

상법상 액면분할 활성화 방안의 검토

연구논단 I

권재열 | 경희대학교 법학전문대학원 교수

I. 서론

상법상 액면주식 1주의 금액은 100원 이상으로 하여야 한다(상법 제329조 제3항). 상장회사가 1주의 금액을 5천원 이하인 주권을 발행하는 경우에는 그 액면가(par value; face value)를 100원, 200원, 500원, 1,000원, 2,500원, 5,000원으로 할 수 있다(유가증권시장 상장규정 시행세칙 제130조 제1호, 코스닥시장 상장규정 시행세칙 제6조 제1항).

액면가를 변경하는 것도 가능하다. 상법상 액면변경의 구체적인 방법은 액면분할과 액면병합이 있다. 액면분할은 상법상의 주식분할(제329조의2, 제530조 제2항)을 가리키는 통상적인 용어¹⁾로서 주식의 액면가를 일정한 비율로 나누는 것을 뜻한다.²⁾ 액면병합은 여러 주를 합하여 1주당 액면가를 증대시키는 것을 가리키며, 이는 한 때 상법 부칙(1984.4.10.) 제5조 제2항에 규정된 바 있는 주식병합에 해당한다. 따라서 액면분할의 경우에는 주식수가 늘어나는 반면에 액면병합은 주식수가 줄어들지만, 양자 모두 단주가 발생하지 않는다면 주식수가 변동하는 것 이외에는 각 주주의 지분이나 회사의 자기자본 금액에는 변화가 없다.³⁾

1) 개념적으로 “주식분할”은 회사가 대가를 수령하지 않고 주주에게 신주를 교부하는 것을 의미한다. 따라서 주식분할의 영역에 포함되는 것으로는 협의의 주식분할이라고 할 수 있는 액면분할, 주식배당 및 법정준비금의 자본금전입으로 인한 신주의 발행 등을 들 수 있다. 송옥렬, 「상법강의」 제6판(홍문사, 2016), 791면. 다만, 액면분할의 경우에는 자본금의 증가가 초래되지 않지만, 주식배당이나 무상증자의 경우에는 자본금이 증가한다는 점에서 차이가 있다. 박주현, 「주식분할의 정보효과에 관한 실증적 연구」(국민대학교 대학원 경영학박사학위 논문, 2001), 9면. 그러나 현행 상법상 무액면주식의 경우에도 분할이 가능한데, 그 경우에는 “액면분할”이 아니라 “주식분할”이라는 용어를 사용하여야 한다. 정수연, “국내·외 사례 분석을 통한 액면분할 기대효과,” 「KRX MARKET」 제115호. 한국거래소(2014)

2) “액면분할”은 상법전상의 용어는 아니지만 대법원 판례에서는 널리 사용되고 있다. 그러한 판례의 예로서는 대법원 2009.11.26. 선고 2008도9623 판결 등이 있다.

2015년 상장회사 중에서 액면을 변경한 곳은 총 28개사에 달한다. 이는 통계적으로 볼 때 2014년에 비하여 약 300% 증가한 수준이다. 시장별로 살펴보자면, 유가증권시장 상장회사 13개사와 코스닥시장 상장회사 15개사가 액면을 변경한 바 있다.⁴⁾ 특히 액면 분할을 단행한 회사의 수가 2014년에 총 6개사에 지나지 않았지만 2015년에 25개사에 이를 정도로 급증한 것은 한국거래소가 액면가를 줄이도록 중점적으로 유도한 정책을 펼친 것에 기인하고 있다.⁵⁾ 이러한 액면분할 촉진정책은 2016년에도 지속적으로 추진될 것으로 예상된다.⁶⁾

2015년에 액면분할을 단행한 회사 중에서 주식회사 아모레퍼시픽(“아모레퍼시픽”)과 주식회사 아모레퍼시픽그룹(“아모레G”)의 경우가 액면분할의 가장 대표적인 성공사례로 알려져 있다.⁷⁾

이에 본고는 먼저 2015년 한 해 동안 액면분할을 한 회사의 현황을 소개하기로 한다. 그 다음으로 액면분할의 긍정적인 효과(장점)에 관련된 기존의 이론을 검토하고 아모레퍼시픽과 아모레G의 액면분할 경험을 대상으로 그 효과를 실증적으로 살펴 본 후에 간단히 액면분할의 부정적인 효과(단점)를 정리하기로 한다. 후반부에서는 액면분할 활성화를 위한 세간의 주장을 검토한 후에 결론으로 액면분할의 활성화의 대안에 관하여 저자 나름대로의 의견을 제시하고자 한다.

3) 주식분할은 “회사가 이미 발행한 주식을 분할하여 증가한 주식을 주주에게 그 소유주식수에 비례하여 배분하는 것으로 주식분할이 있게 되면 회사의 자본금과 자산에는 변동이 없이 발행주식수만 증가하게 되어 주식 1주의 가치가 주식분할의 비율에 따라 감소되고, 따라서 주식분할이 있게 되면 회사의 자본 또는 주주의 지위에는 아무런 변화 없이 기존의 주식이 분할됨으로써 주식 1주의 가치가 그만큼 감소하게 되는 것에 불과”하다(서울고등법원 2009.6.24. 선고 2008누28716 판결). 주식병합의 경우 자본금의 감소가 수반되지 않는다(대법원 2009.12.24. 선고 2008다15520 판결).

4) 한국에탁결제원, “[보도자료] 2015년 상장사 액면변경 전년대비 대폭 증가(↑386%) -액면분할 31사, 액면병합 3사로 총 34사,”(2016.1.19.), 1면. 2015년에 중국원양자원유한공사 등 외국계 6사가 액면주식에서 무액면주식으로 변경한 바 있는데, 한국에탁결제원의 보도자료는 이러한 무액면주식으로의 변경도 액면분할로 범주화하고 있다. 그러나 액면분할은 분할전후에도 액면가를 유지하는 것을 전제로 한다는 점에서 액면가주의(額面價主義)를 포기하는 무액면주식으로의 변경을 액면분할로 보기는 어렵다.

5) 김영권, “주식 액면분할 ‘절반의 성공,’” 「파이낸셜뉴스」(2015년 3월 25일자), 13면.

6) 고민서, “김원대 한국거래소 유가증권시장본부장 “내년 고가주 액면분할 활발할 것.”, 「파이낸셜뉴스」(2015년 12월 29일자), 30면.

7) 연승, “아모레퍼시픽 따라서... 액면분할 늘어나나,” 「서울경제」(2015년 5월 21일자), 21면. 이하에서 인용한 아모레퍼시픽과 아모레G의 실증적인 자료를 살펴볼에 있어서 양 회사의 실적이 2014년 보다 상당한 정도로 상승하였다는 점에 유의하여야 한다. 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에 탑재된 아모레퍼시픽 및 아모레G의 연결재무제표 참조.

