creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

法學碩士學位論文

中國 신주발행제도에 관한 법적 고찰

2014年 8月

서울大學校 大學院

法學科 商法專攻

金 明 男

中國 신주발행제도에 관한 법적 고찰

指導敎授 千 景 壎

이 論文을 法學碩士 學位論文으로 提出함

2014年 4月

서울大學校 大學院

法學科 商法專攻

金 明 男

金明男의 法學碩士 學位論文을 認准함

2014年 6月

委 員 長_____(印)

副委員長_____(印)

委 員_____(印)

국문초록

중국 자본시장 규모의 확대와 상관없이 최근 10여 년간 중국에서 금융기관에 의한 자금조달(은행차입)이 절대적인 비중을 차지하고 신주발행에 의한 자금조달이 전체 자금조달에서 차지하는 비중은 8% 미만이다. 신주발행에 의한 자금조달의 기동성·효율성을 보장하고 자본의 국제화·자유화를 실현하기 위해 2013년 11월 30일, 중국 국무원 증권감독관리위원회에서는 <진일보 신주발행체제개혁을 추진하는데 관한 의견(關於進壹步推進新股發行體制改革的意見)>을 발표하였다. 이러한 제도의 출범은 중국정부에서 신주발행개혁을 추진하려는 결심을 확인할 수 있지만 중국의 현행 회사관리제도가 아직 미비하고 자본시장 관리제도가 정비되지 않아 기존주주 및 신규투자자의 이익을 해하는 현상이 늘 발생한다.

본 논문은 중국법상 회사자본금제도와 자금조달 현황, 신주발행규제 및 최신 입법동향을 소개하고 중국의 신주발행문제 중에서 기존주주의 보호를 위한 대표적인 쟁점인 신주인수권 인정여부의 문제와 신규투자자의 보호를 위한 신주발행심사제도(보증추천제)에 주안점을 두고 논의를 전개한다.

첫째, 중국 신주인수권 인정여부에 관해서, 우선 신주인수권의 일반론, 중국 회사법상의 신주인수권 규정 및 신주인수권 침해시의 구제수단에 대해 논술하고 한국과 미국의 신주인수권 법제에 대해 비교법적 고찰과 평가를 진행한다. 다음으로 상기 제도들에서 얻은 시사점을 바탕으로 중국의 신주인수권 인정에 관한 입법제안을 한다.

둘째, 중국 보증추천인제도에 관해서, 우선 신주발행심사제도의 일반론, 중국 보증추천제도의 도입배경, 구체적인 규제내용, 기존 문제점에 대해 설명하고 영국 AIM(Alternative Investment Market)의 지정자문인제도와 홍콩증권시장의 스폰서제도에 대해 비교법적 고찰과 평가를 진행

한다. 다음으로 상기 제도들에서 얻은 시사점을 바탕으로 중국 보증추천 인제도의 향후 개선방안을 제시한다.

핵심어: 중국의 자금조달, 신주발행, 신주인수권, 심사비준제, 보증추천제

학 번: 2012-24017

목 차

제1장 서 론

제1절 연구의 배경 1
제2절 연구의 범위 및 구성 2

제2장 중국 회사자본금제도와 자금조달 현황

제1절 중국 회사자본금제도 5
Ⅰ. 회사자본금의 개념 5
Ⅱ. 중국 회사법상 자본금제도의 발전연혁 6

제2절 중국의 자금조달 현황 11
Ⅰ. 개관 11
Ⅱ. 신주발행과 사채발행에 의한 자금조달 12
Ⅲ. 중국의 자금조달 규모 및 비중 14
Ⅳ. 소결 16

제3장 중국법상 신주발행에 관한 규제

제1절 신주발행의 일반론 17
Ⅰ. 개관 17
Ⅱ. 신주발행의 의의 및 필요성 17
Ⅲ. 신주발행의 유형 19
Ⅳ. 신주발행의 기본원칙 23

제2절 중국법상 신주발행에 관한 규제.....26
Ⅰ. 신주발행에 관한 중국법의 규범체계 26
Ⅱ. 중국법상 신주발행의 절차규제.....27
Ⅲ. 중국 상장회사 신주발행의 규제.....31

제3절 2013년-2014년 중국 신주발행규제의 변화.....39
Ⅰ. 배경.....39
Ⅱ. 2013년-2014년 중국 신주발행제도 개혁.....41

제4장 기존주주의 보호: 신주인수권 인정여부

제1절 신주인수권 일반론.....43
Ⅰ. 신주인수권의 의의.....43
Ⅱ. 신주인수권을 인정할 실익.....44
Ⅲ. 신주인수권의 유형.....47

제2절 신주인수권에 관한 중국의 현행입법.....51
Ⅰ. 회사유형별 신주인수권에 관한 규정 51
Ⅱ. 신주인수권 침해행위에 관한 구제수단.....54
Ⅲ. 중국 신수인수권 관련 문제점.....57

제3절 중국 비유통주(국유주) 개혁 58
Ⅰ. 배경.....58
Ⅱ. 중국 비유통주가 유발한 문제점.....59
Ⅲ. 중국 주식유통화 개혁.....60

Ⅳ. 신주인수권을 통한 중국 국유자산 보호방안.....63

제4절 비교법적 검토.....65

Ⅰ. 한국의 신주인수권 규정.....65

Ⅱ. 미국의 신주인수권 규정.....72

제5절 중국에서 신주인수권 인정에 관한 입법제안.....77

Ⅰ. 신주인수권의 법정화.....77

Ⅱ. 불공정한 신주발행에 관한 다양한 구제수단 도입.....78

제5장 신규투자자 보호: 신주발행심사제도

제1절 신주발행심사제도 일반론.....79

Ⅰ. 개관.....79

Ⅱ. 심사비준제(核準制).....80

Ⅲ. 등록제(註冊制).....82

Ⅳ. 소결.....83

제2절 중국의 현행 신주발행심사제도-보증추천제도.....85

Ⅰ. 개관.....85

Ⅱ. 중국 보증추천제도의 도입배경.....88

Ⅲ. 중국 보증추천제도의 내용.....89

Ⅳ. 중국 보증추천제도의 문제점 96

제3절 비교법적 검토.....100

Ⅰ. 영국 AIM의 지정자문인제도.....100

Ⅱ. 홍콩증권시장의 스폰서제도 104

제4절 중국 보증추천제도 개선방안 제시 105

Ⅰ. 보증추천기관과 보증추천대표인의 관계 재정립.....105

Ⅱ. 보증추천인의 독립성 강화.....106

Ⅲ. 보증추천인과 주간사의 역할분리.....107

Ⅳ. 보증추천인의 책임강화.....107

제6장 결 론

제6장 결론 108

[참고문헌].....110

[Abstract].....116

표 목 차

<표1>중국 2005년 개정 회사법의 최저 등록자본금 규정.....8
<표2>중국 2013년 개정 회사법의 주요 개정내용.....9
<표3>2002년-2013년 중국 자금조달 규모 통계표.....14
<표4>신주발행에 관한 중국의 법규.....26
<표5>중국 경내·외 상장회사의 수와 유통주 비중의 변화.....61
<표6>중국 신주발행심사제도 연혁.....85

제1장 서 론

제1절 연구의 배경

중국은 1978년 개혁개방을 시행하면서 계획경제로부터 시장경제로 변모하고 2001년 WTO에 가입한 이후 전면적으로 현대적인 회사제도를 도입하기 시작하였다. 중국에서 신주발행 규제에 대해 관심을 갖게 된 것은 현대적 의미의 주식회사 제도를 도입하면서부터이다. 오늘날 기업들은 최대한 이윤을 창출하기 위해 전 세계시장에서 치열한 경쟁을 벌이고 있고 기업경쟁에서 승리하기 위해 부단한 노력을 하게 된다. 그 중 기업규모의 확대, 새로운 기술개발 등 기업관리 활동에는 대량의 자금을 필요로 한다. 실제로 내부자금만으로 자금수요를 충분히 해결해 나갈 수 있는 기업은 별로 많지 않다. 따라서 신주발행을 통해 회사의 자금을 충족시킬 동기가 생긴다.

2013년 11월, 중국공산당 18차 3중전회회의(中國共産黨第十八屆中央委員會第三次全體會議) 결의내용에 따라 국무원에서는 <등록자본금 등록제도 개혁방안(註冊資本登記制度改革方案)>을 발표하였다. 이는 회사의 등록자본금 사항을 개혁하여 시장주체의 진입에 대한 통제를 진일보 완화하고 시장주체의 신속한 발전을 촉진하는 것을 목표로 한다. 그리고 기존 중국 회사법에서 회사 자본경영의 경직화를 보완하고 회사설립의 불필요한 행정상의 제한을 해소하기 위해 중국 회사법을 개정하였다.

또한, 중국공산당 제18차 3중 전회에서 결의한 “주식발행 등록제도 개혁을 추진”하는데 관한 요구에 부합하기 위해 2013년 연말부터 현재까지 일련의 신주발행정책을 제·개정하여 발표하였다. 그중 2013년 11월 30일, 중국 국무원 증권감독관리위원회에서 발표한 <진일보 신주발행체제개혁을 추진하는데 관한 의견(關於進壹步推進新股發行體制改革的意

見)>은 신주발행심사제를 개혁하고 회사 자금조달의 탄력성·기동성·효율성을 확보하며 자본의 국제화·자유화에 대응하기 위한 지도방침이 될 것이다.

이러한 신주발행개혁의 연장선에서 2014년 3월 21일, 중국 증권감독관리위원회에서는 <우선주시험관리방법(優先股試點管理辦法)>을 발표하여 회사가 우선주를 발행할 수 있도록 전문적인 법제도로 확정하였다.

상술한 법제도의 제·개정은 시진핑(習近平) 정부가 집권하기 시작한 이래 중국정부의 신주발행개혁에 관한 결심과 추진력을 충분히 보여주고 있다. 그러나 중국의 시장경제의 미성숙 및 자본시장에서 경험부족으로 말미암아 다른 나라에서의 경험에 비추어 비교법적 검토를 수행할 필요가 있다.

제2절 연구의 범위 및 구성

중국의 신주발행에 관해서는 신주발행심사제도, 정보공시제도, 권리침해에 관한 구제수단, 신주인수권제도 등 여러 가지 문제가 있다. 본 논문은 이 중에서 ①기존주주의 보호를 위한 대표적인 쟁점인 신주인수권 문제와 ②신규투자자 보호를 위한 신주발행심사제도에 주안점을 두고 논의를 전개하도록 한다.

기존주주 보호문제 관해서 중국에서의 신주인수권에 관하여 고찰한다. 중국에서 신주인수권에 관한 규정은 회사유형별로 입법하였고 신주인수권에 관한 입법 부적합으로 인해 기존주주의 비례적 이익과 주주평등을 해하고 신주인수권 침해에 대한 권리구제제도가 부재한다는 문제점이 있다. 신규투자자보호문제에 관해서 중국의 신주발행심사제도로서의 보증추천인제도에 관한 내용을 고찰한다. 중국은 상장회사의 신주발행과 비상장회사의 신주의 공개발행에 대하여 심사비준제하의 보증추천제를

시행하고 있는데 보증추천인과 기타 관련 관계자의 권리·책임 불분명, 보증추천인 독립성 결여, 보증추천인 책임규정 결여 등의 문제가 있다.

이러한 연구의 범위 내에서 본 논문은 모두 6장으로 구성되며, 다음과 같은 순서로 논의를 전개한다.

제1장에서는 서론부분으로서 연구의 배경과 연구범위 및 구성에 관하여 기술한다.

제2장에서는 중국의 회사자본금제도와 자금조달 현황에 대해 고찰한다. 우선 중국 회사법상 자본금제도의 발전연혁에 대한 설명을 통해 중국회사 자본금제도가 엄격한 확정자본제[1]에서 점진적으로 완화되고 있는 과정을 살펴본다. 다음으로 신주발행과 사채에 의한 자금조달의 특징을 검토하고 최근 10여 년래 중국 자금조달의 규모와 은행차입, 기업채권, 주식발행에 의한 자금조달의 비중을 고찰한다.

제3장에서는 중국법상 신주발행에 관한 규제를 개괄적으로 고찰한다. 우선 신주발행의 일반론을 소개하고 중국법상 신주발행의 절차규제를 고찰한다. 다음으로 2013년-2014년 중국 신주발행의 규제변화 및 특징을 설명한다.

제4장에서는 기존주주의 보호에 관한 문제로서 신주인수권 인정여부에 대해 검토한다. 우선 신주인수권의 일반론을 소개하고 중국 회사법상 주주의 신주인수권에 관한 규정 및 신주인수권 침해시의 구제수단에 대해 고찰한다. 다음으로 한국과 미국의 신주인수권 규정에 대해 고찰한 후, 비교법적 검토를 통해 중국 신주인수권의 특징 및 한국과 미국의 신주인수권과 유사점과 상이한 점을 정리하여 향후 중국 신주인수권 법정화에 관한 입법제안을 한다.

---

1) 확정자본제도(즉, 총액인수제도)는 회사설립시 정관에서 자본금 총액을 확정하여 두고 출자인인 사원이나 주주가 그 자본금 총액을 일회에 인수·납입할 것을 요구하는 제도이다.

제5장에서는 신규투자자 보호에 관한 문제로서 신주발행심사제도(보증추천인제도)에 대해 고찰한다. 중국의 보증추천인제도는 영국 AIM의 지정자문인제도 및 홍콩증권시장의 스폰서제도를 참고로 하여 마련하였다. 본 장에서는 우선 신주발행심사제도의 일반론을 소개하고 중국 보증추천제도의 도입배경, 구체적인 내용규제, 문제점에 대해 검토한다. 다음으로 영국 AIM(Alternative Investment Market)의 지정자문인제도와 홍콩증권시장의 스폰서제도에 대한 비교법적 검토를 통해 중국 보증추천인제도의 향후 개선방안을 제시한다.

마지막으로 제6장에서는 전술한 내용을 종합하여 중국법상 기존주주의 신주인수권 인정방안 및 보증추천인제도의 개선방안을 간단히 제시한다.

제2장 중국 회사자본금제도와 자금조달 현황

제1절 중국 회사자본금제도

Ⅰ. 회사자본금의 개념

중국 회사법은 1993년에 제정되어 수차례 개정을 거쳐 오늘까지 21년간 시행되고 있다. 중국 회사법은 전국 범위에서 적용되는 통일된 회사법전이고 중국회사의 기본법이다. 중국 회사법은 유한책임회사(有限責任公司)(이하 "유한회사"라고 칭함)[2]와 주식유한회사(股份有限公司)(이하 "주식회사"라고 칭함)[3]의 두 가지 회사 형태만을 인정하고 있다.

회사의 자본금은 사원 또는 주주의 출자로 구성된 자산총액으로서 물적 회사의 기초가 된다. 회사의 자본제도는 회사의 핵심제도라고 할 수 있다. 중국 회사법에서 말하는 자본금은 회사의 설립 당시에 전체 사원이나 발기인(또는 주주)이 출자한 출자총액으로서 회사정관에 기재되고 회사등록기관에 등록된 자본금 총액을 통칭하는 것이다. 유한회사의 등록자본금은 회사등록기관(즉, 중국 공상관리기관)에 등록된 전체 사원들이 납부하기로 약정(認繳)한 출자총액을 말한다(중국 2013년 개정 회사법 제26조). 주식회사의 등록자본금은 두 가지 상황에 따라 구분된다. 첫째, 발기설립의 경우 등록자본금은 회사등록기관에 등록된 전체 발기인들이 납부하기로 약정(認繳)한 주금총액을 말한다. 단, 발기인들이 등록자본금을 실제로 완납하기 전에 기타 인원을 상대로 자금을 조달할 수 없다. 둘째, 모집설립의 경우 등록자본금은 회사등록기관에 등록된 이미 실제로 인수·납부한 주금총액을 말한다(중국 2013년 개정 회사법 제80

2) 본 논문에서 유한회사의 구성원을 "사원"이라고 칭한다.
3) 본 논문에서 주식회사의 구성원을 "주주"라고 칭한다.

조).

유한회사의 사원 또는 주식회사의 주주의 개인재산은 회사가 대외로 책임을 부담하는 재산에 귀속되지 않으며 사원 또는 주주는 원칙적으로 회사의 채권자에 대해 책임을 부담하지 않는다.[4]

회사자본금은 주로 아래와 같은 법률적 특징이 있다.[5] ①자본금은 회사자체의 독립재산이다. ②자본금은 사원 또는 주주의 출자로 이루어진다. ③자본금은 일정한 확정된 수의 금액으로 표현된다. ④자본금은 정관으로 확정하고 명확히 기재하며 공시해야 한다. 또한 회사설립 후, 운영과정에서 회사는 발전수요에 따라 자본금을 증가 또는 감소할 수 있는데 회사자본금의 변화는 반드시 법정절차를 거쳐야 한다.[6]

회사자본금은 주주들의 출자총액이 회사의 자본총액으로 형성되지만 회사가 주권[7]을 액면초과로 발행하는 경우에는 출자총액이 자본총액보다 높게 구성되므로 이러한 경우 준비금으로 적립된다.

Ⅱ. 중국 회사법상 자본금제도의 발전연혁

1. 1993년 제정 회사법

1993년 중국 회사법 제정 당시에 회사제도는 발전초기에 처해 있었기 때문에 경영이 규범화 되지 않고 자본이 공허한 현상이 많이 나타났다. 1993년 회사법은 엄격한 확정자본제를 채택하였다. 당시 1993년 회사법 제23조와 제28조는 유한회사의 등록자본금은 회사등기기관에 등록된 실제 인수·납입된 출자총액으로 구성되고 주식회사의 등록자본금은 회사등록기관에 등록된 실제 인수·납입된 주금총액으로 구성되며 이러한 등록

4) 劉俊海, 『公司法學 (第二版』, 北京大學出版社, (2013), 84면
5) 趙旭東, 『企業法律形態論』, 方正出版社, (1996), 109-110면
6) 施天濤, 『公司法論 (第二版)』, 法律出版社, (2006), 161면
7) 주권이란 회사가 발행하는 주식의 소유를 증명하는 증서이다.

자본금 총액을 납입완료한 때 회사가 성립된다고 명시하였다.

1993년 회사법은 유한회사에 대하여 업종별[8] 최저 등록자본금을 규정하였고 주식회사의 최저 등록자본금은 인민폐 1000만 위안이고 상장회사의 최저 등록자본금은 인민폐 5000만 위안 이었다.

중국 회사법체계에서 확정자본제가 실시된 배경은 국유기업이 유한회사나 주식회사로 전환하게 되면서 이러한 회사들을 정책적으로 관리할 필요가 있었고, 국유주식을 보유한 국가나 국가의 수권을 받은 이사회 또는 이사장이 많은 재량권을 보유하고 있었기 때문에 이들의 자본유용을 통제할 필요성이 있을 뿐만 아니라 법치환경이나 시장여건이 아직 미숙하였기 때문이었다.[9]

확정자본제도의 주요 내용이 최저 등록자본금의 설정과 출자금의 1회 인수·납입제도에 있다고 본다면, 높은 최저 등록자본금을 설정하게 된 것은 엄격한 출자검증제도가 없었고 허위출자에 관한 형사적 처벌 규정이 미비된 것에 그 직접적인 원인이 있다.

그러나 시장왜곡과 불완전경쟁의 상태에서 자금조달이 곤란한 상태가 지속되었을 뿐만 아니라, 높은 최저 등록자본금을 충당하기 위하여 금전대출을 받고 회사등록기관에 등록한 후에 즉시 출자금을 인출하는 사례 등이 많이 발생하였고, 이 외에도 출자자와 회사 고급관리임원[10]들의 공적, 사적 목적을 위하여 허위출자나 가장납입 또는 출자회수 등의 현상이 다발하였다.

---

8) 1993년 중국 회사법 제정당시 유한회사 업종별 최저 등록자본금: 생산 또는 상품도매를 영위하는 회사 인민폐 50만 위안, 상업판매를 영위하는 유한회사 인민폐 30만 위안, 자문, 서비스유한회사는 인민폐 10만 위안 등.

9) 徐曉松, 『論中國公司資本的嚴格監管與放松監管』, 中國投資法律指南, 對外經濟貿易大學出版社, (2007), 54면

10) 고급관리임원이란 회사의 경리, 부 경리, 재무책임자 및 상장회사의 이사회 비서와 회사정관에서 정한 기타 인원을 지칭한다(중국 2013년 개정 회사법 제216조제1항).

2. 2005년 개정 회사법

2005년 개정 회사법은 1993년 회사법이 엄격한 확정자본제를 실시함에 따라 높은 등록자본금의 설정 및 출자금의 일회완납 등으로 회사의 설립이 제한되었던 점을 고려하여 확정자본제를 원칙적으로 하면서도 이 제도를 개선하는 방향으로 개정하였다.

1993년 회사법체계에서 자본확정, 자본유지 및 자본불변의 자본 3원칙이 엄격하게 규정됨으로써 회사의 자금조달 및 그 운용이 경직화 되었다. 2005년 개정 회사법은 1993년 회사법상 자본제도의 단점인 고액의 최저 등록자본금제도, 출자형태의 제한적 인정, 이익배당의 제한 등을 보완하기 위하여 몇 가지를 개선하였다. 첫째, 등록자본금의 분할납입을 허용하였다. 2005년 개정 회사법 제26조에서 최초로 납입 완료한 금액은 전체 등록자본금의 20%에 미달하지 않게 하고, 나머지 금액은 확약납부(認繳)하면 된다. 이와 동시에 등록자본금의 최저 한도액을 미달하지 않게 납입하면 회사를 성립할 수 있도록 하였다. 나머지 부분은 일반 유한회사의 경우에는 회사성립일로부터 2년 이내에, 투자회사인 경우에는 5년 내에 납입할 수 있도록 출자의 분할납입을 허용하였다. 둘째, 최저 등록자본금제도를 완화하였다. 1993년 회사법에서 유한회사는 업종별 영업범위에 따라 그 최저 한도액이 규정되었고, 인민폐 10만 위안에서부터 인민폐 50만 위안으로 고정되었다. 아래 <표1>에서 보다시피 2005년 개정 회사법은 회사유형에 따라 최저 등록금자본이 상이한데 1인 회사는 인민폐 10만 위안, 유한회사는 인민폐 3만 위안, 주식회사는 인민폐 1000만 위안에서 인민폐 500만 위안으로 하향조정하였다.

<표1>중국 2005년 개정 회사법의 최저 등록자본금 규정

회사유형	1인 회사	유한회사	주식회사
최저 등록자본	인민폐 10만 위안 (일회 완납요구)	인민폐 3만 위안	인민폐 500만 위안

3. 2013년 개정 회사법

2013년 11월, 중국공산당 18차 3중전회회의(中國共産黨第十八屆中央委員會第三次全體會議) 결의내용에 따라 국무원에서는 “등록제도 개혁방안”을 발표하였다. 그 목표는 회사의 등록자본금 사항을 개혁하여 시장주체의 진입에 대한 통제를 진일보 완화하고 시장주체의 신속한 발전을 촉진하는데 있다. 2013년 12월 28일 중국 회사법을 개정하여 2014년 3월 1일부터 적용하였다.

2013년 개정 회사법의 주요 개정내용으로는 실제로 납입(實繳)된 등록자본금의 등록제를 폐지하고 확약납입(認繳)제도로 변경한 점, 최저 등록자본금제도 폐지, 화폐 출자금액의 최저비율 폐지 등이 있다.

<표2>중국 2013년 개정 회사법의 주요 개정내용

구분	개정내용
자본금 납입제도가 실제납입제도로부터 확약납입(認繳)제도로 변화	* 실제납입제도로부터 확약납입등록제도로 변경, 향후 납입하기로 약정한 등록자본금만 등록 * 등록자본금을 실제로 납입할 때마다 등록하도록 한 규정 폐지 * 단, 현행 법규에 의하여 등록자본금 실제납입등기를 요구하는 은행, 증권회사, 보험회사, 신탁회사, 소액대출회사, 금융리스회사, 재무회사, 선물회사, 노무파견회사 등 27개 특수 업종에 한해 관련 법규가 개정되기 전까지 기존제도 유지
최저 등록자본금/최초 납입비율/납입기한 규정 폐지	* 최저 등록자본금 규정(유한회사 3만 위안, 1인 유한책임회사 10만 위안, 주식회사 500만 위안) 폐지. 단, 현행 법규에 의하여 별도로 등록자본금 최저한도를 규정한 펀드회사, 신탁회사, 상업은행, 외국인 투자성(投資性) 기업 등 특수한 업종은 여전히 등록자본금 최저한도 규

	정 준수 * 유한회사의 최초 출자금액을 등록자본금의 20% 이상 납입하도록 한 규정 폐지 * 회사의 등록자본금을 분납할 경우, 최초 출자(등록자본금 20%) 납입 후, 나머지 등록자본금은 회사설립일로부터 2년 내에 완납, 투자회사는 5년 내에 완납하도록 한 규정 폐지 * 외자기업이 등록자본금을 분납할 경우, 최초 출자는 회사설립일로부터 90일 내에 출자총액의 15%이상 납입하며, 나머지 등록자본금은 기업영업집조(企業營業執照)[11] 발급일로부터 3년 내에 완납하도록 한 규정 폐지
등록자본금 현금 출자비율 폐지	* 유한회사의 등록자본금 중 화폐자산 30% 이상 납입하도록 한 규정 폐지 * 외국투자자의 출자방식 중 지적재산권, 기술노하우 등 비화폐성 출자가 전체 등록자본금 중 20%를 초과할 수 없다고 제한한 규정 폐지

4. 소결

1993년 제정 회사법, 2005년 개정 회사법, 2013년 개정 회사법은 회사 자본금 조달의 경직성을 보완하는 방향으로 개선되어 왔다. 또한 2013년 개정 회사법은 회사의 설립요건을 완화하고 유회회사 사원의 출자기간 또는 주식회사 발기인의 주금 인수·납입기간을 연장해 주는 효과가 발생한다. 중국 주식회사 신주발행의 경우 등록자본금의 변화를 가져오기 때문에 주주총회의 특별결의를 거쳐야 가능하다.

11) 중국의 기업영업집조(企業營業執照)란 기업의 합법경영을 인정하는 증서이다. 기업영업집조에는 기업명칭, 기업유형, 주소, 법정대표인, 성립일자 등을 기재한다. 한국의 사업자등록증과 유사하다.

제2절 중국의 자금조달 현황

Ⅰ. 개관

회사가 지속적인 경영활동과 성장을 도모하여 기업의 경쟁력을 강화하기 위해서는 충분한 자금이 필요하다. 회사의 자금조달형태는 자금의 원칙에 따라 내부금융과 외부금융 두 가지로 대별할 수 있다. 내부금융이란 회사의 영업활동의 결과로 발생하는 내부자금에 의한 것을 말한다. 그러나 내부자금만으로 자금수요를 충분히 해결해 나갈 수 있는 기업은 별로 많지 않다.[12] 외부금융에서 가장 일반적인 것은 은행으로부터 차입, 주식발행, 사채발행 등이 있다.

외부금융은 자금의 조달방식에 따라 회사가 존속하는 한 투자자에게 그 자금을 반환할 필요가 없는 자기자본을 통한 자금조달(equity financing)과 자금을 채권자에게 반환해야 할 필요가 있는 타인자본을 통한 자금조달(debt financingf)로 나누어 볼 수 있다. 주식의 발행이 자기자금을 통한 자금조달에 속한다면 사채발행, 은행차입은 타인자금을 통한 자금조달에 속한다.[13] 회사의 경영진은 거래비용이나 시장의 효율성, 과세 등 요소를 종합 고려하여 자금조달방식을 결정하게 된다.

주식회사는 자본·주식·유한책임의 세 가지 특징을 겸비하고 있는데 주식회사의 자본단체성은 계속적인 자금조달을 통해서 이루어져야 한다. 중국기업은 발전의 초기단계에 있으므로 중국 주식회사는 기타 국가의 주식회사에 비해 대부분 은행에 의뢰하여 자금을 조달하는 반면 주식발행이나 사채발행에 의하여 자금을 조달하는 비율이 상당히 적은 편이다. 중국 주식회사의 이러한 자금조달 방식은 막대한 설비투자나 기술투자를

---

12) 김건식, 『회사법연구(Ⅱ)』, 소화, (2010), 11면
13) 김지안, “신주발행에 있어서 신주인수권 기타 주주보호수단에 관한 연구”, 서울대학교 석사학위논문, (2013), 6면

요구하는 현대 기업사회에서 충분히 대응할 수 없으며 그 한계가 결국 회사의 재무구조 악화를 초래한다.[14]

Ⅱ. 신주발행과 사채발행에 의한 자금조달

주식회사가 통상 신주를 발행하는 목적은 자금을 조달하기 위한 것이므로 신주발행은 자금조달을 목적으로 한다는 점에서 사채발행, 은행기관으로부터의 차입과 같은 타인자본의 자금조달과 차이가 없다. 그러나 타인자금의 조달과 달리 신주발행은 기업의 공동소유자로서의 지위라고 할 수 있는 주식의 수를 증가시키는 효과를 가져 오기 때문에 기존의 주주의 이익에 커다란 영향을 미친다.[15]

주식은 사채보다 후순위로서 잔여지분청구권을 가지므로 현금흐름의 불확실성이 크고, 이를 보상하기 위해서 사채보다 높은 기대수익율이 요구된다. 이를 주식의 자본비용이 사채보다 높다고 말한다. 반대로 사채는 선순위로 일정한 원리금에 대한 청구권을 가지므로 그 불확실성이 낮고, 그 결과 자본비용도 낮다. 자금조달의 측면에서 어떤 형태가 언제나 유리한 것은 아니고, 투자자의 다양한 현금흐름의 형태를 제공하면 되는 것이다.[16] 아래에서 주식에 의한 자금조달과 사채에 의한 자금조달의 기능상의 차이를 살펴본다.

