物經濟의 相對價値上昇率보다 높았다는 견해도 있을 수 있다. 과연 그러했는지의 여부를 實證資料로 立證하기는 어렵지만 韓國企業의 財務構造現況을 살펴보면 株價上昇率이 實物經濟의 相對價値上昇率을 초과할 수 있는 요인을 찾을 수 있다. 우리 기업의 財務構造는 美國, 日本, 대만, 유럽제국과 비교할 때 극히 脆弱한 상태에 있다. 負債比率이 높으면 企業에게 이른바 leverage effect를 줌으로써 實物投資에서 오는 收益率의 변동이 自己資本收益率에 확대되어 나타나 株式價格의 베타(beta)를 높이는 결과를 초래한다. 베타는 株價의 景氣變動에 대한 민감도를 측정하는 指標로서 베타가 높은 株式는 景氣變動에 따라 株價의 급등락이 심하다. 따라서 實物投資의 收益率이 조금 오르고 내리는 것에 의해 負債比率이 높은 기업은 베타가 높아 그 企業의 株價는 급등락하게 된다. 이러한 側面에서 볼 때 우리 實物經濟의 相對價値上昇率보다 株價上昇率이 높았다면 그 이유중의 하나는 企業의 높은 부채비율에 있다.

높은 負債比率은 景氣上昇時에는 株價를 더욱 상승시키는 효과가 있지만 景氣後退時에 株式市場의 急落을 확대시켜 社會·經濟的인 혼란을 조장시킨다. 또한 株式價格의 하락은 自己資本費用의 急騰을 의미하므로 기업의 설비투자를 저해하고 他人資本依存度を 더욱 증대시킨다. 그런데 企業의 財務構造가 지나치게 취약하면 道德的 危害(moral hazzard)가 발생되어 불황시에는 長期的이고 合理的인 投資보다 오히려 성공 확률은 적지만 성공하면 한몫보는 투기적 투자의 동기가 된다.

證市活況을 政策的으로 잘 활용하면 현재 주가의 上昇趨勢는 株式市場의 安定的 育成과 企業財務構造改善을 위한 好期가 될 수 있다. 株價의 上昇趨勢는 株式에 대한 需要가 供給을 초과한다는 것을 의미하고 이러한 超過需要를 충족시키기 위해서는 物量供給의 擴大가 필요하다. 株式價格이 높다는 것은 企業公開 및 有價增資를 통한 自己資本費用이 낮다는 것을 의미하므로 企業이 자발적으로 企業公開 및 有價增資를 하도록 誘導할 수 있는 適期가 된다. 이 기회에 기업으로 하여금 株式物量供給을 自律적으로 늘리게 하는 것이 급선무가 되어야 한다. 政府所有株式의 販賣를 통해서 物量供給을 증대시킬 수 있으나 政府보다는 企業이 株價와 自己資本費用에 민감하기 때문에 超過需要에 보다 신속적으로 대응할 수가 있다. 따라서 기업을 통한 자발적인 物量供給調整은 株價均衡을 보다 신속하게 형성하여 株式市場의 安定化에 기여할 것이다. 또한 중요한 效果는 證市의 流動資金이 企業의 自己資本으로 轉換됨으로써 企業이 財務構造改善에 도움이 되고 나아가 産業資金으로서 경제전반에 걸친 雇傭人口 擴大에도 도움이 된다는 것이다.

이외에도 株式市場의 安定的 育成은 資源配分の 効率性 增大, 株式所有를 통한 國民의 市場經濟教育, 투자자들에게 分散投資를 할 기회를 줌으로써 企業投資危險分散을

가능케 하여 自己資本 費用節減과 문어발식 擴張의 誘因 縮小, 一般投資家の 投資代案 擴大로 인한 效用增大와 國民貯蓄 增大, 그리고 資本市場 國際化 對備을 위해서도 필요하다.

II. 企業公開

株式市場으로 자금이 많이 유입되어 證市가 活況이 되더라도 企業公開와 有償増資를 통한 新株의 供給이 원활하게 이루어지지 않으면 株式市場의 육성을 위해 필요한 시장규모의 확대와 株式人口의 底邊擴大가 이루어지지 않는다. 따라서 기업이 자율적으로 企業公開와 有償増資를 하도록 유도할 필요가 있다. 하지만 얼마전까지도 대부분의 非公開企業은 기업공개를 기피, 지연하고 공개기업들은 有償増資를 달갑게 생각하지 않고 있다. 이것은 현재 주식시장에 물려 있는 流動資金이 發行市場으로 연결되지 않아 산업자금으로 사용되지 못하고 있다는 것을 의미한다. 이러한 현상은 現行 金融・租稅制度로 인해 기업이 가능한 한 자기자본을 조달하려 하지 않는 데에 근본적인 원인이 있으나 企業公開制度上的 矛盾과 有償増資에 따른 配當壓力과 經營權 問題에도 요인이 있다.

優良非公開企業이 公開를 기피하는 데는 두가지 원인이 있다. 첫째는 發行價 決定上的 制約으로 인해 既存株主의 富의 外部流出이 너무 심하다는 것이고 둘째는 기업의 効率성과 관계가 있다.

1. 企業公開時 新株의 發行價 決定과 株主의 富의 效果

企業公開制度上的 제일 큰 矛盾은 發行價 決定을 公開豫定企業과 幹事會社가 시장요인을 고려하여 결정해야 할 것이나 非現實的이고 硬直的인 公式에 의해 發行價가 實質價値에 비해 지나치게 낮게 결정되고 있다는 것이다. 기업이 割増發行을 하여도 프리미엄自體에 實質的 限界가 있으므로 額面發行價觀念을 탈피치 못한 상태에 있다. 그에 따라 기업공개시 既存株主의 富의 外部流出이 많게 된다.

