

셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례

김인호*
송교직**

본 사례는 2008년 5월 코스닥시장에서 발생한 셀트리온의 오알켄을 통한 우회상장 사례이다. 바이오의약품을 제조하는 셀트리온은 규모와 성장성이 우수한 기업이나 일부 코스닥시장상장요건을 충족하지 못하여, 성장성이 정체된 코스닥 상장업체인 오알켄과의 합병을 통해 코스닥시장에 우회상장 하였다. 우회상장 이후 사업경쟁력을 살려 지속적으로 성장하였고, 시가총액 2조원대의 기업으로 코스닥 시장의 최대기업으로 성장하였다.

본 사례는 가장 성공적인 우회상장 사례이며, 우회상장사례 중 활용빈도가 가장 높은 합병을 통한 우회상장의 진행과정 및 관련 내용을 포함한 예시자료이다.

주제어: 우회상장, 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑, 영업양수도

1. 서론

한국 주식 시장에서 우회상장은 2000년대 초반부터 활성화되기 시작하였으나, 우회상장은 본래의 취지에서 벗어나 배임, 횡령, 주가조작 등 많은 문제를 드러내었다. 보도 자료를 통해 우회상장으로 주식시장에 진입한 기업들이 시장을 왜곡시키고, 사회적·경제적인 문제를 일으킨 사례들을 충분히 접할 수 있었다. 우회상장의 부정적 사례들로 인해 많은 문제가 발생되었고, 우회상장에 관련된 제도는 수정·보완되어왔다.¹⁾ 셀트리온 사례는 우회상장의 순기능에 초점을 맞추었으며, 우회상장제도와 우회상장의 긍정적인 역할에 대한 이해를 돕기에 적절하다고 할 수 있다. 기업의 규모, 수익성, 성장성 등이 건전한 기업인 셀트리온이 성장성이 정체된 코스닥상장기업인 오알켄과의 합병을 통해 우

회적인 방법으로 시장에 공개되어 기업은 상장을 통한 성장의 기회를 갖고, 시장은 건전성을 회복하는 결과를 나타냈다. 우회상장을 통해 상장한 기업이 코스닥시장 최대시가총액 기업으로 성장한 본 사례는 우회상장의 대표적인 긍정적 사례라 할 수 있다.

1.1 우회상장의 개요

우회상장에 관해서는 다양한 정의가 존재한다. 그 이유는 각국의 증권시장에서 정의하고, 규제하는 우회상장이 차이를 보이기 때문이다. 국내우회상장에 대한 정의 및 규제도 점차적으로 선진국과 같이 변화·발전해 왔다. 다양한 우회상장의 정의를 종합해 보면 다음과 같다. 비상장기업이 상장절차를 거치지 않고 합병, 주식교환, 자산양수도, 영업양수도 중 하나의 방법을 통해 상장기업 경영권

논문접수일: 2009. 09. 14. 게재확정일: 2010. 05. 10.

* 성균관대학교 연구원, 강사(inho73@skku.edu)

** 성균관대학교 교수(roysong@skku.edu), 교신저자

1) 우회상장의 폐단을 개선하기 위해 2010년 Special Purpose Acquisition Company (SPAC)의 도입 및 상장이 추진되고 있다.

을 인수해 사실상 상장 효과를 얻는 일련의 과정을 말한다.²⁾

우회상장은 성장잠재력이 크고 재무적으로 우량한 비상장기업이 성장성이 정체되고 재무적으로 우량하지 못한 상장기업과 결합하여 상장기업의 가치를 상승시키는 효과를 나타낼 수 있고, 비상장기업은 신규상장절차로 인한 시간적 금전적 비용을 절감할 수 있으며, 상장심사에 대한 위험을 회피하는 등의 경제적 효과를 목적으로 한다. 상장기업은 보다 건전하고 건실한 기업으로 재탄생하여 자본시장에 건전성을 제공하는 정화효과가 있다.

비상장기업의 사업이 상장기업과 연계성이 높은 경우에는 기업결합으로 인한 시너지 효과를 기대할 수 있고, 연계성이 낮은 경우에는 사업 다각화를 통한 위험분산의 효과를 기대할 수 있다. 비상장기업의 주주는 주식이 상장되어 유동성을 확보할 수 있으며, 주식거래에 있어 유연성과 조세절감의 효과를 기대할 수 있다.

반면, 상장기업은 소유구조와 재무구조의 개선을 기대할 수 있으며, 시장퇴출을 회피할 수 있다. 상장기업의 대주주는 경영권 프리미엄이 포함된 가격으로 지분을 매각할 수 있고, 우회상장으로 인한 단기적인 시세차익을 얻을 수 있으며, 기업 간의 결합을 통한 장기적인 추가수익을 기대할 수 있다.

우회상장에 대한 부정적인 측면은 우회상장 과정에서 피합병기업인 비상장기업의 주가를 과대평가하여 일반투자자들에게 피해가 전가될 수 있으며, 신규상장을 통한 정상적인 상장이 불가능한 기업이 우회적인 방법으로 상장함으로써 장래에 자본시장 건전성을 훼손할 가능성이 있다. 이런 문제점을 해결하기 위해 감독당국은 여러 차례의 관련규정을 보완해왔다.³⁾

신규상장을 하기 위해서는 많은 시간과 노력이 필요하다. 코스닥시장의 경우 최소 12개월이 기본적으로 소요된다. 하지만 이를 위해 실제로 준비해야 하는 기간은 길게는 2~3년까지도 걸리는 경우가 있다. 상장심사요건을 충족했음에도 불구하고 상장심사를 통과하지 못 하는 경우가 종종 발생한다. 이와 같이 까다로운 상장심사 판정에 대한 위험을 회피하기 위해 비상장기업은 우회상장을 선택할 유인을 갖게 된다.

1.2 우회상장의 유형

우회상장의 유형은 합병, 포괄적 주식교환, 자산양수도, 영업양수도로 구분할 수 있다. 그 밖에도 활용빈도는 낮지만 분할합병 및 현물출자도 활용된다.

합병은 우회상장의 유형 중 가장 많이 사용되는 방법이다. 합병방법은 비상장기업이 상장기업에게 흡수합병되는 형태를 취하고, 비상장기업의 주주 또는 비상장기업이 상장기업의 최대주주가 되어 상장기업을 지배하는 형태를 띤다. 많은 경우에 합병 직후 기존의 상장법인을 분할하여 비상장기업만을 상장기업으로 전환하는 과정을 거친다.

포괄적 주식교환은 비상장기업의 전체 주식과 그에 상응하는 상장기업 주식을 교환하는 거래이며, 결과적으로 비상장기업은 상장기업의 완전자회사로 전환된다. 이 과정에서 비상장기업의 주주 또는 비상장기업이 상장기업의 최대주주가 되어 상장기업의 경영권을 얻게 된다.

자산양수도는 비상장기업의 자산을 양수도하면서 상장기업은 비상장기업의 자산을, 비상장기업은 제3자 배정 유상증자를 통해 상장기업의 주식을 취득하는 형태이다. 자산양수도 방식의 하나인 주식

2) 금융감독원(www.fss.or.kr), 한국거래소(www.krx.co.kr) 등의 우회상장 정의를 종합한 내용.

3) 가장 최근의 우회상장 관련 규정은 2006년 6월에 개정 및 시행되었다.

스왑은 상장기업이 비상장기업의 주주(최대주주)로부터 비상장기업의 주식을 취득하여 모자회사의 관계를 형성하고 이후 (감독규정 6월 이내) 비상장기업의 주주(최대주주)를 대상으로 제3자 배정유상증자를 하는 과정으로 이루어진다.

