



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](#)

경영학석사 학위논문

한국증권시장에서의 우회상장  
실태분석 및 사례 연구



부경대학교 경영대학원

경영학과(경영학전공)

김 청 숙

경영학석사 학위논문

한국증권시장에서의 우회상장  
실태분석 및 사례 연구

지도교수 정 형 찬

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함

2008년 2월

부경대학교 경영대학원

경영학과(경영학전공)

김 청 숙

# 김청숙의 경영학석사 학위논문을 인준함

2008년 2월



주 심 경영학박사 유일성 인

위 원 경영학박사 김태용 인

위 원 경영학박사 정형찬 인

# 【 목 차 】

Abstract .....	v
<b>제1장 서론 .....</b>	<b>1</b>
제1절 연구의 배경과 목적 .....	1
제2절 연구의 방법 및 구성 .....	3
<b>제2장 우회상장의 이론적 배경 .....</b>	<b>4</b>
제1절 우회상장(backdoor listing)의 의의 .....	4
1. 우회상장의 개념 .....	4
2. 우회상장의 동기 .....	5
제2절 우회상장의 유형 .....	7
1. 합병 .....	7
2. 포괄적 주식교환 .....	9
3. 타법인 출자 .....	12
4. 영업양수 .....	15
제3절 우회상장에 관한 선행연구 .....	19
<b>제3장 한국증권시장의 우회상장 실태분석 및 규제 현황 .....</b>	<b>22</b>
제1절 한국증권시장의 우회상장 실태분석 .....	22
제2절 한국증권시장의 우회상장 규제 현황 .....	28
1. 우회상장 요건 강화 .....	28
2. 우회상장법인 공시 강화 .....	32
3. 주식의 매각 제한 .....	33

<b>제4장 우회상장 사례연구 .....</b>	<b>35</b>
제1절 (주)선우해운과 (주)봉신의 사례 .....	35
1. 기업개요 .....	35
2. 우회상장 배경 .....	36
3. 우회상장 진행과정 .....	37
4. 상장법인 (주)봉신의 재무현황 .....	39
제2절 (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 사례 .....	45
1. 기업개요 .....	45
2. 우회상장 배경 .....	46
3. 우회상장 진행과정 .....	47
4. 상장법인 (주)스타엠의 재무현황 .....	49
<b>제5장 한국증권시장의 우회상장 관련 정책 방향 .....</b>	<b>56</b>
제1절 우회상장의 문제점 .....	56
제2절 우회상장에 관한 정책 방향 .....	59
<b>제6장 요약 및 결론 .....</b>	<b>60</b>
< 참고문헌 > .....	62
< 부    록 > 우회상장 유형 사례 .....	64

## 【 표 목차 】

<표 2-1> 포괄적 주식교환과 타법인 출자의 비교 .....	15
<표 3-1> 우회상장 연도별, 유형별 현황 .....	23
<표 3-2> 상장법인의 퇴출기준 .....	25
<표 3-3> 코스닥시장 우회상장 요건 .....	29
<표 3-4> 유가증권시장 우회상장 요건 .....	29
<표 3-5> 우회상장 관련 자료제출 서류 .....	32
<표 3-6> 유가증권시장의 지분매각 제한 .....	33
<표 4-1> (주)선우해운과 (주)봉신의 합병 공시내용 요약 .....	38
<표 4-2> 합병 전·후 주요주주 지분변동 상황 .....	38
<표 4-3> (주)봉신의 우회상장 전·후의 요약 재무제표 .....	39
<표 4-4> (주)봉신의 재무비율 .....	41
<표 4-5> (주)봉신의 기업가치비율 .....	42
<표 4-6> (주)봉신과 업종내 타종목 실적비교 .....	43
<표 4-7> (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 포괄적 주식교환 공시내용 요약 .....	47
<표 4-8> (주)반포텍의 총발행 주식수 변동 내역 .....	49
<표 4-9> (주)스타엠의 우회상장 전·후의 요약 재무제표 .....	50
<표 4-10> (주)스타엠의 재무비율 .....	52
<표 4-11> (주)스타엠의 기업가치비율 .....	53
<표 4-12> (주)스타엠과 업종내 타종목 실적비교 .....	54

## 【 그림 목차 】

[그림 2-1] 합병의 구조 .....	8
[그림 2-2] 포괄적 주식교환의 구조 .....	10
[그림 2-3] 타법인 출자의 구조 .....	13
[그림 2-4] 영업양수의 구조 .....	17
[그림 3-1] 우회상장 연도별, 유형별 통계 .....	23
[그림 3-2] 우회상장 시가총액 현황 .....	24
[그림 3-3] 상장법인/비상장법인 업종별 현황 .....	26
[그림 4-1] (주)선우해운과 (주)봉신의 합병과 주가 그래프 .....	40
[그림 4-2] (주)봉신의 안정성/수익성 추이분석 .....	41
[그림 4-3] (주)봉신의 PER/PBR 추이분석 .....	42
[그림 4-4] (주)봉신과 타종목 실적비교 추이분석 .....	43
[그림 4-5] (주)반포텍과 (주)스타엠엔터테인먼트의 우회상장 진행 구조 .....	48
[그림 4-6] (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 포괄적 주식교환과 주가 그래프 .....	51
[그림 4-7] (주)스타엠의 안정성/수익성 추이분석 .....	52
[그림 4-8] (주)스타엠의 PER/PBR 추이분석 .....	53
[그림 4-9] (주)스타엠과 타종목 실적비교 추이분석 .....	54

# A Study on the Analysis of Backdoor Listing and Cases in the Korea Stock Market

**Cheong-Suk Kim**

*Graduate School of Business Administration  
Pukyong National University*

## Abstract

The backdoor listing a method of M&A, has become a hot topic in the Korean Stock Market since the Korea foreign exchange crisis in 1997. It can reduce the time and procedures necessary for an unlisted firm to be listed on the market. Although there is certainly a positive effect of efficient capital allocation, in the terms of backdoor listing more often damage the health of the stock market and hurt investors.

The restructuring efforts accompanying the backdoor listing sometimes often do not strengthen the competitive power of the firm at all. Occasionally, backdoor listing was even made to deceive the market and manipulate the stock price. As a result of such unsound backdoor listings, the supervisory government agencies put various legal restrictions on backdoor listings. This was an attempt to strengthen the soundness and transparency of the capital market and protect investors.

In this thesis, the author describes various types of the backdoor listing in detail, and simplifies the complicated procedures by categorizing them in four groups. The author studies all the occurrences of backdoor listings in Korea stock market from April 1, 2000 to June 30, 2006. After such description and categorization, the author chooses two very important cases of backdoor listing, and analyzes them in depth. The author compares the financial statements and stock prices before the M&A with those after it. Finally, the author suggests several policy directions with regard to the backdoor listing.

The suggestions include improvement of the official market inquiry system, the need for a profit review system, a plan for lessening information asymmetry and a precensorship system.

# 제1장 서론

## 제1절 연구의 배경과 목적

우리나라의 과거 국내의 기업구조조정, 인수합병은 주로 정부주도의 산업 구조개편에 따른 각계열사의 기업합병 차원에서 이루어지는 것이 고작이었다. Weston(1990)에 의하면 M&A는 다른 기업의 지배권을 획득하는 모든 과정을 의미했으며, 언제부터인가 M&A(mergers and acquisitions)<sup>1)</sup>라는 영문자 단어가 신문의 경제면, 주식면에도 배되는가 하면, 경제·경영 분야의 전문가가 아닌 일반인들에게조차도 익숙하게 들리기 시작했다. 1997년의 IMF를 통해 금융기관 통폐합을 시작으로 부실기업 정리 과정을 통해 구조조정이라는 단어와 함께 M&A라는 말이 수시로 언론에 노출되면서 기업을 사고파는 기업지배권의 거래를 의미하는 인수·합병에 대한 관심이 높아지기 시작했다.

급변하는 최근의 경영 환경을 보면, 오래된 기업이 영화를 누리기는 여간 어려운 게 아니다. 지칠 대로 지친 데다 반감지 않은 여러 가지 어려움이 줄을 잇기 때문이다. 수익모델이 한계에 이른 점도 그 어려움 중 하나이다. 그렇다고 당장 새로운 시도를 하기도 벅찬 형편이다. 우리나라의 상장기업 중에 100년의 역사를 자랑하는 기업은 몇 되지 않는다. 1976년 3월 24일 증시에 상장한 동화약품공업(주)이 최장수 기업으로 기록돼 있고, 그나마 50년이 넘는 기업은 손가락으로 꼽을 정도다. 이처럼 기업의 수명이 짧아지는 이유는 경영환경의 변화 속도가 점점 빨라지기 때문이다. 변화의 속도가 빨라짐에 따라 특성 산업이 오래 버티지 못하고, 상품은 물론이고 기업의 수명도 점차 짧아지고 있는 실정이며, 이는 하나의 기업이 존재 위기에 몰릴 수 있는 위험 변수가 그만큼 많다는 얘기이다. 기업의 속성은 이윤을 창출하는 데 있다. 기업이 이윤을 창출하려면 좋은 제품을 개발하고 많이 팔아야 하며, 그에 합당한 서비스를 병행해야 한다. 기업이 원활한 활동을 하는데 자금을 확보하고 도약의 기틀을

---

1) 「M&A」란 합병(merger)과 인수(acquisition)가 결합된 용어로 실무적인 차원에서 형성된 용어라고 할 수 있으며, 합병(merger)은 둘 이상의 기업이 하나의 법적 실체로 통합되는 행위를 의미하고, 인수(acquisition)는 한 개인이나 기업이 다른 기업의 자산이나 주식을 취득하여 경영권 또는 지배권을 획득하는 경제적 실체로 통합되는 행위를 의미한다.

확립 할 수 있는 통로가 바로 ‘상장’이기 때문이다.

기업 중에서도 상장을 한 상장법인이 있고, 상장을 하지 못한 비상장법인, 즉 장외 법인이 있다. 비상장법인은 비교적 소수의 주주가 모여서 자본금을 형성하고, 이를 토대로 기업을 경영하는 비상장법인은 자금조달에 어려움을 겪는 경우가 많다. 그런데 상장법인으로 등록되면 주식을 사고파는 투자자들, 그것도 헤아릴 수 없이 많은 투자자들의 자금이 유입되기 때문에 기업경영에 필요한 자금을 원활하게 융통할 수 있다. 그래서 비상장법인들은 ‘상장’이라는 관문을 통과하기 위해 전력을 기울이는데 그 노력 중 하나가 우회상장이다.

Gleason(2004)의 연구는 역합병을 ‘상장법인의 지위를 얻기 위해 비상장법인이 상장 법인에 의해 인수되어, 비상장법인이 궁극적으로 존속회사로 남는 기업지배권 관련사건’으로 규정하였다. 역합병이 종결되면 비상장법인은 정상적인 심사과정을 거치지 않고서도 실질적으로 상장되는 효과를 누릴 수 있는데, 이런 효과 때문에 역합병을 우회상장(backdoor listing)이라고도 한다.

우회상장이 성사되면 자금난을 겪던 상장법인은 신규 사업에 진출할 기회를 얻을 수 있고, 비상장법인은 ‘상장’의 간접 효과로 기업을 한 단계 발전시킬 수 있다. 그동안의 우회상장 사례를 보면 우회상장은 우회상장으로 회수한 자금을 다른 벤처기업에 투자함으로써 자본을 효율적으로 배분하는 효과를 얻을 수 있는 긍정적 측면과 우회상장 과정에서 시장의 건전성을 해치고 투자자들이 피해를 보는 경우도 있고 비상장법인의 실질가치가 부풀려져 상장회사 주주 가치가 희석되거나, 구조조정을 통한 기업 경쟁력 제고가 아니라 인수·합병 재료가 포장돼 머니 게임으로 변질되는 사례도 있다. 또 내부자 거래나 시세 조종이 생겨나는 등 불공정 거래 여지가 커지게 되는 부정적 측면도 있어 감독기관은 이러한 불건전한 우회상장으로부터 자본시장의 건전성을 확보하고 투자자를 보호하기 위하여 우회상장에 대하여 여러 제한규정을 마련하고 있다. 그러나 우회상장은 국내외 새로운 사업전개의 유용한 전략적 수단으로 하나로 활용가치가 크다는 측면에서 긍정적인 시각으로 바뀌어져야 한다.

따라서 본 논문은 우회상장을 제대로 보고 과정을 좀 더 쉽게 이해하고자 우회상장의 실태분석과 실제 사례분석을 하고 우회상장에 관한 문제점과 정책 방향을 제시해 보고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

## 제2절 연구의 방법 및 구성

본 연구는 한국증권시장을 중심으로 우회상장에 관한 실태현황 및 실제 사례분석을 통한 우회상장을 제대로 보고 이해하고자 한다. 주로 국내외의 연구논문과 저서들을 중심으로 서술적 방법을 이용하여 한국증권시장에서의 우회상장에 대한 선행연구와 현재의 제도를 살펴본 후 사례분석을 중심으로 진행해 나갈 것이며 제도적 개선이 필요한가를 연구하고자 한다.

본 논문은 총 6장으로 구성되어 있으며, 각 장의 연구내용은 다음과 같다

제1장 서론에서는 연구의 배경 및 목적과 논문의 구성을 제시한다. 제2장은 우회상장에 관련된 이론적 배경과 선행연구를 분석하여 살펴볼 것이다. 제3장에서는 한국증권시장의 실태분석과 규제 현황에 대해 알아본다. 제4장에서는 한국증권시장의 우회상장에 관한 실제 사례를 통해 우회상장에 대한 접근 방법을 연구할 것이다. 제5장에서는 우회상장에 관련된 문제점을 알아보고 우회상장에 대응하기 위한 개선방안에 대하여 연구한다. 제6장에서는 이제까지의 연구 결과를 요약 정리한다.



## 제2장 우회상장의 이론적 배경

### 제1절 우회상장(backdoor listing)의 의의

#### 1. 우회상장의 개념

Gleason(2004)의 연구는 역합병을 ‘상장법인의 지위를 얻기 위해 비상장법인이 상장법인에 의해 인수되어, 비상장법인이 궁극적으로 존속회사로 남는 기업지배권 관련사건’으로 규정하였다. 역합병이 종결되면 비상장법인은 정상적인 심사과정을 거치지 않고서도 실질적으로 상장되는 효과를 누릴 수 있는데, 이런 효과 때문에 역합병을 우회상장(backdoor listing)이라고도 한다.

넓은 의미에서 우회상장은 비상장법인이 정상적인 성장과정을 거치지 않고 상장효과를 얻는 것으로 볼 수 있다. 정상적인 상장과정이란 증권거래소에서 비상장법인이 주식 매매거래의 대상으로 인정되기 위해 필요한 절차를 이행함을 의미한다. 한국증권시장에서는 증권선물거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에서 요구하는 절차의 이행을 통해 상장이 이루어진다. 유가증권시장과 코스닥시장은 설립 후 경과 연수, 자본금 및 주식수, 자산가치와 주식가치, 모집 또는 매출실적, 이익실적, 부채비율, 잉여금의 자본전입, 재평가적립금의 자본전입, 유상증자내용 등에 관한 요건을 충족하는지에 대한 상장예비심사를 통과하고 공모를 거치거나 직접상장하게 된다. 우회상장은 이러한 상장예비심사과정을 생략하는 결과를 가져오기 때문에 여러 가지 문제점들이 지적되어 왔으며 이에 따라 증권선물거래소 코스닥시장본부에서는 2006년 6월 코스닥시장 우회상장 관리제도 개정을 통해, 유가증권시장본부에서는 2006년 10월 유가증권시장 우회상장 관리제도 개정을 통해 우회상장에 대한 규제를 강화하고 있다.

좁은 의미에서의 우회상장은 비상장법인이 정상적인 상장절차를 거치지 않고 상장법인과 연계하여 상장법인의 기업실체의 변화를 통해 상장효과를 얻는 것으로 정의할 수 있다. 여기서 기업실체의 변화란 기업의 주력사업의 변화에 따른 위험성향의 변화로 볼 수 있으며 비상장법인이 영위하던 사업으로 사업다각화, 사명변경, 또는 상장법인이 영위하던 사업을 분할하거나 영업양도 하는 것을 통해 간접적으로 확인할 수

있다. 한편 우회상장의 효용은 다음과 같다. 우선 인수자가 신규 등록에 따르는 위험 부담 없이 한국증권시장에 진입하는 효과를 얻을 수 있다는 점이다. 또한 상장법인에 신규 등록에 따르는 비용부담이 없다는 장점이 있다. 그리고 적자회사를 인수할 경우 세금감면의 효과까지 있다. 기존의 사업과는 다른 최첨단 사업부분에 진입할 때 기존 사업체를 인수함으로써 경쟁을 일정 정도 회피할 수 있고, 인수하기 전의 등록법인이 일반적으로 주가가 낮은 상태인 경우가 많기 때문에 A&D(인수·개발)<sup>2)</sup>를 통해 엄청난 주가 상승의 효과도 거둘 수 있다는 점이다.

## 2. 우회상장의 동기

우회상장은 성장 동력이 있는 비상장법인이 상장법을 통해서 시간과 절차를 단축해 상장함으로써 기업경영의 효율성을 높일 수 있는 기회인 동시에, 상장법인은 상장법인대로 최대주주의 손해를 최소한으로 줄일 수 있는 최상의 윈-윈 전략이기도 하다. ‘우회상장’이라는 테마는 기업이 살아가는 한 방식이기도 하다.

Manne(1965)는 가치극대화 이론적 관점에 의거하여 M&A행위를 주주의 부를 극대화하기 위한 기업지배권 관련 행위로 파악하였다. 그는 주주의 부를 증가시킬 수 있는 요인으로 자원의 효율적 이용, 비용절감, 독점력 증가, 비효율적인 경영자의 교체 등을 들었다. 반면 Mueller(1969)는 비가치극대화 이론적 관점에 의거한 경영자주의 이론(managerialism theory)을 주장하면서 기업규모가 경영자의 보상과 정(+)의 관계에 있는 상황에서 경영자 자신의 이익극대화를 위해 M&A행위를 한다고 주장한 바 있다. 이 두 가지 상반된 관점은 결국 기업가치 결정에 있어서 가장 중요한 요소는 기업의 수익성이라 할 수 있다.

우회상장을 할 경우 크게 두 가지의 변화가 생긴다. 하나는 상장법인이 비상장법인과 인수 합병하게 된다는 것이고, 다른 하나는 비상장법인 주식이 상장법인 주식으로 전환되어 유동성이 높아진다는 것이다. Weston(2001)은 합병대상기업의 경영성과가 좋으면 합병을 통하여 비효율적인 합병기업의 효율성이 증가하여 기업가치가 상승한다고 보고 있다. 우회상장은 재무구조가 좋고 우량한 비상장법인이 일시적으로 자금

---

2) 「A&D」란 인수(acquisition)와 개발(development)이 결합된 용어로 한계기업 인수한 후 신사업을 덧붙여 기업가치를 높이는 M&A 기법 중 하나로 정의된다.

난을 겪거나 성장한계에 부딪친 상장법인을 인수해 기업 가치를 높이는 것이 최상의 시나리오이다. 성장에 한계를 느끼고 있는 상장법인이 기술력은 있지만 자금력이 부족한 비상장법인을 인수합병 함으로써 시너지 효과를 내는 것도 좋은 선택이다. 우회상장은 벤처시장 활성화와 기업 경쟁력 강화라는 긍정적인 역할을 할 수 있다는 가능성 때문에 미국의 나스닥(NASDAQ) 등에서 활발하게 일어나고, 한국증권 시장에서도 그 방향으로 나가고 있다.

그러나 최근에는 상장법인을 이끌던 최대주주가 실적 부진을 더 이상 견디기 어려워 이익을 실현하고 떠나고 싶어 할 때, 창투자·벤처캐피탈 등으로부터 투자를 받은 비상장법인 최대주주가 실적부진으로 공개절차를 포기하고자 할 때 비싼 가격에 상장프리미엄을 주고 우회상장을 선택하는 경우가 많다. 부실한 비상장법인이 상장법인의 발권력(신주발행권<sup>3)</sup>)을 동원하기 위해 빚을 내서 무리하게 회사를 인수한 몇 번의 제3자 배정 유상증자<sup>4)</sup>를 단행하지만 결국 빚더미에 눌리는 경우도 눈에 띈다. 또 유통시장에 편법적으로 진입한 후 대주주들이 횡령·배임 등을 통해 수익을 챙기는 수단으로도 활용되고 있다. 그럼에도 불구하고 우회상장은 구조조정을 통한 기업가치 상승, 합병 등을 통한 시너지 효과, 공개를 위한 시간과 절차 단축, 단기간에 주식을 유동 화할 수 있는 등의 장점이 있고, 퇴출을 활성화시키는 좋은 대안이다(우승호, 새빛인베스트먼트, 2004, p. 310).

---

3) 「신주발행권」이란 유상·무상증자 시 신주가 발행될 경우 우선적으로 주식을 인수할 수 있는 권리를 말한다. 이런 권리는 돈을 주고 사고팔기도 한다. 이런 성격을 가진 채권으로써는 BW(신주인수권부사채)가 있다.

4) 「제3자 배정 유상증자」란 기존 주주가 아닌 특정 3자를 신주의 인수자로 정해놓고 실시하는 유상증자이다.

## 제2절 우회상장의 유형

우회상장의 유형에는 비상장법인이 상장법인과 합병함으로써 주식이 동시에 상장되는 효과를 창출하는 우회상장과 비상장법인이 상장법인과 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수를 통해 비상장법인 그 자체는 상장되지 않으나 그 주식이 상장법인 주식으로 전환되는 우회상장으로 구분할 수 있다.

### 1. 합병

#### 1) 합병의 개념

합병(merger)이란 2개 이상의 기업이 계약(합병계약을 말함)에 의하여 하나의 기업으로 합쳐지는 것을 말한다. 법적인 의미는 둘 이상의 법인격이 하나의 법인격으로 합쳐지는 것을 말한다. 합병은 그 절차상 기존 경영진 사이의 합의인 합병계약과 그러한 계약에 대한 주주총회의 승인을 요건으로 하기 때문에 분류상 우호적인 M&A에 속한다고 할 수 있다(윤종훈, 이호준, 법무법인 한결, 화인 경영회계법인, 2005, p. 59).

합병에는 흡수합병과 신설합병으로 구분된다.

흡수합병(merger)이란 둘 이상의 합병 당사자인 기존의 회사 중 어느 한 법인이 존속하고 나머지 법인들은 해산하며 소멸하는 형태를 말하는데, 이 경우 해산하는 법인의 재산과 사원은 존속하는 회사에 흡수된다. 흡수합병의 경우 신설합병에 비하면 합병절차가 간편하기 때문에 우리나라의 경우 대부분 흡수합병의 형태가 주류를 이루고 있는 실정이다. 일반적인 흡수합병의 경위지명도가 높고 자본력이 우수한 법인이 합병법인이 되고 그 반대로 지명도가 낮고 자금력이 좋지 않은 법인이 소멸되는 것이 일반적이지만 합병당사법인이 의도하는 합병목적에 따라 그 반대일 경우도 될 수 있다.

