

# 주권상장기업의 기업회생절차

2022. 3. 23.

鹿米 법무법인 린

## 1. (주권)상장의 의의 및 효과

### 1. 상장의 의의: 자본시장을 활용한 주권의 시장 거래 허용

□ 한국거래소가 관장하는 증권시장에서 회사의 주권이 다수에게 거래될 수 있도록 하는 것을 의미

□ 상장 시 주권이 시장에서 자유롭게 거래되므로, 주권을 매매(매수)한 주주 등 이해관계자가 피해를 입지 않도록, 주권기관인 한국거래소가 상장(최초 상장 / 상장유지)을 위한 엄격한 요건을 제정·운영

→회생기업은 상당기간 최초 상장요건을 충족할 가능성이 거의 없으므로, 상장유지를 위한 요건이 검토의 의미가 있음

### 2. 상장의 효과

□ 상장의 편익: 사업/경영 관련 거의 모든 측면에서 유리점 존재

- 회사 측면

- A. 공모 등을 통한 자금조달(유상증자) 용이(시장성 있는 주식의 증자)
- B. 기업인지도 제고(영업, 거래, 인사 등 거의 모든 측면에서 유리)
- C. 전략적 기업구조조정(합병, 분할 등)의 원활한 추진
- D. 기타 의결권 없는 주식 발행, 주식배당, 주총 소집절차 간소화, 주식양도소득에 대한 비과세 등 상장기업 및 거래주주를 위한 다양한 혜택이 존재

- 투자자 등 이해관계자 측면

- A. (기업의 성장을 신뢰한 투자자의) 주식 매각을 통한 시세차익 등 확보
- B. 보유재산(주식) 유동성 증가(위험 감소)

□ 상장에 따른 부담(의무)

- 불특정 다수에게 주권의 거래가 허용되므로,
  - A. (강도높은)지정감사
  - B. (불특정 다수를 향한 주기적)보고 의무(분기/반기/사업보고)
  - C. 지분공시, 주요사항보고(거의 모든 주요사항에 대해 전자공시시스템을 이용한 공시 필요) 등

→주주들에게 상장기업 정보를 상시 전달(공시)할 의무 발생

## II. 상장의 절차 및 요건

### 1. 상장 절차

□ 진행 단계

[표 1 주요 상장절차]

구분	Step 1 사전준비	Step 2 상장예비심사	Step 3 공모	Step 4 상장
내용	*상장시기 결정 *회계감사인 선정 *대표주관사 선정 *정관정비 등	*공모 규모 요건 *주식 분산 요건 *재무 요건 *안전성 및 건전성 요건	*증권신고서 *투자설명서 *수요예측 *청약/배정 등	*상장신청서 제출 *상장승인 *기준가격설정 및 매매

□ Step 2 상장예비심사 요건을 충족하는가가 핵심이며, 상장 시기 등 주요사항을 회사가 결정하면, 통상 상장 절차는 주관사(증권회사)가 관리

### 2. 상장 요건

#### 가. 구분

□ [최초 상장(IPO) 요건]과 [상장유지 요건(불충족시 거래정지\_상장적격성 심사&상장폐지 등)]으로 구분됨

□ 최초 상장의 성공으로 상장상태가 계속 유지되는 것은 아니며, 상장 성공 후에도 상장 유지 요건을 지속적으로 충족시켜야 함

나. 최초 상장 요건(코스닥 상장예비심사)

(1) 재무요건

□ 재무요건 및 기타요건 전반에서 [질적심사 기준]<sup>1)</sup>에 따라 심사

- 기업의 계속성(영업의 지속성)
- 재무상태 건전성
- 경영의 안정성 및 투명성

□ 상장에 필요한 재무요건 개관

[표 2 상장예비심사 중 재무요건]

구분	일반기업(벤처 포함)	
	수익·매출액 기준	시장평가·성장성 기준
경영성과 및 시장평가 (택일)	세전계속사업이익 20억(벤처 10억) & 시총 90억	매출 30억 & 최근 2년 매출 CAGR 20% 이상 & 시총 500억
	세전계속사업이익 20억(벤처 10억) & 자기자본 30억(벤처 15억)	매출액 100억이상(벤처 50억) & 시총 300억
	세전전계속사업이익 실현 & 시총 200억 & 매출액 100억(벤처 50억)	시총 500억 & PBR 200%(장부가 대비 시총 2배)
	세전계속사업이익 50억	시총 1,000억
		자기자본 250억

<sup>1)</sup> 이 기준은 상장 유지 여부를 결정하기 위한 상장적격성 실질심사 요건과 동일함. 이로써 한국 거래소가 최초 상장 및 상장유지에 대해 일관성 있는 심사 기준을 적용하고 있다는 점을 알 수 있음

- 일반 상장(직상장)은 위 표 중 2 가지 요건(수익·매출액 기준, 시장평가·성장성 기준) 충족 필요
  - 세전계속사업이익(영업이익 - 이자비용 등)에서 일정 규모 이상을 달성하는 것이 가장 중요
- 재무 요건을 제외한 나머지 요건
  - 주관사와 협의 하에 아래 요건 충족시키면 되므로 실무상 큰 어려움 없음

