

2017년 상장회사 유상증자 추진 현황

정 일 목 연구원 (mook@cgs.or.kr)

- ▶ 2017년 코스피 및 코스닥 상장회사의 유상증자 현황을 조사함
- ▶ 코스닥 상장회사의 유상증자 사례가 전체 대비 약 75%를 차지함
- ▶ 예외적으로 발행가액을 할증한 사례가 확인되며, 해당 유상증자에는 기업의 재무건전성 개선을 위해 최대주주 및 특수관계인이 자금 지원을 목적으로 참여함
- ▶ 주주배정을 제외한 유상증자는 기존주주의 지분 및 의결권의 희석을 발생시키므로 주의가 필요하며, 조사결과 기존 주주의 지분 희석율이 60%를 초과하는 사례가 7건 확인됨

조사의 필요성

- 유상증자는 회사의 핵심적인 자본조달수단이지만 그 실시과정에서 지분가치 희석 등을 통해 기존주주의 권익을 훼손할 우려가 존재함
 - 연구결과에 따르면 유상증자 시 경영자가 사적이익을 추구하여 여타 주주 및 이해관계자에게 부정적 영향을 미칠 수 있으며, 지배구조가 양호한 회사일수록 이를 방지하는 기능이 잘 작동함¹⁾
 - 따라서 지난 한해 국내 상장기업들의 유상증자 현황을 확인하는 것은 지배구조 측면에서 의미가 있을 것으로 판단됨
 - 다만 본 고는 회사의 지배구조 수준이 유상증자에 미치는 영향에 대한 분석은 실시하지 않으며, 유상증자 추진 현황에 대한 개괄 및 지분 희석율, 할인율 등 회사의 소유구조 관점에서 기존 주주의 권익에 영향을 미칠만한 사안들을 간단히 살펴봄

유상증자 추진 현황

- 2017년 기준 국내 상장회사 264사에서 407건의 유상증자를 추진함²⁾
 - 총 407건 중 약 77.9%에 해당하는 317건을 코스닥 상장회사에서 추진하였으며, 회사 기준

1) 오현민, 전홍주, 2016, 기업지배구조가 유상증자와 이익투명성에 미치는 영향, 「국제회계연구」, 제69집, 211쪽

2) 회사가 공시한 '주요사항보고서(유상증자결정)'을 기준으로 조사하였으며, 실제 발행 내역과 차이가 발생할 수 있음

코스닥 상장회사 비중은 약 75.7%(200건)임

〈표 1〉 2017년 상장회사 유상증자 현황

	KOSPI	KOSDAQ	합계
유상증자 건수 (건)	90	317	407
회사 수 (社)	64	200	264

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

- 증자 방식별로 적용된 할인율의 경우, 주주배정 및 주주우선공모 방식에 평균적으로 높은 할인율이 적용된 것으로 확인됨(〈표 2〉 참조)
 - 주주배정 및 주주우선공모 유상증자 시 적용된 할인율의 평균은 각각 23.3%로서 전체 평균 10.4% 대비 2배를 초과하며, 이는 증자 방식 별 적용되는 할인율 상한 규정과 신주배정 대상이 영향을 미친 것으로 판단됨
 - 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-15조의 2에 따른 할인율 상한은 주주배정방식 40%, 일반공모 30%, 제3자배정 10%로서 제3자배정의 평균 할인율은 해당 규정의 적용에 따라 10% 이하로 나타남
 - 일반공모의 평균 할인율은 13%로 주주배정 방식 대비 10%이상 낮은 것으로 확인됨
 - 할인율이 높을수록 기존주주의 권익이 훼손될 가능성이 높다는 점을 고려하면, 기존주주 포함 불특정 다수가 신주배정에 참여할 수 있는 일반공모의 할인율이 평균적으로 낮게 결정되는 것은 바람직한 현상인 것으로 판단됨
- 예외적으로 발행가액을 할증한 사례가 3회 확인됨(〈표 3〉 참조)
 - 발행가액의 할증은 증자 참여자의 입장에서 볼 때 증자시점에서 거래되는 주가보다 높은 가격에 주식을 매입하는 것이므로 매우 이례적인 상황에 해당함
 - 발행가액 할증율은 각각 0.17%, 31.5%, 11%이며, 사실상 할증이 이루어지지 않은 것으로 판단되는 A사를 제외한 B사와 C사는 2016년 사업보고서 기준 부채비율과 유동부채비율이 100%를 초과하는 등 재무건전성 측면에서 우려되는 상황임
 - 배정대상은 최대주주 또는 회사의 대표이사가 최다출자한 투자조합 등으로서 회사와 직접적 이해관계에 있는 개인 또는 법인에 해당함
 - 요컨대, 발행가액의 할증 사례는 기업의 재무건전성이 악화된 상황에서 최대주주 및 특수관계인이 자금 지원 측면에서 증자에 참여한 경우로 해석할 수 있음