영업양수도는 상장기업과 비상장기업 간의 영업부문을 양수도하면서 상장기업은 비상장기업의 영업부문을, 비상장기업은 제3자 배정 유상증자를 통해 상장기업의 주식취득을 하는 형태이다.

1.3 우회상장의 거래구조

우회상장의 거래구조는 크게 네 가지로 분류되고, 이들은 서로 상이한 거래구조를 나타낸다. 우회상장의 과정은 먼저 비상장기업의 주주 또는 비상장기업이 상장기업의 대주주로부터 내부지분을 취득하여 소유권 또는 경영권을 획득한다. 이후 주주총회를 거쳐 경영권을 교체하고 상장기업의 재무구조를 감사와 증자를 통해 개선시킨다. 다음으로 상장기업과 비상장기업을 합병, 포괄적 주식교환, 자산양수도, 영업양수도 중 하나의 방법을 통하여 우회상장을 시행하고, 기업정상화를 통해 투자자본

을 회수하는 과정을 거친다. 각각의 우회상장방법은 기업 간의 상황에 맞게 선택된다.

II. 우회상장의 제도

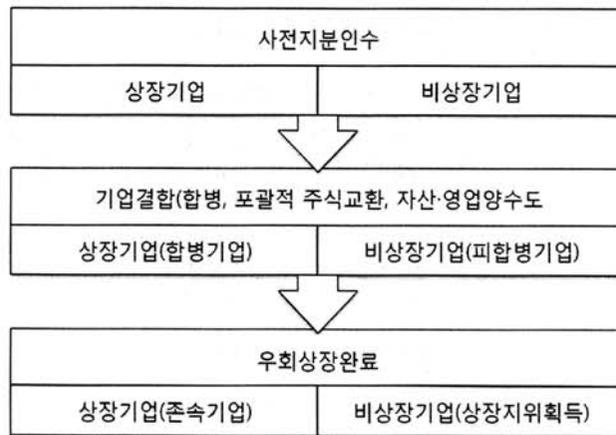
2.1 코스닥시장의 우회상장요건

코스닥시장상장기업과 비상장기업간의 우회상장은 신규상장과 마찬가지로 비상장기업은 코스닥시장상장요건을 충족해야 한다. 비상장기업의 충족요건은 <표 1>과 같다.

코스닥시장과 유가증권시장의 우회상장에 대한 규제를 비교하면 유가증권시장의 규제가 상대적으로 규제의 강도가 낮다. 이에 2006년 6월의 코스닥시장 우회상장규정이 개정된 이후 유가증권시장을 통한 우회상장 시도가 증가할 가능성이 높아졌다.

2.3 우회상장 주식의 처분제한

코스닥시장에서의 합병 등을 통한 우회상장의 경



<그림 1> 우회상장의 일반적인 진행 과정

〈표 1〉 코스닥시장의 우회상장규정

Panel A. 우회상장유형별 규정비교

요건	합병	주식교환	영업양수	자산양수
자본상태	0	0		0
경영성과*	0	0	0	0
부채			0	
자본금변동	0	0		
감사의견*	0	0	0	0
소송 및 부도발생	0	0		0
최대주주 변경제한**	0	0		
비상장법인이 타법인과 합병 등을 한 경우	0	0		0

Panel B. 우회상장요건의 세부내용

요건	내용
자본상태	자기자본 30억원 이상(벤처기업은 15억 원 이상) (2008.9.12 개정). 자본잠식이 없을 것.
경영성과*	법인세비용차감전계속사업이익이 있을 것. 자기자본이익률이 10% 이상(벤처기업은 5%) (2008.9.12 개정). 당기순이익이 20억 원 이상(벤처기업은 10억 원 이상)(2008.9.12 개정)
부채	부채가 자산을 초과하지 않을 것
자본금변동	1년 이내에 잉여금을 자본에 전입한 경우 당해 자본전입총액이 보고서 제출일로부터 2년 전의 날이 속하는 사업연도 말 현재 자본금의 100% 이하일 것*** 1년 이내에 이루어진 유상증자금액과 보고서 제출일까지 행사되지 아니한 전환권 및 신주인수권의 행사로 인하여 증가될 자본금의 합계액이 보고서 제출일로부터 2년 전의 날이 속하는 사업연도 말 현재 자본금의 100% 이하일 것****
감사의견*	최근연도 감사의견 적정
소송 및 부도발생	중대한 소송 등의 분쟁사건이 없을 것. 6개월 이내 부도사유가 해소되었을 것
최대주주 변경제한**	보고서 제출일 전 6월 이내에 최대주주의 변경이 없을 것. 지분변동 예외: 정부 및 예금보험공사의 소유주식 매각 또는 상속 및 유증으로 인한 경우 최대주주의 변경이 기업경영의 계속성을 저해하지 아니한다고 인정하는 경우 (2004.4.27 개정)
비상장법인이 타법인과 합병 등을 한 경우	합병 등의 기일이 속한 사업연도의 결산재무제표 확정. 합병 등의 기일과 사업연도 말까지의 기간이 3월 미만인 경우 다음 사업연도의 반기재무제표에 대한 감사보고서를 제출 (2007.12.7 개정)

* 최근 사업연도가 6월 미만인 경우, 최근 사업연도 및 최근 사업연도의 직전 사업연도에 대하여도 동 요건 적용
 ** 코스닥시장상장법인과 비공개법인과의 합병이 상법 §527의 3의 규정에 의한 소규모합병인 경우에는 동 조건은 적용되지 않는다(코스닥시장상장규정 §19 ②). 또한 상법 §360의 10의 규정에 의한 소규모주식교환인 경우에도 동 조건을 적용하지 않는다(코스닥시장상장규정 §19 ②).
 *** 100% 초과하는 경우 예외적용(계속보유무자는 초과분을 합병 또는 주식교환일로부터 1년간 보유, 일반적인 경우는 2년간 보유)(2007.12.7 개정)
 **** 100% 초과하는 경우 보호예수시 예외적용(계속보유무자는 초과분을 합병 또는 주식교환일로부터 1년간 보유, 일반적인 경우는 2년간 보유)

우 신규상장에서의 최대주주 등의 주식의무보유제도가 피합병기업의 최대주주에게 적용된다. 따라서 일정기간 동안 보유주식을 처분할 수 없게 되어 실질적인 인수합병효과가 주가에 반영되기 전에 피합병기업의 최대주주가 합병신주를 처분하여 단기차익을 얻는 것이 제한된다. 이를 통해 일반투자자들을 보호하고 시장의 건전성을 확보할 수 있다.

코스닥시장상장기업은 우회상장으로 인해 지배권의 변동이 있는 경우 피합병기업의 최대주주 및 특수관계인은 우회상장완료 후 2년간 보호예수기간에 적용을 받아 지분 매각이 금지되고 있다.⁴⁾ 유가증권시장의 우회상장의 경우 피합병기업의 최대주주 및 특수관계인은 우회상장완료일로부터 6월간 매각이 제한된다.⁵⁾ 매각금지기간 내에서도 일정기간에 지분의 일부분은 매각을 할 수 있도록 규정하여 기업경영 상의 유연성을 부여하고 있다.

