

우선주 시장의 이상 현상에 관한 연구

최종범* · 문판수**

요 약

본 연구는 최근 우리나라 시장에서 의결권이 없는 우선주 가격이 의결권이 있는 보통주 가격보다 높게 형성된 이상 현상의 원인을 분석하였다. 1990년부터 2003년까지 우선주를 발행한 기업의 보통주와 우선주를 비교 분석한 결과, 우선주 시장은 14년간 지속적으로 규모가 축소되고 유동성이 하락하였음을 알 수 있었다. 우선주 가격이 보통주 가격보다 높게 형성된 종목은 외환위기이후인 1998년부터 급증하여 전체 우선주 발행종목의 40%까지 이르게 되었다. 이들 우선주는 대부분 경영실적이 악화된 기업에 해당하며, 발행물량이 극히 소규모이고 외국인 투자자가 외면하는 우선주들로서 단기간에 매우 높은 빈도의 거래가 이루어진 경우가 많다. 즉, 소수의 투자자에 의해 쉽게 가격이 왜곡된 후, 거래량이 없이 기세로서 가격이 표시되어 유지된 경우가 많다고 추론할 수 있다. 이들 우선주는 원래에는 전환사채로 발행되었다가, 훗날 우선주로 전환된 경우가 대부분이었다.

I. 서 론

우선주는 이익의 배당 또는 회사 해산시 잔여재산의 분배에 대하여 보통주에 비하여 우선적 지위가 인정되는 주식을 말한다. 우선주는 주식과 사채의 중간적인 성격을 지니고 있어 기업의 다양한 자금조달 수단의 하나로 활용될 수 있다. 시장에서 다양한 자금조달 수단이 제공될 때 기업은 다양한 자금 조달 수단을 통하여 자본 조달 비용을 절감할 수 있다.

* 성균관대학교 경영학부 교수

** 증권에탁결제원

미국과 캐나다는 의결권이 없는 대신 고정적인 배당 또는 보통주보다 우선적인 배당을 중심으로 하는 사채형 우선주가 발행되고 있으며, 독일과 우리나라는 보통주와 유사한 우선주를 발행하고 있다.¹⁾ 우리나라에서 발행되어 유통되고 있는 우선주는 대부분이 보통주형 우선주로서 의결권이 없는 대신 배당시 보통주에 비하여 액면가를 기준으로 1%를 추가로 배당받는 형태이다. 소위 1% 우선주는 보통주에 우선하여 즉, 보통주에 대한 배당이 없을 경우에도 배당을 받는 것이 아니라, 보통주에 대한 배당이 있을 경우 보통주 배당보다 1%를 추가로 받는 것이므로 우선주로서의 우선 배당조건에 부합하지 않는 등 문제점이 제기되어 왔다.²⁾

보통주와 우선주의 가격 차이는 주로 의결권 가치의 차이로 인식된다. 보통주식은 의결권 가치와 배당을 수령할 수 있는 가치를 모두 반영할 것이며, 우선주식은 의결권 가치가 없고 단지 배당을 수령할 수 있는 가치만이 부여된 것이기 때문이다. 이러한 보통주와 우선주의 특성 차이에 착안하여 보통주식의 가치와 우선주식의 가치간의 차이를 의결권 가치로 인식하는 연구가 여러 나라 시장을 대상으로 진행되어왔다.

우선주 발행이 활발한 나라에서 보통주와 우선주의 특성 차이를 이용하여 의결권 가치를 산정한 결과에 의하면, 보통주에 내재된 의결권 프리미엄은 국가별로 큰 차이가 있는 것으로 보고되고 있다. 이탈리아나 이스라엘과 같이 창업주와 그 가족 중심으로 운영되는 기업들이 발행한 우선주는 보통주에 비하여 매우 낮은 가격으로 거래되며, 미국과 같이 소유와 경영의 분리 원칙이 잘 적용되는 국가에서의 우선주는 보통주와 거의 같은 가격으로 거래된다. 각국에서의 의결권 가치는 그 나라의 기업 지배구조와 밀접한 관련이 있는 것으로 해석된다.

-
- 1) 무의결권 우선주 발행이 활발한 국가로는 한국, 이탈리아, 스위스, 캐나다, 브라질, 덴마크, 핀란드, 독일, 노르웨이, 멕시코, 스웨덴 등이 있으며, 기타 영국, 미국, 호주, 칠레, 남아공에서도 우선주가 발행되고 있다. 반면, 일본, 싱가포르, 스페인, 벨기에 등 국에서는 우선주 발행이 금지되어 있다. Nenova(2003), p.327.
 - 2) 기존의 보통주형 우선주의 문제점을 보완하기 위하여 1996년 상법 개정에 의하여 누적적, 참가적 우선주인 신형우선주가 1997년부터 발행되고 있다. 신형 우선주는 일정 기간이 지나면 보통주로 전환할 수 있으며, 주식마다 발행조건이 다르다.

그러나 최근 우리나라 증권시장에서 보통주와 우선주의 가격 차이를 살펴보면 두 주식의 가격 차이가 의결권 가치에 의해서만 결정된다고 보기는 어렵다. 기업지배권 시장에서 특별한 변화가 없는 한 두 주식의 가격 차이는 변화가 없어야 하나, 각 기업별로 보통주와 우선주의 가격 차이는 크게 다르며 시기별로도 매우 편차가 크다. 더욱이 외환위기 이후에는 우선주 가격이 보통주 가격을 상회하는 기업이 급격히 증대되어 평균적으로 볼 때 두 주식의 가격비율(우선주/보통주)이 1이 넘는 현상, 즉 의결권의 가치가 음(-)으로 나타나는 현상을 보이고 있다. 동일한 기업에서 발행한 두 주식 중 의결권이 없는 열등 주식이 의결권이 있는 우등 주식보다 높게 가격이 형성되어 장기간 거래가 지속된다는 것은 이론적으로 설명하기 어렵다.

우리나라에서 나타나는 우선주 가격의 이러한 이상 현상은 보통주와 우선주의 특성 차이에 따라 발생한 것이 아니라 시장 효율성의 문제로 봐야 할 것이다. 무의결권 주식이 의결권 주식보다 높은 가격으로 수년간 거래가 된다는 것은 우리나라 우선주의 가격이 의결권이나 배당이 아닌 다른 요인에 의해 영향을 받는 것으로 해석될 수 있다.