본절에서는 기업공개시 株式新規發行價格決定이 기존주주의 富에 미치는 영향을 분석하기 위해 1984~86年동안 新規公開 以後 配當, 權利落, 無償増資를 감안한 주가상승률에서 同期間동안 配當을 포함한 綜合株價指數의 상승률을 차감한 非正常株價上昇率과 企業公開月부터 누적한 비정상주가상승률의 계산결과를 <表 1>에 제시하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$CAR_T = \sum_{t=0}^T AR_t$$

t = 公開月 이후의 비교 월수

R_{it} = i 회사의 配當, 權利落, 有價増資 등을 감안한 株價收益率

R_{mt} = 配當을 포함한 市場收益率(綜合株價指數 및 配當收益率로 계산)

AR_{it} = 非正常收益率

N = 企業公開를 한 會社의 數

CAR_T = 企業公開後 T개월까지 累積된 平均 非正常收益率

〈表 1〉에 의하면 198~86 年間 企業公開 1개월후 주가는 綜合株價指數의 변화(配當包含)를 공제한 후에도 發行價에 비해 37% 초과상승하며 2개월후는 67%로 초과상승, 그 후에는 일정한 수준에 머물고 있으므로 3개월후의 株價水率을 기준으로 볼 때 市場價格이 發行價보다 平均 68% 초과상승한 것으로 나타난다. 다시 말하면 기업공개 후 시장에서 평가되는 주식의 가치에 비해 發行價格이 平均 40.5% [= 0.68 / (1+0.68)] 割引發行되었다고 할 수 있다.¹⁾

〈表 1〉 企業公開後 株價의 累積非正常收益率 上昇 推移

公開後經過月數	發行價 對比 累積 非正常 超過上昇率(%)			
	84~86(41個社)	84(14個社)	85(11個社)	86(16個社)
1	37	45	37	32
2	67	49	39	108
3	68	50	45	104
4	66	47	40	106
5	66	43	45	107

市場價格에 대한 發行價 割引率의 추세를 보면 低價發行現象은 86년에 들어 더욱 크게 나타난다. 공개 3개월후의 주가를 기준으로 보면 84, 85년의 할인율은 각각 33.3%와 31%인데 비해 86년 할인율은 51%나 되었다. 〈表 2〉에서 보는 바와 같이 1984~86

1) 그러나 한편으로는 企業을 公開함에 따라 企業의 價値 또는 株式의 總價値가 높아질 수 있다. 이에 따른 既存株主의 富의 増大效果도 동시에 고려되어야 할 것이다. 그 이유로는 주식의 유통성(secondary market), 기업공개에 따른 세금상의 혜택, 재무구조개선 효과, 기업의 사회적 지명도·인식 등을 들 수 있다.

年 동안 平均 新規公募比率은 總株式數의 26.1%이었으며 低價發行으로 오는 富의 流出規模는 회사가치의 평균 10.6% (= 40.5% × .261), 1986년은 12.1%로 가장 높았다. 富의 流出規模를 貨幣單位로 보기 위하여 다음과 같이 계산하였다.

〈表 2〉 企業公開로 인한 既存株主의 富의 流出 (公開 3개월후 時價基準)

	1984~86	1984	1985	1986
公 開 企 業 數(개)	41	14	11	16
割 引 率(%)	40.5	33.3	31.0	51.0
平均新規公募比率(%)	26.1	27.5	27.9	23.7
平均 富의 流出 (企業價値의 %)	10.6	9.1	8.6	12.1
平均 富의 流出(억원)	26.8	25.0	7.0	61.5
總 富의 流出(억원)	1,410.8	350.0	76.5	984.3

$$\text{平均富의 流出} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\text{CAR}_{is}) \cdot (\text{新規公募株數})_i \cdot (\text{發行價})_i$$

N = 公開企業數

CAR_{is} = i 公開企業의 發行가에 비교한, 공개후 3개월동안 累積非正 常收益率

그 결과는 〈表 2〉에 제시되어 있는 바 1984~1986년간 공개기업당 평균 26.8억원, 총 1,411억원의 富의 流出이 있었으며 그 중 1986년이 가장 심하여 공개기업당 평균 61.5억원, 총 984억원의 富의 流出이 있었다.

企業公開에 따른 이러한 既存株主의 富의 流出을 고려할 때 企業公開를 기피 또는 지연하고자 하는 경향과 公開時에도 公開比率을 최소로 하려는 성향은 기존주주의 입장에서서는 당연하다고 할 수 있다.

이상은 공개한 기업을 額面價 發行(33 個社)과 割増發行(8個社)으로 나누어 보면 3개월후 時價에 기준한 發行價 割引率은 額面價 發行의 경우 42%이며 割増發行의 경우는 35%이다. 이는 앞에서 주장한 바와 같이 割増發行을 해도 프리미엄자체의 실질적인 한계로 인해 富이 流出이 여전히 심하다는 것을 보여 준다.

株式發行價의 低評價에 따른 富의 流出을 방지코자 利益留保가 많은 기업이 企業公開전에 留保利益의 資本轉入을 통해 無償株를 舊株主에게 배분하는 경우 最高 70% 정도의 配當所得稅가 課稅된다. 이러한 配當所得稅까지 포함하면 企業公開時 기존주주의 富의 流出規模는 더욱 커진다. 이상의 配當所得稅로 인한 富의 流出程度는 利益留保가 많은 기업일수록 높아진다. 그 이유를 例를 들어 설명하기로 한다. 企業 A와 B

모두 納入資本金이 10억원이고 企業 A는 留保利益이 10억원인 반면 기업 B는 留保利益이 20억원이라고 하자. 현재 割増發行時에 프리미엄을 50% 이상 받는 기업이 별로 많지 않기 때문에 프리미엄의 실질적인 한계를 50% 라고 하고, 額面價와 留保利益의 합계가 자기자본의 실질가치라고 가정하면 企業公開前 無償増資를 하지 않는다면 企業 A는 발행가를 실질가치보다 25% $\left[= \frac{(15-20)}{20} \right]$ 를 할인해서 발행해야 하고 企業 B는 발행가를 실질가치보다 50% $\left[= \frac{(15-30)}{30} \right]$ 정도 할인발행하는 결과가 된다. 이러한 低價發行을 피하려면 企業 A는 장부상 자본금총액에 50% 할증가액이 기업의 실질가치와 동일하게 되기 위해서는 3.3억원의 留保利益을 자본전입해야 하고 기업 B는 10억원의 이익유보를 자본전입해야 한다. 그러한 경우 兩企業의 기업주의 綜合所得稅率이 같다고 가정하면 企業 B의 기업주는 企業 A의 기업주보다 配當所得稅가 3배가 된다. 다시 말해서 기업B는 기업 A 보다 이익유보가 많기 때문에 발행가의 할인도 두배나 되고 유보이익의 자본전입시 配當稅도 3배나 많이 내야한다. 利益留保가 많다는 것은 수익성이 좋고 財務構造가 건실하다는 것을 의미한다. 안정적인 주식시장의 발전을 위해서는 이러한 기업들의 기업공개가 소망스러우나 현행의 기업공개제도하에서는 이익유보가 많은 기업일수록 기업공개에 따른 富의 流出이 많아 공개를 기피, 지연하게 된다.

이상의 효과는 株式의 流通市場(secondary market)과 發行市場(primary market) 사이에 장벽을 형성함으로써 현재와 같이 流通市場에 자금이 많이 유입되어도 發行市場으로 연결되지 않아 産業資金으로 사용하지 못하게 한다. 이러한 문제점을 해결하기 위해서는 發行價 決定制度의 改善이 시급하다.