II. 2015년 상장회사의 액면분할 현황

1. 한국의 경우

1) 현황 전반

2015년 한해동안 액면분할을 단행한 25개사 중에서 유가증권시장 상장회사는 아모레퍼시픽, 삼성, 태양금속공업, 신우 등 9개 회사이었고 코스닥시장 상장회사는 포스코캠텍, 디비케이, 가희 등 16개사이었다.

〈표 1〉 2015년 액면분할 상장회사 내역

시장구분	2015년		
유가증권시장	백광소재 한국특수형강 아모레퍼시픽	아모레G 삼성 태양금속공업	신우 케이타리츠 한온시스템
코스닥시장	포스코캠텍 디비케이 국일제지 코닉글로리 에이모션	MBK 부산방직 하이로닉 가희 에스아이리소스 동원개발	씨엑스씨종합캐피탈 로켓모바일 셀루메드 행남자기 신라섬유
총 계	25개사		

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 액면분할 활성화 관련 추진 성과 및 주요 특징 분석」 (2015.12.), 2면.

위의 25개사 중 13개사가 정기주주총회에서 액면분할을 결의한 것으로 나타났다. 또한 액면분할 비율은 액면가 5,000원을 500원으로 분할한 경우가 가장 많았다.

〈표 2〉 분할비율별 액면분할 상장회사의 수

구 분	2015년		
	1/2 분할	1/5 분할	1/10 분할
유가증권시장	-	3개사	6개사
코스닥시장	2개사	8개사	6개사
총 계	2개사	11개사	12개사

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 액면분할 활성화 관련 추진 성과 및 주요 특징 분석」 (2015.12.), 3면.

2015년 액면분할을 한 상장회사를 살펴 본 결과 액면분할은 당해 회사의 주가, 거래량, 거래대금, 시가총액에 긍정적인 효과를 가져다 가능성이 있다고 평가되었다. 액면분

할을 한 회사의 경영환경이 안정적일수록 액면분할에 따른 주가상승이라는 긍정적인 효과가 증가하는 것으로 집계되었다.⁸⁾ 그 결과 일평균시가총액이 상승하는 상장회사가 다수인 것으로 나타났다. 또한 일평균거래량이 큰 폭으로 증가하다보니 일평균거래대금도 증가하였다.⁹⁾ 액면분할 전에 주가가 50만원 이상의 고가이거나 적어도 10만원 이상 50만원 미만인 증가(中價)의 상장회사의 경우에는 액면분할 이후에 개인투자자의 거래량이 크게 증가하는 양상을 보였다.¹⁰⁾

2) 아모레퍼시픽 및 아모레G의 경우

본고의 실증적 검토의 대상이 된 아모레퍼시픽과 아모레G는 2015년 3월 3일 이사회가 액면분할을 결정하였다.

〈표 3〉 아모레퍼시픽 및 아모레G의 분할결정일과 주가

종목명	액면분할 결정일	액면분할 결정 직전일 (2015년 3월 2일) 주가
아모레퍼시픽	2015년 3월 3일	2,849,000원
아모레G	2015년 3월 3일	1,289,000원

상법상 액면분할은 주주총회의 특별결의사항(제329조의2 제1항)이므로 이들 회사는 같은 해 3월 20일에 주주총회를 개최하여 주식분할을 승인하였다. 그 후 이들 회사는 2015년 3월 23일부터 4월 23일까지의 액면분할과 동 기간내에 주권을 회사에 제출할 것을 공고하고 주주명부에 기재된 주주와 질권자에 대하여는 각별로 그 통지를 하였다(상법 제329조의2 제3항, 제440조). 2015년 4월 22일부터 액면변경상장 전날인 5월 7일까지 이들 주식의 거래가 정지되었다. 그 사이의 기간인 2015년 4월 24일부터 5월 3일까지는 명의개서가 정지되었고, 신주권은 5월 4일에 교부되었다. 신주권의 변경상자일은 2015년 5월 8일이었다.

아모레퍼시픽은 액면가를 5,000원에서 500원으로 분할한 결과 발행주식총수가 보통주의 경우 과거 584만5,849주에서 5,845만8,490주로 늘어났으며 우선주의 경우도 과거 105만5,783주에서 1,055만7,830주로 증가하였다. 아모레G의 경우에도 분할을 통하여 발행주식총수가 10배 증가하였다.

8) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 액면분할 활성화 관련 추진 성과 및 주요 특징 분석」(2015.12.), 7면[이하 “활성화”로 인용].

9) 고민서, “액면분할 상장사 올해 2.8배 증가… 주가·거래량 긍정적,” 「파이낸셜뉴스」(2015년 12월 16일자), 15면.

10) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, “활성화,” 6면.

〈표 4〉 아모레퍼시픽 및 아모레G의 액면가 및 발행주식의 총수

구분	분할전				분할후			
	아모레퍼시픽		아모레G		아모레퍼시픽		아모레G	
	보통주	우선주	보통주	우선주	보통주	우선주	보통주	우선주
액면가	5,000원				500원			
발행주식총수	5,845,849	1,055,783	7,979,098	911,097	58,458,490	10,557,830	79,790,980	9,110,970

* Note: 아모레G 우선주는 1우선주와 2우선주로 구성되어 있으며, 분할 전 발행주식총수는 1우선주는 644,377주였으며, 2우선주(2014.7.1. 한국거래소 상장폐지)는 266,720주였음.

** Note: 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에 탑재된 아모레퍼시픽 및 아모레G의 공시자료를 바탕으로 작성

2. 해외 주요국의 경우

2015년 해외 주요국(MSCI 국가¹¹⁾)의 액면분할 상장회사의 수는 한국에 비하여 월등히 높다. 선진시장에 속하는 일본은 2015년에 205개사가 액면분할을 하였으며, 캐나다는 218개사, 미국은 167개사가 그 뒤를 이었다. 신흥시장에 편입된 인도의 경우 무려 92개사가 액면분할을 단행하였다.

〈표 5〉 2015년 해외 주요국 액면분할 상장회사 수 현황

(단위 : 개사)

구분	국가	2015년	구분	국가	2015년
MSCI 선진시장	일본	205	MSCI 신흥시장	인도	94
	캐나다	218		타이완	54
	미국	167		태국	39
	호주	106		브라질	31
	싱가포르	100		말레이시아	17
	홍콩	91		인도네시아	15
	영국	49		중국	5
	스웨덴	22		필리핀	2
	독일	15		러시아	1

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 액면분할 활성화 관련 추진 성과 및 주요 특징 분석」(2015.12.), 11면.

3. 소결

주요 해외국가의 나라별 전체 상장회사의 수가 동일하지는 않는다는 점을 고려하지 않은 채 이를 단순비교를 한다면 일본을 비롯한 선진시장의 몇몇 국가들과 인도를 위시한

11) MSCI는 모건 스탠리 캐피털 인터내셔널(Morgan Stanley Capital International Index)사(社)를 가리키며, 동사는 매년 6월에 선진시장 또는 신흥시장 편입 여부 등을 결정한다.