신설합병(consolidation)이란 합병 당사자인 기존의 법인이 모두 해산하고 이와 동시에 새로운 법인이 설립되고 해산된 법인의 재산과 사원이 신설된 법인으로 흡수되는 방법이다. 이 경우, 합병당사회사의 법적 실체는 소멸되고 새로운 독립된 법적 실체가 신설된다. 신설합병은 새로이 설립절차를 거쳐야 하고 합병사무가 복잡하며 등록세 및 기타경비 등 합병비용이 많이 소요되고, 법률관계도 복잡하여 특별한 경우를 제외

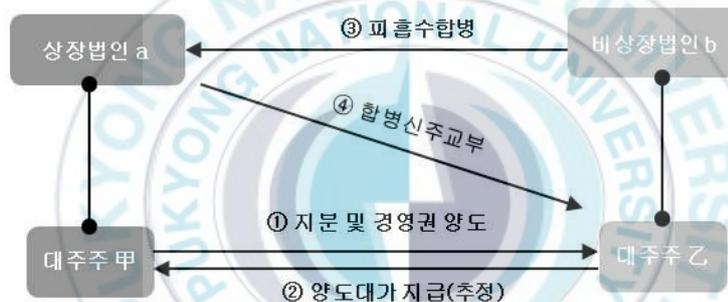
하고는 실무상으로 매우 드문 방법이다.

합병을 통한 우회상장의 경우, 대부분 비상장법인 대주주가 상장법인 대주주의 지분을 매입해 경영권을 장악한 후 이사회를 열어 결정하는 경우가 많다. 이 경우 비상장법인 대주주는 등록 프리미엄을 많이 지불했기 때문에 자신의 비상장법인과 합병할 때 비상장법인 가치를 높게 평가해 비용을 만회하고 수익을 얻으려는 경향이 있다. 합병의 장점은 실질적 통합효과가 발생하고 피합병법인의 재무구조가 우량하고 수익성이 있을 경우 주가에 긍정적 효과가 있다.

2) 합병의 구조

한국증권시장에서의 우회상장 중 합병을 통한 방법이 가장 일반적인 방법이며, 흡수 합병형태로 이루어진다. 비상장법인은 상장법인에 흡수합병 되어 상장법인의 일부가 되고 비상장법인의 대주주는 합병신주를 배정받아 상장법인의 최대주주가 되어 경영권을 장악하는 형태이다.

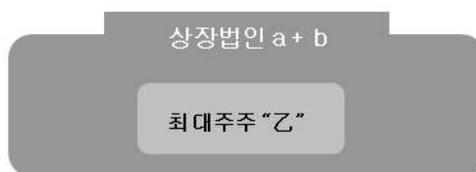
\* 거래 절차 구조



\* b의 대주주乙은 a의 대주주甲의 지분과 경영권을 넘겨받아 최대주주 지위를 확보하고 합병을 결의함.

\* a는 합병에 대한 대가로 b의 대주주乙에게 상장주식을 발행하여 '상장'이라는 뜻을 입혀줌.

\* 거래 종료 후 결과



[그림 2-1] 합병의 구조

### 3) 거래 절차

합병을 통한 우회상장의 거래 절차는 제1단계~제8단계로 구성되어 있으며, 각 단계의 내용은 다음과 같다.

제1단계(소유권 확보)는 비상장법인이 상장법인으로부터 상장법인 주식을 상장프리미엄이 부가된 가격으로 매입하고, 비상장법인은 상장법인의 소유권을 확보한다. 제2단계(경영권 확보)는 주주총회 개최하여 상장법인 이사회 구성원 및 경영진 교체를 통하여 경영권을 확보한다. 제3단계(감자)는 일반적으로 우회상장 대상이 되는 상장법인은 성장 잠재력이 정체되고 재무구조가 취약하여 주가가 액면가에 미달한 경우가 많으므로, 재무구조 개선을 위한 증자가 필요한데, 주가가 액면가에 미달하면 증자 절차가 복잡(주주총회 특별결의 필요)할 수 있고 더불어 소액주주의 지분율을 낮추기 위하여 증자 전에 감자를 실시할 수 있으며 이 단계는 생략이 가능하다. 제4단계(증자)는 상장법인의 재무구조 개선, 비상장법인의 지분 확대를 통한 지배권 강화, 합병주주총회결의 통과를 위한 안정적인 지분확보를 위하여 제3자(비상장법인 또는 우호주주)를 대상으로 증자를 실시하며 이 단계는 생략이 가능하다. 제5단계(합병)는 비상장법인은 상장법인과 합병을 통하여 우회상장의 효과를 창출한다. 제6단계(기존 상장법인의 사업부문 분할 및 매각)는 만약 기존의 상장법인의 대주주가 기존 상장법인의 영업부문을 계속 경영하고자 한다면 제1단계에서 상장법인의 사업부문 분할가액 및 방법에 대하여 사전에 협의하고 제5단계 이후 인수자는 기존 상장법인의 사업부문을 물적 분할 또는 영업양도를 통하여 기존 상장법인의 대주주에게 매각한다. 제7단계(구조조정 및 사업구조 개선)는 인수자의 구조조정 및 사업구조 개선을 통하여 상장법인의 수익성을 개선시킨다. 제8단계(투자자본회수)는 주가가 부양되면 주식매각을 통하여 제1단계 또는 제4단계 과정에서 투입된 투자자본을 회수하고 인수 금융을 상환한다(최상우, 전우수, 삼일인포마인, 2007, pp. 490-491).

## 2. 포괄적 주식교환

### 1) 포괄적 주식교환의 개념

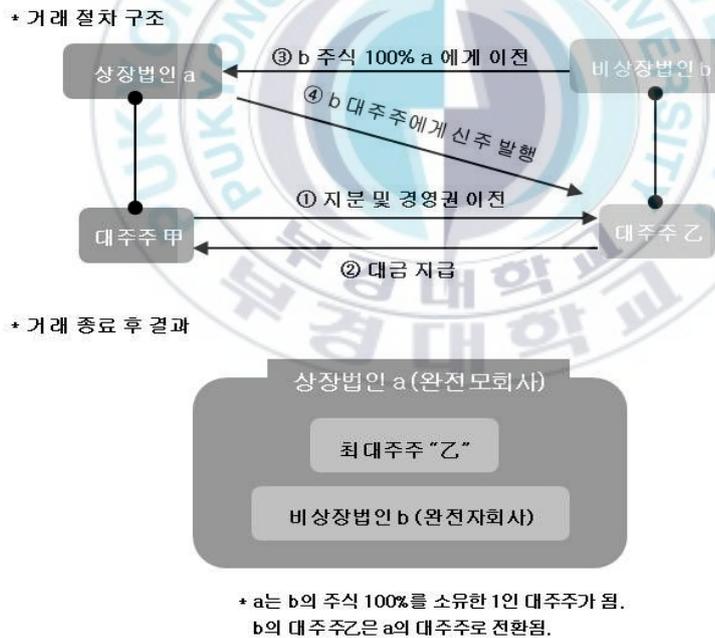
포괄적 주식교환이란 회사가 다른 회사의 발행주식 총수와 자기회사의 주식을 교환함으로써 완전자회사가 되는 회사의 주주가 가지는 그 회사의 주식은 주식을 교환

하는 날에 주식교환에 의하여 완전모회사가 되는 회사에 이전하고, 그 완전자회사가 되는 회사의 주주는 그 완전모회사가 되는 회사가 주식교환을 위하여 발행하는 신주를 배정받는 것을 말한다(상법 제360조의 2).

포괄적 주식교환을 통한 우회상장은 상장법인이 비상장법인의 구주 전체를 이전받고 비상장법인 주주들은 구주 이전의 대가로 상장법인의 신주를 교부 받는 이중의 거래가 하나의 거래로 압축된 구조로서, 상장법인에 대한 유상증자 대가를 현금이나 비상장법인의 구주로 납입하는 점과 비상장법인의 대주주가 상장법인 1인 대주주로 구성된다는 점이 특징이다.

포괄적 주식교환은 합병과 같은 일정한 날을 정하여 주식교환에 관한 주주총회를 개최하여 특별결의를 통과해야 한다. 주식교환에 반대하는 주주들에게는 주식 매수청구권을 부여하고 있다. 포괄적 주식교환의 장점은 합병 시 피합병법인에게 적용되는 요건적용이 배제 되고, 절차가 간단하며, 벤처기업의 경우 주식교환 시점의 양도소득세 이연이 가능하며, 합병 전 지분을 변동 금지기간을 회피 가능하다.

2) 포괄적 주식교환의 구조



[그림 2-2] 포괄적 주식교환의 구조

우회상장의 포괄적 주식교환 형태는 비상장법인은 상장법인의 완전자회사가 되고 비상장법인의 대주주는 교환신주를 배정 받아 상장법인의 최대주주가 되는 것이다. 비상장법인의 주주들은 상장법인에 지분을 전부 양도하고 그 대가로 상장법인의 신주를 받음으로써 자연스럽게 상장의 효과를 누리는 것이다. 전문 용어로는 ‘비상장법인이 상장법인의 완전자회사(100%소유)가 된다.’고 한다.

### 3) 거래 절차

포괄적 주식교환을 통한 우회상장의 거래 절차는 제1단계~제8단계로 구성되어 있으며, 각 단계의 내용은 다음과 같다.

제1단계(소유권 확보)는 상장법인의 대주주는 비상장법인 대주주에게 보유주식을 상장프리미엄이 부가된 가격으로 매각하고 비상장법인은 상장법인의 소유권을 확보한다. 제2단계(경영권 확보)는 주주총회 개최를 통한 상장법인 이사회 구성원 및 경영진 교체를 통하여 경영권을 확보한다. 제3단계(포괄적 주식교환)는 포괄적 주식교환으로 상장법인이 비상장법인의 주식 100%를 보유한 완전모회사가 되고, 비상장법인은 완전자회사가 되며 비상장법인(완전자회사)의 주주는 상장법인(완전모회사)의 주주로 전환된다. 비상장법인과 상장법인간의 주식교환을 통하여 우회상장의 효과를 창출한다. 제4단계(기존 상장법인의 사업부문 분할 및 매각)는 기존의 상장법인의 대주주가 기존 상장법인의 일부 또는 전체 사업부문을 계속 경영하고자 한다면 제1단계에서 상장법인의 사업부문 분할가액 및 방법에 대하여 사전에 협의하고 제3단계이후 인수자는 기존 상장법인의 사업부문을 물적 분할 또는 영업양도를 통하여 기존 상장법인의 대주주에게 매각한다. 제5단계(완전모회사의 자본조달 및 완전자회사 지원)에서 완전자회사는 비상장법인으로서 자본시장을 통한 자본조달 능력이 없으므로 완전모회사인 상장법인이 자본시장에서 증자(공모증자 또는 제3자 배정 증자)또는 주식 관련 사채(CB<sup>5)</sup>, BW<sup>6)</sup>) 발행을 통하여 자본을 조달하여 완전자회사에 출자함으로써 완전자회사는 완전모회사를 통하여 자금을 조달한다. 제6단계(완전모회사의 구조조정 및 완전자회사 사업구조 개선)로 인수자는 상장법인(완전모회사)의 구조조정 및 비상장법

---

5) 「CB」란 전환사채(convertible bond)라는 말로 보통의 사채와 마찬가지로 확정이자를 지급하지만, 일정한 조건으로 발행 회사의 주식으로 전환할 수 있는 선택권이 부여된 사채이다.

6) 「BW」란 신주인수권부사채(bond with warrant)라는 말로 발행회사의 주식을 매입할 수 있는 권리가 부여된 사채이다.

인(완전자회사)의 사업구조 개선을 통하여 상장법인과 비상장법인의 수익성을 개선시킨다. 제7단계(투자자본회수)는 상장법인의 주가가 부양되면 주식매각을 통하여 투자자본을 회수하고 인수 금융을 상환한다. 제8단계(완전모회사와 완전자회사 간 합병)는 완전모회사와 완전자회사가 법률적으로는 독립된 회사로 존속하나 경제적으로는 지분법(연결재무제표 작성대상)으로 결합되어 경제적 동일체를 형성하게 된다. 완전모회사와 완전자회사는 소규모 및 간이합병에 의거, 주주총회승인을 이사회결의로 대체하고 주식매수청구권을 인정하지 않음으로써 간편하게 합병할 수 있다.

이와 같은 거래 절차에서 유의할 점은 상장법인의 소유 및 경영권 변동이 발생된 후 주식교환을 실시하게 되면 우회상장으로 간주되어 감독기관의 감독이 강화되므로 이러한 문제를 피하기 위해 먼저 주식교환을 실시하고 일정기간 후에 상장법인의 소유 및 경영권이 변경되는 방법으로 거래구조를 설계하기도 한다(최상우, 전우수, 삼일인포마인, 2007, pp. 493-497).

### 3. 타법인 출자

#### 1) 타법인 출자의 개념

상장법인이 비상장법인의 구주를 매수하여 자회사로 만드는 것으로, 상장법인은 비상장법인의 주주에게 제3자 배정 유상증자를 하고 그 자금으로 당해 비상장법인 주주에게 비상장법인의 구주를 매입하여 결국 상장법인의 신주와 비상장법인의 구주가 교환되게 됨에 따라 일반적으로 주식스왑(stock swap)이라고 불리 운다.

주식스왑이란 기업과 기업 간의 주식을 일정비율에 따라 맞교환 하는 것을 말하며, 완전자회사의 주식 100퍼센트와 완전모회사의 주식 일부와 교환하는 포괄적 주식교환과는 엄연히 구분된다. 또 주식스왑 방식에는 기존의 자사주를 각각 일정비율로 교환하는 방식과 하나의 기업이 신주를 발행하거나 쌍방회사가 신주를 발행하여 상대방 회사에 인수시키는 형태가 있다.

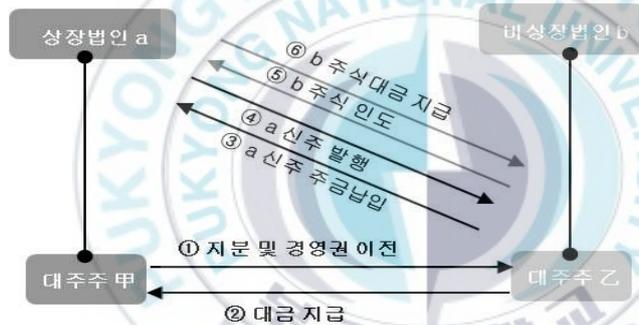
최근에 코스닥시장 상장법인과 비상장법인간의 합병요건이 강화되면서 사실상 비상장법인의 우회상장이 어려워졌으며, 따라서 이를 해결하기 위한 방안으로 주식교환을 사용하는 경우가 많아지고 있다. 상장법인의 타법인 출자는 주주총회의 승인을 받지 않고 이사회 결의만으로 가능하기 때문에 선호된다.

또한 주식교환을 여러 차례 행하면 최종적으로 자회사는 모두 100퍼센트 자회사의 형태를 띠므로 지주회사가 된다. 따라서 주식교환은 사업구조조정을 하는 경우 지주회사를 만들기 위한 간편한 방안이 될 수 있다. 이 때 지주회사는 기존의 영업을 계속적으로 영위할 수 있다. 타법인 출자의 장점은 합병 및 포괄적 주식교환 방법에 비해 기간이 단축되고 배정받은 주식에 대한 유동성 제약이 적으며, 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수 청구권이 회피되고, 거래구조가 간단하며, 영업양수도 방식에서 발생할 수 있는 세제상 문제가 없다.

## 2) 타법인 출자의 구조

우회상장의 타법인 출자의 형태는 상장법인이 비상장법인의 구주를 인수한 후 비상장법인 주주들은 상장법인의 제3자 배정 유상증자에 참여해 신주를 받거나, 비상장법인 주주들이 먼저 상장법인의 제3자 배정 유상증자에 참여한 후 상장법인이 증자대금으로 비상장법인 주식을 인수하는 것이다.

### \* 거래 절차 구조



- \* a는 b의 대주주乙에게 3차배정 유상증자를 실시하고 그 자금으로 당해 b의 대주주乙에게 b의 구주를 매입.
- \* a의 신주와 b의 구주가 교환되게 됨

### \* 거래 종료 후 결과



[그림 2-3] 타법인 출자의 구조

### 3) 거래 절차

타법인 출자를 통한 우회상장의 거래 절차는 제1단계~제7단계로 구성되어 있으며, 각 단계의 내용은 다음과 같다.

제1단계(비상장법인이 상장법인 주식 매입 및 제3자 배정 증자 참여)는 상장법인이 비상장법인의 주식양수대금 마련을 위하여 비상장법인을 대상으로 제3자 배정 증자를 하고, 상장법인 대주주의 보유주식 일부 또는 전부를 비상장법인에게 상장프리미엄이 부가된 가격으로 매각하고 비상장법인은 상장법인의 소유권을 확보한다. 제2단계(경영권 확보)는 주주총회를 개최하여 이사회 및 경영진 교체를 통하여 경영권을 확보한다. 제3단계(상장법인의 비상장법인 주식양수)는 상장법인의 제1단계에서 확보한 자금으로 비상장법인 대주주로부터 비상장법인의 주식을 인수한다. 제4단계(상장법인과 비상장법인간 합병)는 상장법인과 비상장법인이 법률적으로 독립된 회사로 존속하나 지배주주가 동일하므로 경제적으로는 동일체(지분법으로 연결)를 형성하게 된다. 따라서 인수자 측면에서는 관리비용 절감 및 경영효율제고, 상장법인의 재무구조 및 사업구조가 부실한 경우 상장폐지 위험을 줄이기 위하여 상장법인과 비상장법인은 합병하여 우회상장을 완성한다. 제5단계(기존 상장법인 사업부문 분할 및 매각)는 기존 상장법인의 대주주가 기존 상장법인의 일부 또는 전체 사업부문을 계속 경영하고자 한다면 제1단계에서 상장법인의 사업부문 분할가액 및 방법에 대해서 사전에 협의하고 제4단계이후 인수자는 기존 사업부문을 물적 분할 또는 영업양도를 통하여 기존 상장법인의 대주주에게 매각한다. 제6단계(사업구조 개선 및 구조조정)는 비상장법인 대주주가 제3단계를 통하여 일부 투자자금을 회수하고, 장기적으로 구조조정 및 사업구조 개선을 통하여 상장법인의 수익성을 개선시킨다. 제7단계(투자자금회수)는 주가가 상승하면 제1단계 매입 및 증자 등으로 교부받은 상장법인의 주식을 매각함으로써 투자자금을 회수한다.

이와 같은 거래 절차에서 유의할 점은 상장법인의 소유 및 경영권 변동이 발생된 후 상장법인이 비상장법인의 주식을 인수하게 되면 특수관계자 간의 거래 또는 우회상장거래로 간주되어 감독기관의 심사가 강화될 수 있으므로 이러한 문제를 피해가기 위하여 상장법인이 먼저 비상장법인의 주식을 취득하고 일정기간 후에 비상장법인의 소유 및 경영권이 변경되는 방법으로 거래구조를 설계하기도 한다(최상우, 전우수,

삼일인포마인, 2007, pp. 501-502).

4) 포괄적 주식교환과 타법인 출자의 비교

포괄적 주식교환과 타법인 출자를 비교 하였을 때 주식교환 방식에서의 서로 차이 점이 무엇인가를 좀 더 쉽게 살펴보기 위해 <표 2-1>로 나타내었다.

<표 2-1> 포괄적 주식교환과 타법인 출자의 비교

구분	포괄적 주식교환	타법인 출자
형태	모회사가 자회사의 지분을 100% 소유하는 형태	모회사가 자회사의 지분을 100% 미만으로 소유하는 형태
거래구조	모회사의 신주(또는 자기주식)와 자회사의 발행주식총수(구주)와의 교환	자회사의 주주는 보유주식(구주)을 모회사에게 유상으로 매각하고 매각대금으로 모회사의 증자에 참여하여 모회사의 주식을 인수 하는 형태로서 결과적으로 일부 자회사 주주에 대하여 주식교환의 효과가 발생
주주총회 결의	주주총회 특별결의 필요	주주총회 결의 불필요
주식매수청구권	반대주주에 대하여 인정	발생되지 아니함
주금 납입 방법	모회사의 증자대금이 자회사 구주로 납입	모회사 증자 시 현금으로 납입
검사인 선임 및 법원의 조사·보고	면제됨	발생되지 않음

앞에서 살펴 본 바와 같이 주식교환은 모회사의 자회사 주식 100% 소유 여부에 따라 모회사가 자회사의 주식을 100% 소유하면 주식의 포괄적 교환이라 하고, 모회사가 자회사의 주식을 100% 미만 소유하면 타법인 출자라고 하였다. 주식의 타법인 출자 절차는 주식교환 당사회사의 이사회결의 및 내부규정에 의하여 주식을 매매하고 증자 절차를 진행하게 되므로 주식의 포괄적 교환과 같은 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차가 불필요하다.

4. 영업양수

1) 영업양수의 개념

영업양수란 영리목적으로 조직화된 기능적 일체로서 객관적 의미의 영업(재산)을 영업의 동일성을 유지하면서 양수인이 양도인에게 이전 받는 것을 목적으로 하는

계약을 말한다. 영업양수에 있어서 이전의 목적이 되는 것은 단순한 물건, 또는 권리, 의무뿐만 아니라 거래선, 영업상의 비밀, 노하우 같은 경영조직의 사실관계를 포함한 유기적 일체로서 양수인은 그것을 이용하여 양도인과 같은 영업자의 지위를 취득하게 된다.

위에서 말한 영업양수의 의의를 나누어 살펴보면 다음과 같다.

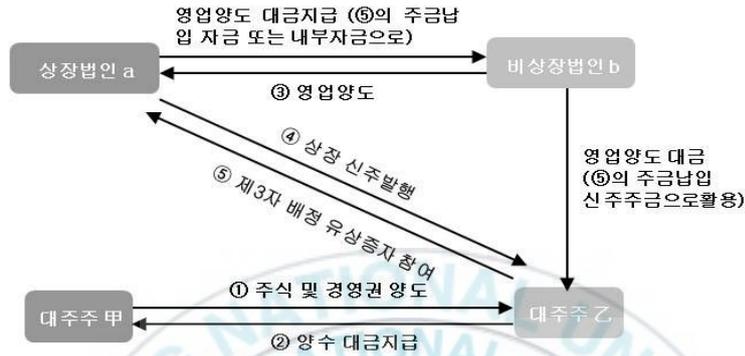
첫째, 영업양수의 대상인 '영업'은 영리목적을 위하여 조직된 유기적 기능적 일체이어야 한다. 둘째, '기능적 일체로서 영업'을 구성하는 인적, 물적 설비 모두 포함되며 거래선, 판매기회, 영업비밀, 판매망 등 상거래관행 등 재산적 가치가 있는 사실관계도 포함된다. 셋째, '동일성을 유지'하면서 영업을 양수되어야 한다. 즉 영업을 해체하여 개별영업 재산 별로 양수하면서 영업양수가 아니나 영업 재산의 일부를 유보한 채 양수하여도 그 양수한 부분만으로도 종래의 조직이 유지되어 있다고 판단된다면 동일성이 유지된 것으로 보아야 한다. 만일 동일성이 유지되지 않으면 단순한 자산양도로 종업원의 고용승계 문제가 발생하지 않기 때문에 동일성의 유지 여부는 계약의 명칭과는 관계없이 계약의 실질 내용에 의하여 판단되어야 한다. 넷째, 이러한 영업의 양수는 양수인이 영위하는 '모든 영업'이 필요는 없고, 그 '일부'라도 가능하다. 그리고 영업을 양도하는 입장에서는 '영업양도'가 되지만 영업을 양수 받는 입장에서는 '영업양수'가 될 것이다(윤중훈, 이호준, 법무법인 한결, 화인 경영회계법인, 2005, pp. 92-93).