2. 美國의 企業公開制度

株式의 發行價格은 市場原理에 의해 결정되도록 하여야 할 것이다. 이러한 전제하에 고려할 수 있는 개선방안의 하나는 公開豫定企業과 幹事會社가 自律의으로 發行價格을 決定토록 하는 것이다. 현대 재무이론에 의하면 이 제도하에서도 대부분의 기업들은 幹事會社와 시장요인을 고려하여 發行價를 豫想市場價格보다 割引하여 발행할 것으로 예상된다.

미국의 경우 이러한 제도를 사용하고 있는데 Ibbotson(1975)의 實證分析結果 공개 후 3개월동안에 株式市場 전체의 收益性を 감안한 超過收益率(abnormal return)이 27.0%, 割引率이 21.1% $\left[= 0.27 / (1 + 0.27) \right]$ 로 나타난다. 美國 역시 新規公開時 新株가 割引發行되고 있으나 割引率의 정도가 韓國의 경우보다 약 20% 적다고 볼 수 있겠

다. 美國과 같이 자본시장이 발달한 나라에서도 新株가 割引發行되고 있는데 그 이유를 세가지 측면에서 고찰할 수 있다. 먼저 主幹社會社의 입장에서 보고 둘째 발행기업의 기존 주주입장에서 보고 셋째 일반투자자가 정보면에서 불리하다는 느낌에서 오는 이른바 winner's curse 문제면에서 보고자 한다.

첫째 主幹社會社의 입장에서 보면 發行價가 높아지면 總引受手數料가 높아지나 동시에 市場價보다 發行價가 높아 주식이 판매가 되지 않을 가능성도 확대된다는 것을 고려해야 한다. 韓國이나 美國을 막론하고 대부분의 引受方法이 總額引受(firm commitment) 나 殘額引受(stand-by agreement)에 의해 이루어진다. 따라서 發行價가 市場價보다 높기 때문에 주식이 賣買되지 않을 경우 이것을 主幹社會社가 市場價보다 높은 발행가로 인수하여야 할 법적인 의무가 주어진다. 그러므로 主幹社會社는 발행가를 높여 引受手數料을 높이는 것 보다는 오히려 발행가를 낮추어 판매가 되지 않는 주식을 시장가격보다 높은 가격으로 引受하게 될 위험성을 줄이려는 경향이 있다. 따라서 主幹社會社들은 가능한 한 발행가를 할인하려고 할 것이다.

둘째로 發行企業의 기존주주입장에서 볼 때 新株나 舊株賣出이 新株主에게 성공적으로 판매가 된다는 가정하에서는 發行價가 높으면 높을수록 유리하지만 發行價가 높으면 기업공개가 실패로 돌아갈 가능성도 높다. 企業公開가 실패한다는 것은 곧 發行價가 市場價보다 높다는 것을 의미하며 그러한 경우 既存株主는 판매가 되지 않은 주식을 引受해야 하기 때문에 높은 발행가는 구주주의 입장을 불리하게 만든다. 동시에 발행가가 높아 주식시장에서 자금을 조달하지 못하면 기업공개 과정에서 지출된 모든 경비는 낭비가 되고 그 기업에 대한 이미지를 악화시켜 그 기업의 미래의 주가형성에 악영향을 줄 수 있다. 이상의 것보다 더 중요한 문제는 美國의 경우에도 非公開企業들은 다른 資金源이 없을 때 마지막 방법으로 純現價가 正인 投資事業에 필요한 자금을 충당하기 위해 企業公開하는 경우가 대부분이다. 그것은 다시 말해서 發行價가 지나치게 높아 자본조달이 실패했을 경우 純現價가 正인 投資事業을 포기해야 하고 그것은 富의 損失과 같은 결과를 초래한다. 이러한 富의 損失可能性을 고려하면 既存株主들은 오히려 자금조달의 확실성을 높이기 위해 발행가를 실질가치보다 낮게 결정하게 된다.

마지막으로 既存株主와 主幹社會社들의 企業價値 評價能力과 일반투자자의 價値評價能力의 차이에서 발생하는 소위 winner's curse 문제때문에 企業公開時 發行價를 豫想市場價보다 더욱 낮게 결정하는 경향이 있다. 이 사실은 최근 미국에서 발표된 Rock (1986)의 이론에 바탕을 두고 있는 바 이를 일반투자자의 측면에서 설명코자 한다. 예를 들어 한 기업이 X라는 發行價로 企業公開를 할 때 일반투자자들은 그 株式의價値가 80원이 될 확률이 50%, 120원이 될 확률이 50%라고 가정하면 豫想市場價는 그 평균인 100원이 된다. 그러나 X가 100원이면 일반투자자들은 그 주식에 應募하지 않을

것이고 따라서 그 企業公開는 실패로 돌아갈 것이다.

그 이유는 일반투자자들이 企業公開株式에 대한 應募與否를 결정하는 과정에서 자신의 情報能力이 既存株主, 主幹事會社 및 特殊情報所有者들 보다 못하다고 느끼는 데에 있다. 일반투자자의 입장에서 보면 X가 100원이고 實質價值가 80원일 때는 特殊情報所有者들은 企業公開에 참여하지 않아 일반투자자에게 할당되는 株式數가 많을 것이고 實質價值가 120원일 때는 모든 特殊情報所有者도 應募를 하여 일반투자자에게 할당되는 株式數가 적을 것이다. 따라서 일반투자자는 應募한 후에 配定되는 比率이 높을수록 불안감이 증가한다는 결론이 내려진다.

예를 들어 實質價值가 80원이면 特殊情報所有者가 참여하지 않아 應募한 株式數의 100%가 할당되고, 실질가치가 120원이면 特殊情報所有者가 참여하여 應募한 株式數의 10분의 1만 할당이 된다고 가정할 때 X가 아래의 공식을 만족시키지 않으면 일반투자자들은 株式公募에 참여하지 않을 것이다.

應募에 따른 豫想收益金 =

$$(80-X) \cdot 1/2 + (120-X) \cdot 1/10 \cdot 1/2 > 0 \rightarrow X < 83.6$$

따라서 X는 83.6원 미만이어야 하고 豫想市場價가 100원인데 發行價는 최소한 16.4%가 할인되어야 한다. 위의 공식은 企業公開時 新株나 舊株賣出이 應募할 때 필요한 預置金에 대한 利子を 고려하지 않았기 때문에 가능한 것이고 그 이자까지 감안하면 既存株主와 主幹事會社は 기업공개를 성공적으로 끝내기 위해서는 發行價를 豫想市場價보다 16.4%이상으로 할인해야 한다는 것이다.