신흥시장의 몇몇 국가들에서 액면분할을 한 상장회사의 수가 한국에서의 그것 보다 더 크다. 여러 국가에서 액면분할의 빈도가 높은 것은 그들 국가에서 액면분할이 투자자 확대를 위한 당연한 전략으로 인식하고 있기 때문이다. 일종의 주주친화정책으로 액면분할을 한다는 것이다.¹²⁾ 특히 미국의 경우에는 주가가 100달러에 육박하게 되면 액면분할을 단행하는 것이 일반적이라 한다. 시가총액으로 세계 1위의 자리를 점하고 있는 애플도 2014년 6월 동사의 주가가 700달러를 넘어서자 액면분할을 7분의 1로 한 것으로 알려져 있다.¹³⁾

Ⅲ. 액면분할의 효과

1. 긍정적인 효과

1) 개관

액면분할은 원칙적으로 주주의 지분비율에 변화를 초래하지 않으며 자본금에도 아무런 변화를 야기하지 않는다. 이론적으로 생각하자면, 회사의 실적에 영향을 주지 않으므로 회사의 기업 가치는 변하지 않다. 특히 액면분할은 분할비율에 비례하여 주가가 떨어지는 것에 지나지 않기 때문에 주식분할은 주주에게 있어서 특별한 이익을 가져다 주지도 않는다.¹⁴⁾ 그럼에도 불구하고 상장회사가 액면분할을 단행하는 이유는 어디에 있는가? 그 이유는 시장이 액면분할에 대하여 긍정적으로 반응하기 때문이다.¹⁵⁾ 시장의 긍정적인 반응(장점)은 대체적으로 다음과 같은 3가지 정도로 알려져 있다. 그 첫 번째는 액면분할로 인하여 유동성(liquidity)이 증대하는 효과가 있다. 두 번째로는 액면분할은 분할하는 상장회사의 장래의 수익전망에 대한 좋은 신호를 투자자들에게 전달한다는 효과가 있다. 세 번째는 액면분할로 인하여 주주구성이 변화한다.¹⁶⁾ 이와 같은 3가지 효과에 관하여 간단히 살펴보기로 한다.

12) 김동원, "미국 우량주 사례에서 본 액면 분할 효과," 「SK Comment」(2015년 2월 24일자), 1면; 정수연, 앞의 논문, 52면.

13) 「사실」 두 마리 토끼 잡을 수 있는 고가주 액면분할, 「서울경제」(2015년 3월 9일자), 39면.

14) 정근화, "주식병합에 대한 시장의 반응", 한국증권학회지 제42권 제4호, 한국증권학회(2013)

15) Gow-Cheng Huang/Kartono Liano/Ming-Shiun Pan, *The Effects of Stock Splits on Stock Liquidity*, 39 Journal of Economics & Finance 119, 119(2015).

16) 花枝英樹, "資本政策としての株式分割," 「成城大学經濟研究」 第162号(成城大学經濟学会, 2003), 73頁.

2) 유동성증대

가) 관련이론

학자들의 사이에서는 액면분할의 유동성 증대효과에 대해서 부정적인 견해와 긍정적인 견해가 공존하고 있다.¹⁷⁾ 적어도 한국의 경우에는 대체적으로 유동성증대효과에 대한 긍정설의 입장에 서 있는 것으로 보인다.¹⁸⁾

긍정설의 입장은 한마디로 요약하면 액면분할은 보다 많은 주주에게 주식매수의 기회를 제공하여 수요기반이 넓어진다는 것이다. 즉, 주가가 지나치게 높은 경우에는 자금부담으로 인하여 소액투자자들이 쉽게 매수하기 어렵다. 그리하여 만약 거래가 부진할 경우 액면분할을 하여 주당 가격을 낮춘다면 소액투자자는 우량주에 대하여 용이하게 접근할 수 있으며,¹⁹⁾ 그 결과 거래량이 증가되고 증권시장의 활성화에 기여한다는 것이다. 이러한 긍정설의 입장은 주식의 매매회전율·매매금액이 증가하거나 매매호가 스프레드(bid-ask spread)가 감소하면 매매가 활발하게 되고 유동성이 높아진다는 데 그 근거를 두고 있다.²⁰⁾ 이 같은 이유로 인하여 한국의 상장회사가 액면분할을 하는 경우 대개 그 목적을 “유동성확보”로 공시하고 있다.²¹⁾ 특히 유동성 부족을 이유로 저평가되었던 고가의 우량주가 액면분할을 통하여 적정하게 평가받을 수도 있다.

나) 아모레퍼시픽 및 아모레G의 경우

아모레퍼시픽 및 아모레G의 일평균거래량은 액면분할 결정 전에 비하여 변경상장한 후에 각각 175.0%, 104.8% 증가하였다. 이는 액면분할 후 절대적인 주가가 낮아짐에 따라 매수가 용이하게 되었고, 그로 인하여 개인투자자의 참여가 확대되면서 유동성이 제고되었다.

17) 김선호/홍정훈, “주식분할의 유동성가설 및 최적거래가격범위가설 실증분석,” 「대한경영학회지」 제21권 제5호, 대한경영학회(2008)

18) 유동성증대효과를 실증적으로 분석한 연구들은 이가연/박경인, “한국 주식시장에서 주식분할 효과에 대한 연구,” 「대한경영학회지」 제25권 제3호, 대한경영학회(2012)

19) “고가주”로 인식되는 것 자체가 투자자의 접근을 막는 장애가 된다. 액면분할 후 1주당 시가가 낮아지면 투자자가 그 주가가 낮다고 인식하면서 주식매수를 늘리는 효과가 있다는 의미이다.

20) 유동되는 주식이 과소(寡少)하면 단지 몇 주만 거래되더라도 주가가 크게 상승하거나 하락하여 가격이 왜곡될 여지가 있고, 소액투자자들이 주식을 적시에 사고팔고 할 수가 없어 당해 주식의 매매를 꺼릴 수 있다. 그러나 액면분할을 통해 유통가능한 주식의 총수가 늘어나고 주가의 변동폭이 줄어들게 되면 소액투자자의 접근이 용이하여 증권시장에서의 유동성이 증대한다는 것이다. 위의 논문, 1316면.

21) 위의 논문, 1304면.

〈표 6〉 아모레퍼시픽 및 아모레G의 유동성 증가 현황

구 분		액면분할 결정 전 (1.7.~3.2.)	액면분할 결정 이후 (3.3.~4.21.)	변경상장 이후 (5.8.~5.27.)
아모레 퍼시픽	거래량	166,670주	215,534주 (29.3%)	458,374주 (175.0%)
아모레G	거래량	134,848주	133,055주 (-1.3%)	276,128주 (104.8%)

* Note: 괄호안의 퍼센티지는 액면분할 결정전 대비한 증가율을 의미함

** Note: 2015년 4월 22일~2015년 5월 7일까지는 액면분할한 주식의 변경상장 전의 매매거래정지 기간

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 초고가주의 액면분할 이후 주요 효과 분석」 (2015.5.29.), 3면.