2.4 우회상장 관련 투자자 보호제도

우회상장으로 인한 개인투자자들의 피해가 속출하여 2006년 6월 코스닥시장의 우회상장 관련규정을 개정하면서 공시부분을 강화하였다. 비상장기업이 우회상장을 시행할 경우 관련 정보를 반드시 공시하도록 강제하여 투자자들의 피해를 예방하고 있다. 증권신고서 및 주요 경영사항 신고서 기재사항에 취득목적, 취득상대와의 관계, 취득가액 및 산정근거, 취득으로 인한 기대효과 등을 기재하도록 하고

있다.⁶⁾ 또한 우회상장 이후 최장 2년간 우회상장 관련 내용 및 경영실적을 기재하도록 하고 있다.⁷⁾

2.5 우회상장의 장단점

우회상장을 진행할 경우 발생하는 장점은 시간과 비용의 절감 이외에도 다른 장점이 존재한다. 우회상장의 궁극적인 장점은 자금조달능력 증대에 있다. 비상장기업은 자금조달에 있어 한계가 있으나, 상장기업은 주식공개를 통해 보다 다양한 방법으로 자금을 조달할 수 있기 때문에 우회상장으로 신규상장에 필요한 시간과 비용을 절약하고 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있는 장점이 있다.

비상장기업은 일반에게 알려지기도 어렵고 알려져도 기업에 대한 신뢰도가 낮은 편이다. 하지만 주식시장에 상장됨과 동시에 기업은 공시를 통하여 기업에 대한 신호를 주식시장에 알릴 수 있어 기업의 홍보효과와 공신력을 얻을 수 있다.

우회상장을 통해 세제상의 혜택을 얻을 수 있는데 내용은 다음과 같다. 양도소득세 비과세조항⁸⁾에 의해 코스닥시장을 통해 주식을 양도하는 경우 양도소득세 비과세를 적용 받는다. 배당소득세 비과세 및 분리과세조항⁹⁾에 의해 종목별 액면가 기준 3,000만원까지 비과세가 적용되고, 3,000만원부터 1억 원까지는 분리과세(5%)가 적용된다. 이밖에도 상속 및 증여재산 평가 시 코스닥시장 시세 인정조항¹⁰⁾에 의한 세제혜택과 스톡옵션행사이익

4) 자본시장법 §8, 코스닥시장상장규정 §22, 최대주주와 특수관계인은 결합기일로부터 1년이 경과한 후에는 매 1개월마다 최초 보유주식 등의 5%에 해당하는 부분까지 매각 가능.

5) 유가증권시장상장규정 §46 제2항, 제3항, 제4항에 규정

6) 코스닥시장공시규정 §6.

7) 코스닥시장상장규정 §19 ④, §19의 2 ④, §19의 3 ⑥.

8) 소득세법 제94조, 동시행령 제157조 제4항 (단, 발행주식총수의 5%이상 또는 시가총액 50억 원 이상을 소유한 주주(특수관계인 포함)가 양도하는 경우 양도소득세가 과세된다)

9) 조세특례제한법 제91조 (단, 1년 이상 보유한 경우에 적용된다)

10) 상속세 및 증여세법 제63조 및 동시행령 제53조 (단, 평가기준일(상속부터 상속개시일, 증여부터 증여개시일) 전후 6월(증여의 경우 3월) 이내에 매매거래정지되거나 투자유지의종목 또는 관리종목으로 지정된 사실이 없어야 한다)

비과세조항¹¹⁾에 의한 세제혜택 등이 있다.

우회상장에 대한 단점으로는 건전하지 못한 상장 기업과의 결합으로 인해 우량한 비상장기업의 기업 가치가 훼손될 수 있다. 우회상장과정에서 상장기업의 주요주주 또는 내부인사들에 의한 불법행위가 발생할 수 있는 가능성이 있다. 또한 비상장기업이 우회상장 대상기업(target)을 찾기가 용이하지 않아 기업결합의 협상에 있어 대등한 위치에서 기업결합이 이루어지기 힘들다는 점을 들 수 있다.

III. 셸트리온의 우회상장 진행과정

3.1 우회상장 현황

최초의 우회상장은 1995년 ㈜한독과 우리자동차 판매㈜의 합병이다. 그 후 2000년부터 본격적으로 우회상장사례가 증가하였다. 최근 우회상장의 특징은 2006년 6월 신규상장기준에 준하는 우회상장 기준이 시행된 시점을 기준으로 달라진다. 2006년 이전에는 합병, 영업양수도와 포괄적 주식교환이

활용되었으며,¹²⁾ 2006년 이후에는 합병과 주식스왑이 활용되었다. 합병은 전체기간에서 지속적으로 활용빈도가 높게 나타났다. 우회상장은 엔터테인먼트, 바이오 및 IT관련 산업에 속한 비상장기업들에 의해 많이 활용되었다. 우회상장의 최근 현황을 살펴보면 <표 2>와 같다.

3.2 셸트리온 개요

셸트리온은 유전자 재조합 기술과 세포배양 기술을 이용해 단백질 의약품 원료를 위탁생산하는 기업이다. 셸트리온은 2002년 2월25일 VaxGen (22.23%), 넥슬바이오텍(15.67%), KT&G(14.62%), J. Stephen & Company Ventures(8.13%) 등에 의해 설립된 joint venture company이다. 2009년 5월 시가총액 2조원을 넘어서면서 코스닥 시장 시가총액 1위 기업이 되었다.

셸트리온이 주력하는 바이오 의약품이란 인체 내에 자연적으로 미량 생산되는 생체활성물질을 생명공학기술을 이용하여 생산한 의약품을 말한다. 치료를 목적으로 사용될 수 있는 유전자를 대장균, 효모, 포유동물세포 등에 삽입하여 발현되도록 하

<표 2> 코스닥시장의 연도별 우회상장 현황

유형	2006.6	2007	2008	2009.6	합계
합병	1	21	32	17	71
포괄적 주식교환	-	-	-	-	-
자산양수도 (주식스왑)	4	5	6	1	16
영업양수도	-	-	-	1	1
합계	5	26	38	19	88

* 상기 자료는 우회상장이 성공한 사례의 신고보고서 제출일을 기준으로 작성하였음.

※ 현대증권자료(www.youfirst.co.kr), 금융감독원 전자공시자료(dart.fss.or.kr)

11) 조세특례제한법 제15조

12) Chang et al. (2009)에 의하면 2000년부터 2006년 6월 사이에 총 168건의 우회상장이 실시되었음을 보고하였다. 강원 (2007)은 2000년부터 2005년 사이의 92건의 우회상장을 대상으로 분석하였다.

여 인체 단백질을 분리·정제하여 생산한다. 바이오 의약품은 질병의 원인이 되는 세포에 작용하여 세포와 특정 물질과의 반응을 조절함으로써 질환의 발생을 차단하는 반면에 전통적인 신약개발은 화학적 합성물이 세포 내에서 작용하여 특정 반응 시 수반되는 화학작용을 조절함으로써 질환을 치료하는 방식으로 부작용이 상대적으로 크다.

고가의 바이오 의약품은 개발도 어렵지만 우수한 품질을 일정하게 유지하는 생산도 중요하다. 많은 신약개발 업체나 연구소는 별도의 생산시설을 보유하고 있지 않아 셀트리온과 같은 생산업체의 중요성은 점점 높아지고 있다. 셀트리온은 세계적으로도 그 능력을 인정받는 국내기업이라고 할 수 있다.

3.3 셀트리온 우회상장 과정

셀트리온은 정식상장을 2번 시도하였으나 실패하였다. 첫 번째는 2006년 초 기술성심사평가를 통해 상장을 시도하였다. 그 이유는 우수한 기술을 가지고 있다고 인정되면, 기술성심사평가를 통해 실적요건이 충족되지 않더라도 상장이 가능하기 때문이다. 그러나 셀트리온은 기술성이 없는 위탁생산공장으로 간주되어 기술성평가 자체가 성립하지 않는다는 판정을 받았다.

2008년 2월 셀트리온은 예비심사청구서를 접수하였다.¹³⁾ 그러나 상장심사위원회에서 '3년 연속 평균 매출액 200억 원' 규정에 대한 요건을 충족하지 못해 심사에서 탈락하였다. 셀트리온은 2007년에 매출액 635억 원을 올렸지만 2005, 2006년에 매출이 전무하여 외형요건을 충족하지 못하였다. 그 후 셀트리온은 2008년 5월 합병에 의한 우회상장을 시행하였다.

