



한국의 비상장주식 거래 활성화에 관한 소고

서 영 현* (네오플릭스)

본 기고문은 한국의 비상장주식 유통시장에 대하여 이야기 하고 있다. 비상장주식 유통시장에는 ‘정보 비대칭’ 문제로 인하여, 정보 열위임에도 불구하고 정보 우위로 이동하려고 노력하는 ‘정보 욕구’와 이러한 ‘정보 욕구’를 이용하여 정보 열위임에도 불구하고 정보 우위에 있는 것처럼 정보를 왜곡하려는 ‘정보 조작’이 공존하고 있다. ‘정보 비대칭’의 정도가 심할수록 ‘정보 욕구’는 강해지고, ‘정보 조작’은 더 쉽고 강하게 작용하게 된다. ‘정보 조작’은 시장 내 정보의 신뢰도를 떨어뜨리게 되어, 정보를 신뢰하는 시장참여자들로 하여금 시장을 떠나게 만들어, 결과적으로 ‘시장 붕괴’를 초래할 수 있다. 비상장주식 유통시장의 거래 제도는 ‘정보 비대칭’ 문제로 발생하는 ‘정보 욕구’와 ‘정보 조작’도 함께 고려되어야 한다. 우리나라에는 공식적으로 조직화된 비상장주식 유통시장이 존재하지만 거래가 활성화되지 못한 실정이다. 미국의 비상장주식 유통플랫폼의 도입 배경과 그 세부 제도를 살펴보면, 우리나라 비상장주식 유통시장이 앞으로 나아가 할 방향에 참고가 될 수 있다. 끝으로 비상장주식 투자에 고려되는 정보를 살펴봄으로써, 비상장주식 유통시장에서 필요한 정보 공개의 범위에 대해서도 생각해 보았다.

[1] 들어가며

투자 대상으로서 비상장주식에 대한 세간의 관심이 높다. 투자한 비상장주식이 향후 상장에 성공하게 되면, 상장사 투자를 통해서 경험하기 어려운 수준의 투자수익률을 경험하게 해 준다는 소위 ‘대박’에 대한 믿음이 있는 것이 사실이다. 최근 몇 년 동안 벤처 열풍과 함께, 비상장주식에 대한 관심 또한 높아지면서, 우리나라 비상장주식 유통시장 역시 부지불식 간에 성장해 왔다. 마치 질풍노도와 같은 성장기의 청소년처럼,

우리나라 비상장주식의 유통시장 역시 더욱 성숙된 시장으로 성장하기 위한 성장통을 겪기도 했다.

비상장주식 시장에는 소문이 많다. 누구는 천만원으로 십억을 벌었다는 믿을 수 없는 소문들이 마치 잎새가 바람에 날리듯이 이리저리 날라 다니는 곳이기도 하다. 하지만, 비상장주식의 유통 시장에 관한 정확한 통계치는 찾아볼 수 없다. 대신 한국벤처캐피탈협회가 발표한 자료¹⁾에 따르면, 2015년말 현재 우리나라

* 교신 E-mail : younghyunseo@gmail.com

1) VC Report '15년 실적 및 '16년 전망, 한국벤처캐피탈협회, 2016

라 창투사는 115개가 운영되고 있으며, 2015년 한해 동안 신규 결성된 조합의 결성금액은 2조 6,260억원이며, 운영 중인 조합은 총 532개, 운영 중인 조합의 누적 결성금액은 14조 1,379억원이라는 통계자료를 통하여 대략적인 규모를 가늠해 볼 수 있다.

본 기고문에서는 우리나라 비상장주식의 유통시장에 대해 이야기 하고자 한다. 비상장주식이 본질적으로 가지고 있는 ‘정보 비대칭’ 문제를 통하여 ‘정보 욕구’와 ‘정보 조작’의 메커니즘에 대해 살펴보고, 이러한 메커니즘을 기반으로 비상장주식 시장의 특징에 대해 이야기 하고자 한다. 또한 우리나라 비상장주식 유통시장의 현황을 코넥스 시장과 K-OTC 시장 등을 통하여 살펴보고, 미국의 비상장주식 유통 플랫폼인 NASDAQ Private Market(NPM)의 제도를 통하여 우리나라 유통시장에 대한 시사점도 찾아보고자 한다.

또한 재무정보와 비재무정보가 기업의 가치 산정에 미치는 영향을 살펴보면, 비상장주식 유통시장 내에서 정보의 공개 범위에 대해 알아 보고자 한다.