합병과 영업양수는 모두 기업의 결합이라는 동일한 경제적 목적을 위해 필요한 제도로서, 주식회사의 경우 주주총회의 특별결의가 필요하며, 반대로 주주의 주식매수 청구권이 인정된다는 점에서 유사하지만, 합병은 복수의 회사를 하나의 회사로 하는 단체법적인 행위로서 권리의무의 포괄승계가 이루어지게 되나, 영업양수는 회사 영업의 개별적인 이전을 수반하는 개인법적인 거래행위라는데 근본적인 차이가 있다. 영업양수의 장점은 협회상장규정상의 합병요건 등을 회피 할 수 있고, 비교적 자유롭게 양수도 가격 결정이 가능하며, 매각 제한에 대한 회피가 가능하고, 사업부문의 구조조정, 상호협력의 측면에서 활용이 가능하다.

2) 영업양수의 구조

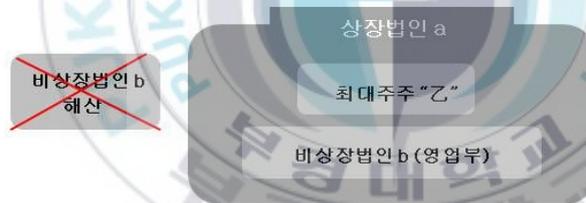
우회상장의 영업양수 형태는 비상장법인의 영업 및 관련 자산 부채를 포괄적으로 상장법인에 넘겨주고, 비상장법인의 주주들에게 영업양도 대가를 배분한 다음 해산하는 형식이다. 이후에 상장법인의 신주발행에 비상장법인의 주주들이 참여해 상장법인의 주주가 되면서 우회상장 절차가 마무리 된다. 한마디로 부채까지 전부 넘기고 해산했다가 상장법인의 신주 발행 때 다시 모이는 식이다.

\* 거래 절차 구조



\* b의 대주주乙은 a의 대주주甲에게 주식 및 경영권을 미리 매수한 뒤 대금지급을 하고 자신 소유의 b의 영업 및 관련자산 부채를 a에 넘겨주고 a의 일부가 되고, b의 주주에게 영업 양도 대가를 배분한 다음 해산하는 형식, 이후 a의 신주발행에 b의 주주들이 제3자 배정 유상증자 참여해 a의 최대주주가 되면서 우회상장 절차가 마무리 된다.

\* 거래 종료 후 결과



[그림 2-4] 영업양수의 구조

3) 거래 절차

영업양수를 통한 우회상장의 거래 절차는 제1단계~제5단계로 구성되어 있으며, 각 단계의 내용은 다음과 같다.

제1단계(소유권 확보)는 상장법인이 비상장법인의 사업양수대금 지급을 위한 자금 확보를 위하여 비상장법인을 대상으로 제3자 배정 증자를 하고, 상장법인 대주주는

상장프리미엄 확보 및 영업양수 상장법인 기존 사업부문 인수를 위한 자금 마련을 위하여 비상장법인에게 상장프리미엄이 부가된 가격으로 보유상장주식을 매각하고 비상장법인은 상장법인의 소유권을 확보한다. 제2단계(경영권 확보)는 주주총회를 개최하여 이사회 및 경영진 교체를 통하여 상장법인의 경영권을 확보한다. 제3단계(상장법인의 비상장법인 사업양수)는 상장법인이 제1단계에서 확보한 자금으로 비상장법인의 영업부분을 양수하여 두 회사의 사업을 하나로 합체시키고 비상장법인은 제1단계에서 투자한 투자자금의 일부를 회수한다. 제4단계(기존 상장영업부분 분할 및 매각)는 기존의 상장법인의 대주주가 기존 상장법인의 영업부분을 계속 경영하고자 한다면 1단계에서 상장법인의 사업부문 분할가액 및 방법에 대하여 사전에 협의하고 제3단계이후 인수자는 기존 상장법인의 사업부분을 물적 분할할 때는 영업양도를 통하여 기존 상장법인의 대주주에게 매각한다. 제5단계(비상장법인 등의 투자자금 회수)는 비상장법인의 대주주가 제3단계를 통하여 비상장법인이 확보한 영업양도 대금을 이익배당, 유상감자, 청산배당 등을 통하여 회수하고 우회상장 시 확보한 상장법인의 주가가 상승할 경우 일부 지분을 매각함으로써 투자자금을 회수한다.

이와 같은 거래 절차에서 유의할 점은 상장법인의 소유 및 경영권 변동이 발생된 후 영업양수를 실시하게 되면 특수관계자 간의 거래 또는 우회상장거래로 간주되어 감독기관의 심사가 강화될 수 있으므로 이러한 문제를 피하기 위하여 먼저 영업양수를 실시하고 일정기간 후에 상장법인의 소유 및 경영권이 변경되는 방법으로 거래구조를 설계하기도 한다(최상우, 전우수, 삼일인포마인, 2007, pp. 498-499).

#### 4) 거래의 특징

영업양수를 통한 우회상장은 영업양수도가 중요할 경우 신고서 제출, 주주총회 특별결의, 반대주주에 대한 주식매수청구권 인정 등 합병 또는 주식교환과 동일한 절차를 거쳐야 하나, 영업양수도 가액의 적정성에 대하여 외부평가기관의 평가를 받아야 할 뿐 평가방법에 대해서는 특별한 규정이 없다는 특징이 있다.

### 제3절 우회상장에 관한 선행연구

우회상장이란 비상장법인이 상장법인과 합병, 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수를 통하여 신규상장 절차 및 심사를 거치지 않고 상장법인으로 전환되는 것을 의미한다. 우회상장에 대한 연구는 일반 합병에 비해 많은 편은 아니다. 비슷한 주제에 관한 선행연구를 살펴보면, 먼저 Arellano-Ostoa & Brusco(2002)는 1990년부터 2000년까지 미국 주식시장에서 발행한 역합병(reverse merger)에 대해서 연구하였는데, 연구의 핵심은 IPO<sup>7)</sup>를 통한 기업공개와 역합병을 통해 기업공개를 하는 기업들의 차이였다.

연구결과 우량기업(high quality firm)은 IPO를 선호하는 것으로 나타난 반면, 비우량기업(low quality firm)은 역합병을 선호하는 것으로 나타났다. 또한 동기간에 역합병을 통해 기업공개한 기업 중 32.6%가 상장 취소된 것으로 나타나 대부분의 기업들이 신규상장요건(initial listing requirement) 혹은 상장유지요건(continued listing requirement)을 충족시키지 못하는 것으로 나타났으며, 극히 소수의 기업만이 역합병 이후 성공적으로 주식을 발행하여 자금을 조달할 수 있었다. 이 연구는 비록 역합병 자체의 비용은 IPO비용보다 저렴할지라도 엄격한 검증 절차를 거치지 않아 발생하는 높은 주식발행비용으로 인해 역합병이 IPO보다 저렴한 기업공개 방법이라는 기존의 실증연구를 통해 부인하였다는 점에서 의의가 있다.

Gleason(2004)은 역합병을 “상장법인의 지위를 얻기 위해 비상장법인이 상장법인에 의해 인수되어 비상장법인이 궁극적으로 존속회사로 남는 기업지배권 관련사건”이라고 정의한 다음 이 정의에 의거해 1987년부터 2001년 사이에 미국의 증권거래소(NYSE), 아메리카증권거래소(AMEX), 나스닥(NASDAQ)에서 발생한 M&A 사례 중 121개의 역합병(reverse merger)을 표본으로 선정하여 역합병의 기업특성, 동기, 장단기 성과를 분석하였다. 분석은 합병공시 시점을 전·후한 누적 비정상수익률 분석과 회계상의 재무비율을 통계적으로 분석함으로써 이루어졌다. 또한 역합병 동기는 대리인 이론적 관점에서 분석하였다. 그 결과 역합병의 상장법인은 합병공시 전 수익성이 열악한 것으로 나타난 반면, 재무안정성과 유동성은 열악하지 않은 것으로 나타났다.

---

7) 「IPO」란 최초공모(initial public offering)로 넓은 의미로는 기업의 전반적 경영내용의 공개, 즉 디스클로저(disclosure)까지도 포함하지만, 좁은 의미로는 주식공개를 말한다.

합병공시일의 주가는 양(+의) 누적비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 그리고 역합병 이후 존속기업의 절반 이상이 합병 후 18개월 이내에 상장취소, 파산, 피흡수 합병의 운명을 맞이하는 것으로 나타났다. 표본으로 선정된 기업의 규모는 자산규모 기준으로 상장법인은 평균 \$58.71백만, 비상장법인은 \$34백만의 소규모 기업이었으며, 산업평균에 비해 수익성이 저조한 기업들의 대부분인 것으로 나타났다. 상장법인의 총자산이익률(ROA)은 23.9%, 자기자본이익률(ROE)은 30.88%, 매출액순이익률(NPM)은 26.00%였다. 그러나 현금보유비율(cash/totalassets) 및 부채의존도(debt/assets)는 시장평균이었다. 비상장법인의 경우에도 시장평균치에 비해 실적이 저조 하였으나, 상장법인보다는 약간 양호한 것으로 나타났다. 그리고 역합병의 동기에 대해서 분석하였는데 이를 위해 역합병 전후의 이사회 구성 현황을 분석한 다음 소유경영자의 이사회 장악력을 파악하여 소유경영자 및 내부이사의 현금보상 증가 욕구가 역합병의 유력한 동기라는 결론을 내렸다.

주상룡(1997)은 1987년과 1990년 사이의 국내 합병사례 중 34개를 표본으로 선정하여 실증분석 하였다. 그 결과 비상장 피합병법인은 대부분 상장요건을 충족하지 못한 것으로 나타났고, 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등의 비교 집단 간(합병·피합병, 합병·통제, 합병·산업평균, 피합병·산업평균)의 연도별 차이는 대부분 비유의적인 것으로 나타났다. 합병기업의 비정상수익률은 기존 연구와 마찬가지로 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등이 유의한 설명력을 가지는 것으로 나타났다. 이 연구에서는 '우회상장'이라는 용어대신 '변칙상장'이라는 용어를 사용하여 비록 암묵적이지만 비상장법인과 상장법인간의 합병을 통한 상장회사로서의 지위 획득이라는 문제를 다루었다는 점에 그 의의가 있다. 다만, '변칙상장'에 의한 비상장법인의 상장법인화가 기업지배권변동과는 무관하게 다루어졌다는 점에서 엄밀한 역합병의 정의에 부합되지 않는다는 한계가 있다.

김주환(2004)은 코스닥 등록기업의 인수합병에 대한 연구를 수행하였다. 그는 비효율적인 벤처기업에 대한 퇴출제도 강화와 구조조정 정책을 병행하여 시장의 효율화 및 기업의 수익모델 개발을 유도하기 위해 M&A가 필요하다면서, 코스닥시장에 등록되어 있는 기업의 가치를 향상시키고 이를 통해 시장의 신뢰를 제고하기 위해 퇴출기준, 주식매수청구권, 주식교환, 우회상장 규제, 인프라 구축을 통해 기업간의 자발적

인 M&A가 이루어지도록 적극적인 관심과 지원이 필요하다고 주장하였다.

허노중(2005)은 한국의 역합병기업의 특성 및 동기를 살펴보았다. 그 결과 미국의 역합병과의 비교를 통해 한국에서는 비교적 새로운 금융현상이라고 할 수 있는 코스닥시장의 역합병을 체계적이고 심도 있게 이해할 수 있는 이해의 틀을 마련함과 동시에 정책운영에 있어 시사점을 제공하고자 하는 것이다. 기업특성은 역합병 이전의 재무적특성, 공시시점의 시장반응, 역합병 이후의 기업가치 변화에 대해서 살펴보았고, 동기는 최대주주의 지분변동을 대리인 이론의 측면에서 분석하였다. 이 연구는 세계적으로는 보편적 현상이지만 우리나라에서는 비교적 새로운 금융현상인 역합병에 대해서 체계적으로 연구를 실시하였다는 데 큰 의의가 있다.

최운열, 이호선(2006)은 2003년부터 2005년까지 우회상장기업과 IPO기업 간의 비교 및 우회상장과 IPO간의 선택요인에 대해 다루었다. 연구 분석의 결과 우회상장을 통해 기업의 자산이나 자본의 증가가 일어나고 시가총액의 급격한 증가가 일어나나, 우회상장 전·후의 수익성 개선효과가 뚜렷하게 나타나지 않았으며, 동기간의 IPO기업에 비해 상대적으로 기업규모와 시가총액 등은 여러 측면에서 열등한 것으로 분석하였다.



## 제3장 한국증권시장의 우회상장 실태분석 및 규제 현황

### 제1절 한국증권시장의 우회상장 실태분석

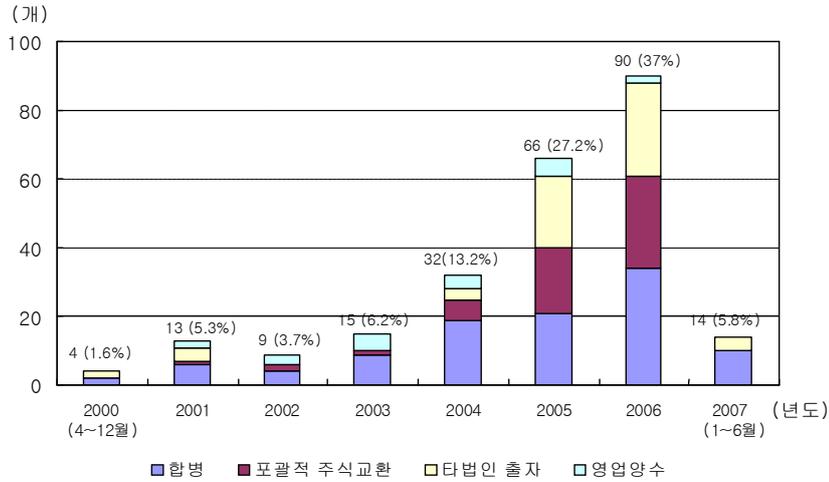
#### 1. 우회상장에 관한 기술 통계자료

본 연구에서는 우회상장의 판정 기준을 비상장법인과 상장법인이 연계하여 합병, 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수를 실시하고, 이를 통해 비상장법인이 상장법인의 신고서 제출일자를 기준으로 한다.

실태 통계분석을 위해 사용된 표본기업의 대상기간은 2000년 4월 1일~2007년 6월 30일까지 비상장법인과 상장법인간의 합병, 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수를 통해 우회상장을 이룬 243개의 기업으로 구성된다. 우회상장에 관련된 기업들은 금융감독원 전자공시시스템, 증권선물거래소의 기사검색, 코스닥시장본부 또는 유가증권시장본부에서 제공하는 각종 자료들, 팍스넷 증권포털사이트, 네이버, 각종 증권사 등을 검색·종합하여 산출하였다. 여러 기사검색을 통해 얻은 대상기업은 2007년 6월 30일 기준으로 상장폐지된 종목은 표본에서 제외시켰다. 이렇게 최종적으로 얻은 대상기업은 243개이다. 지금까지의 작업이 규모나 양이 매우 크거나 많아 당해 공시를 찾아보아 알 수 있었지만 우회상장의 관계를 파악하는 것은 쉽지 않았다. 그리고 우회상장된 기업들을 대상으로 하여 합병, 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수에 관한 공시를 금융감독원 전자공시시스템에서 검색하여 시가총액을 계산할 수 있었으며 비상장법인과 상장법인의 업종에 대한 정보도 얻을 수 있었다.

우회상장 표본들을 세부적으로 구분하여 살펴보기 위해 먼저 최종적으로 얻은 대상기업 243개를 연도별, 유형별로 구분하여 현황을 살펴보았다. 각 연도별, 유형별로 현황을 구분하여 비교한 결과를 [그림 3-1]과 <표 3-1>에 제시하였다. 그 결과 2005년과 2006년에 우회상장이 가장 많이 일어난 것으로 나타났으며, 이 시기의 M&A는 비상장법인이 상장법인을 통해 시장에 진입하는 우회상장이 한 테마를 이루었다. 비상장법인이 상장법인을 통한 우회상장은 2005년 한 해만해도 66건으로 27.2%를 차지하였고, 2006년 9월까지도 무려 82건으로 33.7%를 차지하면서 폭발적인 증가 추세를

보이고 있다.



[그림 3-1] 우회상장 연도별, 유형별 통계

<표 3-1> 우회상장 연도별, 유형별 현황

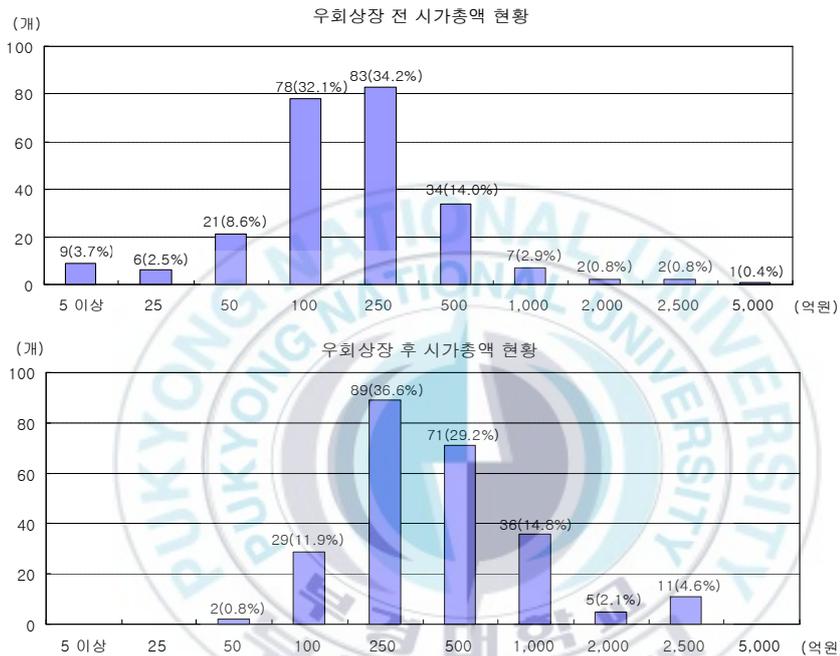
(단위 : 개)

연도 유형	거/코	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	합계
		4~12							1~6	
합병	거래소	-	1	-	3	3	2	8	-	17
	코스닥	2	5	4	6	16	19	26	10	88
포괄적 주식교환	거래소	-	-	-	-	1	3	3	-	7
	코스닥	-	1	2	1	5	16	24	-	49
타법인 출자	거래소	-	-	-	-	-	-	2	-	2
	코스닥	2	4	-	-	3	21	25	4	59
영업양수	거래소	-	-	-	1	-	-	-	-	1
	코스닥	-	2	3	4	4	5	2	-	20
합계		4	13	9	15	32	66	90	14	243
거래소		-	1	-	4	4	5	13	-	27
코스닥		4	12	9	11	28	61	77	14	216

우회상장 테마가 본격적으로 시작한 것은 2004년부터이지만, 1999년 코스닥시장의 제1활황기가 IT벤처 붐이라면, 2005년도부터 코스닥시장의 제2활황기는 각종 테마주와 M&A 관련 붐이 주를 이루었다. 2005년부터 'M&A를 통한 우회상장' 러시가 시작되었다. 이러한 상황이 일어난 배경은 <코스닥시장 활성화 재생 기반 확충>과

<M&A 활성화, 퇴출기업 정리장구 마련>이 절묘한 조화를 이루며, 코스닥시장 진입에 어려움을 겪고 있는 비상장 중소 벤처기업들이 성장 한계에 이른 상장법인을 이용해 우회상장을 함으로써 상장법인으로 거듭날 기회를 갖게 되었다.

다음 [그림 3-2]는 표본을 대상으로 금융감독원 전자공시시스템에 공시되어 있는 분기·반기·사업·감사보고서를 검색하여 시가총액 현황을 나타내었다. 우회상장 전 시가총액 현황은 현재 상장법인의 신고서 제출일자 이전을 기준으로 총 발행 주식수와 종가기준으로 나타내었으며, 우회상장 후 시가총액 현황은 현재 상장법인의 2007년 6월 29일을 기준으로 총 발행 주식수와 종가를 계산하여 나타낸 것이다.



[그림 3-2] 우회상장 시가총액 현황

시가총액이란 상장된 주식을 모두 현재의 시장가격으로 환산 하여 나타낸 총체적 가치를 의미합니다. 그림에서 보면, 위쪽에 있는 우회상장 전 243개의 표본 중에서 100억 원 이상에서 500억 원 이하의 시가총액이 160개로 전체 중에서 65.8%로 제일 많으며 우회상장 전에 시가총액이 100억 원도 미치지 못하는 업체가 무려 36개이며 이 중에서 25억 원에도 미치지 못하는 업체가 15개나 포함되어 있다.

우회상장 전·후를 비교해 보았을 때 우회상장 이후 시가총액이 25억 원 이하는 없는 것으로 나타났으며 우회상장이 이루어지기 전에 비해 우회상장이 이루어진 후에 시가총액이 대체적으로 상승하는 것으로 나타났다.