주식에 의한 자금조달 기능은 다음과 같다. ①회사는 이익이 있는 경우에만 주주에게 이익배당을 하므로 안정적인 이자지급이 불확실한 경우 신주발행을 선택하여 자금조달을 할 것이다. ②부채이율이 과도로 높은 경우 회사는 자기자본비율을 높이고자 신주를 발행할 것이다. ③회사의 주가가 과대평가(overpriced)되어 있다고 판단한다면 회사는 사채대신 신

14) 박진호, “사채발행제도에 관한 연구”, 조선대학교 박사학위논문, (2001), 8면
15) 김건식, “현물출자와 신주인수권”, 서울대학교법학 제31권1.2호, (1990), 200면
16) 송옥렬, 『상법강의(제3판)』, 홍문사, (2013), 1080면

주를 발행할 것이다. ④생산비중에서 고정비용의 비율이 커서 매출액변동에 따라 영업레버리지도(영업이익변동율)가 높은 주식회사의 경우에는 낮은 수준의 부채비율을 유지해야 하므로 신주발행을 선택하게 될 것이다.[17]

사채에 의한 자금조달의 기능은 다음과 같다. ①주식발행으로 자금조달을 하면 새로운 주주의 가입을 가져오기 때문에 기존주주의 지분율이 하락할 수 있으므로 기존주주의 지배권을 유지하기 위하여 사채를 발행한다. ②배당압력을 피하기 위하여 주식 대신 사채를 발행한다. ③사채는 상환기일 및 이율이 확정되어 일정 기간 안정된 자금의 사용과 자금계획 수립이 용이하다. ④배당은 법인세상 손금으로 인정되지 않는 반면 이자비용은 손금으로 인한 법인세 절감효과가 발행하기 때문에 사채를 발행한다. ⑤구사채보다 저렴한 이자율로 신사채를 발행할 수 있을 때 사채를 발행한다.[18]

중국 법률의 규정에 따르면 중국 기업들이 국내에서 주식을 발행하거나 사채를 발행[19]할 때 반드시 엄격한 심사와 복잡한 절차를 거쳐야 하므로 비교적 긴 시간이 소요된다.

---

17) 문준우, “주식회사의 자금조달에 관한 연구: 주식과 사채를 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, (2010), 32면

18) 문준우, 전게논문(주17), 32면

19) 중국 회사법 (2013년 개정) 제153조: 회사가 사채를 발행할 때 반드시 <중화인민공화국 증권법>에서 규정한 발행조건에 부합되어야 한다.

Ⅲ. 중국의 자금조달 규모 및 비중

<표 3> 2002 년-2013 년 중국 자금조달 규모 통계표

단위: 억 인민폐

	사회 자금조달 규모[20]	인민폐 대출[21]	외국환 대출(인민폐로 환산)[22]	위탁대출[23]	신탁대출[24]	할인 없는 은행어음[25]	회사채권[26]	비금융기업이 중국내 주식을 통한 자금조달[27]
2002	20,112 (100%)	18,475 (91.9%)	731 (3.6%)	175 (0.9%)	--	-695 (-3.5%)	367 (1.8%)	628 (3.1%)
2003	34,113 (100%)	27,652 (81.1%)	2,285 (6.7%)	601 (1.8%)	--	2,010 (5.9%)	499 (1.5%)	559 (1.6%)
2004	28,629 (100%)	22,673 (79.2%)	1,381 (4.8%)	3,118 (10.9%)	--	-290 (-1.0%)	467 (1.6%)	673 (2.4%)
2005	30,008 (100%)	23,544 (78.5%)	1,415 (4.7%)	1,961 (6.5%)	--	24 (0.1%)	2,010 (6.7%)	339 (1.1%)
2006	42,696 (100%)	31,523 (73.8%)	1,459 (3.4%)	2,695 (6.3%)	825 (1.9%)	1,500 (3.5%)	2,310 (5.4%)	1,536 (3.6%)
2007	59,663 (100%)	36,323 (60.9%)	3,864 (6.5%)	3,371 (5.7%)	1,702 (2.9%)	6,701 (11.2%)	2,284 (3.8%)	4,333 (7.3%)
2008	69,802 (100%)	49,041 (70.3%)	1,947 (2.8%)	4,262 (6.1%)	3,144 (4.5%)	1,064 (1.5%)	5,523 (7.9%)	3,324 (4.8%)
2009	139,104 (100%)	95,942 (69.0%)	9,265 (6.7%)	6,780 (4.9%)	4,364 (3.1%)	4,606 (3.3%)	12,367 (8.9%)	3,350 (2.4%)
2010	140,191 (100%)	79,451 (56.7%)	4,855 (3.5%)	8,748 (6.2%)	3,865 (2.8%)	23,346 (16.7%)	11,063 (7.9%)	5,786 (4.1%)
2011	128,286 (100%)	74,715 (58.2%)	5,712 (4.5%)	12,962 (10.1%)	2,034 (1.6%)	10,271 (8.0%)	13,658 (10.6%)	4,377 (3.4%)
2012	157,630 (100%)	82,037 (52.0%)	9,163 (5.8%)	12,838 (8.1%)	12,845 (8.1%)	10,498 (6.7%)	22,551 (14.3%)	2,507 (1.6%)
2013	172,904 (100%)	88,917 (51.4%)	5,848 (3.4%)	25,465 (14.7%)	1,848 (1.1%)	7,750 (4.5%)	18,022 (10.4%)	2,219 (1.3%)

20) 사회자금조달 규모(社會融資規模): Aggregate Financing of the Economy
21) 인민폐 대출(人民幣貸款): RMB bank loans

자료출처: 중국인민은행(中國人民銀行)

http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/359/index.html

"중국화폐정책집행보고(中國貨幣政策執行報告)", 2002년-2013년 자료정리[28]

<표3>에서 보다시피 중국은 자본시장의 성장에도 불구하고 여전히 은행을 중심으로 자금을 조달하는 구조를 형성하고 있다. 중국 사회경제실체가[29] 은행에 의뢰한 자금조달이 차지하고 있는 비중이 낮아지고 있는 추세지만 아직도 높은 비중을 차지하는바 전체 자금조달규모의 90% 정도에 달하였다.

회사채발행을 통한 자금조달이 전체 자금조달에서 차지하는 비중이 2002년부터 2013년까지 1.5%에서 14.3%로 대체적으로 상승세를 보여주고 2003년 최소 수치 1.5%, 2012년 최대 수치 14.3%에 달하였다. 회사채발행 비중이 대폭 증가한 원인을 분석해 보면 2007년 중국 증권감독관리위원회에서 시행한 회사채발행 관련 정책과 밀접한 연관이 있어 보인다.

주식발행을 통한 자금조달이 전체 자금조달에서 차지하는 비중이 2002년부터 2013년까지 상당히 큰 폭으로 변동하고 2005년에 최소 수치 1.1%, 2007년에 최대 수치 7.3%에 달하였다. <표3>에서 보사피시 제반

---

22) 외국환 대출(인민폐로 환산)(外幣貸款 (折合人民幣)): Foreign currency bank loans (converted into RMB)
23) 위탁대출(委托貸款): Entrusted loans
24) 신탁대출(信托貸款): Trust loans
25) 할인 없는 은행어음(未貼現銀行承兌匯票): Undiscounted bankers'acceptances
26) 회사채권(企業債券): Net financing of corporate bond
27) 비금융기업이 중국경내 주식을 통한 자금조달(非金融企業境內股票融資): Equity financing on the domestic stock market by non-financial enterprises
28) 본 자료는 일정기간 동안 중국 사회경제실체가 금융체계를 통해 조달한 자금총액을 통계한 것이다. 여기서 말하는 사회자금조달 규모에는 인민폐 대출, 외환대출(인민폐로 환산), 위탁대출, 신탁대출, 할인 없는 은행어음, 회사채권, 비금융기업이 중국경내 주식을 통한 자금조달, 보험회사 배상금, 부동산 투자, 기타 등이 포함된다. 따라서 상술 통계표의 사회자금조달 총액은 각항을 합산한 수치보다 크다.
29) 중국경제실체란 중국 내의 모든 경제주체를 통합해서 부르는 개념으로 주식회사, 유한회사, 합명회사, 개인공상업체 등을 포함한다.

자금조달 규모가 2013년에 와서 2002년에 비해 8.6배나 증가한 반면 주식발행을 통한 자금조달 비중은 아직도 기타 나라에 비해 현저하게 적다는 것을 볼 수 있다.

이러한 현상을 초래하게 된 원인을 분석해 보면 주식 또는 채권의 발행에 대해 상당한 시간과 비용이 드는 국무원 증권감독관리위원회의 심사비준을 얻어야 하는 등 엄격한 규제가 적용되므로 많은 기업들은 은행차입을 선호하는데 있다.

1990년대에 시작한 중국의 자본시장은 계획경제체제에서 국유기업의 자금조달을 위해 국가가 만들어낸 계획경제의 성과물로써 불과 30여년의 시간밖에 되지 않았다. 이러한 자본시장은 주식시장과 채권시장을 포괄한 증권시장으로 정부주도하에 시장육성 전략과 맞물린 제한적인 규제들을 가지고 조율하는 시장규범화 단계에 있다. 따라서 중국의 자본시장은 중국만의 독특한 특징들을 가지고 있다.

Ⅳ. 소결

자본시장이 날로 발달하여 세계 자본시장이 하나로 되어가고 있는 오늘날 중국의 기업들도 국제화를 추구하고 글로벌한 기업으로 성장하려면 자본시장에서의 기업의 자금조달을 활성화할 필요가 있다. 주식에 의한 자금조달과 회사채발행, 은행차입에 의한 자금조달은 각각의 고유한 기능과 장점이 있으므로 어느 한쪽에 지나치게 치우친 자금조달 방식은 기업의 건전한 발전에 저해요소가 될 수 있다. 따라서 중국 회사들은 주식발행에 따른 자금조달의 비중을 지금보다 대폭 증가시킬 필요가 있다. 이를 위해서는 기업의 자금수요를 충족시키면서도 기존주주와 신규투자자의 이익을 적절히 보호하는 제도적 장치가 필수적이다.

제3장 중국법상 신주발행에 관한 규제

제1절 신주발행의 일반론

Ⅰ. 개관

회사가 설립시 주금납입을 통해 축적된 회사자산만으로 향후 발전수요를 만족시킬 수 없다면 회사 운영과정에서의 필요에 따라 적시에 기동성 있게 효율적으로 자금을 조달하고 회사의 자주성 및 독립성을 높이는 자금조달방식으로 신주발행을 필요로 하게 된다.

중국에서 신주발행 규제에 대해 관심을 갖게 된 것은 현대적 의미의 주식회사 제도를 도입하면서부터이다. 이하에서는 신주발행의 의의 및 필요성, 신주발행의 유형을 살펴보도록 한다.

Ⅱ. 신주발행의 의의 및 필요성

1. 신주발행의 의의

주식발행이란 주식회사가 자본을 모집하는 것을 목적으로 회사의 주식을 배당하거나 판매하는 행위를 말한다. 주식발행은 주식을 발행할 때 회사가 처해있는 단계에 따라 설립발행과 신주발행으로 구별된다. 설립발행이란 회사가 회사성립에 필요한 자본을 모집하기 위하여 주식을 발행하는 것을 말한다. 신주발행(new issuance)이란 회사가 설립된 후 원래 가지고 있는 회사주식의 기초에서 경영규모의 확대 등을 위해 새로운 주식을 발행하는 것을 말한다.[30]

신주발행이란 넓게는 회사설립 이후에 이루어지는 일체의 주식발행을 뜻하나, 좁게는 자금조달을 목적으로 하는 신주발행, 즉 통상의 신주발행을 뜻한다.[31] 본 논문에서 논하는 신주발행은 통상의 신주발행을 말한다.

중국 회사법, 증권법상의 신주발행이라 함은 주식회사의 신주발행 행위를 말한다.[32]

2. 신주발행의 필요성: 자금조달의 기능

앞의 <표3>에서 보다시피 중국 기업의 자금조달에서 금융기관에 의한 자금조달(은행차입)이 절대적인 비중을 차지하고 신주발행을 통한 자금조달의 비중은 8% 미만이다. 그러나 신주발행에 의한 자금조달은 은행차입과 뚜렷이 구분되는 특성을 가지고 있다. 금융기관으로부터의 차입은 회사의 시급한 자금조달 문제를 해결할 수 있겠지만 은행차입은 상환기한이 규정되어 있고 일단 상환기한이 만료되면 회사는 원금 및 이자를 지급할 의무가 있다. 가령 회사가 불경기에 처해 있어도 파산절차를 진행하지 않았으면 회사는 반드시 금융기관에 대해 차입금 및 그에 상응한 이자를 반환할 의무가 있다.[33] 신주발행을 통해 주금이 납입되면 회사의 재산으로 인정되어 회사의 경영실적이 악화되는 경우 회사는 주주에 대해 이익배당을 진행할 의무가 없다. 신주발행을 통해 효과적으로 거액의 자금을 조달할 수 있고 주주와 회사의 공동체 의식을 불러일으켜 회사의 자금조달 및 경영위험을 줄일 수 있다.

---

30) 마리리, “회사법상 자본관련제도에 관한 연구: 한국과 중국의 비교를 중심으로”, 전남대학교 박사학위논문, (2011), 125면
31) 이철송, 『회사법강의(제20판)』, 박영사, (2012), 847면
32) 施天濤, 전게서(주6), 19면
33) 劉俊海, 전게서(주4), 125면

Ⅲ. 신주발행의 유형

1. 직접발행과 간접발행

회사의 주식발행이 중개기구[34]를 통하여 진행되는가에 따라 직접발행과 간접발행으로 구분한다. 직접발행이란 회사가 증권판매기관을 통하지 않고 스스로 주식발행의 위험을 부담하고 직접 투자자와 주식인수계약서를 체결하여 주식을 발행하는 것을 말한다.[35] 직접발행은 발행비용을 경감할 수 있는 반면 발행기간이 비교적 길고 발행위험도 비교적 크다. 직접발행은 사모발행에 많이 이용되는 방식이다.

간접발행이란 회사가 증권판매기관에 위임하여 주식을 발행하고 그에게 관련 발행사항을 처리하고 상응한 발행위험을 부담하게 하는 것을 말한다. 간접발행은 주식의 판매방식에 따라 주식판매와 주식포괄판매가 있다. 간접발행은 공모발행에서 비교적 보편적으로 쓰이는 발행방식이다. 간접발행은 주식발행의 효율성을 확보하는데 유리한 장점을 보유하고 있는 반면 회사의 주식발행 비용이 증가될 수 있다.[36]

중국 회사법 (2013년 개정) 제85조는 “발기인이 회사주식을 공개모집하기 위하여서는 법에 의하여 설립한 증권경영기구에 그 매출을 담당하도록 하고 매출합의서를 체결해야 한다.”고 규정하여 주식회사가 공개적으로 주식을 모집할 때에는 반드시 간접발행의 방식을 채택해야 한다.

---

34) 증권시장의 중개기구란 증권위탁판매상, 회계사 사무소, 증권변호사 사무소, 신용평가기구, 자산평가기구, 재무고문기구, 투자자문기구 등이 포함한다. 여기에서의 “중개기구”란 증권위탁판매기구를 가리킨다.

35) 範健·王建文, 『證券法 (第二版)』,法律出版社, (2010), 75면

36) 마리리, 전게논문(주30), 127면

2. 공개발행과 비공개발행

특정된 투자자에게 발행하느냐의 여부에 따라 공개발행과 비공개발행으로 구분한다. 공개발행은 “공모발행” 또는 “공모”라고도 하며 불특정한 임의의 대상에게 주식을 발행하는 것을 말한다. 공개발행은 자본모집규모에서 장점을 가지기 때문에 가장 보편적인 발행방식으로 되었다. 그 단점은 조건이 엄격하고 절차가 복잡하여 발행비용이 높은 것이다.[37] 공개발행은 공중과 사회의 이익에 관계되기 때문에 각국 입법은 비교적 엄격한 조건과 복잡한 절차를 규정하고 있다. 중국 회사법은 주식의 공개모집은 반드시 국무원증권관리부문의 심사비준을 거쳐야 한다고 규정하였다. 중국 증권법은 공개발행을 허용하였고 아래와 같이 공개발행을 정의하였다. 즉, ①불특정다수인을 상대로 발행하는 경우, ②누적하여 200명 이상 특정인을 상대로 발행하는 경우 및 법률과 행정법규에서 정한 기타 발행행위를 말한다(중국 증권법 제10조 제1항).

비공개발행이란 “사모발행” 또는 “사모”라고도 하며 특정한 투자자에게 특정한 방식으로 주식을 발행하는 것을 말한다. 비공개발행의 “특정대상”은 자기보호능력을 갖춘 개인투자자와 기관투자자를 포함하는데 개인투자자는 회사의 이사, 감사, 고급관리임원 및 전문적인 투자지식을 갖춘 개인투자자 등을 말하고 기관투자자는 대형 금융기구, 산업투자펀드 및 발행인과 밀접한 거래가 있는 기타 회사를 말한다.[38] 중국 회사법은 비공개발행 방식에 대하여 구체적인 규정을 두고 있지 않으나 중국 증권법 제10조 제2항은 “비공개발행의 경우에는 광고가 금지되며[39] 공개적 권유 및 탈법적 공개발행을 사용하지 못한다.”고 규정하여 비공개발행 행위를 엄격하게 규제하고 있다.[40] 비공개발행은 그 조작이 간편하고 발

37) 趙旭東, 『新公司法講義』, 人民法院出版社, (2006), 412면
38) 範健·王建文, 전게서(주35), 72면
39) 비공개발행은 일반적으로 광고하거나 또는 공고, 방송, 인터넷, 편지, 전화 등 공개권유의 방식으로 홍보하지 못한다.

행비용이 저렴하고 조건이 융통성이 있고 장악하기 쉬운 등 장점이 있지만 투자자의 수가 유한하고 주식의 유통성이 부족한 단점을 갖고 있다.[41]

중국 증권법은 공개발행에 대하여만 규정을 두었으나 최근에 들어와 비공개방식으로 신주를 발행하여 자금을 조달하는 수요가 많아졌다. 이러한 원인으로 회사설립 이후의 신주 비공개발행을 입법적으로 보완할 필요성을 느꼈고 상장회사에 대하여 "상장회사주식비공개발행에 관한 시행세책(上市公司非公開發行股票實施細則)"을 제정하고, 비상장회사에 대하여 "비상장공중회사[42]감독관리방법(非上市公衆公司監督管理辦法)"을 제정하였다.[43]

3. 증자발행과 비증자발행

주식발행이 회사의 자본금을 증가하는가의 여부에 따라 증자발행과 비증자발행으로 구분한다. 증자발행이란 정관에 기재된 자본금총액을 전부 발행한 후 자본의 증가를 위하여 주식을 발행하는 것을 말한다. 이러한 발행은 자본금증가의 절차에 따라 주주총회에 의하여 회사정관을 수정해야 한다. 중국은 확정자본제를 실행하였고 주식발행은 모두 증자발행이다.

비증자발행이란 회사자본금 총액의 범위에서 회사의 자본을 증가하지 않고 주식을 발행하는 것이다. 비증자발행은 일반적으로 수권자본제하에서 발행하며 회사의 자본을 분할하여 발행할 때 회사설립시의 최초에 발

40) 마리리, 전게논문(주30), 128면
41) 趙旭東, 전게서(주37), 412면
42) 비상장공중회사란 증권거래소에서 상장하지 않았으나 특정인을 상대로 주식을 발행하여 특정인이 주식을 양도하여 주주가 200명이상 된 경우 또는 주식이 공개방식으로 양도가 가능한 주식회사를 말한다(비상장공중회사감독관리방법 제2조).
43) 남옥매, "주식회사의 신주발행에 관한 연구: 중국법의 문제점과 개선방향을 중심으로", 고려대학교 박사학위논문, (2013), 134면

행한 주식 이외에 그 후에 진행하는 주식발행은 비증자발행에 속하며 이런 발행은 이사회의 결의만으로 할 수 있다. 이러한 주식발행 방식은 일반적으로 수권자본제를 시행하는 나라에서 이루어진다.

4. 통상의 신주발행과 특수한 신주발행

신주발행의 목적에 따라 진행하는 구분이다. 통상의 신주발행은 자금조달 목적의 신주발행[44]을 말한다. 신주의 인수인으로부터 새로운 납입이 이루어지기 때문에 회사의 순자산이 증가하며 이러한 의미에서 유상증자라고 한다. 회사의 자본금은 액면총액 또는 회사의 임의로 정한 금액만큼 증가한 것이므로 순자산의 증가와 자본금의 증가가 반드시 일치하는 것은 아니다. 액면주식의 경우 신주의 발행가액은 액면과 일치될 필요가 없으므로 액면초과발행 또는 액면미달발행이 모두 가능하다.[45]

특수한 신주발행은 통상의 신주발행 이외에 회사가 자금조달을 목적으로 하지 않고 신주를 발행하는 경우를 말한다. 예컨대, 준비금의 자본금전입(실무에서 무상증자), 주식배당, 전환주식의 전환, 전환사채의 전환, 합병·분할·주식교환·주식이전, 주식분할, 주식병합 등이 포함된다.

5. 액면가발행, 액면미달발행 및 액면초과발행

이것은 주식의 발행가격에 따른 구분이다. 액면가발행(平價發行)은 주식의 액면가에 따라 주식을 발행하는 것을 말하며 사모발행에 많이 적용된다. 액면미달발행(折價發行)은 주식의 액면가격보다 낮게 주식을 발행하는 것을 말한다. 이는 회사가 실제로 얻은 자금이 발행하는 자본금액보다 낮다는 것을 의미하기 때문에 자본확정원칙과 자본유지원칙을 위반

44) 한국 상법 제416조 이하에서 규정하는 제도를 말한다.
45) 송옥렬, 전게서(16), 1083면

하는 것이다. 그러므로 액면미달발행은 일반적으로 확정자본제를 시행하는 국가에서는 제한된다. 액면초과발행(溢價發行)은 주식의 액면금액보다 높은 가격으로 주식을 발행하는 것을 말한다.

중국 회사법(2013년 개정) 제127조는 "주식발행의 가격은 액면금액으로 또는 액면금액을 초과하여 발행할 수 있으나 액면금액보다 낮은 가격으로 발행할 수 없다."고 규정하였다. 즉, 중국 회사법상 주식발행에 관해 액면가발행, 액면가초과발행은 허용하고 있으나 액면미달발행은 허용하지 않는다. 학계에서는 중국이 확정자본제를 시행하고 있으므로 주식발행을 통하여 자금을 조달할 때 액면과 상응한 자본은 회사의 등록자본금에 속하게 되어 할인발행은 자본의 불충실문제를 초래한다는 견해가 있다. 반면, 주식의 액면금액제도는 의의가 별로 없고 특히 경영이 어려운 기업들의 자금조달을 제한하게 만든다는 견해도 있다. 중국의 주식시장의 발전과 정보공시제도의 개선 등을 감안하여 액면미달발행도 장차 허용되어야 할 것으로 보인다.[46]

Ⅳ. 신주발행의 기본원칙

한국에서 주식발행의 기본원칙에 대한 논의는 없지만, 중국 학계에서는 신주발행에 관해 상위법인 증권법의 기본원칙을 적용해야 한다는 입장이다. 중국 증권법 제3조는 "증권의 발행·거래 활동은 반드시 공개, 공정, 공평의 원칙을 준수해야 한다."고 규정하였다. 공개, 공정, 공평원칙은 중국 증권법의 가장 기본적이고 전형적인 원칙이며 증권법의 특징을 반영할 뿐만 아니라 증권시장의 정상적인 운영을 보장하는 기본조건이기도 하다.[47]

---

46) 마리리, 전게논문(주30), 130면
47) 範健·王建文, 전게서(주35), 53면

1. 공개원칙

공개원칙은 증권공개발행에 있어서 가장 기본적인 원칙이다. 공개원칙의 요구에 따라 신주발행인 및 관련 당사자는 성실하고 정확하게 주식발행 및 인수와 관련한 각종 정보를 공개해야 한다.[48] 공개원칙을 시행하는 이유는 투자자의 이익을 보장하고 기업의 불법행위(허위진술, 중요정보 누락 등)를 경계하며 투자환경을 정화하여 증권시장의 안정적인 발전을 도모하기 위함이다.[49] 공개원칙은 정보공개제도와 관리공개제도 두 가지를 포함하고 있다.

증권시장 법제도 정비과정에서 공개원칙과 회사의 상업기밀 간의 관계를 잘 처리해야 할 것이다. 과도하게 회사 상업기밀의 보호를 강조하면 투자자는 위험에 노출되기 쉽고, 기업에게 무분별하게 정보공개를 요구하는 경우 주식발행인의 위험을 증가시킨다. 주식발행인 및 투자자간의 이익을 형량하여 합리적인 정보공개원칙을 제정하여야 할 것이다.[50]

중국 회사법(2013년 개정) 제85조와 제134조는 주식을 발행하는 회사는 반드시 주식모집설명서, 재무회계보고서를 공고해야 한다고 규정하였다. 주식발행에 있어서 반드시 공개해야 하는 내용은 비교적 광범위한데 두 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 회사 및 그 발행주식에 대한 기본상황인데 발기인의 상황, 주식발행의 가능성, 모집자금의 용도, 회사경영업적, 미래 효과와 이익에 대한 예측 등이고, 둘째, 주식발행의 조작에 관한 것인데 발행할 수량, 방식, 대상, 가격, 조건, 절차 등이 있다.

---

48) 葉林, 『證券法(第四版)』, 中國人民大學出版社, (2013), 57면
49) 範健·王建文, 전게서(주35), 53면
50) 葉林, 전게서(주48), 58면

2. 공정원칙

공정원칙이란 주식발행 및 주식거래의 당사자의 합법적 권익은 공정하게 보호를 받아야 하고[51] 처리결과는 공정하고 객관적이어야 한다. 공정원칙의 내용은 증권거래시장에서 공정한 시장관리질서를 확립하고 투명하고 공정하며 합리적인 거래규칙을 건립하여 당사자에게 공정한 경쟁기회를 부여하는 것이다. 또한 공정원칙은 사법기관이 당사자의 행위를 감독·관리하고 분쟁을 처리할 때 적용되는 법률원칙이다. 공정원칙하에 모든 사기, 시세조종 및 내부자거래 등 행위는 절대로 금지된다.[52]

3. 공평원칙

공평원칙이란 주식발행 및 인수활동의 당사자는 평등한 법률적 지위를 향유하고 법률의 평등한 보호를 받아야 하며 차별하지 말아야 한다는 것을 말한다. 구체적으로 다음 내용을 포함한다. 첫째, 투자자는 평등한 투자기회를 얻을 수 있다. 둘째, 투자자는 평등하게 정보를 획득하는 기회를 가진다. 셋째, 투자자는 동일한 거래규칙을 적용한다. 넷째, 동일한 위법행위에 관해 동일한 처벌규칙을 적용받는다.[53]

---

51) 範健·王建文, 전게서(주35), 54면
52) 徐明等, 『證券市場若幹法律問題硏究』, 上海社會科學院出版社, (1997), 211면
53) 葉林, 전게서(주48), 60면

제2절 중국법상 신주발행에 관한 규제

Ⅰ. 신주발행에 관한 중국법의 규범체계

현행 중국 주식회사의 신주발행에 관한 법규를 살펴보면 기업공개의 방식, 상장회사 공개·비공개 발행, 비상장공중회사 비공개발행 등 상황별 입법방식을 채택하고 있다. 즉, 신주발행의 구체적인 상황에 따라 각기 다른 법규를 적용하는 것이다. 그 이유는 중국 자본시장이 성숙되지 않고 신주입법 경험이 미비하고 국유기업개혁의 심화로 인해 상황별 입법하는 실익이 있었던 것이다. 이러한 입법방식으로 인하여 신주발행에 대한 법적용면에서 통일성이 결여되고, 법규간의 중복규제를 초래하였다.[54]

<표4> 신주발행에 관한 중국의 법규

法源	制定機關	法律·法規名稱
基本法律	전국인민대표대회, 전국인민대표대회 상무위원회	중국 회사법(中國公司法)(2013년 개정) 중국 증권법(中國證券法)(2005년 개정)
部門規章[55]	증권감독관리위원회	상장회사 증권발행관리방법(上市公司證券發行管理辦法)(2006) 주식최초공개발행 및 상장관리방법(首次公開發行股票並上市管理辦法)(2006) 상장회사 주식비공개발행에 관한 시행세칙(上市公司非公開發行股票實施細則)(2007) 비상장공중회사 감독관리 방법(非上市公衆公司監督管理辦法)(2012)

54) 남옥매, 전게논문(주43), 123면
55) 規章이란 중국 국무원 각 부서와 위원회 및 중국인민은행 등 행정관리권한이 있는

		증권발행 및 인수에 관한 관리방법(證券發行與承銷管理辦法)(2013) 최초공개발행시 회사주주의 주식공개매도 잠정(首次公開發行股票時公司股東公開發售股份暫行規定)(2013) 우선주시험관리방법(優先股試點管理辦法)(2014)
自律規則[56]	상해, 심천 증권거래소	상장규칙(上市規則) 거래규칙(交易規則) 등

Ⅱ. 중국법상 신주발행의 절차규제

회사가 신주를 발행하기 위해서는 회사법과 정관 및 관련 법률 등에서 정한 회사 내부절차를 완료하여야 하고, 대외적인 신고나 보고 및 변경등록 절차를 거쳐야 한다.