이러한 현상을 개념적으로 설명하면, 일반투자자들이 정보면에서 既存株主나 一部 特殊情報所有者보다 불리하다고 느끼므로써 오히려 應募後 막상 할당되는 비율이 높아지면 오히려 뭔가 잘못된 것 같은 불안감, 소위 winner's curse가 있으며 그러한 불안감을 가지고 있는 일반투자자를 기업공개에 참여시키기 위해 既存株主나 主幹事會社は 自意的으로 豫想市場價보다 發行價를 훨씬 낮게 결정한다는 이론이 된다.

3. 改善方案과 選別的 企業公開政策의 必要性

이상의 세가지 원인을 종합해 볼 때 既存株主와 主幹事會社가 市場機構에 의존하여 자율적으로 發行價를 결정할 때에도 발행가는 豫想市場價보다 훨씬 낮게 결정될 것이라는 결론이 나온다. 따라서 사실상 發行價格의 自律的 決定이 가능하다고 하더라도 企業主는 가능한 한 企業公開를 통한 自己資本調達 方法보다는 負債에 의존하려는 경향을 계속 유지할 것으로 예상된다. 따라서 企業公開를 적극적으로 유도하기 위해서는

低價發行的 경향을 완화시킬 필요가 있으며 그것을 위한 구체적인 방안으로는 優良企業 및 公開對象企業의 주식 일부를 場外市場에서 일정기간 賣買・流通시켜 株式의 市場價格이 형성될 수 있도록 유도함으로써 企業 新規公開時 發行價格決定의 합리화를 도모할 수도 있다.

앞에서 非公開企業이 企業公開을 원하지 않는 또 하나의 원인은 기업의 효율성과 연관이 있다고 했다. 規模의 經濟性(economy of scale)이 큰 업종은 大規模生産施設을 요하므로 그에 필요한 大規模資金을 公開企業의 형태로 주식시장을 통해 자기자본으로 調達하면 資本의 効率性を 높일 수 있다. 그 이유는 危險分散이 용이하다는 데에 있다. 그로 인하여 공개기업이라면 분산시킬 수 있는 위험(diversifiable risk)에 대해서도 프리미엄을 요구하며 자기자본비용이 높아진다. 반면에 기업이 공개되어 많은 주주에게 實物投資의 위험이 分散되면 그 주주들은 個人金融資產管理(portfolio)를 통하여 分散 가능한 危險을 분산・제거함으로써 그러한 위험에 대해서는 프리미엄을 요구하지 않게되어 기업은 自己資本費用을 절감할 수 있다. 그러므로 대규모의 자본을 요하는 기업은 기업공개를 통하여 자본의 효율성을 높일 수 있다.

또한 公開企業의 형태는 所有와 經營의 分離를 용이케 하여 經營過程의 細分化나 經營이 專門化를 요하는 업종의 경우 경영의 효율성도 높일 수 있다. 대규모의 기업이나 고도의 기술을 요하는 업종은 일반적으로 경영조직의 細分化와 經營의 專門化를 요하므로 경영과 소유의 분리가 경영의 효율성을 높인다. 經營과 所有가 分離되는 과정의 첫 단계는 企業公開이고, 企業公開制度가 市場原理와 일치하면 경제규모의 확대와 산업기술 수준의 발전에 따라 많은 非公開企業들이 자발적으로 公開企業으로 전환할 것이다.

단 企業公開가 반드시 効率性を 높이는 결과만 초래하는 것은 아니다. 所有와 經營이 분리되면 資本供給者와 經營陣의 利害가 상충되고 그러한 이해상충을 해결하는 방법으로서 여러가지 經營陣에 대한 成果報償契約(managerial incentive contract)이 가능하나 모든 利害相衝을 완전히 해결하기는 불가능하다. 그 뿐만 아니라 契約自體에 合意를 본 후에도 그것을 監視하고 監督하는 과정자체가 완전할 수 없기 때문에 경영진이 주주와 기업의 입장보다는 자신의 이익과 편리를 추구함으로써 効率性低下, 富의 損失이 발생되고 방만한 경영과 企業家精神(entrepreneurship)의 결여가 발생된다. 이것이 이른바 소유와 경영의 분리로 인한 代理人關係(agency relationship)에서 발생하는 代理人費用(agency cost)의 중요한 한 부분이다. 그 밖에 經營陣과 契約에 따른 費用, 契約履行에 대한 監視・監督 費用 및 契約履行이 제대로 되지 않았을 경우 再契約하는 데 드는 費用 등이 있다.

이 모든 代理人費用이 소유와 경영의 분리에서 발생하는 만큼 소유와 경영이 분리되

지 않은 個人所有 또는 非公開企業은 代理人費用이 적고 企業家精神을 최대한 발휘할 수 있을 뿐만 아니라 景氣變動에 탄력성있게 대응할 수 있다. 따라서 중소기업의 생산 업종이나 대규모의 자본이 필요하지 않은 서비스업종 등은 公開企業보다 非公開企業의 형태가 오히려 기업의 효율성을 높인다.

이러한 기업들이 정부의 권고로 인해 타의적으로 기업공개를 하게 되면 그것은 기업의 효율성을 줄이는 결과를 초래한다. 기업의 효율성이 줄면 기업은 고객이 원하는 상품을 그전보다 비싼 가격으로 공급해야 하므로 無分別한 企業公開勸告내지 強要는 국가경제에 해를 끼치는 결과를 초래한다. 따라서 기술면이나 경영조직면에서 事業特性을 고려한 公開對象企業의 選定基準이 신중하게 검토되어야 할 것이다.

Ⅲ. 有價增資

1. 既存株主의 富에 미치는 영향

이미 공개된 기업이 有價增資를 할 때에는 既存株主의 富에 미치는 영향이 企業公開의 경우와는 크게 다르다. 1984~86년동안 有價增資한 239개 회사의 增資公示月 前後 12개월씩 총 25개월간의 配當, 權利落, 無價增資 등을 감안한 株價收益率에서 동기간 중 배당을 포함한 綜合株價指數의 변화를 뺀 非正常收益率(abnormal return)과 增資公示 12개월 전부터 누적한 累積非正常 收益率(cumulative abnormal return)을 계산하였다. 기존 주주가 有價增資에 참여할 수 있는 權利의 價値를 權利落月의 주가에 아래와 같이 계산하여 加算해 주었다.

$$\text{權利價値} = P_{i,t-1} - \frac{P_{i,t-1} + (X \times \text{발행가})}{1+X}$$

$P_{i,t-1}$ = 前月の 株價

X = 有價增資比率

<表 3>에 제시되어 있는 바와 같이 有價增資는 오히려 기존주주의 富를 증가시키는 역할을 하는 것으로 나타난다. 즉 84~86年間 總標本을 기준하여 보면 주가는 有價增資公示 4개월전부터 정상(normal)이상으로 상승하기 시작하여 公示月까지 非正常收益率이 16.9%나 누적되고 公示 1개월후에는 18.6%, 그 후에는 별다른 변동을 보이지 않고 있다. 이상의 결과는 有價增資企業의 株式을 有價增資公示 12개월전부터 소유하고 있던 기존주주는 有價增資를 前後하여 정상수익을 이외에 19% 정도의 추가적인 수익을 획득할 수 있었다는 것이다.