〈표 2〉 증자 방식별 적용할인율 분포

할인율		일반공모	주주배정	주주우선 공모	제3자 배정	합계
평균할인율(%)		13.0	23.3	23.3	7.2	10.4
할인율 분포 (건)	미적용	10	1	0	74	85
	10% 이하	7	1	2	231	241
	10% ~ 20% 이하	3	21	1	0	25
	20% ~ 30% 이하	9	38	6	0	53
	할증	0	0	0	3	3
	합계	29	61	9	308	407

* 주주배정: 주주배정, 주주배정 후 실권주 일반공모

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

〈표 3〉 발행가액 할증회사의 주요 재무지표(FY2016) 등

구분	할증율	배정대상	자금조달 목적	부채비율	유동부채 비율	이익잉여금 (백만원)
A사	0.17%	최대주주(예정)	운영자금	7.27%	4.7%	24,576
B사	31.5%	투자조합	운영자금	116.48%	105.7%	-20,736
C사	11%	최대주주	운영자금	269.1%	171.4%	-13,367

* B사의 배정 대상인 투자조합의 경우 조합의 최대출자자인 대표조합원이 당사의 대표이사

출처: TS2000 및 주요사항보고서(유상증자결정)

유상증자에 따른 기존주주의 지분 희석 검토

- 주주배정 증자방식을 제외한 나머지 유상증자 방법은 보통주식 및 전환주식³⁾ 증자 시 기존 주주의 지분을 희석하게 됨
 - 회사는 유상증자를 통한 경영상 목적 달성과 지분율의 과도한 희석에 따른 기존 주주의 재산권 훼손 우려를 적절히 조율할 필요가 있음
 - 분석결과 전체 평균 지분 희석율은 14.2%이고 전체 대비 약 83.4%(288건)가 지분 희석율이 20%이하로 나타났으며, 40%이하의 지분 희석율 사례의 비율은 약 94.5%(326건)까지 높아짐 (〈표 4〉 참조)
 - 지분의 희석에 따른 주주권의 훼손 가능성에는 현재 회사의 재무건전성, 자금소요, 배정방식, 배정대상 등 다양한 요인이 영향을 미치므로 희석율 수치만으로 주주권의 훼손 수준을 판단해서는 안될 것이나, 희석율이 과도한 경우, 예를 들어 희석율이 60%를 초과하는 경우 기존 주주의 지분율이 절반 이하로 축소되므로 보다 주의가 필요할 것으로 사료됨
- 조사결과 2017년에는 희석율이 60%를 초과하는 유상증자 사례는 총 7회이며, 일반공모 2회

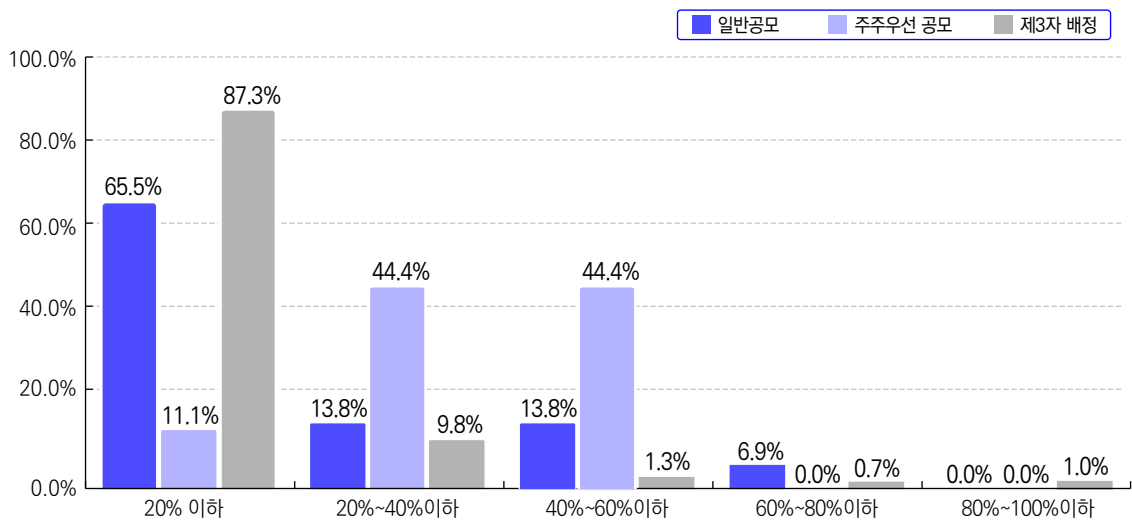
3) 보통주식 및 의결권을 보유한 종류주식으로 전환되는 주식 한정

및 제3자배정 5회로 확인됨(〈표 4〉, 〈표 5〉 참조)