본 연구는 보통주 가격보다 높게 거래된 우선주를 대상으로 하여 이상 현상의 원인을 분석하고자 한다. 이하 II장에서 보통주와 우선주의 가격 차이에 대한 기존의 연구를 개관하고, III장에서 우리나라 보통주 시장과 우선주 시장의 비교를 통해 우리나라 우선주 시장의 특성을 분석한다. IV장에서는 우리나라 우선주 시장의 이상 현상의 원인을 분석하고 V장에서 결론을 제시한다.

II. 기존 연구

기존의 연구는 우선주가 보통주에 비하여 낮게 거래되는 이유를 주로 의결권 가치의 차이로 보았다. 의결권의 가치가 발생하는 원인은 의결권을 지닌 주주가 기업통제에 따른 혜택을 누릴 수 있기 때문인데, 의결권은 경영권의 장악 또는 유지에 필수적인 요소로 파악된다. 경영권을 가지고 있는 지배주주는 사

적 특혜(private benefits)를 누릴 수 있는데, 사적 특혜는 금전적 또는 비금전적, 유형 또는 무형 등 여러 형태로 나타난다. 지배주주가 사적 특혜를 제도적으로 향유할 수 있고 그 크기가 클수록 의결권의 가치는 커지게 된다.

Zingales(1994, 1995)는 의결권 가치를 기업통제에 따른 사적 특혜의 함수로 보고 의결권분쟁 또는 기업쟁탈전이 발생할 확률에 따라 의결권 프리미엄을 산정할 수 있는 모형을 제시하였다. 절대적 지배주주가 있는 경우 쟁탈 확률이 거의 없으며, 다수의 대주주가 경합하고 나머지 지분이 소수주주들에게 고루 분포된 경우 쟁탈 확률이 높아질 것이다. 기업쟁탈전이 발생할 확률은 제1대 주주와 우호적인 제2대주주가 있으며, 기타 주식은 5% 미만의 소액주주에게 널리 분포된 게임(oceanic games)³⁾을 가정하여 산정되었다. Zingales(1994, 1995)에 의하면 이탈리아의 의결권 프리미엄이 81.5%에 달하며, 미국의 경우는 의결권 프리미엄이 3%라는 결과를 제시하였다.

Nenova(2003)는 국가별로 보통주와 우선주의 가격차이가 서로 다르게 나타나는 원인이 나라 별로 상이한 지배구조 수준에 따라 결정된다는 결과를 제시하였다. 법적 규제, 투자자 보호장치, 기업인수에 대한 규제, 소유집중도에 대한 정관 규정 등 지배구조 관련 변수를 지표화하여 분석 결과, 의결권 가치가 각국 별로 크게 차이가 나는데 한국 48%, 멕시코 36%, 미국 4%로 제시되었다.

김정국 외(1996)는 보통주와 우선주와 가격차이 원인으로 의결권의 가치와 배당금의 차이, 보통주와 우선주의 수급구조 변화 등 제도적 변화를 제시하고, Zingales(1994)의 모형에 기초하여 대주주의 사적 혜택이 커질수록 의결권 가치가 커진다고 주장하였다. 즉, 대주주의 소유지분이 증가할수록 일반주주의 의결권행사를 통한 영향력이 감소되고 의결권의 가치가 높아지므로 가격차이율은 통계적으로 유의하게 감소한다는 결과를 제시하고 있다. Chung and Kim (1999)는 한국에서의 의결권 프리미엄이 기업가치의 10%에 달하는 것으로 추정하였다.

그러나 보통주와 우선주의 가격 차이를 기업 지배권 측면에서만 바라보는 시

3) Milnor and Shapley(1978)의 우호적 게임이론에 근거함.

작은 대주주가 지닌 사적 특혜의 크기에 따라 의결권 가치가 형성된다고 보고, 기타의 가격 결정요인에 대하여는 분석이 부족하다. 시장에서 의결권 쟁탈이 발생하지 않는 한 정상시의 주가에 의결권 가치만 반영되어 시장에서 평가된다는 것은 비현실적이다. 이러한 측면에서 최근에는 보통주와 우선주의 가격 차이를 두 주식의 상대적 유동성 차이라는 측면에서 분석하는 연구가 이루어지고 있다.

Beiner and Gibson(1999)은 동일한 기업이 발행한 두 가지 주식인 보통주와 무의결권 우선주 각각에 대하여 유동성 프리미엄에 대한 이론적 모델을 제시하였다. 유동성 리스크 프리미엄은 투자자의 위험회피도, 투자로 인해 발생하게 될 소비 흐름의 예상 편차, 투자 자산을 원하는 시기에 처분할 수 있는 확률 등에 좌우된다. 따라서 동일한 유동성을 지니고 있다면 우선주는 보통주에 비하여 기업통제 가치만큼 낮게 평가될 것이나, 기업통제 가치가 작고 유동성이 없는 보통주는 오히려 우선주보다 낮게 평가될 수 있다. 즉, 유동성과 기업통제권은 상호 작용을 하여 동시에 주가와 기업의 자본비용에 영향을 미치므로 주가의 평가시에는 유동성 프리미엄과 기업통제가치를 동시에 고려해야 한다.

Neumann(2003)은 유동성 할인(liquidity discount)이 두 종류 주식의 가격 차이를 발생시키는 주된 원인이라는 주장을 하였다. 덴마크 시장은 보통주가 우선주에 비하여 오히려 낮은 가격으로 거래되는데, 기업의 인수 합병 등 의결권이 기업 통제의 수단으로 이용되는 사건이 발생하지 않는 상태라면 유동성 부족으로 인해 의결권 주식이 무의결권 주식에 비하여 할인되어 거래된다는 실증 분석 결과를 제시하였다.

Ⅲ. 보통주 시장과 우선주 시장의 비교 분석

국내 우선주 시장의 전체적인 흐름을 살펴보기 위하여 1990년부터 2003년까지 우선주를 발행한 기업을 대상으로 보통주 시장과 우선주 시장을 비교하였다. 이하 우리나라 우선주 시장의 특성을 각 항목별로 살펴본다.