3) 신호전달

가) 관련이론

외부투자자와 회사 사이에 정보의 비대칭이 존재할 경우 회사가 특정한 재무결정을 발표하여 공시하는 자체가 투자자에게 일종의 신호를 전달하여 주가나 회사의 가치에 영향을 미치는 일이 있다. 이를 신호(전달)효과(information signalling effect)라 한다.²²⁾ 액면분할도 그러한 신호를 보내는 일종의 수단이다. 즉, 경영자는 미래의 현금흐름에 관한 우호적 정보를 전달하기 위하여 액면분할을 단행하는 것이며, 투자자는 그러한 액면분할의 공시를 호재로 인식함으로써 주가가 상승하게 된다.²³⁾ 회사의 주가가 상승하면 시가총액이 증가하여 기업가치가 높아지는 효과가 있다.

굳이 경영자가 주주에게 우호적인 정보를 직접적으로 공개하지 않고 액면분할이라는 방법을 통하는 것은 첫째, 회사가 유용한 정보를 직접 유출하는 경우에는 경쟁사가 이를 입수하여 이용할 우려가 있기 때문이며, 둘째, 설령 그러한 직접적인 정보가 나중에 환경의 변화로 쓸모가 없게 되어 주주가 손해를 입게 되더라도 그 경우에 경영자가 책임을 부담하지 않으려는 의도 때문이다.²⁴⁾

나) 아모레퍼시픽 및 아모레G의 경우

아모레퍼시픽과 아모레G가 액면분할을 통해 변경상장된 이후 일평균 시가총액은 액면분할 결정 전보다 각각 53.4% 및 49.7% 증가하였다. 이는 아모레퍼시픽의 주가가 42.6% 상승하였고 아모레G도 39.6% 상승한 것에 따른 것이다.

22) 황선웅/신우용, “우리나라에서 주식분할에 따른 시장반응과 유동성효과,” 재무관리연구 제23권 제4호, 한국재무관리학회(2007)

23) David L. Ikenberry/Graeme Rankine/Earl K. Stice, *What Do Stock Splits Really Signal?* 31 Journal of Financial and Quantitative Analysis 357, 373(1996)

24) 변종국, “주식분할에 따른 시장반응,” 재무관리논총 제9권 제1호, 한국재무관리학회(2003)

〈표 7〉 아모레퍼시픽 및 아모레G의 기간별 시가총액 현황

구 분	액면분할 결정 전 (1.7.~3.2.)	액면분할 결정 이후 (3.3.~4.21.)	변경상장 이후 (5.8.~5.27.)
아모레퍼시픽 (액면분할 결정전 대비 증가율)	153,660억	190,020억 (23.7%)	235,650억 (53.4%)
아모레G (액면분할 결정전 대비 증가율)	95,840억	111,170억 (16.0%)	143,430억 (49.7%)

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 초고가주의 액면분할 이후 주요 효과 분석」(2015.5.29.), 4면.

4) 주주구성의 변화

가) 관련이론

액면분할의 신호효과로 인하여 개인투자자 혹은 기관투자자를 불문하고 액면분할에 긍정적으로 반응하므로 주주의 총수가 증가하는 양상을 나타낸다. 특히 액면분할에 의하여 개인투자자의 수가 증가함에 따라 유동성이 증대하고 거래비용을 떨어뜨릴 수 있다.²⁵⁾ 이는 한편으로 회사의 자본조달비용을 절감하는 효과가 있다.²⁶⁾ 말하자면, 액면분할이 있는 경우 소액투자자가 부(富)의 변동없이 투자자금의 범위 내에서 분산투자를 할 수 있어 저가주의 거래가 증가한다는 것이다. 또한 장래의 미래수익성에 대한 양호한 신호를 보내는 액면분할이 있는 경우 증권사로서는 장밋빛 청사진을 이유로 그러한 주식에 대한 추천이 증가하게 됨으로써 소액투자자의 거래가 증가한다는 주장도 있다. 무엇보다도 저가주를 판매하는 것이 증권사에게는 높은 수익을 가져다 주는 까닭²⁷⁾에 더 많은 수수료를 얻을 목적으로 소액투자자에게 저가주 구매를 촉진하고 그 결과 소액투자자의 거래행위가 증가한다는 이유를 제시하기도 한다.²⁸⁾

한편, 주주의 구성비 중에서 외국인투자자의 비중이 높은 회사가 배당을 하면 배당금이 외국으로 유출²⁹⁾된다. 그러나 개인투자자의 비중이 높아지면 배당금이 가계소득으로

25) 주주 수의 증가는 유동성에 긍정적인 효과를 부여한다. Yakov Amihud/Haim Mendelson/Jun Uno, *Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan*, 54 Journal of Finance 1169, 1169(1996).

26) 花枝英樹, 前掲論文, 79頁.

27) 증권사로서는 주식의 매매회전율이 높을수록 수익이 증가한다. 개인이 선호하는 저가주 주식의 회전율이 고가주 주식의 회전율보다 더 높은 것이 일반적이다. 고광수/김근수, “투자주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석: 개인, 기관, 외국인”, 증권학회지 제33집 4호, 한국증권학회(2004)

28) 박진우/김경순/이진환, “주식분할 후 변동성 증가와 거래행태의 변화,” 「한국증권학회지」 제39권 제4호(한국증권법학회, 2010), 549, 562면. 참고로 2015년 1월 26일부터 2월 24일 사이의 일평균 주가가 50만원 이상인 상장회사가 총 14개사에 달하며, 이와 같은 초고가주 상장회사의 보통주 현금배당금 중에서 개인투자자에게 지급된 금액은 4.7%(1,336억원/28,381억원)에 불과한 것으로 집계되었다. 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 초고가주 기업의 특징 및 일반개인투자자에게 지급되는 배당 현황 분석」(2015.3.9.), 8면.

29) 연강홍, “상장회사의 배당정책 개선을 위한 제언,” 월간 상장 Vol. 484, 한국상장회사협의회(2015), 15면; 정수연, 앞의 논문, 73면.