〈表 3〉 有償増資 公示月 前後의 非正常收益率(AR)과 累積非正常收益率(CAR)

比較 月數*	84~86(239社)		84(84社)		85(54社)		86(101社)	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-12	0.97	0.97	2.79	2.79	1.04	1.04	-0.58	-0.58
-11	0.12	1.09	1.10	3.89	1.68	2.72	-1.52	-2.10
-10	0.14	1.23	2.41	6.30	-0.33	2.39	-1.50	-3.60
-9	-0.17	1.06	1.03	7.33	0.40	2.78	-1.46	-5.06
-8	0.63	1.69	1.94	9.27	0.78	3.57	-0.54	-5.60
-7	0.53	2.22	3.01	12.27	0.70	4.26	-1.64	-7.21
-6	0.51	2.73	1.06	13.33	2.42	6.68	-0.95	-8.17
-5	-0.02	2.71	1.70	15.03	1.74	8.43	-2.39	-10.55
-4	2.07	4.78	2.32	17.35	2.34	10.77	1.72	-8.84
-3	0.57	5.35	3.28	20.63	0.52	11.29	-1.66	-10.50
-2	2.52	7.87	2.58	23.22	1.38	12.67	3.07	-7.42
-1	5.87	13.74	4.02	27.23	3.57	16.24	8.65	1.22
0	3.20	16.94	1.73	28.97	0.87	17.10	5.66	6.89
1	1.69	18.63	1.28	30.24	1.33	18.44	2.22	9.11
2	0.40	19.03	0.21	30.45	-0.30	18.14	0.96	10.07
3	-0.64	18.39	-0.87	29.59	-1.27	16.87	-0.06	10.01
4	-0.75	17.64	0.87	28.72	-2.94	13.93	0.88	10.89
5	-0.13	17.51	1.17	27.55	-2.15	11.78	3.26	14.15
6	0.93	18.44	0.64	28.19	-1.94	9.84	4.60	18.74
7	0.23	18.67	1.11	29.30	0.03	9.86	-1.34	17.41
8	-0.63	18.04	0.98	30.28	-2.97	6.89	-0.94	16.47
9	1.55	19.59	-0.05	30.23	1.56	8.45	9.97	26.44
10	0.60	20.19	1.83	32.06	-1.34	7.11	0.71	27.15
11	0.46	20.65	0.89	32.95	-0.20	6.91	0	27.15
12	0.75	21.41	0.92	33.87	0.50	7.40	0	27.15

* 比較月數 0는 有償増資公示月을 나타냄.

이상의 富의 증가원인에는 두가지를 들 수 있다. 첫째로는 株式價格이 상당히 상승하였을 때 대부분의 기업들이 有償増資를 하기로 결정한다는 이른바 selection bias 에 있다. 따라서 有償増資를 하기로 결정했다는 정보가 평균 増資公示의 2개월전부터 小數 特殊情報所有者들간 에 돌아 주가가 오르기 시작한다고 가정하면 増資公示 3개월 전까지 상승한 주가는 有償増資 자체와는 상관이 없다고 볼 수 있다. 다시 말해서 増資公示 3개월전까지 累積非正常收益率 5.35%는 有償増資에 의한 것이 아니라고 할 수 있다. 그러나 이상의 假定은 동시에 増資公示 2개월전부터 累積非正常收益率은 2개월 전부터 2개월후까지 累積非正常收益率 13.68% (= 19.03%-5.35%)는 有償増資에 의

한 것이라고 볼 수 있다. 이러한 측면에서 볼 때 有價增資에 의한 기존주주의 富의 증가는 84년에 9.82%, 85년에 6.85%, 86년에 20.57%로 추정할 수 있다.

위에서 언급한 selection bias의 존재여부를 검토하기 위하여 1984~86년간 有價增資의 總標本을 額面價發行과 一部時價發行으로 나누어 그 차이를 비교한 것이 <表 4>에 제시되어 있다. 額面價發行時에는 發行價와 現在株價가 밀접한 관련이 없으므로 失權株 발생에 대한 우려 이외에는 기업이 株價가 높은 시점에서 增資를 하려는 유인이 비교적 적다. 따라서 액면가 발행시에는 selection bias가 적은 반면, 一部時價發行時에는 發行價가 現在 株價와 밀접한 관계를 갖고 있으므로 selection bias가 상대적으로 클 것으로 예상된다. <表 4>에 나타난 결과는 이러한 예상과 일치되는 것으로써 增資公示 3개월 전까지의 累積非正常收益率이 額面價發行時는 불과 4.23%인데 비해 一部時價發行時에는 20.6%나 된다.

有價增資 자체로 인한 기존주주의 富의 증가를 增資公示 2개월 전부터 2개월 후까지의 5개월간의 累積非正常收益率로 보면 額面價 發行時 12.86%, 一部時價 發行時에는 25.26%, 一部時價發行이 額面價發行보다 기존주주의 富를 더욱 많이 증가시키는 것으로 나타난다. 그러나 一部時價發行時에는 額面價發行時보다 有價增資率 또한 높다. 구체적으로 時價發行比率과 有價增資率의 상관관계를 볼 때 Pearson 相關係數가 0.14로서 有意水準이 0.03이다. 따라서 기존주주의 富의 증가가 額面價發生時보다 一部時價發行時的 경우가 높은 이유는 時價發行 자체에 있는 것이 아니고 有價增資率에 있을 수도 있다.

