

중국기업의 한국거래소 상장 이슈 해설
- 중국 상무부 2006년 제10호 문건 돌파 전략-

법무법인 세종 북경사무소

대표변호사 최 용 원

1. 서언

중국회사가 한국 증권시장에 상장하기 위해서는 두 가지 방법이 있다. 첫째, 중국회사 주식을 직접(원주 또는 KDR) 한국증권시장에 상장하는 방법¹과 둘째, 중국회사 주주가 Cayman군도, 홍콩 등 특수지역에 먼저 역외지주회사를 설립한 후, 그 역외지주회사가 그 중국회사 지분전부를 인수하여 중국회사를 100% 자회사로 만든 후, 그 역외지주회사를 상장하는 방법²이 있다.

이중 첫째 방안은 가장 간단한 방법이나, 첫째 방안으로 한국거래소와 같은 역외증권시장³에 상장하기 위해서는 중국증권감독기관인 중국증권감독관리위원회(China Securities Regulatory Commission, 이하 "CSRC"라고 함)의 승인을 받아야 한다. 그런데 CSRC는 중국회사가 홍콩거래소에 직상장하는 것은 선별⁴하여 승인을 해주고 있는데, 한국거래소를 비롯한 다른 역외증권시장에 상장하는 것은 승인을 해주지 않고 있는 상황이다.

둘째 방안은 중국법이 적용되지 않는 역외지주회사를 상장하는 것이므로 원칙적으로 역외지주회사의 역외증권시장 상장에 대해 중국법상 어떤 승인을 받지 않아도 된다. 이러한 이유로 현재 한국거래소, 나스닥, 홍콩거래소⁵ 등에 상장된 중국회사들은 대부분 역외지주회사 주식을 상장한 사례에 속한다.

다만, 둘째 방안과 관련하여 자주 거론되는 것이 이른바 2006년 제 10호문(10號文, 이하 "10호 규정")이다. 10호규정에 따라 2006년 9월8일 이후에는 중국회사의 주주가 역외지주회사를 설립하여 그 역외지주회사가 중국회사를 인수하여 100% 자회사로 둔 후, 그 역외지주회사를 상장하는 것이 실질적으로 허용되지 않고 있다는 것이다. 따라서 현재 둘째 방안을 통해, 한국거래소를 비롯한 역외증권시장에 상장되는 역외지주회사는 2006년

1 비상장 중국기업은 주식회사(股份公司)가 아니라 대부분 유한회사(有限公司) 형태이므로, 중국기업 주식을 중국 국내, 국외 주식시장에 직상장을 하기 위해서는 유한회사형태를 주식회사로 조직변경하는 절차가 선행되어야 한다.

2 상장주체는 역외지주회사이므로, 중국기업은 첫째 방안과 달리 주식회사형태로 조직변경할 필요없다.

3 역외주식시장에는 홍콩거래소도 포함된다.

4 주로 중국국영회사 주식. 참고로 홍콩거래소에 직상장된 중국국영회사 주식을 H주라고 부른다.

5 직상장된 H주 제외. 참고로 홍콩거래소에 상장된 역외지주회사 주식을 Red Chip주라고 부른다.

9월8일 이전에 역외지주회사체제를 갖춘 기업⁶에 한하여 허용된다는 것이 10호규정의 골자이다.

따라서 둘째 방안을 통해 한국거대소에 상장하려면, 10호규정에 대한 정확한 이해가 필요하고, 그 이해를 통해 어떤 경우에 10호규정의 규정을 적용 받지 않을 수 있는지 그 해답을 도출할 필요가 있다.

이하에서는 이러한 필요성에 따라 10호규정 관련 규정을 검토하고자 한다.

2. 10호규정의 관련 규정에 대한 이해.

가. 10호 규정의 제정

중국상무부, 중국증권감독관리위원회, 국가외환관리국 등 6개 정부 부처⁷가 공동으로 2006년 8월 8일 "외국투자자 겸내기업인수에 관한 규정(关于外国投资者并购境内企业的规定)"을 공포하였다. 이 규정의 시행일은 2006년 9월 8일이다. 이 규정의 공포번호가 2006년 제10호이기 때문에 통상 제10호 규정이라고 부르고 있다.

10호규정은 2009년 일부 내용이 다시 개정(공포번호 2009년 제6호)되었는데, 그 개정내용은 2008년 8월 1일부터 새로 시행된 반독점법의 규정과 일치하게 하기 위하여 10호규정 중 반독점 심사 관련 규정을 수정한 것이다. 따라서 엄밀하게 따진다면 2006년 제10호규정이 아니라 2009년 제6호 규정이라고 불러야 하나, 역외지주회사 형태를 통해 역외증권시장에 상장되는 것과 관련된 규제내용은 2006년 제10호규정에서 처음으로 규정되었고, 2009년 9호규정을 통해 그러한 규제내용이 변경된 것은 없으므로, 계속 10호규정이라고 부르고 있는 것이다.