본 기고문은 학문적 연구 성과를 목적으로 하지 않을 뿐만 아니라, 비상장주식의 유통시장에 대한 정책적 대안을 제시하는 것을 목적으로 하지도 않는다. 다만, 본 기고문을 통하여 학계에서 비상장주식에 대한 연구가 많아지기를 희망하며, 또 정책을 입안하는 분들이 본 기고문을 참고하여 합리적이고 올바른 제도를 도입해 주시기를 바랄 뿐이다. 또한, 본 기고문은 개인적인 의견을 토대로 하고 있어, 오류가 있을 수 있고, 소속 기관의 공식적 의견과 다를 수 있다. 독자께서는 본 기고문의 제목에서와 같이 ‘작은 생각’을 듣는다는 생각으로 가볍게 읽어주시기를 바란다.

[2] ‘정보 비대칭’ 하에서의 ‘정보 욕구’와 ‘정보 조작’

1970년 미국의 이론경제학자인 George Akerlof 는 ‘Quarterly Journal of Economics’에 ‘The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism’이라는 논문을 통하여 ‘정보 비대칭 (Information Asymmetry)’ 개념을 소개하였다. Akerlof는 이 논문을 통하여 불확실성 하에서의 품질에 대한 이야기를 전개하면서, 독자들의 이해를 돕기 위하여 중고차 시장을 예로 들어 설명하였다. 논문의 제목에 등장하는 ‘Lemon’ 역시 ‘사고 난 뒤에 서야 품질에 문제가 있다는 것이 발견된 중고 자동차’를 의미한다. Akerlof가 중고차 시장을 예로 든 이유는 중고차 시장이 일반 소비자들 입장에서 보편적으로 정보 비대칭 현상이 심한 시장으로 인식되기 때문일 것이다. 일반 소비자들이 중고차 시장을 구입하고자 할 때, 다른 중고 제품이 비하여 높은 가격을 지불해야 함에도 불구하고, 언제나 문제 있는 중고차, Akerlof가 말한 ‘Lemon’을 사게 될 것을 불안해 한다. 자동차에 대한 전문 지식이 없는 일반 소비자는 짧은 시간

동안 자동차의 문제를 파악하기 어려운 반면, 중고차를 판매하는 판매상은 전문적 지식을 토대로 더 오랜 시간 자동차를 검사하므로 자동차에 어떤 문제가 있는지 알고 있을 가능성이 높다. 중고차를 사고자 하는 구매자 입장에서는 그 중고차를 판매하려는 판매자에 비하여 비교적 적은 정보의 양만을 가지고 있는 상황에 처하게 되는데, Akerlof는 이를 정보의 비대칭 상황으로 정의하였다.

Akerlof는 중고차 시장에 ‘Lemon’과 ‘Lemon’이 아닌 정상적인 좋은 자동차가 있다고 가정하였다. 논문에서는 ‘Lemon’이 아닌 좋은 자동차를 ‘Good Car’라고 지칭하였으나, 여기서는 설명의 편의를 위해 ‘Lemon’과 비교되는 ‘Peach’를 ‘Good Car’와 동일한 개념으로 사용하고자 한다. 논문에 따르면, 중고차 구매자는 ‘Lemon’과 ‘Peach’를 구분할 능력도 없고, 그러한 정보도 없다고 가정하면, 결국 구매자는 이 둘을 구분할 수 없기 때문에, 어떤 자동차에 대해서든 그 평균값 만큼 지불할 의사를 가지게 된다. 반면,



판매자는 자신이 판매하고자 하는 자동차가 'Lemon' 인지, 'Peach' 인지를 알고 있다고 가정하였다. 구매자가 중고차를 사기 위하여 지불할 의향이 있는 가격이 Lemon 가격(P_{Lemon})과 Peach 가격(P_{Peach})의 평균값(P_{avg})이라고 한다면, 판매자 입장에서는 'Lemon'의 가격(P_{Lemon})이 평균값(P_{avg})보다 낮을 것이고, 이익을 남길 수 있기 때문에, 'Lemon'인 자동차는 판매하려고 하지만, 판매자가 팔려고 한 자동차가 'Peach'인 경우라면, 'Peach'의 가격(P_{Peach})이 평균값(P_{avg})보다 높기 때문에, 'Peach'를 팔 경우 손해를 보게 되어 'Peach'는 팔지 않게 된다. 결과적으로 'Peach'를 가진 판매자는 그 시장을 떠나게 되고, 시장에는 'Lemon'을 가진 판매자만이 남게 되기 때문에, 중고차 시장의 중고차 품질이 낮아질 수 밖에 없다는 설명이다. 또한 중고차 시장에 'Lemon'만 남게 되면, 구매자 역시 중고차 시장에서 중고차를 사려고 하지 않을 것이고, 구매자들마저 시장을 떠나버리게 되면, 중고차 시장 자체가 사라지게 된다.