〈表 4〉有償増資時 額面價發行과 一部時價發行의 차이

比較 月數 ¹⁾	額面價發行(223社)		一部時價發行(16社)	
	AR ²⁾	CAR ³⁾	AR ²⁾	CAR ²⁾
-12	-0.97	0.97	0.84	0.84
-11	0.28	1.24	-2.09	-1.25
-10	-0.03	1.21	2.56	1.32
-9	-0.19	1.02	0.05	1.36
-8	0.43	1.46	3.30	4.67
-7	0.67	2.14	-1.55	3.12
-6	0.16	2.30	5.24	8.36
-5	-0.16	2.31	1.97	10.32
-4	1.65	3.79	7.91	18.24
-3	0.44	4.23	2.36	20.60
-2	1.72	5.95	13.58	34.18
-1	6.08	12.03	3.03	37.22
0	2.89	14.92	7.51	44.72
1	1.95	16.87	-1.99	42.73
2	0.22	17.09	3.13	45.86
3	-0.75	16.34	1.12	46.98
4	-0.69	15.65	-1.80	45.17
5	-0.12	15.53	-0.30	44.87
6	0.91	16.44	1.54	46.41
7	0.19	16.62	1.62	48.03
8	-0.75	15.87	3.32	51.35
9	1.40	17.28	5.98	57.33
10	0.55	17.82	2.35	59.68
11	0.29	18.11	6.14	65.82
12	0.85	18.96	-2.33	63.50

- 1) 比較月數 0은 有償増資公示月을 나타냄.
- 2) 非正常收益率(abnormal return)
- 3) 累積 非正常收益率(cumulative abnormal return)

그 이유는 有償増資로 인하여 기존주주의 富가 증가한다면 有償増資에 기인한 累積 非正常收益率은 有償増資率과 正比例할 것이기 때문이다. 이러한 假說(hypothesis)을 좀더 엄밀하게 검증하고자 다음과 같은 回歸分析을 하였다.

$$CAR(-2+2)=a_1 + a_2 \text{ Ratio} + a_3 M + a_4 \text{ SIR}$$

CAR(-2+2)=有償増資公示 2개월전부터 2개월후까지 累積非正常收益率

Ratio	＝有價增資率
M	＝有價增資公示 2개월전부터 2개월후까지의 配當率을 포함한 綜合株價指數의 평균변화율
SIR	＝總增資額중 時價發行이 차지하는 比率

이상의 回歸分析의 결과가 <表 5>에 제시되어 있다. 첫줄에 제시되어 있는 것이 回歸係數이고 그 아래에 괄호안에 있는 것은 t 값으로서 <표 5>에 요약된 결과를 다음과 같이 추론할 수 있다. 有價增資로 인한 기존주주의 富의 증가는 (1) 有價增資率과 正比例하고, (2) 證市가 活況일때 더욱 증가하며, (3) 時價發行이나 額面價發行이나의 여부와는 無關하다.

<표 5> 回歸分析 結果

a_1	a_2	a_3	a_4	F	adj. R^2
-1.93 (-2.39)	0.42 (4.33)	1.85 (2.35)	0.24(0.90)	8.45 0.0001	0.09

혹 獨立變數間의 多重共線性(multicollinearity) 문제가 우려되어 상관관계를 조사해 본 결과 앞에서 언급된 有價增資率과 時價發行比率間의 有意한 상관관계이외에는 나머지 변수간의 상관계수는 0에 가깝다.

有價增資率과 時價發行比率들이 有價增資로 인한 既存株主의 富의 增加에 미치는 相對比重을 검토하기 위해 <表 5>에서 한 回歸分析을 먼저 獨立變數에서 時價發行比率를 제거한 다음에 回歸分析을 하였고 다음에는 獨立變數를 時價發行이 차지하는 比率만으로 單純回歸分析을 하였다. 回歸模型을 다음과 같이 변형하여 分析을 하였다.

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-2+2) &= a_1 + a_2 \text{Ratio} + a_3 M \\ \text{CAR}(-2+2) &= a_1 + a_4 \text{SIR} \end{aligned}$$

그 결과는 <表 6>에 나타나 있는 바 앞에서 내린 결론대로 有價增資比率과 累積非正常收益率과는 통계적으로 유의한 相關關係를 가지나 時價發行은 주가의 변동에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다.

〈표 6〉 回歸分析 結果

a_1	a_2	a_3	a_4	F	adj. R^2
-1.87 (-2.31)	0.43 (4.47)	1.78 (2.28)	- -	12.28 0.0001	0.09
0.13 (5.09)	- -	- -	0.32 (1.15)	1.13 0.25	0.0014

理論上으로 보면 有償増資 자체는 株主의 富를 증가시킬 이유가 없으나 84~86년동안 유상증자가 舊株主의 富를 증가시켰다는 實證分析結果는 同期間中 우리나라 證市環境의 특수성에서 나온 것일 수도 있다. 따라서 이상의 實證分析에서 내릴 수 있는 결론은 84~86년간에 우리 주식시장에서는 有償増資가 好材로 작용되어 왔었고 그 好材의 정도가 證市景氣에 민감하게 작용하였다는 것이다.

2. 有償増資 獎勵對策

이와 같이 유상증자가 지난 3년동안 기존주주의 富를 상당히 증가시켜 왔는 데도 불구하고 상당수의 상장기업이 유상증자를 꺼렸던 이유는 우선 現행의 金리·조세제도로 인하여 기업들이 가능한 한 자기자본에 의존하지 않게 되고 그 이외에도 經營權 侵害 내지 喪失憂慮 및 有償増資에 따른 配當壓力 등을 들 수 있다.

가. 配當壓力 緩和

配當壓力은 회사가 額面價의 일정한 비율의 現金配當을 해야 한다는 한국 특유의 고정관념에 기인한다. 이러한 配當壓力을 緩和시키기 위하여는 現金配當은 작지만 利益留保와 再投資에서 오는 資本利得이 위주가 되는 成長株式(growth stock)개념의 도입이 필요하다. 現金配當을 적게 하고 利益留保를 많이 하면 기업의 財務構造도 향상되는 효과가 있다.

나. 經營權 問題

企業公開時에는 新規公募比率이 적어서 經營權이 별로 문제시되지 않으나 일단 상장된 회사가 有償増資의 여부를 검토할 때에는 심각한 문제로 대두된다. 물론 기존주주가 現在의 株式持分을 유지할 수 있는 資金能力이 있고 자기자본을 공급할 意思가 있을 때는 既存株主에게 新株를 買入할 수 있는 우선권이 있기 때문에 經營權 問題가 대두되지 않는다. 그런 기존 주주가 資金動員能力의 한계점에 도달했거나 자금이 있어

도 金融·租稅制度에서 오는 요인이나 投資分散의 필요성에 의해 自己資本을 더이상 공급하지 않으려고 할 때는 經營權 문제가 대두된다.

現 商法과 公開買收制度는 기존주주의 경영권을 상당히 보장하고 있는 것으로 보이고 그것은 經營權 侵害憂慮를 완화시키기 위하여 中·短期的으로는 필요하다. 단 지나친 經營權 保障은 방만한 경영을 초래한다. 企業公開나 有償増資를 통해 外部株主가 所有한 株式數가 확대됨에 따라 株式의 分散度가 심화될 경우에 발생할 수 있는 이른바 「주인없는 회사」의 현상에 대한 대책의 강구도 필요하다.

