

- I. 검토배경
- II. 상장법인의 주권상장폐지제도 개요
- III. 상장법인의 퇴출 현황
- IV. 퇴출 상장법인의 경영 및 지배구조 실태
- V. 분석결과 종합
- VI. 결어

I. 검토배경

2009년 2월부터 증권시장에서는 상습적인 공시의무 위반이나 횡령·배임사고를 낸 상장법인 등 상장 적격성이 결여된 상장법인에 대하여 퇴출이 강화되는 상장폐지실질심사제가 도입됨에 따라 증권시장에서 퇴출되는 상장법인이 증가할 것으로 예상되는 것과 관련하여 주권 상장폐지기준 및 상장폐지절차 등 주권상장폐지제도에 대해 개략적으로 알아보고, 최근 2년간 유가증권시장 및 코스닥시장에서 주권이 상장폐지된 상장법인들을 대상으로 상장폐지사유 및 유형 등 상장폐지 현황과 상장폐지 직전의 경영·지배구조 실태 등에 대해 살펴보고 이들을 통해 상장폐지된 상장법인들의 주요 상장폐지 요인과 시사점 그리고 상장폐지제도의 향후 방향 등에 대해 짚어보고자 한다.

II. 상장법인의 주권상장폐지제도 개요

1. 주권상장폐지제도의 의의

주권상장폐지는 주권상장법인으로 부터 당해 상장주권에 대한 상장폐지 신청이 있거나 주권상장법인이 한국거래소가 정한 일정한 상장폐지기준에 해당되었을 경우 당해 상장법인의 신청에 의하지 아니하고 당해 상장주권에 대하여 증권시장에서 매매될 수 있는 자격을 박탈하는 것을 말한다.

본 분석에서는 상장법인의 의사와 상관없이 상장폐지 절차가 진행되는 신청에 의하지 아니한 상장폐지에 국한하여 논의하기로 한다.

상장유가증권이 상장폐지기준에 해당되면 원칙적으로 바로 상장폐지를 하여야 하나 한국거래소에서는 상장주권의 경우 일부 상장폐지사유에 대해서는 투자자들의 재산적 손실을 고려하여 즉시 상장폐지를 하지 않고 일정기간 상장폐지를 유예하여 투자자에게는 투자유의를 환기시키고 당해 상장법인에게는 상장폐지사유를 해소할 수 있는 시간적 기회를 주는 관리종목지정제도를 운용하고 있다.

주권상장법인은 주권상장폐지기준(한국거래소의 유가증권시장상장규정·코스닥시장상장규정)에 해당되면 상장폐지 절차를 거쳐 상장주권이 상장폐지 되는데 본 분석에서는 유가증권시장과 코스닥시장간 이전, 지주회사 전환·자회사 편입, 피흡수합병 등에 따른 해산 등 형식적인 상장폐지를 제외한 증권시장에서 완전히 사라지는 실질적인 상장폐지(퇴출)로 분석범위를 한정하였고, 또한 우선주 등 일부 상장종목이 상장폐지 되는 경우를 제외하고 보통주를 포함하여 전 상장주권이 상장폐지된 경우를 분석대상으로 하였다.

2. 주권의 상장폐지절차

상장주권의 상장폐지절차로 통상적으로 ① 부실사유의 발생에 따른 관리종목 지정사유 발생 → ② 관리종목 지정 → ③ 부실사유 확대 등 상장폐지사유 발생 → ④ 상장주권 매매거래정지, 당해 상장법인에게 상장폐지기준 해당 사실 통보 → ⑤ 당해 상장법인의 이의신청(이의신청 대상이 되고, 상장폐지에 대해 이의가 있는 경우) → ⑥ 상장폐지여부 심의(상장위원회) → ⑦ 상장폐지 결정 및 공시 → ⑧ 정리매매 → ⑨ 상장폐지로 진행된다.

그러나 상장폐지사유에 따라서는 관리종목 지정 또는 정리매매 절차 등을 생략하고 즉시 상장폐지 되는 경우도 있고 영업활동 정지, 회생절차 중단, 중요사항의 고의·상습적 공시의무 위반 및 종합 상장폐지심사대상 사유(상당한 규모의 재산적 손실을 가져올 횡령·배임, 중요한 회계처리기준 위반 행위, 상장폐지의 회피를 위한 편법 재무구조 개선행위 등)에 대해서는 상장위원회 대신 상장폐지실질심사위원회의 심의를 거쳐 상장폐지여부가 결정된다.

3. 주권의 상장폐지기준

유가증권시장과 코스닥시장의 주권 상장폐지기준은 큰 틀에서는 같으나 시장별 특성에 따라 일부 내용이 상이하거나 새

로운 상장폐지사유가 추가되는 등 세부내용에서는 다소 차이가 있으며, 최근 유가증권시장 및 코스닥시장의 상장규정이 개정되어 퇴출기준이 강화된 바 있다(표-1 참조).

주권 상장폐지기준 중 지배구조와 직접 관련이 있는 사항으로는 ① 사외이사 수 미달, ② 감사위원회 미설치 또는 구성요건 불충족, ③ 주식 분포상황(소액주주수 및 소액주주 소유주식수) 미달, ④ 불성실공시 등 공시의무 위반, ⑤ 정해진 요건을 위반한 우회상장, ⑥ 횡령·배임 및 회계처리기준 위반 행위 등 실질상장폐지 심사대상 사유 발생, ⑦ 정기주주총회를 개최하지 않거나 정기주주총회에서 재무제표 미승인(코스닥시장) 등이 있고 또한 유가증권시장과 코스닥시장 간에 시장별 특성에 따라 다소 차이가 있다.

