

중국기업의 역외 증권거래소 직상장 제한 폐지 및 향후 활성화 전망

최 용 원*

1. 중국기업의 역외 증권거래소 상장 관련 규정 개관

1) 1999년 ‘456’제한 규정에 따른 역외 거래소 직상장 제한

중국 증권 감독기관인 중국증권감독관리위원회(이하 “중국 증감위”)가 1999년 7월 14일에 제정한 “기업 해외상장신청 관련 문제에 대한 통지”(이하 “1999년 규정”) 규정에 따라 중국 국영기업을 제외한 중국 민영기업들이 해외 직상장을 하기가 사실상 어려웠다.

그 이유는 1999년 규정에 따른 이른바 456제한 및 설사 해외 상장 요건에 부합하는 중국 기업이라도 승인권을 가지고 있는 중국 증감위가 중국 민영 기업의 해외 상장에 대해 부정적인 태도를 가지고 쉽게 승인을 해주지 않았기 때문이다. 456 제한이란 중국기업이 역외 거래소에 직접 상장하기 위해서는 순자산이 4억 위안(약700억 원) 이상, 상장을 통한 자금 조달 규모가 미화 5,000만불 이상, 직전 연도 세 후 이익이 6,000만 위안(약 105억) 이상이어야 한다는 제한을 의미한다.

* (現) 법무법인 세종 북경사무소 대표변호사

2) 2006년 ‘10호문’ 규정에 따른 역외 거래소 간접상장 제한

1999년 규정에 따라 중국 민영기업들의 해외 직상장이 실질적으로 어렵게 되자, 1999년 규정에 따른 규제를 피하기 위하여 간접적인 해외상장 방식이 많이 이용되어 왔다.

간접적인 해외상장 방식이란, 상장을 하려는 중국기업의 대주주가 홍콩, Cayman 군도 등과 같은 지역에 특수목적회사(SPC)를 설립한 후, 주식교환 방식을 통해, 상장을 하려는 중국기업을 해당 SPC의 자회사로 만든 후, 해당 SPC를 해외 거래소에 직접 상장하는 방식을 말한다. 그렇게 되면, 상장을 하는 회사는 SPC 이므로, 1999년 규정과 같은 중국 규제를 피할 수 있게 된다.

그간 이러한 간접적인 상장방식을 통해, 한국 거래소를 비롯한 홍콩, 미국 등 해외거래소에 중국기업들이 많이 상장되어 있는데, 중국 민영기업들이 이러한 간접적인 상장방식을 택하게 된 주된 이유는 1999년 규정과 같은 중국법 규제 때문이었다.

그러나 이와 같은 간접적인 방식의 해외상장이 점점 늘어나자, 중국 정부가 다시 간접적인 상장 방식도 규제를 하기 위해, 2006년에 “외국투자자의 중국 내 기업 인수 관련 규정”(소위 10호문이라 한다. 이하 “10호문”)을 제정하였다. 10호문에 따르면 10호문이 제정 이후에는 간접적인 해외 상장 목적을 위해 SPC를 설립하는 행위에 대해서는, 반드시 중국 상무부 및 증감위의 사전 승인을 받도록 하였다. 그런데 실제로 중국 상무부 및 증감위가 승인을 해준 사례는 없었다. 따라서 2006년 이후에 간접적인 방식의 해외 상장을 한 중국기업들은 10호문 제정 이전에 이미 해외 SPC를 설립하여 상장을 준비해온 기업들뿐이었다.

따라서 2006년 이후에는 새로 SPC를 설립하여 해외 간접 상장 준비를 하는 길도 실질적으로 막히게 되었다.

3) 2012년 신 규정에 따른 역외 거래소 직상장 허용

2012년 12월 20일 중국 증감위는 “주식회사의 해외 주식발행과 상장 신고서류 및 심사절차에 관한 감독 관리 지침(이하 “2012년 규정”)을 공포하여 1999년 규정상의 이른바 456제한 등의 규제를 폐지하였다. 2012년 규정은 2013년 1월 1일부터 시행되고 있는데, 이로써 중국 민영기업의 해외 직상장을 규제하기 시작한 1999년 이후 13년 만에 규제의 족쇄가 풀린 것이다.

이하에서는 해외상장 제한 규정을 폐지하게 된 배경 및 취지와 구체적으로 어떠한 제한이 폐지되었는지, 2012년 규정에 따른 해외 거래소 첫 상장사례, 향후 해외 상장 관련 예상되는 쟁점 등에 대해서 살펴보도록 한다. 및 이와 관련하여 예상되는 문제점 및 쟁점에 대해서 살펴보도록 한다.

