

우회상장의 유형 및 주요 규제내용



이덕운 부장
증권선물거래소

I 개 요

1996년 비상장법인인 대우자동차판매가 상장법인인 한독을 합병하여 거래소 시장에 진입한 이래 우회상장은 증권 시장에서 다양한 형태로 발생해 왔으며, 최근에는 코스닥 시장의 바이오 및 엔터테인먼트 기업을 중심으로 그 사례가 증가해 왔다.

우회상장은 정상적인 상장추진과 비교해서 시간과 비용을 절감할 수 있으므로 중소기업 등이 IPO의 대안으로 활용할 수 있고, 성장동력이 정체된 상장법인에게 새로운 성장동력을 부여하는 기회가 될 수 있다는 순기능이 있는 반면에, 상장요건을 충족하지 못하는 부적격 기업의 상장으로 인해 투자자의 이익을 침해할 우려도 상존한다.

이에 증권선물거래소는 불건전한 우회상장을 규제함으로써 증권시장의 건전성과 투명성을 유지하고, 투자자의 불측의 손해를 방지하기 위하여 우회상장에 대한 규제를 강화하였다.(2006년 6월 : 코스닥시장, 2006년 9월 : 유가증권시장)

여기서는 우회상장의 정의, 유형 및 각 국의 우회상장 규제에 대하여 개괄적으로 소개하고, 거래소 상장규정상 우회상장에 대한 주요 규제내용을 살펴봄으로써 상장법인과 우회상장을 추진하는 비상장법인의 이해를 도모하고, 주의를 환기하고자 한다.

II 우회상장 현황

1. 우회상장(back-door listing)의 정의

우회상장에 대한 정의는 각 나라별로 규제의 목적에 따라 다양하게 사용되고 있으나 일반적으로는 비상장법인이 상장법인과의 합병 등을 통해 정상적인 신규상장 심사절차를 거치지 아니하고, 사실상 증권시장에 상장되는 효과를 가지게 되는 것을 말한다.

거래소 상장규정상에서는 주권상장법인과 주권비상장법인간의 합병, 포괄적 주식교환, 자산(주식)양수*, 영업양수 등(이하 합병등이라 한다)으로 인하여 주권비상장법인의 최대주주등이 주권상장법인의 경영권을 취득하는 경우를 규제의 대상이 되는 우회상장으로 규정하고 있다.

* 자산양수의 결과 주권상장법인이 주권비상장법인의 지분을 50% 이상 소유하거나 30%를 초과하여 소유하면서 최다출자자가 되는 경우에 한함

〈우회상장 규제대상〉

구 분	기 준
① 합병	비상장기업의 규모가 더 큰 경우 ^{주1)} 경영권이 변동 ^{주2)} 된 경우
② 포괄적 주식교환 ③ 영업·자산양수 & 제3자배정	경영권이 변동 ^{주2)} 된 경우

주1) 주권비상장법인이 자산총계, 자본금 및 매출액 중 두 가지이

- 상이 주권상장법인보다 큰 경우
- 주2) 가. 합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산양수 신고서 제출일 이전 1년 이내에 당해 주권비상장법인의 최대주주등이 주권상장법인의 최대주주등으로 되는 경우
- 나. 합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산양수 등으로 인하여 당해 주권비상장법인의 최대주주가 주권상장법인의 최대주주로 되는 경우
- 다. 당해 주권비상장법인의 최대주주등 및 5% 이상 주주가 합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산양수 신고서 제출일 현재 소유하고 있는 주권상장법인의 주식과 합병등으로 인해 교부받을 주식의 합계가 주권상장법인의 최대주주등의 소유주식합계보다 큰 경우

2. 우회상장 현황

유가증권시장에서 우회상장으로 분류할 수 있는 사례는 2002~2006년 말 현재까지 총 14건으로 2002년 이후 우회상장이 지속적으로 증가하고 있는 추세이다.

〈유가증권시장 우회상장 현황〉

구 분	합 병	포괄적주식교환	영업, 자산 양수
2002년	-	-	-
2003년	-	-	1
2004년	1	1	-
2005년	3	2	-
2006년	5	1	-

* 코스닥 시장 우회상장 현황 (2002. 3~2005. 4)

- 합병 : 43건, 주식교환 : 13건, 영업(자산)양수도 : 10건

3. 우회상장의 주요 형태

우회상장은 기업의 필요 또는 상장규정상 규제를 회피하기 위하여 다양한 방식으로 추진될 수 있으나 현재 주로 사용되고 있는 우회상장 유형은 다음과 같다.