1. 공개발행의 절차

공개발행은 회사가 불특정 다수인을 상대로 신주를 발행하는 것이고 중국 회사법과 증권법 규정에 따라 주식회사가 공개적으로 신주를 발행하는 절차는 다음과 같다.

(1) 신주발행사항에 대한 주주총회의 특별결의

중국 회사법은 2013년에 개정을 통해 자본금제도가 많이 완화되었지

기관이 법률 또는 국무원 행정법규·결정·명령에 의하여 권한 범위 내에서 제정한 법률문서를 말한다(중국 입법법 제71조 제1항).

56) 일반적으로 증권시장의 관리체제는 정부집중관리체제, 증권업자율관리체제 및 기타 관련 업종자율관리체제 등 세 가지로 나누어지며, 서로 보충적 역할을 한다. 중국에서는 증권업연합회와 증권거래소가 증권시장의 중요한 자율기관이다 (마리리, 전게논문(주30), 135면).

만 역시 확정자본제를 채택하고 있고 보통신주의 발행활동은 궁극적으로 회사자본금 증가효과를 가져오게 된다. 2013년 개정 회사법 제25조, 제81조의 규정에 따르면 자본금은 유한회사와 주식유한회사의 절대기재사항이기 때문에 회사 자본금의 변경은 반드시 정관변경이 필요하다. 중국 회사법의 규정에 따르면 이사회에서 신주발행 또는 자본증가의 방안을 작성하여 주주총회에 제출하여 주주총회 특별결의(회의에 출석한 주주의 표결권의 3분의 2이상)로 신주발행사항을 결정한다(중국 회사법 제103조).

신주발행을 위해 개최한 주주총회에서는 신주의 종류와 총액, 신주의 발행가액, 신주의 발행의 시작·마감일자, 기존주주에게 배정하는 신주의 종류와 가액 등에 관하여 결의해야 한다.[57]

(2) 국무원 증권감독관리기구의 심사비준 필요

기존 1998년 제정 중국 증권법에 의하면 신주를 공개발행할 때 반드시 증권감독관리부처 또는 국무원의 수권을 받은 기관으로부터 심사승인을 받아야 하는데, 2005년 개정 증권법은 심사비준을 받도록 규정하고[58] 보증인추천제도를 추가도입하여 보증추천제도로 개정하였다.

중국에서 주주 및 투자자보호를 강화하기 위하여 공개발행의 경우 반드시 국무원 증권감독관리위원회의 심사비준을 받아야 하고[59], 주식모집

---

57) 중국 회사법(2013년 개정) 제133조 회사가 신주를 발행할 경우에는 주주총회에서 다음 각 호의 사항을 의결해야 한다.
①신주의 종류 및 액수
②신주의 발행가격
③신주 발행의 시작·마감 일자
④기존주주에게 발행하는 신주의 종류 및 액수.

58) 본 논문의 제5장 제2절에서 신주발행심사제도의 구체적인 변화과정을 살펴본다.

59) 중국 증권법(2005년 개정) 제14조 회사가 신주를 공개발행할 경우에는 반드시 국무원 증권감독관리기구에 주식모집신청과 아래와 같은 서류를 제출해야 한다.
①회사 영업허가증
②회사 정관

설명서와 재무제표를 공시해야 한다.[60]

(3) 관련 문서 공고

중국 회사법은 국무원 증권감독관리위원회의 비준을 거쳐 신주를 공개발행하는 경우 신주모집설명서와 재무회계보고서를 공고하고 주식청약서을 작성해야 한다고 규정하였다. 특히 신주를 발행하는 상장회사는 "상장회사 증권발행관리방법"에 따라 증권감독관리위원회가 규정한 절차, 내용 및 양식에 따라 공개모집설명서 혹은 기타 정보공시자료를 작성하여 정보공시의무를 이행해야 한다. 상장회사는 투자자가 적시에 충분하고 공평하게 법정정보를 취득할 수 있도록 보장해야 하고, 공시하는 정보는 간결하고 이해하기 쉽게 작성되어야 한다. 증권감독관리위원회에서 공시하도록 요구하는 정보는 반드시 공시해야 할 뿐만 아니라 투자자의 투자의사결정에 중요한 영향을 주는 정보도 충분하게 공시해야 한다.

(4) 증권판매협약 체결

중국 회사법에 의하면 회사가 공개적으로 신주를 발행하는 경우에는 반드시 법에 의해 설립된 증권회사와 증권판매협약을 체결함과 동시에 은행과 주금대리수취 계약을 체결해야 한다. 바꾸어 말하면 회사가 비공개적으로 신주를 발행하는 경우에는 증권회사를 통해 신주를 발행하지

---

③주주총회 결의
④주식모집 설명서
⑤재무회계 보고서
⑥주금 대리수취은행의 명칭 및 주소
⑦수탁 판매기구 명칭 및 관련 협의서
본 법의 규정에 의하여 추천인을 초빙할 경우에는 반드시 추천인이 작성한 발행추천서를 보고·제출해야 한다.

60) 중국 회사법(2013년 개정) 제134조: 회사가 국무원 증권감독관리기구의 비준을 받고 신주를 공개발행할 경우에는 신주모집설명서와 재무회계보고서를 공시하고 신주인수확인서를 작성해야 한다.

않아도 된다. 하지만 “상장회사 증권발행관리방법”은 상장회사의 경우 강제적으로 증권회사와 증권판매협약을 체결하는 범위를 확대하는 반면 회사가 자율적으로 신주를 판매하는 범위를 축소하였다. 즉, 상장회사가 비공개방식으로 신주를 발행하는 경우에도 그 인수대상이 모두 회사 10대주주에 포함되는 경우에만 상장회사에서 자율적으로 주식을 판매할 수 있다. 그 외에는 비공개방식의 신주발행이라도 발행인이 상장회사이면 증권판매협약에 따라 증권회사를 통해 판매해야 한다. 증권판매 협약에는 다음과 같은 사항을 기재한다. ①당사자의 명칭·주소 및 법정 대표인의 성명, ②대리판매 또는 포괄 판매하는 증권의 종류, 수량, 금액 및 발행가액, ③대리판매, 포괄판매의 비용과 결산방법, ④대리판매, 포괄판매의 결제방식 및 일자, ⑤대리판매, 포괄판매의 비용과 결산방법, ⑥계약위반책임, ⑦국무원 증권감독관리기관이 규정한 기타 사항을 기재해야 한다(중국 증권법 제30조).

(5) 등기와 공고

신주발행이 성공적으로 진행되면 회사등록자본금의 증가를 초래한다. 따라서 중국 회사법에 의하면 회사가 신주를 발행하고 주금전액을 모집한 후 회사등록기관에 변경등록을 하고 이를 공고해야 한다.

2. 비공개 신주발행의 절차

주식회사의 이사회가 제안하여 주주총회에서 결의한 내용에 따라 증권회사에 위탁판매방식 또는 직접발행으로 신주를 발행할 수 있다. 비공개 신주발행도 성공적으로 진행되면 회사등록자본금을 증가시킨다. 회사는 주금전액을 모집한 후 회사등록기관에 변경등록을 하고 공고해야 한

다.

중국 회사법은 비공개 발행방식에 대하여 구체적인 규정을 두고 있지 않으나 중국 증권법 제10조 제2항은 “비공개발행의 경우에는 광고가 금지되며 공개적 권유 및 탈법적 공개발행을 사용하지 못한다.”고 규정하여 비공개발행 행위를 엄격하게 규제하고 있다.

3. 신주발행 실패 시 발행인의 의무

중국 증권법 제35조는 모집주선의 방식으로 신주를 공개발행하는 경우, 발행기간 종료 후 발행예정주식 총수의 70% 이상이 인수되지 않은 경우에는 신주발행의 실패로 인정한다고 규정하였는바 신주발행이 실패하면 신주발행인은 발행가액에 동일기간의 은행예금 이자율을 합산하여 주식 인수인에게 반환하도록 규정하였다.

Ⅲ. 중국 상장회사 신주발행의 규제

상장회사란 그가 발행한 주식이 증권거래소에서 상장·거래되는 주식회사를 말한다. 상장회사가 신주를 발행하려면 반드시 중국 회사법, 증권법 및 증권감독관리위원회의 규정을 준수해야 한다.[61] 중국 증권법 제13조 제1항에는 회사가 신주를 공개발행하기 위한 요건이 명시되어 있고 제2항에는 비공개로 신주를 발행하는데 대한 근거규정을 두고 있다.[62]

---

61) 葉林, 전게서(주48), 95면

62) 중국 증권법 (2005년 개정) 제13조 회사가 신주를 공개발행할 경우에는 반드시 아래 조건에 부합되어야 한다.

①건전하고 운영상태가 좋은 조직기구를 갖추어 할 것

②지속적인 수익창출능력이 있고 재무상태가 양호해야 할 것

③최근 3년간 재무회계서류에 허위기재나 기타 중대한 위법행위가 없어야 할 것

④국무원 증권감독관리기구가 정하고 국무원이 승인한 요건에 부합되어야 할 것

상장회사가 신주를 비공개발행할 경우에는 반드시 국무원의 비준을 거친 국무원 증권

2006년 6월 5일 중국 증권감독관리위원회에서 발표한 “상장회사 증권발행관리방법(上市公司證券發行管理辦法)”은 상장회사의 증권발행에 의한 자금조달에 대하여 가장 상세하게 규정한 법규이다. 본 관리방법은 자금조달방식으로 주식(신주포함)의 발행뿐만 아니라 회사채발행 및 기타 증권발행의 조건과 절차를 규정하였다. 이하에서 상장회사의 신주발행요건을 살펴본다.

상장회사의 신주발행을 회사 “재융자(再融資)”라고도 부른다. 상장회사 신주발행의 방식으로 ①공개 증자발행(增發新股), ②주주배정(配售股份), ③비공개발행(定向募集) 세 가지가 있다.

상장회사의 신주발행은 일반요건을 충족해야 할뿐만 아니라 신주발행방식의 차이에 따라 특정한 요건도 만족시켜야 한다.

1. 신주발행 일반요건

(1) 조직기구의 건전성

상장회사가 건전한 조직기구를 갖출 것을 요구하고 있다. 즉 회사정관의 건전성과 회사지배구조의 합법성 내지 효율성을 그 기본적인 내용으로 하고 있다.[63] 현직 이사, 감사 및 고급관리임원들은 충실하고 근면하게 자신의 의무를 수행할 수 있어야 한다. 상장회사와 지배주주 또는 사실상 지배주주의 인원, 재산, 재무, 업무 등은 분리되어야 한다(상장회사 증권발행관리방법 제6조).[64]

감독관리기구에서 규정한 조건에 부합되어야 하고 또한 국무원 증권감독관리기구에 보고하여 심사·비준을 받아야 한다.

63) 김명아, “중국 증권법상의 투자자보호에 관한 연구: 2005년 개정법을 중심으로”, 한국외국어대학교 박사학위논문, (2008), 74면

64) 葉林, 전게서(주48), 96면

(2) 지속적인 수익창출능력

상장회사는 반드시 지속적인 이익창출능력을 구비하여야 하는데 최근 3개 회계연도 동안 지속적으로 이윤이 발행하였을 것, 독립적이고 안정적인 수익구조를 가질 것이 기본적으로 요구된다. 상장회사 현행 업무 및 투자방향은 지속적인 발전이 가능하며 경영모델과 투자계획은 상대적으로 건전해야 한다. 상장회사의 고급관리임원과 핵심기술인원들은 최근 12개월 내에 중대한 변화가 없어야 하고 회사의 중요한 자산 및 핵심기술은 합법적으로 취득함과 동시에 지속적인 사용이 가능해야 한다. 상장회사의 지속적인 경영에 영향을 미칠 수 있는 담보행위 또는 소송, 중재행위가 없어야 한다. 또한 최근 24개월 내에 증권을 공개발행한 적이 있는 경우, 당기 영업이익은 직전 연도 영업이익과 대비하여 50% 이상 내려간 상황이 없어야 한다(상장회사 증권발행관리방법 제7조).

(3) 재무상태 양호

상장회사의 재무상태는 양호해야 하며 최근 3년 이내의 재무제표 및 최근 1기의 재무제표에 대하여 공인회계사가 유보의견 또는 부정의견을 제시한 사실이 없어야 한다. 자산상태가 좋아야 하고 부실자산 존재시 기업 재무상황에 악영향을 끼치지 말아야 하며 기업의 현금흐름이 정상적이어야 한다. 또한 최근 3년 내에 현금방식으로 배당한 이익은 최근 3년 내에 배당가능 이익의 20% 보다 적어서는 아니 된다(상장회사 증권발행관리방법 제8조).

(4) 회계기록 양호

상장회사의 회계처리가 통일된 국가회계기준에 부합되어야 한다. 상장회사는 최근 36개월 내에 재무회계서류에 허위적 기재가 없어야 하고 법률과 행정법규 및 규정을 위반하여 중국 증권감독관리위원회의 처벌 또는 형사처벌을 받은 적이 없어야 한다.[65] 또한 공상, 세무, 토지, 환경보호, 세관 등 행정법규 또는 규정을 위반하여 행정처벌 또는 형사처벌을 받은 적이 없어야 한다(상장회사 증권발행관리방법 제8조, 제9조).

(5) 자금모집 용도

상장회사의 자금모집 액수와 그 사용에 대해서는 관련 제한이 있다. 즉 자금모집 액은 사업계획에 필요한 액수를 초과하지 말아야 하고 모집자금의 사용은 관련 법률에 부합하는 것이어야 하며 회사의 생산·운영의 독립성에 영향을 미치지 말아야 한다. 모집자금에 대해서는 투자자 보호를 위한 기금제도를 수립하고 이사회가 의결한 특별계좌로 예금해야 한다(상장회사 증권발행관리방법 제10조).[66]

(6) 주식 공개발행이 금지되는 경우

상장회사에 아래 행위가 존재하는 경우 증권을 공개발행하지 못한다. 즉 ①공개발행신청서에 허위기재 또는 오해를 유발할 만한 진술이나 중대한 사항의 누락이 있을 경우, ②과거 자금모집시 투자자에게 공고하지 않고 임의로 모집한 자금의 사용용도를 변경하는 경우, ③상장회사 최근 12개월 내에 증권거래소로부터 공개적인 처분을 받은 경우, ④최근 12개

65) 葉林, 전게서(주48), 96면
66) 김명아, 전게논문(주63), 75면

월 내에 상장회사 및 지배주주 또는 사실상의 지배주주가 투자자와의 약속을 어긴 경우, ⑤상장회사의 현직 이사·고급관리임원에 대해 사법기관이 범죄혐의로 조사하고 있거나 위법행위로 인해 증권감독관리위원회에서 조사를 하고 있는 경우, ⑥투자자의 합법적인 권익과 사회공공이익을 해치는 기타의 중대한 상황이 있는 경우에는 주식의 공개발행이 금지된다(상장회사 증권발행관리방법 제11조).

2. 공개 증자발행(增發新股)

신주의 공개발행은 상장회사가 불특정 다수인을 상대로 주식을 발행하는 행위를 말한다. 증자발행은 신주발행의 일반적인 요건에 부합되는 이외 아래와 같은 요건도 충족시켜야 한다.[67]

(1) 순이윤

상장회사 최근 3개 회계연도의 가중평균자산의 순이윤이 6% 이상이어야 한다. 비경상손익을 공제한 순이윤의 비율과 공제 전 순이윤의 비율 중 낮은 기준으로 한다.

(2) 재무관리

금융회사를 제외하고 같은 분기동안 금융자산을 인수하거나 매각해서는 아니 되며 타인에 대한 자금대출, 재산관리위탁 내지 투자의 사실이 있어서도 아니 된다.

---

67) 葉林, 전게서(주48), 97면

(3) 발행가격

신주의 발행가격은 주식모집설명서를 공시하는 날부터 20개 영업일 전의 회사주식 평균가격 또는 그 하루 전의 평균 거래가격보다 낮아서는 아니 된다.

3. 주주배정(配售股份)

여기에서 주주배정은 상장회사가 기존주주를 상대로 주식을 발행하여 주식을 인수하도록 하는 것을 말한다. 상장회사가 기존주주에 대한 주식배정을 위하여 신주를 발행하는 경우 일반 규정에 부합되는 이외 다음과 같은 요건도 충족시켜야 한다.

(1) 배정수량

상장회사가 동기 주식배당의 총액은 주식배정 전 주식총수의 30%를 초과하지 못하도록 제한하고 있다.

(2) 지배주주의 주식배정

상장회사의 지배주주는 주주총회 소집 전에 인수할 주식의 수량을 공개적으로 인정해야 한다. 만약 지배주주가 주식인수 약정을 이행하지 아니 하거나 대리판매 기간이 만료한 후 기존주주가 주식인수 액이 배당예정액의 70%에 미달하는 경우 발행인은 발행가격에 동일기간의 은행예금이자를 합산하여 이미 인수한 주주에게 반환해야 한다.

(3) 주식배정 방식

중국 증권법의 규정에 따라 대리판매의 형식을 채택해야 한다.

4. 비공개발행

비공개발행이란 상장회사가 특정한 투자자를 상대로 주식을 발행하는 것을 말한다. 상장회사가 주식을 비공개발행하는 경우 “상장회사 증권발행관리방법(上市公司証券發行管理辦法)”(2006)에서 규정한 발행요건과 “상장회사 주식비공개발행에 관한 시행세칙(上市公司非公開發行股票實施細則)”(2007)에서 규정한 내용에 부합되어야 한다.

(1) 특정대상

여기서 말하는 특정대상은 주주총회 의결로 규정한 조건에 부합되어야 하고 그 발행대상은 10명 미만이어야 한다. “10명”은 법인·자연인 및 기타 투자조직의 합계가 10명이라는 것을 의미하며, 그 중 자산운영사가 두 개 이상의 펀드를 관리하고 있는 경우 하나의 발행대상으로 보고 있다. 발행대상이 외국의 전략투자자인 경우 사전에 국무원 관련 부서의 허가를 받아야 한다.

(2) 발행조건

발행가격은 가격확정기준일로부터 영업일 20일 전의 당해 상장회사의 주식 평균거래가격과 비교하였을 때 90% 이상 이어야 한다. 발행하는 주식은 발행마감일로부터 12개월 내에는 양도하지 못하고 지배주주 내지

사실상의 지배주주 또는 그가 지배하고 있는 기업이 인수한 지분은 36개월 내에 양도하지 못한다. 이는 특정인이 신주인수를 이용하여 시세조종 행위를 하는 것을 방지하기 위한 것이다. 주식발행으로 인하여 상장회사의 지배권에 변화가 초래된 경우에는 중국 증권감독관리위원회의 기타 규정에도 부합해야 한다(상장회사 증권발행관리방법 제38조).[68]

상장회사의 비공개발행의 경우에도 국무원 증권감독관리위원회의 인가를 받은 후에만 신주를 발행할 수 있다.

(3) 발행금지의 사유

상장회사에 다음 중 하나 이상의 사정이 존재하는 경우에는 주식의 비공개발행을 하지 못한다. 즉, ①발행신청서류에 허위기재, 오해를 유발할 수 있는 설명이 있거나 중대한 사항을 누락하였을 경우, ②지배주주 또는 사실상의 지배주주에 의하여 중대한 손실이 발행한 경우에 그 손실 전보가 이루어지지 않아 상장회사에 영향을 준 경우, ③상장회사 및 그 자회사가 규정을 위반하고 대외담보를 제공한 경우, ④현직 이사·고급관리임원이 최근 36개월 내에 중국 증권감독관리위원회의 행정처분을 받은 사실이 있거나 최근 12개월 내에 증권거래소로부터 공개적인 책임추궁을 받은 경우, ⑤상장회사 또는 그 현직 이사 ·고급관리임원이 범죄혐의로 사법기관의 조사를 받고 있거나 법규 위반혐의로 중국 증권감독관리위원회의 조사를 받고 있는 경우, ⑥최근 1년 및 1차 재무보고서에 대하여 공인회계사에게 유보의견, 부정의견 또는 명시 불능의견 등의 감사보고서를 받은 경우, ⑦투자자의 합법적 권익과 사회 공공이익을 해치는 등 기타 중대한 상황이 있는 경우에는 주식의 비공개발행이 금지된다(상장회사 증권발행관리방법 제39조).

68) 마리리, 전게논문(주30), 142면

제3절 2013년-2014년 중국 신주발행규제의 변화

Ⅰ. 배경

중국 신주발행제도는 부단한 개혁 및 새로운 정책의 발표를 통해 일정 수준의 발전을 가져왔지만 중국 자본시장의 운영 및 규제는 자본시장이 성숙하게 발전한 미국, 영국, 일본과 비교하면 아직 차이가 많다. 현행 중국 신주발행제도에 관한 주요 문제점을 아래와 같이 정리할 수 있다.

첫째, 현행 신주발행심사제도로서의 보증추천제는 신규투자자 보호기능을 제대로 발휘하지 못하고 있다. 중국에서 상장회사의 신주발행과 비상장회사의 신주의 공개발행에 대하여 보증추천제를 시행하고 있다. 국무원 증권감독관리위원회가 선임한 보증추천인이 발행인의 신주발행 신청서류에 대해 1차 심사하고, 국무원 증권감독관리위원회가 2차적으로 신청서류에 대해 심사한다. 실제적으로 신주발행을 결정할 권한은 중국 증권감독관리위원회에 귀속된다. 현행 보증추천제도는 심사비준에 긴 시간이 소요되고 높은 발행비용을 발행시키며 과도한 행정재량권이 개입되어 부정부패를 야기할 수 있다. 또한 기업의 융자의 효율성을 방해하여 기업이 경영발전의 기회를 놓치게 될 수도 있다.[69]

둘째, 신주인수에 관한 기관투자자와 중소투자자의 지위가 불평등하다. 중국 현행 법규를 살펴보면 신주인수에 관해 기관투자자는 오프라인 인수 및 온라인 인수에 참여할 수 있지만 중소투자자는 단지 온라인 인수밖에 참여할 수 없다. 실제적으로 오프라인 인수가능성이 온라인 인수에 비해 높은 편이어서 중소투자자에 불공평한 제도로 작용되고 있다[70].

---

69) 郭萬明, “從註冊制與核準制之爭到監審分離：論新股發行市場化改革路徑”, 西安電子科技大學學報, (2013.9), 131면

70) 趙英陽·賈姣姣, “我國現行新股發行制度的問題及改革”, 商場現代化, (2010.10), 181면

셋째, 신주발행 가격문의제도(詢價制度)[71]가 그 작용을 제대로 발휘하지 못하고 있다. 중국 "증권발행 및 인수에 관한 관리방법"에 의하면 주식발행가격은 "가격문의제도" 또는 "협상"[72]을 통하여 결정할 수 있다. 상장기업의 신주발행 과정에서 발행인과 증권회사는 가격문의를 제공하는 가격문의기관과 공모하여 인위적으로 신주발행 가격을 높이거나, 인수의향이 있는 기관투자자들은 담합하여 문의가격을 낮추는 현상이 발생한다. 상장회사의 실제 발전가능성 및 가치를 평가하기 보다는 인위적인 가격조종 요소가 존재한다.

넷째, 신주발행 가격이 과도하게 높다. 가격문의제도가 그 작용을 효과적으로 발휘하지 못하기 때문에 신주발행을 통한 자금조달수단은 단순히 경영자에 의해 자의적으로 이용됨으로써 중국 주식시장은 목적을 묻지 아니하고 단지 돈만 모은다고 하는 "권전(圈錢)"시장으로 언급되고 있는 것이다.[73] 신주발행 심사과정에 엄격한 심사비준제를 실행함으로 자본시장에서 신주가 희유자원(稀缺資源)으로 인정되어 신주를 발행하면 공급이 수요를 만족시키지 못하는 현상이 발생하여 주식발행가격이 과도하게 높다. 2010년 자본시장의 평균 주가수익률(PER, price earnings ratio)은 70배 정도에 달한다.[74]

다섯째, 중국 우선주식발행에 관한 법제도가 정비되지 못하고 있다. 종류주식제도는 국제적으로 보편적으로 사용되는 회사주식제도이다. 중

---

71) 가격문의제도란 증권회사가 주식모집의향서를 공고한 후, 자산운용사·증권회사·신탁회사·보험기관투자자·적격기관투자자 또는 일부 개인투자자에게 투자가치연구보고서(업계에서 인정한 주식가격평가방법으로 발행인의 주식에 대하여 합리적으로 예측한 가격정보가 포함)를 제공하여 신주발행가격에 대해 문의하는 것이다. 관련 기관에서 제공한 초보적인 주식발행가격에 의하여 발행인과 증권회사는 직접 주식발행가격을 정할 수도 있고, 일정한 발행가격 범위를 정한 후 누적투표의 방식으로 주식발행가격을 정할 수 있다.

72) 협상형식으로 주식발행가격을 정할 때, 발행인과 증권회사는 반드시 주식발행방안에 주식발행가격을 정하는 방법을 상세하게 기재해야 하며, 이러한 발행방안을 증권감독관리위원회에 신고한 후 주식모집의향서에 의하여 주식발행사항이 공고된다.

73) 고재종, "중국 회사법상 신주발행 규제에 관한 검토", 외법논집 (한국외국어대학교) 제27집, (2007.8), 429면

74) 趙英陽·賈姣姣, 전게논문(주70), 181면

국 회사법(2013년 개정) 제131조는 “국무원은 회사가 본 법규 이외의 기타 종류의 주식발생에 대해 별도로 규정을 마련할 수 있다”고 규정하고 있다. 중국에서 우선주의 발행을 허용하기는 하지만 그 구체적인 규정을 법률로 정한 것이 아니라, 행정수권에 의한 것이라고 할 수 있다. 종전에 우선주발행에 관한 국무원의 규정이 발표되지 않은 관계로 1990년대의 몇 개의 지방성법규 및 행정법규에 의하여 규율되고 있는데 이는 변화·발전하는 경제현실에 적응하지 못하고 있다.[75]

Ⅱ. 2013년-2014년 신주발행제도 개혁

1. 신주발행제도 개혁

2013년 11월 30일, 중국 국무원 증권감독관리위원회에서 발표한 <진일보 신주발행체제개혁을 추진하는데 관한 의견(關於進壹步推進新股發行體制改革的意見)>(이하 “신주발행 개혁의견”이라고 칭함)은 신주발행심사제를 개혁하고 회사 자금조달의 탄력성·기동성·효율성을 확보하여 자본의 국제화·자유화에 대응하기 위한 지도방침이 될 것이다.

“신주발행 개혁의견”의 핵심은 시장에 의한 자원분배와 규율을 강조하고 정보공시 측면에서 제도적 정비를 통해 중소투자자의 합법적인 권익을 보호하는 것이다.