우회상장의 진행과정은 다음과 같이 진행되었다.

셀트리온은 제3자배정 유상증자와 장외주식취득을 통해 오알켄의 경영권을 획득하였고, 이사회결의를 통한 합병을 결의한 후 주주총회를 통해 합병을 추진하였다. 두 기업 간 합병이 완료된 후 오알켄을 셀트리온으로부터 분리하는 과정을 통해 우회상장을 완료하였다. 금융감독원의 공시를 통해 세부적인 우회상장 진행과정을 살펴보면 <표 3>와 같다.

셀트리온의 우회상장은 오알켄이 셀트리온을 흡수합병하는 형식으로 진행되었으며 합병일정은 <표 4>에 요약하였다. 오알켄의 주당평가액은 3,439원(액면가 500원)이고, 셀트리온의 주당평가액은 1,182원(액면가 500원)으로 평가되었다. 따라서 오알켄과 셀트리온의 합병비율은 1:0.3436968로 산정되었고, 셀트리온의 주주에게 97,523,601주의 합병신주를 발행하였다. 주식매수청구권행사에 대한 주식매수예정가격은 3,196원으로 결정되었다.

우회상장에 있어서 소유구조의 변화를 이해하는 것이 가장 핵심적인 부분이다. 2006년 6월 우회상장규제개정 이후에는 우회상장으로 인한 소유구조의 변화를 별도로 공시하도록 하고 있다.

셀트리온의 주요주주들은 오알켄의 주요주주들이 소유한 지분 32.62%의 대부분인 32.24%를 인수하여 경영권을 획득한 후 주주총회를 거쳐 두 기업을 합병하였다. 주요주주의 지분을 변화는 <표 5>와 같다.

<표 6>의 합병이전의 오알켄과 셀트리온은 자산, 자기자본, 매출액, 순이익 등 거의 모든 항목에서 상당한 차이를 보이고 있다. 합병이후의 자료를 보면 추정된 자료와 실제자료에 차이가 있음을 알 수 있다. 이는 두 기업의 재무제표의 합으로 추정하였기 때문이다.

합병 이전의 두 기업을 비교하면 셀트리온의 수익성이 오알켄에 비해 우수한 것을 알 수 있다. 반

13) 일반적으로 서류가 접수됐다는 것은 외형요건을 갖췄다는 것으로 해석된다.

〈표 3〉 공시를 통한 셀트리온의 우회상장 진행과정

날짜	공시보고서	공시보고서 내용
2008.05.21	유상증자결정	보통주 3060000주, 액면가 500원에 셀트리온에게 제3자배정 유상증자
2008.05.21	회사합병결정	오알켄이 셀트리온을 흡수합병할 것을 이사회에서 결정
2008.05.23	합병신고서	오알켄이 셀트리온을 흡수합병
2008.05.23	사업목적변경	생물학적 의약품 등의 제조, 수출 및 판매업, 의약품관련 연구 및 개발업
2008.05.26	최대주주변경	오알켄의 최대주주가 셀트리온으로 변경됨. 변경사유는 최대주주지분매각, 제3자배정 유상증자
2008.05.27	주식등의대량보유 상황보고서(일반)	1630000주, 7362원에 셀트리온에 매각
2008.07.21	자기주식취득결정	자기주식 주가안정 및 주주가치 제고 목적, 3.2%지분취득
2008.10.06	회사분할결정	오알켄 사업부문을 셀트리온에서 분리를 이사회에서 결정
2008.10.06	분할신고서	오알켄 사업부문을 셀트리온에서 분리

※ 금융감독원 전자공시 (<http://dart.fss.or.kr/>)

〈표 4〉 셀트리온과 오알켄의 합병일정

구분	일자
외부평가계약체결	2008년 5월 13일
이사회결의	2008년 5월 21일
합병계약	2008년 5월 21일
합병신고서제출	2008년 5월 23일
주주총회확정	2008년 6월 10일
주주총회	2008년 7월 17일
주식매수청구권 행사기간	2008년 7월 18일 ~ 8월 6일
합병기일	2008년 8월 19일
합병종료보고총회	2008년 8월 20일
합병종료보고광고	2008년 8월 21일

※ 금융감독원 전자공시 (<http://dart.fss.or.kr/>)

면 안정성 및 활동성 비율은 오알켄이 셀트리온보다 상대적으로 우수한 것을 알 수 있다. 오알켄의 매출액증가율은 3년간 계속 감소하였다. 합병 이전 연도의 매출액을 비교해보면 오알켄은 48,978백만 원을 셀트리온은 63,521백만 원을 기록하였다. 종합하면 셀트리온이 오알켄에 비해 상대적으로 수익

성과 성장성이 높은 것을 알 수 있다.

셀트리온과의 합병 이후 오알켄의 재무비율이 개선되었다. 즉 재무비율의 상태가 정체가되어있던 오알켄이 셀트리온과의 합병을 통해 개선된 재무비율을 나타내었다. 이는 우회상장을 통해 우량한 비상장기업이 상장기업과 결합하면서 건전한 상장기업

〈표 5〉 셀트리온과 오알켄의 소유구조변화

구분	주주명 (사채권자명)	종류	변경전		변경후	
			주식수	지분율	주식수	지분율
오알켄	이재현	보통주	1,861,556	31.03%	231,556	0.22%
	이재룡	보통주	54,577	0.91%	54,577	0.05%
	서정웅	보통주	40,932	0.68%	40,932	0.04%
		합계	1,957,065	32.62%	1,957,065	0.30%
셀트리온	㈜넥솔	보통주	0	0	12,170,855	11.4%
	㈜넥솔바이오텍	보통주	0	0	11,392,379	10.5%
	넥솔창업투자	보통주	0	0	10,506,457	9.9%
	신승일 외 37인	보통주	0	0	2,424,479	2.27%
		합계	0	0	36,494,170	32.24%

* 금융감독원 전자공시 (<http://dart.fss.or.kr/>)

〈표 6〉 합병전후 대차대조표, 손익계산서 및 재무비율 요약

항 목	합병 전*		합병 후**	
	오알켄	셀트리온	오알켄(추정)	셀트리온(실제)
자산총계	50,152,051	439,955,018	490,107,069	499,263,761
부채총계	24,838,230	276,617,646	301,455,877	279,547,020
자본총계	25,313,820	163,337,371	188,651,192	219,716,740
매출액	48,978,359	63,521,751	112,500,110	83,689,668
영업이익	2,952,039	13,953,182	16,905,221	30,771,717
당기순이익	2,287,844	41,092,213	43,380,057	14,571,059

재무비율	오알켄(합병 전)	셀트리온(합병 전)***	셀트리온(합병 후)
	2007	2007	2008
총자산영업이익률	5.89	3.17	6.16
자기자본순이익률	9.04	25.16	6.63
매출액영업이익률	6.03	21.9	36.77
부채비율	98.12	169.35	127.23

* 합병 전 재무제표는 합병 이전연도인 2007년도 자료이다.