1. 우선주 발행 기업 현황

<표 1>에서 보는 바와 같이 우리나라에서 우선주 발행 기업수는 전체 상장 기업수의 약 20% 수준을 점하고 있다. 1990년대 전반기에는 우선주 발행 기업이 1990년의 148개사에서 1995년의 176개사로 꾸준히 증가하였으나, 1990년대 후반기에서 계속 감소하여 2003년에는 122개사로 줄어들었다.

〈표 1〉 우선주 발행기업수

연도	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
상장회사 수(數)	669	686	688	693	699	721	760	776	748	725	704	689	683	684
우선주 발행회사 수(數)	148	150	153	152	162	176	170	166	160	152	145	142	133	122
비율(%)	0.22	0.22	0.23	0.22	0.23	0.24	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.19	0.18

자료 : 상장협의회 및 증권시장지, 연도말 기준.

이러한 보통주형 우선주는 1986년 동양맥주(주)에서 최초로 발행한 이래 1987년 이후 급속히 증가하여 1989년에는 그 발행액이 약 4조원으로 유상증자 총액의 35.8%에 까지 이르게 되었다. 이후 1993년에는 전체 상장회사 693사중 우선주 발행회사가 153개사에 이르고 우선주가 발행주식의 25% 이상을 차지하는 기업도 40개사에 이르게 되었다. 그러나 1994년 우선주의 가격폭락 사태 이후 기업의 우선주를 통한 자금조달 실적은 거의 없으며 기존에 발행된 우선주가 시장에서 유통되고 있는 상태이다.⁴⁾

우선주 발행기업 수는 크게 변화하지 않았으나, 보통주 자본금에 대한 우선주 자본금의 비중은 크게 줄어들었다. <표 2>에서와 같이 우선주 발행기업의 보통주 자본금에 대한 우선주 자본금 비중은 1990년에 약 31.79%에 이르렀으

4) 1990년대 전반기에 우선주 발행 기업이 증대한 것은 우선주 발행으로 자금을 조달한 것이 아니라, 기존에 발행한 전환사채의 전환권 행사로 우선주가 발행된 것이 대부분이다.

나 이후 지속적으로 감소하여 2003년에는 약 8.78%로 나타나고 있다. 이는 상장 기업들이 주로 보통주 발행을 통해 자금을 조달하고 우선주의 발행은 거의 없었기 때문에 우선주 자본금이 상대적으로 감소한 것이다.

〈표 2〉 우선주 발행 기업의 자본금 변화

연도	상장기업 총자본금	우선주 발행기업				표본수
		자본금	보통주 자본금	우선주 자본금	자본금비중 (우선주/보통주)	
1990	23,982	6,577	4,990	1,587	31.79%	123
1991	25,510	7,440	5,765	1,675	29.05%	129
1992	27,065	8,317	6,544	1,773	27.09%	137
1993	28,801	9,465	7,603	1,861	24.48%	141
1994	34,403	11,764	9,832	1,931	19.64%	146
1995	38,047	13,176	11,190	1,987	17.75%	160
1996	42,992	13,789	11,737	2,051	17.48%	158
1997	45,154	14,172	12,126	2,046	16.87%	153
1998	54,866	16,737	14,726	2,011	13.66%	150
1999	78,090	21,896	19,851	2,045	10.30%	153
2000	84,930	26,813	24,425	2,388	9.78%	147
2001	82,755	26,486	24,242	2,243	9.25%	146
2002	109,787	27,146	25,101	2,045	8.15%	141
2003	87,942	25,172	23,141	2,031	8.78%	134

주) 1. 자본금의 단위는 십억원임.

2. 표본은 전체 우선주 발행기업 중에서 KIS-FAS를 통하여 재무제표를 구할 수 있는 표본으로 한정하였다. <표 1>에서는 연도말 기준으로 산정하였으나, <표 2>에서는 분석을 위하여 연도중 상장폐지된 종목도 포함하였으므로 1999년부터는 <표 1>의 표본수보다 <표 2>의 표본수가 더 많게 구성되어 있다.

2. 우선주 시장의 연간 거래 규모

<표 3>에 나타나듯이 우선주 시장의 전체 거래규모(거래대금 기준)는 2003년 기준으로 약 9조 6천억 원이며, 이중 삼성전자 우선주 1개 종목의 거래규모가 5조 1천억 원으로 전체 우선주 시장의 53.55%를 차지하고 있다. 삼성전자 보통주 거래규모는 55조 5천억 원으로 전체 우선주 시장은 삼성전자 보통주 1

개 종목의 거래규모의 약 1/5 수준에 불과하다.

우선주 발행기업의 보통주 거래대금이 상장기업 전체 주식 거래대금에서 차지하는 비중은 큰 변화가 없으나, 보통주 거래대금에 대한 우선주 거래대금의 비중은 1990년대 초 최대 90%에 이르던 것이 지속적으로 감소하여 2003년에는 4% 수준에 불과하다. 이러한 우선주 시장의 급격한 위축으로 인해 현재 우리나라의 우선주 시장은 정상적 시장으로 평가하기 어렵다. 특히 유동성 측면에서 매우 취약하여 투자자들이 보통주나 채권의 대체적 투자수단으로서 우선주를 선택할 유인이 약하므로 기업들 또한 우선주를 통한 자금조달은 매우 어려운 상태이다.

〈표 3〉 우선주 발행기업의 거래대금 변화

연도	상장기업 총거래대금	우선주 발행 기업				표본수
		총 거래대금	보통주 거래대금	우선주 거래대금	거래대금비중 (우선주/보통주)	
1990	53,438	18,574	10,915	7,659	70.17%	123
1991	62,565	26,265	13,803	12,462	90.29%	129
1992	90,624	35,957	22,732	13,224	58.17%	137
1993	169,920	64,858	44,160	20,698	46.87%	141
1994	229,772	90,809	75,811	14,998	19.78%	146
1995	142,913	57,988	52,281	5,707	10.92%	160
1996	142,642	46,273	42,010	4,263	10.15%	158
1997	162,281	45,257	42,770	2,487	5.82%	153
1998	192,845	74,670	69,002	5,669	8.22%	150
1999	866,923	374,024	325,563	48,461	14.89%	153
2000	627,133	275,153	253,848	21,306	8.39%	147
2001	491,365	213,506	200,603	12,903	6.43%	146
2002	742,150	309,376	284,706	24,671	8.67%	141
2003	547,509	238,318	228,735	9,583	4.19%	134

주) 거래대금의 단위는 십억원임.