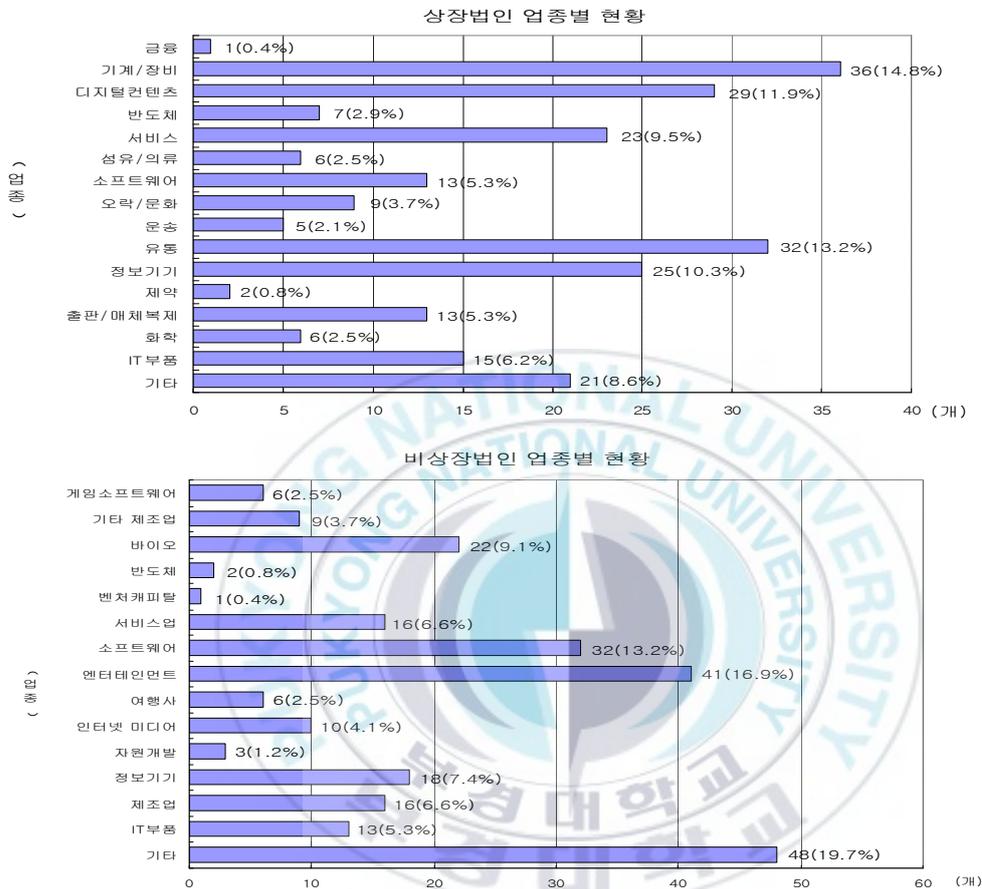
<표 3-2> 상장법인의 퇴출기준

퇴출 기준	구분	유가증권상장법인	코스닥상장법인
시가총액	관리종목	상장시가총액이 25억 원에 미달하는 상태가 30일(당해 주식의 매매거래일을 기준으로)간 계속되는 경우	상장된 보통주식의 당일 종가에 상장된 보통주식 총수를 곱하여 산출한 시가총액이 20억 원 미만인 상태가 연속하여 30일간 지속되는 경우
	상장폐지	관리종목으로 지정된 후 90일(당해 주식의 매매거래일을 기준으로)의 기간이 경과하는 동안 상장시가총액이 다음 각 항목의 요건 중 하나라도 충족하지 아니하는 경우 가. 25억 원 이상인 상태가 10일 이상 계속될 것 나. 25억 원 이상인 일수가 30일 이상일 것	관리종목으로 지정된 후 90일간의 기간이 경과하는 동안 다음 각 항목의 요건 중 하나라도 충족하지 아니하는 경우 가. 시가총액 20억 원 이상인 상태가 10일 이상 계속될 것 나. 시가총액 20억 원 이상인 일수가 30일 이상일 것

시가총액이 낮은 상장법인의 대부분은 매출액 또한 낮기 때문에 지속적인 매출액 미달로 퇴출당할 가능성도 염두에 두어야 한다. 상장폐지의 가능성도 있고, 회사의 재무상황이 부실하여 영속성이 보장되지 않을 수도 있다. 그러므로 상장법인의 퇴출 심사 기준을 관심 있게 보아야 한다. 퇴출기준은 <표 3-2>를 참고 한다.

다음 [그림 3-3]은 표본 대상기업을 우회상장을 이룬 상장법인과 비상장법인의 업종별 현황을 각각 구분하여 나타낸 결과이다. 그림에서 보면, 우회상장 분위기가 활발해지면서 우회상장을 추진하는 비상장법인은 초기 IT 벤처기업을 중심으로 황우석 효과를 얻은 바이오 벤처기업들, 연예인의 효과를 기반으로 엔터테인먼트 기업들이 주로 코스닥시장에 우회적으로 입성했다. 이때 여러 상장법인이 바이오 벤처에 투자했다는 공시로 주가가 폭등하는 바람에 유상증자 발행가를 높이는 상황까지 생기기도 하였다. 그리고 수십 배에 이르는 투자수익률을 기록하면서 투자자들의 탄성을 자아 내기도 했다. 하지만 우회상장으로 수익률을 올리는 이해관계자들은 따로 있고, 피해를 본 사람들은 비공개 정보에 접근하지 못하는 개인 투자자들이었다. 2005년도에 ‘라이프코드’라는 바이오 벤처가 바이오 우회상장의 첫 신호탄을 쏘아 올렸다. 라이프

코드는 국내 임상시험대행 및 제대혈 은행업 2위 업체로, 당시 밸브업을 영위하던 국제정공을 인수해 우회상장을 하였다. 이 밖에 셀론텍, 마이진, 제넥셀, 알앤엘바이오 등이 있다. 2005년부터 정부 차원의 문화 콘텐츠 육성정책이 활성화되면서 음악, 영화, 연예, DVD 등 엔터테인먼트 업체들에도 우회상장이 많이 일어났다. 엔터테인먼트 업체로 팬텀, 엠에이더, 반포텍, 올리브나인, 만인에미디어 등이 있다.



[그림 3-3] 상장법인/비상장법인 업종별 현황

2005년과 2006년 사이에 우회상장을 한 엔터테인먼트 주식들은 대부분 영업손실을 기록했다. 이들 종목은 지금도 주가 부진을 면치 못하고 있다. 우회상장은 2005년에서 2006년도 초까지는 우회상장이 주식시장의 최대의 화두가 되었다. 그러나 우회상장이 개인 투자자에게 꼭 반가운 일만은 아니었다. 해당 주식을 미리 보유한 사람은

큰 수익을 거둘 수 있겠지만, 급등한 후 매수한 경우에는 단기간 상당한 손실을 감수해야 했기 때문이다. 그리고 2005년 코스닥시장 우회상장은 전년도에 비해 합병보다는 비교적 규제가 약한 포괄적 주식교환이나 타법인 출자 방식을 이용한 우회상장이 급증하였다. 포괄적 주식교환 등 기타 우회상장은 사전 심사가 없어 상장 요건에 미달하는 기업의 우회상장 수단으로 악용되었다. 그러므로 우회상장 하는 상장법인, 비상장법인의 경손실 또는 자본잠식으로, 부실기업 간 결합이 상당수였으며, 상장 요건에 미달하는 기업이 우회상장을 통해 상장요건을 회피하여 상장함에 따라 증권시장의 건전성 저해가 우려되어, 이에 감독기관은 무분별한 우회상장을 막고 건전한 방향으로 유도하기 위해 2006년 6월 <코스닥시장 우회상장 규제안>과 2006년 10월 <유가증권시장 우회상장 규제안>이라는 내용으로 우회상장 제재안을 시행하게 되었다.

우회상장 관리제도 도입으로 2006년도 하반기 이후 감소세를 보이던 코스닥시장에서의 우회상장이 최근에 다시 증가하고 있다. 그러나 부실 비상장법인의 우회상장을 차단하기 위해 2006년 6월에 도입한 우회상장 관리 방안으로 인해 우회상장의 내용은 건전한 방향으로 정착하고 있는 모습이다. 우선, 우회상장 대상 비상장법인의 상당수가 IPO 기준을 충족하는 등 과거에 비해 코스닥상장법인과 결합하는 비상장법인의 기업 내용이 크게 개선되었다.

우회상장의 유형도 과거에는 타법인 출자나 영업양수 등을 활용한 변칙적 형태의 우회상장이 많았으나, 최근에는 합병이 대부분을 차지하였다. 이는, 합병만을 규제하던 과거에는 규제 회피를 위해 변칙적인 우회상장의 유인이 있었으나, 우회상장 전반에 대한 폭넓은 규제가 도입됨으로써 기업들이 M&A로 인한 시너지 효과를 극대화할 수 있는 합병 방식을 선호하게 되었기 때문이다. 또한 우회상장기업의 업종도, 엔터테인먼트나 바이오 등 소위 테마업종 중심에서 IT, 제조업 등으로 다양화 되었다.

## 제2절 한국증권시장의 우회상장 규제 현황

거래의 목적상 건전하지 못한 비상장법인이 상장법인과 합병, 포괄적 주식교환, 타법인 출자, 영업양수를 통하여 우회상장한 후 당해 우회상장법인의 주가를 조작하거나 단기간에 주식을 매각함으로써 투자자의 피해를 야기하고 자본시장을 교란한 사례가 빈번하게 발생하고 있다. 따라서 감독기관은 이와 같은 불건전한 우회상장으로부터 자본시장의 건전성을 확보하고 투자자를 보호하기 위하여 우회상장에 대하여 다음과 같은 제한 규정을 마련하고 있다.

### 1. 우회상장 요건 강화

상장법인과 비상장법인이 다음의 우회상장 거래를 통하여 상장법인의 지배권 변동이 발생하는 경우 우회상장 대상 비상장법인(영업양수의 경우 양수대상 사업 부문)이 다음의 우회상장 요건을 충족하지 못할 경우 당해 우회상장법인은 우회상장 완료일에 상장이 폐지된다.

#### 1) 규제대상 우회상장 거래

합병은 상장법인과 비상장법인 간 합병으로 상장법인의 지배권이 비상장법인의 최대주주(증권거래법시행령 제2조의 4 ③ 1)로 변동된 경우이다. 포괄적 주식교환은 상장법인과 비상장법인의 포괄적 주식교환으로 인하여 상장법인의 지배권이 비상장법인의 최대주주로 변동된 경우이다. 타법인 출자는 상장법인이 비상장법인의 최대주주로부터 당해 비상장법인의 주식을 취득하는 자산양수신고서 제출 전후 6월 이내에 당해 비상장법인의 최대주주에게 제3자 배정 증자 등을 통하여 거래소시장의 지배권이 변동된 경우(단, 주식스왑 결과 상장법인이 소유하는 비상장법인의 지분율이 50% 이상이거나 30%를 초과하면서 최대주주가 되는 경우)이다. 영업양수는 상장법인이 비상장법인의 영업부문을 양수하는 영업양수도신고서 제출 전후 6월 이내에 비상장법인으로 제3자 배정 증자 등을 통하여 거래소시장의 지배권이 변동된 경우이다.

#### 2) 우회상장 요건

감독기관은 무분별한 우회상장을 막고 건전한 방향으로 유도하기 위해 2006년 6월

코스닥시장 우회상장 규제안과 2006년 10월 유가증권시장 우회상장 규제안을 각각 <표 3-3>와 <표 3-4>를 제시하였다.

<표 3-3> 코스닥시장 우회상장 요건

구분	합병	포괄적 주식교환	타법인 출자	영업 양수
경상이익 존재	○	○	○	○
부채가 자산을 초과하지 않을 것	-	-	-	○
자본잠식이 없을 것	○	○	-	-
감사의견 적정	○	○	○	○
신고서 제출 전 1년간 유·무상증자한도 제한	○	○	-	-
신고서 제출 전 6월간 최대주주 변경제한	○	○	-	-
6월 전 부도사유 해소	○	○	○	-
소송 등 중요한 분쟁 없을 것	○	○	○	-
타법인과 합병, 분할(합병), 영업양수도시 결산확정(3월 미만 시 다음 기 결산 확정)	○	○	○	-

주: 1) 경상이익 존재와 감사의견 적정은 최근사업연도가 6월 미만인 경우에는 최근사업연도 및  
최근사업연도의 직전사업연도에 대해서도 동요건 적용  
2) 기준시점은 신고서 제출일 기준

<표 3-4> 유가증권시장 우회상장 요건

구분	합병	포괄적 주식교환	타법인 출자	영업 양수
다음 중 하나 충족(영업양수 제외) <ul style="list-style-type: none"> <li>• 자기자본이익률(ROE) : 최근연도 5%이상 이고 3년 합계 10%이상</li> <li>• 이익금 : 최근연도 25억 이상이고 3년 합계 50억 이상</li> <li>• 자기자본 1,000억 이상 : 최근 연도 자기자본 이익률 3%이상(또는 이익금 50억 이상)이고 최근 연도 영업현금흐름(+)</li> </ul> ※이익 : 영업이익, 경상이익 및 당기순이익 중 적은 금액	○	○	○	영업양수 부문의 영업이익금 최근연도 25억 이상 3년 합계 50억 이상
부채가 자산을 초과하지 않을 것	-	-	-	○
유보율 50%이상 (자기자본 1,000억 이상 : 유보율 25%이상) ※유보율=[자기자본금/자본금]X100	○	○	○	-
감사의견[최근 적정 및 직전2년 적정 또는 한정(감사범위제한 제외)]	○	○	○	○
1년 전 부도사유 해소	○	○	○	-
소송 등 중요한 분쟁 없을 것	○	○	○	-
1년간 최대주주 변경제한	○	○	-	-

주: 기준시점은 신고서 제출일 기준

표 각각의 중요내용을 중심으로 간략히 설명하면 다음과 같다. 우회상장 요건을 살펴볼 때 유가증권시장이 우회상장을 하기 위해 비상장법인이 갖춰야 할 요건이 상대적으로 코스닥시장보다 엄격한 것을 알 수 있다.

우선, 이익 요건을 살펴보면 코스닥시장의 경우 직전 사업연도의 경상이익이 발생해야 한다. 경상이익은 회사의 영업이익에 영업외수익을 더하고 영업외비용을 뺀 숫자를 말한다. 이는 회사의 주요 영업상 발생한 이익에 비경상적인 이익(예를 들어 유형 자산을 처분하여 발생한 이익 등)을 포함하여 발생한 이익으로 영업 손실이 발생해도 경상이익이 발생할 수 있는 여지가 있다. 그러나 유가증권시장의 이익 요건에는 자기자본이익률(ROE) 요건이 포함되어 있는 것을 알 수 있다. ROE란 기업의 당기순이익을 자기자본으로 나눈 숫자에 100을 곱한 것으로 기업에 투하된 자본이 얼마나 이익을 내고 있는가를 판단할 수 있는 척도가 된다. ROE 요건이 5% 이상이라면 자기자본이 100억 원일 경우 5억 원 이상의 당기순이익이 발생해야 한다는 얘기다. 경상이익만 발생하면 되는 코스닥시장보다 상당히 까다로운 조건이라 하겠다.

두 번째로, 감사의견의 경우 코스닥시장의 경우 최근 연도 감사의견이 적정이면 되지만, 유가증권시장의 경우엔 최근연도 뿐만 아니라 직전 2년간 적정 또는 한정 의견을 요구하고 있다.

세 번째로, 유가증권시장에서만 해당되는 유보율 조건이다. 유보율이란 재무제표에서 잉여금 합계(자본잉여금+이익잉여금)를 납입자본금으로 나눈 비율로 기업의 설비 확장을 위한 잉여자금 확보 능력 및 재무구조의 안정성을 나타내는 비율이다. 유보율이 높을수록 안정적인 기업이라 할 수 있다. 그러나 우회상장을 시도하는 비상장법인의 경우 미래 성장 가능성은 높지만 현재 수준의 유보율이 높을 경우는 흔치 않다. 대부분 시장 진입기나 성장기에 있는 기업이 많기 때문이다.

마지막으로 최대주주 및 5%이상 지분을 보유한 주주의 지분 변동이 제한된다. 코스닥시장의 경우 우회상장 전 6개월간 지분 변동이 제한된다. 그러나 유가증권시장의 경우 1년간 지분 변동이 제한된다. 이는 우회상장에 있어 상당한 차이로 나타난다. 비상장법인의 경우 대부분 우회상장에 필요한 자금을 외부의 재무적 투자자나 기타 투자자들로부터 신규 유상증자 또는 전환사채 등을 발행하여 조달하게 되는데, 이런 경우 대부분 제3자 배정 방식을 통하기 때문에 최대주주 및 5%이상 지분을 보유한

주주 지분율이 변동된다.

### 3) 상장폐지 절차

상장법인과 비상장법인이 우회상장 거래를 통하여 상장법인의 지배권 변동이 발생하는 경우 우회상장 대상 비상장법인(영업양수의 경우 양수대상 사업부문)이 우회상장 요건을 충족하지 못할 경우 우회상장법인의 상장폐지 절차는 다음의 3단계로 구분할 수 있으며, 각 단계의 내용은 다음과 같다.

제1단계(우회상장 거래 발생)는 상장법인이 비상장법인과 우회상장 거래관련신고서 제출 시 또는 영업양수 및 자산양수신고서 제출 전·후 6월 이내에 비상장법인 또는 비상장법인의 최대주주를 대상으로 제3자 배정 방식의 주식을 발행하는 경우 당해 상장법인은 우회상장 요건충족 여부 확인을 위하여 우회상장 공시시점부터 신고서 제출일까지 매매거래가 정지된다. 단, 유가증권시장의 경우 최대주주변경이 없다고 인정되는 경우 매매거래 정지를 하지 않을 수 있다(유가증권시장상장규정시행세칙 제49조의2 ①). 제2단계(우회상장 요건 심사)는 비상장법인의 우회상장 요건심사를 통하여 비상장법인이 우회상장 요건을 충족할 경우 즉시 매매거래가 재개되나, 반대로 우회상장 요건을 충족하지 못할 경우 당해 상장법인은 매매거래 정지가 지속된다. 제3단계(우회상장 거래 완료)는 우회상장 거래 완료 시 우회상장 요건을 충족한 경우 우회상장 종목임을 전산시스템에 일정기간 공시하여 투자자의 주의를 환기하고, 반대로 비상장법인이 우회상장 요건을 충족하지 못할 경우 우회상장법인(상장법인)은 상장이 폐지된다.

### 4) 우회상장 관련 자료제출

우회상장 요건 및 지배권 변동 확인을 위하여 상장법인이 비상장법인과 우회상장 거래에 관하여 계약을 체결하거나 이사회 결의를 한 때(영업 또는 자산양수 신고서 제출일 이후 6월 이내에 제3자 배정으로 주식 등을 발행하고자 하는 결의를 한때 포함)에는 다음의 서류를 거래소에 제출하여야 한다. 우회상장 관련 자료제출 서류는 <표 3-5>를 참고 한다.

<표 3-5> 우회상장 관련 자료제출 서류

구분	유가증권시장 상장법인	코스닥시장 상장법인
제출 서류	<ul style="list-style-type: none"> <li>우회상장관련확인서 [별지 제33호 서식~별지 제36호 서식]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>우회상장관련확인서 [상장서식 25~상장서식 28]</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>보호예수대상자의 보호예수확약서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상장법인의 주주명부 요약표 (최대주주는 및 5%이상 주주로 구분)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상장법인의 최대주주등 및 5%이상 주주의 상장법인 주식소유 현황명세서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>상장법인 최대주주등의 주식소유 현황 명세서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상장법인의 감사보고서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상장법인의 등기부등본</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상장법인의 주거래은행 확인서 (영업양수 시 생략)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>거래소가 필요하다고 인정하는 서류</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>

## 2. 우회상장법인 공시 강화

비상장법인이 우회상장 요건 충족 시 당해 법인이 우회상장 중목임을 일정기간 전산시스템에 공시하여 투자자의 주의를 환기시킨다.

### 1) 유가증권시장의 우회상장 중목 전산시스템 공시기간

신주상장일 또는 주식관련 사채 발행일로부터 신주상장일 또는 주식관련사채 발행일이 속하는 차기 사업연도 사업보고서 법정 제출기한까지이다(유가증권시장상장규정 제97조의2). 신주상장 또는 주식관련 사채의 발행이 영업 또는 자산양수 종료보고서 제출일 이전에 이루어진 경우, 영업 또는 자산양수 종료보고서 제출일로부터 자산양수 종료보고서 제출일이 속하는 차기 사업연도 사업보고서 법정 제출기한까지이다(동시행세칙 제50조의2).

### 2) 코스닥시장의 우회상장 중목 전산시스템 공시기간

추가 상장일(주식관련 사채 발행의 경우 발행일의 익일)로부터 추가상장일이 속하는 차기 사업연도 사업보고서 법정 제출기한까지이다(코스닥시장상장규정 제19조의4). 추가 상장이나 주식관련 사채의 발행이 영업·자산양수가 완료되기 이전에 이루어진

경우 영업·자산양수의 완료일의 익일부터 영업·자산양수의 완료일이 속하는 차기 사업연도 사업보고서 법정 제출기한까지이다(동시행세칙 제19조의4).

### 3. 주식의 매각 제한

건전하지 못한 비상장법인이 상장법인과 우회상장 거래를 통하여 우회 상장한 후 단기간에 주식을 매각함으로써 발생하는 자본시장 교란 및 소액주주 피해를 방지하기 위하여 상장법인이 우회상장 거래로 인하여 지배권이 변동되는 경우에는 비상장법인의 최대주주가 교부 받는 상장법인의 주식에 대하여 일정 기간 주식 매각을 제한하고 있다.

#### 1) 유가증권시장의 경우

상장법인과 비상장법인의 우회상장으로 상장법인의 최대주주가 비상장법인의 최대 주주로 변동되는 경우(지배권 변동), 비상장법인 최대주주가 교부받는 상장법인의 주식 등(주권, 신주인수권표시증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 교환사채권포함)은 다음 <표 3-6>와 같이 지분매각이 제한된다.

<표 3-6> 유가증권시장의 지분매각 제한

대상	합병 및 포괄적 주식교환 시 매각 제한기간	타법인 출자 또는 영업양수 시 매각 제한기간
최대주주 및 특수관계인	합병기일 또는 주식교환 일로부터 6월간 매각 제한	주식 등 발행일로부터 6월간 매각 제한
신고서 제출일 전 1년 이전부터 합병기일 또는 주식교환일까지 비상장법인의 주식을 제3자 배정 또는 최대주주 등으로부터 취득한 자	당해 취득분에 대한 합병 또는 교환신주는 합병기일 또는 주식교환일로부터 6월간 매각 제한(제3자 배정의 경우 발행일로부터 1년간 매각 제한하되, 그 기간이 합병기일 또는 주식교환일로부터 6월 이내인 경우 합병기일 또는 주식교환일로부터 6월이 되는 날). 단, 우리스주조합원 또는 외국투자자가 취득, 매출의 경우, 코스닥시장은 외국증권시장에서 매매를 한 경우 등 매각제한의무 면제(유가증권시장상장규정시행세칙 제26조 ④)	
자료제출	신주상장 신청 시 주식의 계속보유확약서 및 예탁원이 발행한 주식의 보호예수증명서 제출	주식 등 발행시점에서 주식의 계속보유확약서 및 예탁원이 발행한 주식의 보호예수증명서 제출

## 2) 코스닥시장의 경우

코스닥시장 상장법인이 비상장법인과 우회상장 거래를 하는 경우 비상장법인 주주에게 배정되는 코스닥시장 상장법인의 주식은 지배권 변동 유무에 따라 지분매각이 제한된다.