나. 10호규정의 의의

6 중국회사의 주주들이 역외지주회사를 설립한 후, 그 역외지주회사가 중국회사 지분 전부를 인수하는 과정을 역외지주회사 체제를 갖추는 것으로 간략히 표현.

7 상무부, 국무원국유자산감독관리위원회, 국가세무총국, 국가공상행정관리총국, 중국증권감독관리위원회, 국가외환관리국

10호규정은 그 규정 제목에서 보다시피, 외국투자자의 경내기업⁸ 인수에 관한 규정이다. 따라서 10호규정은 외국투자자가 중국 경내기업을 인수하는 경우 인허가 기관, 인수를 위해 거쳐야 할 절차, 인허가기관에 제출해야 할 문서 등에 대해 자세히 규정해 놓은 것이다.

그런데, 앞에 서언에서 언급한 둘째 방법 즉, 즉, 상장을 하려는 중국회사 주주가 Cayman군도, 홍콩 등에 역외지주회사를 설립한 후, 그 역외지주회사가 중국회사의 지분 100%를 인수한 후⁹ 역외지주회사 주식을 한국거래소등 역외증권시장에 상장하는 것이기 때문에, 둘째 방안은 외국투자자(즉, 역외지주회사¹⁰)의 중국 경내기업(즉, 상장을 하려는 중국회사)을 인수하는 과정이 반드시 필요하게 된다.

다. 10호규정 중 역외지주회사의 역외상장 관련 규제내용

제11조 경내회사, 기업 또는 자연인이 경외에서 합법적으로 설립했거나 지배하고 있는 회사의 명의로 그와 관련 관계가 있는 경내회사를 인수하는 경우에는 상무부의 심사 승인을 받아야 한다. 당사자는 외상투자기업 경내투자 또는 기타 방식으로 전술한 요구를 회피하지 못한다.

제39조: 특수목적회사¹¹란 중국 경내회사 또는 자연인이 실제로 보유하는 경내회사의 권익¹²의 경외상장을 실현하기 위하여 직접 또는 간접적으로 지배하는 경외회사를 말한다. 특수목적회사가 경외 상장을 실현하기 위하여, 그 주주 보유의 회사 주식 또는 특수목적회사가 유상 발행하는 신주를 지급 수단으로 하여 경내회사 주주의 지분 또는 경내회사의 발행신주를 취득함에 있어서는, 본 절의 규정을 적용한다. 해당자가 특수목적회사의 권익을 보유하는 경외회사를 경외 상장의 주체로 하는 경우, 그 경외회사는 본 절의 특수목적회사에 대한 요구사항을 충족하여야 한다.

8 중국법을 보면 경내(境内), 경외(境外)라는 용어를 자주 사용한다. 우리말의 국내, 국외와 동일한 의미인데, 다만, 차이가 있는 것이, 홍콩, 마카오, 대만은 경내에 속하지 않는다는 것이다.

9 즉 역외지주회사가 상장하려는 중국회사를 100% 지배해야 하므로.

10 중국법상 외국투자자란 그 외국투자자가 자연인인 경우 그 국적이 중국이 아닌 자(홍콩,마카오인도 외국투자자에 포함)를 말하고, 그 외국투자자가 법인인 경우, 법인 소재지가 중국에 있지 않은 외국법인을 말함(홍콩, 마카오 소재 법인도 외국투자자에 포함). 따라서 역외지주회사는 법인 소재지가 경외에 있으므로 외국투자자에 속함.