[표 3 상장예비심사 기타요건]

구분	내용
공모 규모	*일반상장: 요건없음 *(기술성장기업)자기자본 10억원 또는 시가총액 90억원 이상
주식 분산	*소액주주지분을 25% 이상(거래없는 주식은 규제) *예비심사청구 후 공모 10% 이상 *일반주주수 500명 이상
안전성 /건전성	*최근 연도 감사의견 적정 *이사총수의 1/4 이상 사외이사 선임(상장 후 최초 소집 정기주총일까지는 반드시 사외이사를 선임)

(2) 특수상황의 기업

- 회생기업의 경우
  - 거의 대부분이 적자
  - 감사의견 거절(계속기업 불확실성, 부정 등)
  - 출자전환 등으로 인한 경영의 안정성(확고한 최대주주 부재) 미흡
- 기술기업(기술특례상장)의 경우 기술이 완성되지 않았거나 규모의 경제 실현이 미달성된 경우, 수익·매출액 기준을 충족하기 어려움

- 기술적 우수성을 기반으로 장래 수익·매출 가능성을 입증

**다. 상장유지 요건**

- 상장에 성공한 후라도 상장 상태를 유지하기 위한 요건을 충족해야 함
- 상장유지에 관한 주요 평가 항목은 다음과 같음(이미 최초상장 심사를 통과하여 상장되었으므로, 최초 상장시의 (우량)상태가 중요하게 훼손되는 징후가 발생하면 거래정지시키고 상장폐지 심사)
- 상장적격성 실질심사(상장폐지 심사) 사유는 수습가지임

[표 4 주요 상장폐지 요건]

주요항목	관리종목지정	상장적격성 실질심사	상장폐지
매출액	30억 미만(시장평가 기준에도 미달)		2년 연속 30억 미만
장기영업손실	최근 4사업연도 영업손실	관리종목 지정 후 발생	
세전 계속사업손실	자기자본50%이상(&10억원이상)의 세전계속사업손실이 최근3년간 2회 이상(&최근연도계속사업손실)		관리종목 지정 후 발생
재무상태 건전성	연(반기)말 자본잠식률 50%이상	해소 사실 자구감사보고서로 입증	최근년말 완전자본잠식 관리종목 지정 후 발생
경영의 안정성/투명성		불성실공시 횡령/배임 등	최종부도 파산선고

## 라. 요약

- 영업의 지속성(매출액, 영업이익) 확보
- 재무상태 건전성(자본잠식 회피, 유동비율, 부채비율)
- 경영의 안정성(확고한 최대주주, 장기근속 전문경영진) / 경영의 투명성(내부회계관리제도 적정) 유지

### III. 기업회생절차와 상장규정

- 상장 상태에서 기업회생절차에 계류되는 대부분 상장폐지 이슈가 발생. 단, 회생회사 M&A 를 성공하는 경우, 다수의 상장이슈가 해소됨
- 회생절차를 상장유지를 위한 효과적 수단으로 사용하는 경우도 존재

#### 1. 상장폐지 사유의 구분

##### 가. 즉시상장폐지 사유

- 파산선고, 최종부도

##### 나. 형식적 상장폐지 사유

- 감사의견 변형(코스닥: 의견거절, 한정의견. 유가증권: 의견거절)
- 자본전액잠식, 자본잠식률 50% 이상 2년 연속 ← 재무상태 건전성 측면임  
→거래소 규정에 따라 기한 내 형식상폐가 해소되었음을 입증하는 자료(자구감사, 특목감사 등)를 제출하여야 함

##### 다. 실질적 상장폐지 사유(상장적격성 실질심사)

- 회사의 주권이 거래되지 않도록 할(회사의 주권을 취득하는 사람을 보호) 내부적 문제 등이 존재한다고 판단되는 경우(형식적 상장폐지 사유가 대부분 내부적 문제로 인해 발생한다고 가정하므로, 형식 상폐의 사유가 발생하면 상장적격성 실질심사에 계류되는 경우가 많음)
- 상장적격성 실질심사

A. 영업의 지속성: 매출액 30 억 이하(관리종목, 2년 연속이면 상장폐지), 영업이익

→거래소의 검토 강화되는 추세

B. 재무상태 건전성: 유동비율, 부채비율, 자본잠식률 등의 재무안정성 비율

C. 경영의 안정성 및 투명성: 확고한 최대주주 존재 여부, 대표이사의 변경, 경영권 분쟁, 횡령/배임, 내부통제 및 내부회계관리제도 적격성 등

→내부회계관리제도 적정 이슈는 해소에 시간이 필요(재감사를 통해서도 수정되지 않을 것으로 예상되며, 반기감사 의견을 통해 해소될 것으로 예상)

## 2. 회생회사 M&A 달성에 의한 기업의 상태 변화

[표 5 회생회사 M&A 성공시 상태변화]