<표-1> 시장별 주권상장폐지기준('09.2.4 시행) 비교

유가증권시장	코스닥시장
▶제출기한부터 10일내 사업보고서 미제출, 반기·분기보고서 미제출로 관리종목 지정 법인이 사업·반기·분기보고서 미제출	▶제출기한부터 10일내 사업보고서 미제출, 정기보고서 미제출로 관리종목 지정 후 정기보고서 미제출 등
▶최근 사업연도 감사의견 부적정·의견거절, 최근 2사업연도 한정의견(감사범위 제한)	▶최근 사업연도 감사의견 부적정·의견거절·한정의견(감사범위 제한), 자본 잠식·자기자본 미달로 관리종목 지정 후 최근 반기 감사의견 부적정 등
▶주된 영업활동 정지	▶좌동 **
▶최종부도 발생 또는 은행거래정지	▶좌동
▶최근 사업연도 자본금 전액 잠식, 최근 2사업연도 계속 자본금 50% 이상 잠식	▶최근 사업연도 자본금 전액 잠식, 최근 2반기·사업연도 계속 자본금 50% 이상 잠식 또는 자기자본 10억원 미만
▶최근 2사업연도 계속 소액주주수가 200명 미달 또는 소액주주 소유주식수가 유동 주식수의 10% 미만	▶좌동(소액주주 소유주식수가 유동주식수의 20% 미만)
▶최근 2반기 계속 월평균거래량이 유동주식 수의 1% 미만	▶좌동(최근 2분기 계속)
▶회생절차 중단(개시신청 기각, 개시결정 취소 등), 심사결과 상장 적격성 불인정 **	▶좌동 **
▶사외이사 수 미달, 감사위원회 미설치 또는 구성요건 불충족 등(사업보고서상)	▶좌동
▶해산사유 발생	▶좌동
▶고의·중과실로 공시의무 위반 **	▶불성실공시로 관리종목 지정 후 불성실 공시 누계벌점이 15점 이상 등 **
▶주식양도의 제한	▶좌동
▶지주회사의 완전자회사가 되고 지주회사 주권이 신규상장 되는 경우	▶유가증권시장 상장을 위한 상장폐지신청-
▶최근 2사업연도 계속 매출액 50억원 미만	▶좌동(매출액 30억원 미만)
-	▶최근 5사업연도 계속 영업손실 발생, 자기자본 50% 초과 사업손실 발생 계속
▶주가의 액면가 20% 미달 상태 계속	-
▶상장시가총액 50억원 미달 상태 계속	▶상장시가총액 40억원 미달 상태 계속
▶합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산 양수, 현물출자 등과 관련된 최대주주 변경 (우회상장 관련)	▶요건을 위반한 합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산 양수, 현물출자 등 (우회상장 관련)
▶종합적인 실질 상장폐지 심사대상 사유 ** ▷ 횡령·배임, 회계처리기준 위반, 편법적 재무구조 개선 행위, 기타 공익과 투자자 보호 등을 위해 상장폐지 필요 인정시	▶좌동 **

-	▶사업보고서 제출기한내 정기주총 미개최 또는 정기주총에서 재무제표 미승인으로 관리종목 지정 상태 계속
-	▶상장관련서류 중요사항 허위 기재 등 **

※' ** '은 실질상장폐지심사 대상임

III. 상장법인의 퇴출 현황

1. 개요

2007년과 2008년에 유가증권시장에서는 10사와 4사가 상장폐지 되고 이중 5사와 2사(전체 상장법인 수의 각각 0.7%와 0.3%에 해당)가 퇴출되었고, 코스닥시장에서는 7사와 23사가 상장폐지 되고 이중 6사와 18사(전체 상장법인 수의 각각 0.6%와 1.8%에 해당)가 퇴출된 것으로 나타났다(표-2 참조).

최근 2년간 퇴출된 상장법인 수가 유가증권시장에서는 크게 감소(5사→2사)한 반면 코스닥시장에서는 증가(6사→18사)하였는데, 코스닥시장의 퇴출 증가는 최근 상장폐지기준이 강화되고 경제상황의 악화 등으로 상장법인의 경영실적이 부진한데다 증시폭락으로 자본시장에서 자금조달이 어려운데 따른 것으로 보인다.

또한 최근 2년간 전체 상장폐지건수 중에서 퇴출건수 비중은 유가증권시장의 경우 50.0%(7사/14사), 코스닥시장의 경우 80.0%(24사/30사)로 특히, 코스닥시장에서 퇴출 비중이 더욱 높은 것으로 나타났다.

<표-2> 상장법인의 상장폐지 및 퇴출 현황

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장		코스닥시장	
	'07년	'08년	'07년	'08년
전 상장법인 수(해당 연도 초일)	731	745	963	1,022
전체 상장폐지 상장법인 수(A)	10(1.4)	4(0.5)	7(0.7)	23(2.3)
퇴출 상장법인 수(B)	5(0.7)	2(0.3)	6(0.6)	18(1.8)
비율(B/A)	50.0	50.0	85.7	78.3

※ 괄호는 전체 상장법인 수 대비 비율임

※ 상장폐지(퇴출 포함)법인 수에는 상장폐지절차의 진행이 보류중인 상장법인도 포함

2. 퇴출 사유

최근 2년간 퇴출 상장법인(유가증권시장 7사, 코스닥시장 24사)의 퇴출사유로는 감사의견거절, 자본전액잠식, 2회 연속 자본잠식률 50% 이상, 최종 부도, 사업보고서 미제출 등으로 다양하나 유가증권시장과 코스닥시장에서 감사의견거절 및 자본잠식 사유가 거의 대부분을 차지(유가증권시장 85.7%, 코스닥시장 79.2%)한 것으로 나타났는데 이는 퇴출 상장법인들의 재무구조 악화와 경영실적 부진 등에 기인된 것으로 보인다(표-3 참조).