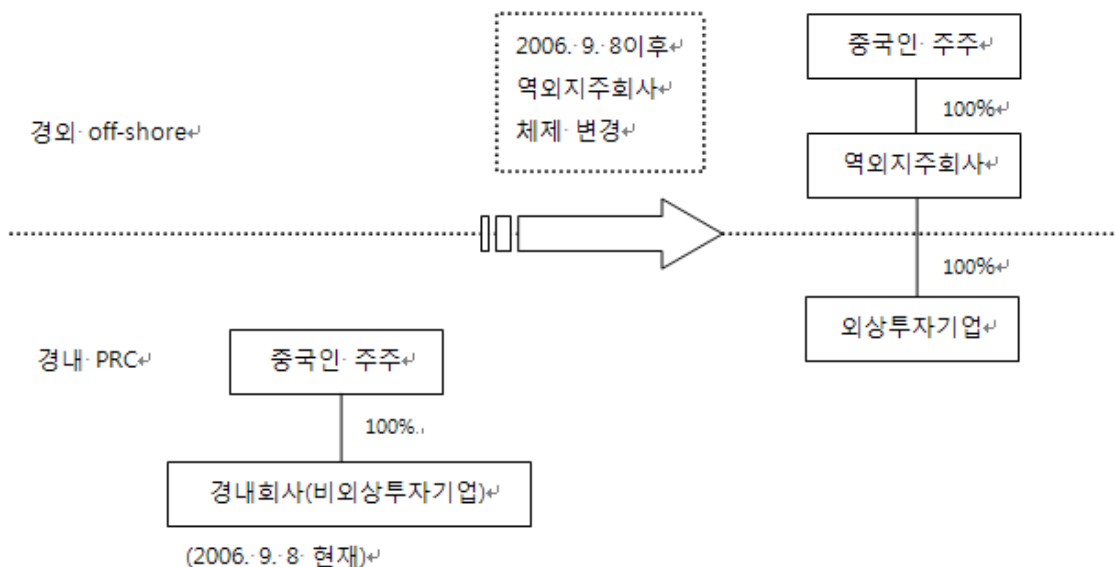
11 특수목적회사란 역외지주회사를 의미한다. 통상 역외지주회사는 SPV즉, 특수목적회사이므로 특수목적회사라고도 부른다.

12 권익(權益)이란 지분, 주식을 의미한다.

제40조: 특수목적회사가 경외상장을 하려면 국무원 증권감독기관의 승인을 받아야 한다.

10호규정 중 위 제11조, 제39조, 제40조를 종합하면, 중국기업 또는 중국인이 역외지주회사를 설립한 후, 그 역외지주회사 명의로 그 역외지주회사와 관련이 있는 즉 계열사 관계에 있는 경내회사를 인수하는 경우 중앙 상무부의 승인을 받아야 하고(11조), 그 역외지주회사가 한국거래소 등 역외상장을 하려면 CSRC의 승인을 받아야 한다(40조)는 것이다.

상무부 및 CSRC의 승인이 필요한 경우를 도표로 표시하면 다음과 같다.



일반적으로 외국투자자가 중국 경내회사 지분을 인수하는 경우 지방 상무부서의 승인¹³을 받도록 하는 것에 비해, 역외상장 목적을 위한 중국경내회사 지분인수에 대해서는 중국 중앙 상무부의 승인을 받도록 그 승인요건을 매우 강화한 규정이다.

그런데 현재 중국 중앙 상무부가 11조에 따라 승인을 해 준 사례가 없으므로, 순서상 상무부 승인 다음에 거쳐야 하는 CSRC의 승인문제도 그 승인

13 현행 규정상 총투자금액이 미화 3억불 미만인 중국 경내기업 인수의 경우 지방상무부서의 승인사항이고, 그 이상 금액인 경우에만 중앙 상무부 승인사항이다.

사례가 없게 된다. 이러한 이유로 현재 상장하려는 중국회사가 역외지주회사 체제를 갖추어 상장하려면 현실적으로 10호규정에 따라 중국 중앙 상무부가 승인을 해주지 않기 때문에 역외상장이 어렵다고 말하는 것이다¹⁴.

다만, 법원칙 중에 하나가 법률불소급의 원칙이므로, 10호규정이 시행된 2006년 9월8일 이전에 이미 역외지주회사 체제를 갖춘 중국기업의 경우, 10호규정 11조, 40조 규정을 적용받지 않게 되므로, 중국 중앙상무부 및 CSRC 인허가 없이 한국거래소 등 역외증권시장에 상장이 가능하다.

이러한 이유로, 현재 한국거래소에 상장된 중국회사의 경우 2006년 9월 8일 이전에 이미 역외지주회사 체제를 갖춘 기업들이다. 이러한 기업들은 대부분 중국의 남방지역, 즉, 복건성, 광둥동, 절강성, 강소성, 상해시에 있는 기업들이다. 남방지역이 북방지역에 비해 일찍 개방되었기 때문에 이러한 혜택(?)을 보고 있는 것이다.

문제는 2006년 9월8일 이전에 역외지주회사 체제를 갖춘 중국회사의 수는 유한하므로, 만약 역외지주회사 중 상장요건을 갖춘 역외지주회사가 모두 상장되고 나면 그 다음에는 중국회사의 역외상장은 더 이상 없게 된다는 것이다.