사유	As- Is	회생회사 M&A	자력갱생형 인가
영업의 지속성	*매출액 급감 *Turn around 전략 부재	우량 전략적 투자자가 인수하는 경우, Turn around 전략 설정/수행	재무적 구조조정은 달성하나, 영업의 지속성은 강화되지 않음
	영업이익 적자 → 부진한 영업이 재무상태 악화를 야기하는 악순환 지속	흑자전환 이행(개선기간 부여)	
재무상태 건전성	*자본(일부 또는 전액)잠식 *유동성(운전자본) 부족	*회생채무 전액 상환 → 무부채기업 수준의 재무상태 건전성 회복 *M&A 후 인수자의 지원으로 유동성 회복	*(통상 여전히)자본잠식 상태 지속 *유동성 수혈은 없음
경영의 안정성 /투명성	*미약한 최대주주 지분 *불안한 지배구조 *대표이사 및 임원의 지속적 변경(회사에 대한 이해 부족)	*확고한 최대주주 영입 *최대주주가 회사의 성공을 위해 전문경영인 투입	*출자전환 주주로 인해 지배구조 더욱 미약

	<p>*최대주주 지분가치보다 부정(횡령/배임)을 통해 더 많은 이익을 얻을 수 있는 상태(환경)</p>	<p><b>*대규모의 지분을 투자하여 부채를 상환 → 투자한 회생회사의 거래재개, 성공을 통해 투자금을 회수할 수 있는 구조</b>  <b>*보호예수 약정으로 인해 정상화 달성가능성 제고</b></p>	<p>*Fast track          기조로 투명성 제고 없음          *변화 없음</p>
--	---	--	---

### 3. 상장유지를 위한 기업회생절차

#### 가. 감사의견 거절 사유

□ 통상 감사의견 거절의 원인의 대부분은 부정의 존재

→ 감사의견 거절의 원인은 회사의 행위와 회계처리가 괴리되어 있다는 것인데, 부정이 없다면 있는 그대로 회계처리를 하면 되는 것임. 회사의 행위(거래 등)와 회계처리가 괴리될 이유가 없음

(그림 삽입을 위한 공백)

[그림 1 감사의견 거절 사유 문단]

**의견거절근거**

(1) 투자 및 자금 거래의 타당성 및 회계처리의 적정성

우리는 회사의 금융상품의 취득 및 처분, 기타채권과 기타유동자산 등의 자금거래를 포함한 회사의 다수 거래와 관련하여 거래의 타당성 및 회계처리의 적정성을 판단하기 위한 충분하고 적합한 감사증거를 확보하지 못하였습니다. 우리는 이로 인해 추가적인 수정이 필요한지 여부를 결정할 수 없었습니다.

(2) 특수관계자 범위 및 거래

우리는 회사가 제시한 특수관계자 범위 및 거래에 대한 완전성과 정확성 및 부외부채의 존재 가능성에 대한 충분하고 적합한 감사증거를 확보하지 못하였습니다. 또한, 대체적 절차를 통해서도 이를 확인할 수 없었습니다.

(3) 금융자산의 공정가치 평가 및 유형자산 등의 손상 평가

우리는 회사가 제시한 당기손익-공정가치측정금융자산의 공정가치 평가, 기타유동자산의 손상 및 리조트사업 관련 유형자산의 손상평가에 대한 충분하고 적합한 감사증거를 확보할 수 없었습니다. 우리는 이로 인해 추가적인 수정이 필요한지 여부를 결정할 수 없었습니다.

(4) 자금 관련 내부통제

우리는 당기 중 발생한 일부 자금 거래와 관련하여 자금 출금 절차의 흠결, 법인인감 사용 통제의 미비와 관련된 적절한 내부통제가 이루어지지 않는 미비점을 발견하였습니다. 우리는 이러한 내부통제상의 미비점으로 인하여 부외부채의 존재가능성 및 우발상황과 관련하여 충분하고 적합한 감사증거를 확보할 수 없었습니다.

## 나. 감사의견 거절 사유의 해소를 위한 기업회생절차

### □ 거래의 타당성은 통상 부정이 존재: 부정거래를 인식할 명분

부정을 드러내지 않으면, 타당성 없는 거래를 한 이유를 소명할 수 없으므로 감사의견 적정 수령 불가

부정(횡령/배임)과 부외부채는 거의 동시에 발생

회생회사 M&A 의 달성시 최대주주가 교체(대부분 최대주주&대표이사 부정)되어 횡령/배임 고소하며, 횡령손실, 부정행위미수금으로 인식할 명분 확보

### □ 부외부채의 근절 방안

회생절차시 채권신고 절차 있으며, 법 제 251 조에 의해 회생인가시까지 신고되지 않은 채권은 실권하므로 부외부채 존재 위험의 일부 또는 전부 hedge 가능

### □ 회생회사 M&A 를 통해 기업상태를 종합적으로 변동 가능

## IV. Q&A Session

법무법인 린

공인회계사 남광민