<표-3> 퇴출사유 현황(2007~2008년)

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장	코스닥시장
감사의견거절	2(28.6)	8(33.3)
자본전액잠식	4(57.1) *	6(25.0)
2회 연속 자본잠식률 50% 이상 등	-	5(20.8)
최종부도 발생	-	2(8.3)
사업보고서 미제출	1(14.3) **	1(4.2)
기타(거래실적 부진, 대규모 사업손실 등)	-	2(8.4)
합 계	7(100)	24(100)

※ 퇴출사유가 복수인 경우 중요 퇴출사유 기준으로 1건 처리

※ 4사(*) 중 1사와 1사(**)는 감사의견거절 사유도 함께 발생

3. 상장존속기간

최근 2년간 퇴출 상장법인의 상장존속기간(신규상장일로 부터 상장폐지일 까지 기간)은 유가증권시장(7사)의 경우 3년7개월~19년10개월(평균 13년10개월), 코스닥시장(24사)의 경우 4년9개월~12년2개월(평균 6년9개월)로 유가증권시장 퇴출 상장법인은 15년 이상~20년 미만 대에, 코스닥시장 퇴출 상장법인은 5년 이상~ 10년 미만 대에 집중되어 있는 것으로 나타났으며 시장과 상장법인의 특성 등에 따라 유가증권시장 퇴출 상장법인이 코스닥시장 퇴출 상장법인에 비해 상대적으로 장기간 동안 상장을 유지해 온 것으로 보인다(표-4 참조).

<표-4> 상장존속기간 현황

(단위 : 사, %)

상장존속기간	유가증권시장	코스닥시장
5년 미만	1(14.3)	2(8.3)
5년 이상 ~ 10년 미만	1(14.3)	19(79.2)
10년 이상 ~ 15년 미만	1(14.3)	3(12.5)
15년 이상 ~ 20년 미만	4(57.1)	-
합 계	7(100)	24(100)

4. 퇴출 유형

최근 2년간 퇴출된 상장법인의 퇴출 유형을 보면 유가증권시장(7사)의 경우 4사(57.1%)가 퇴출과 직접 관련 없는 사유로 관리종목으로 지정되었다가 퇴출사유 발생에 따라 퇴출(나머지 3사는 관리종목 지정절차 없이 즉시 퇴출)되었고, 코스닥시장(24사)의 경우 24사 모두가 퇴출 전에 관리종목 지정 절차를 거쳤는데 이중 8사(33.3%)는 퇴출과정에서 관리종목으로 지정되었고 16사(66.7%)는 퇴출과 직접 관련 없는 사유로 관리종목에 지정되었다가 퇴출사유 발생에 따라 퇴출된 것으로, 퇴출 상장법인 다수(유가증권시장 57.1%, 코스닥시장 66.7%)가 자본잠식 등의 사유로 관리종목에 지정되었다가 기존 부실사유가 더욱 악화되거나 새로운 퇴출사유가 발생하여 결국은 퇴출절차를 밟은 것으로 보인다(표-5 참조).

<표-5> 퇴출 유형별 퇴출 현황

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장	코스닥시장
관리종목 지정 상당기간 경과 후 퇴출	4(57.1)	16(66.7)
퇴출과정에서 관리종목 지정	-	8(33.3)
관리종목 지정 없이 즉시 퇴출	3(42.9)	-
15년 이상 ~ 20년 미만	7(100)	24(100)
합 계		

※'퇴출과정에서 관리종목 지정'은 코스닥시장에 있는 상장폐지절차로 상장폐지사유발생시 일단 관리종목으로 먼저 지정하고 사유 최종 확인시 상장폐지절차로 진행

5. 퇴출 절차에 대한 상장법인의 대응

최근 2년간 퇴출된 상장법인들이 퇴출절차의 진행을 막기 위한 대응(상장폐지금지가처분신청 등 법적대응과 거래소에 이의신청 등) 현황을 살펴보면 유가증권 시장(7사)의 경우 2사(28.6%)가 법적대응을 하였고, 코스닥시장(24사)의 경우 17사가 법적대응을 하고 6사가 이의신청을 하는 등 총 20사(83.3%)가 퇴출에 적극적으로 대응한 것으로 나타났다(표-6 참조).

<표-6> 퇴출절차에 상장법인 대응 현황

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장	코스닥시장
퇴출절차에 법적대응(A)	2(28.6)	14(58.3)
거래소에 이의신청(B)	-	3(12.5)
A + B	-	3(12.5)

퇴출절차에 무 대응	5(71.4)	4(16.7)
합 계	7(100)	24(100)

퇴출 상장법인(특히, 코스닥시장)이 퇴출에 이의제기가 많은 이유는 상당수 퇴출 상장법인들이 퇴출기준·절차 등을 수긍하지 못하고 퇴출조치의 부당함을 지적하거나 억울함을 호소한데 따른 것으로 향후 개선 여지가 있다 할 것이다.