** 합병 후의 추정자료는 합병보고서에 제출된 내용으로 두 기업의 재무제표의 합으로 작성하였다.

*** 셀트리온은 2006년까지 매출액이 없었기 때문에 일부 재무비율의 추정이 불가능하여 N/A로 표시하였음. 참고로 2007년도 매출액은 63,521,751,848원을 기록하였음.

* 합병은 2008년도에 발생하였고 합병 후 재무자료는 2008년도 말까지의 성과를 기초로 금융감독원 전자공시 (<http://dart.fss.or.kr/>)에 보고된 사업보고서 내용임. (단위: 천원, %)

〈표 7〉 우회상장 이전년도 비상장기업의 재무제표요약

항목	표본수	평균	중위수
매출액	126	17,002,142	8,386,023
EBITDA	126	1,162,759	720,452
자산	125	13,631,611	9,172,644
부채비율	125	123.16	95.97
ROA	126	3.33	5.68
ROE	126	28.34	15.13

※ 김인호 (2008)의 비상장기업의 재무상태자료요약.(단위: 천원, %) 표본의 기간은 2000년부터 2006년까지임.

으로 다시 재편되는 현상으로 받아들여 질 수 있고, 주식시장에 긍정적인 효과를 나타내었다.

셀트리온은 우회상장 이후에 경영성차가 여러 재무비율에서 향상되었음을 나타내었다. 이는 우회상장으로 인해 기업의 홍보효과가 나타났으며 또한 상장기업의 지위를 획득함으로써 시장의 공신력을 어느 정도 얻음으로써 그 향상의 원인을 찾을 수 있겠다.

〈표 7〉은 우회상장 이전년도 비상장기업의 재무제표의 요약 내용이다. 전반적으로 셀트리온의 재무상태가 우회상장을 실시한 비상장기업들의 재무상태의 평균보다 우수함을 나타내었다. 세부적으로는 셀트리온의 매출액, 영업이익, 자산의 규모가 우회상장을 실시한 비상장기업들의 평균보다 우월함을 알 수 있다.¹⁴⁾ 반면 재무비율은 많은 차이를 보이고 있지 않음을 알 수 있다.

음을 재무제표를 통해 살펴보았다. 셀트리온¹⁵⁾의 시장에서의 반응을 주가의 변화와 시가총액의 변화로 살펴보고, 단기와 장기의 시장초과수익률을 측정하여 주식시장의 반응을 분석하였다.

〈그림 2〉는 셀트리온의 합병 이후 1년간의 주가, 거래량 및 시가총액의 변화추이를 나타내었다. 합병공시 이후 주가가 급격하게 상승하는 것을 볼 수 있으며 약 5개월 정도 주가가 하락한 후 다시 급격히 상승하는 것을 알 수 있다. 이는 2008년도 미국발 금융위기의 여파로 인한 시장의 전체적인 하락에 기인한 것으로 해석할 수 있다. 세계적인 경기침체가 지속되고 있던 2008년 말 다른 기업들의 지속적인 하락세와 달리 강한 성장세를 보였다. 지속적으로 주가가 상승한 셀트리온의 시가총액은 합병 이후 꾸준히 증가하여 1년 뒤인 2009년 5월에는 2조원을 돌파하였고, 코스닥시장 시가총액 1위의 기업이 되었다.

IV. 우회상장에 대한 시장반응

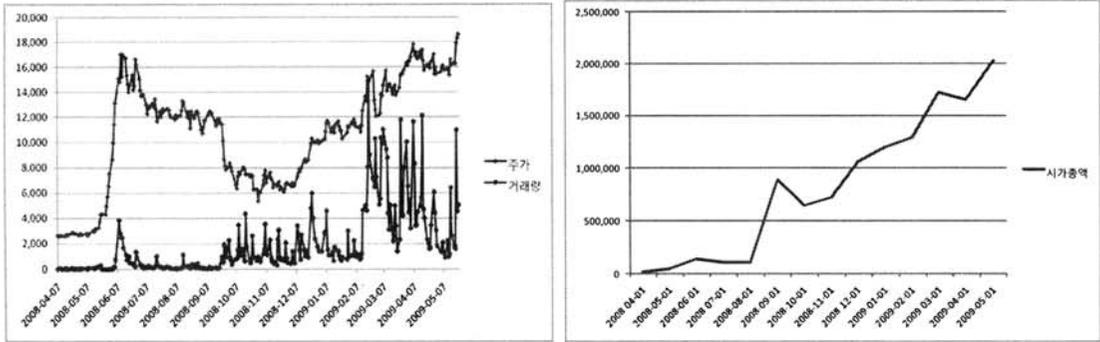
4.1 단기성과

우회상장을 통해 상장기업이 건전하게 재편되었

단기성과는 -180일부터 -30일까지의 수익률과 코스닥지수의 수익률을 사용하여 시장 모형의 계수

14) 김인호 (2008)에서 사용한 표본은 우회상장에 관한 규정이 적용되기 이전인 2000년부터 2006년까지의 자료를 기초로 작성된 것으로 우회상장에 관한 규정을 적용 받은 셀트리온의 재무상태와는 차이가 있을 수 있다.

15) 오알켄과의 합병 이후 셀트리온으로 기업명을 사용함.



자료: FnGuide

〈그림 2〉 셀트리온의 우회상장 이후 주가, 거래량 및 시가총액 변화

를 구한 다음 셀트리온의 초과수익률(cumulative abnormal returns)¹⁶⁾을 측정하였다. 셀트리온의 합병공시를 기준으로 +3일과 -3일 사이의 초과수익률은 62.817%를 기록하였고, 이는 전체 우회상장 사례와 합병을 통한 우회상장 사례의 평균 초과수익률에 비해 상당히 높은 것을 알 수 있다.

합병공시일인 day 0(2008년 5월 23일)은 합병으로 인해 주식시장의 거래가 3일간 정지되었다. 따라서 〈표 8〉에서 보는 바와 같이 다른 우회상장의 누적평균초과수익률보다 낮은 수준을 나타내었다. Day 2부터는 상당히 가파른 초과수익률의 상승을 나타내었다. 또한 합병이 발생하기 10일 전부터 정보의 유출이 있음을 알 수 있다. -10일부터 +10일 사이의 시장수익률 대비 누적초과수익

률은 무려 190.7%를 기록하였다.

Gleason et al. (2005)에 의하면 미국에서 발생한 121건의 우회상장 표본의 CAAR[-1,1]은 25.1%로 나타났으며, 국내 우회상장에 대한 분석으로 최윤열 외(2008)은 82건의 우회상장표본에 대해 누적평균초과수익률, CAAR[-1,1]를 8.44%로 보고하였다.¹⁷⁾ 국내의 그리고 다른 기간의 표본에서 모두 양(+)의 초과수익률을 나타내었고 이는 시장에서 우회상장을 긍정적으로 평가한다는 것으로 해석할 수 있다.

4.2 장기성과

Gleason et al. (2005)에 의하면 우회상장 이

〈표 8〉 셀트리온의 누적초과수익률(Cumulative abnormal returns) 비교

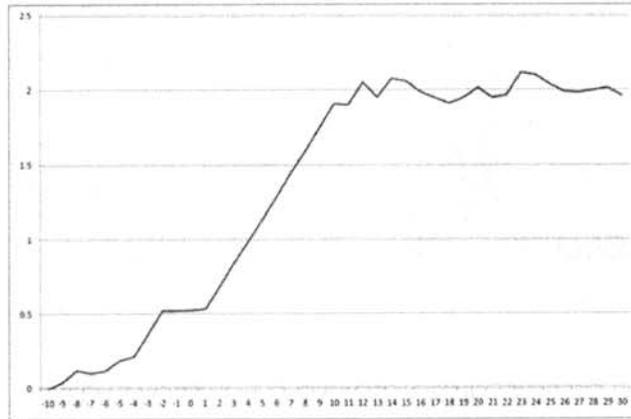
2000-2008	CAR[-1,0]	CAR[-1,1]	CAR[-3,0]	CAR[-3,3]
셀트리온	0.330%	1.260%	31.336%	62.817%
합병평균*	5.283%	4.650%	7.445%	0.848%
전체평균*	6.706%	6.026%	9.740%	5.550%

* 2000-2008년 사이에 발생한 합병을 통한 우회상장 사례는 197건, 전체 우회상장사례는 총 340건의 평균을 사용.