이하에서는 이러한 문제의식하에 제10호규정의 관련 규정을 좀더 분석하여 현재 시점에서 중국회사가 역외지주회사 체제를 갖추는 과정에서 중국 중앙 상무부 및 CSRC의 승인이 필요 없는 예외사유가 있는지를 검토하도록 하겠다.

3. 역외지주회사 체제 갖추는 과정에서 상무부 및 CSRC의 승인이 필요 없는 예외 사유

10호 규정 제11조에 따른 중국 중앙 상무부 승인규정은, 역외지주회사(즉, 경내회사, 기업 또는 자연인이 경외에서 합법적으로 설립했거나 지배하고 있는 회사)의 명의로 그와 계열회사 관계에 있는 경내회사를 인수하는 경우에만 적용되고, 제39조, 제40조에 따른 CSRC 승인규정은 경내회사의 주

14 이와 같이 중국 중앙 상무부 승인사항으로 그 요건을 매우 강화하고, 더 나아가 실제로도 중앙 상무부가 승인을 해주지 않고 있는 데는 중국 국내 자본시장 발전을 촉진하기 위해 중국 국내 증권시장(창업판 등)으로 상장을 유도하려는 의도가 있는 것으로 보인다.

식을 역외 증권시장에 상장하기 위한 목적으로 특수목적회사를 설립하는 경우에만 적용된다.

따라서 장래 상장을 목표로 하는 중국회사가 10호 규정상의 경내회사가 아니라면 중국 중앙 상무부 및 CSRC의 승인은 필요없다는 결론에 이른다.

경내회사의 개념에 대해서는 10호 규정 제2조에 규정되어 있다. "제2조, 본 규정에서 말하는 외국투자자 경내기업인수는 외국투자자가 경내 비외상¹⁵투자기업(이하 "경내회사"라고 함) 주주의 지분 또는 경내회사의 증자지분을 인수하여, 해당 경내회사를 외상투자기업으로 변경 설립하거나(이하 "지분인수"라고 함), 또는 외국투자자가 외상투자기업을 설립하고 그 기업이 계약을 통해 경내기업 자산을 인수하여 해당 자산을 운영하거나, 외국투자자가 계약을 체결하여 경내기업자산을 인수하고, 해당 자산을 투자하여 외상투자기업을 설립하고, 해당 자산을 운영하는 것(이하 "자산인수"라고 함)을 말한다."

10호 규정 제2조에 따르면 경내회사란 비외상투자기업을 말한다. 따라서 만약 상장을 목표로 하는 회사가 외상투자기업이라면 10호 규정을 적용받지 않게 된다. 여기서 외상투자기업이라함은 중국회사 중 일부 지분¹⁶ 또는 지분전부를 외국인이 보유하고 있는 중국회사를 말한다.

이와 같은 해석은 상무부 외국투자관리사가 2008년 12월에 발표한 외상투자진입관리지도지침(外商投资准入管理指引手册¹⁷)에서도 이를 명확히 하고 있다. 이 지침 제5부분, 제5항 인수에 관한 승인설명 (一)인수적용대상에 따르면, 10호 규정 제2조에 규정된 외상투자기업이란 외자 비율이 25% 이상이든 이하이든 관계없이 외상투자비준증서와 영업집조를 취득한 기업을 의미한다고 하고 있고, 이미 설립된 외상투자기업의 중국주주가 외국회사¹⁸로 지분을 양도하는 경우 10호 규정이 적용되지 않는다고 하고 있으며, 여기서 중국주주와 외국회사간에 계열회사 관계가 있는지, 그 외국회사가 외상

15 외상(外商)이란 외국상인이란 말로 외국인투자자를 말한다.

16 통상 외국인 지분보유비율이 25%이상인 경우 외상투자기업으로 인식하는 것이 일반적이나, 현행 규정상 25% 미만인 경우에도 외상투자기업으로 분류된다. 다만, 25%미만인 경우에는 외상투자기업에 적용되는 여러 우대 조치가 없고, 외상투자기업 비준증서, 영업집조, 외환등기증에 외자비율 25%미만인 외상투자기업이라는 단서가 추가된다.

17 이 지침서는 상무부 외상투자 주무부서인 외국투자관리사(外国投资管理司)가 외상투자관련 여러 법규에 따른 인허가절차 등에 대해 보다 구체적인 절차를 집대성해놓은 일종의 외상투자 종합 지침서이다.

18 외국회사란 외국에 설립된 회사이므로 역외지주회사를 포함하는 개념이다.

투자기업의 원래 주주였는지, 아니면 새로 지분을 획득한 투자자인지 관계없다고 설명하고 있다.