IV. 퇴출 상장법인의 경영 및 지배구조 실태

1. 분석 범위

최근 2년간('07~'08년) 퇴출(퇴출절차 진행 중인 상장법인 포함)된 상장법인(유가증권시장 7사, 코스닥시장 24사)을 대상으로 기업규모·재무구조·영업실적 및 자금조달실적 등 경영현황과 퇴출과 관련이 있을 수 있다고 판단되는 주요 지배구조 항목을 중심으로 지배구조 실태를 파악해 보았으며 퇴출 상장법인과 일반 상장법인의 지배구조 평가결과를 비교해 보았다.

2. 경영현황

가. 기업규모

퇴출 직전 사업연도 말 기준 자본금의 경우 유가증권시장은 169.8~2,008.5억원(평균 600.0억원), 코스닥시장은 25.8~240.6억원(평균 123.3억원)으로 전 상장법인 평균자본금(유가증권시장 1,448.8억원, 코스닥시장 139.8억원) 대비 유가증권시장은 크게 낮고 코스닥시장은 비슷한 수준을 보였으며 자산총액의 경우 유가증권시장은 190.4~7,055.1억원(평균 2,144.2억원), 코스닥시장은 57.3~3,064.9억원(평균 368.1억원)으로 전 상장법인 평균자산총액(유가증권시장 13,503.0억원, 코스닥시장 869.5억원)보다 크게 낮게 나타나는 등 일부 퇴출 상장법인을 제외하고는 자본금 및 자산총액 규모가 전 상장법인의 평균 수준에도 훨씬 못 미치는 중소형 상장법인들이 주로 퇴출된 것으로 나타났다(표-7 참조).

<표-7> 자본금 및 자산총액 현황(퇴출 직전 사업연도 말 기준)

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장		코스닥시장	
	평균자본금	평균자산총액	평균자본금	평균자산총액
전 상장법인	1,448.8	13,503.0	139.8	869.5
퇴출 상장법인	600.0	2,144.2	123.3	368.1

※ 전 상장법인 자본금은 2007년 말 현재 전 상장법인(유가증권 745사, 코스닥 1,022사), 자산총액은 12월 결산 상장법인(금융업 제외, 유가증권 546사, 코스닥 888사) 대상

나. 재무구조

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 2사업연도 기준으로 재무구조를 대비해 보면 유가증권시장과 코스닥시장에서 자산총액 및 자본총액은 감소한 상장법인 수가, 부채총액은 증가한 상장법인 수가 상대적으로 많았고 자본잠식 상장법인 수가 크게 증가(유가증권시장 및 코스닥시장 전체 퇴출 상장법인 수의 각각 71.4%와 41.7%에 해당)한 것으로 나타나 퇴출 상장법인들의 퇴출 직전 재무구조가 크게 악화된 것으로 보인다(표-8 참조).

<표-8> 재무구조 변동 현황(퇴출 직전 2사업연도 대비)

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장	코스닥시장
자산총액	증가 2사(28.6%), 감소 5사(71.4%)	증가 10사(41.7%), 감소 14사(58.3%)
자본총액	증가 3사(42.9%), 감소 4사(57.1%)	증가 10사(41.7%), 감소 14사(58.3%)
부채총액	증가 5사(71.4%), 감소 2사(28.6%)	증가 13사(54.2%), 감소 11사(45.8%)
자본잠식	1사(14.3%) → 5사(71.4%)	3사(12.5%) → 10사(41.7%)

다. 영업실적

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 2사업연도의 영업실적을 대비해 보면 유가증권시장(7사)의 경우 매출액 증가 1사·감소 6사, 영업이익 적자전환 1사·2년 연속 적자 6사로 나타났고 코스닥시장(24사)의 경우 매출액 증가 11사·감소 13사, 영업이익

익 증가 4사(흑자전환 2사) · 2년 연속 적자 18사 · 적자 전환 2사로 나타나 매출액은 감소한 상장법인 수가 많았고 영업이익은 2년 연속 적자인 상장법인이 대부분을 차지하는 등 퇴출 상장법인 다수의 영업실적이 극히 저조하고 악화되고 있는 것으로 나타났다

특히 최근 코스닥시장에서 퇴출기준으로 신설된 '최근 5사업연도 계속 영업손실 발생'(4사업연도 계속 영업손실 발생은 관리종목 지정요건)과 관련하여 퇴출 전 5사업연도 영업이익을 살펴본 결과 퇴출 상장법인 절반 이상에서 4년 이상 영업손실이 발생(유가증권시장 57.1%, 코스닥시장 54.2%)하였으며, 5년 계속 영업손실이 발생한 퇴출 상장법인(유가증권시장 28.6%, 코스닥시장 29.2%)도 상당수 있는 등 다수의 퇴출 상장법인들이 만성적인 적자로 경영상 어려움을 겪어 온 것으로 나타났다.

라. 자금조달 및 재무구조 개선 추진 현황

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 1년간의 기간 중 유상증자, 감자 및 주식관련사채(CB · BW · EB) 발행 등 자금조달과 재무구조 개선 추진 현황을 살펴보았다.

유상증자의 경우 유가증권시장(7사)은 3사(42.9%)에서 8회(사당 평균 2.7회, 최고 4회), 코스닥시장(24사)은 22사(91.7%)에서 79회(사당 평균 3.6회, 최고 8회) 실시로 빈번하였는데 대부분 제3자배정 증자방식(유가증권시장 62.5%, 코스닥시장 77.2%)으로 증자절차가 간편한 소액(20억원 미만)증자가 상당수를 차지(유가증권시장 37.5%, 코스닥시장 39.2%)하였으며 증자건수 중 절반 이상이 청약미달 등에 따라 무산되거나 규모가 축소되고 증자 지연이 허다 하는 등 다수의 퇴출 상장법인이 유상증자에 실패하거나 차질을 빚은 것으로 나타났다(표-9 참조).