- 사례 중 회생계획에 따른 채권단의 출자 전환은 회사의 존속을 위해 필수적인 절차이므로 기존주주 지분율의 과도한 희석이 일정 수준 용인될 것으로 판단됨
- 그러나 연구개발 자금 확보를 위해 재무적 투자자를 대상으로 제3자배정 유상증자를 실시한 C사와 같은 사례는 논의가 필요함
 - 회사가 연구개발에 적극적으로 투자하기 위해 자금을 조달하는 것은 기업가치 제고를 위해 노력하는 것이므로 주주 권익 측면에서도 바람직할 것임
 - 다만 본 사례와 같이 기존주주의 지분율이 기존 대비 30% 수준으로 축소되는 심각한 희석이 발생하는 경우, 회사는 제3자배정 유상증자 이외에 기존 주주의 지분가치를 보호할 수 있는 대체 자금조달수단에 대한 고려가 필요함
 - 특히 유상증자는 이사회 결의를 통해 실시하므로 주주가 개인의 지분가치를 보호하기 위해 해당 과정에 참여할 방법이 매우 제한적이기 때문에 회사는 더욱 주주가치 보호를 위해 노력할 필요가 있음

〈표 4〉 증자 방식 별 기존 주주의 지분 희석율 분포

희석율	일반공모	주주우선 공모	제3자 배정	합계
20%이하	19	1	268	288
20% ~ 40%이하	4	4	30	38
40% ~ 60%이하	4	4	4	12
60% ~ 80%이하	2	0	2	4
80% ~ 100%이하	0	0	3	3
합계	29	9	307	345



* 상환주식 제외

** 주주배정 유상증자 및 주주배정 후 실권주공모 방식은 제외함

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

〈표 5〉 희석율 60% 초과 사례

구분	희석율	증자방식	배정대상	조달목적
A사	95.16%	제3자배정	채권자	출자전환
B사	73.50%	제3자배정	채권자	출자전환
C사	64.69%	제3자배정	재무적투자자	연구개발 자금확보
D사	67.19%	일반공모	-	타법인 증권 취득 (지주회사 요건 충족)
E사	98.73%	제3자배정	채권자	출자전환
F사	97.50%	제3자배정	M&A인수자	M&A를 통한 재무구조 개선
G사	60.33%	일반공모	-	타법인 증권 취득

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

- 지분 희석율이 50%를 기준으로 유상증자 기업의 이사회규모, 사외이사 수, 사외이사비율을 비교분석한 결과, 이사회 규모와 사외이사 수는 유의적인 차이가 있는 것으로 나타남(각각 유의수준 10%, 5%)
 - 이는 지분 희석율이 과도하게 높은 유상증자를 실시하는 기업(지분 희석율 50% 초과)은 지분 희석율이 낮은 유상증자 실시기업에 비해 이사회 규모가 상대적으로 작고 이사회 규모에 비례하여 사외이사 수가 적어 사외이사비율은 유의한 차이를 보이지 않은 것으로 판단됨

〈표 6〉 지분 희석율에 따른 이사회 규모, 사외이사 수, 사외이사 비율 비교

지분 희석율 구분	기업 수	이사회 규모	사외이사 수	사외이사비율
50%이하	396	5.9	1.9	30.9%
50%초과	11	4.7	1.3	26.2%

결론 및 시사점

- 지분 희석율 측면에서 기존 주주의 권익을 훼손할만한 수준의 유상증자 사례가 차지하는 비중은 높지 않은 것으로 판단됨
 - 2017년 전체 유상증자 사례 중 지분 희석율이 20%이하인 사례⁴⁾가 차지하는 비중은 83.5%(288건)로 확인됨
 - 기존주주의 의결권을 희석시킬 수 있는 일반공모 유상증자의 평균 할인율이 주주배정 유상증자의 평균 할인율에 비해 낮게 나타난 점 또한 주주권익 보호 측면에서 긍정적인 현상으로 판단됨

4) 한국상장회사협의회 상장회사 표준정관은 제3자 발행 시 발행주식 총수의 20%내외로 발행할 것을 권고하고 있으므로 이를 기준으로 판단함

- 유상증자시 발행가액 할인율 결정 사유에 대한 구체적 공시가 필요하다고 판단됨
 - 유상증자 시 할인율 상한은 관련규정에서 정하고 있으나 할인율 결정의 근거에 대한 공시 의무는 없는 관계로, 해당 회사들은 발행가액에 적용된 할인율 수치만 공시하고 결정 근거 또는 사유는 공시하지 않음
 - 발행가액 할인율은 경우에 따라 기존 주주와 새로운 주주 간 불평등을 발생시키고 주주가치를 훼손할 수 있으므로 결정 사유 및 근거를 공시하도록 하는 게 바람직함