* 초과수익률계산에는 일별 코스닥시장지수를 사용하였음.

16) 누적초과수익률(CAR)은 시장모형(market model)을 사용하여 구하였음. $r_i = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i$

17) 최윤열 외 (2008)은 2004년부터 2007년까지의 기간의 표본으로 분석하였다.



〈그림 3〉 셀트리온의 일별 누적초과수익률(daily cumulative abnormal returns)

후의 영업성과 및 수익성이 전혀 개선되지 않았고, 우회상장 2년 후에 약 46%의 기업만이 살아남았음을 보고하였다. Chang et al. (2009)에 의하면 우회상장 이후 6, 12, 18개월의 보유기간초과수익률(Buy-and-Hold Abnormal Return: BHAR)¹⁸⁾이 모두 음(-)의 수익률을 나타내었음을 보고하였다. 본 사례에서 사용된 우회상장표본 중 약 5% 정도의 기업만이 12개월 보유기간초과수익률(BHAR)이 양(+)으로 나타났다. 코스닥시장지수 수익률 대비 보유기간초과수익률(BHAR)의 결과는 〈표 9〉에 나타내었다. 셀트리온의 경우 6개월 보유기간초과수익률은 19.59%이고, 12개월 보유기간초과수익률은 82.86%로 시장수익률에 비해 월등히 높은

장기보유수익률을 나타냈다. 2000년부터 2008년 전체 우회상장사례의 평균 보유기간초과수익률과 합병을 사용한 우회상장의 평균 보유기간초과수익률은 시장수익률에 비해 낮은 보유기간초과수익률을 나타냈고, 이는 셀트리온과 비교하면 상당한 차이를 보인다.

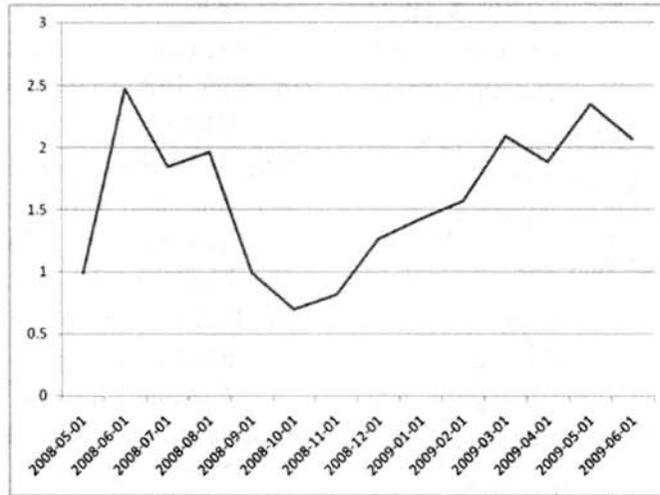
2008년 2사분기 이후 세계금융위기를 경험하면서 시장상황 악화로 인해 셀트리온의 보유기간초과수익률이 낮아졌으나, 여전히 시장대비 초과수익이 발생하는 것으로 나타났다. 셀트리온의 양(+)의 보유기간초과수익률은 사업의 경쟁력이 우수하였기 때문으로 판단된다. 셀트리온 이외에도 일부 기업의 양(+)의 보유기간초과수익률은 사업의 경쟁

〈표 9〉 셀트리온의 보유기간초과수익률(Buy-and-hold abnormal returns)

2000-2008	6 months BHAR	12 months BHAR
셀트리온	19.59%	82.86%
합병평균*	-21.62%	-35.03%
전체평균*	-24.53%	-37.81%

* 2000-2008년 사이에 발생한 합병을 통한 우회상장 사례는 197건, 전체 우회상장사례는 총 340건의 평균을 사용.
 ※ 보유기간초과수익률 계산은 월별 코스닥시장지수를 사용하였다.

18) 보유기간초과수익률(BHAR_t)=Π(1+r_t)-Π(1+r_m)



〈그림 4〉 셀트리온의 월간 보유기간초과수익률(buy-and-hold abnormal returns)

력 또는 결합 시너지의 효과에 기인한 것으로 판단된다.¹⁹⁾

V. 결론

90년대 말 외환위기를 겪은 이후 기업들의 인수 합병이 활발하게 이루어지기 시작하였다. 이와 동시에 국내에도 우회상장이란 새로운 기업결합방법이 활성화되기 시작하였다. 비상장기업이 국내의 신규상장요건을 충족시켜 상장하기 위해서는 많은 노력과 비용이 소요된다. 이러한 노력과 비용을 절감하기 위한 방안 중 하나가 우회상장이다.

2000년대 중반까지 우회상장에 대한 규제가 구체적으로 확립되어있지 않아 많은 문제점을 야기하였다. 우회상장의 본래의 취지는 우량한 비상장기업과 성장이 정체된 상장기업간의 결합을 통해 비상장기업은 상장기업의 지위를 획득하고, 상장기업

은 주주들의 부를 이전시킬 수 있으며, 시장은 우량한 비상장기업을 그렇지 못한 상장기업과 교체함으로써 시장의 건전성을 회복, 유지할 수 있는 효과를 기대하는 것이나 현실은 그렇지 못하였다. 이로 인해 우회상장을 경험한 기업들은 장기적인 저성과를 나타내었고 투자자들은 많은 손실을 입게 되었다. 이를 개선하게 위해 2006년 6월 코스닥시장의 우회상장에 관한 규정을 개정하여 보다 성숙한 우회상장제도가 자리 잡게 되었다.

셀트리온의 사례는 우회상장 규제가 정립된 이후에 긍정적 효과를 확실히 보여준 사례이다. 셀트리온은 두 차례의 신규상장을 시도하였으나 실패하였고, 다음으로 오알켄과 합병을 통한 우회상장을 시도하였다. 합병이후 세계적인 금융위기를 경험하면서도 뛰어난 기업성과를 나타내었고, 2009년도에 코스닥시장 시가총액 1위 기업이 되었다.

본 셀트리온의 사례는 우회상장의 다양한 기법들 가운데 가장 많이 사용되고, 우회상장의 정의에 가장 충실한 방법인 기업합병을 통하여 이루어진 경

19) 예를 들면 2005년의 세원셀론텍(화학플랜트 설비 전문사)과 세포치료제 회사의 결합) 사례가 있다.

우이다. 또한 우회상장을 통해 긍정적인 효과를 나타난 사례로 손꼽힌다. 우회상장의 공시를 기준으로 전후 3일간의 초과수익률이 대략 60%대를 나타내었다. 장기적으로도 보유기간초과수익률이 12개월간 약 87%로 시장에 비해 높게 나타났다. 결과적으로 셀트리온의 우회상장에 대한 공시는 시장에 긍정적인 효과로 받아들여졌으며, 세계적인 경기 침체기에도 장기적으로 기업의 성과가 높게 나타났음을 알 수 있다. 앞에서 살펴본 결과들을 종합해서 볼 때 셀트리온의 사례는 우회상장을 이해하는데 있어서 좋은 본보기라할 수 있으며, 현재까지 시행된 우회상장 중 가장 우수한 성과를 나타냈다. 2008년 이후에도 다수의 우회상장기업들이 시장에서 좋은 성과를 나타내고 있다. 이러한 현상은 우회상장제도가 성숙되어가고 있음을 나타낸다고 할 수 있으며, 앞으로도 시장건전성을 개선시킬 수 있는 우회상장사례가 많아지길 기대한다.

참고문헌

강원(2007), "비공개기업의 상장사 인수와 신규상장의 비교연구," 2007년 한국증권학회 정기학술발표회.