3. 우선주 시장의 일별 거래 규모

보통주와 우선주의 거래 행태를 분석하기 위하여 14년간 우선주 발행기업의 보통주와 우선주의 거래 내역을 일별로 살펴보았다.

<표 4>와 같이 총 거래일중 실제 거래가 없이 기세로 가격이 형성된 일수를 보면 보통주는 총 거래일수의 약 2.21%를 차지하나, 우선주는 총 거래일수의 17.81%를 차지하고 있다. 즉, 우선주는 상장은 되어 있으나 총 거래일수 중 상당부분이 실제 거래가 이루어지지 않고 있음을 나타낸다.

또한 거래금액별 보통주와 우선주의 거래일수를 살펴보면, 보통주는 대부분 (70.78%)의 거래가 일일 1억원을 초과하나, 우선주는 이와 반대로 일일 거래규모의 73.16%가 1억원 미만인 소규모 거래가 이루어졌다.

이처럼 우선주는 적절한 수요 공급에 의한 적정 가격이 형성될 만큼 충분한 거래량이 뒷받침되지 않을 뿐 아니라, 거래 건별 거래규모 또한 대부분이 소액의 거래로서 보통주에 비해 유동성이 크게 떨어짐을 알 수 있다.

<표 4> 보통주와 우선주의 건별 1일 거래규모 비교

거래금액 구간	보통주 거래 횟수			우선주 거래 횟수		
	거래회수	%	누적	거래회수	%	누적
0	13,117	2.21%	2.21%	105,658	17.81%	17.81%
~100만원	7,015	1.18%	3.39%	40,017	6.75%	24.56%
~500만원	14,442	2.43%	5.83%	59,065	9.96%	34.51%
~1,000만원	12,936	2.18%	8.01%	42,033	7.09%	41.60%
~5,000만원	69,614	11.73%	19.74%	130,198	21.95%	63.54%
~1억원	56,231	9.48%	29.22%	57,053	9.62%	73.16%
1억원 초과	419,905	70.78%	100.00%	159,236	26.84%	100.00%
계	593,260	100%	-	593,260	100%	-

<표 5>에서와 같이 실제 거래가 형성된 보통주와 우선주의 일일 거래내역을 14년간 총 거래일에 걸쳐 살펴보면, 보통주 시장의 거래규모는 일일 100억원 이상이 70% 이상을 차지하나, 우선주 시장의 거래규모는 일일 100억원 이상의 거래가 이루어진 경우는 없다. 반면, 우선주 시장 전체의 거래규모가 1억원 이하인 경우가 전체 거래일수의 27.52%에 달한다. 우선주 전체 시장의 일일 거래규모가 매우 작다는 것은 그만큼 가격 영향이 클 수 있고, 유동성 부족에 따른 비정상 가격 형성 가능성이 높다는 것을 의미한다. 즉, 시장이 활황기이거나 일

정 규모 이상의 수요가 발생시 초과 수요로 인해 가격이 균형가격보다 월등히 높은 가격으로 형성되거나, 시장이 불황기 또는 수요 부족시 가격이 크게 떨어질 수 있다.

〈표 5〉 보통주와 우선주의 일별 거래규모 비교

거래금액	보통주 거래일수			우선주 거래일수		
	거래 일수	%	누적	거래 일수	%	누적
~1000만원	0	0%	0%	2	0%	0%
~5000만원	2	0%	0%	516	9.82%	9.82%
~1억원	38	0%	0%	500	17.70%	27.52%
~10억원	1,780	29.12%	29.12%	2,592	61.50%	89.02%
~100억원	1,877	64.31%	93.43%	256	10.98%	100%
~100억이상	169	6.57%	100%	-	-	-
계	3,866	-	-	3,866	-	-

<표 1>로 부터 <표 5>까지 나타난 바와 같이 우리나라 우선주 시장은 보통주 시장에 비하여 매우 규모가 작으며, 지난 14년간 우선주 시장은 급속히 위축되어 왔음을 알 수 있다. 우선주 시장 전체의 위축에 따라 우선주 시장에 대한 투자 매력 상실, 시장 전반적인 유동성 부족 및 개별 종목의 유동성 부족이 야기될 수 있고, 이로 인한 정상적 시장 가격 형성이 어려워지고 시장 비효율성이 초래될 수 있다.

IV. 우선주 시장의 이상 현상 분석

우선주가 보통주에 비하여 얼마나 할인되어 거래되는가는 두 주식의 상대적 가격 비율(우선주가/보통주가, 이하 ‘가격비율’이라 한다)로 살펴 볼 수 있다.⁵⁾

5) 실무에서는 보통주와 우선주의 가격 차이를 보통주 가격으로 나눈 비율인 가격 괴리율을 사용하기도 한다.

우선주는 보통주에 비하여 의결권 가치만큼 할인되어 평가될 것이므로 할인이어 거래되는 폭이 시기에 따라 달라질 지라도 우선주가 보통주 가격보다 높게 형성될 수는 없을 것이다. 보통주와 우선주의 가격 비율이 1보다 크다면(우선주 가격이 보통주 가격보다 높다면) 그러한 우선주는 이상 매매에 의한 것으로 간주할 수 있다.

1. 보통주와 우선주의 가격비율 특성

(1) 연도별 가격 비율 변화 추이

<표 6>은 증권거래소에서 발표된 1998년 이후 보통주와 우선주의 괴리율 현황을 나타내고 있다.

<표 6> 보통주와 우선주의 괴리율 현황

구분	1998	1999	2000	2001	2002	2003
우선주 상장법인수	130	131	127	124	126	125
보통주 주가평균	17,863	17,760	11,987	20,646	19,206	22,546
우선주 주가평균	10,350	20,349	21,165	24,126	22,108	21,867
가격 괴리율	42.06	-14.58	-76.56	-16.85	-15.11	3.01

주) 가격괴리율 = (보통주 주가평균 - 우선주 주가평균) *100/ 보통주 주가평균.