가. 합병, 포괄적 주식교환을 통한 우회상장

- ① 비상장법인의 최대주주등이 합병 또는 포괄적 주식교

환을 통해 그 시점에서 상장법인의 경영권을 인수하는 형태

- ② 비상장법인의 최대주주등이 상장법인의 구주 또는 신주인수 등을 통해 먼저 경영권을 인수한 후 당해 비상장 법인을 흡수합병하거나, 포괄적 주식교환을 하는 형태

나. 영업(자산)양수 / 3자배정 방식의 우회상장

- ① 상장법인이 비상장법인의 영업(자산)을 양수하고 비상장법인의 최대주주등은 당해 양수대금으로 상장법인이 제3자 배정으로 발행한 신주를 취득하여 상장법인의 경영권을 인수하는 형태
- ② 비상장법인의 최대주주등이 상장법인의 구주 또는 신주를 인수하여 경영권을 인수한 후 당해 비상장법인의 영업(자산)을 양수하는 형태

* 최근에는 상장법인의 신주 발행에 대한 납입을 비상장법인의 주식으로 현물출자하는 우회상장 형태도 이용됨에 따라 2007년 5월부터 이에 대한 규제를 신설할 예정

Ⅲ 우회상장 관련 주요 규제내용

1. 상장폐지

주권상장법인과 주권비상장법인과의 합병 등으로 인하여 주권상장법인의 경영권변동이 발생함에도 불구하고 당해 주권비상장법인이 신규상장요건에 준하는 아래의 우회상장 요건을 충족하지 못할 경우에는 주권상장법인(존속법인)의 상장을 폐지한다.

〈우회상장 요건〉

구 분	합병	주식 교환	자산 양수	영업 양수
이익(택일) ① ROE 최근연도 5%이상 & 3년 합계 10%이상 ② 이익액 최근연도 25억이상 & 3 년합계 50억이상 ③ 자기자본 1,000억 이상 & 최근 연도 ROE 3%이상(또는 이익 액 50억 이상) & 최근연도 영 업현금 흐름 양(+)	적용	적용	적용	적용 (당해 양수 영업부문의 영업이익액 기준)
유보율 (50%이상, 자기자본 1,000 억이상 25%)	적용	적용	적용	부채초과 無
감사의견 (최근연도 적정 및 직전 2 년 적정 또는 한정)	적용	적용	적용	적용**
부도사유 해소 (1년전)	적용	적용	적용	-
소송 등 중요한 분쟁 無	적용	적용	적용	-
최대주주 변경제한(1년간)	적용	적용	-	-

* 재무요건은 최근 3사업연도를 기준으로 적용

** 양수대상 영업부문의 부문별 재무제표가 기재된 영업양도 회사의 최근3사업연도 재무제표에 대한 감사보고서상 감사의견을 말함

2. 매매거래 정지

주권상장법인과 주권비상장법인간의 합병 등이 있는 경우 거래소는 투자자의 주의환기 및 우회상장 요건 충족여부 등을 확인하기 위하여 당해 종목의 매매거래를 정지한다. 이후 상장법인의 최대주주 변경 등이 없거나, 비상장법인이 우회상장요건을 충족한 사실이 확인되면 매매거래 정지를 해제한다.

다만, 합병 등이 있더라도 사전에 제출한 확인서 등을 통해 상장법인의 최대주주 변경 등이 없다고 인정되는 경우에는 효율적인 시장운영을 위하여 매매거래를 정지하지 않는다.

〈우회상장 관련 매매거래정지〉

구 분	매매거래 정지		
	정지 시점	정지 기간	해 제
① 합병 ② 포괄적 주식교환 ③ 영업 · 자산양수	합 병 등 의 공 시 시 점 부터	주권상장법인의 최대주주의 변 경등 및 우회상 장 요건 충족여 부 확인시까지	- 주권상장법인의 최대주주 미변경시 해제 - 신고서 제출일까지(단, 요 건 충족여부 미확인시 당 해 요건 여부 확인일 까지)
④ 영업 · 자산양수 후 제3자배정증자	증 자 등 의 공 시 시 점 부터	상동	- 주권상장법인의 최대주주 미변경시 해제 - 주권상장법인의 최대주주 변경시 우회상장 요건 충 족여부 확인일 까지

3. 우회상장기업의 공표 및 매각제한

합병 등으로 인하여 상장법인의 최대주주가 변경되고 주권비상장법인이 우회상장 요건을 충족하는 경우 거래소는 당해 종목이 “우회상장 종목”임을 2년간 공표하여 투자자의 주의를 환기하고 있다.