“신주발행 개혁의견”은 ①신주발행의 시장화 체제개혁을 추진, ②발행인 및 회사의 지배주주 등 책임주체의 성실의무를 강화, ③신주발행가격의 시장화 추진, ④신주인수방식의 개혁, ⑤신주발행에 대한 감독관리 및 법집행 강화를 주된 내용으로 한다. 이러한 5 가지 내용을 통해 종전의 신주발행 과정에서의 행정기관과 시장의 관계를 정리하고 정부기구의

75) 최준선·이선화, “중국 우선주제도에 관한 법적 고찰”, 동아법연구 제3권제1호, (2009), 383면

기능개혁을 추진하며, 주식발행 과정에서 정보의 품질을 높이고 시장조절의 기능을 충분히 발휘하도록 한다. 이와 동시에 시장주체들의 책임을 명확하기 위해 주식발행 관리제도 심사비준제로부터 등록제(공시규제)으로의 전환을 위해 양호한 기초를 마련한다.

2. 중국 우선주제도의 입법화

우선주발행 및 거래행위를 규범화 하고 투자자의 합법적 이익을 보호하며 주식발행을 통한 원활한 자금조달을 실현하기 위해, 2013년 11월 30일 중국 국무원에서는 <우선주시험을 진행하는데 관한 지도의견(關於開展優先股試點的指導意見)>을 발표하여 우선주시험제도의 입법예고를 하였다. 그리고 2014년 3월 21일 중국 증권감독관리위원회에서는 <우선주시험관리방법(優先股試點管理辦法)>(이하 "우선주관리방법"이라고 칭함)을 발표하여 우선주발행 행위를 규제한다.

"우선주관리방법"은 구체적으로 총칙, 우선주 주주권리의 행사, 상장회사 우선주발행, 비상장공중회사 비공개방식으로 우선주 발행, 거래양도 및 등기결산, 정보공시, 상환과 M&A 구조조정, 감독관리 조치와 법률책임, 부칙 총 9장으로 구성된다. 이로써 중국에서 우선주 주주의 권리, 우선주발행조건, 발행절차 등을 규정하여 우선주에 관한 전문적인 제도가 없는 상황을 보전하였다.

"우선주관리방법"은 중국 우선주제도의 도입의 필요성에 기초하여 시험적으로 적용하는 규정인바, 향후 일정한 시험기간을 거친 후에 전면적인 법제도의 정비를 통해 광범위하게 적용하는 법제도로 자리 잡을 것이다.

제4장 기존주주의 보호: 신주인수권 인정여부

제1절 신주인주권 일반론

Ⅰ. 신주인수권의 의의

신주인수권(preemptive right)이란 회사가 신주를 발행할 경우 그 전부 또는 일부를 타인에 우선하여 인수할 수 있는 권리를 말한다. 신주인수권은 인수에 우선하는 권리일 뿐 발행가액이나 기타 인수조건에서 우대받을 수 있는 권리는 아니고, 주주는 유한책임을 부담하므로 신주인수권은 주주의 권리일 뿐 의무는 아니다. 따라서 주주가 반드시 신주인수권을 행사하여야 하는 것은 아니다.[76] 회사는 신주의 인수를 강요할 수 없지만 회사와 신주 인수권자 사이에 신주 인수의무를 부담하는 특약이 있다면 이 특약은 유효하다고 해석된다.[77]

주주의 신주인수권의 특징을 종합하여 보면 아래와 같다.[78] ①신주인수권은 법률의 규정에 따라 기존주주에 부여하는 권리이다. ②신주인수권의 본질은 기존주주의 일종의 "선택권(選擇權)"이다. ③신주인수권은 일종의 "기대권(期待權)"이다. 즉, 주식회사에서 실제 신주를 발행해야만 기존주주들은 신주인수권을 행사할 수 있다. 주식회사에서 장기간 동안 신주를 발행하지 않으면 기존주주들의 신주인수권은 의미가 없다. ④"주주평등"원칙에 따라 기존주주에게 신주인수권을 부여해야 한다.

---

76) 이철송, 전게서(주31), 853면
77) 박기종, "주주의 신주인수권에 관한 연구", 조선대학교 박사학위논문, (2003), 65면
78) 施天濤, 전게서(주6), 196면

Ⅱ.신주인수권을 인정할 실익

1. 기존주주 이익보호의 입장

주식회사의 주주가 누리는 이익은 두 가지로 나누어 볼 수 있다. ① 주주는 기업의 공동소유자로서 소지한 주식의 수에 비례하여 이익배당을 받으며 회사해산 시 잔여재산을 분배받을 수 있는 재산적 이익을 가진다. ②주주는 자본다수결원칙에 따라 회사의 의사결정에 참여할 수 있는 권한(의결권)을 갖는바 이 권한 역시 주주가 소지한 주식의 수에 비례한다. 주주가 회사지배에 참여할 수 있는 지위는 궁극적으로 앞서 말한 재산의 이익을 보호하기 위한 수단에 불과한 것으로 보는 견해도 없지 않으나 일응 재산적 이익과 구별하여 지배적 이익이라고 부르기도 한다.[79]

(1) 주식보유비율 저하에 따른 회사지배권 약화의 방지

주주의 신주인수권은 사원권 및 지배권의 유출물이다. 회사결의는 자본다수결로 이루어지기 때문에, 주주는 자기가 보유하는 주식 수에 해당하는 의결권을 보유하고 있다. 신주를 제3자에게 배정하는 경우 주주의 주식보유비율은 저하되고 이에 따른 의결권도 적어지게 되어 주주의 회사지배권을 약화시킬 수 있다.[80] 신주발행 시에 기존주주에게 신주를 인수할 권리를 부여하는 것은 사전적으로 기존주주의 의결권이 희석되는 것을 방지할 수 있다.

---

79) 김건식, 전게논문(주15), 201면
80) 남옥매, 전게논문(주43), 140면

(2) 주식보유비율 저하에 따른 주식가치의 희석화 방지

실권을 방지하기 위하여 정책적으로 낮은 가격으로 신주를 발행하면 신주·구주가 혼합되어 형성되는 주가나 주당 순자산 가치는 종전의 가치보다 낮아지게 된다. 만약 이러한 신주를 기존주주 이외의 제3자가 인수한다면 기존주주가 보유하던 가치의 일부가 제3자 쪽으로 빠져나가게 되므로 회사의 기존주주의 주식보유비율을 유지하게 함으로써 주식가치의 희석을 방지할 수 있다. 신주발행 시, 기존주주의 신주인수권을 인정하면 주주는 이를 행사하여 저가로 신주를 인수할 수 있고 신주인수권의 양도를 허용하면 신주를 인수할 자력이 없는 주주는 신주인수권 자체를 양도하여 그 매매대금을 취득하여 자신들의 경제적 가치를 보전할 수 있다.[81]

(3) 중개수수료 절감

회사가 자금조달방식으로 신주를 발행하는 경우에는 관련 중개기관(공인회계사 사무소, 변호사사무소 등)의 참여가 필요하다. 주주배정으로 신주를 발행하는 것은 중개하는 금융기관에 지급해야 할 수수료를 절감할 수 있어 비용을 절감하는 효과가 있다.[82]

2. 신주발행을 통한 자금조달의 효율성을 보장하는 입장

신주인수권을 기존주주에 부여한다면 주주의 지배적 이익을 보호할 수 있다. 그러나 신주발행의 직접적인 목적은 주주이익을 보호하는 것이

---

81) 김이수, “현행상법에 비추어 본 주주의 신주인수권 제도의 당위성에 관한 고찰”, 상사판례연구(상사판례법학회) 제23권제4호, (2010), 8면
82) 김이수, 전게논문(81), 9면

아니라 자금을 조달하는 것이다. 기존주주를 보호한다고 해서 출자자를 기존의 주주에 한정하여서는 자금조달의 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 자금조달에 편의성과 기동성을 강조한다면 주주의 신주인수권에 제한을 가할 필요가 있다.[83] 그리고 주식회사의 자본조달의 효율성 확보의 입장에서 볼 때 주주의 신주인수권 인정으로 인해 지나친 시간과 비용을 소모하기도 하고[84] 기존주주의 신주인수권 인정은 폐쇄회사에서 주주의 지배적 이익보호에 긍정적인 작용을 하였지만 공개회사의 입장에서 볼 때 오히려 자본시장으로부터 신속한 자금조달을 방해하는 요인으로 작용할 수 있다. 대부분 공개회사는 기존주주로부터 대량의 자금을 조달할 수 있다고 판단하지 않는다.[85]

3. 소결

각국의 법제도는 장기간 동안 그 나라의 발전역사를 기초로 발전하였고 또한 각국의 경제발전은 불균형하다. 신주인수권 인정여부, 신주인수권 배제가능 여부 및 그 방식, 신주인수권 위반의 효과 등은 그 국가의 회사제도와 자본시장의 발전상황 및 주주의 지배적 이익보호와 자금조달의 효율성의 형평을 종합적으로 고려하여 결정할 필요가 있다.

---

83) 김건식, 전게논문(주15), 201면
84) 傅穹, 孫秋楓, 新股認購規則, 南京大學法學評論, (2004), 67면
85) See Lawrece E. Mitchell, Lew.s D. Solomon, Corporate Finance and Governance, Cases, Materials, and Problems for Advanced Corporations, Carolina Academic Press, 1992. P133

Ⅲ. 신주인수권의 유형

1. 주주의 신주인수권과 제3자의 신주인수권

(1) 주주의 신주인수권

주주의 신주인수권이란 회사가 신주를 발행하는 경우에 주주가 각자 소유한 주식 수에 비례하여 신주를 인수할 수 있는 권리를 말한다. 주주들은 회사의 새로운 자금수요를 충족시키지 못해 자력있는 출자자를 확보해야 할 경우도 있고 시장확보나 기타 경영전략상 다른 기업과 투자제휴를 하거나 주주기반을 다양화할 필요도 생길 수 있다.[86] 따라서 주주의 인수권을 정관으로 제한할 수 있는 길을 열어놓았다.

(2) 제3자의 신주인수권

제3자의 신주인수권이란 주주 이외의 제3자가 신주를 우선하여 배정받을 권리를 말하는데, 이때 "제3자"에는 주주라 하더라도 주주자격에 의하지 않고 이러한 신주인수권을 갖는 경우를 포함한다. 법률에 기한 주주의 신주인수권과 달리 제3자의 신주인수권은 계약에 기인한 것이기 때문에 그 내용은 계약자유의 원칙에 따라 다양하게 꾸밀 수 있다.[87]

2. 추상적인 신주인수권과 구체적인 신주인수권

처음으로 추상적 신주인수권과 구체적 신주인수권의 개념을 분리한 자는 독일 법학자 Karo(카로)이다. 카로에 의하면 추상적 신주인수권은

86) 이철송, 전게서(주31), 856면
87) 김건식, 전게서(주12), 88면

절대적·무조건적 권리이고, 자본증가결의에 의하여 조건부 권리로서 종전 존재하지 않았던 구체적 신주인수권이 발행하고 이 구체적 신주인수권은 그 행사까지는 유보된 청구권으로 된다.[88]

(1) 추상적인 신주인수권

추상적인 신주인수권은 원칙적으로 지분비례에 따라 주주에게 귀속한다. 주주의 추상적인 신주인수권은 주주의 자격에 기하여 법률상 당연히 인정되는 것이지 정관이나 이사회결의로 비로소 발행하는 것이 아니며 주주권의 일부를 이루고 있으므로 주식과 분리하여 양도할 수 없다.[89] 추상적인 신주인수권은 주주 권리의 일부로서 주식과 분리하여 양도·포기하거나 담보에 제공할 수 없고 시효에 걸리지도 아니한다.[90]

주주가 종전의 비례적 지분을 유지함으로써 지배권 희석화를 방지하기 위하여 추상적인 신주인수권을 인정하였지만 이는 회사가 충분한 자력있는 제3자로부터 자금을 조달할 수 있는 가능성을 제한할 뿐만 아니라 다른 주주에게 불필요하게 신주를 발행해야 하는 상황이 발생한다. 또한 추상적 신주인수권은 신주를 인수할 자력이 없거나 인수하고 싶지 않은 주주는 보호할 수 없다.[91]

추상적인 신주인수권은 권리일 뿐 의무는 아니다. 따라서 주주가 반드시 신주인수권을 행사하여야 하는 것은 아니다. 회사가 주주배정으로 신주를 발행하는 경우 주주가 신주인수권을 포기하면 인수나 납입이 되지 않은 주식(실권주)이 발생하는데 이러한 실권주는 발행되지 않은 것으로 하여 그대로 방치하여 두거나 주주총회 또는 이사회의 결의로 임의의 제3자에게 배정할 수 있다. 또한 주주의 추상적인 신주인주권을 법령,

88) 남옥매, 전게논문(주43), 144면
89) 송옥렬, 전게서(주16), 1086면
90) 이철송, 전게서(주31), 854면
91) 송옥렬, 전게서(주16), 1086면

회사정관의 규정에 의해 배제할 수 있다.

(2) 구체적인 신주인수권

구체적인 신주인수권은 회사가 실제 신주를 발행할 때 그 신주를 청약하고 배정받을 수 있는 권리이다. 구체적인 신주인수권은 추상적인 신주인수권에 근거를 두고 생겨나지만 회사에 대한 채권적 권리로서 주식으로부터 독립하여 양도될 수 있다. 따라서 이미 발행한 구체적인 신주인수권은 주주권이 이전되더라도 이에 수반하여 이전되는 것은 아니고, 회사는 이사회나 주주총회의 결의 또는 정관의 규정으로서도 구체적인 신주인수권을 제한하거나 변경할 수 없다.[92]

주주는 신주인수권을 양도함으로써 주식을 인수해야 한다는 부담에서 벗어날 수 있다. 주주배정이 시가에 미치지 못하는 저가로 이루어지는 경우에는 신주인수권의 양도대가를 취득함으로써 부의 희석화로 인한 손해를 보상받을 수 있기 때문이다.[93]

3. 신주인수권 관련 입법모델

세계 각국에서 기존주주의 신주인수권에 대한 인식이 다르기 때문에 신주인수권이 임의규정인지 여부에 따라 opt-in과 opt-out 두 가지 입법모델로 구분한다. opt-in으로 규율하는 국가로 미국과 일본을 opt-out으로 규율하고 있는 국가로 영국, 독일 등 유럽권 국가를 생각해 볼 수 있다.[94]

중국은 주주의 신주인수권 인정여부에 대해 회사유형별의 입법방식을

92) 이철송, 전게서(주31), 854면
93) 송옥렬, 전게서(주16), 1093면
94) 김지안, 전게논문(주13), 48면

채택하고 있고 주식회사의 경우 opt-out 입법모델을 적용한다. 한국은 주식회사의 경우 opt-in의 입법모델을 적용한다.

4. 소결

일반적으로 신주인수권은 주주의 신주인수권과 제3자의 신주인수권, 추상적인 신주인수권과 구체적인 신주인수권으로 구분한다. 그러나 본장은 기존주주의 비례적 이익보장 및 지배권 희석의 방지라는 입장에서 신주인수권을 다루게 되므로 “제3자의 신주인수권” 및 “구체적인 신주인수권”은 제외된다. 따라서 본장에서의 신주인수권은 기존주주의 신주인수권을 말한다.

제2절 신주인수권에 관한 중국의 현행입법

Ⅰ. 회사유형별 신주인수권에 관한 규정

중국법상으로는 신주인수권에 대한 규정이 체계적으로 마련되지 못하고 있다. 중국 회사법(2013년 개정) 제34조, 제133조 및 <상장회사증권발행관리방법>제41조에서 기존주주의 신주인수내용에 대해 언급하였다. 즉 중국은 회사유형별로 입법하는 형식을 채택하고 있다.

1. 유한회사

중국 회사법(2013년 개정) 제34조는 “사원은 실제 출자비례에 의하여 배당을 받는다. 자본증가 시에 사원은 실제 출자비례에 의하여 지분을 인수할 권한이 있다. 다만, 전체 사원의 동의로 출자비례에 의하여 배당받지 않거나 출자비례에 의하여 지분을 인수하지 않을 것이라고 약정하는 경우에는 제외된다.”고 규정하고 있다. 이처럼 원칙적으로 유한회사의 사원은 실제 출자비례에 따른 출자인수권(주식회사의 ″신주인수권″과 구분)을 갖는다. 그 원인을 분석하면 아래와 같다. 첫째, 유한회사의 출자비례는 사원이 갖는 표결권 등 공익권(公益權)과 연관이 있고 회사자본금을 증가할 때, 기존사원 이외의 인원에게 지분을 인수하도록 하면 기존사원의 비례적 이익을 해하게 된다. 둘째, 유한회사의 인적성(人合性)으로 회사의 정상적인 운영·발전과정에 사원 간의 신뢰 및 합작은 매우 중요하기 때문에 새로운 사원을 영입할 때 비교적 엄격한 요구를 제시하고 있다. 예컨대 중국 회사법은 유한회사의 사원인수를 50명으로 제한하고 사원이 소유한 지분을 양도할 때 기존사원의 우선매수권(優先購買權)을 인정하였다(중국 2013년 개정 회사법 제24조, 제71조).

중국 회사법은 유한회사의 사원에 대한 추상적인 출자인수권을 인정함[95]과 동시에 전체 사원의 일치한 동의하에 출자인수권을 배제할 수 있으므로 사실상 회사정관의 자치에 맡겨둔 것으로 이해할 수도 있다. 그러나 유한회사 "전체사원의 동의"라는 엄격한 의결요건을 두어 반대로 이해하면 전체 사원들의 사전 동의가 없는 상황에서 사원의 출자인수권은 인정된다.

2. 주식회사

중국 회사법(2013년 개정) 제133조 제4항은 "신주발행 시, 주주총회의 특별결의에 의하여 기존주주에게 신주를 배정할지 여부 및 배정할 주식의 수를 결정한다."고 규정하고 있다. 상술 조문에서 보다시피 주식회사 신주발행에 있어서 기존주주의 신주인수권 향유 여부에 대해 명확한 규정이 없고 단지 신주를 발행할 때, 주주총회에서 기존주주의 신주인수권 문제를 고려할 것을 요구하는 것에 불과하고 주주총회에서 반드시 기존주주에게 신주인수권을 부여해야 하는 것은 아니다. 중국 주식회사는 이러한 임의적인 입법방식을 채택하고 있어 주주의 이익을 효과적으로 보호하지 못할 뿐만 아니라 주주의 비례적 의결권을 유지할 수 없게 되어 주주평등의 원칙에 반하게 된다.[96]

상술 규정에서 볼 때 기존주주의 신주인수권 향유 여부는 주주총회의 결의에 따라야 한다. 그러나 기존주주의 신주인수권의 범위, 유효기간, 권리구제 등 문제에 관한 구체적인 법률규정은 찾아볼 수 없다.[97]

---

95) 謝鷺鷺, "股東新股認購權研究", 中國政法大學 經濟法碩士畢業論文, (2008), 26면
96) 劉麗萍·董慧凝, "論股東優先認購權的行使及救濟", 北方工業大學學報 第24卷第4期, (2012.12). 30면
97) 於麗麗, "論我國新股發行制度之完善", 東北財經大學 碩士學位論文, (2012), 13면

3. 상장회사

일반적으로 상장회사의 증자방식으로 신주를 발행하는데 두 가지 방식이 있다.[98] 첫째, 무상증자방식, 즉 주주가 무상으로 신주를 취득하는 방식이다. 무상증자방식은 회사외부의 재원을 신주발행의 대가로 보지 않고 단지 회사자본구조의 변화 또는 내부 자금보유금액을 충실히 하는 형태로 표현되기 때문에 무상증자의 방식으로 신주를 발행하는 경우에는 반드시 기존주주의 출자비율에 따라 기존주주에 분배한다. 둘째, 유상증자, 즉 출자를 통해 신주를 취득하는 방식이다. 상장회사가 유상증자 신주발행의 방식으로 주주배정[99], 일반공모증자[100], 제3자에게 신주배정 등을 허용하고 있다.

상장회사의 신주발행에 관하여 "상장회사 증권발행관리방법(上市公司證券發行管理辦法)"이 적용되는데, "관리방법" 제41조는 "주주총회에서 주식발행에 관해 결의해야 하는데 주식발행결의사항에는 반드시 회사 기존주주에 대한 신주배정 내용도 포함해야 한다."고 규정하고 있다. 상장회사가 주주배정의 방식으로 신주를 발행할 때, 기존주주의 구체적인 신주인수권을 인정하는 것은 문제의 소지가 없으나, 일반공모증자의 방식으로 신주를 발행할 때, 상술 규정을 어떻게 이해해야 할 것인가 문제된다. 생각건대, 주주총회 결의에서 기존주주에게 신주를 배정하지 않는다

---

98) 謝鷺鷺, 전게논문(주95), 27면

99) 상장회사증권발행관리방법 제12조: 주주배정으로 신주발행 시, 아래 해당하는 요건을 충족시켜야 한다.
①배정예정인 주식 수는 배정하기 전의 자본금의 30%를 초과할 수 없을 것;
②지배주주는 반드시 주주총회 개최 전 공개적으로 인수할 주식의 수를 공개할 것;
③증권법에서 정한 간접발행방식을 취하여야 할 것.

100) 상장회사증권발행관리방법 제13조: 일반공모증자로 신주발행 시, 아래 해당하는 요건을 충족해야 한다.
①최근 3개 회계연도 평균 순자산 수익율이 6%이상 이어야 할 것;
②금융기업 외, 최근 금액이 큰 금융자산의 거래가 존재하지 않아야 할 것;
③발행가액은 공모청약서 공고 전 20개 거래일 주식평균가액 또는 전 거래일 평균가액보다 높아야 할 것.

고 결의해야만 일반공모증자의 방식으로 신주를 발행할 수 있고, 주주총회에서 주주에게 신주를 배정할지 여부를 결의하지 않는 경우 사후적으로 기존주주는 주주총회결의 무효의 소를 제기할 수 있다.[101]

이처럼 상장회사는 주주배정 방식으로 신주를 발행하는 경우를 제외하고는 주주의 신주인수권을 인정하지 않는다. 상장회사의 일반공모증자 시에는 신주발행 절차에서 주주총회결의를 통하여 기존주주에게 신주를 배정하지 않을 것을 명확히 하도록 요구하고 있고, 명확히 하지 않은 경우 기존주주는 주주총회결의 하자의 소를 제기할 수 있다.

Ⅱ. 신주인수권 침해행위에 관한 구제수단

1. 유한회사에 있어서의 구제수단

중국 회사법은 유한회사 사원의 출자인수권을 명확하게 규정하고 있는바 전체 사원의 동의 없이 사원의 출자인수권을 배제하여 제3자에게 배정하는 경우에는 회사의 주주들은 주주총회의 결의가 법률, 행정법규의 규정[102]에 위반됨을 이유로 법원에 주주총회결의 무효의 소를 제기할 수 있다. 그리고 기존사원의 합법적 이익이 침해당한 경우 손해배상의 소를 제기할 수 있다.

---

101) 남옥매, 전게논문(주43), 150면

102) 중국 회사법(2013년 개정) 제22조: 회사 주주회의 또는 주주총회, 이사회의 결의 내용이 법률, 행정법규를 위반하였을 경우에는 무효하다. 주주회의 또는 주주총회, 이사회의 소집절차, 표결방식이 법률, 행정법규 또는 회사정관을 위반하였을 경우, 또는 결의내용이 회사정관을 위반하였을 경우 주주는 의결한 날로부터 60일 내에 인민법원에 취소하도록 요구할 수 있다. 주주가 전항의 규정에 따라 소송을 제기하였을 경우 인민법원은 회사의 요구에 따라 주주에게 담보를 제공하도록 요구할 수 있다. 회사가 주주회의 또는 주주총회, 이사회의 결의에 따라 등록변경을 완료하였을 경우 인민법원은 당해 결의의 무효 또는 취소를 선고하며, 회사는 회사 등록기관에 등록변경의 취소를 신청해야 한다.

2. 주식회사에 있어서의 구제수단

중국 회사법에서 주식회사는 신주발행 시, 주주총회의 특별결의에 의하여 기존주주에게 신주를 배정할지 여부 및 배정할 주식의 수를 결정하도록 규정하였다. 이러한 입법방식은 신주인수권에 대한 임의규정으로 이해한다. 즉, 신주인수권을 법적으로 인정하지 않고 단지 주주총회의 특별결의로 신주인수권 부여 여부에 대한 내용언급을 요구할 뿐이다. 따라서 주주총회의 신주발행 결의에서 기존주주의 신주인수권을 제한하거나 배제하는 경우에는 회사정관에서 기존주주의 신주인수권을 인정하는지 여부에 따라 아래와 같은 두 가지 구제수단을 생각해 볼 수 있다. 첫째, 회사정관에 기존주주가 신주인수권을 가진다고 명시하였을 경우, 권리침해를 당한 주주가 주주총회결의 내용이 회사정관을 위반하였음을 이유로 법원에 주주총회결의 취소의 소를 제기할 수 있고 주주총회에 새로운 결의로 기존주주의 신주인수권확인을 요구할 수 있다. 둘째, 회사정관에 기존주주가 신주인수권을 갖는지 여부에 관한 규정이 없고 또한 주주총회 신주발행 결의 내용에 "주주에게 배정할 주식의 종류와 수"에 대해 언급하지 않은 경우, 당해 주주총회 결의 내용은 법률의 규정을 위반하였음을 이유로 법원에 주주총회결의 무효의 소를 제기할 수 있다.[103]

3. 상장회사에 있어서의 구제수단

"상장회사 증권발행관리방법(上市公司證券發行管理辦法)"은 주주총회에서 주식발행에 관해 결의할 때에 결의사항에는 회사 기존주주에 대한 신주배정 내용도 포함하도록 요구하였다. 상장회사는 원칙적으로 주주배정 방식으로 신주를 발행하는 경우를 제외하고는 주주의 신주인수권

103) 謝鷺鷺, 전게논문(주95), 28면

을 인정하지 않는다. 상장회사의 일반공모증자 시, 기존주주에게 신주를 배정하지 않을 것을 주주총회결의를 통하여 명확히 해야 하므로, 명확히 하지 않은 경우 주식회사에서의 구제수단과 비슷한 원인으로 법원에 주주총회결의 취소/무효의 소를 제기할 수 있다.

4. 손해배상책임

앞서 살펴본 바와 같이 주주총회결의 무효의 소 및 취소의 소는 법률의 규정이나 회사의 정관에서 주주의 신주인수권을 정하였지만 신주발행 시 주주총회결의에서 해당 규정을 무시하고 결의하는 경우에 적용한다. 그러나 중국 현행 회사법은 주식회사 주주의 신주인수권을 인정하지 않으므로 주식회사의 신주발행에 관한 주주총회결의에서 명확하게 기존주주에게 신주를 배정하지 않겠다고 결의하는 것은 위법이 아니다.[104]

신주를 발행할 때 주주총회에서 명확히 기존주주에게 신주를 배정하지 않겠다고 결의한 경우, 주주는 자신의 비례적 이익 및 경제적 이익을 어떻게 보장할 것 인가? 이러한 현상이 나타나게 된 원인은 회사내부의 대주주가 주주총회를 지배하여 기존주주에게 신주를 인수할 기회를 부여하지 않고 제3자에게 신주를 배정한 것 이다. 주주가 그의 합법적인 권익이 침해당했다고 여기면 “주주권 남용 또는 기타 주주의 이익을 해한 경우, 해당 주주에게 손해배상책임을 추궁할 수 있다”는 규정에 의하여 권리를 침해한 대주주를 상대로 손해배상책임의 소를 제기할 수 있다.[105]

---

104) 謝鷺鷺, 전게논문(주95), 28면

105) 중국 회사법(2013년 개정) 제20조: 주주는 법률, 행정법규 및 회사의 정관을 준수하고 법에 따라 주주의 권리를 행사하며 주주의 권리를 남용하여 회사 또는 기타 주주의 권익을 침해하여서는 아니 된다. 또한 회사의 독립적 지위와 주주의 유한책임을 남용하여 회사 채권자의 이익을 손상해서는 아니 된다. 회사의 주주가 주주의 권리를 남용하여 회사 또는 기타 주주의 이익을 해한 경우에는 법에 따라 손해배상책임을 져야 한다. 회사의 주주가 회사의 독립적 지위와 주주의 유한책임을 남용하여 채무를 도피하

Ⅲ. 중국 신주인수권 관련 문제점

1. 신주인수권 입법 부적합

중국법은 유한회사 사원의 출자인수권을 인정하고 있지만 주식회사(상장회사 포함)에 대해서는 임의적인 입법방식을 채택하고 있다. 즉, 주식회사는 주주총회에서 기존주주의 신주인수권 문제를 고려할 것을 요구하는 것에 불과하고 주주총회에서 반드시 기존주주에게 신주인수권을 부여하여야 하는 것은 아니다. 비록 주식회사에서는 정관 또는 주주총회 결의의 형식으로 기존주주의 신주인수권을 인정할 수 있지만 중국의 실무에 있어서 회사정관의 구속력은 기타 국가에 비해 크지 않다.[106] 예컨대 중국 일부 지방의 공상관리국에서는 사무처리의 편의를 위해 회사등록을 진행할 때, 동일한 회사정관의 초안을 사용하도록 강요하기도 한다.