따라서 만약 역외상장을 목표로 하는 중국회사 중에 이미 일부 지분을 외국인이 보유하고 있는 경우에는 10호 규정 적용받지 않고, 역외지주회사 체제를 갖출 수 있으며, 만약 외국인이 일부 지분도 보유하고 있지 않는 순수 중국 경내회사라면 일정 지분을 외국국적(홍콩, 마카오 포함)을 가진 자에게 이전하여 외상투자기업 형태를 만든 후, 역외지주회사 체제를 갖추는 방법을 시도해볼 수 있다.

만약 중국 경내회사의 주주의 친인척 중에 외국국적 보유자가 있는 경우에는 그에게 일정지분을 양도하면 되므로 10호 규정에 따른 제약을 쉽게 탈피할 수 있다. 외국국적 보유 친인척이 없는 경우에는 일정 지분을 인수할 외국인을 찾아야 하는 부담이 있을 것이다.

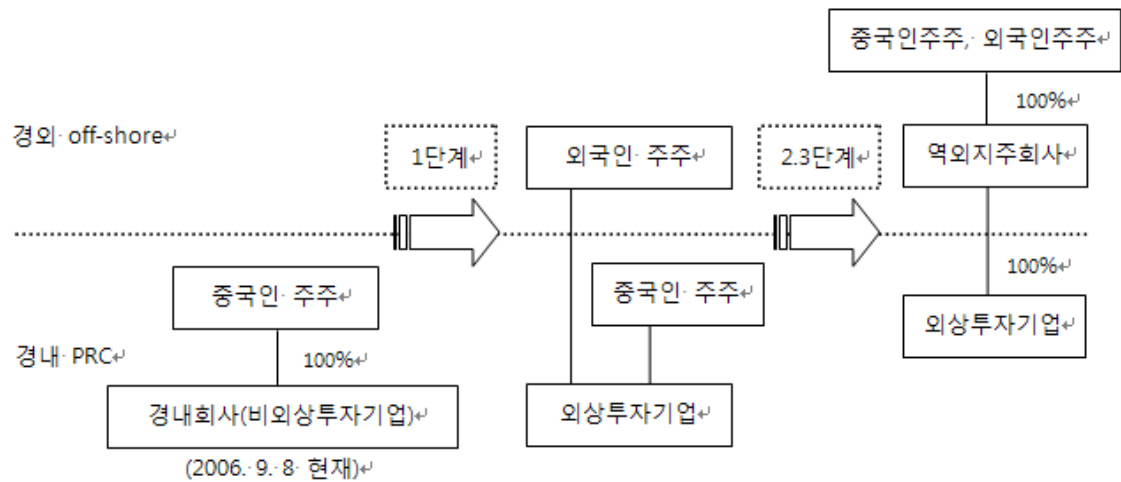
이 절차를 단계별로 표시하면 다음과 같다.

제1단계: 외국인 즉 경외투자자가 순수 경내회사의 일정 지분 인수(증자 포함). 그렇게 되면 순수경내회사는 외상투자기업으로 변경됨

제2단계: 외상투자기업의 중국주주가 경외에 역외지주회사 설립

제3단계: 역외지주회사가 외상투자기업의 지분 전부 인수

위 단계별 과정을 도표로 표시하면 다음과 같다.



4. 결어

위에서 살펴본 바와 같이 10호 규정 시행 이후에도 상장을 할 중국 회사의 일정지분을 외국인이 인수하는 경우에는 10호 규정에 따른 규제를 받지 않게 된다. 따라서 관건은 이러한 외국인을 찾는 것이다. 다행히 중국 회사 주주의 민을 만한 친인척 중에 외국국적 보유자가 있는 경우에는 외국인을 찾는 문제를 쉽게 해결할 수 있다. 그렇지 않는 경우에는 외국투자자를 찾아야 하는 문제를 해결해야 할 부담이 있게 된다.

아울러, 위와는 별개의 문제로, 이른바 계약통제구조(Sina.com 상장 방식이라고도 함)를 가진 역외지주회사의 상장도 고려해야 한다. 현재 한국 거래소는 이러한 방식의 상장을 허용하지 않고 있는데, 나스닥 등 다른 거래소에서 이미 보편화된 상장방식을 한국 거래소가 계속 허용하지 않을 이유가 없다고 본다. 계약통제구조를 통한 역외상장방식에 대해서는 필자는 여러 기회를 통해 그 필요성을 역설한 바 있다. 다음 기회에 이 문제에 대해 필자의 의견을 피력할 기회를 갖도록 하겠다.