### (1) 합병 및 포괄적 주식교환의 지분매각 제한

최대주주 및 특수관계인의 경우 지배권 변동 시 합병기일 또는 주식교환일로부터 2년간 매각을 제한하며, 합병기일 또는 주식교환일로부터 1년경과 시 매1월마다 최초 보유 주식의 5%까지 매각이 가능하다. 지배권 미 변동 시 합병기일 또는 주식교환일로부터 1년간 매각을 제한하며, 합병기일 또는 주식교환일로부터 6월경과 시 매1월 마다 최초보유주식의 5%까지 매각이 가능하다. 기관투자자의 경우 지배권 변동 시 합병기일 또는 주식교환일로부터 현재 비상장법인 자본금기준 10%에 해당하는 부분에 대해서만 매각을 제한하며, 신고서 제출일로부터 투자기간이 1년 이내인 경우 합병기일 또는 주식교환일로부터 1월간 매각을 금지한다. 지배권 미 변동 시에도 지배권 변동 시와 동일하다. 벤처금융의 경우 지배권 변동 시 합병기일 또는 주식교환일 현재 비상장법인 자본금기준 10%에 해당하는 부분에 대해서만 매각을 제한하며, 신고서 제출일로부터 투자기간이 2년 미만인 경우 합병기일 또는 주식교환일로부터 1월간 매각을 금지하고 모집 또는 매출에 의하여 취득한 주식은 매각 제한 대상에서 제외시킨다. 지배권 미 변동 시에도 지배권 변동 시와 동일하다. 합병 또는 주식교환신고서 제출일 이전 6월전부터 합병기일 또는 주식교환일까지 최대주주로부터 취득한 자, 제3자 배정으로 신주를 교부 받은 자의 경우 지배권 변동 시 합병기일 또는 주식교환일로부터 2년간 매각 제한, 합병기일 또는 주식교환일로부터 1년경과 시 매1월 마다 최초 보유주식의 5%까지 매각이 가능하다. 지배권 미 변동 시에는 해당사항이 없다.

### (2) 타법인 출자 또는 영업양수의 지분매각 제한

최대주주 및 특수 관계자의 경우 지배권 변동 시 주식 등의 발행일로부터 2년간 매각을 제한하며 단, 발행일로부터 1년경과 시 매1월마다 최초 보유주식의 5%까지 매각이 가능하다. 지배권 미 변동 시에는 주식 등의 발행일로부터 1년간 매각을 제한하며 단, 발행일로부터 6월경과 시 매1월마다 최초 보유주식의 5%까지 매각이 가능하다.

## 제4장 우회상장 사례연구

### 제1절 (주)선우해운과 (주)봉신의 사례

#### 1. 기업개요

##### 1) (주)선우해운(비상장법인)의 기업개요

(주)선우해운은 2003년에 설립되어 2003년 10월 (주)유로코리아 마린서비스에서 (주)선우해운으로 변경하였으며, 업종은 해상운송이다. 해상운송업(해운업)은 크게 정기선부문(컨테이너화물)과 건화물선부문(벌크 화물), 탱커(유조선, 케미컬)부문, 기타특수선부문으로 나뉘며 (주)선우해운은 이중 건화물선 부문과 탱커(케미컬)를 이용하여 해상운송 사업을 영위하고 있다.

벌크선 시장은 전 세계적으로 통계가 집계되고 있으며 BDI지수로 표현된다. 이는 Baltic Dry Index의 머리글자이며 벌크선의 톤수(size)에 따라 전 세계적으로 형성된 해상운송 운임 및 용선료 등을 집계하여 통계수치화 하고 있다. 탱커선은 일반적으로 특정항로를 정기적으로 반복 운항하는 정기선과는 달리 선박의 수요와 공급에 따라 부정기적으로 화물을 운송하는 특수선이다. 탱커는 원유 운반선(clued oil tanker), 화학제품 운반선(chemical tanker), product carrier 및 기타 여러 종류가 있지만 (주)선우해운은 주로 화학제품 운반선, product carrier 이 두 종류 위주의 영업을 한다.

(주)선우해운은 (주)선우상선이 100% 투자한 회사이며 (주)선우상선은 운항의 효율성과 영업 능력의 최적화를 위해 (주)선우해운을 설립하였다. 2003년부터 2005년까지 (주)선우해운은 해운시장의 호황을 통하여 비약적으로 발전하였으며 이는 선박의 적시 매입과 운항의 효율성을 달성하고자 하는 회사 방침이 나름대로 성과를 거두었다고 말할 수 있다.

최근 BDI 지수를 참조할 때, 2003년부터 2005년 1/4분기까지 벌크선 시장은 상당한 호황을 누려왔으나 2005년 2/4분기 이후 큰 폭의 조정 과정을 거쳐 현재의 시황에 이르고 있다. 한편 탱커선 시장은 산업용 기초화학 물질을 운반하는 특성상 세계 경기나 국내 경기의 부진에도 불구하고 꾸준한 시황을 유지하는 편이며 시황의 편차도

크지 않았던 것이 역사적인 경험이다. 이는 경기의 순환에도 불구하고 기본적인 산업은 유지되어야 하는 점이 반영된 것으로 볼 수 있다. 이러한 시장 상황에서 (주)선우해운은 2004년 말까지 벌크 선박의 추가 확보를 마무리하고 2005년에는 꾸준한 시황을 유지하고 있는 탱커선의 영업을 일부 확장하였으며 2007년 탱커선의 규정 변경에 따른 기존 탱커선의 개체 수요에 따라 신규로 2척을 발주하면서 향후 시황에 대비하고 있다.

## 2) (주)봉신(유가증권시장 상장법인)의 기업개요

(주)봉신은 1936년에 설립되었으며 1967년 12월에 법인으로 전환한 업체로서 회사의 주요 영업품목으로는 기계주물, 고무·플라스틱 가공기계, 공작기계 등을 제작, 판매하는 기계전문 생산업체이다. 지난 1995년 10월 남동공단에 대지 5,000평 규모의 주물공장을 준공하여 연간 생산능력을 12,000TON 규모에서 20,000TON 규모로 증강하였으며, 단일 기업체로서는 국내 최대의 생산능력과 최고의 설비를 갖춘 업체로 평가받고 있다. 또한 제품 기술력도 뛰어나서 제품 검사가 까다롭기로 소문난 일본, 미국 등지에 연간 438억 원(달러기준 US4,500만)가량 수출하고 있다. 향후 국내 경기의 회복 시 기술력과 납기 준수에 우수한 실력을 갖추어 상당한 매출을 충분히 기대할 수 있다. (주)봉신은 신기술, 신제품 개발 실적 면에서도 단조 분야에서 국내 최초로 회전 단조 공법 및 전조압연공법을 생산기술연구원과 공동으로 개발하였으며, 공작 기계 분야에서 중·대형밀링의 개발에 박차를 가하는 등 미래사업의 준비에도 주력하고 있다.

또한 고무·플라스틱 가공기계 분야에서는 2004년도에 일본 요코하마엔지니어링과 공동으로 타이어 제조설비를 개발하여 2005년부터 시판에 들어갔으며 앞으로도 계속적으로 신제품 개발에 주력하고 있다.

## 2. 우회상장 배경

(주)봉신은 지난 1936년에 설립됐고, 1965년에 법인 전환한 역사를 가진 기계부품 전문 업체다. 유가증권시장에도 1988년에 상장됐다. 기계주물에서 시작, 산업용기계, 공작기계 등으로 사업영역을 확대했으며 요코하마엔지니어링, 미츠비시중공업 등 일본 유수업체와 20~30년간 거래할 정도로 해외시장에서도 인정받고 있다. 해외

수출이 차지하는 비중이 60%에 달하고 한다. (주)봉신은 지난해 매출액 672억 원, 순이익 34억 원을 기록했다. 남동공단과 인천가좌공단에 1만 7000평의 토지를 보유하고 있어 자산가치가 우량하다는 평가를 받고 있다. 토지의 장부가치는 176억 원이지만 시가를 반영하면 560억 원 수준에 달한다고 한다.

한편, (주)선우해운은 특수화학제품을 운송하는 특화된 해운사로 지난해 매출액 873억 원에 순이익 79억 원을 올렸다. (주)선우해운 정인현 대표이사는 우회상장의 배경과 관련, "(주)선우해운의 경우 특화된 분야에 집중하고 있어 덜 하지만 해운사업의 특성상 경기를 타지 않을 수 없다"며 "적기에 선박을 확보하는 등 안정적 성장을 위해 공개 시장에서 자금을 조달하기 위해 상장업체를 인수했다"고 한다.

하지만 다른 우회상장의 경우와는 달리 건설한 업체를 인수대상으로 했다는 게 다른 우회상장과 다른 점이고 "부실업체를 인수하면 정상화시키는 데 상당한 시간과 비용이 소요된다고 판단, 우량업체를 인수하게 됐다"며 "(주)선우해운이 선박의 취득, 보수 등과 관련, 한국 일본 중국의 조선소와 밀접한 관계를 맺고있어 앞으로 상당한 시너지 효과를 낼 수 있을 것"이라고 내다봤다. "조선 산업에 필요한 기계주물, 이익률이 높은 사업인 특수화학물 해상운송에 대한 투자확대, 바이오디젤산업에 대한 기계제작 및 해상운송 부문에 대한 투자를 늘려나갈 방침"이라고 합병회사의 경영방침을 밝혔다(머니투데이, 2006.5.22.).

상장법인인 (주)봉신과 비상장법인 (주)선우해운과의 합병 목적은 합병을 통해 신규 사업인 해상 운송업으로의 사업영역 확대를 통한 매출 증대와 안정적인 수익 구조를 기반으로 경쟁력 강화와 경영의 효율성 제고를 실현하여 지속적인 성장을 함으로써 주주가치의 극대화를 도모하기 위함이다.

### 3. 우회상장 진행과정

(주)선우해운은 (주)봉신을 통해 2006년 3월 29일 흡수합병을 결정하였다. 합병을 통한 우회상장을 성사시키기 전과 후의 공시내용 요약은 다음 <표 4-1>과 같다.

<표 4-1> (주)선우해운과 (주)봉신의 합병 공시내용 요약

공시 날짜	공시 내용
2006년 3월 6일	최대주주 보유지분 주식 및 경영권양수도 계약체결
2006년 3월 29일	회사합병 결정
2006년 3월 29일	합병 신고서 제출
2006년 3월 29일	주주총회개최 결의 (합병계약체결 승인의 건 및 정관 일부 변경의 건)
2006년 3월 29일	사업목적 변경(선박감리 및 알선 추가)
2006년 4월 21일	주주총회소집통지·공고사항
2006년 5월 9일	임시주주총회 결과 : 원안대로 가결
2006년 6월 16일	합병 종료보고서 제출
2006년 6월 16일	최대주주 변경 : (주)선우해운→(주)선우상선

표에서 공시내용 요약을 좀 더 자세히 순서대로 살펴보면, 우선 2006년 3월 6일 (주)봉신의 최대주주인 유권호의 특수관계인(6인)으로부터 보유주식 41.26%(8,225,950주)와 경영권에 대하여 (주)선우해운에도 양도하는 매매계약을 체결하였다. 2006년 3월 29일 합병을 결함으로서 합병방식은 존속회사인 (주)봉신이 소멸회사인 (주)선우해운을 흡수하는 형태이며 합병비율은 1:46.083630로 결정하였다. (주)봉신의 주식가치(1,925원, 액면가 500원)는 기준주가에 의해서 산출하였으며, (주)선우해운의 주식가치(88,711원, 액면가 5,000원)는 본질가치에 의해 산출하였다. 합병비율에 따라 (주)봉신은 (주)선우해운에 약49,770,320주를 교부하는 합병 신고서 제출 공시와 함께 주주총회개최 결의, 사업목적 변경 등의 내용을 잇따라 발표하였다.

<표 4-2> 합병 전·후 주요주주 지분변동 상황

(단위 : 주, %)

주주명	종류	합병 전		합병 후	
		주식수	지분율	주식수	지분율
(주)선우해운	보통주	8,225,950	41.26	8,225,950	11.80
(주)선우상선	보통주	0	0	41,475,267	59.50
기은캐피탈	보통주	0	0	8,295,053	11.90

주: 1) (주)선우해운이 보유하고 있는 (주)봉신에 대한 주식

2) 자료 : 금융감독원 전자공시시스템

2006년 6월 16일 증권거래법 제190조의2의 규정에 의하여 합병종료보고서를 제출함으로서 합병 전·후 지분변동 상황은 <표 4-2>에서 보면 최대주주가 합병으로 인하여 소멸법인인 (주)선우해운이 보유중인 주식 8,225,950주는 (주)봉신의 자기주식에

귀속되었다. 최대주주인 (주)선우상선이 합병비율에 따라 (주)봉신의 합병신주를 배정받으면서 최대주주가 (주)선우해운에서 (주)선우상선으로 변경되었다. 이러한 공시들은 금융감독원 전자공시시스템 사이트를 통해 확인할 수 있다.

우회상장의 구조로 (주)선우해운은 (주)봉신에 흡수합병 되어 (주)봉신의 일부가 되고 (주)선우해운의 최대주주는 합병신주를 배정받아 (주)봉신의 최대주주가 되어 경영권을 장악함으로써 우회상장이 완료되었다.

#### 4. 상장법인 (주)봉신의 재무현황

##### 1) (주)봉신의 재무제표 분석

아래 <표 4-3>은 (주)선우해운과 (주)봉신의 우회상장을 성사시키기 전과 후의 재무제표를 요약해서 나타낸 것이다.

<표 4-3> (주)봉신의 우회상장 전·후의 요약 재무제표

(단위 : 억원, %)

항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
유동자산	335	356(6.3)	445(25.0)	905(103.4)
고정자산	329	337(2.4)	922(173.6)	1,611(74.7)
[자산총계]	664	693(4.4)	1,367(97.3)	2,516(84.1)
유동부채	229	223(-2.6)	518(132.3)	828(59.8)
고정부채	13	14(7.7)	338(2314.3)	921(172.5)
[부채총계]	242	237(-2.1)	856(261.2)	1,749(104.3)
자본금	105	105(0.0)	381(262.9)	381(0.0)
자본잉여금	188	195(3.7)	233(19.5)	233(0.0)
이익잉여금	147	163(10.9)	200(22.7)	402(101.0)
자본조정	-18	-7(-61.1)	-303(4228.6)	-248(-18.2)
[자본총계]	422	456(8.1)	511(12.1)	768(50.3)
[부채와 자본총계]	664	693(4.4)	1,367(97.3)	2,516(84.1)
매출액	631	672(6.5)	1,027(52.8)	1,595(55.3)
영업이익	47	42(-10.6)	18(적지)	39(흑전)
경상이익	40	42(5.0)	87(107.1)	226(159.8)
당기순이익	29	34(17.2)	68(100.0)	210(208.8)

주: 1) ( )안은 전년 대비 증감률  
2) 적지=적자지속, 흑전=흑자전환

표에서 보면, 우회상장 완료일은 2006년 6월 16일이며 우회상장이 이루어지기 전 2005년 12월 재무제표와 우회상장이 이루어진 후 2007년 9월까지의 재무제표를 보았을 때 자산총계, 부채총계, 자본총계는 우회상장이 이루어진 후부터 대체로 증가하는 것으로 나타났다. (주)봉신의 실적에 따르면 매출액은 계속증가하고, 영업이익은 적자가 줄어들면서 2007년 9월에는 흑자로 전환하였으며, 당기순이익도 계속 상승한 것으로 나타났다. (주)봉신의 2007년 9월 신고 실적에 따르면 영업이익과 당기순이익은 최근년도 내의 최대금액에 해당된다.

아래 [그림 4-1]은 2006년 1월 2일부터 2007년 9월 28일까지의 증가기준으로 (주)선우해운과 (주)봉신의 합병과 주가를 그래프로 나타낸 것이다.



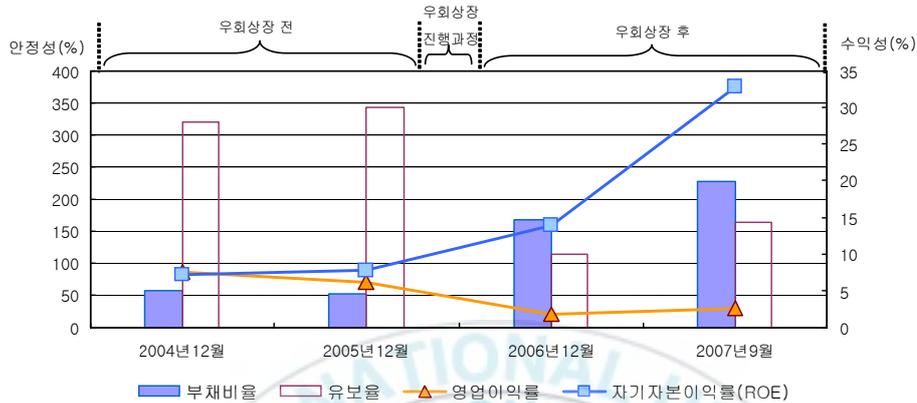
[그림 4-1] (주)선우해운과 (주)봉신의 합병과 주가 그래프

그림에서 보면, 2006년 6월 16일 흡수합병종료보고서 제출 공시로 우회상장이 완료된 이후 주가가 한동안 주춤한 모습을 보이다가 회사가 우회상장 이후 어느 정도 안정되면서 재무실적 부분에서도 계속 상승함에 따라 주가추이 부분에서도 계속 상승하는 것을 볼 수 있다.

## 2) (주)봉신의 경영지표 분석

경영지표 분석에서는 (주)봉신의 우회상장을 전·후로 재무비율과 기업가치비율로 나누어 분석해 보았다.

첫 번째로, <표 4-4>는 (주)봉신의 우회상장을 전·후로 재무비율을 나타낸 것이다. 재무비율은 그 기업의 재무 상태를 분석할 때에 사용하는 비율로서, 기업이 소유하고 있는 자산의 구성이나 그 자본의 구성을 비율의 형식으로 나타내는 것으로 (주)봉신의 우회상장 전·후로 몇 가지 주요 항목만 나타내었다. 기업의 수익성비율로 [그림 4-2]와 <표 4-4>는 (주)봉신의 안정성/수익성 추이분석을 나타낸 것이다.



[그림 4-2] (주)봉신의 안정성/수익성 추이분석

<표 4-4> (주)봉신의 재무비율

(단위 : %, %)

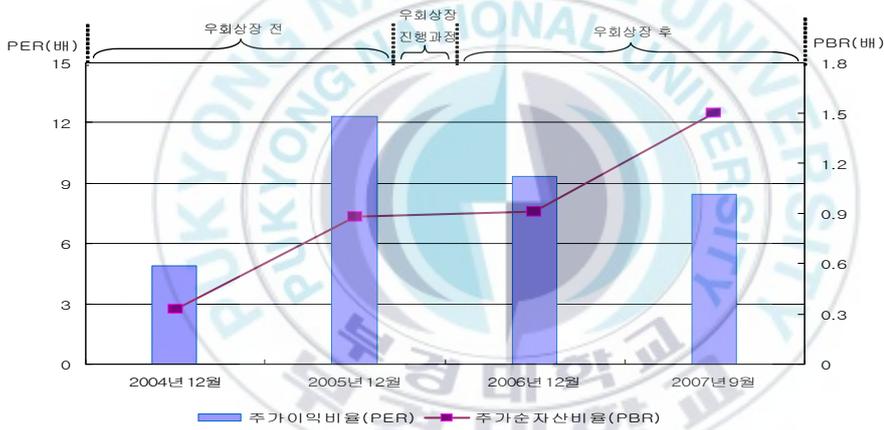
항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
부채비율	57.5	52.0(-9.6)	167.5(222.1)	227.8(36.0)
유보율	320.5	342.7(6.9)	113.6(-66.9)	163.7(44.1)
영업이익률	7.5	6.2(-17.3)	1.8(-71.0)	2.5(38.9)
자기자본이익률(ROE)	7.2	7.7(6.9)	14.0(81.8)	32.8(134.3)

주: ( )안은 전년 대비 증감률

표에서 보면, 재무비율에서 우선 기업의 안정성비율로 보았을 때 부채는 즉 타인자본의 의존도를 표시하는 것으로서 경영분석에서 기업의 건전성의 정도를 나타내는 지표로 기업의 부채비율은 100%이하가 이상적인데, (주)봉신은 우회상장 이후 부채비율이 222.1%에서 36.0%로 100%이하로 감소하였다. 잉여금을 자본금으로 나눈 비율인 유보율은 영업활동을 하거나 자본거래를 통해 벌어들인 자금 가운데 얼마만큼을 사내

에 쌓아두고 있는지를 나타내는 지표로서 유보율이 높다는 것은 재무구조가 탄탄하고 자금여력이 크다는 긍정적인 의미에서 (주)봉신도 이에 해당된다.

두 번째로, <표 4-5>는 (주)봉신의 우회상장을 전·후로 기업가치비율을 나타낸 것이다. 주가수익비율(PE)은 주식투자를 하는 데 있어 가장 기본적인 지표로서 현재 주가를 주당순이익(EPS)으로 나눈 것으로 주식의 1주가 1년 동안 벌어들인 수익에 비해 얼마나 높게 팔리는지를 나타내는 것이며, PE가 높으면 기업이 벌어들인 이익에 비해 주가가 높게 평가된 것을 뜻하며, PE가 낮으면 이익에 비해 주가가 낮게 평가된 것을 뜻하므로 주가가 상승할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 주가순자산비율(PBR)은 주가를 주당순자산가치로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교한 수치다. 즉, 주가가 순자산에 비해 1주당 몇 배로 거래되고 있는지를 측정하는 지표를 말하며 수치가 낮으면 낮을수록 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. [그림 4-3]은 <표 4-5>의 내용을 참고로 (주)봉신의 PE/PBR 추이분석을 나타낸 것이다.



[그림 4-3] (주)봉신의 PE/PBR 추이분석

<표 4-5> (주)봉신의 기업가치비율

(단위 : 배, %)

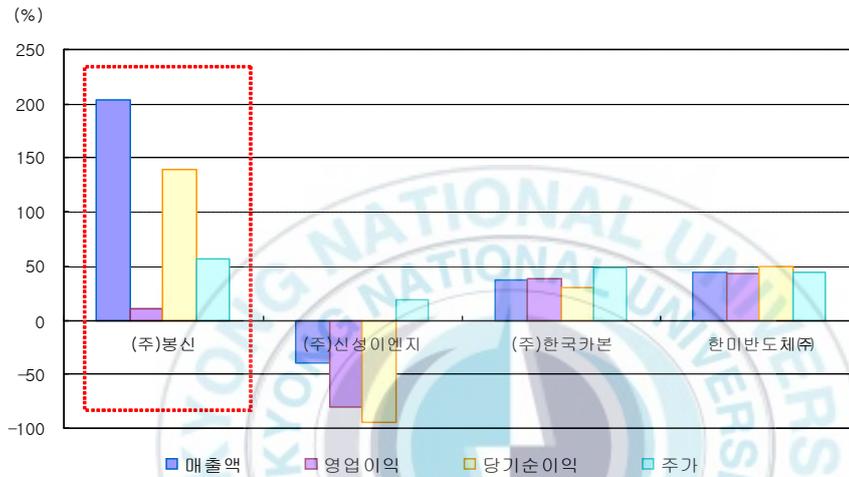
항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
주가이익비율(PE)	4.92	12.32(150.4)	9.33(-24.3)	8.42(-9.8)
주가순자산비율(PBR)	0.33	0.88(166.7)	0.91(3.4)	1.50(64.8)

주: ( )안은 전년 대비 증감률

표에서 보면, (주)봉신의 우회상장 이후 2007년 9월 30일 기준으로 했을 때 PER은 8.42이며, PBR은 1.50이다. 그림에서 보면, (주)봉신의 PER/PBR 추이분석에서 PER는 낮아지고 있고 실적은 개선되고 있는 반면 주가는 하락하였으며 전년 대비에 비해 실적호조세는 지속되고 있는 모습이다. 상대적으로 주가의 가격메리트가 높아지고 있다.