자료 : 증권거래소. 관리종목 및 거래가 형성되지 않아 증가가 0인 경우는 제외(매연도 말 기준. 단, 2003년은 8.1. 기준임).

<표 6>에서와 같이 보통주와 우선주의 주가 평균을 보면 1999년부터 우선주 주가 평균이 보통주 주가 평균보다 높게 형성되었음을 알 수 있다. 우선주 가격이 평균적으로 보통주 가격보다 높게 나타나는 이유는 비정상적으로 높은 가격으로 거래된 우선주의 가격비율을 전체 표본에 포함하여 산술평균하여 산정하였기 때문이다. 따라서 정상적으로 가격이 형성된 기업과 이상 가격이 형성된 기업을 구분하여 살펴 볼 필요가 있다.

1990년부터 2003년까지 정상 가격이 형성된 기업과 이상 가격이 형성된 기업을 구분하여 살펴보면 <표 7>과 같이 우선주의 이상 가격이 발생한 시점은 외환위기 이후이며, 비정상 표본이 상당수에 달함을 알 수 있다.

<표 7> 가격비율 정상기업과 비정상기업

연도	전체 표본수	정상 기업		비정상 기업		비정상 기업 점유율(%)
		표본수	가격비율	표본수	가격비율	
1990	123	121	0.83	2	1.40	1.63%
1991	129	129	0.91	-	-	-
1992	137	134	0.90	3	1.35	2.19%
1993	141	141	0.91	-	-	-
1994	146	146	0.75	-	-	-
1995	160	160	0.54	-	-	-
1996	158	158	0.51	-	-	-
1997	153	153	0.41	-	-	-
1998	150	149	0.39	1	1.24	0.67%
1999	153	134	0.62	19	13.24	12.42%
2000	147	105	0.62	42	14.99	39.25%
2001	146	89	0.64	57	12.11	39.04%
2002	141	86	0.65	55	10.22	39.01%
2003	134	92	0.64	42	20.38	31.34%
합계	2,018	1,797	0.67	221	9.37	11.83%

주) 1. 가격비율은 우선주 발행기업의 일일 가격비율을 연평균으로 환산한 값임.
2. 연중 상장 폐지된 기업도 포함.

보통주 가격이 우선주 가격보다 높은 정상 표본 1,797 기업의 가격비율을 살펴보면, 1993년까지 우선주 가격은 보통주 가격의 90%선에서 거래되다가 이후 1998년에 39% 수준까지 감소한 후, 1999년부터는 약 5년간 60%를 약간 넘는 수준에서 안정적인 거래가 형성되고 있다. 따라서 정상적인 기업들을 기준으로 볼 때, 최근 5년간 우리나라 우선주 가격은 평균적으로 보통주 가격에 비하여 약 60% 수준에서 형성되었다고 할 수 있다.

우선주 가격이 보통주 가격보다 높은 이상 가격이 형성된 기업은 외환위기

이전에는 거의 없으나, 1999년에는 19개, 2001년에는 57개 기업이 이상 가격이 형성되었으며, 이는 전체 우선주 발행기업의 39%를 넘는 수치이다. 이 기간은 우리나라 경제가 구조적 변화를 겪게 된 외환위기 시점과 일치하고 있어 거시경제적 요인 또는 기업 전반에 걸친 어떠한 영향이 우선주와 보통주의 가격비율에도 영향을 미친 것으로 추측할 수 있다. 비정상 표본의 특징은 평균적인 우선주 가격이 보통주 가격에 비하여 2배 이상 심지어 수십 배에 달하는 것으로 나타나 우선주 가격이 정상적으로 형성된 것이 아님을 쉽게 알 수 있다.

(2) 가격비율 변화에 대한 해석

정상 표본을 대상으로 하여 지난 14년간의 가격 비율 변화 패턴을 시기적으로 구분하면 1990년부터 1993년까지 우선주 가격이 보통주 가격에 비하여 90% 수준을 유지하였던 기간, 1994년부터 1998년까지 지속적으로 우선주 가격이 하락하였던 기간, 1999년부터 2003년까지 가격비율이 60% 수준에서 안정적으로 유지되었던 기간 등 3기간으로 구분할 수 있다.

국내에서 기존의 연구는 주로 연구 대상 기간이 외환위기 이전이며, 1994년 우선주의 가격 폭락의 원인에 대한 연구가 활발하였다. 김정국(1995)의 연구에 의하면, 보통주와 우선주의 가격 차이는 1993년 11월부터 확대되기 시작하여 1994년 8월 우선주 가격이 폭락하였는데, 그 주원인은 M&A 관련 증권거래법 제200조의 개정(1994.1) 등 의결권 관련사항으로서 투자자의 심리위축 및 우선주 제도상의 법적, 경제적 문제점에 대한 투자자들의 새로워진 인식 때문이라고 하고 있다. 아울러 이러한 우선주 제도 방치시의 문제점으로서 기업이 우선주 발행을 통해 자금을 조달한다는 것이 사실상 불가능하다는 점과 우선주 상장주식비율이 계속 낮아질 경우 우선주는 시장에서 소외될 가능성이 있으며 유동성에도 문제가 생겨 우선주 가격은 소수의 투자자들에 의해 보다 쉽게 움직여 질 수 있다는 점을 지적하고 있다.

기타 기업 지배권(의결권) 시장의 제도 변화, 기업 지배구조의 변화에 따른 의결권 가치의 변화가 보통주와 우선주의 상대적 가격의 주요 결정요인으로 제기되어 왔다.

외환위기 이후 우선주 시장의 이상 현상에 대한 국내의 연구는 없는 실정이다. 특히 이상 표본이 전체 우선주 발행기업의 40%에 이르므로, 그 원인에 대한 분석과 이해가 필요한 것으로 생각된다. 이하 우선주 가격이 보통주 가격보다 높은 기업의 특성을 살펴보고 그 원인을 세부 분석한다.