2. 2012년 규정 제정 배경 및 그 내용 개관

1) 해외 직상장 제한을 폐지하게 된 배경 및 취지: 중국 내 주식 시장의 상장 적체현상 해소 및 중소기업의 자금조달 원활화

현재 중국 국내 A주 주식시장에서 상장을 기다리는 기업은 약 800여 개에 이를 정도로 적체 현상이 심각하다. 현 상황에서 중국 A주 주식시장에 상장을 하려면 수년을 기다려야 하는 실정이다. 그런데 이러한 기업들 중 대부분(특히 중소기업)은 주요 해외 거래소의 상장 요건을 만족할 수 있는 기업들이어서 조속한 자금 조달을 위해 해외 상장도 충분히 고려할 수 있는 기업들이나, 1999년 규정상의 해외상장 신청 조건을 충족하기 어려워 직접적인 해외상장을 할 수 없었다.

2012년 규정은 현재 중국 A주 주식시장의 상장 적체현상을 해소하고 상장을 기다리고 있는 기업들로 하여금 해외에 직접 상장할 수 있도록 하여 해당 기업의 자금조달의 통로를 열어주기 위한 것으로 풀이된다.

실제로 2012년 규정에 따라, 2013년 12월에 홍콩거래소 상장에 성공한 첫 사례가 된 Fuginiao(富貴鳥)의 경우 원래 상해거래소 A주 상장을 신청했다가, 적체가 심하여 이를 철회하고, 홍콩거래소 상장을 한 기업이었다.

2) 1999년 규정상의 제한 중 2012년 규정을 통해 폐지된 사항

(1) 해외상장 제한 요건 폐지

1999년 규정은 중국기업이 해외 거래소에 직접 상장하기 위해서는 ① 순자산이 4억 위안(약700억원) 이상이고, 상장을 통한 자금 조달 규모가 미화 5,000만불 이상이며, 직전 연도 세 후 이익이 6,000만 위안(약 105억원) 이상일 것과(이른바 456재무지표), ② 자금조달의 용도가 국가 산업정책, 외자이용정책 및 국가 고정자산투자 관련 규정에 부합할 것을 요구하였다.

위와 같은 2가지 요건으로 인하여 중국 민영기업, 특히 중국 중소기업 민영기업들은 위 첫 번째 요건을 맞추기 어려웠고, 설사 첫 번째 요건을 맞추었다 하더라도, 중국 증감위가 위 두 번째 재량 요건을 행사하여, 실질적으로 중국 국영기업들을 제외한 중국 민영기업의 해외 직상장을 허용하지 아니하여 왔다. 이러한 연유로 해외 거래소인 홍콩거래소에 직접 상장된 중국기업들은 대부분 중국 국영기업인 것이 현실이었다.

그런데 이번 2012년 규정을 통해서 위와 같은 2가지 해외상장 요건이 폐지되었다.

(2) 중국 증감위 승인 절차 간소화

1999년 규정은 해외상장 예비 신청 3개월 전부터 여러 단계에 걸쳐 자료 제출 및 승인을 받도록 하여 그 절차가 상당히 번거로웠다. 그런데 2012년 규정은 해외상장 예비 신청 전에 단 1회만 관련 자료를 제출한 다음 승인을 받도록 하여 승인 절차상에서 매우 간소화되었다. 승인 절차상의 변경과 관련한 변경 사항을 다음과 같이 표로 정리하여 보았다.