미국의 경우 기업의 所有와 經營의 分離가 普遍化되어 있고 주식소유의 分散度가 매우 높다. 이러한 경우 많은 公開企業의 理事는 경영진이 추천하고 株主總會의 의결을 얻도록 되어 있으나 주식의 分散度 심화로 인해 경영진에 의한 理事의 추천이 실질적 임명이나 유사하므로 이사회는 現 經營陣에 의해 통제되고 이사회 經營統制權의 실질기능을 상실한 경우가 많다. 이러한 상태에서 현존의 經營陣에 불만족한 주주들은 이론상으로는 白紙委任狀 鬭爭(proxy fight)에 의해 新經營陣을 선출할 수 있으나 실질적으로는 經營陣이 주주들사이의 意思疏通經路를 장악하고 있어 白紙委任狀 鬭爭을 통해 經營權을 이전하기가 용이하지 않다. 따라서 백지위임장 투쟁이 비교적 드물며 성공률 또한 아주 낮다. Dodd와 Warner(1983)의 실증분석결과 '62~'78 년간 이사회 지배를 위한 백지위임장은 미국의 뉴욕證券去來所(NYSE)와 아메리칸證券去來所(AMEX)에 상장된 수천개의 회사중 불과 71건 밖에 되지 않으며 그 중 挑戰者(dissident)들이 성공한 것은 18건 뿐이다.

이러한 株式所有 分散度 심화를 이용하여 現 經營陣이 지배권을 장악하여 방만한 경영을 할 때 그 문제를 해결할 수 있는 방법중의 하나는 주식시장에서 公開買收(interfirm tender offer)를 통해 경영권을 바꾸는 방법(corporate takeover)이다. 이것이 방만한 경영을 미연에 방지하고 제거하는데 가장 효과적인 방법으로 그 이유는 방만한 경영에서 오는 기업의 非效率性이 주식시장에서 반영됨으로써 會社價値가 하락하면 公開買收의 적합한 대상이 되기 때문이다. 이렇게 경영권이 시장원리에 따라 주식시장에서 매매가 가능하면 방만한 경영을 어느정도 미리 방지하고 제거할 수 있다.

Bradley, Desai와 Kim이 公開買收가 성공한 경우를 실증분석한 논문(1988)의 결과를 보면 1962~84年間 美國 뉴욕證券去來所와 아메리칸證券去來所에 상장된 회사 중 公開買收를 통하여 買收된 회사의 가치는 32% 상승했고 買收한 會社의 價値는 1% 정도 상승하여 兩會社의 價値上昇率을 加重平均하면 7.4%이다. 이것을 1984年 화폐가치로 환산하여 보면 兩會社의 가치는 성공적인 公開買收로 인해 평균 1億1千7百萬 달러 상승되었다는 결론이 나온다. 이러한 社會價値의 상승원인은 또한 Bradley, Desai와 Kim이 公開買收가 실패한 경우를 실증분석한 논문(1983)에 자세히 실려있으나 가장 중요

한 원인은 公開買收를 통하여 기업의 경영을 보다 효율적으로 하고 規模의 經濟에서 오는 利點과 生産・販賣過程의 效率性增加 등을 들 수 있다. 이러한 효율성의 증가는 기업이 고객이 원하는 상품을 低價로 공급할 수 있고 그에 따라 인플레이감소, 수출증가, 국민효용증가 등으로 國民經濟에 큰 도움이 된다.

다시 말해서 株式市場을 통한 公開買收가 이루어 질 수 있다는 가능성은 所有와 經營이 分離되었을 때 방만한 경영을 미연에 방지하고, 성공적인 公開買收는 國家經濟에 일반적으로 좋은 영향을 미칠 수 있다고 할 수 있다. 따라서 지나친 經營權의 保障은 장기적인 시각에서는 바람직하지 않다.

IV. 要約 및 結論

지난 수년간 우리경제의 高度成長, 國際收支 黑字轉換, 資本市場 國際化 推進 및 市中流動性 增大 등에 힘입은 證市活況을 정책적으로 잘 활용하여 주식시장의 안정적 육성과 기업재무구조개선을 도모하는 것이 중요한 과제로 인식되고 있다. 주식시장의 자율성과 유동성을 강화시키고 기업공개, 유상증자를 유도함으로써 證市流動資金이 自己資本으로 전환될 때 기업재무구조개선에 도움이 되는 것은 물론 流動資金이 産業資金化하여 지속적 성장을 가능케 할 수 있을 것이다.

株式市場으로 자금이 많이 유입되어 證市가 活況이 될지라도 企業公開와 有價增資를 통한 新株式物量 공급이 이루어지지 않으면 株式市場育成에 필요한 시장규모의 확대와 株式人口 底邊擴大가 이루어지지 않는다. 따라서 기업이 企業公開와 有價增資를 하도록 유도할 필요가 있다. 그러나 과거 대부분의 非公開企業이 막대한 投資資金需要를 주로 저렴한 銀行借入 등 他人資本에 의존코자 하였으며 企業公開나 有價增資를 기피하였다.

優良非公開企業이 公開를 기피하는 다른 이유로, 첫째는 기업의 效率성과 관계가 있다. 公開企業形態는 대규모 자본과 경영의 세분화를 필요로 하는 업종에는 기업의 效率性を 높이는 장점이 있으나, 한편으로는 經營陣과 株主間 또는 支配大株主와 大衆少額株主間이 利害相衝으로 富의 損失, 效率性 減少, 기타 代理人費用(agency cost)을 초래한다. 반면 個人所有 또는 非公開企業은 所有와 經營이 未分離됨으로써 代理人費用이 적고 企業家精神(entrepreneurship)을 提高할 뿐만 아니라 景氣變動에 탄력성있게 대응할 수 있다. 따라서 중소기업의 생산업종이나 대규모의 자본이 필요치 않은 일부 서비스업종 등은 오히려 非公開形態가 기업의 효율성을 높일 수 있다. 따라서 이러한 기업의 특성을 고려한 公開誘導政策이 바람직하다고 하겠다.

두번째 이유는 과거 企業公開로 인한 既存株主의 富의 流出이 너무 심하다는 데 있

다. 그 이유는 주식의 發行價가 市場價值와 발행당시의 주식시장상황(資金需給 등) 등 시장요인을 보다 면밀히 반영하여 發行株式의 소화가능성 등을 고려하여 결정되어야 할 것이니 과거 오랫동안 發行價格이 지나치게 낮게 책정되었다. 이렇게 發行價格을 낮게 책정함으로써 수요를 촉진하고, 공개후 주가가 하락하더라도 투자자의 피해를 최소화시키고자 하는 안정성 의도가 강조되었다.