2. 우선주 가격이 보통주 가격보다 높은 기업 특성

<표 8>은 외환위기 이후인 1998년부터 2003년까지 우선주 발행기업을 대상으로 우선주가격이 보통주가격보다 낮은 기업(정상표본)과 우선주가격이 보통주가격보다 높은 기업(이상표본)을 비교한 것이다.⁶⁾

<표 8> 정상표본과 이상표본의 비교(1998년~2003년)

구 분		정상 표본		이상 표본		평균차이 검정
		평균	표준편차	평균	표준편차	
주가평균 (원)	보통주	21,659	55,850	4,550	5,938	***
	우선주	10,707	26,291	44,347	73,502	***
거래주식수 평균(주)	보통주	491,955	973,094	1,170,945	3,292,062	***
	우선주	62,199	145,199	13,995	30,539	***
연간거래대금 (백만원)	보통주	7,009,988	22,708,609	2,914,498	7,795,291	***
	우선주	761,381	3,501,908	88,393	330,156	***
자본금 평균 (백만원)	보통주	165,692	262,425	130,910	336,186	
	우선주	19,772	43,528	908	2,134	***
회전율 (거래대금/자본금)	보통주	54	101	54	117	
	우선주	56	129	2,237	6,094	***
배당수익율	보통주	0.024	0.034	0.016	0.034	***
	우선주	0.050	0.060	0.006	0.021	***
우선주배당율		0.097	0.155	0.031	0.062	***
자기자본경상이익율		0.345	4.832	-0.425	2.050	***
표본수		612		185		

주) *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 의미함.

6) 표본수는 KIS-FAS의 재무자료 중 주식사항의 소유지분율을 구할 수 있는 표본에 한정하였으므로 1998년 이후 발생된 이상표본 221개중 185개의 표본이 사용되었다.

보통주 자본금 규모와 보통주 회전율은 정상표본과 이상표본간의 평균 차이가 없으나, 이상표본의 우선주 자본금은 정상표본에 비하여 매우 작으며, 우선주 회전율은 매우 높다. 이상표본에 속하는 기업은 평균적으로 경상이익이 적자이며, 우선주 배당률이 정상 표본보다도 낮고, 따라서 우선주의 배당수익률은 상대적으로 매우 낮다. 이상표본의 우선주 발행비중(우선주자본금/보통주자본금)은 0.7%에 불과하나, 높은 회전율을 보이고 있는데, 이는 발행 주식이 극히 소규모인 우선주에 대하여 매우 높은 빈도의 거래가 이루어진 것을 의미한다. 우선주 발행 비중이 작은 기업들의 대부분은 우선주를 직접 발행하여 자금조달을 한 것이 아니라 전환사채 발행을 통하여 자금을 조달하고 이후 전환사채권자들이 우선주로 전환을 한 경우에 발생하고 있다.7)

보통주와 우선주의 가격 차이의 한 원인으로 해당 기업의 소유구조가 제기되고 있는데, 이상표본의 경우 소유구조와의 관련성을 살펴보기 위하여 우선주 발행기업의 소유구조상 차이를 <표 9>와 같이 비교하여 보았다.

<표 9> 정상표본과 이상표본의 소유구조 차이 비교

	구분	정상표본		이상표본		평균 차이검정
		평균	표준편차	평균	표준편차	
소유자별 분포	정부	0.009	0.033	0.012	0.062	
	기관	0.320	0.194	0.360	0.274	*
	외국인	0.116	0.164	0.028	0.060	***
	개인	0.555	0.253	0.600	0.279	*
대주주 및 소액주주	대주주	0.248	0.163	0.252	0.191	
	소액주주	0.529	0.186	0.509	0.215	
	표본수	612		185		

주) *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 의미함.

외국인 지분율은 정상표본과 이상표본 사이에 큰 차이를 보이고 있으나, 기

7) 1990년대 전반에 기업들이 자금조달 수단으로 전환사채를 발행하여 전환 후 주식을 우선주로 발행 조건에 지정한 경우가 많이 발생하였다.

타 지분율은 정상표본과 이상표본 사이에 차이가 없다. 결국 우선주의 이상 가격 형성과 소유구조는 관련성이 없고, 우선주가 보통주보다 가격이 높은 기업들은 기업 경영 실적이 나빠 외국인 투자가 거의 없고 배당률 또한 매우 낮은 기업들로 해석된다.

3. 우선주가격이 보통주가격보다 높은 이유 분석

우선주 가격이 보통주 가격보다 높은 수준으로 형성될 가능성은 다음의 두 가지로 생각해 볼 수 있다. 첫째는 우선주의 배당 프리미엄, 보통주로의 전환 가능성, 의결권의 부활 등 정상적인 이유에 의한 가격 형성 요인이고, 둘째는 유동성이 극히 작은 주식에 대한 투자자들의 임의적 가격 형성 가능성이다.

(1) 우선주 특성에 따른 정상가격 형성 가능성

첫째, 배당 프리미엄에 대하여 살펴보면, 우선주의 조건이 확정된 배당을 지급하고 이러한 배당 프리미엄이 의결권 가치를 상쇄할 정도라면 우선주 가격이 보통주 가격보다 높게 형성될 수 있다. 실제로 1997년 이후 발행되는 신형우선주의 경우는 확정된 배당을 지급하는 영구채권의 성격을 지니고 있어 배당 조건에 따라 보통주 가격보다 높은 가격이 형성되고 있다. 그러나 본 연구에서는 보통주보다 액면금액 기준으로 1% 추가 배당을 하며 의결권이 없는 주식만을 대상으로 하기 때문에 이러한 주식이 의결권이 있는 보통주 가격보다 높게 형성되는 것은 정상적인 가격이라 할 수 없다.