되어 외국유출을 우려할 필요가 없다는 긍정적인 효과도 있다.³⁰⁾ 주주 수의 증가로 주식이 분산되면 주식을 매집하기가 어려워져 적대적 M&A를 시도하기가 곤란하게 된다.³¹⁾

나) 아모레퍼시픽 및 아모레G의 경우

아모레퍼시픽 및 아모레G가 액면분할을 하여 변경상장한 이후 약 20일정도의 추이를 살펴 볼 때 전체 거래규모 중에서 개인투자자 거래량비중은 액면분할 결정 전(2015년 1월 7일부터 3월 2일까지)보다 각각 120.6%, 112.5% 증가하였다. 특히 개인투자자의 순매수 규모는 아모레퍼시픽의 경우 액면분할 결정전에는 13,118주였으나 변경상장한 후에는 기존보다 618,711주가 더 거래되어 무려 4,816.5%의 상승효과가 있었다. 아모레G의 경우에도 액면분할 결정전에는 개인투자자의 비중이 24%에 지나지 않았으나 변경상장 이후에는 51%로 상승하였다.³²⁾ 2015년 12월 30일까지 추적해 본 변경상장 이후의 개인투자자의 비중은 아모레퍼시픽과 아모레G의 경우 각각 39.74%, 40.34%였다.³³⁾

〈표 8〉 아모레퍼시픽 및 아모레G의 기간별 개인투자자 거래 현황

아모레퍼시픽	액면분할 결정 전 (1.7.~3.2.)	액면분할 결정 이후 (3.3.~4.21.)	변경상장 이후 (5.8.~5.27.)
개인투자자 거래량 비중 (액면분할 결정전 대비 증가율)	27.2%	35.4% (30.1%)	60.0% (120.6%)
개인투자자 순매수 (액면분할 결정전 대비 순매수량)	△13,118주	75,214주 (+88,332주)	618,711주 (+631,829주)
아모레G	액면분할 결정전 (1.7.~3.2.)	액면분할 결정 이후 (3.3.~4.21.)	변경상장 이후 (5.8.~5.27.)
개인투자자 거래량 비중 (액면분할 결정전 대비 증가율)	24%	27.4% (14.2%)	51.0% (112.5%)
개인투자자 순매수 (액면분할 결정전 대비 순매수량)	△12,441주	4,276주 (+16,717주)	455,820주 (+468,261주)

* Source: 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 초고가주의 액면분할 이후 주요 효과 분석」(2015.5.29), 2면.

30) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, “활성화,” 1면.

31) 박정식/장욱, “액면분할이 주가 및 거래량에 미치는 영향: M&A 방어수단으로의 가능성”, 경영논집, 제35권 1호, 서울대학교(2001)

32) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, [보도자료] 초고가주의 액면분할 이후 주요 효과 분석(2015)

33) 박세인/고민서/김영권, “상장사 “액면분할 절차 간소화 필요” 목소리,” 「파이낸셜뉴스」(2016년 1월 29일자), 15면.

2. 부정적 효과

1) 개관

위에서 살펴 본 바와 같이 액면분할은 주식의 시장성(marketability)을 제고하기 위하여 시행하는 방법이다. 액면분할로 거래단위가 낮아짐에 따라 거래가 용이해질 뿐 회사의 본질적 가치가 변하는 것은 아니다. 따라서 액면분할의 긍정적인 효과는 주식이 싼 것으로 느껴지는 심리적 것에 크게 기인한다. 액면분할이 향후 추가적인 주가상승이 기대된다는 신호로서의 기능을 하는 것을 부인하기는 어렵지만 주주의 수와 유동성의 증가로 인하여 주가의 변동성이 높아지고 저가주의 이미지로 인하여 오히려 회사의 가치가 저평가될 우려도 있다. 또한 액면분할은 법률이 요구하는 엄격한 절차를 거쳐야 하므로 많은 비용과 시간이 드는 단점도 있다. 이하에서는 액면분할이 초래하는 부정적인 효과 내지 단점을 간단히 살펴보기로 한다.

2) 주가안정성 저해

개인투자자는 소형주 내지 저가주를 주된 대상으로 하여 거래하고 시세차익만을 노리는 등 비합리적 투자판단에 의존하는 경향이 있다.³⁴⁾ 따라서 액면분할을 통해 액면가가 인하하여 개인투자자의 비중이 증가한 결과 주가변동성마저 확대될 우려가 제기된다. 액면분할로 인한 유동성의 증가로 인하여 주가가 회사의 본질가치보다 급등하면 그 후 급락하는 현상도 나타날 수 있어 주가안정성이 저해된다. 또한 회사의 실적이 양호한 것으로 기대되더라도 경우에 따라서는 유통물량의 부담으로 인해서 주가상승에 제약을 받을 수도 있다. 이 때문에 오히려 기관과 외국인이 당해 주식의 비중을 축소하기도 한다. 실제 아모레퍼시픽은 액면분할 후 개인투자자의 거래비중이 증가한 반면에 기관과 외국인의 거래 비중이 2014년에 비하여 그 비중이 줄어들었다는 보도도 있었다.³⁵⁾

3) 착시현상

주가에 대한 착시현상이 발생할 수 있다. 액면분할을 하면 주가가 싼 것처럼 보이기도 한다. 특정한 회사에 액면분할이 있었다는 사실을 알지 못하는 신규투자자는 실제 액면분할로 인하여 주식의 가치가 변하는 것이 아님에도 불구하고 유사업종의 다른 기업과

34) 강장구/권경윤/심명화, “개인투자자의 투자심리와 주식수익률”, 재무관리연구 제30권 제3호, 한국재무관리학회 (2013)

35) 예컨대, 아모레퍼시픽은 2014년 한해 동안 기관투자자의 거래비중은 평균 27.3%였지만 액면분할 및 액면변경상장 이후 2015년 5월 12일 현재 24.1%로 떨어졌으며, 53.8%에 달했던 외국인의 거래비중도 21.2%까지 낮아졌다고 한다. 김현상, “‘액면분할 매직’ 아모레퍼시픽 국민주 오르나,” 『서울경제』 (2015년 5월 13일자), 19면.

주가를 비교하여 주식이 저평가되었다는 오해를 할 우려도 있다.³⁶⁾ 한편으로는 액면분할로 인하여 고가주 이미지가 사라짐에 따라 그 이미지에 바탕을 둔 투자유인 효과마저 희석되거나 심지어 낮은 주가로 인하여 주식을 보유한 주주들의 공지를 손상시켜서 주가를 떨어뜨릴 우려도 있다.³⁷⁾

4) 과도한 비용

상장회사가 액면분할을 하기 위해서는 엄격한 절차를 밟아야 한다. 회사로서는 액면분할에 상당한 정도의 노력과 비용을 투입하고 지출하여야 한다. 우선 액면분할은 주주총회의 결의사항이므로 주주총회의 소집과 의안(목적사항)상정을 위한 이사회 결의가 전제되어야 한다. 그 다음으로 주주총회는 액면분할을 위한 특별결의를 하여야 하며(상법 제329조의2 제1항), 회사가 발행할 주식의 총수 및 1주의 액면금액(상법 제289조 제1항 제3호·제4호)은 정관의 절대적 기재사항인 까닭에 이들을 변경하기 위한 정관변경을 위한 특별결의도 있어야 한다.³⁸⁾ 여기에는 약 1,500만원에서 2,000만원 정도의 비용이 소요된다. 다음 단계로서 구주권을 제출하여야 한다. 구주권의 제출기간이 만료한 때에 액면분할의 효력이 발생한다(상법 제329조의2 제3항, 제440조). 이 때 명의개서에 드는 수수료는 약 200만원으로 추산된다. 그 후 액면분할의 효력발생일로부터 2주 이내에 등기를 완료하여야 하며, 등기비용은 약 50만원 정도이다. 이러한 모든 절차가 완료된 후에 한국거래소에 변경상장에 필요한 신청서류를 제출하여 변경상장한다. 변경상장 수수료는 100만원이다. 만약에 정기주주총회에서 액면분할 안건을 상정하고 결의하는 경우에는 약 350만원의 비용으로 액면분할 및 변경상장을 완수할 수 있다.³⁹⁾