중국의 자본시장은 성숙한 단계라고 볼 수 없고 회사의 지배구조는 아직 부족한 면이 적지 않다. 이러한 입법은 결국 기존주주의 비례적 이익을 침해하고 주주평등의 원칙을 해하게 한다.

2. 권리구제제도 부재

중국법은 기존주주의 신주인수권에 관한 구제조치가 완벽하지 않으며 일원화된 구제제도가 정비되지 않아 단지 각급 고등법원의 사법해석에 의거하여 개별적인 구제방식으로 분쟁을 해결하고 있다.[107] 따라서 기타 국가의 법제도를 검토하여 중국에서 주주의 신주인수권 침해사건을 해결할 타당한 방법을 모색할 필요가 있다.

고 회사 채권자의 이익에 엄중한 손해를 가져다 준 경우에는 회사의 채무에 대한 연대책임을 져야 한다.

106) 於麗麗, 전게논문(주97), 16면

107) 劉麗萍·董慧凝, 전게논문(주96), 32면

제3절 중국 비유통주(국유주) 개혁

Ⅰ. 배경

1990년과 1991년에 중국정부는 선후하여 상해증권거래소와 심천증권거래소를 설립하였다. 1992년 제14차 전국인민대표대회에서는 경제개혁의 방향을 사회주의 시장경제체제로 설정하고 국유기업과 비국유기업이 시장에서 자유롭게 경쟁하도록 하였다. 또한 국유기업을 주식회사제(國有企業股份制) 기업으로 개편하여 증권시장에 상장하는 식으로 자금을 조달하고 그의 경쟁력을 제고시키려고 하였다. 국유기업의 주식회사제 개혁과정에서 국유자산의 유실 및 민영화에 관한 논의는 거치지 않았다. 일부 학자나 정치인들은 튼튼한 국민경제 명맥으로 불리는 국유기업을 상장시켜 주식회사제의 방식으로 그의 주식을 개인에게 인수하도록 하는 것은 국유자산의 유실을 초래할 것이며 이는 "사유화(私有化)"와 구별이 없다고 주장하였다.[108] 이러한 문제를 방지하기 위하여 국가는 국유기업에 대한 통제를 계속하고 자본시장의 안정을 기하고자 하였고, 이를 위하여 대부분 국유기업들이 주식회사제 과정에 형성된 상장기업이 소지한 주식을 비유통주와 유통주로 구분하였다. 전체 주식비중 약 3분의 2를 차지하는 비유통주(국유주: 국가주식[109], 국유법인주식[110] 등)는 증권거래소에서 유통하지 못하게 하므로 증권거래소에서의 거래가 제한된다. 전체 주식비중의 약 3분의 1을 차지하는 유통주는 증권거래소에서 자유롭게 유통이 가능하다. 비유통주(국유주)의 양도가 완전히 금지되는 것이

108) 杜軍, "上市公司股權分置改革中利益平衡的法律探討", 司法論壇, (2010.11), 77면

109) 국가주식이란 국유자산이 유한회사에 투자되어 형성된 지분을 말한다. 그리고 주식회사제 개혁으로 국유자산이 주식회사의 주식으로 환가된 부분도 포함된다. 국가주식의 소유자는 국가이고 국유자산관리부서 및 그가 수권한 부서에서 국가를 대표하여 주주권을 행사하도록 한다.

110) 국유법인주식이란 법인자격이 있는 국유기업이나 사업단위가 보유한 법인자산을 주식회사에 출자하거나 법적절차에 의하여 취득한 주식을 말한다.

아니라 정부의 심사·비준을 받고 장외에서 매수인과 합의를 거쳐 양도가 가능하지만, 이러한 양도가격은 유통시장에서 거래되는 주식가격보다 훨씬 낮고 일반적인 주당순자산 가치보다 약간 높게 형성되어 있는 상황 등을 감안하면 이를 유통이라고 보기는 무리가 있다.[111]

Ⅱ. 중국 비유통주가 유발한 문제점

중국의 자본시장은 기타 나라의 성숙된 자본시장과 달리 시장경제 발전한 자연적의 결과물이 아니다. 중국정부가 자본시장의 형성·발전과정에 주도적인 작용을 하고 있었기 때문이다. 1990년대 이전 중국은 장기간 계획경제체제를 실행하여 왔으며 현대적인 상업문화가 형성되지 않아 중국정부는 자본시장 형성초기에 통일된 자본시장 체계를 건립, 자본시장규모의 신속한 확대, 통일된 자본시장규제의 건립, 전문적인 증권시장의 중개기구의 형성에 적극적인 작용을 한 것은 사실이다.[112] 그러나 기업이 글로벌화 되는 추세에 비추어 볼 때, 절대적 지배주주라는 국유주의 독점적 기능이나 자본시장에서의 비효율성 등은 큰 문제로 남게 되었다.[113]

비유통주(국유주)를 소지하고 있는 중국정부는 증권시장에서 행정관리의 권리를 이행함과 동시에 국유주의 소유자로서의 이중역할을 행사하고 있다. 중국 정부는 시장의 발전규율과 운영효율을 무시하고 과도하게 행정적인 간섭을 하여 주식시장의 발전에 부정적인 영향을 가져다 줄 뿐만 아니라 일반 투자자들의 이익을 해하게 되었다. 결과적으로 상장회사에 대한 견제와 감독기능을 잃게 하여 상장회사 역시 투자자에 대한 책임동기를 약화시키고 있다.

---

111) 趙大遠, “중국상장기업의 국유주 감소에 관한 연구”, 中國學論叢, (2003), 262면
112) 甘培忠, “國有股減持中的政府與市場：國有股減持困境的經濟法分析”, 法學家第4期, (2012), 90면
113) 이정표, “중국 비유통주 개혁에 관한 법적 고찰”, 중국법연구제6집, (2006), 278면

비유통주(국유주)의 존재는 국유기업이 민간과 외국의 자본을 조달하는데 걸림돌로 작용할 뿐만 아니라 주식시장을 활성화 시키는데도 제약요인이 되었다. 또한 비유통주가 대부분 국유주인 상황에서 국유주의 감소 개혁[114]은 여전히 한계에 직면할 수밖에 없었다.[115]

Ⅲ. 중국 주식유통화 개혁

2005년 중국 증권감독관리위원회에서는 "상장회사 주식분치개혁관리방법(上市公司股權分置改革管理方法)"을 제정하였으며 이는 주주권분치개혁(즉 비유통주의 유통화 개혁)에 관한 가이드라인이 되었다. 당해 개혁과정은 4 단계에 걸쳐 진행되었다. ①비유통주의 유통주 전환단계이다. 회사의 이사회의 동의를 거쳐야 하며 또한 비유통주와 유통주를 어느 정도의 비율로 전환할 것인지에 대한 합의가 필요하다. ②보호예수기간 설정단계이다. 보호예수기간이 설정된 유통주는 법적으로 유통주에 속하지만 사실상 매각할 수 없어 비유통주나 다름없다. 중국 금융당국은 비유통주 개혁으로 인한 공급물량 과다를 우려하여 보호예수기간[116]을 설정

114) 2001년 6월 "국유주를 감소하여 사회보장자금을 모집할 데 관한 관리임시방법(減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法)"을 발표하여 국유주(국가주와 국유법인주)를 감소한다는 것은 사회공중 및 증권투자기금 등 공공투자자에게 상장회사(상장예정회사) 국유주를 양도하는 행위를 말한다고 하였다. 국유주 개혁의 근본적인 목적은 국민경제의 근간이 되는 중요한 부문과 산업영업에서 국유경제가 지배적 지위를 차지해야 하지만 기타 영역에서 재산재조합 구조조정을 거쳐 국유자산의 사용효율을 제고하여 회사의 기업지배구조개선과 주식시장의 안정한 발전을 추진하며 국유자산의 가치증가와 국유자산의 이용효율을 제고하여 국가의 국유자산관리체계를 개선·정비하기 위함이다. 이번 국유주 감소개혁에 대해 원칙적으로 시장가격방법을 채택한다고 규정하였지만 구체적인 가격확정에 언급이 없었다. 따라서 국유주 "감소방법"을 실시한 근 4개월간에 A주의 유통시가가 인민폐 3000억 위안 줄어들고 주가가 32% 하락하는 반면 국유주 감소를 통해 마련한 사회보장자금은 인민폐 10억 위안 밖에 안 되어 결국 2002년6월 중국 국무원은 잠시 국내증권시장에서의 국유주 감소를 중단하기로 하고 좀 더 적합한 방법을 모색하기로 하였다.

115) 구기보, "중국상장기업의 비유통주 개혁에 따른 주식시장의 반응", 현대중국연구 제13집1호, (2011), 207면

116) "상장회사주식분치개혁관리방법(上市公司股權分置改革管理方法)" 제27조
개혁실시 후, 상장회사에서 소유하고 있는 비유통주주식을 매각할 때 아래와 같은

함으로써 주가하락을 방지하려고 하였다. ③보호예수기간 해제단계이다. 보호예수의 해제는 중국의 경제정책과 마찬가지로 점진적이고 단계적으로 진행할 것이다. ④보호예수에서 해제된 유통주가 실제로 거래되는 단계이다.[117]

<표5> 중국 경내·외 상장회사의 수와 유통주 비중의 변화

연도	경내상장회사의 수 (A주, B주)	경내상장외 자주식(B주)을 보유한 회사의 수	경외상장회사의 수(H주)	주식발행수량 (억 주)	유통주수량(억 주)	유통주 비중
1992	53	18	-	68.87	21.18	30.8%
1993	183	41	6	387.73	107.88	27.8%
1994	291	58	15	684.54	226.04	33.0%
1995	323	70	18	848.42	301.46	35.5%
1996	530	85	25	1,219.54	429.85	35.2%
1997	745	101	42	1,942.67	671.44	34.6%
1998	851	106	43	2,526.79	861.94	34.1%
1999	949	108	46	3,088.95	1,079.65	35.0%
2000	1088	114	52	3,791.71	1,354.26	35.7%
2001	1160	112	60	5,218.01	1,813.17	34.7%
2002	1224	111	75	5,875.45	2,036.90	34.7%
2003	1287	111	93	6,428.46	2,269.92	35.3%
2004	1377	110	111	7,149.43	2,577.18	36.0%
2005	1381	109	122	7,629.51	2,914.77	38.2%
2006	1434	109	143	14,926.35	5,637.78	37.8%
2007	1550	109	148	22,416.85	10,331.52	46.1%
2008	1625	109	153	24,522.85	12,578.91	51.3%
2009	1718	108	159	26,162.85	19,759.53	75.5%
2010	2063	108	165	33,184.35	25,642.03	77.3%
2011	2342	108	171	36,095.52	28,850.26	79.9%

규정을 준수해야 한다.
①개혁계획의 실시일로부터 12개월 내에 상장거래를 하거나 양도할 수 없다.
②상장회사 주식 총수의 5%이상을 보유하는 원래의 비유통주 주주는 전항에 규정된 기간 만료 후에 증권거래소가 원래의 비유통주식의 처분거래의 고시를 한 후에, 처분수량은 그 회사주식 총수 중에서 차지하는 비율이 12개월 내에 5%를 초과하지 못하고 24개월 내에 10%이상을 초과하지 못한다.

117) 구기보, 전게논문(주115), 210-212면

자료출처: 중국증권감독관리위원회(中國証券監督管理委員會)

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw/cbwxz/tjnj/zqqhtjnj/2012/main/nj2011/1-1.htm

"2012中國証券期貨統計年鑒"

<표5>에서는 1992년부터 2011년까지 경내상장회사의 수(A주[118], B주[119])(境內上市公司數A股, B股), 경내상장외자주식(B주)(境內上市外資股B股)을 보유한 회사의 수 및 경외상장회사의 수(H주[120])(境外上司公司數H股)의 변화추이를 알 수 있다. 경내상장회사의 수와 경외상장회사의 수는 강력한 상승세를 보여주고 있다. 중국 자본시장이 개시한 이래 2011년 경내상장회사의 수는 2,342개에 도달해 1992년에 비해 44배 정도 확대되었다. 경내상장외자주식(B주)을 보유한 회사의 수는 1992년부터 1997년까지 급격한 상승세를 보이다가 1998년부터 2011년까지 101~114개의 범위 내에서 안정된 상태를 유지하고 있다.

1992년부터 2011년까지 주식발행에 있어 유통주 비중의 변화를 살펴볼 수 있다. 1992년부터 2004년까지 유통주식의 비중은 27.8%~36%의 범위 내에서 큰 변화를 보이지 않고 2005년부터 2008년 사이에 유통주의 비중은 38.2%~51.3%의 범위 내에서 상승세를 보이다가 2009년부터 2011년 사이에 급격한 상승세를 보이며 80%에 가까운 기록을 창조하였다. 2005년 주주권분치개혁 이후에 주식발행에 있어서 유통주의 비중이 급격

118) A주란 인민폐보통주식(人民幣普通股)이라고도 하는데 원래 인민폐로 주식 액면가액을 표시하고 경내투자자가 인민폐로 경내에서 상장한 주식을 매매하는 것을 말하지만 현재 법규상으로 투자자의 신분제한을 완화함으로 경외적격투자자(QFII)도 인민폐로 A주를 거래할 수 있다.

119) B주란 인민폐특종주식(人民幣特種股)이라고도 하는데 이는 원래 외국인 전용주식으로 비록 인민폐로 주식 액면가액을 표시하지만 주식의 청약 및 매매는 외화로 진행하는 것을 말한다. 현재 B주 시장의 활성화를 위하여 투자자의 신분제한을 완화하여 중국 경내 국민이 외화로 동 주식을 거래하는 것을 허락하였다.

120) H주란 경외상장외자주식(境外上市外資股)이라고도 하는데 중국 경외에 상장되는 외자기업의 주식으로서 중국 내에 있는 주식회사가 본토 밖에서 발행하고 상장하여 거래하는 주식을 말한다. H주는 경외에서 발행되기 때문에 주식 액면가액이 외화로 기재되지만 발행 시에는 인민폐로 환산된다. 본토 외의 증권거래소에서 상장되고 거래되기 때문에 일반적으로 국내 본토 투자자들은 직접 H주를 소지할 수는 없다.

히 상승하고 있음을 볼 수 있다.

Ⅳ. 신주인수권을 통한 중국 국유자산 보호방안

본장 제2절에서 언급한 바와 같이 중국 상장회사는 원칙적으로 주주배정 방식으로 신주를 발행하는 경우를 제외하고는 주주의 신주인수권을 인정하지 않는다. 상장회사의 일반공모증자 시, 신주발행 절차에서 기존주주에게 신주를 배정하지 않을 것을 주주총회결의를 통하여 명확히 하도록 요구하고 있고, 명확히 하지 않은 경우 기존주주는 주주총회결의하자의 소를 제기할 수 있도록 하였다. 따라서 비유통주(국유주)가 있는 상장회사도 예외가 없이 기존주주의 비례적 이익을 보호하는 신주인수권이 인정되지 않는다.

국유상장기업이 주주배정의 방식으로 신주를 발행하여 자금을 조달하는 경우 국유주의 주주는 신주를 실제로 인수하지 않고 인수자격을 타인에게 양도하는 방식으로 이익을 도모한다. 종전에 중국은 행정적인 개입으로 국유주식의 통제적 지위를 유지해 왔지만 세계 경제가 날로 글로벌화 되는 오늘날 지나친 행정개입은 제반 국민경제 발전을 저해하는 요인이 되므로 법제도의 정비가 필요하다고 생각한다.

1. 기존주주의 신주인수권 법정화 필요

종전에 국유주를 보유하고 있는 주주들로부터 신주인수권을 양수받은 제3자는 비유통주만을 배정받을 수 있으므로 배정받은 신주는 양도가 제한되었다. 중국 정부는 주식시장에 대한 정부의 지나친 행정개입(국유주의 절대적인 지위보장)이 주식시장의 발전을 저해한다고 판단하여 신주발행제도를 개혁하려는 입장을 표명하였다. 2014년 중국공산당 18차 3중

전회에서는 신주발행심사제도는 심사비준제로부터 점진적으로 등록제로 전변할 것이라고 명시하였다.[121] 신주발행에 있어서 국유주를 소지하고 있는 주주는 자금이 충족하지 못하여 신주를 인수하지 못하는 상황이 대부분인데 이는 국유주의 비중이 하락하게 되어 기업에 대한 지배능력에 영향을 줄 수 있다. 따라서 국민경제의 모든 영역에서 국유주의 절대적인 지위를 유지하자는 것이 아니라 국가의 경제기둥 및 국민생활과 밀접한 연관이 있는 일부 중요한 산업에서 국유자산의 유실을 방지하는 수단으로 신주인수권의 법정화를 생각해 볼 수 있다.

2. 국유주 개혁수단으로 우선주제도 적용

국가의 경제기둥 및 민생과 긴밀한 연관이 없는 일부 업종에 대해서까지 국유주식의 절대적 지배를 할 필요는 없다. 국유주 개혁은 국유주의 감소·유통을 실현하는바 우선주제도를 국유주 개혁에 적용하게 되면 의결권을 제한함으로써 일부 업종(국가 경제명맥과 연관성이 많지 않은 업종)에 대한 국유주의 회사경영의 참여비중을 낮출 수 있고, 또한 우선적인 이익배당과 잔여재산분배로 국유주의 가치를 안정적으로 증가시킬 수 있다.[122] 국유기업 독립성 결여는 기업시장화 과정을 방해하는 요소가 되었다. 국가의 행정권한이 국유기업의 발전에 과도하게 간섭하는 것을 완화하는데 우선주제도 도입이 하나의 실현방법이 될 수 있다.[123]

---

121) 상세한 내용은 논문 제4장 참조
122) 최준선·이선화, 전게논문(주75), 394면
123) 胡偉爲·胡凱爲, “優先股對深化國企改革的工具價值”, 法制與經濟, (2014.1), 88면

제4절 비교법적 검토

Ⅰ. 한국의 신주인수권 규정

1. 유한회사

한국 유한회사 사원의 출자인수권에 관해 상법 제588조는 “사원은 증가할 자본금에 대하여 그 지분에 따라 출자를 인수할 권리가 있다. 그러나 전2조의 결의에서 출자의 인수자를 정한 때에는 그러하지 아니하다.” 고 규정하고 있다. 즉, 유한회사의 사원총회 특별결의[124]에서 증자의 방법을 정하여야 함은 물론이고, 정관에 정함이 없더라도 현물출자, 재산인수 또는 증가할 자본에 대한 출자인수권을 결정할 수 있다. 상술 증자결의에서 출자인수권자를 정할 수 있으나, 미리 장래의 출자 시 특정한 자에 대하여 출자인수권을 부여할 것을 특별결의에 의하여 약속할 수 있다. 어떤 방법으로든 출자인수권자를 정하지 아니한 때에는 각 사원은 증가할 자본에 대하여 그 지분에 따라 출자를 인수할 권리를 갖는다. 따라서 유한회사 사원총회의 결의로 사원의 출자인수권을 제한할 수 있는 점이 주주의 신주인수권과 다르다.[125]

2. 주식회사 신주인수권

(1) 개관

---

124) 한국 상법 제585조 (정관변경의 특별결의) ① 전조의 결의는 총사원의 반수 이상이며 총사원의 의결권의 4분의 3 이상을 가지는 자의 동의로 한다.②전항의 규정을 적용함에 있어서는 의결권을 행사할 수 없는 사원은 이를 총사원의 수에, 그 행사할 수 없는 의결권은 이를 의결권의 수에 산입하지 아니한다.

125) 이철송, 전게서(주31), 1155면

한국 상법은 자금조달의 편의성을 도모하기 위하여 수권자본제를 규정하였고 자금조달 시 기존주주의 이익을 함께 고려하여 주주의 신주인수권을 법정하고 있다. 한국 상법 제418조[126] 제1항은 원칙적으로 주주에게 지분비례에 따른 신주인수권을 부여하고 있다. 그러나 이렇게 되면 자금조달의 기동성 측면에서 불리할 수 있기 때문에 상법 제418조 제2항은 다시 정관으로 주주의 신주인수권을 제한할 수 있도록 하고 있다. 즉, 한국 신주발행은 주주의 이해관계에 밀접한 영향을 미치는 것으로, 신주인수권 부여를 원칙적인 형태로 하고 이를 배제하기 위해서는 정관의 정함을 요구함으로써 주주의 권익을 보호하고자 한다. 통설은 회사의 정관으로 주주의 신주인수권을 완전히 박탈하는 것도 가능하다고 한다. 그러나 정관에 의한다 하더라도 주주의 신주인수권의 제한·박탈은 합리적인 이유가 있어야 한다.[127]

(2) 신주인수권의 배제

가. 법령에 의한 배제

한국 상법 제418조에 정한 주주의 신주인수권은 법률, 정관 등에 의하여 제한될 수 있다. 법률에 의한 제한으로는 ①전환사채 기타 유가증권의 전환권 행사로 인한 신주발행, ②우리사주조합에 발행주식의 20% 범위 내에서 신주를 우선배정하는 경우[128], ③회생계획에 의한 신주발행의 경우 등에 있어 주주의 신주인수권이 배제될 수 있다.[129]

---

126) 한국 상법 제418조 제1항. 제2항. ① 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다. ②회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.
127) 이철송, 전게서(주31), 856면
128) 한국 자본시장법 제165조의7
129) 김지안, 전게논문(주13), 24면

나. 정관의 근거규정

한국 상법 제418조 제2항은 “회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.”고 규정하고 있다. 즉, 회사의 자금조달의 편의를 위하여 일정한 경우에 제3자 배정은 허용하고 있다.

“경영상의 목적”의 예시로서 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등을 열거하고 있지만 경영상의 목적이란 대단히 포괄적인 불확정개념이기 때문에 사실상 자금조달이 필요한 사유라면 거의 언제나 이 요건을 충족한다고 보아야 한다.[130] 다만, 회사의 경영권분쟁이 벌어진 상황에서 현재의 지배주주나 경영자가 그 우호세력에게 제3자 배정으로 신주를 발행할 경우 “경영상의 목적”이 인정되는지 문제가 된다. 최근에 대법원에서 경영권방어는 제418조 제2항에서 말하는 경영상목적에 해당하지 않는다는 점을 분명하게 판시하여[131] 경영권방어 목적으로는 신주 또는 전환증권의 제3자 배정을 이용할 수 있는 것으로 보인다.

다. 일반공모증자

한국 자본시장법 제165조의6 제1항은 일반공모증자에 대하여 “주권상장법인은 상법 제418조 제1항(신주인수권) 및 같은 조 제2항(신주인수권의 배제)에도 불구하고 정관으로 정하는 바에 따라 이사회 결의로써 일반공모증자 방식으로 신주를 발행할 수 있다.”고 규정하고 있다. 생각건대, 회사 자금조달의 편의성을 강조한 것으로 상장회사가 경영권방어의 목적으로 제3자 배정을 하지는 못하지만 일반공모증자는 할 수 있다고

130) 송옥렬, 전게서(주16), 1088면
131) 한국 대법원 2009.1.30.선고. 2008다50776

인정한 것이다.

라. 실권주의 처분

주주의 신주인수권은 어디까지나 권리이고 의무가 아니므로 주주가 반드시 신주를 인수해야 하는 것은 아니다. 회사가 주주배정으로 신주를 발행하는데 주주가 신주인수권을 포기하고 신주인수의 청약을 하지 않거나 또는 납입을 하지 않음으로 인하여 신주인수권의 대상인 주식이 실권된다. 따라서 주주는 인수나 납입이 되지 않으면 신주인수권도 당연히 잃게 된다.

실권주는 발행하지 않은 것으로 하여 그대로 방치하여도 되지만, 이사회의 결의로 임의로 제3자에게 배정할 수 있다. 실권주를 제3자에게 처분하게 되면 실질적으로 신주를 처음부터 제3자에게 발행한 것과 동일한 경제적 효과가 발행하지만, 주주가 신주인수를 포기한 것이기 때문에 따로 정관의 규정을 요하지 않는다.[132] 실권주 처분에 이사회의 결의를 요하기 때문에 이사는 여전히 주의의무와 충실의무의 구속을 받는다고 보아야 한다.

3. 신주인수권 침해행위에 관한 구제수단

회사가 주주의 추상적인 신주인수권을 무시하고 신주를 발행한 경우 주주는 사전적으로 신주발행 유지청구권을 행사하여 견제할 수 있고 사후적으로 신주발행 무효의 소를 제기할 수 있다. 또한 주주는 회사에 대하여 불법행위를 원인으로 하여 손해배상을 청구할 수 있으며 고의 또는 중과실을 입증하여 이사에게 손해배상책임을 물을 수 있다.[133]

---

132) 송옥렬, 전게서(주16), 1090면
133) 송옥렬, 전게서(주16), 1092면

(1) 신주발행유지청구권

신주발행유지청구권은 사전적인 구제수단으로 적용된다. 즉, 회사가 법령[134] 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(한국 상법 제424조). 신주발행은 기존주주의 비례적 이익에 중대한 영향을 미치므로 회사의 위법·불공정한 신주발행에 대해 개별 주주의 이익을 보호하기 위하여 둔 제도이다.[135]

신주발행유지청구권의 청구권자는 위법·부당한 신주발행으로 불이익을 받을 염려가 있는 주주로서, 이는 신주발행 이전의 기존주주를 말한다. 신주발행유지청구권은 소수주주에게만 인정되는 것이 아니며 의결권 있는 주주에게만 인정되는 것도 아니다. 불이익을 받을 주주 모두가 공동으로 유지청구를 할 필요도 없으며 1주 만을 갖고 있는 주주라도 신주발행유지청구권을 행사할 수 있다.[136] 신주발행유지청구방법에 관해 특별한 규정이 없으므로 한국 상법 제402조[137]의 유지청구에서와 마찬가지로 ①의사표시, ②소제기, ③가처분을 구하여 실효성을 보강할 수 있다. 만약 기존주주가 회사에 대하여 신주발행유지를 청구한다면 회사는 신주발행의 위법·불이행 여부를 심사하여야 할 주의의무를 지며 유지 여부는 이사회에서 결정한다.[138] 회사가 주주의 청구(서면 또는 구두)에 불응할

---

134) 법령을 위반한 예로는 주주의 신주인수권을 무시하고 제3자에게 배정하거나 주주간에 불공평하게 주식을 배정한 경우(한국 상법 제418조1항), 신주인수권자에 대한 최고절차 없이 불청약을 이유로 실권시킨 경우(한국 상법 제419조4항) 등이다.

135) 이철송, 전게서(주31), 881면

136) 박기종, 전게논문(주77), 115-116면

137) 한국 상법 제402조(유지청구권) 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에는 감사 또는 발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사를 위하여 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.

138) 이철송, 전게서(주31), 883면

때에는 소송으로 해결할 수밖에 없고 그렇게 되면 제소에서 판정이 확정될 때까지 상당한 기간이 소요되어 그 사이에 회사가 신주를 발행하면 소의 이익이 없게 된다. 이렇게 볼 때 단순히 제소만으로는 무의미하여 소송을 제기할 때에는 제소 전 또는 제소 후에 법원에 주식발행정지가처분을 신청해야 한다.[139]

한국 2011년 개정상법은 제3자 배정 시에는 신주발행의 요점을 미리 주주에게 통지 또는 공지하도록 요구하였다.[140] 이에 따라 주주는 미리 제3자 배정의 조건을 파악할 수 있게 되고, 그 발행이 정관 위반 또는 불공정한 경우에 신주발행유지청구권을 행사할 기회를 부여한 것이다. 만약 미리 주주에게 제3자 배정의 상황을 통지 또는 공지하지 않았으면 절차적인 법률위반행위로 인정되어 그 중대성에 따라 신주발행 무효원인이 될 수도 있을 것이다.

(2) 신주발행무효의 소

신주발행무효의 소는 사후적인 구제수단으로 적용된다. 한국 상법 제429조는 “신주발행의 무효는 주주·이사 또는 감사에 한하여 신주를 발행

---

139) 박기종, 전게논문(주77), 116면

140) 한국 상법 제418조 (신주인수권의 내용 및 배정일의 지정·공고)

① 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.

②회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.

③회사는 일정한 날을 정하여 그 날에 주주명부에 기재된 주주가 제1항의 권리를 가진다는 뜻과 신주인수권을 양도할 수 있을 경우에는 그 뜻을 그 날의 2주간전에 공고해야 한다. 그러나 그 날이 제354조제1항의 기간 중인 때에는 그 기간의 초일의 2주간전에 이를 공고하여야 한다.

④ 제2항에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정하는 경우 회사는 제416조제1호, 제2호, 제2호의2, 제3호 및 제4호에서 정하는 사항을 그 납입기일의 2주 전까지 주주에게 통지하거나 공고하여야 한다.