김인호(2008), "비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택결정 요인에 관한 비교연구," 성균관대학교 박사학위논문.

금융감독원, <http://www.fss.or.kr/>

금융감독원 전자공시시스템, <http://dart.fss.or.kr/>

유승호 (2004), "코스닥 M&A여행," 새빛인베스트먼트.

유상수 외 (2006), "투자자의 미래를 바꾸는 1% Pearl," 팍스넷

최상우, 전우수 (2007), "기업금융과 M&A," 삼일회계법인 삼일인포마인

최운열, 이진호, 이호선 (2008), "우회상장 규제강화의 효과: 코스닥시장을 중심으로," 한국증권학회 발표논문

문집.

한국거래소, <http://www.krx.co.kr/>

한국증권선물거래소 (2007), "코스닥시장 우회상장제도 설명자료"

Chang, Y. K., Kim, I., and Song, R. K. (2009), "The choice between an IPO, sellout, and reverse takeover: Korean evidence," Sungkyunkwan University, working paper.

Denis, D. K. and McConnell, J. J. (1986), "Corporate mergers and security returns," *Journal of Financial Economics*, 16, 143-187.

Franks, J., Harris, R., and Titman, S. (1991), "The Post-Merger Share Price Performance of Acquiring Firms," *Journal Of Financial Economics*, 29, 81-96.

Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins, R. A. III (2005), "Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers," *Journal of Corporate Finance*, 12, 54-79.

Ritter, J. (1991), "The long-run performance of initial public offerings," *Journal of Finance*, 46, 3-27.

Celltrion's Back-door Listing in KOSDAQ Market: a case study

Inho Kim* · Kyojik Song**

Abstract

After the Asian financial crisis over the period of 1997-1998, M&A deals started to be active in Korean market. Around that period, back-door listing (or reverse takeover) was introduced in Korean market. Back-door listing means that a private company obtains an exchange listing through acquiring or merging with a public company. Since the requirements of initial public offerings are very strict in Korea, many companies have used back-door listings to obtain the public status since 2000.

Before 2006, the regulation on back-door listing was not sufficient to maintain the soundness of back-door listing transactions. Back-door listing transaction caused many problems in capital markets because private companies involved in the transaction were not healthy in their financial structure and operational performance. In June, 2006, a new regulation on back-door listing was announced, and it forces private companies in back-door listing transactions to meet more strict requirements. After the new regulation was implemented, we could find some desirable back-door listing cases. This Celltrion case represents the positive function of a back-door listing.

Celltrion is a biopharmaceutical manufacturing company. In the spring of 2002, VaxGen, a California-based biotechnology company, and a group of Korean partners founded what would be the largest biopharmaceutical contract manufacturer in Asia. Celltrion applied for IPO twice, but failed to obtain exchange listings due to the strict requirements of IPO. Then Celltrion tried back-door listing to acquire a public company's status. Celltrion, a private firm, used a merger method - there are four different methods for back-door listing in Korea, such as merger, entire stock exchange, operation sales and swap - with ORchem which was a public company in Korea Securities Dealers Automated Quotation (KOSDAQ) market. After the transaction,

* Researcher in Business research center, Sungkyunkwan University

** Professor of Finance, Sungkyunkwan University

Celltrion earned a cumulative abnormal return about 60% from day -3 to day +3 around the announcement of the transaction.

A buy-and-hold abnormal return used to measure long-term performance was about 87% over the 12-month period after the transaction. The stock of Celltrion performed very well despite the financial crisis over the period of 2008-2009. The market value of Celltrion recorded two trillion won in 2009, which is the largest in KOSDAQ market.

Key Words: Back-door listing, Merger and acquisition, corporate governance

〈Teaching Note〉

셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례

1. 목표

우회상장(back-door listing)은 신규상장과정을 거치지 않고 우회적인 방법으로 상장하는 기법을 말한다. 우회상장의 구체적인 수단으로 합병, 포괄적 주식교환, 자산양수도, 영업양수도가 사용되어 왔다. 이 과정에서 많은 사회적 문제점이 발생하였으며, 이로 인해 선진화된 감독, 규제체도가 요구되었고, 2006년에 새로운 우회상장에 관한 규정이 마련되었다. 셀트리온의 사례는 이전에 부정적 이미지를 내포했던 우회상장에 있어 긍정적인 부분을 부각시킨 사례라고 할 수 있다. 이 사례를 통해 성공적인 우회상장 및 그 내용을 좀 더 깊이 있게 이해하는데 목표가 있다.

2. 사례요약

셀트리온의 우회상장과정은 2008년 5월 셀트리온에 대한 제3자배정 유상증자를 시작으로 2008년 10월 오알켄과의 분할을 끝으로 완료되었다.

먼저 셀트리온은 오알켄으로부터 제3자배정 유상증자를 통해 보통주 3,060,000주를 액면가 500원에 취득하면서 오알켄의 최대주주²⁰⁾가 된다. 그

리고 오알켄의 최대주주인 셀트리온은 오알켄에 의한 셀트리온의 흡수합병을 결의, 진행한다. 합병과정을 통해 셀트리온의 주요주주들도 오알켄의 주요주주들의 지분을 인수하게 된다. 두 기업의 합병이 완료된 후 셀트리온은 오알켄을 분리하게 되고, 이로써 우회상장이 완료되었다.

이 과정에서 시장은 우회상장을 긍정적인 사건으로 인식하여 높은 단기초과수익을 기록하였다. 그 뒤 셀트리온은 세계적인 경제위기 속에서도 기업고유의 수익성과 성장성을 바탕으로 장기적인 고성과를 기록하였다.

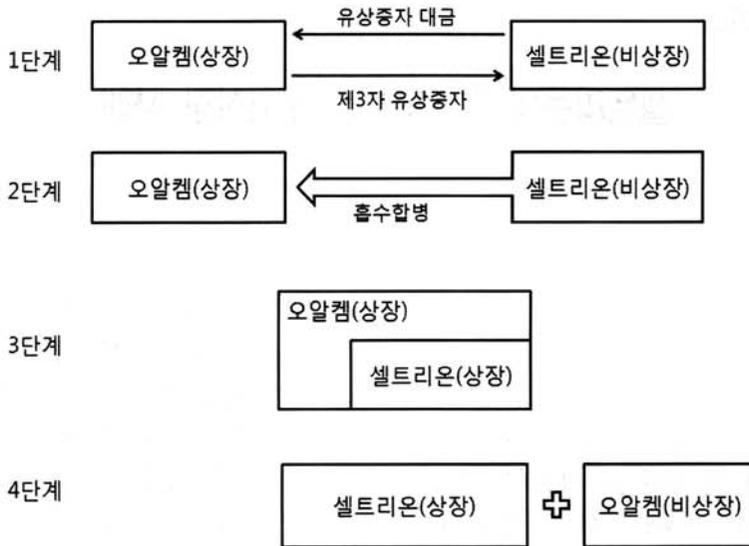
〈그림 1〉에는 셀트리온의 우회상장과정을 4단계로 나누어서 설명하였다. 1단계는 유상증자를 통한 지분획득, 2단계는 기업결합, 3단계는 기업결합완료, 4단계는 기업분할로 나누어 우회상장과정을 설명하였다.

3. 주요질문 및 토론사항

3.1 우회상장을 위한 비상장기업의 사전요건은 무엇인가?

비상장기업은 상장 전에 요건심사를 하게 된다. 하지만 우회상장의 경우 신규상장의 요건심사보다

20) 오알켄의 최대주주 보유주식수는 1,861,556주(31.03%)이다.