1999년 규정에 따른 절차	2002년 신 규정에 따른 절차
<p>1. 해외 증권감독기관 또는 거래소에 초보적인 상장 신청을 하기 3개월 전에 중국 증감위에 다음과 같은 서류를 제출.</p> <p>① 신청보고서</p> <p>② 소재지 성급인민정부 또는 국무원 관련 부서가 해외상장에 동의한다는 취지의 문서</p> <p>③ 해외 투자은행의 상장에 대한 분석 추천 보고서</p>	<p>1. 해외 상장을 신청하고자 하는 경우 중국 증감위에 다음과 같은 행정허가 신청서류를 제출하여야 함.</p> <p>① 신청보고서</p> <p>② 주주총회 및 이사회 결의</p> <p>③ 회사 정관</p> <p>④ 회사 법인등기부, 특수업종인 경우 관련 영업 허가증</p> <p>⑤ 업종 감독관리부서가 있는 경우 해당 감독관리 부서 의견서</p> <p>⑥ 국유지분이 있는 경우, 국유자산관리 부서가 발급한 국유지분 설치 및 국유지분 감소(양도)에 대한 인허가 문서</p> <p>⑦ 조달자금 투자 프로젝트에 대한 인허가, 비준 또는 신고가 필요한 경우 해당 문서</p> <p>⑧ 납세 증명 서류</p> <p>⑨ 환경 보호 증명서류</p> <p>⑩ 법률 의견서</p> <p>⑪ 재무제표 및 회계감사보고서</p> <p>⑫ 주식 모집 설명서(초안) 등</p>
<p>2. 중국 증감위가 상장 신청이 국가 산업정책, 외자유용정책 및 고정자산투자 규정에 부합되는지 여부에 대하여 국가발전개혁위원회, 상무부와 공동 협의.</p>	<p>2. 중국 증감위는 “중국 증감위의 행정허가 실시 절차 규정”에 근거하여 회사가 제출한 행정허가신청 서류를 접수 및 심사하여 행정허가결정을 내림.</p>
<p>3. 초보적인 심사를 거쳐 중국 증감위는 해외 상장 신청을 접수 동의할지 여부를 결정.</p>	<p>3. 중국 증감위는 회사의 신청서류를 접수한 후 산업정책, 외자유용정책 및 고정자산투자관리 규정 등 사항에 대하여 관련 부서의 의견을 요청할 수 있음.</p>
<p>4. 회사는 중개기관 선정 전에 선정 예정 중개기관 명단을 서면으로 중국 증감위에 신고.</p>	<p>4. 회사는 중국 증감위의 접수 통지서를 받은 후 해외 증권감독기관 또는 거래소에 초보적인 상장 신청을 할 수 있음. 회사는 중국 증감위의 행정허가 비준 문서(비준문서의 유효기간은 12개월임)를 받은 후 해외 증권감독기관 또는 거래소에 정식적인 상장 신청을 할 수 있음.</p>
<p>5. 회사는 해외 증권감독기관 또는 거래소에 상장 신청서를 제출하기 5 영업일 전에 초보적인 신청내용을 중국 증감위에 신고.</p>	<p>5. 회사는 해외상장 완료 후 15 영업일 내에 해외상장 관련 상황을 중국 증감위에 서면으로 보고하여야 함.</p>

1999년 규정에 따른 절차	2002년 신 규정에 따른 절차
<p>6. 회사는 해외 증권감독기관 또는 거래소에 정식 상장 신청서를 제출하기 10 영업일 전에, 중국 증감위에 다음과 같은 서류를 제출하여야 하고, 중국 증감위는 10 영업일 내에 심사하여 인허가 여부를 결정함.</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 회사 인허가기관의 주식회사 설립 및 해외 모집 회사로 전환하는 것에 대한 인허가 문서 ② 회사 주주총회의 해외상장에 대한 결의 ③ 국유지분이 있는 경우, 국유자산관리부서의 자산평가에 대한 확인 문서, 국유지분 관리에 대한 인허가 문서 ④ 국토자원부서의 토지사용권에 대한 평가 확인 문서, 토지사용권 처분 방안에 대한 인허가 문서 ⑤ 회사 정관 ⑥ 주식모집 설명서 ⑦ 구조 조정 합의서, 서비스 합의서 및 기타 관세 거래 합의서 ⑧ 법률 의견서 ⑨ 회계감사보고서, 자산평가보고서 및 이익 예측보고서 ⑩ 상장 발행 방안 등 	

3. 2012년 규정에 따른 역외 거래소 첫 직상장 사례

최근 2013년 12월 말에 2012년 규정에 따른 해외거래소 첫 직상장 성공 사례가 나왔다. 중국 복건성에 소재하는 신발 및 의류 제조업체인 Fuguiniao(富贵鸟)가 중국 증감위의 해외 거래소 직상장 승인을 받은 후, 홍콩거래소 H주 상장에 성공하였다(HKEx Stock Code: 1819). Fuguiniao는 2012년도 매출액이 약 19억위안(약3300억)정도 되는 규모의 회사이다.

Fuguiniao는 2012년 6월경 기존 회사 조직형태인 유한회사(중국의 대부분 비상장 회사는 유한회사 형태임)를 주식회사로 조직 변경(상장을 하려면 주권

을 발행할 수 있는 주식회사로 변경해야 함)한 후, 2012년 11우리경 중국 증감위에 상해거래소 상장 승인 신청을 철회한 후, 해외 거래소인 홍콩거래소 H주 상장을 추진하여 왔다.

2012년 규정에 따라 중국 민영기업의 해외 거래소 상장 성공 사례가 나왔으므로, 향후, Fuguiniao 사례와 같이, 중국 A주 상장을 신청했거나, 준비중인 기업 중에서 홍콩, 미국, 한국과 같은 해외 거래소 상장을 적극 추진하는 중국 기업이 많이 나올 것으로 예상된다.

4. 2012년 규정 이후 예상되는 문제 및 해결해야 할 과제

1) 해외상장 요건을 충족하는 중국기업에 대해 중국 증감위가 재량으로 상장 승인을 거절할 가능성은 없는지

2012년 규정에 따라 1999년 규정상의 해외상장 제한 요건은 폐지되었지만, 중국 증감위는 해외상장 신청 기업의 신청서류를 접수한 다음 여전히 국가 산업정책, 외자이용정책 및 국가 고정자산투자 관련 규정 등 사항에 대하여 관련 부서의 의견을 요청할 수 있다. 따라서 중국 증감위는 해외상장 요건을 충족하는 중국기업에 대해서 관련 부서의 의견을 이유로 상장 승인을 거절할 수도 있다. 가령, 외국인 투자를 제한하는 영역에 해당하는 업종은 2012년 규정 하에서도 여전히 해외상장이 어려울 것으로 예상된다.