<표-9> 자금조달 및 재무구조 개선 추진 현황(퇴출 직전 1년간)

구분			유가증권시장	코스닥시장
유상증자	상장법인 수, 횟수(평균횟수)		3사, 총 8회(2.7회)	22사, 총 79회(3.6회)
	증자방식	제3자배정	5회(62.5%)	61회(77.2%)
		주주배정, 일반공모	3회(37.5%)	18회(22.8%)
	증자규모	소액 증자	3회(37.5%)	31회(39.2%)
		일반 증자	5회(62.5%)	48회(60.8%)
	증자결과	계획대로 증자	3회(37.5%)	39회(49.4%)
		증자 무산, 규모 축소	5회(62.5%)	40회(50.6%)
감자	상장법인 수, 횟수(평균 횟수)		4사, 총 5회(1.3회)	14사, 총 14회(1.0%)
	감자결과	계획대로 감자	4회(80.0%)	8회(57.1%)
		감자 무산	1회(20.0%)	6회(42.9%)
주식관련 사채 (CB, BW, EB) 발행	상장법인 수, 횟수(평균횟수)		3사, 총 7회(2.3회)	19사, 총 48회(2.5회)
	발행방식	사모 발행	3회(42.9%)	18회(37.5%)
		공모 발행	4회(57.1%)	30회(62.5%)
	발행규모	소액 발행	3회(42.9%)	23회(47.9%)
		일반 발행	4회(57.1%)	25회(52.1%)
	발행결과	계획대로 발행	7회(100%)	34회(70.8%)
		발행 무산, 규모 축소	-	14회(29.2%)

주식관련사채의 경우 유가증권시장은 3사(42.9%)에서 7회(사당 평균 2.3회, 최고 5회), 코스닥시장은 19사(79.2%)에서 48회(사당 평균 2.5회, 최고 6회) 발행되어 빈번하였는데 사모발행과 소액발행이 잦고 발행이 무산되거나 규모가 축소(코스닥시장)된 경우도 있는 등 많은 퇴출 상장법인이 주식관련사채 발행에 어려움을 겪은 것으로 나타났다.

감자의 경우 유가증권시장은 4사(57.1%)에서 5회, 코스닥시장은 14사(58.3%)에서 14회 실시로 퇴출 상장법인의 과반수 이상에서 감자가 추진되고 감자가 무산된 경우도 상당수 있는 등 많은 퇴출 상장법인들이 퇴출 직전에 재무구조 개선 등의 목적으로 감자를 추진한 것으로 나타났다.

퇴출 상장법인이 퇴출 직전에 유상증자 · 주식관련사채 발행과 감자가 빈번하게 추진한 것은 자본잠식 해소와 재무구조 개선으로 퇴출을 피하기 위하여 이들을 적극적으로 활용하였음을 뜻한다 할 것이다.

마. 기업합병·분할 등 M&A 현황

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 1년간의 기간 중 기업합병·분할, 영업양수도, 주식교환·이전, 공개매수 등 M&A 현황을 살펴보면 유가증권시장(7사)의 경우 1사(14.3%)에서 1회의 영업양수(중단)가 있었고, 코스닥시장(24사)의 경우 회사분할 1회·합병 2회(1회 취소)·공개매수 1회 등 4사(16.7%)에서 4회의 M&A가 추진되는 등 퇴출 상장법인 일부에서 퇴출 직전에 M&A가 추진된 것으로 나타났다.

바. 감사의견(감사보고서)

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 2사업연도 사업보고서에 대한 감사의견을 살펴보면 유가증권시장(7사)은 5사(71.4%)가, 코스닥시장은 16사(66.7%)가 1회 이상 감사의견이 비 적정인 것으로 나타나는 등 퇴출 상장법인의 2/3 이상에서 퇴출 직전의 부실한 재무상태가 이미 감사의견에 반영된 것으로 보인다(표-10 참조).

<표-10> 사업보고서에 대한 감사의견 현황(퇴출 직전 2사업연도)

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장	코스닥시장
적정의견 2회(비 적정의견 없음)	2(28.6)	8(33.3)
적정의견 1회(비 적정의견 1회)	5(71.4)	13(54.2)
적정의견 없음(비 적정의견 2회)	-	3(12.5)
합 계	7(100)	24(100)

※'비 적정의견'에는 감사의견거절 또는 부 적정, 한정의견 포함

사. 기타

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 1년간의 기간 중 사업목적 및 사명 변경, 영업활동정지 및 회생절차개시 현황 등에 대해 살펴 보았다.

사업목적 변경의 경우 유가증권시장(7사)은 3사(42.9%)에서 3회, 코스닥시장(24사)은 17사(70.8%)에서 26회에 걸쳐 사업 목적 추가를 위해 정관변경을 추진하는 등 신규사업 진출·사업다각화 등을 위해 사업목적 변경을 활발하게 추진한 것으로 나타났는데 사업목적 변경 중 일부는 퇴출 상장법인의 본업과 연관이 없고 경영상황 등 여건이 감안되지 않은 것으로 보인다.

사명 변경의 경우 유가증권시장(7사)의 경우 2사(28.6%)에서, 코스닥시장(24사)의 경우 7사(29.2%)에서 사명변경이 있는 등 퇴출 상장법인 일부에서 퇴출 직전에 부실 기업이미지 개선 등을 위해 사명 변경을 한 것으로 보인다.