### 3) (주)봉신과 업종내(기계) 타종목 실적비교

[그림 4-4]와 <표 4-6>은 (주)봉신과 기계 업종 내에서 시가총액이 비슷한 타종목 3개와 실적비교를 나타낸 것이다.



[그림 4-4] (주)봉신과 타종목 실적비교 추이분석

<표 4-6> (주)봉신과 업종내 타종목 실적비교

(단위 : 억원, %)

항목		업체명	(주)봉신	(주)신성이엔지	(주)한국카본	한미반도체(주)
매출액	06년 상반기		319	1,361.5	691.2	420.3
	07년 상반기		971.2(204.5)	826.1(-39.3)	947.9(37.1)	607.7(44.6)
영업이익	06년 상반기		20.7	91.6	80.8	115
	07년 상반기		22.9(10.6)	17.8(-80.6)	112(38.6)	163.7(42.3)
당기순이익	06년 상반기		46.4	78.7	67.2	92.9
	07년 상반기		111.4(140.1)	4.9(-93.8)	87.3(29.9)	139.5(50.2)
주가	06년 상반기		1,645	3,150	7,090	8,180
	07년 상반기		2,570(56.2)	3,760(19.4)	10,500(48.1)	11,800(44.3)

주: 1) ( )안은 전년 대비 증감률  
2) 2006년 6월 30일 실적과 2007년 6월30일 실적을 비교하였음

그림에서 보면, (주)봉신은 2006년 6월 16일 합병종료보고서 기준으로 보았을때 우회상장 이후에도 타종목들과 비교해 보아도 계속적으로 견조한 상승을 보인 것으로 나타났다.

#### 4) 결과

(주)봉신은 2006년 6월 (주)선우해운을 흡수합병 함에 따라 해상 운송업으로의 사업영역 확대를 통한 영업실적이 증대되어 우회상장 전에 비해 기업의 외형이 확대되었다. (주)봉신은 기업이 안전한 재무구조를 갖추면서 주가도 상승하는 것을 보아 우회상장을 성공적으로 이루었다고 할 수 있다.

#### 5) 향후 (주)봉신의 전망

(주)봉신은 2006년 6월 14일부로 해상운송 전문업체인 (주)선우해운과 합병을 통하여 해상 운송업을 추가하여 사업다각화를 도모하였으며 향후 글로벌 종합기계 생산기업으로 도약하기 위한 기반을 확립하였다. (주)봉신은 신기술, 신제품 개발실적면에서도 단조분야에서 국내 최초로 회전단조공법 및 전조압연공법을 생산기술연구원과 공동으로 개발하였으며, 공작기계분야에서 중·대형밀링의 개발에 박차를 가하는 등 미래사업의 준비에도 주력하고 있다. 또한 고무·플라스틱 가공기계 분야에서는 2004년도에 일본 요코하마엔지니어링과 공동으로 타이어제조설비를 개발하여 2005년부터 시판에 들어갔으며 앞으로도 계속적으로 신제품 개발에 주력할 것이다.

(주)봉신은 자사선 및 용선의 적절한 운용으로 안정적인 수익을 추구하고 있으며, 사업다각화의 일환으로 탱커선(tanker)의 선박보유 비중을 강화하고 있어 균형 있는 발전을 통한 안정적인 사업 포트폴리오를 추구하고 있다. 전반적으로 2007년도는 2006년도에 비해 해운 시황이 상승세를 유지했으나, 당사 실적의 경우 신규 도입 선박의 도입 수리비가 일부 발생하였고, 감가상각방법이 정률법인 관계로 초기 상각비용이 많이 계상된 결과 영업이익은 약간 감소하였지만, 앞으로도 경쟁력 있는 신규 수익사업의 적극적 개발을 통해 수익 구조를 극대화하고 재무구조를 더욱 개선할 것이다.

## 제2절 (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 사례

### 1. 기업개요

#### 1) (주)스타엠엔터테인먼트(비상장법인)의 기업개요

(주)스타엠엔터테인먼트는 연예 매니지먼트 사업, 영화제작 등을 목적으로 설립되었으며, 장동건에 대한 연예매니지먼트 사업을 영위해 왔다. 이 회사는 2005년 10월 한국 최고의 영화배우인 장동건, 중견 연예인인 공형진, 조미령 등과 전속계약을 체결하였을 뿐만 아니라, 신인배우인 이성민 등을 발굴하여 연예계에 진출시키는 종합엔터테인먼트 업체로 성장할 계획을 가지고 있다.

이 회사가 주된 사업 분야로 하고 있는 문화산업은 현대 산업사회의 생활과 문화를 주도하는 중심 산업이다. 문화산업은 기본 수요를 충족시키는 문화콘텐츠 제작 및 공연을 통해서 수익을 창출할 뿐만 아니라, 저작권 등을 바탕으로 다양한 형태의 수익을 창출함으로써, 고부가가치 산업으로 발전할 수 있는 가능성이 높은 산업이며, 국민 소득이 증가함에 따라 그 규모가 커지는 국민후생을 바탕으로 하는 산업이라 할 수 있다. 정보통신기술의 발달로 인하여 다양한 형태의 매체 개발에 따라 영상물 등의 전달 방식이 광통신망, 위성, 무선통신의 형태로 다양화되고 있는 바, 정보통신 기술은 문화산업을 통하여 상호간 경제적 부가가치의 확대 재생산을 통한 발전이 이루어지고 있다.

최근 동아시아 지역을 중심으로 확산되고 있는 한류는 문화산업의 수요처를 한국에서 동아시아 전역으로 확대함으로써, 한국에서 제작되는 문화콘텐츠를 생산할 수 있는 토대가 조성되고 있다. 동아시아 지역의 한류의 중심에는 한류를 이끄는 연예인을 중심으로 이루어지고 있는 바, 한국 문화콘텐츠에 대한 수요의 증대는 문화산업과 직접 관련된 영화, 방송드라마, 음반 등의 수요 증대뿐만 아니라, 문화산업과 관련된 연예매니지먼트 사업, 광고 분야 시장을 비약적으로 확대시키고 있다.

#### 2) (주)반포텍(코스닥시장 상장법인)의 기업개요

(주)반포텍은 1976년에 자본금 500만원으로 설립되어 1999년에 코스닥시장에 주식을 상장한 공개법인으로서 세계 최고급 텐트인 전문산악인용과 극지 탐험용 텐트를 제조

·수출하고 있다. 텐트에 대한 품질, 가격경쟁력 등으로 쌓아온 신뢰를 바탕으로 의류 제품을 매년 1천만 불 이상을 발주하겠다는 양해각서를 The North Face사와 2004년 9월 18일에 체결하여 동년 11월 3일에 총 3백만 불의 투자계획을 세워 산동성 청도시 교주에 의류공장을 신축하였다. 야외 및 등산용 최고품질의 기능성 의류를 2005년 7월부터는 본격적으로 생산하였다. 또한 2005년 6월 28일 1차 주문분에 대한 2,300백만 원의 주문을 체결하였으며, 추가 주문분에 대해서는 계속 협의에 따라 추가적으로 주문을 주기로 하였으며, 현지 공장에서 직접생산 수출하는 텐트 제품과 더불어 야외용 의류 제품의 수출로 매출 증대 및 수익 증대에 기여하였다.

## 2. 우회상장 배경

(주)반포텍은 2005년 12월 31일 기준 종업원 수는 49명, 본사에서는 무역업무, 자재관리, 총무 및 회계 관리를 담당했고, 중국 현지에는 해외영업부, 제품개발부가 1,000명이 넘는 현지인을 고용해 생산 업무를 담당하며 미국, 일본, 독일 등지에 수출하고 있었다. 당시 의류사업에는 200여명이 투입되어 있었고, 추가 인원을 채용해 본격적인 공장 가동에 나설 태세였다. 하지만 2005년 들어 상품매출액이 대부분을 차지하고 있어 국내 생산을 중단하고 공장을 중국 현지법인으로 이전한 상태였으므로 해외에서 생산한 상품을 국내에서 판매만 대행하는 상황이었다. 이런 상황으로 회사의 영업이익이 지속적으로 감소해, 2005년에는 영업손실까지 발생하였다. 하지만 당시, 기존 사업의 수익성이 악화된 만큼 ‘캐시 카우(Cash Cow)<sup>8)</sup>’ 즉, 수익 창출원 역할을 할 수 있는 신규 사업이 필요한 상황이었다. 그러나 2005년 9월말 회사가 보유하고 있던 현금은 약 58억 원, 장단기차입금 72억 원을 고려하지 않더라도, 현금을 이용한 신규 사업 진출은 어려운 상황 이었다.

(주)반포텍이 취할 수 있는 방법은 ‘신주’를 발행하는 것 이었다. 상장법인의 가장 큰 장점은 시장성이 있는 주식을 발행할 수 있다는 것으로, 신주를 발행해 비상장법인의 주주와 주식을 교환하는 방법을 택하면 현금 없이도 신규 사업에 진출할 수 있기 때문이다. 그러나 주당순자산에 비해 주가가 낮았으며, 최대주주의 지분율이 높고

---

8) 「Cash Cow」란 성장성은 낮으나 시장수익성은 높은 사업 부문으로 기업에 막대한 현금 유동성을 제공해주는 사업 분야를 말한다.

유통주식수가 적어 거래 또한 자유롭지 못했다. 반면 (주)스타엠엔터테인먼트는 종합엔터테인먼트사를 지향하고 있었던 만큼 투자할 수 있는 자금은 있는데 일정수준의 매출과 이익을 확보하지 못한 상황에서 당장 눈앞에 시장성이 보이기 때문에 복잡하고 시간이 드는 상장 절차를 단축하고 싶어 하는 상황에서 만난 (주)반포텍과 (주)스타엠엔터테인먼트는 서로에게 대안이 될 만한 방법으로 포괄적 주식교환을 통해 우회상장하게 되었다.

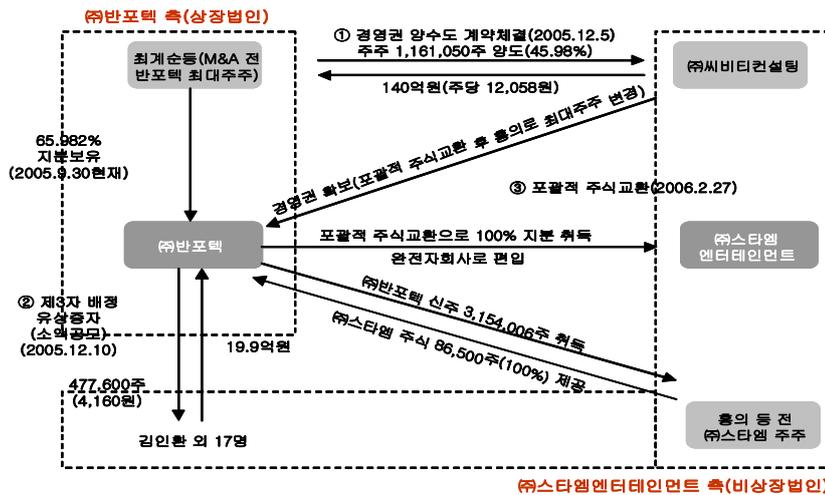
### 3. 우회상장 진행과정

(주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍은 2005년 12월 5일 포괄적 주식교환을 결정하였다. 포괄적 주식교환을 통한 우회상장을 성사시키기 전과 후의 공시내용 요약은 다음 <표 4-7>과 같다.

<표 4-7> (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 포괄적 주식교환 공시내용 요약

공시 날짜	공시 내용
2005년 12월 2일	외부평가 계약 체결(주식교환 목적)
2005년 12월 5일	경영권 양수도 계약 체결 : (주)씨비티컨설팅
2005년 12월 5일	최대주주 변경(최계순→(주)씨비티컨설팅)
2005년 12월 5일	유상증자 결정(제3자 배정) : 발행가액 4,160원
2005년 12월 5일	주식교환·이전 신고서 제출
2005년 12월 5일	임시주주총회 개최
2005년 12월 5일	사업목적 변경
2006년 1월 24일	대표이사 변경
2006년 2월 27일	포괄적 주식교환으로 인한 신주 발행
2006년 2월 27일	최대주주 변경((주)씨비티컨설팅→홍의)
2006년 3월 21일	액면분할(주당1,000원→500원)
2006년 3월 30일	상호 변경

(주)반포텍(상장법인)과 (주)스타엠엔터테인먼트(비상장법인)가 주요 공시내용의 일정에 따라 포괄적 주식교환으로 우회상장이 진행되는 과정을 [그림 4-5]로 나타내었다.



[그림 4-5] (주)반포텍과 (주)스타엠엔터테인먼트의 우회상장 진행 구조

그림에서 주식 수는 액면분할 전을 기준으로 작성하여 나타낸 것이며 공시내용 요약은 좀 더 자세히 순서대로 살펴보면, 우선 (주)반포텍은 2005년 12월 2일 주식평가 계약체결 공시를 낸 이후, 다음 거래일인 12월 5일 (주)반포텍의 최대주주인 최계순외 7명은 회사 경영권을 (주)씨비티컨설팅에 양도한다는 경영권 양수도 계약을 체결했다는 공시를 뒤이어 냈다. 이 공시내용은 (주)씨비티컨설팅이 (주)반포텍의 경영권 인수 (45.98%)하여 주당 12,058원\*1,161,050주=140억 원(최대주주 최계순외 1,666,050주 65.98% 중 일부만 매각);잔여지분매각금액 등을 포함한 경영권양도금액은 200억 원 정도 되었다.

두 번째로 (주)반포텍은 ‘경영권 양수도 계약체결’공시와 함께 제3자 배정 유상증자, 주식·교환이전 신고서 제출, 최대주주 변경, 포괄적 주식교환 승인을 위한 임시주주총회 개최, 사업목적 변경 등의 내용을 잇달아 발표했다. 우회상장의 수순에 따라 (주)반포텍은 2005년 12월 5일 제3자 배정 방식으로 유상증자(주당 4,160원)하여 1,986,816,000원을 자금조달 하였다.

세 번째로 외부평가 계약체결 신고일인 2005년 12월 2일~2006년 3월 31일까지 (주)반포텍의 총 발행 주식수의 변동 내역을 <표 4-8>로 나타내었다. 내역을 살펴보면 2005년 12월 2일 당시, (주)반포텍의 발행주식수는 2,525,000주였다. 그러나 ‘김인환 외 17인’에 대한 제3자 배정 유상증자 및 (주)스타엠엔터테인먼트와의 포괄적 주식교환

공시에 따라 각각 477,600주와 3,154,000주의 신주가 추가로 발행되었다.

<표 4-8> 반포텍의 총발행 주식수 변동 내역 (2005년12월2일~2006년3월31일)

일자	주식수	비고
2005년 12월 2일	2,525,000주	-
2005년 12월 21일	477,600주	제3자 배정 유상증자(주당4,160원-액면분할 전)
2006년 2월 27일	3,154,006주	포괄적 주식교환
2006년 3월 21일	6,156,606주	액면분할(1,000원→500원)
합계	12,313,212주	-

2006년 2월 27일 (주)스타엠엔터테인먼트는 엔터테인먼트 사업의 특성상 특정 연예인에 대한 의존도가 높고, 수익의 안정성이 제조업이나 기타 산업에 비해 낮은 바, 엔터테인먼트 산업 특성을 고려하여 본질가치의 30%를 할인한 가치를 적용하여 교환비율 1:36.4625로 배정교부하고 주식교환으로 발행한 (주)반포텍 기명식 보통주를 3,154,006주를 배정하였다. 우회상장의 구조로 (주)스타엠엔터테인먼트가 포괄적 주식교환을 통해 (주)반포텍이라는 상장법인의 완전자회사가 되고, (주)스타엠엔터테인먼트의 구주주들은 비상장법인 주주가 아닌 (주)스타엠엔터테인먼트의 지분을 100% 소유한 상장법인 즉, (주)반포텍의 주주가 되었다. 이로써 우회상장이 완료되었고 (주)반포텍은 2006년 3월 30일 공시를 통해 ‘(주)반포텍’에서 ‘(주)스타엠’으로 회사명을 변경하는 등 우회상장 후의 정리 작업을 진행했다.

#### 4. 상장법인 (주)스타엠의 재무현황

##### 1) (주)스타엠의 재무제표 분석

<표 4-9>는 (주)스타엠의 우회상장을 전·후로 요약 재무제표를 나타낸 것이다. 표에서 보면, 우회상장 완료일은 2006년 2월 27일이며 우회상장이 이루어지기 전 2005년 12월 재무제표와 우회상장이 이루어진 후 2007년 9월까지의 재무제표를 보았을 때 자산총계, 부채총계, 자본총계는 우회상장이 이루어진 후부터 대체로 좋지 않은 것으로 나타났다.

(주)스타엠의 손익계산서를 살펴보면 2005년 들어 매출액은 증가하였지만, 영업이익은 지속적으로 감소해, 2005년에는 영업손실까지 발생하였다. 이런 수익모델이 한계에

다다른 상황에 우회상장 후 장동건 소속사 (주)스타엠엔터테인먼트와 주식교환을 실시한 (주)스타엠은 2007년 3분기 182억 원의 순손실을 기록하였으며, 지난 2006년도 100억 원 손실의 1.8배에 달하는 규모이다. 2007년 3분기 매출은 155억으로 2006년도보다 112% 증가했고, 영업 손실은 2006년 32억 원에서 94억 원으로 확대됐다.

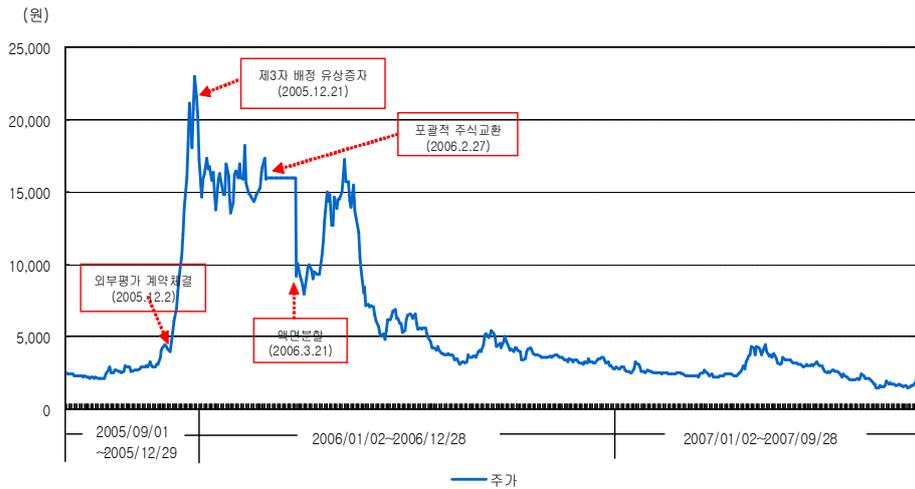
<표 4-9> (주)스타엠의 우회상장 전·후의 요약 재무제표

(단위 : 억원, %)

항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
유동자산	144	166(15.3)	212(27.7)	160(-24.5)
고정자산	74	79(6.8)	315(298.7)	203(-35.6)
[자산총계]	218	245(12.4)	527(115.1)	363(-31.1)
유동부채	58	76(31.0)	137(80.3)	60(-56.2)
고정부채	34	35(2.9)	149(325.7)	101(-32.2)
[부채총계]	91	112(23.1)	286(155.4)	160(-44.1)
자본금	25	30(20.0)	71(136.7)	116(63.4)
자본잉여금	19	34(78.9)	180(429.4)	272(51.1)
이익잉여금	104	90(-13.5)	-9(-110.0)	-191(2022.2)
자본조정	-5	-5	-	-
[자본총계]	127	133(4.7)	242(82.0)	203(-16.1)
[부채와 자본총계]	218	245(12.4)	527(115.1)	363(-31.1)
매출액	111	131(18.0)	73(-44.3)	155(112.3)
매출원가	86	108(25.6)	64(-40.7)	227(254.7)
판매비와 관리비	24	27(12.5)	42(55.6)	21(-50.0)
영업이익	2	-4(-300.0)	-32(700.0)	-94(193.8)
경상이익	7	-12(-271.4)	-100(733.3)	-182(82.0)
당기순이익	6	-12(-300.0)	-100(733.3)	-182(82.0)

주: ( )안은 전년 대비 증감률

[그림 4-6]은 2005년 9월 1일부터 2007년 9월 28일까지의 종가기준으로 (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 포괄적 주식교환과 주가를 그래프로 나타낸 것이다.



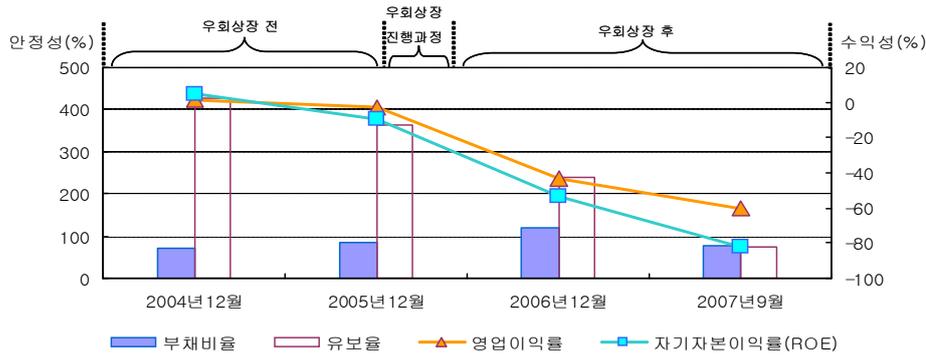
[그림 4-6] (주)스타엠엔터테인먼트와 (주)반포텍의 포괄적 주식교환과 주가 그래프

그림에서 보면, 우회상장이 되기 전 과정에서 이미 주가가 급등했다는 것을 볼 수 있다. 2005년 12월 2일 외부평가 계약 체결 공시내용이 있기 전에는 주가변동이 크지 않다가 이 공시발표와 함께 2005년 12월 21일 제3자 배정 유상증자 공시까지 계속 주가가 끊임없이 상승하여 4,615원에서 22,950원까지 4.97배에 가까이 주가가 상승하는 것이 나타났다. 2006년 2월 27일 포괄적 주식교환으로 우회상장이 완료된 이후 주가 추이가 계속 하락하다가 주춤하는 모습을 볼 수 있다.

## 2) (주)스타엠의 경영지표 분석

경영지표 분석에서는 (주)스타엠의 우회상장을 전·후로 재무비율과 기업가치비율로 나누어 분석해 보았다.

첫 번째로, [그림 4-7]과 <표 4-10>은 (주)스타엠의 우회상장을 전·후로 재무비율을 나타낸 것이다. 재무비율은 그 기업의 재무 상태를 분석할 때에 사용하는 비율로서, 기업이 소유하고 있는 재산의 구성이나 그 자본의 구성을 비율의 형식으로 나타내는 것으로 (주)스타엠의 우회상장 전·후로 몇 가지 주요 항목만 나타내었다.