한 날로부터 6월내에 소만으로 이를 주장할 수 있다."고 규정하고 있다. 신주발행무효의 소는 형성의 소로서 상법상 신주발행의 효력을 다투는 유일한 방법이다. 신주발행의 무효는 신주발행의 부존재, 그리고 개별인 수인의 무효·취소의 주장과 구별해야 한다.[141]

신주발행에서 고려하여야 할 기본적인 법익은 수권자본제와 자본충실, 주주의 신주인수권이라고 할 것이다. 따라서 신주발행이 이 세 가지 법익의 본질적인 부분을 해하였을 때 무효원인이 되고 그렇지 않을 때에는 유효라고 보아야 한다. 다시 말하면 신주발행에 하자가 있다고 하더라도 거래의 안전과 법의 안정성을 위하여 무효원인을 가급적 좁게 해석하여 신주발행이 무효로 되는 경우를 가급적 피하는 것이 바람직하다는 것이다.[142]

또한 신주발행은 직접적인 자금조달방식으로 회사에 주금이 납입되면 회사자산으로서 책임재산의 범주에 귀속되며 발행된 주식이 유통되어 제3자가 새로운 주주로 인정되는 등 많은 이해관계가 얽혀있기에 관련 법률관계의 안정성을 고려하게 된다. 따라서 판례는 무효의 원인은 "현저한 불공정"으로 매우 협소하게 해석한다.[143] 한국 상법은 주주총회의 결의와 비교할 때, 신주발행을 둘러싼 분쟁에서 가급적이면 이미 이루어진 현상을 존중하고자 하는 성향을 보인다.[144]

(3) 손해배상청구의 소

한국 상법 제210조는 "회사를 대표하는 사원이 그 업무집행으로 인하여 타인에게 손해를 가한 때에는 회사는 그 사원과 연대하여 배상할 책

141) 이철송, 전게서(주31), 887면
142) 박기종, 전게논문(주77), 124-125면
143) 한국 대법원 2004.6.25. 2000다37326
144) 노혁준, "신주발행의 무효사유에 관한 연구", 선진상사법률연구 통권 제60호 법무부, (2012.10). 40면

임이 있다."고 규정하고 있다. 한국 상법 제401조 제1항은 "이사가 고의 또는 중대한 과실로 그 임무를 게을리 한 때에는 그 이사는 제3자에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다."고 규정하고 있다. 즉, 신주발행과정에서 기존주주의 신주인수권을 침해한 자에 대해 손해배상책임을 추궁할 수 있다.

Ⅱ. 미국의 신주인수권 규정

1. 개관

미국은 신주발행시 주주보호 장치로서 신주인수권을 최초로 인정한 국가이다. 19세기 초 미국법은 "회사는 재산의 수탁자이며, 주주는 그 지분비율에 따라 수탁자로서의 권리를 갖는다. 회사재산은 보통법상으로는 회사에 귀속되지만, 형평법상으로는 주주가 그 공동소유자이다."라고 하는 18세기 영국법의 영향하에 있었다. 제1차 세계대전(1914-1918)을 계기로 미국경제의 비약적 발전은 주식회사를 거대기업으로 몰고 갔으며 주주와 회사 간의 긴밀한 결합관계를 이완시키고 회사 경영권을 소수의 경영자에게 집중시키는 등 경영의 효율화를 강하게 요청하였다. 미국의 보통법상 주주의 신주인수권은 일종의 고유한 권리로 인정되고 있어 임의로 박탈할 수 없는 권리였지만 현대 회사법 입법과정에서 회사의 자금조달의 원활화와 기동성 및 회사운영의 효율성을 보장하기 위하여 주주의 신주인수권은 대폭적으로 감축되어 왔다.[145] 즉, 주주의 신주인수권이 기득권으로서가 아니라, 이사의 신인의무위반에 대하여 형평법이 부여한 구제수단으로 파악되면서부터 신주인수권의 원칙에 대한 여러 가지 예외[146]가 나타나게 되었다.

---

145) 賈翱, "公司法上新股發行制度硏究", 吉林大學 博士學位論文, (2011), 142면
146) 먼저 金庫株(Treasury Stock)에 대하여 예외가 인정되었고, 수권주식의 범위 내에

신주인수권의 원칙에 대한 예외 판결과 경제적 기반의 새로운 사실의 발생은 곧이어 전통적인 신주인수권 법리에 대한 비판으로서 새로운 학설의 탄생을 가져왔다. 그 내용은 기업의 대규모화에 따른 회사조직의 구조변혁이 자본조달 방법의 변화를 촉진하고 그 결과 주주의 신주인수권을 당연히 승인하는 것은 사실상 어렵다는 점을 이론적 출발점으로 하여 주주의 신주인수권을 정관규정에 기하여 이를 배제하거나 제한할 수 있음을 인정하고 배제에 의한 주주의 불이익은 이사에게 부과된 수탁자로서의 의무에 따라 이를 보호해야 한다는 것이다. 그 후 신주인수권은 제정법 및 정관에 의하여 그 일부 또는 전부를 배제하는 것이 인정되고 현재에는 법률상 권리로 인정받지 못하는 단계까지 와 있다.[147]

2. 모범회사법(MBCA)상의 신주인수권

신주인수권과 관련된 모범회사법의 변청과정은 미국에서의 신주인수권이 중요성을 상실하는 과정을 그대로 보여준다. 모범회사법상 신주인수권법제의 특징은 다음과 같다.

(1) 법정신주인수권의 포기와 정관상의 신주인수권

MBCA §6.30(b)은 "회사의 주주는 정관에서 정하는 경우를 제외하고 신주인수권을 갖지 않는다."고 규정하여 원칙적으로 주주의 신주인수권을 인정하지 않는 opt-in방식을 취하였다. 미국에서 신주인수권 법리가 힘을 잃게 된 이유로 주식의 종류 및 구조가 복잡하기 때문에 주주에게

서 미발행 주식의 발행의 경우에는 신주인수권의 원칙이 적용되지 않는다는 판결과 재산(현물출자)에 대하여 발행하는 주식(Stock Issued for Property)에 대하여는 신주인수권이 미치지 않는다는 판결이 계속하여 나왔다.

147) 정준영, "일반 공모증자제도의 도입과 대책-주주의 신주인수권 배제를 중심으로", 한국상장회사협의회 제32호, (1995), 168면

신주인수권을 부여하는 절차 설계가 어렵다는 점을 들곤 한다. 무엇보다 가장 큰 이유는 신주발행 등으로 지분 희석화가 된 소수주주를 구제할 방안으로써 신인의무(fiduciary duty) 등 미국 판례법상의 법리의 발전으로 다수주주의 횡포로 인해 소수주주의 운명이 결정될지도 모른다는 공포는 거의 사라졌다고 보아도 된다는 점에 있다.[148] 신주인수권에 관한 원칙을 규정한 이유는 첫째 기본정관의 작성을 단순화하고 둘째로 기본정관에 신주인수권을 채택할 것을 고려하는 변호사들을 위하여 업무상 고려할 것들의 검토목록을 단순화하는데 있다. 신주인수권을 인정하는가 여부에 관계없이 이사의 신인의무(fiduciary duty)는 신주발행에까지 적용된다.

(2) 신주인수권이 배제되는 주식

MBCA §6.30(b)에 의하면 정관에서 주주의 신주인수권을 인정하였더라도, 아래와 같은 상황에서 신주인수권이 배제된다. ①이사·임원·대리인·종업원·자회사 또는 관계사에 대한 보상차원에서 발행되는 주식, ②이사·임원·대리인·종업원·자회사 또는 관계회사에 대하여 보상차원에서 제공되는 전환권 또는 선택권에 의하여 발생되는 주식, ③정관의 규정에 의하여 회사설립 후 6개월 내에 발행되는 주식, ④현물출자에 따라 발행되는 주식 등이 있다.

그리고 신주인수권이 인정되지 않는 경우로는 ①의결권이 없거나 이익배당이나 회사 재산에 대한 우선권이 있는 주식에 대하여 신주인수권을 배제, ②보통주는 전환권이 있거나 또는 보통주에 대한 신주인수권이 있는 경우가 아니 한 우선주, ③신주인수권이 있는 주주가 신주를 인수하지 않거나 또는 인수하였지만 납입을 하지 않은 경우 이사회가 인정한

148) 김지안, 전게논문(주13), 73면

가액으로 신주를 배정할 수 있다.[149]

(3) 주주간 약정에 따른 신주인수권 인정

정관의 정함이 있을 경우 주주의 신주인수권이 인정될 뿐만 아니라 주주간의 별도의 약정으로도 신주인수권이 인정될 수 있다. 신주인주권이 주주 전원에 인정되는 것이 바람직할 경우에는 정관의 정함을 통하여 일부 주주에게만 득이 된다고 판단될 경우에는 주주간 약정을 통하여 주주의 신주인수권을 인정하게 될 것이다.[150]

3. 신주인수권 침해행위에 관한 구제수단

미국의 신주인수권 침해행위에 대해 침해당한 기존주주는 다음과 같은 종류의 구제수단을 활용하여 권리를 보장받을 수 있다. ①신주인수권자에게 신주를 발행할 것을 명하는 특정이행명령[151], ②주식인수가액과 그 주식의 시장가격과의 차액의 지급을 명하는 손해배상(damages), ③신주인수권을 침해하는 신주의 발행을 금지하는 금지명령(injunction), ④발행된 신주가 위반행위에 참여한 자의 소유로 남아 있고 폐쇄회사의 주식과 같이 시장에서 거래되지 않는 주식의 경우 신주발행의 무효를 주장할 수 있다.[152]

---

149) 남옥매, 전게논문(주43), 28-29면
150) 김지안, 전게논문(주13), 73-74면
151) "특정이행명령(specific performance order)"은 형평법상 구제방법으로서 특정이행명령의 청구인은 ①계약이 양 당사자 간에 유효하고(the agreement is a valid contract between the parties), ②청구인은 계약을 실질적으로 이행하였고 잔여 의무도 이행할 의사와 능력이 있고(substantially performed under the contract and is willing and able to perform its remaining obligations), ③상대방도 계약상 의무를 이행할 수 있고, ④다른 법적 구제수단이 없음을 증명하여야 한다.(임재연, 『미국회사법』, 박영사, (2009), 200면)
152) 임재연, 『미국회사법』, 박영사, (2009), 200면

회사의 이사는 신주인수권의 유무를 불문하고 신주발행 시 신인의무(fiduciary duty)를 부담하고 이에 위반한 경우 신주발행이 무효로 될 수도 있지만[153] 이사의 신주발행조건에 대한 결정은 경영판단원칙에 의하여 존중된다.

153) Mason Shoe Mfg, co. v. Firstar Bank Eau Claire, NA, 579 N.W.2d 789(Wis. App. 1998)

제5절 중국에서 신주인수권 인정에 관한 입법제안

중국의 유한회사는 회사의 인적성, 폐쇄성을 감안하여 적극적으로 주주의 추상적인 신주인수권을 인정하였다. 그러나 중국 주식회사의 경우 주주총회에서 기존주주에게 신주인수권을 부여할지 여부를 결정하는 임의적인 입법방식을 채택하고 있어 주주총회 결의만으로 제3자에게 신주를 발행하도록 하면 주주의 이익을 효과적으로 보호하지 못할 뿐만 아니라 주주의 비례적 의결권을 유지할 수 없게 되어 주주평등의 원칙에 반하게 된다. 특히 아직 중국에서 시가발행이 정착되지 않았음을 고려하면 주주이익의 침해는 더욱 심각해진다. 이에 대해 아래와 같은 중국법 개정방안을 생각해 볼 수 있다.

Ⅰ. 신주인수권의 법정화

주식회사에도 유한회사와 같이 기존주주에게 신주인수권을 부여한다. 시가에 따른 주식발행이 어려운 상황에서 주주의 신주인수권을 주주총회 결의에 맡기면 소수 주주의 비례적 이익과 경제적 이익을 침해하는 계기가 될 것이다. 단, 신주인수권을 법정화하면 자금조달의 원활화를 저해하는 요인이 될 것이라는 우려가 있는데 이에 대해 한국 상법과 같이 정관상 규정이 있고 또한 “신기술 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우” 주주의 신주인수권을 배제할 수 있도록 규정함으로 주주이익의 보호와 자금조달의 기동성의 평행을 도모할 수 있다.

중국 국민경제 명맥 및 민생과 연관된 중요한 산업분야에서 국유주의 지배적 지위를 유지하고 국유자산의 유실을 방지하기 위해서도 기존주주의 신주인수권을 법정화할 필요가 있다.

Ⅱ. 불공정한 신주발행에 관한 다양한 구제수단 도입

현형 중국법은 주주의 신주인수권에 관한 일원화된 구제제도가 정비되지 않고 각급 고등법원의 차별화된 사법해석에 의하여 분쟁을 해결하고 있다. 한국은 회사가 주주의 추상적인 신주인수권을 무시하고 신주를 발행한 경우 주주는 사전적으로 신주발행 유지청구권을 행사하여 견제할 수 있고 사후적으로 신주발행 무효의 소를 제기할 수 있다. 주주는 회사에 대하여 불법행위를 원인으로 하여 손해배상을 청구할 수 있으며 고의 또는 중과실을 입증하여 이사에게 손해배상책임을 물을 수 있다. 미국은 신주발행 금지명령을 통해 사전적으로 구제하고 있다. 따라서 중국도 신주인수권을 법정하여 인정하고 한국 상법의 유지청구권, 신주발행 무효의 소, 손해배상 청구의 소 등 구제수단을 법정하여 주주의 권리실현을 보장해 주는 것이 타당하다고 생각한다.

제5장 신규투자자보호: 신주발행심사제도

제1절 신주발행심사제도 일반론

Ⅰ. 개관

신주발행심사제도는 한 나라의 증권감독관리기구가 주식발행인의 주식발행행위를 관리하는 활동으로 볼 수 있다. 신주공개발행은 사회 불특정다수인과 연관이 있을 뿐만 아니라 발행지역의 범위를 뛰어넘어 전 세계경제 질서에도 영향을 준다.[154] 성숙된 신주발행심사제도는 회사의 자본조달을 활성화 하고 시장의 효율성을 증가하는 중요한 보장이 될 것이다.

신주발행에서 규제를 하는 방식은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 규제당국이 부실한 투자대상이라고 판단하는 증권을 일반투자자로부터 격리시키는 방식으로, 이를 내용규제(merit regulation)라고 부른다. 다른 하나는 규제당국이 일반투자자에게 증권에 관한 정보가 충분히 제공되도록 하는 것만을 담보하는 방식으로 이는 공시규제(disclosure regulation)라고 한다.[155] 중국에서는 주식발행 심사제를 심사비준제와 등록제로 구분하여 검토하고 있는데 그 중 심사비준제는 내용규제에 해당하고 등록제는 공시규제에 해당한다. 신주발행에 관해 규제당국이 어떠한 제도를 채택하는가는 주로 당해 국가의 경제제도, 경제발전 단계, 증권시장 발전 역사 및 시장의 성숙정도와 관련이 있다.

---

154) 範健·王建文, 전게서(주35), 100면
155) 김건식·정순섭,『 자본시장법』, 두성사, (2009), 95면

Ⅱ. 심사비준제(核準制)

1. 개념

심사비준제는 실질적 관리원칙(substantive regulation or merit standard)이라고도 하는데 주식발행인은 법규정에 따라 투자자가 투자결정을 하는데 필요한 정보를 전면·정확하고 적시에 충분히 공개해야 할 뿐만 아니라, 관련 법률과 증권관리기관이 규정한 실질요건에 부합되는 조건하에서만이 발행권을 얻는 일종의 주식발행제도이다. 심사비준제를 시행하는 목적은 불량주식의 시장진입을 방지하고 주식시장의 안정성 및 효율성을 보호하기 위해서 이다.[156)]

2. 특징

심사비준제는 규제당국이 법률수단을 이용하여 주식발행시장에 개입하는 구체적인 조치이다. 이는 국가가 주식발행에 대해 진입장벽을 설치함으로써 주식발행인이 반드시 일정한 신청절차를 통해 관리기구의 수권문서를 취득해야만 주식을 발행할 수 있게 하였다. 이러한 심사를 거치지 않고 주식을 발행하는 경우 당해 주식발행은 불법이며 발행한 주식은 무효가 되고 주식발행인 및 중개기구도 엄격한 처벌을 부담해야 한다. 바꾸어 말하면, 주식발행인의 신주를 발행하는 권리는 규제당국이 법적인 형식으로 부여한 것이다.

심사비준제는 실질적 관리원칙을 적용함으로써 발행인의 신주발행에 관한 실질적 조건을 제시하고 있다. 예컨대, 실질적 조건에는 주로 발행인의 영업성질과 발행주식의 수량, 가격, 관리인원의 자격 및 능력, 발행

156) 李哲, 『中國新股發行系統化改革硏究』, 中國社會科學出版社, (2013), 106면

인의 자본구조 및 합리성, 발행인이 공개한 정보의 진실성, 발행인의 발전전망 등이 포함된다.

심사비준제하에 규제당국은 사전심사 및 사후감독의 권리가 있다. 즉, 규제당국은 발행조건에 부합되지 않는 주식발행신청을 거절하는 권리가 있을 뿐만 아니라 이미 심사를 취득한 주식발행인에 대해 주식발행을 취소할 수 있는 권리가 있고 주식발행인 및 기타 책임인원의 책임을 추궁할 수 있다.

심사비준제의 장점은 엄격한 심사절차를 통하여 리스크가 큰 회사를 주식시장에서 배제하여 투자자의 이익을 보호하고 주식시장의 투기위험을 줄인다는 것이다. 반면에 투자자가 규제당국에 의존하게 되어 스스로의 독립적인 판단을 소홀히 할 염려가 있다. 이 밖에 복잡한 심사절차로 인하여 발행의 효율성이 떨어지게 된다. 심사비준제를 시행하는 나라는 주로 대륙법계로서 미국의 일부 주, 중국 대륙, 대만 및 대부분의 발전도상국이다.[157]

중국에서 증권을 공개발행하는 것은 반드시 법률, 행정법규가 규정한 조건에 부합되어야 하며 국무원 증권감독관리기관 또는 국무원이 수권한 부문의 심사비준을 받아야 하며 법에 따라 심사비준을 받지 않으면 어떤 조직이나 개인이든 증권을 공개발행할 수 없다. 따라서 중국은 주식발행에 대하여 심사비준제를 실행한다(중국 증권법 제10조).[158]

---

157) 마리리, 전게논문(주30), 131면

158) 중국 증권법(2005년 개정) 제10조: 증권을 공개발행할 경우에는 반드시 법률, 행정법규에서 규정한 조건에 부합해야 하는 동시에 법에 따라 국무원 증권감독관리기구 또는 국무원에서 수권한 부서에 보고하여 심사·비준을 받아야 한다. 어느 단위나 개인이든지 법에 따라 심사·비준을 받지 않고 증권을 공개발행하지 못한다.
아래와 같은 상황 중의 하나가 있을 경우에는 공개 발행하는 증권으로 한다.
①불특정 대상에게 발행하는 증권
②누계 200명의 특정 대상에게 발행하는 증권
③법률, 행정법규에서 규정한 기타 발행 행위.
비공개 발행하는 증권은 광고, 공개 권유와 변형된 공개방식을 채택하지 못한다.

Ⅲ. 등록제(註冊制)

1. 개념

등록제(registration)는 주식발행인이 완전공개원칙(full disclosure philosophy)에 따라 주식발행에 관하여 회사의 재무 등 모든 정보를 투자자에게 공개해야 하며 그 정보의 진실성, 완전성, 정확성과 적시성에 대하여 법률책임을 부담해야 한다. 규제당국은 주식발행인이 제공한 정보자료의 완전성, 진실성, 정확성과 적시성에 대하여 심사하며 투자자가 제 때에 충분하고 진실·정확한 자료를 얻을 수 있도록 보장하며 주식발행행위 및 발행주권의 가치에 대해 실질적인 판단을 하지 않고 주식발행인이 자주적으로 주식을 발행하는 제도이다. 궁극적으로 투자자의 결정 및 그 책임은 투자자 본인이 부담한다.

2. 특징

등록제하에 회사가 주식을 발행하는 행위는 일종 보편적인 권리로 인정된다. 주식발행인이 법규정에 따라 정보공시의무를 이행하고 규제당국에서 주식발행 행위의 등록을 거부하지 않는 경우, 등록기한이 만료되면 주식발행인은 주식발행의 권리를 취득한다. 등록제하에 회사의 주식발행행위는 정부의 인가 또는 특별수권을 요구하지 않으며 주식발행은 시장주체의 법정권리를 전제로 하여 법률의 보호를 받는다. 하지만 규제당국은 신주발행의 수요에 따라 주식발행인에 대해 제한을 가할 수 있는바 주식발행인이 공시한 정보가 누락, 허위기재, 기망 등 행위가 존재할 경우, 주식발행을 중지 또는 취소할 수 있으며 주식발행인의 법적책임을 추궁할 수 있다.[159]

등록제는 “공시규제”를 기초로 한다. 규제당국은 발행인이 공시한 정보의 정확성을 인정하거나 주식의 가치를 직접 보증할 책임이 없고, 단지 발행인이 공시규정을 준수하여 제도화된 절차에 따라 적절하게 공시하였는지의 여부만을 감독한다. 주식 발행인이 그가 공개한 회사재무정보 및 기타 발행 관련 정보의 진실성, 완전성, 정확성과 적시성에 대하여 법적책임을 부담해야 한다.

등록제하에서 규제당국은 사후감독을 통해 발행시장의 허위진술, 기망 등 행위에 대해 제재를 가한다. 만약 투자자가 발행인의 불법행위로 인해 손해를 입은 경우, 발행인을 상대로 손해배상을 청구할 수 있다. 신주발행 과정에서 허위진술 행위가 증명된 경우, 주식발행인은 물론 그 임원, 인수인, 기타 관련 책임인원도 법적책임을 부담해야 한다.

등록제의 장점은 시장을 중심으로 운영하는 제도로서 발행절차가 간편하고 효율성이 높다는 점이다. 반면에 투자자의 풍부한 주식투자 경험을 요구[160]하는 동시에 건전한 법규정을 통해 공개해야 하는 항목을 명확히 하고 위법행위에 대한 법적책임의 정비가 필요하다. 등록제를 시행하는 국가는 주로 미국, 일본 등 자본시장이 발달한 나라이다.

Ⅳ.소결

심사비준제와 등록제의 “우열”에 대한 논쟁은 사실 그치지 않았다. 어떠한 제도를 채택하느냐는 “우열”의 구분이 없다. 즉, 등록제도가 반드시 심사비준제도보다 훨씬 우월하다는 편견을 버려야 할 것이다. 예컨대 “등록제(공시주의)”를 채택한 전형적인 국가로 인식되는 미국과 같은 국가에서도 연방정부와 주정부의 “이중 등록제”를 시행하는 과정에서 주정부는 주식발행에 대해 실제적인 심사를 진행할 것을 요구하여 증권투자

159) 李哲, 전게서(주156), 107면
160) 마리리, 전게논문(주30), 131면

의 리스크를 방지하려고 한다.[161] 심사비준제와 등록제 두 가지 제도는 제반 사회 감독관리 환경, 시장주체에 대한 자율성 요구, 증권시장법제도의 정비정도, 투자자 소질 등이 상이함에 따라 상이한 선택을 하기 마련이다. 즉, 신주발행 과정에서 어떠한 제도를 채택할 것인지는 주로 각국의 실정에 의해 결정된다. 중국 증권시장은 아직 "신흥 및 체제전환(新興加轉軌)" 단계에 처해 있으며 시장화 정도가 낮고 시장법규 및 시장요소의 결여로 인해 중국에서 심사비준제를 선택하는 것은 역사적인 필연성과 합리성이 인정된다.

증권발행에 있어서는 한국이 등록제(공시제도)를 도입하고 있는 것과 달리 중국 증권법은 심사비준제(核準制)를 취하고 있다. 특기할 만한 것은 심사비준제도를 취하고 있음에도 불구하고 그 결과에 대해서는 행정당국이 책임지지 않는다는 것이다. 이를 보완하기 위하여 2005년 증권법에서는 제11조 이하의 규정을 통하여 상장회사의 신주발행과 비상장회사의 신주의 공개발행에 대하여 "보증추천제도(保薦制)"를 도입하였으며 발행과 상장거래의 신청과 관리에 대하여 보증추천인은 발행인을 지도하고 감독할 책임을 지게 된다.[162]

2014년 중국공산당 18차 3중 전회에서는 신주발행심사제도는 심사비준제로부터 점진적으로 등록제로 변화할 것이라고 명시하였다. 단, 이러한 변화는 중국 증권법의 개정을 기초로 할 것이다. 또한 등록제하에서 신주발행에 대한 감독이 실효성을 거두려면 몇 가지 조건이 선행되어야 한다. ①성숙하고 리스크 감내 능력이 우수한 투자자, ②발행인이 공개해야 하는 구체적인 사항을 명시하는 명문화 된 법규범 체계, ③지속적인 감독능력을 구비한 규제기관 등이 그러한 조건의 예이다.[163]

---

161) 沈朝暉, "流行的誤解："註冊制"與"核準制"辨析", 證券市場導報第9期, (2011)
162) 김명아, 전게논문(주63). 17면
163) 賀金淩, "海外創業板發行上市制度研究", 深證綜研字第0032號, (20010223), 4면

제2절 중국의 현행 신주발행심사제도-보증추천제도

Ⅰ. 개관

앞에서 설명하였듯이 신주발행에 있어서 현재 세계 주요 관리제도로는 심사비준제도와 등록제도가 있다. 중국법상 상장회사의 신주발행(공개발행, 비공개발행 포함)과 주식회사의 공개발행은 모두 국무원 증권감독관리위원회의 심사비준을 받아야 한다. 계획경제체제로부터 시장경제체제로 변화하는 과정에서 중국의 신주발행심사제도는 최초의 심사승인제[164](審批制)(1993년-2000년)로부터 심사비준제(核準制)(2001년-현재)로 변화하였다.

<표6> 중국 신주발행심사제도 연혁[165]

구분	심사승인제(審批制)		심사비준제(核準制)	
시행기간	1993년-1995년	1996년-2000년	2001년-2004년	2004-현재
단계	총액한도관리단계(額度管理階段)	지표관리단계(指標管理階段)	물량할당제(通道制)	보증추천제(保荐制)

1. 총액한도[166]관리단계(額度管理階段) (1993년-1995년)

1993년 4월 25일 중국 국무원에서는 <주식발행과 거래관리 잠정(股票發行與交易管理暫行條例)>을 발표하여 심사승인제를 확립하였다. 그 중의 총액한도관리단계(額度管理階段)는 국무원 증권감독관리위원회가 국민경제발전의 요구와 자본시장의 현황에 근거하여 주식발행 총액을

164) 심사승인이란 중국 계획경제의 일환으로 관련 행정기관에서 국가경제수요에 따라 작성한 엄밀한 증권발행계획에 근거하여 증권발행인을 선발하는 것을 지칭한다.
165) 마리리, 전게논문(주30), 132면
166) 총액한도관리단계(額度管理階段)에서 말하는 한도는 주식 액면가액을 말하며 주식 액면초과발행의 경우 실제로 조달한 자금은 여기서 말하는 총액한도보다 많다.