둘째, 전환가능성에 대하여 살펴보면, 우선주가 보통주로 전환될 수 있는 경우 전환 시점이 가까워짐에 따라 우선주의 가격은 보통주에 근접할 것이나, 우선주 가격이 더 높게 형성될 수는 없다. 또한 우리나라 우선주는 발행 당시부터 전환이 불가능한 영구적인 우선주로서 발행이 된 것이므로 발행 기업과 투자자 특히 보통주주와 특별한 합의가 없는 한 보통주로 전환될 수 없다.⁸⁾

8) 일부 외국인 투자자가 우리나라 우량기업(삼성전자)의 우선주를 취득하여 보통주로

셋째, 우선주는 배당이 없는 경우 다음 주주총회부터 의결권이 부활하며 우선적 배당을 한다는 결의가 있는 주주총회 때까지 의결권을 행사할 수 있다.⁹⁾ 그러나 배당이 누적되는 것이 아니고 단지 의결권만 부활 되는 것이므로 일시적으로 보통주와 같이 의결권이 부여될 뿐이다. 의결권 부활과 관련하여 우선주 가격이 높아질 가능성은 기업 인수 합병 수단으로 우선주가 이용되는 경우이다. 기업 경영 실적이 나쁜 경우 저가의 우선주를 매입하여 의결권이 부활하면 주주총회에서 기업쟁탈을 시도할 수 있는데, 이러한 사유는 우선주의 가격을 높이는 원인이 될 수 있다. 그러나 의결권이 부활된다고 하여도 우선주 가격이 보통주 가격보다 높게 형성될 수는 없다.

마지막으로 우선주는 기업 청산시 보통주에 우선하여 잔여재산 분배를 받을 권리가 있으나, 청산기업의 가치가 채무변제 이후에도 우선주주에게 할당될 정도로 충분한 경우란 실제로 발생하기 어렵다.

(2) 투기적 이유에 의한 비정상 가격 형성 가능성

투기적 거래의 유형으로는 유통주식수가 극히 적은 주식을 대상으로 하여 주가를 높이고 허수 주문을 통하여 유동성을 과장한 후 정보에 어두운 투자자들에게 매도하는 경우, 전환사채 보유자가 전환 후 높은 시세 차익을 얻기 위하여 우선주 가격을 높이는 경우, 일부 증권사나 언론에서 주식수익을 게임을 하는 경우 게임 참가자들이 높은 수익률을 올리기 위해 유통주식수가 적은 우선주를 대상으로 주가를 과도하게 높이는 경우 등이 있다.¹⁰⁾

주가 조작의 대표적인 사례로는 대구백화점 우선주를 단기간에 지속적인 소량 매입을 통해 주가를 높인 뒤, 대량의 허수 주문으로 유동성이 풍부한 것처럼

전환하여 줄 것을 요구한 적이 있으나 이는 법적으로 불가능한 것으로 판명되었다(2002.2.21. 매일경제신문 참조.).

9) 상법 제370조. 외환위기 후 우선주를 발행한 많은 기업들의 경우 영업손실에 따른 무배당으로 인해 우선주주주의 의결권이 부활되었다. 1997년에는 52개사, 1998년에는 12월 결산법인중 63개사로 전체 우선주발행회사의 절반에 이르는 수준이다(1999. 3.29. 서울경제신문 참조.).

10) 1999.9.3. 서울경제신문 참조.

럼 보이게 하여 투자자를 유인하고 보유 주식을 전량 매도한 사례를 들 수 있다. 한 개인의 주가 조작으로 대구백화점 우선주 주가는 1999년 7월 20일부터 29일간 연속 상한가를 기록하여 해외 언론에까지 보도되기도 하였다.¹¹⁾ 이러한 투기적 거래가 가능했던 이유는 사이버 거래가 일반화되어 일반 투자자들을 허위 정보로 유인할 수 있기 때문이었다. 이러한 주가 조작이후 우선주들이 급락하여 1999년 9월 3일부터 하락하여 이틀 동안 우선주 시가총액이 8.7% 하락하는 결과를 가져왔다.¹²⁾

비정상적인 가격이 형성된 이후에도 가격이 정상적인 가격으로 환원되지 않고 우선주 가격이 지속적으로 보통주 가격보다 높게 유지되는 이유는 유동성 상실에 따라 실제 거래가 없이 기세가격만 형성되거나,¹³⁾ 정보에 어두운 투자자에 의해 일부 거래되는 경우, 주식매수청구권을 행사하여 기업이 불가피하게 자사주를 취득하게 되는 경우 등이 있다. 이중 주식매수청구권은 기업이 합병, 자본감소, 영업양도 등 중요 사안 발생시 주주가 보유 주식을 시장에서 매각하지 않고 해당 기업에 대하여 매수하여 줄 것을 요구할 수 있는데, 매수청구 가격은 과거 2월, 1월, 1주간 시장 가격을 거래량으로 가중평균한 산술평균가격을 적용한다.¹⁴⁾ 실제로 이러한 주식매수청구권 행사로 인해 기업이 자사주 취득을 한 대표적인 사례는 <표 10>과 같다.¹⁵⁾

11) 시세 조종 기간 중 특정 개인이 매입한 대구 백화점 우선주는 전체 발행주식수의 31.5%이며, 시세 관여율(총호가주문수량 중 특정인 호가수량)은 62.35%이다. 대구 백화점 우선주와 함께 동양철관, 한신공영, 남선알미늄 등 우선주도 시세 조작의 대상이 되었다(1999.8.29. 및 2000.4.26. 서울경제신문 참조.).

12) 1999.9.7. 연합뉴스 참조.

13) 충남방적 보통주의 2003.4.7. 종가는 3,545원이나 우선주 가격은 1,493,000원이며, 상장 주식수는 33주이다. 이렇게 높은 가격이 계속 유지되는 이유는 정상적인 거래에 의한 것이 아니라, 2002.10월 자본감소시 주식의 평가가액이 자본감소 비율인 5:1에 따라 5배로 조정되었으나 감자 이후 5개월 이상 1주의 거래도 형성되지 않아 평가 가격이 현재가로 계속 유지되기 때문이다(2003.4.8. 머니투데이 참조.).

14) 증권거래법 제191조 및 동법 시행령 제84조의 9. 회사가 매수청구로 취득한 주식은 매수한 날로부터 3년 내에 매각해야 한다.

15) 해당 기업은 인터피온반도체이며, 자사주 취득 후 취득가 수준으로 시장을 통하여 재매각 하였다. 금융감독원의 전자공시시스템 참조.