이상과 같은 산술적인 비용 이외에도 상장회사는 다음과 같은 추가적 수고와 노력을 경주하여야 한다. 우선, 주주총회에서 특별결의의 요건을 충족시키기 위하여 주주에게 액면분할의 당위성을 설명하고 참여를 독려하여야 한다. 만약에 주권을 발행하는 상장회사의 경우에는 주권을 인쇄하는 데 드는 비용과 인지세 및 주주수의 증가로 인한 주주총회의 소집 통지의 발송 등의 업무가 증가하므로 추가적인 비용이 소요될 수 밖에 없다. 일본의 경우에는 액면분할의 사전·사후업무에 수억엔의 비용이 들어간다고 한다.⁴⁰⁾

36) 임도원/서기열, "5000원에서 200원으로...제일모직 액면분할 추진," 「한국경제」(2014년 7월 11일자), A23면.

37) 한국투자신탁증권 리서치센터 투자분석팀, "고가주 액면분할 논의에 대한 코멘트," 「Hantu Tams Daily」(2012)

38) 발행예정주식총수의 미발행분이 충분한 경우에는 발행예정주식의 총수를 굳이 변경할 필요는 없다. 이철송, 「회사법강의」 제23판, 박영사(2015)

39) 김원대, "코스피 자유동성 종목의 액면분할 촉진을 위한 제도 개선 추진 방안," 한국거래소(2015)

40) 花枝英樹, 前掲論文, 76頁.

3. 소결

액면분할은 1주당 액면가를 낮추어 희망자로 하여금 매수를 용이하게 할 수 있게 하여 보다 많은 자에게 매매의 기회를 제공하는 제도이다. 액면분할을 한 회사의 경우 개인투자자 등의 신규수요가 발생하여 유동성이 증가하고 주가가 상승할 수 있다. 더 나아가 그러한 주가상승으로 인하여 회사가 시가총액이 증가한 상태에서 유상증자를 할 수 있어 대규모의 자금을 조달할 수 있다. 말하자면, 시가총액이 증가하면 할수록 소규모의 신주만을 발행하더라도 대규모의 자금을 조달이 가능하다는 것이다.⁴¹⁾

이상과 같이 액면분할의 긍정적인 효과 이외에도 단점이 존재한다. 비합리적인 판단에 기초하는 개인주주의 증가로 주가안정성이 저해될 우려도 있으며, 고가주 이미지의 탈색(脫色)으로 인하여 주주의 긍지가 손상될 수도 있다. 또한 액면분할을 하기 위해서는 엄격한 절차를 겪어야 할 뿐만 아니라 액면분할 후에 주주관리에 추가적인 비용이 들어간다는 점에서 비용부담이 증가할 여지도 있다. 액면분할 이후 주가가 급락한 사례도 존재한다.⁴²⁾ 때문에 좋은 실적이 뒷받침⁴³⁾되지 않았다면 과연 아모레퍼시픽과 아모레G가 액면분할의 대표적인 성공사례로 자리매김할 수 있었을까하는 의문이 제기될 여지도 있다.

IV. 액면분할의 활성화 방안의 검토

1. 활성화 방안의 요지

국내에서는 한국거래소가 중심이 되어 액면분할의 활성화가 필요하다고 주장하고 있다. 액면분할의 긍정적인 효과가 있는 만큼 그 활성화가 필요하다는 것이다.⁴⁴⁾ 이를 위하여 한국거래소는 한국판 다우지수의 개발을 추진하고, 저유동성 종목에 대한 시장조성자(market maker) 제도를 도입하며, 이밖에 저유동성 종목에 대한 관리를 강화하는 한편, 액면가 5,000원을 기준으로 한 환산주가의 순위공표를 통해 투자자에게 실질적인 고

41) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, [보도자료] 저유동성 고가주의 액면분할을 위한 제도 개선 방안(2015), 2면[이하 "제도 개선 방안"으로 인용].

42) 김광현, 「주식시장 투자전략」(유안타증권, 2015.5.13.), 3면; 윤정현, "액면분할 후 주가는 복불복?," 「한국경제」(2015년 2월 26일자), A22면;

43) 아모레퍼시픽은 2015년 영업이익이 전년 7,729억900만원으로 전년 대비 37.1% 증가한 것으로 집계되었다고 공시하였으며, 아모레G도 연결기준 2015년 영업이익이 9,136억4000만원으로 전년대비 38.6% 증가하였다고 공시하였다.

44) 정수연, 앞의 논문, 63면.

가주 순위를 제공하는 방안을 제시한 바 있다.⁴⁵⁾ 더 나아가 한국거래소는 액면분할 추진 시 주권의 교체발행 등에 필요한 매매거래정지 기간을 단축하는 방안을 강구하겠다고 밝힌 바 있다.⁴⁶⁾ 정치계에서도 이와 같은 액면분할 활성화에 힘을 보태는 주장을 하고 있는 것으로 알려져 있다. 예컨대, 주주총회 특별결의사항인 액면분할을 이사회 결의사항이나 주주총회 보통결의사항으로 그 요건을 완화하자는 주장이 제기되고 있다는 것이다.⁴⁷⁾ 이하에서는 이 같은 활성화를 위한 요건완화 방안의 타당성을 세밀하게 검토하고자 한다.

2. 활성화 방안의 검토

액면분할의 활성화를 위한 기존의 요건을 완화하기 위해서는 상법 혹은 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(“자본시장법”)의 개정이 있어야 한다. 법률의 개정은 그 개정을 뒷받침할 수 있는 법리상의 합리성이 있어야만 성공할 수 있다. 이에 액면분할의 긍정적 효과와 부정적 효과를 균형있게 고려하여 현행법의 개정을 도모하여야 할지의 여부를 판단하여야 한다. 그러나 상법상 액면분할의 요건완화방안은 넓은 공감대를 형성하기 어려울 것으로 예상된다. 그 이유를 상법 규정을 중심으로 하여 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 상법은 액면분할에 대하여 주주총회의 특별결의를 필요로 하고 있다(제329조의2 제1항). 국내의 다수설에 따르면 액면분할은 자본금의 변경을 초래하지 않으므로 주주나 채권자의 이익과 무관하여 회사의 중요한 의사결정이라고 할 수 없지만, 액면자체가 정관의 절대적 기재사항인 까닭에(제289조 제1항 제4호) 그 변경을 위해 주주총회의 특별결의가 필요하다는 것이다.⁴⁸⁾ 그러나 이와 같은 다수설의 입장은 상법의 취지와 일치하지 않는다. 왜냐하면 상법이 액면분할과 관련하여 정관의 변경에 주주총회의 특별결의를 요구하는 규정(제434조)과 별도의 조문(제329조의2 제1항)을 둔 것은 액면분할이 주주의 이익에 영향을 미치는 중요한 의사결정임을 전제로 하고 있는 것으로 읽어야 하기 때문이다. 이를 구체적으로 살펴보면 다시 2가지로 나눌 수 있다. 먼저, 주식의 액면분할이 긍정적인 효과와 부정적인 효과 모두를 가지고 있다는 점이다. 이에는 액면분할의 장

45) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, “제도 개선 방안,” 3-4면.