다만 중국 증감위는 2013년 11월 13일 기자회견에서, 중국 민영기업의 역외 거래소 직상장에 대해 강력한 지원을 하겠다고 표시하였으므로, 특별한 문제가 없는 한 승인을 해줄 것으로 기대된다.

2) 발행 주식 전부의 상장이 허용될 것인지(비유통주의 문제)

현재 홍콩거래소에 직접 상장되어 있는 중국회사 주식(H주라고 함)은 대부분 상장할 당시 신규로 발행된 주식만 상장되어 있고, 상장 이전에 대주주가 보유하고 있던 주식(법인주, 국유주 등)은 상장되어 있지 않다. 그 이유는 중국 증

감위가 상장회사의 자금 조달 목적의 상장만 허용하고 기존 대주주의 보유주식 처분을 통한 이익 실현 목적의 상장만 허용하고 기존 대주주의 보유주식 처분을 통한 이익 실현 목적의 상장은 허용하지 않으려는 입장을 가지고 있기 때문이다.

지금까지 H주 주식시장에 상장된 중국기업은 대부분 국영기업이었고 국유주식을 굳이 유통시킬 필요도 없었으므로 발행 주식 전부의 상장이 가능한지 여부가 특별히 문제가 되지 않았다. 그러나 향후 민간 기업이 해외상장을 하고자 할 경우 주주의 해외상장을 통한 이익 실현 목적도 중요하게 고려될 것이므로 발행 주식 전부의 상장 가능여부가 쟁점화 될 것으로 보인다. 현재 이에 대해서는 명확한 법 규정이 존재하지 않기 때문에 향후 중국 증감위가 이 문제에 대해 어떠한 태도를 취할 지가 주목된다.

이번에 2012년 규정에 따라 홍콩거래소에 첫 상장된 Fuginiao의 경우, 상장 전 발행 주식 중, 중국 국내기업이 보유한 주식에 대해서는 유통주 전환을 아니 하였다. 다만, 다음과 같은 점에서 향후 유통주 전환은 대세가 될 전망이다.

첫째, 비유통주의 유통주 전환에 대해 중국 증감위, 외환관리국은 허용 입장이나, 중국 국세총국이 아직 관련 세무규정 미비로 시간이 필요하다는 입장이어서, 중국 증감위가 아직 비유통주의 유통주 전면 전환을 허용하고 있지 않는 것으로 들리고 있다. 중국 국세총국은 만약 비유통주가 유통주로 전환되어 해외 거래소에서 거래되면, 관련 조세도 납부해야 한다는 인식을 하고 있다.

둘째, 중국 증감위는 2013년 11월 13일 기자회견에서 비유통주의 유통주 전환 문제에 대해 이를 매우 중시하고 중점적으로 개선 추진을 하겠다는 의사표시를 하였으므로, 중국 국세총국에 관련 조세 규정의 빠른 제정을 촉구할 것으로 보인다.

따라서 중국 국세총국이 비유통주의 유통주 전환 및 거래에 대한 관련 조세 규정을 정비하면, 장래 유통주 전환은 전면적으로 허용될 것으로 보인다.

3) 해외 SPC 설립을 통한 간접적인 방식의 해외상장에 대한 규제 제도 완화될 것인지

2012년 규정을 통해 해외 증권 거래소 상장 요건에 부합하면 원칙적으로 해외 직접 상장을 허용하기로 하였으므로, 이에 따라 간접적인 상장 방식에 대한 규제 규정인 10호문도 개정을 하여 간접적인 상장 방식도 일정한 요건 하에 허용할 수도 있다. 다만, 지금까지 상장주체가 중국 외에 있는 해외 SPC인 연유로 상장과 관련하여 중국 증감위의 감독을 전혀 받지 않았는데 향후에는 간접적인 상장 방식의 경우도 중국 증감위의 관리·감독 범위에 포함시키는 방안에 대해서 고려중인 것으로 보인다.

5. 결 어

2012년 규정에 따라 2013년 12월에 중국기업인 Fuguiniao가 홍콩거래소에 상장된 첫 사례가 나왔으므로, 향후 중국기업의 역외 증권거래소 사례가 많이 나올 것으로 예상된다.

현재 북경 동인당 제약 등이 한국거래소 상장을 고려중인 것으로 보도되고 있다. 2014년에는 중국기업의 한국거래소 직상장 성공사례가 나올 것으로 필자는 기대해본다.