또한 우회상장으로 인하여 상장법인의 지배권을 획득한 비상장법인 최대주주등의 책임있는 경영을 담보하고, 단기 차익 획득을 위한 매각으로 주가가 급변동하는 것을 방지하기 위하여 비상장법인의 최대주주 등이 소유하는 상장법인의 주식에 대해서는 6개월간 보호예수의무를 부과하여 매각을 금지하고 있다.

4. 우회상장 관련 확인서 제출

상장법인이 비상장법인과 합병 등에 관하여 계약을 체결하거나 이에 대한 결의 또는 결정을 한 때에는 거래소에 우회상장 해당여부에 대한 확인서를 제출하여야 한다. 다만, 영업(자산) 양수의 경우 6개월 이내에 제3자 배정으로 신주를 발행하고자 하는 결의를 한 때에도 추가로 확인서를 제출하여야 한다.

또한, 거래소는 상장법인이 비상장법인과 합병 등을 하고

자 할 경우 사전에 요건 충족여부 등에 대하여 협의를 함으로써 불필요한 매매거래 정지 및 상장폐지를 방지하고 있다.

IV 해외 거래소의 우회상장 규제

1. NYSE

가. 우회상장 여부의 판단

NYSE는 상장법인의 (소유권)경영권의 변동, 매수된 회사의 기업규모가 상장법인을 초과하는지 여부 및 두 회사의 영업이 관련이 있는지 여부 등 모든 상황을 고려하여 우회상장에 해당되는 지 여부를 판단한다.

나. 우회상장에 대한 규제

비상장법인이 신규상장요건을 회피하는 효과를 달성하기 위하여 상장법인과 합병 등을 하고자 하는 때에는 거래소의 의견에 따라 관련절차를 진행하여야 하고, 존속회사는 신규상장요건을 충족하여야 한다. 존속회사가 신규상장요건을 미충족할 경우 거래소는 “합병 등으로 인한 신주의 추가상장(back door listing)”을 거부한다.

2. 동경증권거래소

가. 우회상장 여부의 판단

동경증권거래소는 상장법인과 비상장법인간의 합병, 주식교환, 영업 양수도, 업무상 제휴, 제3자배정 등으로 상장법인이 실질적인 존속회사가 되지 않는다고 인정되는 경우를 우회상장으로 판단한다.

나. 우회상장에 대한 규제

상장법인과 비상장법인의 합병 등이 있는 후 상장법인이

실질적인 존속 가능성(주권상장심사기준을 충족하지 못하는 경우 등)이 없다고 거래소가 인정하는 경우로서 3년 이내에 신규상장심사기준을 충족하지 못할 경우에는 상장법인의 상장을 폐지한다.

3. LSE

가. 우회상장 여부의 판단

LSE는 상장법인과 비상장법인의 합병, 영업양도, 자산양도시 비상장법인의 규모가 크거나 상장법인과 비상장법인의 합병, 영업양도, 자산양도로 상장기업의 지배권 변동, 영업부문의 근본적 변화, 이사회 구성의 변화 등이 있는 경우 우회상장(Reverse Take-over)에 해당되는 것으로 판단한다.

나. 우회상장에 대한 규제

우회상장에 해당되는 기업은 신규상장요건을 충족하여야 하며 신규상장과 동일한 심사절차를 거쳐야 한다. 거래소는 이 경우 합병기업 심사에 소요되는 비용 징구 등의 조치를 취한다.

V 결 론

지금까지 우회상장의 주요 유형 및 규제내용에 대하여 살펴 본 바와 같이 거래소는 불건전한 우회상장을 방지하고 투자자의 보호를 제고하기 위하여 우회상장 규제 강화에 많은 노력을 기울이고 있다.

향후에도 거래소는 투자자 보호를 위해 우회상장 규제를 지속적으로 강화해갈 것이지만, 이로 인하여 건전한 M&A까지 제한되지 않도록 하여 자본시장의 효율성을 제고해 나갈 것이다.