[그림 4-7] (주)스타엠의 안정성/수익성 추이분석

<표 4-10> (주)스타엠의 재무비율

(단위 : %, %)

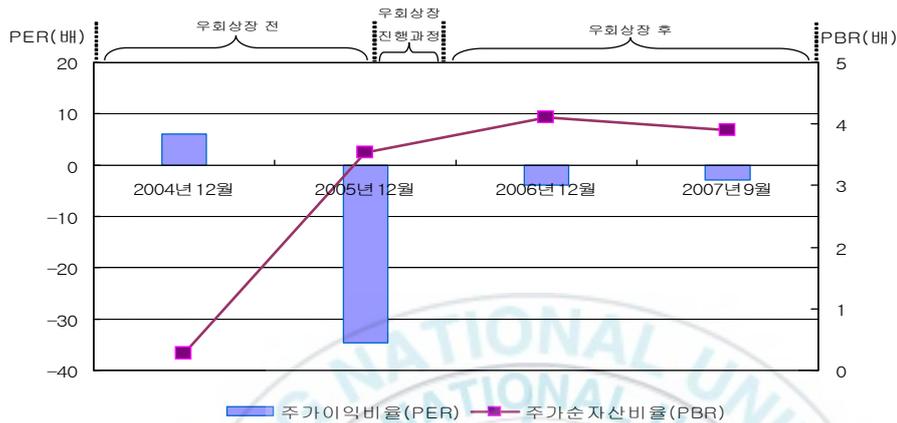
항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
부채비율	71.9	83.9(16.7)	118.2(40.9)	79.2(-33.0)
유보율	424.4	361.1(-14.9)	240.5(-33.4)	74.7(-68.9)
영업이익률	1.7	-2.8(-264.7)	-43.3(1446.4)	-60.5(39.7)
자기자본이익률(ROE)	4.8	-9.2(-291.7)	-53.2(478.3)	-81.9(53.9)

주: ( )안은 전년 대비 증감률

재무비율에서 우선 기업의 안정성비율로 보았을 때 부채는 즉 타인자본의 의존도를 표시하는 것으로서 경영분석에서 기업의 건전성의 정도를 나타내는 지표로 기업의 부채비율은 100%이하가 이상적인데, (주)스타엠은 우회상장 이후 부채비율이 83.9%에서 118.2%로 100%이상으로 증가하였다. 유보율도 하락하여 재무구조가 불안정하다.

두 번째로, [그림 4-8]와 <표 4-11>는 (주)스타엠의 우회상장을 전·후로 기업가치비율을 나타낸 것이다. 주가수익비율(PER)은 주식투자를 하는 데 있어 가장 기본적인 지표로서 현재 주가를 주당순이익(EPS)으로 나눈 것으로 주식의 1주가 1년 동안 벌어들인 수익에 비해 얼마나 높게 팔리는지를 나타내는 것이며, PER가 높으면 기업이 벌어들인 이익에 비해 주가가 높게 평가된 것을 뜻하며, PER가 낮으면 이익에 비해 주가가 낮게 평가된 것을 뜻하므로 주가가 상승할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 주가순자산비율(PBR)은 주가를 주당순자산가치로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비

교환 수치다. 즉, 주가가 순자산에 비해 1주당 몇 배로 거래되고 있는지를 측정하는 지표를 말하며 수치가 낮으면 낮을수록 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. 표에서 보는 바와 같이 (주)스타엠은 우회상장 이후 2007년 9월 30일 기준으로 했을 때 PER은 -2.97이며, PBR은 3.90이다. 그림에서 보면, (주)스타엠의 PER/PBR 추이분석에서 PER는 급격히 낮아지고 있는 반면에, PBR은 급격히 증가하고 있어 주가 가격메리트가 떨어지고 있다.



[그림 4-8] (주)스타엠의 PER/PBR 추이분석

<표 4-11> (주)스타엠의 기업가치비율

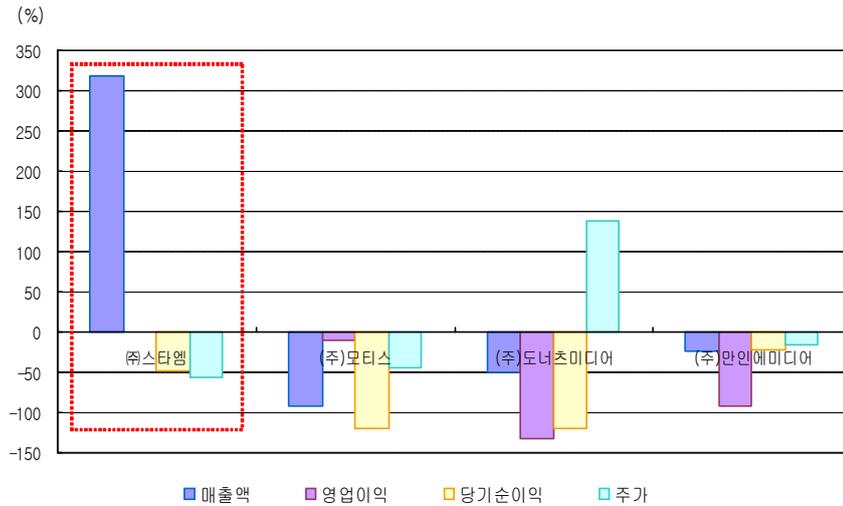
(단위 : 배, %)

항목	우회상장 전		우회상장 후	
	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.9.30
주가이익비율(PER)	5.89	-34.66(-688.5)	-3.79(-89.1)	-2.97(-21.6)
주가순자산비율(PBR)	0.28	3.53(1160.7)	4.12(16.7)	3.90(-5.3)

주: ( )안은 전년 대비 증감률

### 3) (주)스타엠과 업종내(엔터테인먼트) 타종목 실적비교

(주)스타엠과 엔터테인먼트 업종 내에서 2007년 6월 30일 기준으로 우회상장을 이룬 시가총액이 비슷한 타종목 3개와 실적비교를 [그림 4-9]과 <표 4-12>로 나타낸 것이다.



[그림 4-9] (주)스타엠과 타종목 실적비교 추이분석

<표 4-12> (주)스타엠과 업종내 타종목 실적비교

(단위 : 억원, %)

항목	업체명	(주)스타엠			
		(주)스타엠	(주)모티스	(주)도너츠 미디어	(주)만인에 미디어
매출액	06년 상반기	31.6	141.0	47.5	78.8
	07년 상반기	132.1(318.0)	11.7(-91.7)	24.1(-49.3)	60.1(-23.7)
영업이익	06년 상반기	-24.8	-36.2	-9.6	10.6
	07년 상반기	-25.0(-0.8)	-39.6(-9.4)	-22.2(-131.3)	0.9(-91.5)
당기순이익	06년 상반기	-62.2	-72.9	-23.2	2.2
	07년 상반기	-91.8(-47.6)	144.9(-119.9)	-51.2(-120.7)	1.7(-22.7)
주가	06년 상반기	6,530	2,400	1,025	2,630
	07년 상반기	2,850(-56.4)	1,345(-44.0)	2,445(138.5)	2,185(-16.9)

주: 1) ( )안은 전년 대비 증감률

2) 2006년 6월 30일 실적과 2007년 6월30일 실적을 비교하였음

그림에서 보면, (주)스타엠은 타종목들과 비교해 보았을 때 실적이 좋지 않은 편이지만, 여기에 봐서 알 수 있듯이 비상장법인인 엔터테인먼트업종들이 우회상장을 한 후에도 재무구조나 실적부분이 많이 부실하다는 것을 알 수 있다.

#### 4) 결과

(주)반포텍은 2005년 12월 (주)스타엠엔터테인먼트와 포괄적 주식교환 함에 따라 우회상장이후 우회상장 이전보다 실적호전보다는 하락으로 되었고 재무구조도 매우 불안

정한 것으로 보아 우회상장은 성공적으로 이루어졌으나 우회상장 이후 기업의 시너지부분에서는 실패하였다고 할 수 있다.

#### 5) 향후 (주)스타엠의 전망

손실 폭이 커진 것은 주로 엔터테인먼트 사업 진출로 인하여 (주)스타엠은 재무구조의 개선을 위한 향후 전망으로 텐트 사업부분에서는 세계적인 경기침체와 국내경기의 부진으로 경영여건이 크게 악화되어 매우 어려운 실정이다. 특히 국제유가의 급등으로 인해 원자재가격이 상승하여 가격경쟁력이 약화되고 있는 실정이어서 침체 속에서 벗어나지 못하고 있고 국내경제는 내수부진으로 경기침체가 지속되고 있다. 이러한 급격한 경영환경변화에 대응하고 성장 발전해 나가기 위한 방안으로 (주)스타엠은 경영합리화와 구조조정작업을 꾸준히 추진하고 있으며 급격한 달러약세에 대비하기 위하여 선물환계약을 체결하여 환율변화에 대한 위험을 최소화 하고 있다.

엔터테인먼트 사업부분에서는 엔터테인먼트 사업은 스타에 대한 의존도가 높으며 스타발굴 및 양성에 많은 투자를 필요로 한 사업으로 기존에 대형 한류 스타들을 중심으로 연예매니지먼트 사업을 영위하면서, 지속적으로 발전가능성이 높은 신인 발굴을 통하여 소속연예인을 두고 방송광고 및 화보에 출연하는 등 수익을 다각화하고, 향후 직접 제작하는 영화 및 드라마에 소속배우를 출연시킴으로써 연예매니지먼트 수익의 안정성을 높일 예정이다. 국내외 문화산업의 발달로 영화제작의 작품성이 높아지고 이에 따른 새로운 초대형 흥행작이 생겨나면서 영화산업은 발전하고 있으며 영화산업이 2차, 3차 매체로 이어져 지속적으로 수익을 창출할 것이다.

## 제5장 한국증권시장의 우회상장 관련 정책 방향

### 제1절 우회상장의 문제점

최근 한국증권시장에서 화두가 되고 있는 우회상장은 언론과 증권업계에서는 우회상장이란 단어를 매우 다양하게 사용하고 있다. 최근 들어 비상장법인이 상장법인의 경영권을 인수하는 사건의 경우 경영참여를 목적으로 한다면 일단 우회상장으로 판단하고 있으며 시가총액이 작은 기업을 우회상장 테마주로 구분하여 분석하는 경우도 있다. 이렇다 보니 우회상장을 하고자 하는 비상장법인의 수보다, 우회상장의 대상이 되는 상장법인의 수가 더 적다는 점이다. 2005년 100여개 저가 기업들이 우회상장을 통해 M&A가 되다보니 우회상장을 할 만한 기업이 쉽게 눈에 띄지 않는다는 점이다. 이제는 대상기업이 거의 없어진 것이다. 따라서 100억 원 내외의 기업이 아닌 200억 원 이상의 기업이 우회상장의 대상이 되고 있는데 현실적으로 다소 가격 부담이 되고 있다.

이에 따라 굿모닝신한증권 박동명 연구원은 대안의 관점에서 우회상장의 대상기업이 대부분 이였지만 코스닥시장이 아닌 유가증권시장으로 이동할 가능성이 많아 질 것으로 내다봤다. 그는 “우회상장 대상 기업은 저가주이면서 시가총액이 적어야 하는데 현재 코스닥시장에는 물량이 거의 없는 반면, 유가증권시장에는 50개 정도의 종목이 있는 것으로 파악된다.”며 “이 중 20~30여개 종목이 우회상장의 대상이 될 수도 있을 것”이라고 말했다. 하지만 그는 “유가증권시장의 경우 주가탄력이 상대적으로 떨어져 과연 우회상장이 증가할 지 여부는 다소 회의적”이라고 덧붙였다.

한국증권시장에서 코스닥시장이 ‘상장기업 1000개 시대’에 성큼 다가서는 등 양적으로 빠르게 성장하고 있다. 그러나 그에 따른 질적 성장 속도는 매우 느리다는 것이 시장 참여자들의 공통된 의견이다. 물론 상장제도를 비롯해 투자유의종목 등 지정제도, 퇴출이라고 불리는 상장폐지제도 등 각종 틀은 비교적 잘 갖춰져 있다. 하지만 한국증권시장의 눈높이를 한 단계 높이기 위해서는 제도를 좀 더 강화해야 한다는 지적이다. 이에 정부의 우회상장 규제 가능성이 제기되고 있다. 합병을 통해 우회상장 되는 비상장법인도 최소한의 기준은 맞춰야 하는 쪽으로 기준이 강화될 것으로 알려

지고 있다. 따라서 적자기업이나 자본잠식 상태인 기업의 경우 우회상장이 어려워질 전망이다. 일부에서는 지난 2001년과 같은 상장 기준에 미달되는 기업은 아예 우회상장이 힘들 것으로 예상하고 있는 실정이다.

한편 우회상장에 있어 정보의 비대칭 가능성은 그 동안 지속적으로 언급되어 왔다. 어떤 상장법인이 저가에 거래되다 급등하는 한편 급등한 이후에 해당기업이 모 엔터테인먼트 업체와 합친다는 등, 모 바이오 기업과 합병한다는 식의 공시가 나왔고 따라서 정보력이 부족한 개인들은 고점에나 매수 참여가 가능했다는 점이다. 몇몇 종목군의 경우 공시가 난 이후에도 추가적으로 주가가 강세를 보이기는 했지만 상당수 기업군은 발표 시점이 단기 고점이 되는 경우가 많았기 때문이다.

M&A는 상당한 위험을 포함한다. M&A가 무조건 주가에 긍정적이고 기업 가치를 높이는 전략인지에 대해서도 고찰이 필요하다는 판단이다. 통상적으로 경영자들은 M&A를 할 때 현재의 시장가치(주가)에 더하여, 언젠가 발생할지 모르는 불확실한 성과, 즉 시너지라는 명목으로 합병프리미엄을 지불하게 된다. 그러나 M&A는 첫째, 예행연습도 없고, 시운전도 없이 막대한 자금이 시작 시점에서 전액 지불되어야 한다는 점에서 설비투자 결정보다 위험할 수 있다는 것이다. 둘째, 일단 통합이 이루어지면 원상태로 되돌리기 위해서는 또다시 막대한 비용이 지불되며 기업의 이미지도 나빠질 수 있다는 점이다. 셋째는 시너지 발생이라는 것이 여러 가지 측면에서 새로운 벤처나 사업을 시작하는 것과 유사한 상당한 위험을 안고 있다는 것이다.

투자자들은 우회상장이 이루어지면, 해당 기업의 가치가 올라갈 거라고 생각한다. 대체로 맞는 말이다. 우회상장 대상이 되는 상장법인은 영업활동이 미미하거나 성장성이 낮고 수익성이 악화된 경우가 대부분으로, 기업의 가치도 50억 원~200억 원대로 낮은 편이다. 반면에 이런 상장법인을 통해 우회상장을 하려는 비상장법인은 향후 성장 가능성이 높거나 매출액과 영업이익이 높은 기업인 경우가 많다. 그렇다고 해서 주가가 상승하는 것은 아니다. 한편 엔터테인먼트 업체와 우회상장을 시도한 대부분 코스닥 상장법인의 경우 인지도가 높은 연예인이 포함되어 있다는 점 때문에 주가가 급등한 바 있지만 유명 연예인이 상장사에 들어온다고 해서 해당기업의 수익성이 급격하게 좋아질 것으로 예상하는 것은 무리가 있으며, 수익성과는 무관한 경우도 많다.

그리고 2005년~2006년도에 엔터테인먼트 업종들이 상당수 부실기업인 비상장법인이 대거 우회상장을 하였다. 자본금이 10억 원 미만에 자본잠식 업체도 상당수 끼어 있어 정상적으로는 상장이 어려운 기업들이었다. 그럼에도 불구하고 수익가치 등의 고 평가를 통해 합병비율의 기초가 되는 1주당 평가가액은 상당히 높게 받아 합병비율을 유리하게 가져간 것이다.



## 제2절 우회상장에 관한 정책 방향

우회상장의 가장 큰 문제로 개인 투자자의 정보소외와 비상장법인이 수익가치를 지나치게 부풀려 합병에 있어 상장법인보다 유리한 조건을 부여 받았다는 점이다. 이에 우회상장과 관련하여 개선되어야 할 것으로 생각되는 정책 방향도 다음과 같다.

첫 번째 조회공시 제도 개선이다. 우회상장이 M&A 이다보니 공시적 부터 주가가 급등하는 경우가 일반적인데, 급등 과정에서 조회공시를 할 경우 차트 상으로 걸린 경우는 15일, 루머로 들어갔을 경우 30일 내에 M&A나 유상증자 등을 발표할 수 없는 제한이 있는데 일단 이원화되어 있어, 이에 대한 통일도 필요하다는 생각이다. 특히 15일 걸린 경우 이미 M&A가 진행되고 있음에도 일단 특이사항이 없는 것으로 공시한 후 15일 이후에 M&A를 발표하는 경우도 있는 것으로 알려지고 있어 조회공시에 대한 부인공시 후 60일 동안은 증자나 M&A 관련 공시를 다시 못하도록 하는 것이 필요하다는 판단이다. 일부에서는 M&A를 저해할 수 있다는 의견도 제시하고 있지만 일반투자자 보호를 위해서는 기간을 늘리는 것이 필요하다.

두 번째는 기업가치 산정방법 개선이다. 상장법인과 비상장법인이 합병할 경우 비상장법인의 향후 수익가치를 높게 잡아 합병비율을 비상장법인이 유리하게 가져가지 못하도록 해야 할 것이다. 따라서 미래 수익가치를 높게 잡는 식의 방식을 사용하는 것을 금지시켜야 한다는 판단이다. 이는 상장법인 주주들에 대한 부의 침해 가능성이 있기 때문이다.

세 번째는 정보의 비대칭성 해소를 위한 방안 마련과 사전사후적 감시제도 강화이다. 일반인들은 우회상장 기업의 주가가 급등한 후이나 공시를 통해 M&A 사실을 알게 되고 그 때 주식을 매수하면 10명중 8,9명은 주가가 하락해서 손해를 입고 있다. 따라서 사전정보 취득 등을 통해 불공정행위가 있는지 여부를 상시 모니터링하고 이에 대한 사후적인 처벌이 강화되어야 할 것이다. 지금까지도 감독기관이 어느 정도는 잘 처리하고 있지만 보다 신속하고 규제를 강화할 필요가 있다는 판단이다. 해당종목의 주가가 시장평균이나, 해당업종, 그리고 해당 테마 군보다 상승률이 월등할 경우 불성실공시법인 등의 지정을 고려할 수도 있을 것이다.

## 제6장 요약 및 결론

본 논문의 목적은 최근 주식시장에서 화두가 되고 있고 한국증권시장의 새로운 금융현상이라고 할 수 있는 우회상장 기업에 대한 부정적 인식이 각종 일간지 등의 매체를 통해 많이 부각이 되고는 있지만 우회상장을 체계적이고 심도 있게 이해할 수 있는 이해의 틀을 마련함과 동시에 우회상장에 관한 문제점과 정책 방향을 제시하고자 하는 것이다. 우회상장에 관한 지금까지 연구되어 온 이론적 실증적 연구들을 살펴보고 특히 실제 사례 중심으로 우회상장을 하게 되는 배경, 전개과정 등을 분석하였다.

우회상장을 이해하기 위해 먼저 이론적 고찰을 살펴보았다. 우회상장은 성장 동력이 있는 비상장법인이 상장법인을 통해서 시간과 절차를 단축해 상장함으로써 기업경영의 효율성을 높일 수 있는 기회인 동시에, 상장법인은 상장법인대로 최대주주의 손해를 최소한으로 줄일 수 있는 최상의 원-원 전략이기도 하다. ‘우회상장’이라는 테마는 기업이 살아가는 한 방식이다. 따라서 우회상장은 재무구조가 좋고 우량한 비상장법인이 일시적으로 자금난을 겪거나 성장한계에 부딪친 상장법인을 인수해 기업 가치를 높이는 것이 최상의 시나리오이다. 성장에 한계를 느끼고 있는 상장법인이 기술력은 있지만 자금력이 부족한 비상장법인을 인수합병 함으로써 시너지 효과를 내는 것도 좋은 선택이다. 우회상장은 벤처시장 활성화와 기업경쟁력 강화라는 긍정적인 역할을 할 수 있다는 가능성 때문에 나스닥 등에서 활발하게 일어나고, 한국증권시장에서도 그 방향으로 나가고 있다. 그리고 실제로 건설한 비상장법인이 성장 동력이 약한 상장법인과 결합하여 투자자들의 도움으로 성장하고, 다시 그 이득을 분배하는 과정은 틀림없이 효율적이고 성과가 있는 일이다. 물론 일부 기업들 중에는 제도적 허점을 악용하는 사례도 있지만, 이런 문제점도 새로운 규제와 해법으로 꾸준히 보완되고 있다. 한국증권시장은 불건전한 우회상장으로부터 자본시장의 건전성을 확보하고 투자자를 보호하기 위하여 우회상장에 대한 우려감을 줄이기 위해서는 기업의 노력과 함께 제도개선도 필요한 것으로 보인다. 우회상장을 이해하는데 필요한 기업정보들, 우회상장을 바라보는 대주주의 입장, 기업과 기업간의 협상전략은 그동안 성사된 우회상장의 사례와 성과 등을 통해 우회상장 과정을 좀 더 쉽게 이해하

는 계기가 되었을 것이다.

감독기관은 우회상장 개선안에 포함된 불공정거래 감시 강화는 가시적인 성과를 도출하기 어려워 보이지만 정책당국의 의지가 강하다는 점은 충분히 드러났다. 하지만 좀 더 우회상장과 관련하여 정책 방향이 개선되어야 할 것이다. 향후 한국증권시장의 역사가 길어지고, 우회상장도 활발해짐에 따라 반드시 우회상장의 기업특성, 동기, 시장반응, 중장기적으로 기업 가치에 미치는 효과 등의 세분화된 주제별로 보다 깊이 있는 연구가 필요할 것으로 보인다.



## 참고 문헌

### I. 국내 문헌

- 김동완, 김종천, 김안생, 「21C M&A」, 무역경영사, 2002.
- 김주환, “코스닥등록기업의 기업인수합병에 대한 연구”, 연세대 대학원, 석사학위, 2003.
- 김형창, “코스닥시장 등록 합병기업의 경영성과와 주주의 부에 대한 실증연구”, 배재대 대학원, 석사학위, 2004.
- 배재광, 「벤처기업 창업에서 코스닥 등록까지」, 전자신문사, 2001.
- 박승진, “포괄적 주식교환에 관한 연구”, 연세대 대학원, 석사학위, 2006.
- 서봉원, “합병정보가 코스닥 기업의 주주부에 미치는 효과”, 부경대 대학원, 석사학위, 2005.
- 유상수, 이남일, 윤정현, 나원구, 「필(Pearl)」, 팍스넷, 2006.
- 유가증권시장본부, 유가증권시장 우회상장 관리제도 개선 보도자료, 2006.
- 윤종훈, 이호준, 「M&A 전략과 실전사례」, 매일경제신문사, 2005.
- 우승호, 「코스닥M&A 여행」, 새빛인베스트먼트, 2004.
- 임재연, 「증권거래법」, 박영사, 2007.
- 윤성진, “우리나라 기업의 M&A 실태분석 및 사례연구”, 경성대 대학원, 석사학위, 2006.
- 윤석중, “IPO와 우회상장을 통한 상장이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 서울시립 대학원, 석사학위, 2007.
- 임대순, “합병과 세무”, 한국세정신문사, 1999.
- 정근호, “M&A 모형결정에 영향을 미치는 요인분석”, 서울대 대학원, 석사학위, 2005.
- 주상룡, “국내 합병·피합병기업 특성 비교”, 97년 춘계학술연구발표회, 한국경영학회, 1997.
- 최상우, 전우수, 「기업금융과 M&A」, 삼일회계법인 삼일인포마인, 2007.
- 최운열, 이호선, “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가?;코스닥기업을 중심으로”, 한국증권학회 발표논문집, pp. 69-94, 2006.