정하고, 각성(省) 및 업종에 따라 그 발행금액을 배정하여 성(省)급 정부 및 업종관리부서로 하여금 주식발행 기업을 지정하게 하는 것을 말한다. 기업이 주식을 발행하려면 두 개 등급의 행정기관의 심사승인을 받아야 한다.[167] 즉, 우선 그의 소재지 정부 혹은 주관부서에 주식발행한도를 신청해야 하고 관련 부서의 심사비준을 받은 후 다시 국무원 증권감독관리위원회에 주식발행을 신청해야 한다. 국무원 증권감독관리위원회는 기업의 실력, 발전전망에 대해 실질적인 심사를 진행하고 주식발행의 규모, 가격, 발행방식, 발행시간 등의 구체적인 사항을 결정한다. 총액한도관리단계에 인민폐 105억 위안의 한도를 확정하였고 200여개의 기업(주로 국유기업들을 지정)이 주식발행에 참여하여 총 400여 억(인민폐) 위안의 자금을 조달하였다.[168]

2. 지표관리단계(指標管理階段)(1996년-2000년)

1996년 중국 국무원 증권감독관리위원회에서는 <1996년 전국 증권현물업무에 관한 의견(關於1996年全國證券期貨工作安排意見)>을 발표하여 "주식의 발행총수량을 공제하고 발행기업 수량을 제한(總量控制、限報家數)"하는 지표관리를 실행하기 시작하였다.[169] 지표관리단계(指標管理階段)는 국무원 증권감독관리위원회가 주식발행 기업의 수량을 정하고 성(省)급 정부 및 업종관리부서에 그 발행기업의 수량을 배정하여, 성급 정부 및 업종관리부서로 하여금 그 범위 내에서 조건에 부합되는 기업을 추천하게 하고 증권감독관리위원회가 이를 다시 심사·허가하는 방법을

167) 範健·王建文, 전게서(주35), 102면
168) 許誌峰, "推進股票發行從核準制向註冊制過渡, 新壹輪新股發行體制改革啓動 (人民日報) ", 中國證券監督管理委員會網站, (2013)
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgfxtzgg/xgfxmtbd/201312/t20131205_239279.html(2014.7.12. 최종방문)
169) 許誌峰, 전게논문(주168)

말한다.[170] 1996년 150억 주, 1997년 300억 주 발행량을 확정하였고 700여개의 기업(주로 국유기업)이 주식발행에 참여하여 총 4000여 억 위안(인민폐)의 자금을 조달하였다.[171]

3. 물량할당제(通道制)(2001년-2004년)

2001년 3월 17일, 중국 국무원 증권감독관리위원회에서 총액한도와 지표관리의 제한을 취소하고 심사비준제하의 물량할당제를 실행하였다.[172] 물량할당제(通道制)란 국무원 증권감독관리위원회는 매년 보증·추천할 수 있는 발행주식 물량을 증권회사에 수권하고, 증권회사는 당해 할당된 물량에 따라 증권의 발행·상장 만료까지 기업의 증권발행과 관련된 지도·감독을 전담하는 것을 말한다. 물량할당제는 종전에 행정기관에서 주식발행인을 선발·추천하는 상황을 개변하여 증권회사에게 주식발행에 따른 위험을 부담하도록 하는 동시에 주식발행인을 보증·추천하는 권리를 부여하였다.[173] 물량할당제는 일종 임시적인 제도로 계획경제의 흔적을 살펴볼 수 있어 시장경쟁을 방해하고 시장의 효율성을 저해하는 폐해가 있다.[174]

4. 보증추천제(保薦制)(2004년-현재)

2003년 12월 28일 중국 국무원 증권감독관리위원회에서는 “증권발행·상장 보증인추천제도 임시시행방법(證券發行上市保薦人制度暫行辦法)”을 발표하여 2004년 2월 1일부터 시행하였다. 이로써 보증추천제도가 중국

170) 範健·王建文, 전게서(주35), 102면
171) 許誌峰, 전게논문(주168)
172) 範健·王建文, 전게서(주35), 103면
173) 許誌峰, 전게논문(주168)
174) 範健·王建文, 전게서(주35), 103면

증권시장에 도입되었다.[175] 2005년 개정 증권법[176]에 보증추천제도가 규정되어 회사가 주식발행·상장하는 경우 보증추천인을 지정해야 한다는 원칙이 명문화 되었다. 2008년 8월 14일, 국무원 증권감독관리위원회에서는 "증권발행·상장 보증추천업무 관리방법(證券發行上市保薦業務管理辦法)"(이하 "보증추천방법"으로 칭함)을 발표하였다. 2009년 5월 13일, 증권감독관리위원회는 "증권발행·상장 보증추천업무 관리방법(證券發行上市保薦業務管理辦法)" 개정안을 발표하여 보증추천제를 일부 개정하였다. "보증추천방법"은 증권의 규범화, 상장회사 수준 및 증권경영기구의 집행수준 제고, 투자자들에 대한 합법적인 권익보호 및 증권시장의 건전한 발전에 긍정적으로 기여하였다.[177]

5. 소결

현행 중국 심사비준제하의 보증추천제도는 주식시장의 활성화를 저해하는 요소가 존재하여 아래 부분에서 중국의 보증추천인제도에 대해 검토하여 향후 개정안을 제시할 필요가 있다.

Ⅱ. 중국 보증추천제도의 도입배경

증권법 규정상의 심사비준제가 시행된 이후에도 증권발행에 있어서 많은 문제점이 제기되었다. 즉, 증권회사 연합발행인 등이 발행조건을 충족하기 위하여 법에 위반하여 허위로 자산, 경영상황을 위조하였기 때문

175) 範健·王建文, 전게서(주35), 103면

176) 2005년 중국 개정 증권법에서 심사기관-증권감독관리위원회는 증권발행·상장에 대한 위험과 법률적 책임을 부담하지 않고 발행인·투자자·증권회사가 분담하도록 규정하였다. 이러한 보증추천제도에 인해 뒷받침되는 심사비준제는 심사비준주의에서 공시주의로 넘어가는 과도적인 형식으로 이해될 수 있을 것 이다.

177) 豆文, "保薦機構擔任證券發行主承銷商的制度缺陷",法制與社會 (雲南省法學會) 第9期, (2009), 121면

에 증권이 성공적으로 상장이 되더라도 발행인의 정보공개에 대한 진실성이 확보되지 못하여 사기발행이 되거나 투자자의 손해가 발생하였다. 심사비준제를 취한 경우 신청서류를 심사하고 이를 비준한 규제당국에 그 법적책임이 있으나 규제당국의 책임 부담만으로는 증권시장의 발전과 건전한 거래질서의 효과는 거둘 수 없었다. 이와 같은 제도상의 문제점으로 재무상태 등이 양호한 발행회사를 선별할 수 있는 제도마련의 필요성이 요구되었다.[178] 중국의 보증추천제가 그러한 문제를 해결할 수 있는 대안으로 영국 런던증권거래소 AIM(Alternative Investment Market)의 지정자문인(Nominated Advisers)제도와 홍콩거래소의 스폰서(Sponsor)제도를 참조[179]하여 도입한 제도이다.

Ⅲ. 중국 보증추천제도의 내용

보증추천제도란 증권법상 중국 증권감독관리위원회로부터 승인을 받은 증권회사가 발행회사의 증권을 발행 및 상장함에 있어 일정기간 지도하고, 상장 후에도 일정기간 발행회사로 하여금 계속적으로 증권발행과 관련한 의무를 성실하게 이행하도록 지도·감독하고 증권회사와 그의 업무담당자가 인수 주식에 대하여 지속적 연대보증책임을 부담하는 것을 말한다. 보증인추천제도는 증권발행과 상장제도의 중요한 일환이고 중국 증권감독관리위원회가 발행되는 증권과 상장회사의 품질을 확보하고 발행회사의 정보공시의무 이행을 강화시키기 위한 제도이다.[180]

---

178) 김명아, 『중국 증권법 바로 알기』, 이담, (2009), 173-173면

179) 현재 보증추천제도를 시행하고 있는 주요한 증권시장은 영국런던 증권거래소 소속 창업판시장(AIM: Alternative Investment Market), 홍콩거래소의 메인보드시장과 창업판시장(GEM: Growth Enterprise Market)및 캐나다 토론토증권거래소(TSX:Toronto Stock Exchange) 소속의 증권시장이 있다. 최초로 시행된 것은 영국 창업판시장이며 다른 나라와 달리 차스닥(창업판)시장뿐만 아니라 메인보드시장과 중소형주시장(Midsamll cap)에도 보증추천제도가 적용된다.

180) 王林清,『證券法理論與司法適用』, 法律出版社, (2009), 165면

중국의 보증추천제도는 증권발행의 질을 향상하고 효과적으로 투자자의 이익을 보호하기 위하여 도입한 제도로써 중국 메인보드시장뿐만 아니라 차스닥시장에도 적용된다. 기타 국가의 보증추천제는 최초에 단지 차스닥시장과 같은 벤처중심의 거래시장에 채택되어, 벤처기업 기타 중소기업의 경영불안정성 및 투자리스크가 큰 특징을 고려하여 시행되었다. 중국 보증추천제도는 메인보드시장의 시장화 정도가 낮고 주식투자리스크가 크며 신규투자자가 시장에 대한 정확한 인식이 낮은 상황을 감안하여 차스닥시장 뿐만 아니라 중소기업시장 및 메인보드시장에도 적용된다.[181] 그리고 중국의 보증추천제는 증권상장 뿐만 아니라 증권의 공개발행과정에도 적용되어 증권발행·상장 및 상장 후 제반과정에 관통되어 있는 제도이다. 기타 국가의 보증추천제는 주로 증권상장단계에만 적용된다.[182]

보증추천제에 대해 보증추천인, 보증추천인의 자격요건, 보증추천인의 의무, 보증추천인 책임의 네 가지 측면에서 살펴본다.

1. 보증추천인

주식의 공개발행을 신청할 때 법에 따라 주식인수를 채택한 경우, 또는 공개발행에 관한 법률·법규에 의하여 보증추천제를 실시하는 기타 증권의 경우, 발행회사는 보증추천자격이 있는 기관을 보증추천인으로 선임하고 보증추천을 받아야 한다(중국 증권법 제11조 제1항). 보증추천인은 발행인의 발행과 상장의 추천 및 지도에 관한 책임을 지며 발행회사 서류에 기록된 자료의 진실성·완전성·적법성을 조사하여 확인하고 발행인의 성실한 정보공개를 지도하여야 하는 한편 상장 후에도 지속적으로 감독·지도할 책임을 진다.[183] 보증추천인은 발행인이 상장규정을 준수하

181) 葉林, 전게서(주48), 131-132면
182) 葉林, 전게서(주48), 132면

도록 독촉하며 주식모집계획서에서 제시한 의무를 이행하고 발행인이 공시한 정보에 대해 연대책임을 부담한다. 즉 보증추천인은 회사주식발행과 상장의 추천인, 담보인 및 감독인의 세 가지 역할을 담당하고 있다.[184]

2. 보증추천인의 자격요건

중국에서는 "이중 보증추천제도"를 실행하고 있다. 즉, 보증추천인(보증추천기관)과 보증추천대표인이 각자로 보증추천업무에 관한 추천·담보·감독의 책임을 부담한다.[185] 중국 보증추천제도는 보증추천기구의 책임을 강조하는 동시에 자연인으로서의 보증추천대표인도 보증추천과정에 개인적인 책임을 부담해야 한다. 보증추천대표인은 보증추천기관의 직원이고 또한 독립적으로 법률책임을 부담하는 주체이기도 하다.[186] 따라서 보증추천인의 자격요건에 있어서도 보증추천기관[187]과 보증추천대표

183) "증권발행상장 보증추천업무 관리방법" 제2조
발행인은 다음의 경우에 보증추천기구 자격을 갖춘 증권회사를 지정하여 보증추천 책임을 이행하도록 해야 한다.
①주식의 최초공개발행
②상장회사의 신주·전환사채 발행
③중국 증권감독관리위원회가 인정한 기타의 경우

184) 李顔超, "주식상장제도에 관한 연구: 중국증권시장에 있어서 신규상장을 중심으로", 고려대학교 박사학위논문, (2013), 251면

185) 李顔超, 전게논문(주184), 252면

186) 葉林, 전게서(주48), 132면

187) "증권발행상장 보증추천업무 관리방법" 제9조
증권회사가 보증추천기구 자격을 취득하기 위해서는 반드시 아래와 같은 조건에 부합되어야 한다.
①등록 등록자본금이 인민폐 1억 위안 이상 이고 순자산은 인민폐 5천만 위안 이상
②완전한 회사지배구조와 내부통제시스템을 갖추고, 관련 규정에 적합하게 리스크를 통제하도록 지시할 수 있을 것
③보증추천업무에 대한 건전한 업무규정, 내부리스크 평가 및 통제시스템을 갖추고 내부기구를 합리적으로 설치하여 관련 연구능력과 매출능력을 지속적으로 뒷받침할 수 있는 기반조직을 만들 것
④우수한 보증추천 업무조직을 갖추어 전문적 업무를 합리적으로 수행할 수 있도록 하며, 최소 인원은 35명 이상이어야 하는데 그 중 최근 3년간 보증추천 관련 업무를 담당한 경력이 있는 인원이 20인 이상일 것

인[188]으로 나누어 규정하고 있다. 보증추천기관은 1개의 발행인에 한하여 2명의 보증추천대표인을 지정하여 보증추천업무를 수행하도록 해야 하고 주식발행 후 보증추천기관은 보증추천대표인을 변경할 수 없으나 보증추천대표인의 이직·자격 취소 등의 경우에 한해 보증추천대표인을 변경할 수 있다(중국 보증추천방법 제48조, 제49조). 또한 보증추천대표인 및 그의 배우자는 어떠한 명의 또는 방법으로든 발행인의 주식을 보유해서는 아니 된다(중국 보증추천방법 제5조 제3항).

증권회사가 증권발행과 상장 보증추천업무에 종사하려면 중국 증권감독위원회에 보증추천기관 자격을 신청해야 한다. 보증추천기관이 보증추천대표인 자격을 취득한 개인을 지정하여 구체적인 보증추천업무를 담당하도록 해야 한다. 중국 증권감독관리위원회의 승인이 없이 어떠한 기관이나 개인도 보증추천업무에 종사할 수 없다(중국 보증추천방법 제3조). 현재 중국에서 증권회사 이외의 금융기관이 보증추천인이 되어 보증추천업무를 수행하는 것을 허용하지 않는다.

보증추천기구 및 그 지배주주, 실질적인 지배인, 주요 이해관계자 등이 발행인 주식의 7%를 초과하여 소지하거나 또는 발행인이 보증추천기구의 주식을 7% 이상 보유하거나 지배하는 경우, 당해 보증추천인은 보

---

⑤보증추천대표인 자격요건을 갖춘 직원이 4인 이상일 것
⑥최근 3년 이내 중대한 법규 위반행위로 인하여 행정 또는 형사처벌을 받은 적인 없을 것
⑦증권감독관리위원회가 규정하는 기타 요건을 구비할 것

188) “증권발행상장 보증추천업무 관리방법” 제11조
개인이 보증추천대표인의 자격을 취득하기 위해서는 반드시 아래와 같은 조건에 부합되어야 한다.
①3년 이상의 보증추천 관련 업무경력이 있을 것
②최근 3년 이내 제2조에서 규정한 국내 증권발행에 조력한 적이 있을 것
③증권감독관리위원회가 인가한 보증추천대표인 능력시험에 참가하여 합격점을 취득할 것
④신의성실의무를 지키고 품행이 올바르며 신용불량의 기록이 없을 것
⑤최근 3년 동안 증권감독관리위원회의 행정 및 형사처벌을 받은 적이 없을 것
⑥만기에 변제하지 못한 상당한 금액의 채무가 없을 것
⑦증권감독관리위원회가 규정한 기타 사항에 만족할 것

증추천 업무를 이행할 때 이해관계 없는 기타 보증추천기구와 공동으로 연합보증추천업무를 수행해야 한다. 따라서 이해관계가 없는 보증추천기관을 제1보증추천인으로 해야 한다(중국 보증추천관리방법 제43조). 상술 규정에 따르면 보증추천기구가 발행인의 주식을 보유하는 것을 금지하는 것이 아니라 다만 주식의 보유수량에 제한을 두고 있다.

3. 보증추천인의 의무

보증추천인은 발행인과 보증추천협약을 체결하여 그 보증추천의무를 이행한다. 보증추천인의 의무는 발행인의 상장시점을 기준으로 그가 처한 단계에 따라 발행·상장단계와 계속 지도감독단계로 구분할 수 있다.

(1) 발행· 상장단계

발행·상장단계에서 보증추천인의 주요 업무는 발행회사의 발행과 상장에 대해 최선을 다하여 추천하는 것이다. 보증추천인은 실사업무(Due Diligence)와 검사업무를 수행해야 하고 실사와 검사결과에 따라 추천서를 제출할지 여부를 결정한다. 최초공개발행(IPO)의 경우에는 보증추천인은 추천서를 제출하기 전에 발행인에 대하여 지도업무를 수행한다.[189]

(2) 지속적 지도감독단계

보증추천인은 발행인의 구체적인 상황을 파악하여 발행인이 주식을 상장·발행한 후 지속적인 지도·감독의 계획을 확정하고 발행인이 관련 운영규범, 발행약정, 정보공시 등의 의무를 이행하도록 지속적으로 지도·

189) 李顔超, 전게논문(주184), 256면

감독할 의무가 있다(중국 보증추천방법 제35조). 그 중 주식 최초공개발행(IPO)에 대한 지도·감독기간은 증권을 상장하는 당해 연도의 나머지 기간과 그 후 3개 회계연도를 규정하고 있다.

4. 보증추천인 책임

(1) 행정책임

중국 증권감독관리위원회는 보증추천인이 "보증추천방법" 및 기타 관련 법규를 위반한 경우 보중추천기관과 보증추천대표인을 각각 처벌한다. 즉 보증추천인의 책임은 "이중 보증추천책임"이다. 중국 증권감독관리위원회에서 보증추천인에게 부과하는 행정처벌의 형식으로는 다음과 같은 두 가지 유형이 있다.[190]

첫째, 보증추천인에게 제한을 부과하여 자격을 정지 혹은 박탈하는 처벌이다. 중국 증권감독관리위원회는 보증추천인의 위법한 사실을 안 날로부터 보증추천기구의 업무허가를 3개월 내지 6개월 정지할 수 있으며 상황이 심각하면 보증추천기구의 자격을 취소할 수 있다. 또한 보증추천대표인이 위법한 사실이 있을 경우, 3개월에서 12 개월 내 해당 보증추천대표인이 담당하는 보증추천을 수리하지 않거나 심지어 보증추천대표인자격을 취소하는 처분을 가할 수도 있다.

둘째, 보증추천인에게 재산적 처벌을 부과할 수 있는데, 주로 과태료, 업무수입몰수, 위법적 소득 몰수의 세 가지 유형이 있다. 보증추천인이 허위기재, 오해를 유발하는 진술 또는 중대한 누락이 있는 보증추천서를 제출하거나 기타 법정의무를 이행하지 아니한 경우 증권감독관리위원회에서 시정조치를 명하고 경고하며, 영업수익을 몰수하고 아울러 영업수

190) 정영, "중국 차스닥시장에 관한 법적 고찰: 상장제도를 중심으로", 서울대학교 석사학위논문, (2012), 72면

익 상당액 이상 5배 이하의 과태료 처분을 부과한다. 중대한 경우 영업정지 또는 취소를 명할 수 있다. 직접적인 책임이 있는 주관자와 기타 관계자에게는 경고처리, 인민폐 3만 위안이상 30만 위안 이하의 과태료를 부과한다.

(2) 민사책임

보증추천인의 민사책임은 보증추천인의 보증책임을 기초로 발행한다. 보증인의 민사책임을 구체적으로 세 가지로 분류할 수 있다. 첫째, 법정 정보공시 서류의 진실성·정확성·완전성에 대한 보증책임, 둘째, 발행회사의 내부 지배구조 운영규범과 발행회사의 계속적인 발전성(보통 투자설명서에서 공시할 수 없는 정보임)에 대한 보증책임, 셋째, 주식발행 후 발행회사가 투자자 이익에 영향을 미치는 중대한 변화가 발행하지 않도록 함에 대한 보증책임이다.[191]

중국 증권법에 의하면 보증추천인의 민사책임은 주로 계약상의 과실로 인한 연대책임[192], 허위진술로 인한 연대배상책임[193], 내부자거래에

191) 李顔超, 전게논문(주184), 260면

192) 중국 증권법(2005년 개정) 제26조: 국무원 증권감독관리기구 또는 국무원에서 수권한 부서가 그의 증권발행에 대한 심사비준 결정이 법정 조건 또는 법정 절차에 부합되지 않는 것을 발견한 경우, 증권을 아직 발행하지 않았으면 반드시 상술 결정을 취소하고 그 발행을 중지하여야 한다. 이미 발행하였지만 아직 상장하지 않았을 경우에는 증권발행에 대한 심사비준결정을 취소함과 동시에 발행인은 발행가격과 동기 은행의 예금이자를 가산한 금액을 증권소유자에게 반환해야 한다. 보증추천인은 발행인과의 연대책임을 부담해야 하지만 자체 과실이 없음을 증명할 수 있을 경우는 제외한다. 발행인의 지배주주, 실제 지배인이 과실이 있을 경우에는 발행인과의 연대책임을 부담해야 한다.

193) 중국 증권법 (2005년 개정) 제69조: 발행인・상장회사가 공고한 투자설명서, 회사채권 모집설명서, 재무회계보고서, 상장공고서, 정기보고, 반기보고(中期報告), 수시보고 및 기타 정보공시자료에 허위기재, 오해를 유발할 만한 진술 또는 중대한 누락이 있어 투자자로 하여금 증권거래로 인한 손해를 입게 한 때에는 발행인・상장회사는 배상책임을 진다. 발행인·상장회사의 이사, 감사, 고급임원과 기타 담당자 및 보증추천인, 인수인은 발행인·상장회사와 연대배상책임을 진다. 단, 무과실임을 증명한 때에는 예외로 한다. 발행인・상장회사의 지배주주, 실제 지배자에게 과실이 있는 때에는 발행인・상장회사와 연대하여 배상책임을 진다.

관한 손해배상책임[194], 진실성·정확성·완전성 보증[195]에 대한 연대배상책임 등이 있다.

(3) 형사책임

발행인과 그 이사·감사·고급관리임원, 증권회사와 그 책임자가 법률과 행정법규에 위반하여 범죄혐의가 있는 경우에는 관련 규정에 따라 사법기관에 이를 이관하여 형사책임을 추궁할 수 있다(중국 보증추천방법 제79조).

Ⅳ. 중국 보증추천제도의 문제점

1. 보증추천기관과 관련 관계인 간의 권리·책임 불분명

첫째, 보증추천기관과 증권감독관리위원회 간의 권리·책임이 명확하지 않다. 국무원 증권감독관리위원회 산하의 발행심사위원회(發行審核委員會)는 상장신청서류에 대해 실제적인 심사의무를 행사하며 회사의 상장 여부를 결정한다. 즉, 상장을 희망하는 회사는 증권감독관리위원회의 관련 부서의 "신용담보"를 취득해야 하는데 이러한 독특한 제도설정은 증권감독관리위원회에서 "보증추천"업무를 이행하는 것처럼 보인다. 만약 상장회사에 문제가 발생하여 투자자의 이익을 해하면 투자자들은 증

194) 중국 증권법 (2005년 개정) 제76조 제3항: 내부자 거래행위가 투자자에게 손실을 조성하였을 경우 행위인은 반드시 법에 따라 배상책임을 부담한다.

195) 중국 증권법 (2005년 개정)제173조: 증권서비스기구에서 증권의 발행, 상장, 거래 등 증권업무를 위해 회계감사 보고서, 자산평가 보고서, 재무컨설팅 보고서, 자산신용 등급평가 보고서 또는 법률 의견서 등 서류를 제작 및 작성할 경우에는 그가 제작 및 작성한 서류 내용의 진실성·정확성·완벽성에 대하여 심사와 검증을 해야 한다. 그가 제작, 작성한 서류에 허위 기재, 오해를 유발할 만한 진술 또는 중대한 누락이 있어 타인에게 손해를 줄 경우에는 발행인, 상장회사와 연대배상책임을 져야 하지만 자체 과실이 없음을 증명할 수 있는 경우를 제외한다.

권감독관리위원회에 책임이 있다고 본다. 하지만 증권감독위원회가 심사과정에서 발행인의 정보공시내용이 실제와 부합하지 않는 것을 발견하지 못하면 실제적으로 그 책임은 보증추천기관에서 부담해야 하며 국무원 증권감독관리위원회는 실제적인 심사를 진행함과 상관없이 그의 심사결과에 대해 책임을 지지 않는다. 이처럼 감독관리권한이 고도로 집중되어 있음에도 감독관리책임이 결여되어 있는 점은 보증추천제도의 효용을 발휘하는데 걸림돌이 되고 보증추천기관과 증권감독관리기구의 직책을 혼동하여 보증추천기관의 책임을 가중함과 동시에 보증추천업의 발전을 방해한다.[196]

둘째, 보증추천기관과 발행인 간의 권리·책임이 명확하지 않다. 보증추천인이 보증책임을 이행하는 과정에 주로 발행인이 정보공시의무, 즉 정보공시의 진실성·적시성·완전성에 대해 법적 담보책임을 부담한다. 그러나 보증추천기관과 발행인 간의 "정보비대칭"으로 말미암아 보증추천인이 발행인에 대한 상장지도와 추천한 자료는 대부분 발행인이 제공한 자료에 의거한다. 따라서 보증추천기관은 발행인이 제공한 자료의 진실성을 판단하기 어렵다.

셋째, 보증추천기관과 보증추천대표인 간의 권리·책임이 명확하지 않다. 전술하였듯이 중국 증권감독관리위원회는 보증추천인이 "보증추천방법" 및 기타 관련 법규를 위반한 경우 보중추천기관과 보증추천대표인을 각각 처벌한다. 즉 보증추천인의 책임은 "이중 보증추천책임"이다. 실무에 있어서 보증추천기관에서 보증추천대표인을 고용하기 때문에 보증추천대표인의 독립적인 판단을 기대하기 어렵게 되었다. 또한 보증추천책임에 있어서 중국은 과도하게 보증추천대표인에 의거하기 때문에 보증추천제도가 결국 보증추천대표인제도에 불과하다.

넷째, 보증추천기관과 기타 중개기구 간의 권리·책임이 명확하지 않

196) 鄧磊, "論核準制下保薦人地位的重構與法律規制", 法治研究第1期, (2013), 99면

다. 보증추천기관에서는 공개모집자료 중 기타 중개기구에서 제출한 각항 의견에 대해 신중하게 심사해야 한다. 비록 보증추천대표인에게 회계, 감사, 법률 등 관련 영역의 지식을 구비할 것을 요구하지만 공인회계사, 변호사에 비해 전문성이 떨어진다. 또한 공인회계사가 제공한 감사보고서와 변호사가 제공한 법률의견서는 대외적으로 법적효력을 가진다. 보증추천기관에게 상술 문서에 대해 실제적인 심사를 진행하도록 요구하면 보증추천기관의 책임을 증가시키고 오히려 회계사무소, 변호사사무소의 책임을 경감하려는 혐의가 있다. 상장과정에 사기사건이 발생하면 관련 주체의 구체적인 책임을 추궁하기 어렵다.[197]

2. 보증추천인의 "독립성" 결여와 이해상충

보증추천제도는 증권발행과 상장제도의 중요한 일환이고 중국 증권감독관리위원회가 증권의 발행과 상장회사의 품질을 확보하고 발행회사가 상장회사의 정보공시의무 이행을 강화시키기 위한 제도로써 보증추천인은 회사주식발행과 상장의 추천인, 담보인 및 감독인의 세 가지 역할을 담당한다. 따라서 보증추천인은 발행인으로부터 독립적인 지위를 지켜야만 객관적인 감독자로서의 지위를 확보하고 보증추천의 의무를 공정하게 이행할 수 있다.

현행 법제도하에 발행인과 보증추천인의 관계가 긴밀하여 이익공동체가 되었다. 보증추천인은 증권발행인과 보증추천계약을 체결한 후, 주식의 발행·상장과정에서 그의 직책을 행사한다. 발행인은 보증추천인을 선임하고 그의 보수를 지급한다. 만약 발행인의 주식발행이 실패하면 보증추천인은 약정한 보수를 지급받을 수 없고 보증추천인의 직접적인 업무실행자로서의 보증추천대표인도 상응한 보수를 받지 못할 것이다.[198] 보

197) 鄧磊, 전게논문(주196), 99면
198) 李顔超, 전게논문(184), 299면

증추천인이 보증추천업무를 수임하기 위해서는 발행인의 명령에 따라 업무를 수행할 수밖에 없게 되었다. 또한 보증추천인의 조사권한은 한계가 있으므로 보증추천인이 업무를 실행하는 과정에 획득한 정보는 대부분 발행인이 제출한 서류에 근거한 것으로 만약 발행인이 고의로 진실한 정보를 감추거나 위조하면 보증추천인은 문제를 쉽게 발견하지 못할 것이다.

실무에 있어서 중국의 보증추천인과 주간회사의 역할을 보통하나의 증권회사(판매상)가 겸임하므로 보증추천인은 주식의 발행수량을 증가하여 그의 실적을 높일 원천적인 충동이 생긴다. 따라서 보증추천인이 그의 추천·감독의무를 이행하는데 한계가 있다.[199]

3. 보증추천인 책임규정 결여

보증추천방법에 의하면 보증추천의 책임 중 주된 책임은 행정책임이므로 보증추천기관의 민사책임에 관한 규정이 많지 않다. 예컨대 보증추천기관의 자격을 일시 정지, 취소 또는 보증추천대표인의 자격을 취소, 보증추천을 거부하는 조치 등이 있지만 보증추천인은 자신의 이익을 도모하기 위해 발행인의 상장·발행과정에서 서류를 조작하여 투자자들의 이익을 침해한다. 중국 증권법은 보증추천인과 발행인은 연대책임을 진다고 규정하였다. 단, 보증추천인의 책임은 발행인이 부담하는 손해배상책임을 기초로 하기 때문에 실무에 있어서 입증책임 및 발행인이 부담하는 손해배상책임 규정이 미비하여 발행인의 민사책임을 추궁하기 어려울 뿐만 아니라 나아가 보증추천인의 연대책임을 추궁하기도 어렵게 되었다.