46) 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부, 「[보도자료] 액면분할 기업의 매매거래정지 기간 단축」(2015.4.28.), 1면.

47) 새누리당의 김성민 의원은 “초고가주 액면분할이 적극적으로 이뤄지기 위해 자본시장법에 특례조항을 신설해 상장주식 주식분할의 경우 ‘주주총회 특별결의’에서 ‘이사회 결의’로 완화할 수 있도록 제도를 정비하고 장기적으로 무액면 주식으로 전환해야 한다”고 주장한 것으로 보도된 바 있다. 노현섭, “황제주 너무 비싸 개미 접근 가로막아,” 「서울경제」(2015년 9월 15일자), 21면.

48) 송옥렬, 앞의 책, 791-792면; 이철승, 앞의 책, 433면; 장덕조, 상법강의, 법문사(2016)

점이 있다고 해서 회사가 무턱대고 이를 단행해서는 안된다는 의미가 반영되어 있다. 예컨대, 주가안정성의 저하와 과도한 사전·사후비용을 감내하고라도 액면분할을 단행할지를 주주총회에서 결정하라는 것이다. 또한 액면분할의 긍정적인 효과라는 것도 상대적인 측면이 있다는 점이다. 말하자면, 모든 주주가 유동성의 증대나 주주구성의 변화를 받기지는 않을 것이므로 주주총회를 열어 주주의 의사를 물어보라는 취지가 반영되어 있다. 이상과 같은 이유 때문에 액면분할을 위한 주주총회를 개최하는 경우 결의의 목적사항에는 주식분할과 정관변경을 따로 기재하여야 한다.

둘째, 상법은 제329조의2 제3항에서 제440조, 제441조, 제442조를 준용하고 있다. 상법 제440조는 자본금감소를 위한 주식병합의 절차에 관한 규정이며, 제441조는 그러한 주식병합의 효력발생시기를 정하고 있다. 제442조는 주식병합으로 인한 신주권의 교부에 관한 규정이다. 주식병합을 통한 자본금감소에는 주주총회의 특별결의가 필요하다(상법 제438조 제1항). 주식병합의 효력이 발생하기 위해서는 구(舊) 주권이 실효되고 신(新) 주권이 발행되어야 한다. 이처럼 굳이 상법이 주식병합의 절차와 그 효력의 발생시기를 정하고 있는 것은 구 주권의 실효 및 신 주권의 발행이 주주 및 제3자의 이해관계에 중대한 영향을 미칠 염려가 있음에 기초한다.⁴⁹⁾ 액면분할에도 주식병합에 필요한 절차가 그대로 준용되는 만큼 구 주권의 실효와 신 주권의 발행이 수반되어야 하므로 당연히 주주 및 제3자의 이익에 영향을 끼칠 수밖에 없다. 이와 같이 액면분할이 주주 및 제3자의 이해관계에 연계되어 있다는 점을 감안한다면 이를 단순히 이사회의 결의사항으로 그 요건을 완화하는 것은 수용하기 어렵다.

셋째, 상법은 제329조의2 제3항에서 주식병합에 있어서의 단주처리에 관한 규정(제443조 제1항)을 준용하고 있다. 액면주식을 정수(整數)로 나누지 않는 경우에는 예외적으로 단주가 발생한다. 예컨대, 현재 1주의 액면가가 2,500원인 주식을 액면가 1,000원으로 분할하는 경우 단주가 발생한다. 이 경우 주식의 병합과 동일하게 그 주식을 경매하여 각 주수에 따라 그 대금을 종전의 주주에게 지급하여야 한다. 다만, 거래소의 시세 있는 주식은 거래소를 통하여 매각하고, 거래소의 시세 없는 주식은 법원의 허가를 받아 경매 외의 방법으로 매각할 수 있다. 아무튼 간에 단주처리를 한다는 것은 현금을 대가로 하여 소수주주를 축출하고 그로 인하여 지배력의 변화(change of control)를 초래할 여지가 있다. 말하자면, 단주의 대가로서 금전을 교부받은 소수주주로서는 더 이상 주식보유를 통한 회사의 수익분배에 참여할 기회를 박탈당하게 된다. 이와 같이 지배력의 변

49) 참고적으로 주식병합에 관련된 대법원 판례를 소개하기로 한다. 대법원은 상법 제440조가 “주식병합에 일정한 기간을 두어 공고와 통지의 절차를 거치도록 한 취지는, 신 주권을 수령할 자를 파악하고 실효되는 구 주권의 유통을 저지하기 위하여 회사가 미리 구 주권을 회수하여 두려는 데 있다”고 판시하고 있다(대법원 2009.12.24. 선고 2008다15520 판결).

화를 가져오는 액면분할을 단순히 이사회의 결의 혹은 주주총회의 보통결의만으로 승인하는 것은 받아들이기 곤란하다.⁵⁰⁾

3. 소결

액면분할의 긍정적인 효과를 염두에 둔다면 이를 활성화할 필요가 있다. 그러나 액면분할의 활성화라는 명분하에 기존의 주주총회 특별결의 요건을 이사회의 결의 혹은 주주총회의 보통결의로 완화하는 것은 현행 상법의 취지와 규정에 반하여 받아들이기 어렵다. 왜냐하면 상법은 액면분할의 장점 뿐만 아니라 단점까지도 함께 고려하고 있기 때문이다. 즉, 액면분할이 주주 및 제3자의 이해에 영향을 미칠 수 있다는 점 및 단주처리로 인하여 주주의 지배력에 변화를 초래할 수 있다는 점 등에 비추어 주주총회의 특별결의 요건이 당위성을 가지는 것으로 보아야 한다.

V. 결론

현행 상법규정을 고려한다면 액면분할은 회사의 중요한 이벤트이다. 회사가 액면분할을 할 경우에 신중을 기하라는 취지가 상법에 반영되어 있다. 따라서 상법의 기본입장을 변경하여 이사회의 결의 내지 주주총회의 보통결의로 요건을 완화하는 것은 공감대를 얻기 어렵다. 그러면 액면분할의 대안은 무엇인가? 주주권의 내용은 동일하면서 액면분할과 같은 효과를 얻을 수 있는 방법으로 무엇이 있는가? 현행 상법하에서 액면주식의 분할을 대체할 획기적인 방법을 모색할 수는 없지만, 차선책으로 생각해 볼만한 것인 바로 무액면주식을 활용하는 것이다.