퇴출 상장법인 중에는 회생 가능성이 적어 회생절차가 폐지(유가증권시장 1사)되고 관계법규 위반 등으로 영업정지처 분(코스닥시장 1사)을 받거나 대표이사 등이 구속·고소(코스닥시장 5사)되는 등 위법행위도 있었던 것으로 나타났다.

3. 지배구조 실태

가. 분야별 지배구조 실태

(1) 소유구조

퇴출 상장법인의 퇴출 직전 2사업연도 말 기준으로 최대주주·소액주주 지분율을 대비해 보면 유가증권시장(7사)과 코스닥시장(24사)에서 최대주주 평균지분율은 감소하고 소액주주 평균지분율은 증가한 것으로 나타나 퇴출을 앞두고 최대 주주 지분율은 감소한 반면, 소액주주 지분율은 증가한 양상을 보이며, 코스닥시장에서 지분율의 변동 폭이 상대적으로 큰 것으로 나타났다(표-11 참조).

<표-11> 최대주주·소액주주 지분율 현황(퇴출 직전 2사업연도 말 기준)

구분	유가증권시장			코스닥시장		
	직전 2	직전 1	증감	직전 2	직전 1	증감
최대주주 평균지분율	34.0%	31.2%	- 2.8%p(8.2%)	24.3%	14.4%	- 9.9%p(40.7%)
소액주주 평균지분율	52.6%	54.0%	1.4%p(2.9%)	62.1%	72.3%	10.2%p(16.4%)

퇴출 직전 사업연도 말 기준 최대주주 지분율의 경우 유가증권시장은 10.8~55.9%(평균지분율 31.2%), 코스닥시장은 1.9~91.8%(평균지분율 14.4%)로 유가증권시장이 상대적으로 높은 반면 소액주주 지분율의 경우 유가증권시장은 21.1~77.4%(평균지분율 54.0%), 코스닥시장은 8.1~96.6%(평균지분율 72.3%)로 코스닥시장이 상대적으로 높은 것으로 나타났다

다.

또한, 양 시장 공히 지분율 편차가 매우 크나 최대주주 지분율의 경우 유가증권시장은 10~50%대, 코스닥시장은 20% 미만
대에 집중되어 있고 소액주주 지분율의 경우 유가증권시장은 50~80%대, 코스닥시장은 80% 이상 대에 집중되어 있으며
특히, 코스닥시장의 지분율 집중도가 매우 높게 나타났다(표-12 참조).

<표-12> 최대주주 · 소액주주 지분율 분포 현황(퇴출 직전 사업연도 말 기준)

(단위 : 사, %)

구분	유가증권시장		코스닥시장	
	최대주주	소액주주	최대주주	소액주주
10% 미만	-	-	14(58.3)	2(8.3)
10% 이상 ~ 20% 미만	3(42.9)	-	8(33.3)	-
20% 이상 ~ 50% 미만	3(42.9)	2(28.6)	-	1(4.2)
50% 이상 ~ 80% 미만	1(14.3)	5(71.4)	1(4.2)	9(37.5)
80% 이상	-	-	1(4.2)	12(50.0)
합 계	7(100)	7(100)	24(100)	24(100)

최대주주 지분율이 지나치게 낮을 경우 잦은 최대주주 변경과 경영진의 빈번한 교체로 이어져 경영 불안정 및 기업 부실
초래로 퇴출요인으로 작용할 수 있는 반면, 지나치게 높을 경우 주식분산 저조에 따른 거래실적 부진으로 퇴출로 이어지
는 경우도 있는 것으로 보인다.

그리고 퇴출 상장법인의 퇴출 직전 1년간 기간 중 최대주주의 변경횟수는 유가증권시장의 경우 3사(42.9%)에서 5회(사당
평균 1.7회, 최고 2회), 코스닥시장의 경우 17사(70.8%)에서 32회(사당 평균 1.9회, 최고 4회)로 양 시장 퇴출 상장법인들
에서 최대주주의 변경이 매우 빈번한 것으로 나타났다.

(2) 이사회 운영

이사회 운영과 관련하여 퇴출 직전 1년간 또는 사업연도 말 기준 대표이사의 임기만료 전 변경횟수, 사외이사 선임비율
및 중도퇴임 횟수에 대해 살펴보았다.

대표이사 변경횟수는 유가증권시장(7사)은 3사(42.9%)에서 5회(사당 평균 1.7회, 최고 3회), 코스닥시장(24사)은
16사(66.7%)에서 37회(사당 평균 2.3회, 최고 5회)로 나타났고 사외이사 중도퇴임횟수는 유가증권시장은 3사(42.9%)에서
8회(사당 평균 2.7회, 최고 4회), 코스닥시장은 15사(62.5%)에서 29회(사당 평균 1.9회, 최고 6회)로 나타나 퇴출 상장법인
상당수에서 대표이사 변경과 사외이사 중도퇴임이 빈번하게 행해졌으며 잦은 대표이사 변경과 사외이사 중도퇴임은 퇴
출에도 상당한 영향을 미친 것으로 볼 수 있다.

사외이사 평균선임비율은 유가증권시장은 35.6%, 코스닥시장은 29.5%로 2007사업연도 말 기준 전체 상장법인(자산규모
2조원 미만 상장법인)의 평균선임비율(유가증권시장 31.5%, 코스닥시장 30.6%)과 큰 차이가 없는 것으로 보인다.