코스닥시장본부, 코스닥시장 우회상장 관리제도 개선 보도자료, 2006.

한 옹, “2001년 코스닥에서 발생한 M&A의 특징에 관한 실증적 연구 인수동기 분류 방법을 이용하여”, 한국과학기술원, 석사학위, 2002.

허정하, “우회상장 공시효과에 관한 연구”, 전남대 대학원, 석사학위, 2007.

허노중, “역기업합병의 특성 및 동기에 관한 연구”, 동국대 대학원, 석사학위, 2005.

한국증권연구원, “코스닥시장 M&A 활성화 방안 연구”, 2002.

## II. 외국 문헌

Arellano Ostoia, Augusto and Sandro Brusco, “Understanding Reverse Mergers : A First Approach”, Universidad Carlos III de Madrid, 2002.

Berle, A. A. and Gardiner C. Means, “The Modern Cooperation and Private Property”, The Macmillian Co., New York, 1932.

Gleason, K. C., Leonard Rosenthal and Roy A. Wiggins III, “Backing into Being Public: an Exploratory Analysis of Reverse Takeovers”, Journal of Corporate Finance, 2004.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3, 1976.

Manne, Henry G., “Mergers and the Market for Corporate Control”, Journal of Political Economy 73, 1965.

Mueller, Dennis, “A Theory of Conglomerate Mergers”, Quarterly Journal of Economics 83, 1969.

Weston, J. Fred, Kwang S. Chung and Susan E. Hoag, Mergers, Restructuring and Corporate Control, Prentice Hall, Inc., 1990.

Weston, J. Fred, Juan A. Siu, and Brian A. Johnston, Takeovers, Restructuring & Corporate Governance, Prentice Hall, Inc., 2001.

<부 록> 우회상장 유형 사례

(단위 : 억원)

날짜 (*)	상장법인		비상장법인		유형	시가총액 (**)
	회사명		회사명			
<b>2000년도</b>						
5/26	동특(現리드코프)		타이거오일		합병	808
5/30	바른손		와와컴		타법인출자	5
7/10	지이티(現에스인포텍)		P&K시스템		합병	232
12/27	디지털임팩트(現엔터윈)		티브이넷커뮤니케이션즈		타법인출자	267
<b>2001년도</b>						
1/16	유	씨니상사(現와이앤케이)	와이앤케이		합병	30
2/14	사람과기술(現에이트픽스)		노머니커뮤니케이션		타법인출자	386
4/14	대영A&V(現포이보스)		아이스타디와이미디어		타법인출자	381
4/30	가오닉스(現스타맥스)		디오원,오콘		타법인출자	251
5/18	동신금속(現동신에스엔티)		싸이버펄스네트워크		타법인출자	606
6/20	한일홍업(現모헨즈)		한국미디어산업기술		영업양수	319
6/20	한길무역(現일간소프트)		한국일보사		영업양수	50
6/23	플레너스엔터테인먼트 (現씨제이인터넷)		넷마블		합병	759
8/16	로커스홀딩스(現씨제이인터넷)		손노리		합병	755
8/31	한국아스텐엔지니어링 (現조이도토)		타이거폴스아이		합병	1,467
9/17	넷시큐어테크놀로지-경산		넷시큐어테크놀로지-서울		합병	183
10/18	아이엔티텔레콤(現넥스트코드)		세넥스테크놀로지		합병	266
12/10	엔피아(現프로제)		니트젠		포괄적주식교환	282
<b>2002년도</b>						
5/6	가오닉스(現스타맥스)		스타맥스		합병	80
5/20	에스아이테크(現큐엔에스)		큐엔에스		합병	148
6/12	인테크(現자이링크)		자이링크		합병	465
7/23	시그마텔레콤(現플래닛팔이)		피앤씨미디어		영업양수	35
8/28	디지털캠프(現비에스이홀딩스)		윌포드		포괄적주식교환	120
9/17	호스텍글로벌(現유비다임)		디지털시스		합병	120
10/8	아이젠텍(現유니보스)		유니보스		영업양수	231
10/29	익스팬전자(現에이엘아이씨)		케이에이에스아이		영업양수	263
12/24	인츠커뮤니티(現엘립에듀)		웹데이터뱅크		포괄적주식교환	134
<b>2003년도</b>						
3/12	유	퍼스텍	후성테크		합병	356
3/24	가드텍(現브이라이프)		애드컴인포메이션		합병	63
3/26	룸앤데코(現제이에스퍼처스)		양진석디자인		합병	7
5/30	유	오리엔트(現오리엔트바이)	바이오제노믹스		합병	9
8/11	티니아텍		다이알로지코리아		합병	10

8/11	<b>유</b> 캔디글로벌미디어 (現헬스브릿지)	미디어커널	합병	101
8/21	<b>유</b> 한국케이디케이 (現케이엠에이지)	화장화장품	영업양수	210
9/17	엔콤정보시스템(現코닉시스템)	코닉시스템	합병	69
10/4	씨큐리콤(現싸이더스)	노스텍	합병	241
10/6	로토토(現조이토토)	네띠앙	영업양수	355
10/27	젠네트웍스(現골든오일)	이셀피아	합병	169
11/4	네모(現나래윈)	디지털웹브	영업양수	101
11/21	영진닷컴(現미디어코프)	에듀토피아 중앙교육	영업양수	303
12/1	이노디지털(現대아티아이)	티지코프	포괄적주식교환	85
12/17	삼우통신공업(現리젠)	디지털스포츠투데이	영업양수	163

2004년도

1/27	<b>유</b> 세신버팔로(現지비에스)	명필름,강제규필름	포괄적주식교환	356
2/17	브레인컨설팅(現포휴먼)	아이필넷	합병	63
3/3	씨엠에스	테크노비전	포괄적주식교환	7
3/15	케이티티텔레콤(現나온)	셀레콤	합병	9
4/14	한성에코넷(現과라웰빙스)	이콘텍	타법인출자	10
4/20	씨엔아이(現피델릭스)	피델릭스	합병	101
4/22	국제통신(現알토닉스)	썬하이브리드	타법인출자	210
4/23	인컴아이엔씨(現엑슬론)	한국컴퓨터통신	영업양수	69
5/3	명진아트(現메디프론디비티)	미디어플래넷	합병	241
5/9	<b>유</b> 아이에이치큐	싸이더스HQ	합병	355
5/18	이립테크(現엑사이엔씨)	에림인터내셔널	합병	169
5/20	텍셀(現텍셀네트콤)	네트콤	포괄적주식교환	101
5/25	가산전자(現모티스)	엠텍,희성엔지니어링	합병	303
5/25	엑세스텔레콤(現은세텔레콤)	인텔링스	합병	85
5/31	오디코프	메가라운드	합병	163
6/17	엘캡(現플캡)	삼원화성	영업양수	26
6/28	콜린스(現디지털큐브)	디지털스퀘어	포괄적주식교환	204
8/9	에스컴(現엠피오)	디지털웨이	포괄적주식교환	98
8/23	에스인포텍	성우프린텍	합병	46
8/30	프로칩스(現위고글로벌)	네트론텍	타법인출자	70
9/6	하이캡텍(現코아브리드)	인터정보	합병	35
9/23	넷시큐어테크놀로지	인터넷소프트웨어	합병	40
10/5	제일(現에버렉스)	제일정보기술	합병	119
10/5	삼일인포마인(現모빌링크텔레콤)	모빌링크텔레콤	합병	117
10/20	<b>유</b> 신한TS(現참앤씨)	참앤지니어링	합병	130
11/1	대륜(現모라리소스)	대륜엔플러스	영업양수	13
11/3	위지트	원일시스템	합병	82
11/15	<b>유</b> 세양산업(現셀런)	티컴앤디터비로	합병	6

11/17	디지털캠프(現비에스이홀딩스)	비에스이	포괄적주식교환	160
12/1	위자드소프트(現에스엔에이치)	레텍커뮤니케이션스	합병	54
12/4	서울이동통신(現이노셀)	이노셀	영업양수	79
12/13	뉴스소프트기술(現인크루트)	인크루트	합병	145

2005년도

1/31	<b>유</b> 캔디글로벌미디어 (現헬스브릿지)	텔레윈	포괄적주식교환	68
2/16	인터링크시스템(現만인에미디어)	만인에미디어	타법인출자	233
2/21	디지털이브테크놀러지스 (現나래윈)	엘피스	영업양수	207
3/2	국제정공 (現라이프코드인터내셔널)	라이프코드	포괄적주식교환	129
3/4	세안아이티(現유비프리스전)	솔트론	합병	64
3/8	콤텔시스템(現켄컴이앤아이)	에이디티	포괄적주식교환	141
3/15	오트윈테크(現키이스트)	다네크위4인	타법인출자	65
3/19	사이어스(現삼성수산)	에프윈	포괄적주식교환	295
5/4	아쿠아테크(現세스넷)	세스넷	영업양수	156
5/23	한국와콤전자(現큐리어스)	현원	합병	162
6/1	브릿지솔루션그룹	브릿지솔루션 주식	타법인출자	55
6/2	<b>유</b> 대원이엔터(現알앤엘바이오)	알앤엘생명과학	포괄적주식교환	667
6/3	스펙트럼디브이디 (現태원엔터테인먼트)	태원엔터테인먼트	포괄적주식교환	246
6/8	한성에코넷(現과라웰빙스)	유티엔	합병	158
6/8	코코엔터프라이즈	동암비터	영업양수	399
6/13	클리어링크(現글로벌포스트)	휴림인터랙티브	포괄적주식교환	103
6/27	쓰리소프트	브라이트텔레콤	합병	126
7/16	세스넷	수환경	타법인출자	132
7/26	세인전자(現제벡셀세인)	제벡셀	포괄적주식교환	231
7/27	엑사이엔씨	신화정보시스템	타법인출자	692
7/28	삼우통신공업(現리젠)	리젠바이오텍	포괄적주식교환	624
8/1	<b>유</b> 세원이엔터 (現에쓰씨엔지니어링)	셀론텍	합병	668
8/1	인디시스템	여명엔터프라이즈	포괄적주식교환	159
8/4	아이필넷(現포휴먼)	브레인컨설팅	타법인출자	175
8/8	이모션(現예당온라인)	프리스트론	합병	392
8/11	팬텀(現팬텀엔터테인먼트그룹)	우성엔터테인먼트	합병	549
8/11	팬텀(現팬텀엔터테인먼트그룹)	이가엔터테인먼트	합병	549
8/11	팬텀(現팬텀엔터테인먼트그룹)	플레이머엔터테인먼트	합병	549
8/16	하이셀	엔투에이	합병	135
8/16	블루코드테크놀로지	뮤직시티	합병	707
8/20	여리인터내셔널(現베스트플로우)	아이스타시네마	타법인출자	341
8/29	텔로드	엑사텔레콤	합병	158
8/29	아이필넷(現포휴먼)	에프에치	포괄적주식교환	198
9/8	에스테크놀로지(現자유투어)	자유여행사	영업양수	160

9/15	신화정보시스템(現뉴젠비아이티)	뉴젠팜	포괄적주식교환	353
9/15	지나월드(現유진로봇)	유진로보틱스	포괄적주식교환	311
9/26	씨지아이(現에스앤이코프)	서세원프로덕션	타법인출자	269
9/26	로트론(現엔케이바이오)	바이오셀	타법인출자	350
10/4	한송하이테크(現이큐스팜)	아이디알	합병	192
10/4	두리정보통신(現코스모스피엘씨)	튜브픽처스	포괄적주식교환	144
10/13	유아원엔터테인먼트 (現에이트픽스)	에이트픽스	타법인출자	395
10/17	소프트포럼	두레테크	합병	234
10/18	코람스틸(現코람파나진)	파나진	타법인출자	203
10/19	나코엔터테인먼트 (現티엔터테인먼트)	나코인터랙티브	합병	482
10/27	보이스웨어 (現에이치비엔터테인먼트)	펄엔터테인먼트	타법인출자	821
10/31	피텔릭스	코아매직	합병	265
10/31	엔틱스소프트(現해파호프코리아)	엔비텍	타법인출자	322
11/2	소프트랜드	웰메이드엔터테인먼트	타법인출자	288
11/10	시스네트(現한국사이버결제)	한국사이버페이먼트	합병	355
11/12	큐로컴	스마젠	타법인출자	166
11/14	이스턴테크놀로지(現굿이엠지)	굿엔터테인먼트	합병	399
11/24	엠에이티	브로던엔터테인먼트	타법인출자	448
11/24	엠에이티	엠플랜엔터테인먼트	타법인출자	448
11/28	레전드테크놀로지스 (現메디프론디비티)	디지털바이오텍	포괄적주식교환	497
11/29	비에이치라이프 (現제이에스픽처스)	제이에스픽처스	포괄적주식교환	191
12/1	태화일렉트론	스마일매니아	타법인출자	355
12/5	호신섬유(現디에스피엔티)	디에스피엔터테인먼트	합병	221
12/5	선광전자(現휴바이론)	바이코시스	포괄적주식교환	257
12/5	반포텍(現스타엠)	스타엠엔터테인먼트	포괄적주식교환	133
12/5	<b>유</b> 한국기술산업	제노포커스	포괄적주식교환	661
12/12	호스텍글로벌(現유비다임)	이김프로덕션	합병	628
12/19	영진닷컴(現미디어코프)	미디어이썬영	타법인출자	57
12/21	영진닷컴(現미디어코프)	튜브투엔터테인먼트 (튜브플러스엔터테인먼트 주식)	타법인출자	56
12/21	한국통신데이터	비주얼아이덴티티시스템	영업양수	259
12/29	엠에이티	쇼이스트	타법인출자	432
12/31	<b>유</b> 남선홈웨어 (現제로원인터랙티브)	아지트, 뮤투엔터테인먼트	합병	340

2006년도

1/2	정호코리아 (現제이에이치코오스)	스타아트	타법인출자	446
1/5	휴림미디어(現글로벌포스트)	케이엔엔터테인먼트	포괄적주식교환	359
1/5	케이엔컴퍼니	휴림미디어	타법인출자	815
1/12	트루윈테크놀로지 (現도너즈미디어)	팝콘필름	타법인출자	497

1/17	<b>유</b> 이노츠 (現프라임엔터테인먼트)	엘제이필름	타법인출자	1,594
1/17	이노티지(現대아티아이)	코마스	영업양수	325
1/23	<b>유</b> 이노츠 (現프라임엔터테인먼트)	베어엔터테인먼트 (넥스트인스트루먼트 주식)	타법인출자	2,313
2/3	브로드미디어(現케이에스리소스)	컬트엔터테인먼트	타법인출자	298
2/10	대원씨아이(現규렉스)	Novatrix Biomedical Inc특허권	타법인출자	1,072
2/10	대원씨아이(現규렉스)	Avicule Inc특허권	타법인출자	1,072
2/10	대원씨아이(現규렉스)	JCSS Biomedical특허권	타법인출자	1,072
2/13	모코코	마이진	포괄적주식교환	449
2/21	디엠티(現굿센)	굿셀라이프	타법인출자	526
3/9	골든프레임네트웍스	영진테마파크	타법인출자	181
3/13	우수씨엔에스	프로메디텍	포괄적주식교환	369
3/13	서울일렉트론(現엔디코프)	디티에이	타법인출자	358
3/14	에셀텍	리드팜	합병	297
3/14	<b>유</b> 수도약품공업	닥터즈메디코아	합병	2,521
3/14	가드텍(現브이라이프)	다인필름	타법인출자	374
3/17	선우엔터테인먼트 (現이티맥스에듀케이션코리아)	동양에이엔아이	타법인출자	166
3/20	이오리스(現뉴로테크파마)	뉴로테크	포괄적주식교환	387
3/21	<b>유</b> 대동(現더존비즈온)	더존에스엔에스	포괄적주식교환	349
3/24	신양퍼엔피(現시노팩스)	유원텔레콤	합병	169
3/28	에스씨디	에프디테크	합병	306
3/29	<b>유</b> 봉신	선우해운	합병	389
3/29	로커스(現글로웍스)	벅스	포괄적주식교환	179
4/3	<b>유</b> 대유엘텍(現엠엔에스)	대유에스텍	합병	261
4/3	세중나모인터랙티브 (現세중나모여행)	세중여행	합병	244
4/3	동우에이엘티(現엠엔에프씨)	엠엔에프씨	포괄적주식교환	356
4/3	볼빅	인터컨티넨탈여행사	타법인출자	510
4/6	아라리온(現세이텍)	세이텍	합병	109
4/6	케이컴즈(現액슬론)	마리나텔레텍	합병	266
4/10	<b>유</b> 화진케이디케이 (現케이엠에이치)	케이엠에이치	합병	245
4/10	<b>유</b> 유니퀸	엔피씨	포괄적주식교환	443
4/12	썬코리아전자(現썬트로닉스)	썬테크	합병	232
4/14	씨앤텔(現씨엘엘씨디)	취영루	포괄적주식교환	268
4/17	네오시안(現헤파호프코리아)	헤파호프코리아	합병	424
4/17	야호커뮤니케이션	다진로봇	합병	415
4/17	디지털멀티텍(現신명비엔에프)	신명	포괄적주식교환	241
4/17	이네트	빅아이엔터테인먼트	타법인출자	390
4/19	메디오피아테크날리지 (現엠넷미디어)	에이디이천엔터테인먼트	포괄적주식교환	906

4/21	인디시스템	시고	포괄적주식교환	223
4/24	해외무역(現마이크로로봇)	마이크로로봇	합병	316
4/25	위즈정보기술	참좋은여행	타법인출자	566
4/28	리젠	팬젠	포괄적주식교환	784
4/28	리젠	툴젠	포괄적주식교환	784
5/4	인터리츠(現나노트로닉스)	나노트로닉스	포괄적주식교환	219
5/8	대주레포츠(現보더스티엠)	보더스티엠	합병	832
5/8	지세븐소프트(現마틴미디어)	마틴사운드	타법인출자	211
5/10	<b>유</b> 신성디엔케이 (現비에이치케이)	바이오하트코리아	합병	145
5/10	조이토토	조이온	포괄적주식교환	615
5/10	디자인투어개발(現자유투어)	에스피치	타법인출자	597
5/15	장미디어인터랙티브 (現티모테크놀로지)	테라웨이브	합병	267
5/18	엠펜오	에스더블유넷	타법인출자	253
5/22	실리샌드(現엘로우엔터테인먼트)	엘로우필름	합병	196
5/23	우전시스템(現유티엑스)	지코프라이프	포괄적주식교환	329
5/24	엠택반도체(現코아크로스)	엠택퓨처스	타법인출자	298
5/26	포레스코(現솔라엔텍)	디지털씨앤아이	포괄적주식교환	604
5/26	디자인투어개발(現자유투어)	에어프리덤	타법인출자	752
5/29	크린에어테크놀로지 (現이비에스아이)	케이엠에스아이	포괄적주식교환	286
6/1	엠아이자카텍(現엠아이)	엠오엠미디어, 스핀지엔터테인먼트	포괄적주식교환	157
6/1	에스엔씨(現에스티씨라이프)	에스티씨나라	포괄적주식교환	286
6/2	제일엔테크(現세지)	구암산업	타법인출자	262
6/5	<b>유</b> 이엔쓰리	피에스케이아이앤씨	포괄적주식교환	281
6/5	대현테크(現아이디에이치)	메디플러스이십일	포괄적주식교환	577
6/12	솔빛텔레콤(現미주씨앤아이)	미래시티닷컴	타법인출자	95
6/16	미광콘택트렌즈	웰진	포괄적주식교환	271
6/16	이노셀	람포텍	타법인출자	843
6/19	이앤이시스템	에프티테크놀로지	포괄적주식교환	250
6/21	텍트론	나노엑사가 보유한 지적재산권(특허권)	타법인출자	342
6/22	시큐리티코리아	누비텍	포괄적주식교환	305
6/23	바이오메디아(現소리바다)	소리바다	합병	219
6/23	퓨처시스템(現나노엔텍)	디지털바이오테크놀러지	포괄적주식교환	403
6/27	<b>유</b> 한국금속공업(現디지털월드)	디지털월드	합병	117
7/4	시스템네트웍스(現삼성수산)	대형기선저인망어선 및 운반선	타법인출자	338
7/13	<b>유</b> 상림(現IB스포츠)	아이비스포츠	합병	176
7/25	메디오피아테크날리지 (現엠넷미디어)	지엠기획	합병	843
8/11	인네트	시네라인-투	합병	633
8/22	메디아나전자(現ST&I)	나노엘시디	합병	508

9/1	컴텍코리아(現리노스)	에이피테크놀로지	합병	460
9/6	<b>유</b> 티비케이전자 (現프리네트웍스)	베비라	합병	237
9/29	홈캐스트	엠비메탈	영업양수	407
10/4	초록뱀미디어	초록뱀엠앤씨	합병	462
10/13	네오위즈	명소프트	합병	5,646
10/26	신영기술금융(現엠벤처투자)	엠벤처투자	합병	176
11/2	토비스	네오디스	합병	182
11/7	미디어솔루션(現레드캡투어)	범함여행	합병	1,405
11/8	솔빛텔레콤(現미주씨앤아이)	호도투어	합병	222
12/5	씨피앤(現호비지수)	남예전자	합병	117
12/15	엔케이바이오인터내셔널 (現엔케이바이오)	바이오셀	합병	730

2007년도

1/26	삼화네트웍스	삼화프로덕션	합병	432
1/26	모델라인이엔티	모델라인	타법인출자	93
2/5	엠넷미디어	씨제이뮤직	합병	2,942
4/4	이노메탈(現이노메탈이지로봇)	이지로보틱스	합병	208
4/10	테코스(現HS바이오팜)	화성바이오팜	타법인출자	278
4/11	다우데이타	다반테크	합병	1,458
4/27	시나비전(現골든오일)	골든오일	합병	222
5/8	하이셀	싸이더스에스엘	합병	190
5/16	윈스테크넷	나우콤	타법인출자	339
5/23	로이트(現유비컴)	유비컴	합병	263
5/23	옵토매직	케미존	합병	918
6/13	텍사이언	푸른정보기술	타법인출자	157
6/23	퓨어나노텍(現김중학프로덕션)	김중학프로덕션	합병	384
6/25	엠펙스 (現에스케이커뮤니케이션즈)	에스케이커뮤니케이션즈	합병	2,047

- 주: 1) **유**유가증권시장 표시, 이외에 전부 코스닥증권시장임  
 2) (\*) 신고서 제출일자 기준  
 3) (\*\*) 금융감독원 전자공시시스템에 공시되어 있는 분기·반기·사업·감사보고서를 검색하여 우회상장 전 현재 상장법인의 신고서 제출일자 이전을 기준으로 총 발행 주식수와 증가를 계산하여 나타낸 것임