---

199) 鐘梁, “論我國新股發行審核制度的改革與完善”, 華東師範大學 碩士學位論文, (2013), 41면

제3절 비교법적 검토

Ⅰ. 영국 AIM의 지정자문인제도

1995년 6월, 영국 런던증권거래소는 대형 글로벌 기업이 거래되는 메인보드 거래시장 외에 성장속도가 빠른 중소기업을 대상으로 거래시장 “AIM(Alternative Investment Market)”를 설치하였다. 중국의 차스닥, 한국의 코스닥 및 미국의 나스닥이 메인보드시장과 분리된 상황과 달리, “AIM”시장은 영국 런던증권거래소에 속해있다. 영국 런던거래소는 전 세계범위 내의 유망한 중소기업이 진출하는 국제시장이며 상장규정, 거래 감시 및 시장의 공정성 보호 등에 대해 책임을 진다. AIM는 타 시장에 비해 규제가 완화되고 상장요건이 까다롭지 않아 발전 잠재력이 있는 전 세계 중견기업에게 해외자금조달의 기회를 제공한다.[200] 영국런던증권거래소는 최초로 보증추천제도(영국: 지정자문인제도)를 도입한 증권거래소이다.

영국런던증권거래소는 “AIM지정자문인규칙(AIM Rules for Nominated Advisers)”를 비롯하여 “AIM회사규칙(AIM Rules for Companies)”, "징계절차와 상소 안내서(Disciplinary Procedures and Appeals Handbook)"등을 포함한 규정을 제정하여 AIM지정자문인에 대해 규율하고 있다. AIM지정자문인규칙은 2006년 10월 2일에 공포되어 2007년 2월 20일에 개정한바 있다. 이는 주로 지정자문인에 관한 기준(Criteria)과 채용절차(Process for becoming a nominated adviser), 지정자문인의 지속적 적격성(Continuing Eligibility), 지속적 의무(Continuing Obligations), 독립성(Independence) 및 지정자문인에 관한 심사와 징계

200) 吳燁, “중국 증권시장 상장제도에 관한 연구: 한중 비교를 중심으로”, 고려대학교 석사학위논문, (2012), 76면

(Review and Discipline) 등의 내용을 포함하고 있다.[201]

상장기업이 시장규칙을 준수하는 것을 보증하고 투자자의 이익을 효과적으로 보호하기 위해 지정자문인 임명은 AIM상장 및 상장유지의 필수적인 요건이다. AIM이 상장에 관해 강제적인 시장진입제한을 설치하지 않은 대신 지정자문인 제도에서 자주적으로 일정한 기준을 정하며 동 기준에 따라 상장기업의 적합성을 심사한다.[202] 지정자문인의 임기는 회사 AIM에 상장해 있는 기간에 한하여 종신제를 실시하므로 상장회사가 존재하는 한 지정자문인을 계속 존재한다. 만약 AIM상장회사의 지정자문인이 부재된 경우, 당해 상장회사의 주식거래를 정지하여야 하며 1개월 이내에 새로운 지정자문인을 찾지 못하여 경우에는 당해 상장회사의 주식은 증권시장에서 퇴출된다.[203]

"AIM지정자문인규칙(AIM Rules for Nominated Advisers)"에는 지정자문인의 자격요건에 있어서 자문기관으로서의 지정자문인[204]과 자연인으로서의 지정자문인의 집행인[205]으로 나뉘어 규정하고 있다. 런던거

---

201) 정영, 전게논문(주190), 90면

202) 陳斌等, "境外創業板上市公司監管制度研究", 深圳交易所研究報告書, (2010.2.24), 183면

203) "AIM Rules for Companies(2010)" Rule 1:In order to be eligible for AIM, an applicant must appoint a nominated adviser and an AIM company must retain a nominated adviser at all times. The nominated adviser is responsible to the Exchange for assessing the appropriateness of an applicant for AIM, or an existing AIM company when appointed as its nominated adviser, and for advising and guiding an AIM company on its responsibilities under these rules. The responsibilities of nominated advisers are set out in the AIM Rules for Nominated Advisers. If an AIM company ceases to have a nominated adviser the Exchange will suspend trading in its AIM securities. If within one month of that suspension the AIM company has failed to appoint a replacement nominated adviser, the admission of its AIM securities will be cancelled.

204) "AIM Rules for Nominated Advisers(2007)" Rule 2(The Criteria): An entity seeking approval as a nominated adviser must: ①be a firm or company (individuals are not eligible);②have practised corporate finance for at least the last two years; ③have acted on at least three Relevant Transactions during that two-year period; an ④employ at least four Qualified Executives.....

205) "AIM Rules for Nominated Advisers(2007)" Rule 4(Qualified Executives): A Qualified Executive is:①a full-time employee of an applicant (or

래소는 지정자문인에 대해 리뷰(Review) 및 징계(Discipline)를 부과할 수 있다. AIM관련 규칙에 따르면 런던증권거래소는 지정자문인이 그의 의무를 충분히 이행하였다는 것을 확인하기 위해 당해 지정자문인에 대해 공식적인 리뷰를 실행할 수 있다. 지정자문인 및 그의 적격 집행인원은 거래소에서 전면적인 협조를 제공하고 관련 업무에 대한 거래소의 질문에 답해야 한다.[206] 거래소는 지정자문인이 AIM관련 규칙을 위반하거나 또는 그의 행동이나 판단에 의해 AIM의 진실성 및 명성이 손상되었거나 손상될 우려가 있다고 판단할 때 당해 지정자문인에 대해 ①경고통지 발표, ②과태료 부과, ③견책, ④지정자문인 등록취소 그리고 (혹은)⑤거래소에 의한 해당 조치 및 이유공시 등과 같은 조치를 가할 수 있다.[207]

정자문인이 상장회사 및 상장회사에 관한 심사와 감독을 공정하고 효과적으로 수행할 수 있도록 런던거래소에서 지정자문인 독립성에 대해 규정을 두고 있다. 즉, 지정자문인이 AIM상장기업으로부터의 독립적일 것을 증명할 수 있어야 한다. 거래소는 지정자문인에게 그와 그의 적격 집행인원의 독립성을 손상하는 어떠한 잠재적 이해충돌도 존재하지 않는다는 것을 증명할 것을 요구하며 입증책임은 지정자문인에게 있다. 또한

---

nominated adviser in relation to continuing eligibility); ②someone who has acted in a corporate finance advisory role, which may include the regulation of corporate finance, for at least the last three years; and ③someone who has acted in a lead corporate finance role on at least three Relevant Transactions in that three-year period.....

206)"AIM Rules for Nominated Advisers(2007)" Rule 26: A nominated adviser may be subject to a formal review by the Exchange to ensure that it has fully discharged its responsibilities under these rules and the AIM Rules for Companies. A nominated adviser must ensure that its Qualified Executive co-operate fully with the Exchange and that the Qualified Executive who was responsible for a transaction is available to answer any question by the Exchange about any relevant matter. A nominated adviser must allow Exchange offers access to its records(had and electronic copies)and business premises when so requested by the Exchange.

207) 정영, 전게논문(주190), 92면

AIM지정자문인 규칙에 의하면 ①지정자문인의 파트너, 이사, 직원 및 그들의 관계자(이하 “이해관계자”라고 칭함)가 상장회사의 이사가 되어서는 아니 됨, ②지정자문인 및 이해관계자가 단독 혹은 합산하여 상장회사의 주요주주[208]가 되어서는 아니 됨, ③지정자문인이 인수주선업무 수행으로 AIM지정자문인 규칙을 위반할 시 가급적 실행 가능한 합리적인 기간 내에 이상 규칙에 따라 보유주식을 매각해야 한다.

AIM시장에서는 기타 국가 또는 지역에서 단지 투자은행 또는 증권회사가 지정자문인의 업무를 수행하는 상황과는 다르게 주식위탁판매사, 은행 또는 회상재무방면에 풍부한 경험이 있는 금융전문지구가 지정자문인을 담당할 수 있다.[209] 하나의 주체가 지정전문인과 주식위탁판매회사를 겸할 수 있다. 단, 동일한 주체가 동시에 자문인 업무와 주간사업무를 수행하는 경우에는 두 가지 역할로써의 책임의 구분이 명확해야 하며 차이니스 월(Chinese Wall)이 설치되어야 한다.[210] 차이니스 월이란 금융기관이 다양한 금융업무를 수행할 때 발생하는 이익충돌을 관리하기 위해 채용하는 기법의 하나인데, 간단히 말하면 금융기관 내의 다른 부서 사이에 정보의 흐름을 효과적으로 제한하는 정보차단장치를 의미한다.[211]

---

208) 상장회사 주식 10% 또는 그 이상 보유, 옵션, 워런트 등 행사할 때 유사한 권리로 간주될 수 있는 다른 것도 포함한다.
209) 吳燁, 전게논문(주200), 77면
210) 정영, 전게논문(주190), 93면
211) 이중기, “자본시장통합법에 관한 정책제안-영국의 경험을 중심으로”, 학술발표자료 한국적 제3의 길, (2007), 78면

Ⅱ. 홍콩증권시장의 스폰서제도

홍콩증권거래시장은 영국AIM(Alternative Investment Market)의 지정자문인제도를 모델로 삼아 스폰서(Sponsor) 제도를 도입하였다. 홍콩증권거래시장에서는 스폰서의 지위가 상당히 중요한 지위를 차지한다. 홍콩증권시장의 메인보드시장과 GEM(Growth Enterprise Market)시장에는 비록 약간의 다른 점이 있지만 모두 스폰서제도를 도입하여 운영하고 있다.[212]

홍콩증권거래소의 "메인보드시장상장규칙(主板上市規則)"에서 스폰서의 주요 업무는 상장조건에 부합된 회사를 보증추천하고 상장신청서류 등에서 공시된 정보의 진실·완전성을 보증하며 증권발행회사의 임원들이 이사로서의 책임사항을 인식하도록 한다. 홍콩거래소는 발행회사가 상장한 후 최소한 1년간은 스폰서가 계속 발행인에 대해 조력하도록 권고하고 있지만 스폰서의 책임은 원칙상 증권의 상장과 더불어 종료한다. 홍콩 GEM(Growth Enterprise Market)시장의 경우에는 발행회사가 상장한 후 2개 회계연도 이내에는 지속적으로 스폰서의 책임을 부담해야 한다고 정하였다. 이것은 홍콩증권시장에서 메인보드시장과 GEM(Growth Enterprise Market)시장에서 스폰서제도 운영의 가장 큰 차이점이다.[213]

홍콩증권거래소는 기존에 하나였던 스폰서를 단계별로 스폰서, 합법성 고문(Compliance Advisor), 독립재무고문(Independent Financial Advisor)이라는 세 가지 역할로 분리시켰다. 또한 스폰서의 독립성 위반에 관한 상황을 열거함과 동시에 스폰서가 홍콩증권거래소에 독립성에 관한 진술을 하도록 요구하였다.

---

212) 談蕭, "香港保薦人制度最新修訂述評 (J) ", 證券市場導報, (2005.06.13.), 2면
213) 吳燁, 전게논문(주200), 80면

제4절 중국 보증추천제도 개선방안 제시

중국 보증추천제는 투자자의 이익을 보호하기 위한 제도이지만 보증추천기관과 관련 관계인 간의 권리·책임 불분명, 보증추천인의 "독립성" 결여와 이해상충, 보증추천인 책임 결여 등의 이유로 그의 작용을 충분히 발휘하지 못하고 있다. 일부 학자는 강제적인 보증추천제를 폐기하고 증권발행과정의 위법행위에 대해 발행인과 자율적으로 선택된 보증추천인이 투자자에게 연대책임을 부담하도록 하자고 주장하였다.[214] 그러나 중국증권시장 발전역사가 짧고 투자자들이 자율적·이성적으로 시장리스크를 분별할 것을 기대하기에는 아직 시기상조이다. 현재 중국 증권법(2005년 개정)에 대한 재개정을 적극적으로 추진하고 있고 빠른 시일 내에 중국 증권법의 개정과 함께 "등록제"가 시행될 것으로 예상된다. 중국의 보증추천제도도 상응한 개정을 통해 제대로 기능을 발휘하고 과도한 행정개입을 폐기하고 지속적인 발전을 도모할 필요가 있다. 따라서 중국의 보증추천제도의 문제점을 분석하고 기타 국가와 지역의 보증추천제도의 장점을 학습하여 중국 보증추천제를 개선하는 것이 바람직한 선택이 될 수 있다.

Ⅰ. 보증추천기관과 보증추천대표인의 관계 재정립

영국 AIM에서 집행임원은 지정자문인의 임원으로 그의 업무수행에 따른 책임은 모두 소속 지정자문인에게 귀속되며 발행인 증권발행 과정에서 제출한 의견에 대해 책임을 부담하지 않는다. 홍콩의 스폰서도 비슷하다. 주식 상장·발행과정에서 발생한 위법행위에 대해 자연인인 집행

214) 劉俊海, "落實十八屆三中全會精神紮實推進我國IPO註冊制改革", 法律適用第1期, (2014), 69면

임원에 책임을 부담하게 하지 않는 이유는 투자자의 막중한 피해에 비해 개인의 책임부담능력이 제한되어 있기 때문이다. 중국 보증추천대표인은 보증추천기관의 소속직원이지만 보증추천기구와 동등한 책임을 부담해야 하며, 보증추천인은 기타 중개기구에서 제출한 전문적 의견까지 심사하고 책임져야 하는데 이러한 책임부담체계는 타당하지 않다고 생각한다. 따라서 중국 보증추천제를 개정하여 대외적인 책임부담의 주체를 보증추천기관으로 제한함과 동시에 보증추천대표인은 임원으로서의 충실의무와 선관주의의무를 위반한 행위에 한해 보증추천기관과 연대하여 책임을 부담하도록 해야 한다. 기타 중개기관, 즉 공인회계사, 변호사사무소에서 제공한 서류에 대해 각자의 업무내용을 명확히 하고 책임부담체계를 재정립하여 명확히 할 필요가 있다.

Ⅱ. 보증추천인의 독립성 강화

중국 보증추천인은 발행인에 의해 위임된다. 실무에 있어서 이러한 위임 모델하에 발행인과 보증추천인은 이익공동체를 달성하여 투자자의 이익을 해하게 되는 경우가 많다. 따라서 증권감독관리위원회에서 보증추천인의 위임에 관한 규칙을 재정비하여 이익공동체의 형성을 차단할 수 있다. 예컨대, 선임비용에 관해 주식모집금액에 대해 비율적으로 수취하는 방식을 금지하고, 상장 후 위법행위에 대한 보증추천인책임을 강화하여 보증추천인으로 선임할 때 증권감독위원회에 독립성에 관한 “성명문”을 제출하도록 요구하는 방안 등을 생각해 볼 수 있다.

Ⅲ. 보증추천인과 주간사의 역할분리

실무에 있어서 보증추천인과 주간회사의 역할을 동일한 증권회사가 겸임하는 경우가 많다. 추천·감독의무를 부담해야 하는 보증추천인 지위와 주식인수를 책임지는 인수인의 지위라는 이중의 신분이 동일인에 부여되면 보증추천인이 그의 추천·감독의무를 이행하는데 한계가 있다. AIM 지정자문인제도처럼 동일한 주체가 동시에 보증추천업무와 주간사업무를 수행하는 경우에는 두 가지 역할로서의 책임의 구분이 명확해야 하며 또한 정보교류차단장치를 설치하도록 요구할 수 있다. 만약 정보교류차단장치를 설치하지 않은 경우 보증추천업무와 주간사업무를 겸임할 수 없도록 규정하는 방안을 생각해 볼 수 있다.

Ⅳ. 보증추천인의 책임강화

상술한 바와 같이 보증추천인은 고액의 선임비용이 위법으로 인한 책임을 완전히 해소할 수 있다고 판단하기 때문에 모험을 무릅쓰고 불법행위를 포기하지 못한다. 생각건대 보증추천인이 투자자에 대한 민사책임의 귀책사유는 과실추정원칙으로 규정하여 투자자의 과중한 입증책임을 전가하고, 행정처벌을 엄격히 하여 보증추천인의 위법행위로 인한 자격정지기간 및 과태료 금액을 상향조정할 수 있다.

제6장 결 론

2013년-2014년 중국 신주발행제도의 제·개정은 중국 정부에서 자본시장을 진일보 규율하여 주식회사의 신주발행을 통해 자금조달의 탄력성·기동성·효율성을 확보하고 자본시장 및 경제의 글로벌화에 적극적으로 대응하기 위한 제도적인 설치로 이해할 수 있다. 중국의 실정을 살펴볼 때 자본시장의 발전역사가 기타 성숙된 자본시장을 운영하는 국가에 비해 짧고 경험이 부족하다. 향후 지속적인 자금조달을 위해서는 기존주주 및 신규투자자의 이익보호를 중요시 할 필요가 있다.

본 논문은 기존주주의 보호를 위한 대표적인 쟁점인 신주인수권 문제와 신규투자자 보호제도로서의 신주발행심사제도에 주안점을 두고, 중국의 현행법 제도를 고찰한 후 비교법적 검토를 통해 기타 법제도에서 얻은 시사점을 바탕으로 상술한 중국의 법제도에 관한 몇 가지 개선방안을 제시하였다.

신주인수권 제도는 신주발행에 있어 의결권 및 현금흐름에 대한 주주의 비례적 이익을 가장 온전히 보호하는 것으로 인식되는 제도이다. 중국 회사관리제도가 아직 미비하고 자본시장 관리제도가 정비되지 않아 주식발행에 시가형성이 어려운 상황이다. 따라서 중국에서 신주인수권을 인정하여 기존주주의 이익을 보호함과 동시에 불공정한 신주발행에 대한 구제수단을 정비할 필요가 있다고 생각한다.

중국 신주발행심사제도로서의 보증추천인제도는 신규투자자의 이익을 보호하기 위한 제도로 의의가 있다. 2013년 중국 신주발행개혁의 일환으로 점진적으로 심사비준제를 폐지하고 등록제를 실행할 것이라고 입법예고를 하였다. 현재 중국 자본시장에서 투자자들이 자율적·이성적으로 시장리스크를 분별하고 전문적인 판단을 할 것을 기대하기에 아직 부족한

면이 적지 않다. 또한 규제당국은 자본시장에 대한 지속적인 감독능력을 구비하지 못하고 있다. 이러한 시점에서 현행 보증추천인제도를 개선하여 신규투자자의 이익을 보호하는 것이 중요하다고 생각된다. 즉, 보증추천기관과 보증추천대표인의 관계를 재정립, 보증추천인의 독립성을 강화, 보증추천인과 주간사 역할을 분리, 보증추천인의 책임을 강화하는 방향으로 개선할 필요가 있을 것이다.

참고문헌

[한국문헌]

단행본

김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, (2009)

김건식, 『회사법연구(Ⅱ)』, 소화, (2010)

김명아, 『중국 증권법 바로 알기』, 이담, (2009)

송옥렬, 『상법강의(제3판)』, 홍문사, (2013)

이철송, 『회사법강의(제20판)』, 박영사, (2012)

임재연, 『미국회사법』, 박영사, (2009)

연구논문

김건식, “현물출자와 신주인수권”, 서울대학교법학 제31권1.2호, (1990)

김이수, “현행상법에 비추어 본 주주의 신주인수권 제도의 당위성에 관한 고찰”, 상사판례연구(상사판례법학회) 제23권제4호, (2010)

고재종, “중국 회사법상 신주발행 규제에 관한 검토”, 외법논집 (한국외국어대학교) 제27집, (2007.8)

노혁준, “신주발행의 무효사유에 관한 연구”, 선진상사법률연구 통권 제60호 법무부, (2012.10)

구기보, “중국상장기업의 비유통주 개혁에 따른 주식시장의 반응”, 현대중국연구 제13집1호, (2011)

이중기, “자본시장통합법에 관한 정책제안-영국의 경험을 중심으로”, 학술발표자료 한국적 제3의 길, (2007)

이정표, “중국 비유통주 개혁에 관한 법적 고찰”, 중국법연구제6집, (2006)
정준영, “일반 공모증자제도의 도입과 대책-주주의 신주인수권 배제를 중심으로”, 한국상장회사협의회 제32호, (1995)
최준선·이선화, “중국 우선주제도에 관한 법적 고찰”, 동아법연구 제3권 제1호, (2009)
趙大遠, “중국상장기업의 국유주 감소에 관한 연구”, 中國學論叢, (2003)

학위논문

김지안, “신주발행에 있어서 신주인수권 기타 주주보호수단에 관한 연구”, 서울대학교 석사학위논문, (2013)
김명아, “중국 증권법상의 투자자보호에 관한 연구: 2005년 개정법을 중심으로”, 한국외국어대학교 박사학위논문, (2008)
남옥매, “주식회사의 신주발행에 관한 연구: 중국법의 문제점과 개선방향을 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, (2013)
마리리, “회사법상 자본관련제도에 관한 연구: 한국과 중국의 비교를 중심으로”,전남대학교 박사학위논문, (2011)
문준우, “주식회사의 자금조달에 관한 연구: 주식과 사채를 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, (2010)
박진호, “사채발행제도에 관한 연구”, 조선대학교 박사학위논문, (2001)
박기종, “주주의 신주인수권에 관한 연구”, 조선대학교 박사학위논문, (2003)
李顔超, “주식상장제도에 관한 연구: 중국증권시장에 있어서 신규상장을 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, (2013)

정영, “중국 차스닥시장에 관한 법적 고찰: 상장제도를 중심으로”, 서울대학교 석사학위논문, (2012)
吳燁, “중국 증권시장 상장제도에 관한 연구: 한중 비교를 중심으로”, 고려대학교 석사학위논문, (2012)

[중국문헌]

단행본

施天濤, 『公司法論 (第二版)』, 法律出版社, (2006)
劉俊海, 『公司法學 (第二版』, 北京大學出版社, (2013)
趙旭東, 『企業法律形態論』, 方正出版社, (1996)
趙旭東, 『新公司法講義』, 人民法院出版社, (2006)
葉林, 『證券法(第四版)』, 中國人民大學出版社, (2013)
範健·王建文, 『證券法 (第二版)』,法律出版社, (2010)
徐明等, 『證券市場若幹法律問題研究』, 上海社會科學院出版社, (1997)
李哲, 『中國新股發行系統化改革研究』, 中國社會科學出版社, (2013)
徐曉松,『論中國公司資本的嚴格監管與放松監管』, 中國投資法律指南 對外經濟貿易大學出版社, (2007)
王林淸,『證券法理論與司法適用』, 法律出版社, (2009)

연구논문

郭萬明, “從註冊制與核準制之爭到監審分離：論新股發行市場化改革路徑”, 西安電子科技大學學報, (2013.9)

胡偉爲·胡凱爲，“優先股對深化國企改革的工具價值”，法制與經濟，(2014.1)
趙英陽·賈姣姣，“我國現行新股發行制度的問題及改革”，商場現代化，(2010.10)
沈朝暉，“流行的誤解：“註冊制”與“核準制”辨析“，證券市場導報 第9期，(2011)
劉麗萍·董慧凝，“論股東優先認購權的行使及救濟”，北方工業大學學報 第24卷第4期，(2012.12)
賀金淩，“海外創業板發行上市制度研究”，深證綜研字第0032號，(20010223)
杜軍，“上市公司股權分置改革中利益平衡的法律探討”，司法論壇，(2010.11)
甘培忠，“國有股減持中的政府與市場：國有股減持困境的經濟法分析”，法學家第4期，(2012)
傅穹，孫秋楓，新股認購規則，南京大學法學評論，(2004)
許誌峰，“推進股票發行從核準制向註冊制過渡，新壹輪新股發行體制改革啓動（人民日報）”，中國證券監督管理委員會網站，(2013)
豆文，“保薦機構擔任證券發行主承銷商的制度缺陷”，法制與社會（雲南省法學會）第9期，(2009)
鄧磊，“論核準制下保薦人地位的重構與法律規制”，法治研究第1期，(2013)
陳斌等，“境外創業板上市公司監管制度研究”，深圳交易所研究報告書，(2010.2.24)
談蕭，“香港保薦人制度最新修訂述評（J）”，證券市場導報，（2005.06.13）
劉俊海，“落實十八屆三中全會精神紮實推進我國IPO註冊制改革”，法律適用 第1期，（2014）

학위논문

鐘梁, “論我國新股發行審核制度的改革與完善”, 華東師範大學 碩士學位論文, (2013)

謝鷺鷺, “股東新股認購權研究”, 中國政法大學 經濟法碩士畢業論文, (2008)

賈翱, “公司法上新股發行制度研究”, 吉林大學 博士學位論文, (2011)

於麗麗, “論我國新股發行制度之完善”, 東北財經大學 碩士學位論文, (2012)

[서양문헌]

Mason Shoe Mfg, co. v. Firstar Bank Eau Claire, NA, 579 N.W.2d 789(Wis. App. 1998)

See Lawrece E. Mitchell, Lew.s D. Solomon, Corporate Finance and Governance, Cases, Materials, and Problems for Advanced Corporations, Carolina Academic Press, (1992)

[참고사이트]

DBPIA-학술 데이터베이스: www.dbpia.co.kr

KSI KISS-학술 데이터베이스: www.kiss.kstudy.com

국립중앙도서관: www.nl.go.kr

한중법학회: www.koreanchineselaw.com

한국국가법률정보센터: http://www.law.go.k

中國民商法網：www.civillaw.com.cn

中國知網： www.cnki,net

北大法律信息網：www.chinalawinfo.com

中國證券監督管理委員會; http://www.csrc.gov.cn

中國人民銀行: www.pbc.gov.cn

[주요 법률법규]

중국 회사법(中國公司法)(2013)

중국 증권법(中國證券法)(2005)

상장회사 증권발행관리방법(上市公司證券發行管理辦法(2006)

주식최조공개발행 및 상장 관리방법(首次公開發行股票並上市管理辦法)(2006)

상장회사 주식비공개발행에 관한 시행세칙(上市公司非公開發行股票實施細則)(2007)

증권발행·상장 보증추천업무 관리방법(證券發行上市保薦業務管理辦法)(2008)

비상장공중회사 감독관리 방법(非上市公衆公司監督管理辦法)(2012)

증권발행 및 인수에 관한 관리방법(證券發行與承銷管理辦法)(2013)

최초공개발행시 회사주주의 주식공개매도 잠정(首次公開發行股票時公司股東公開發售股份暫行規定)(2013)

우선주시험관리방법(優先股試點管理辦法)(2014)

AIM Rules for Companies(2010)

AIM Rules for Nominated Advisers(2007)

Abstract

A legal study on the New Shares Issuance System in China

Jin Mingnan

Department of Law

The Graduate School

Seoul National University

Regardless of the expansion of the capital market in China, the financing by the financial institution(bank loans) accounted for the absolute proportion and the financing through the issuance of new shares accounted for less than 8% of the overall financing in recent 10 years. In order to ensure the mobility and efficiency of the financing through the issuance of new shares and achieve the internationalization and liberalization of the capital, the State Council, China Securities Regulatory Commission announced the Opinions on Further Promoting the Reform of New Shares Issuance System on November 30, 2013. Through the announcement of such kind of system, we can realize that the

Chinese government determine to promote the reform of new shares issuance. However, Chinese current corporate governance is still incomplete and the capital market management system is not organized yet. So the situation of undermining the interests of existing shareholders and new investors often occurs.

This paper will introduce the corporate registered capital system, financing status, the regulatory of the issuance of new shares and the latest legislative trends in the Chinese legal system firstly, and then develop a focused discussion on the question of whether recognize the preemptive right or not and the verification system for the issuance of new shares(the sponsor system) for the protection of new investors, which are the typical issues on the issuance of new shares in China for protecting the existing shareholders.

First of all, with respect to whether recognize the preemptive rights or not, this paper will introduce the generality of preemptive rights, the regulatory of preemptive rights in the Chinese Company Law and the remedies for the infringement of the preemptive rights. And then it will have a comparison and evaluation of the legal system of the preemptive rights in the South Korea and the United States. Finally, it will make a proposal for recognizing the preemptive rights in China on the basis of implication obtained from the above systems.

Secondly, with respect to the sponsor system, this paper will discuss the generality of the verification system for the issuance of new shares, the introduction of the background, specific contents of regulation and existing problems of the sponsor system in China. And then if will have a comparison and evaluation of the nominated advisers (nomads) system of UK's AIM (Alternative Investment Market) and sponsor system of Hong Kong's security market. Finally, it will suggest a future improvement plan on the Chinese sponsor system on the basis of implication obtained from the above systems.

Key words : Financing in China, the issuance of new shares, preemptive rights, the examining and approving system, the sponsor system

Student Number : 2012-24017