(3) 공시제도의 운영

퇴출 직전 1년간 유가증권시장(7사)에서는 2사(28.6%)가 4회(사당 평균 2.0회, 최고 3회), 코스닥시장(24사)에서는
14사(58.3%)가 31회(사당 평균 2.2회, 최고 3회)에 걸쳐 공시의무 위반으로 불성실공시법인에 지정되는 등 퇴출 상장법인
의 상당수에서 퇴출 직전에 불성실공시가 집중 발생한 것으로 나타났고 특히, 코스닥시장에서는 불성실공시 반복으로 투
자유지종목으로 지정(5회)되거나 관리종목 지정사유가 추가(4회)되는 경우도 있어 공시의 신뢰성을 저해한 것으로 보인
다.

이와 같이 퇴출 상장법인들에서 불성실공시가 집중 발생함은 취약한 재무구조 하에서 무리한 자금조달과 신규사업 또는
M&A를 추진한 것과 관련되는 것으로 부실 상장법인에서 불성실공시가 집중적으로 발생함은 퇴출 가능성을 더욱 높여
주는 징후의 하나로 볼 수 있을 것이다.

(4) 내부통제시스템의 운영

퇴출 상장법인의 내부통제시스템 운영(퇴출 직전 1년간 또는 사업연도 말 기준)과 관련하여 감사기구 형태, 감사(감사위
원회 위원 포함)의 중도퇴임횟수, 내부회계관리제도 운영에 대한 외부감사인의 검토의견에 대해 살펴보았다

유가증권시장은 상근감사(71.4%), 코스닥시장은 비상근감사(62.5%) 중심으로 운영되고 감사 중도퇴임의 경우 유가증권
시장은 3사(42.9%)에서 4회, 코스닥시장은 11사(45.8%)에서 14회(사당 평균 1.3회, 최고 3회)로 퇴출 상장법인 상당수에서

빈번하게 행해 졌으며 유가증권시장 6사(85.7%), 코스닥시장 18사(75.0%)가 내부통제시스템이 효과적으로 작동하지 않거나 관련 보고서 미제출 등으로 검토의견이 제시되지 않는 등 퇴출 상장법인 중 다수가 내부통제절차나 운영에 미흡한 점이 있다는 지적을 받은 것으로 나타났다(표-13 참조).

또한, 내부통제시스템이 효율적으로 작동하지 않음에 따라 발생하는 횡령·배임건수도 유가증권시장은 2사(28.6%)에서 3회, 코스닥시장은 13사(54.2%)에서 16회 (관련자 84.2%가 대표이사)로 퇴출 직전에 발생빈도가 높은 것으로 나타났다.

그리고 코스닥시장 퇴출 상장법인 중 2사(8.3%)가 분식회계로 관계기관으로부터 과징금 부과 등의 제재조치(유가증권시장은 사례 없음)를 받는 등 퇴출 직전에 발생한 횡령·배임사고와 부실 회계처리 등 내부통제 미비는 퇴출 상장법인의 퇴출에도 상당한 영향을 미친 것으로 보인다.

<표-13> 내부통제활동 현황(퇴출 직전 1년간 또는 사업연도 말 기준)

구분		유가증권시장	코스닥시장	비고
감사기구 형태	상근감사 선임	5사(71.4%)	9사(37.5%)	감사위원회를 설치한 상장법인 없음
	비상근감사 선임	2사(28.6%)	15사(62.5%)	
감사 중도퇴임횟수		3사, 총 4회	11사, 총 14회	
내부회계관리 제도 운영	비효율적 운영	6사(85.7%)	18사(75.0%)	
	효율적 운영	1사(14.3%)	6사(25.0%)	

※ 내부회계관리제도의 '비효율적 운영'에는 중요한 취약점 발견 또는 관련 보고서 미제출 등에 따른 검토불가 또는 검토의견 미 제시 등이 포함

(5) 주주권리 보호 등

주주권리 보호부문에서는 퇴출 상장법인의 퇴출 직전 1년간 소송 등 법적분쟁 발생, 소수주주권 행사, 집중투표제 도입 현황 등에 대해 살펴보았다.

법적분쟁의 경우 유가증권시장(7사)은 5사(71.4%)에서 6회(사당 평균 1.2회), 코스닥시장(24사)은 8사(33.3%)에서 29회(사당 평균 3.6회, 최고 8회) 발생(51.4%가 경영권 관련)하는 등 퇴출 직전에 집중 발생하였고 이는 경영의 안정성 저해와 경영실적 악화 초래로 상장법인의 퇴출에도 상당한 영향을 미친 것으로 보인다.

소수주주권은 코스닥시장 퇴출 상장법인 3사(12.5%)가 5회 행사(유가증권시장은 사례 없음)에서 행사되었고, 집중투표제는 양 시장 퇴출 상장법인 모두가 도입을 배제하고 있는 것으로 나타났다.

나. 지배구조 평가결과

<표-14> 기업지배구조센터의 지배구조 평가결과(평균평점)

(단위 : 사, 점)

구분	유가증권시장		코스닥시장	
	전 상장법인	퇴출 상장법인	전 상장법인	퇴출 상장법인
상장법인 수	685	7	1,017	24
평균평점	114.8	66.9	95.7	73.4

※ '퇴출 상장법인'은 퇴출 직전 사업연도, '전 상장법인'은 2007사업연도 기준

「기업지배구조센터」의 상장법인에 대한 지배구조 평가(주주권리 보호·이사회·공시·감사기구 및 경영과실 배분 등 5개 부문 300점 만점)결과 유가증권시장(7사)과 코스닥시장(24사) 퇴출 상장법인의 평균평점이 양 시장 전 상장법인 평균평점에 비해 크게 뒤떨어지는 것으로 나타났는데, 이는 퇴출 직전에 퇴출 상장법인의 지배구조가 전반적으로 크게 취약함을 의미한다(표-14 참조).