〈그림 1〉 셀트리온의 우회상장과정

상대적으로 덜 규제되어왔다. 현재는 많은 부분에서 신규상장에 준하는 규제를 적용하고 있다. 해외시장의 경우도 신규상장요건과 동일한 수준에서 우회상장을 규제하고 있다. 일부 국가(예, 일본)에서는 일정기간 안에 신규상장요건을 충족하지 못한 경우 상장을 취소하는 등의 유예기간을 두는 경우도 있다.

국내의 우회상장의 요건심사기준을 살펴보면 우선 기업의 규모, 수익의 질, 그리고 재무구조의 건전성을 가장 중요한 충족요건으로 간주한다. 신규상장 심사요건과 비교할 때 원천기술, 매출액 증감, 영업기간 등은 그 비중이 상대적으로 작은 편이라고 할 수 있다. 〈표 1〉에 우회상장의 심사요건을 요약하였다.

〈표 1〉 우회상장기업의 심사요건

요건내용	합병	주식교환	영업양수	자산양수
자본상태: 기업규모에 대한 규제	0	0		0
경영성과: 수익의 양적, 질적 규제	0	0	0	0
부채: 재무구조에 관한 규제			0	
자본금변동: 기업의 증대한 변동 확인	0	0		
감사의견: 기업현황의 신뢰도 확보	0	0	0	0
소송 및 부도발생: 위험요소 확인	0	0		0
최대주주 변경제한: 소유구조 규제	0	0		
비상장법인이 타법인과 합병 등을 한 경우	0	0		0

자료: 코스닥시장상장규정

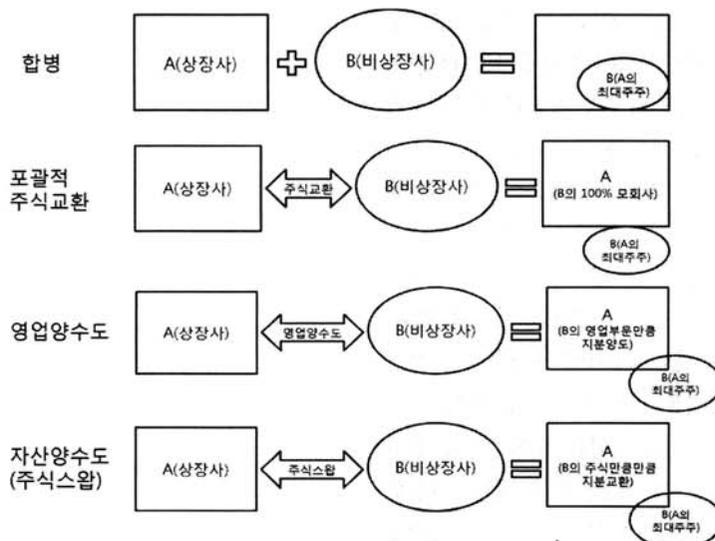
3.2 우회상장의 방법과 각각의 특징

우회상장의 방법은 크게 합병, 포괄적 주식교환, 자산양수도(주식스왑), 영업양수도 4가지로 나눌 수 있다. 네 가지의 기업결합방법들은 각 기업이 처한 상황에서 우회상장을 이행하기에 가장 유리한 방법이 선택된다고 할 수 있다. 특히 이들 방법 중 합병은 가장 많이 사용되어 왔다. 또한 합병의 방법이 우회상장의 정의를 가장 잘 표현하는 방법이기도 하다. 그 외의 방법들은 금융감독규제를 합병에 비해 상대적으로 덜 받는 편이어서 그 활용도가 높다고 할 수 있다.

합병은 상장기업이 비상장기업을 흡수합병하는 형태가 일반적이다. 합병과정에서 비상장기업 또는 비상장기업의 최대주주가 상장기업의 최대주주가 되면서 비상장기업을 상장시키는 효과를 나타내게 된다. 합병이 완료되면 비상장기업은 소멸되고 상장기업만이 남게 된다. 하지만 비상장기업이 상장기업을 실제로 지배하는 형태가 되어 우회상장이 완료된다.

포괄적 주식교환은 비상장기업의 전체주식과 그에 상당하는 상장기업의 주식을 교환하는 과정을 거치게 된다. 이 결과로 비상장기업은 상장기업의 100% 자회사가 되고, 비상장기업 또는 비상장기업의 최대주주는 주식교환으로 획득한 상장기업의 주식으로 상장기업의 최대주주가 된다. 이로써 비상장기업은 상장기업의 지위를 획득하게 된다. 자산양수도를 통한 우회상장은 주로 주식스왑이 활용된다. 주식스왑은 포괄적 주식교환과 유사하게 주식을 스왑(swap) 즉, 교환하는 것이지만 전체 주식을 교환하는 것이 아니라 일부 주식을 교환하는 것이다. 이 과정을 통해 비상장기업은 상장기업을 실질적으로 지배하는 결과를 얻고 우회상장을 완료하게 된다.

영업양수도는 비상장기업의 영업을 상장기업이 양수하고 이에 상응하는 주식을 교부하는 방법이 일반적으로 활용된다. 이렇게 교부받은 주식으로 비상장기업은 상장기업을 지배하게 되는 결과를 나타내고 우회상장은 완료되게 된다. 이상의 내용을 <그림 2>에 요약하여 나타내었다.



<그림 2> 우회상장의 유형

앞에서 설명한 네 가지 기업결합방법을 이행하기 전에 상장기업과 비상장기업간에는 사전적인 지분 거래가 이루어진다. 이러한 사전적 거래를 통해 비상장사 또는 비상장사의 주주는 상장사에 어느 정도 영향력을 행사할 수 있을 정도의 지분을 보유하게 된다. 그리고 상장기업의 지분 획득 정도나 다른 내부적 또는 외부적인 요인에 의해 기업결합방법이 결정된다.

3.3 우회상장의 성공요인

셀트리온은 우회상장을 통해 상장한 후 공시 등을 통해 공신력을 쌓을 수 있었고, 자금조달도 원활히 진행할 수 있었다. 따라서 기업의 성장성을 극대화할 수 있었다.

가장 핵심적인 셀트리온의 우회상장 성공요인은 본 사업에서의 경쟁력이 있다고 할 수 있다. 바이오 제약산업은 신약 개발에 대한 특허를 통해 독점적 이익을 발생시키는 산업인데, 신약개발에는 막대한 자금과 시간이 소요된다. 국내에서 이와 같은 바이오 제약산업이 성장하기에는 현실적으로 많은 무리가 있다. 또한 신약을 개발하는 기업 또는 연구소는 통상적으로 별도의 생산시설을 보유하고 있지 않기 때문에 전문생산업체를 필요로 한다. 따라서 셀트리온은 신약을 개발하는 것보다 우리나라의 제조 및 건설 산업의 강점을 살려 우수한 신약을 제조하는 생산업체로서의 경쟁력을 강화하였다.

우회상장의 성공요인은 개별 기업에 따라 다를 수 있으나 이를 두 가지로 요약하면 다음과 같다. 첫째, 비상장기업의 사업경쟁력이 우회상장의 성공요인이다. 즉, 셀트리온과 같이 바이오 의약품 제조에 있어 경쟁력이 있는 기업은 우회상장을 통해 기업의 공신력을 높일 수 있고, 자금조달을 원활히 할 수 있으며, 결과적으로 기업의 성장성을 극대화할 수 있게 된다. 둘째, 기업합병을 통한 시너지

효과의 극대화가 우회상장의 성공요인이다. 이것은 일반적인 인수·합병에서의 성공요인이며 우회상장에도 적용 가능한 내용이다. 즉, 두 기업의 사업연관성이 상호보완적인 경우 시너지 효과를 발휘하고, 기업의 역량을 극대화하여, 성공적인 우회상장이 될 수 있다.