무액면주식은 주권에 액면이 기재되지 않고 주식수가 표시되는 주식을 의미한다. 현행 상법에서는 무액면주식의 분할에 관해서는 액면주식과 구별하여 규정하지 않고 있다. 따라서 현행 상법하에서 무액면주식에 대해 상법 제329조의2가 적용되는 것으로 읽어야

50) 이에 관련하여 자본감소를 목적으로 하는 주식병합에 관련된 사건을 예로 들기로 한다. 주식회사 엔도어즈는 액면가 500원 기명식 보통주 10,000주를 액면가 5,000,000원 기명식 보통주 1주로 병합한 바 있다. 이로 인하여 1만 주 미만의 주식은 단주로 처리되었으며, 그 규모의 주식을 가진 주주는 주주로서의 지위를 상실하게 되었다. 이에 엔도어즈의 주주 2인이 위의 방식으로 이루어진 자본감소의 무효를 주장하였으나 법원은 그러한 주장을 받아들이지 않았다(서울동부지방법원 2011.8.16. 선고 2010가합22628 판결; 서울고등법원 2012.4.26. 선고 2011나68397판결; 대법원 2012.7.26. 선고 2012다40400 판결). 이상의 판결에서 법원이 원고의 청구를 기각한 이유 중의 하나로서 상법에 자본감소의 원인에 대하여 특별한 규정을 두고 있지 아니하므로 주주총회의 특별결의가 있으면 원칙적으로 자유롭게 자본감소를 할 수 있다는 점을 제시하고 있다.

한다.⁵¹⁾ 이 같은 적용에도 불구하고 현행 상법하에서 무액면주식의 분할이 액면주식의 그것 보다 더 간편하고 유리하다.⁵²⁾ 왜냐하면 무액면주식은 당초부터 정관에 기재할 필요가 없음은 물론이고 설령 분할을 하더라도 신주를 추가적으로 발행하는 것만으로 충분하므로⁵³⁾ 정관변경 작업이나 구 주권을 실효시키고 이를 신 주권과 교체하는 절차가 필요없기 때문이다.⁵⁴⁾ 이러한 점에서 한국거래소가 액면주식 보다 무액면주식을 활성화하려는 움직임⁵⁵⁾은 바람직한 방향으로 나아가는 것으로 평가한다.

51) 권기범, “무액면주식에 대한 소고,” 「선진상사법률연구」 통권 제63호, 법무부(2013), 41면. 이에 현행 상법은 무액면주식의 특성을 제대로 고려하지 않고 있다는 비판이 있다. 이 같은 이유로 상법학계에서는 무액면주식의 분할을 위한 규정을 마련할 것을 요청하고 있다. 송옥렬, 앞의 책, 792면.

52) 최병규, “개정 상법상 무액면주식제도에 관한 연구”, 경영법률 제21권 제4호, 한국경영법률학회(2011)

53) 다만, 무액면주식의 경우에도 단주는 발생할 수 있다. 예컨대, 기존의 무액면주식을 1.5배수로 분할하여 각 주주에게 소유하는 주식 1주당 0.5주를 추가발행한다면 단주가 발생할 수 있다.

54) 국내에는 무액면주식의 분할을 일본의 경우처럼 이사회의 권한으로 하지는 주장이 제기되고 있다. 권기범, 앞의 논문, 41면; 김흥기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 기업법연구 제26권 제1호, 한국기업법학회(2012), 현재 일본에서 주식회사는 무액면주식만이 가능하지만 한국의 경우에는 액면주식 및 무액면주식을 선택적으로 발행할 수 있다. 이처럼 이종(異種)의 주식이 발행가능한 상황에서 액면주식의 분할에 관하여는 주주총회의 특별결의를 요구하면서 그것과 동일한 효과를 가져다 주는 무액면주식의 분할에는 이사회의 결의만으로 가능하게 하지는 주장은 설득력을 얻기 곤란할 것으로 보인다.

55) 박세인, “거래소, 무액면 주식 활성화 추진,” 「파이낸셜뉴스」(2015년 12월 29일자), 5면.

<참고문헌>

- 강장구/권경윤/심명화, “개인투자자의 투자심리와 주식수익률”, 재무관리연구 제30권 제3호, 한국재무관리학회(2013)
- 고광수/김근수, “투자주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석: 개인, 기관, 외국인”, 증권학회지 제33집 4호, 한국증권학회(2004)
- 권기범, “무액면주식에 대한 소고”, 선진상사법률연구 통권 제63호, 법무부(2013)
- 김선호/홍정훈, “주식분할의 유동성가설 및 최적거래가격범위가설 실증분석.”, 대한경영학회지 제21권 제5호, 대한경영학회(2008)
- 김홍기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 기업법연구 제26권 제1호, 한국기업법학회(2012)
- 박정식/장욱, “액면분할이 주가 및 거래량에 미치는 영향: M&A 방어수단으로의 가능성”, 경영논집 제35권 1호, 서울대학교(2001)
- 박주현, 「주식분할의 정보효과에 관한 실증적 연구」, 국민대학교 대학원 경영학박사 학위 논문(2001)
- 박진우/김경순/이진훤, “주식분할 후 변동성 증가와 거래행태의 변화”, 한국증권학회지 제39권 제4호, 한국증권법학회(2010)
- 변종국, “주식분할에 따른 시장반응”, 재무관리논총 제9권 제1호, 한국재무관리학회(2003)
- 송옥렬, 상법강의 제6판, 홍문사(2016)
- 연강흠, “상장회사의 배당정책 개선을 위한 제언”, 월간 상장 Vol. 484, 한국상장회사협의회(2015)
- 이가연/박경인, “한국 주식시장에서 주식분할 효과에 대한 연구”, 대한경영학회지 제25권 제3호, 대한경영학회(2012)
- 이철송, 회사법강의 제23판, 박영사(2015)
- 장덕조, 상법강의, 법문사(2016)
- 정균화, “주식병합에 대한 시장의 반응” 한국증권학회지 제42권 제4호, 한국증권학회(2013)
- 정수연, “국내·외 사례 분석을 통한 액면분할 기대효과”, KRX MARKET 제115호, 한국거래소(2014)

- 최병규, “개정 상법상 무액면주식제도에 관한 연구,” 경영법률 제21권 제4호, 한국경영법률학회(2011)
- 황선웅/신우용, “우리나라에서 주식분할에 따른 시장반응과 유동성효과,” 재무관리 연구 제23권 제4호, 한국재무관리학회(2007)
- 花枝英樹, “資本政策としての株式分割,” 「成城大学經濟研究」第162号, 成城大学經濟学会(2003)
- Yakov Amihud/Haim Mendelson/Jun Uno, Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan, 54 Journal of Finance 1169(1996)
- David L. Ikenberry/Graeme Rankine/Earl K. Stice, What Do Stock Splits Really Signal? 31 Journal of Financial and Quantitative Analysis 357(1996)
- Gow-Cheng Huang/Kartono Liano/Ming-Shiun Pan, The Effects of Stock Splits on Stock Liquidity, 39 Journal of Economics & Finance 119(2015)