V. 분석결과 종합

분석결과 퇴출 상장법인들은 영업실적 부진 및 재무구조 악화에 따른 자본전액감식·감사의견거절 등의 사유로 주로 퇴출되었으며, 일반 상장법인에 비해 크게 취약한 지배구조도 퇴출과 연관이 있는 것으로 나타났다.

또한, 한계 상장법인들의 수년간 누적된 취약요인들이 전혀 개선됨이 없이 더욱 악화된 것도 퇴출요인으로 작용한 것으로

로 볼 수 있다.

경영 및 지배구조와 관련하여 퇴출 상장법인에서 퇴출 직전에 공통적으로 나타난 사항으로는 ① 최대주주 지분율이 감소하고 일반 상장법인에 비해 낮으며 최대주주의 변경이 잦은 등 낮은 경영 안정성, ② 이사회 운영과 관련하여 잦은 대표이사 변경으로 경영 전문성과 계속성을 저해하며, 사외이사 중도퇴임이 잦은 등 취약한 지배구조, ③ 만성 적자 등 영업실적 부진, 유상증자 및 주식관련사채 발행을 통한 과도한 자금조달 추진과 무산에 따른 자금조달 차질, 감사 무산 등 재무구조 개선 실패, ④ 무리한 자금조달 또는 신규사업 추진 과정에서 공시의무 위반으로 불성실공시법인 지정 빈발, ⑤ 감사 중도 퇴임과 경영진 횡령·배임사고가 잦고 내부통제절차·운영이 미흡하다는 지적을 받는 등 내부통제시스템의 취약, ⑥ 법적분쟁이 집중 발생하고 일부에서 소수주주권이 행사되는 등 주주권리 보호가 취약한 점 등을 들 수 있다.

위에서 본 바와 같이 퇴출 상장법인들은 경영 및 지배구조의 여러 부문에 걸쳐 취약점이 있는 것으로 나타났으나, 이들 취약요인들은 현재 대부분 퇴출기준에 포함되어 있지 않으며 포함되어 있는 경우에도 그 기준이 지나치게 낮은 것으로 이에 대한 재검토가 필요한 것으로 생각된다.

현행 퇴출기준에 지배구조에 관한 사항이 일부 포함되어 있으나, 현행 기준은 상장법인의 경영투명성 제고와 지배구조의 개선을 지원하고 지배구조가 취약한 상장법인들을 걸러내는데 충분하지 못한 것으로 생각된다.

많은 퇴출 상장법인들이 거래소의 퇴출조치에 반발하는 것은 퇴출기준·절차에 퇴출 상장법인들이 수긍하기 어려운 점이 있을 수 있으므로 이에 대해서도 좀 더 충분한 검토가 필요한 것으로 생각되며 특히, 상장폐지 실질심사제도의 효율적인 운영을 통해 퇴출제도에 많은 개선이 이루어지길 기대해 본다.

양 시장의 퇴출제도는 각 시장의 특성에 맞추어 개선되어야 할 것이나 뚜렷한 이유가 없이 차이가 나는 부분에 대해서는 투자자들의 혼란 방지를 위해 개선 또는 보완이 이루어져야 할 것이다.

퇴출 직전에 일시적인 재무구조 개선으로 퇴출 위기에서 벗어난 한계 상장법인들은 부실사유를 완전히 해소하지 못하여 조만간 다시 퇴출사유에 해당돼 투자자에게 더 큰 피해를 초래할 수 있으므로 이들에 대해서는 일정기간 부실사유 해소 과정 등에 대한 감시를 강화하는 등 별도관리가 필요한 것으로 보인다.

VI. 결어

결론적으로 퇴출 상장법인들은 지배구조가 크게 취약하고 취약한 지배구조가 퇴출에도 상당한 영향을 미친 것으로 보이며 상장법인의 지배구조 개선을 통한 경영투명성 제고야말로 불필요한 퇴출을 예방함과 동시에 증권시장에 대한 신뢰를 회복시킬 수 있을 것이다.

증권시장에서 퇴출제도와 관리종목지정제도는 서로 유기적인 관계를 가지면서 운영되고 있으므로 지배구조와 관련되는 퇴출제도의 개선을 위해서는 관리종목지정제도의 개선도 함께 이루어져야 할 것이다.

상장법인의 갑작스런 퇴출은 많은 투자자들에게 불측의 피해를 초래하고 증권시장에 대한 신뢰를 손상시킬 수 있으므로 부실 상장법인의 퇴출 강화만이 능사가 아니고 부실화로 인한 퇴출을 예방하여 건실한 상장법인으로 도약할 수 있도록 지원하는 것이 더욱 중요하며, 부실 진행과정을 투자자들이 사전에 정확하게 알 수 있도록 부실징후와 그 정도를 나타낼 수 있는 지표 등을 개발하여 안내하거나 공시 등을 통해 적극적으로 알리는 감시체계의 구축이 필요할 것이다.

물론 상장적격성이 결여된 부실 상장법인들이 조기에 적출되어 퇴출됨으로써 증권시장이 투명화 되는 것이 무엇보다 중요하며, 지배구조와 관련되는 퇴출제도가 개선되고 상장법인의 지배구조에 대한 인식변화로 지배구조 개선을 적극적으로 추진하게 되면 상장법인의 경영투명성 제고와 주주중시 경영이 확산될 것이라는 데에는 의심의 여지가 없을 것으로 생각된다.