〈표 10〉 주식매수청구로 인한 자사주 취득 사례(인터피온반도체)

자사주 취득일	취득 사유	주식종류	수량	취득가액	1주당 취득가액	우선주가격/ 보통주가격 비율
2001. 6. 23	매수청구 (합병)	보통주	2,869,743	3,587,178,750	1,250	68.54
		우선주	90	7,710,390	85,671	
2002. 6. 27	매수청구 (영업양도)	보통주	12,973	3,347,034	258	645.35
		우선주	400	66,600,000	166,500	

주) 인터피온반도체는 자사주 취득 후 취득가 수준으로 시장을 통하여 재매각하였다.
금융감독원의 전자공시시스템 참조.

위와 같이 비정상적인 가격이 시장에서 형성되는 이유 중 하나는 우선주 투자자 수가 극히 적은 데에서도 찾아볼 수 있다. <표 11>에서와 같이 이상매매의 대표적인 기업들의 투자자 수는 극히 적으며, 이러한 소수의 투자자들에 의해 유동성이 부족한 우선주의 가격은 쉽게 조종, 왜곡될 수 있다.

〈표 11〉 이상 표본의 투자자 수

회사명	연도	보통주		우선주		투자자 비율 (우선/보통)	주식수 비율 (우선/보통)
		투자자수	보유주식수	투자자수	보유주식수		
대구 백화점	2000. 3.	6,091	9,779,609	199	4,282	0.0327	0.0004
	2001. 3.	4,385	9,779,609	179	4,282	0.0408	0.0004
	2002. 3.	4,406	10,321,738	114	4,282	0.0259	0.0004
인터피온 반도체	2000. 6.	4,318	5,150,976	25	506	0.0058	0.0001
	2001. 6.	7,663	88,788,976	14	506	0.0018	0.0000
	2002. 6.	7,268	12,905,196	3	506	0.0004	0.0000
충남방직	2000.12.	4,530	4,782,871	21	165	0.0046	0.0000
	2001.12.	3,439	8,899,471	19	165	0.0055	0.0000
	2002.12.	6,237	11,160,091	19	165	0.003	0.0000

주) 투자자수는 증권회사에 계좌를 개설하여 실제 거래를 하는 투자자(실질주주)임.

위에서 살펴본 바와 같이 우선주가 보통주보다 가격이 높게 형성된 이유는 경제적인 이유에서는 이론적인 근거를 찾을 수 없고, 유동성 부족에 의한 임의

적 가격 형성과 이를 규제하지 못하는 제도적 미비가 주요 원인으로 생각된다. 이는 우선주 시장이 기업의 자금 조달 수단으로서 기능하지 못하고 공개 시장이 적정가격 발견 기능을 상실한 일종의 시장실패라 할 것이다. 이러한 이상 상태를 계속 방치할 경우 우선주 시장 전반에 대한 신뢰도 상실로 우선주 시장의 위축은 물론 나아가 기업의 자금 조달 기능으로서의 자본시장의 역할이 훼손될 우려가 있다.

V. 결 론

우선주는 기업의 입장에서 다양한 자금 조달 수단의 하나로서 재무구조 개선을 목적으로 발행되나 우리나라에서 발행되는 보통주형 우선주는 발행기업의 경영권 안정이라는 추가적 목적을 지니고 발행되었다. 기업에 대한 지배권 상실이 없이 자금을 조달하는 방법으로는 우선주 외에도 은행차입과 사채발행이 있으나 확정적 이자 부담 방식은 회사의 재정적 부담을 가중시킨다. 반면 주식을 통한 자금조달은 자금압박 위험이 적으나 외부주주의 의결권 행사를 통한 회사 경영권의 위협이 될 수 있다. 따라서 무의결권 우선주식은 확정적인 금융비용을 부담하지 않으면서 회사의 경영권에 큰 위협을 받지 않고 기업이 자금을 조달할 수 있는 유일한 수단이 된다.

투자자의 입장에서 우선주는 기업이 발행하는 보통주 또는 채권에 대한 대체적 투자수단으로 인식된다. 경영권에는 관심이 없고 배당수익률에만 관심이 있는 투자자는 정기예금이나 채권과 같은 안정적인 투자 상품으로 우선주를 선택할 수 있다.

그러나 우리나라 시장에서 우선주 시장은 지난 14년간 지속적으로 위축되어 유동성이 매우 취약한 상태이다. 따라서 기업의 다양한 자금조달수단으로서 우선주는 발행기업과 투자자로부터 모두 외면당할 수 있다. 특히 최근에는 유통물량이 극히 적은 종목을 대상으로 한 이상 현상이 시장에서 수년간 유지되어 왔다. 우선주 시장의 이상 현상은 특정 종목의 이상 현상 수준을 넘어서 우선

주 시장 전반과 우리나라 증권시장의 효율성과 신뢰도를 위협할 수 있다. 장기적으로는 우선주 시장 전반에 대한 제도 개선이 요구된다.

참 고 문 헌

- 김정국, “한국의 우선주 제도에 관한 연구 : 문제점 및 대책을 중심으로”, 한국 증권경제연구원 연구자료, 95-2, 1995.
- 김정국 · 박상수 · 최도성, “우선주의 가격차이율에 관한 실증연구”, 재무연구, 11호, 1996, 65-86.
- Beiner, N. and R. Gibson, “A theoretical analysis of the liquidity risk premium embedded in the prices of voting and non-voting stocks,” *Journal of Corporate Finance*, 5, 1999, 209-225.
- Chung, K. H. and J. K. Kim, “Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market,” *Journal of Corporate Finance*, 5, 1999, 35-54.
- Milnor, J. W. and L. S. Shapley, “Values of large games II : oceanic games,” *Mathematics of Operations Research*, 3, 1978, 290-307.
- Neumann, R., “Price differentials between dual-class stocks : Voting premium or liquidity discount?,” *European Financial Management*, 9, 2003, 315-332.
- Nenova, T., “The value of corporate voting rights and control : A cross-country analysis,” *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, 325-321.
- Zingales, L., “The value of the voting right : A study of the Milan Stock Exchange experience,” *Review of Financial Studies*, 7, 1994, 125-148.
- Zingales, L., “What determines the value of corporate votes?,” *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1995, 1047-1073.