지난 3년간(1984~86) 企業公開한 41개 회사의 發行價를 實證分析해 본 결과 發行價格이 평균 40.5% 割引發行되었고 그 추세는 더욱 심해지는 경향이 있다. 1984, 1985년의 割引率은 33%, 31%인데 비해 1986년의 割引率은 51%나 되었다. 이처럼 公開時 株式價格이 저평가 발행됨으로써 기존주주의 富의 손실이 컸으며 이것이 공개를 기피하게 하고 궁극적으로 우량주식의 공급확대를 통한 자본시장의 발전을 저해하는 요인으로 작용하였다고 하겠다.

이러한 문제는 發行價를 市場原理에 의해 發行會社 및 幹事會社가 자율적으로 결정토록 함으로써 해결될 수 있으며 이러한 관점에서 86년부터 企業公開制度上的 제규정을 개선하여 發行價自律化, 公開前 資産再評價 許容 등 公開沮害要因을 대폭 제거하였다.

이렇게 企業公開制度가 개선되어도 현대 재무이론이나 미국의 경우에 미루어 보아 이 제도하에서도 發行價는 豫想市場價格보다 割引되어 발행될 것으로 예상된다.

企業公開를 좀더 적극적으로 유도하는 방안의 하나는 현재 開設·運用되고 있는 場外市場에 優良企業 및 公開對象企業의 주식일부를 일정기간 賣買·流通시켜 株式의 市場價格이 형성될 수 있도록 유도함으로써 企業 新規公開時 發行價格決定의 합리화를 도모할 수도 있다. 즉 場外市場을 기업공개준비단계로서 활용하는 것이 매우 바람직하다고 하겠다.

企業公開의 경우와는 달리 이미 공개된 기업이 有償增資를 할 때에는 既存株主의 富의 外部流出이 상대적으로 적다고 볼 수 있다. 本橋에서는 1984~86년동안 有償增資한 239개 회사의 增資公示月 前後 12개월씩 총 25개월간의 配當, 權利落, 無償增資 등을 감안한 株式收益率을 株式市場 全體의 收益率과 비교한 결과 지난 3년간 有償增資는 既存株主의 富를 오히려 平均 14% 정도 증가시킨 것으로 나타났다. 또한 有償增資로 인한 기존주주의 富의 증가는 (1) 有償增資率과 正比例해 왔고, (2) 證市가 活況일때 더욱 증가했으며, (3) 時價發行이나 額面發行이냐의 여부와는 무관하였다.

有償增資時 市價에 대한 발행가의 할인율이 클수록 주가를 상승시키는 好材로 받아들여지고 시가발행일수록 惡材로 인식되어 주가를 하락하는 현상이 있다고 일부에서는 인식 되고 있으나 그러한 가설은 이론적으로 설명하기 용이하지 않을 뿐 아니라 本橋에서의 實證分析結果 입증은 안되는 것으로 나타났다.

有償増資가 既存株主의 富를 상당히 증가시켜왔는 데도 불구하고 상당수의 上場企業이 有償増資를 꺼려온 이유는 우선 現行 金融・租稅制度가 기업으로 하여금 가능한 自己資本에 의존하지 않게 하는 데 있다. 그 이외에도 配當壓力과 經營權 侵害내지 喪失憂慮를 들 수 있다. 配當壓力은 회사가 액면가의 일정한 비율로 現金配當을 해야 한다는 한국의 독특한 고정관념에 기인한다. 이러한 配當壓力을 緩和시켜 주기 위하여는 現金配當은 작으나 利益留保와 再投資에서 오는 資本利得이 위주가 되는 成長株式(growth stock)概念의 도입을 통해 配當多變化를 유도할 필요가 있다. 現金配當을 적게 하고 利益留保를 많이 하면 기업의 財務構造도 향상되는 효과가 있다.

경영권문제는 大株主가 自己資本供給能力이 없거나 金融・租稅制度에서 오는 요인이나 分散投資의 必要性에 의해 自己資本供給을 원하지 않을 때에는 심각한 문제로 대두된다. 이러한 經營權 侵害憂慮를 완화시키기 위해서는 현존해 있는 經營權引受統制制度를 통하여 中・短期的으로는 계속 經營權을 보장해 줄 필요가 있으나 장기적인 대책을 수립할 때에는 지나친 經營權保障은 방만한 경영을 초래한다는 것도 유의해야 한다.

企業公開나 有償増資를 통해 外部株主가 所有한 株式數가 확대됨에 따라 株式의 分散度가 심화되면 「주인없는 회사」의 현상이 발생할 수도 있다. 株式所有分散의 심화를 이용하여 現 經營陣이 지배권을 장악하고 이사회를 실질적으로 통제하면 企業官僚化, 소위 corpocracy의 발생을 초래한다. 그로 인해 방만하고 비효율적인 경영이 지속될 때 그것을 타개할 수 있는 방법중에 가장 효과적인 방법이 주식시장에서 公開買收(tender offer)를 통해 경영권을 바꾸는 방법(corporate takeover)이다. 그 이유는 방만한 경영에서 오는 기업의 非効率性이 주식시장에 반영됨으로써 社會價値가 하락하면 公開買收의 적합한 대상이 되기 때문이다. 이렇게 경영권이 시장원리에 따라 주식시장에서 매매가 가능하게 되면 企業官僚化에서 오는 방만한 경영을 미연에 방지하고 제거할 수 있다. 물론 이러한 현상이 한국의 가까운 장래에 발생하리라고는 생각치 않으나 有償増資와 企業公開 장려정책의 하나로서 經營權을 보장해 줄 경우에는 장기적인 시각에서 고려되어야 할 사항이다.

參 考 文 獻

1. Bradley, M., A. Desai & E.H. Kim 1983, "The Rationale behind Interfirm Tender Offers : Information or Synergy?", *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.
2. Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim, 1988, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of the Target and Acquiring

- Firms”, forthcoming in *Journal of Financial Economics*.
3. Dodd, P. and J. Warner, 1983, “On Corporate Governance : A Study of Proxy Context”, *Journal of Financial Economics* 11, 401–438.
 4. Ibbotson, R.G., 1975, “Price Performance of Common Stock New Issues”, *Journal of Financial Economics* 2, September, 235–272.
 5. Kim, E.H., 1986, “韓國企業財務構造 現況과 金融 및 稅制改革의 필요성”, 『經濟學研究』 34, December, 29–54.
 6. Kim, E.H. and J.D. Schatzberg, 1987, “Voluntary Corporate Liquidations”, forthcoming in *Journal of Financial Economics*.
 7. Kim, E.H. and Young–Ki Leen 1987, “證市活況의 政策的 活用方案”, 『政策討論資料』, 韓國開發研究院, April.
 8. Rock, K., 1986, “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics* 15, 187–212.