이론경제학자의 설명이기 때문에, 약간 극단적인 상황을 가정하여, 이를 수학적으로 풀어내고 있지만, 이 논문은 우리에게 많은 점을 시사해 주고 있다. 구매자들에게 충분한 정보가 제공되지 않으면, 시장에서는 구매자가 원하지 않는 제품만이 남게 되는 역선택(Adverse Selection) 문제가 발생하여, 결과적으로 시장 붕괴(Market Collapse)를 초래할 수 있다는 사실이다.

1970년에 발표된 논문을 자세히 설명한 이유는 이러한 정보 비대칭의 문제가 지금 비상장주식의 유통 시장에서도 발생하고 있기 때문이다. 일반적으로 비상장주식은 상장시장에 등록되어 있지 않기 때문에, 일반적으로 회사 상황을 외부에 공개해야 하는 엄격한 공시 의무가 없다. 따라서 회사 임직원이나 주주가 아닌 일반 외부 투자자 입장에서는 비상장주식에 관한 정보를 얻는 게 매우 제한적이다. 따라서 비상장회사의 임직원 및 주주가 보유한 회사에 관한 정보의 양과 임직원도 아니고, 주주도 아닌 일반 외부 투자자가 보유한 회사에 관한 정보의 양은 다르기 때문에, 정보 비대칭이 발생하게 된다. 상장회사의 경우에도 이러한 비대칭 문제는 발생하지만, 상장회사의 경우 엄격한 공시 의무

가 부여되고 있어, 비상장회사의 경우와 비교할 경우, 정보 비대칭의 문제는 상대적으로 적은 편이다. 투자자 입장에서는 비상장주식이 상장주식에 비하여 정보 비대칭의 정도가 훨씬 더 심하다고 느낄 것이 분명하다.

Akerlof의 'Lemon' 시장에서 중고차 구매자는 정보 비대칭 상황에서 정보 열위를 인정하고 'Lemon'과 'Peach'의 평균 가격을 지불할 의향을 가지게 되지만, 현실 세계에서 정보 열위에 있는 정보 이용자의 행동 패턴은 이와 다를 수 있는데, 본 기고문에서는 로또복권 시장을 예로 들어 설명하고자 한다.

우리나라에서 발매되는 로또복권은 1부터 45까지의 숫자 중 6개의 숫자를 조합하는 방식의 복권이다. 수리적 확률로 계산해 보면, 1등에 당첨될 확률은 8,145,060 분의 1로, 약 0.000012%인데, 현실적으로는 거의 발생할 수 없는 수준의 확률이다. 그럼에도 불구하고, 많은 사람들이 매주 로또복권을 사서 이토록 낮은 확률에 도전 하고 있으며, 운 좋게도 매주 누군가는 당첨자가 되고 있다. 재미있는 현상은 상당히 많은 사람들이 복권 당첨 확률을 높이기 위한 노력을 하고 있다는 사실이다. 과거 당첨번호를 기록하고, 그 번호들간의 연관성을 찾으려 한다거나, 당첨번호가 나온 판매점을 알아보거나, 당첨자들의 인터뷰를 찾아 그들이 전날 꿈 꾸어 보려는 노력은 주변에서 쉽게 발견할 수 있다. 복권 통 안에서 돌아가는 복권공의 무게나 크기는 동일하기 때문에 어떤 특정 숫자가 확률적으로 더 자주 추출될 수 없고, 앞서 당첨 번호로 선정된 숫자와 이후의 당첨 번호가 확률적으로 상호 독립적이기 때문에 이전에 어떤 번호가 나왔던 간에, 그러한 사실이 이후 당첨 번호에 영향을 미칠 수 없는 것은 자명하다. 그럼에도 불구하고, 로또복권을 구매하는 많은 사람들이 과거 당첨 번호를 통하여 이번 당첨 번호를 예측해 보려고 노력하고 있다는 것은 매우 흥미로운 사실이다. 더구나 로또 당첨 번호를 예측해 주는 확률 모델을 통하여 회원들에게 로또 예상 당첨 번호를 제공하는 서비스가 있다면, 더욱 흥미로운 일이다.

로또복권 시장을 놓고 본다면, 실제 정보 비대칭은 존재하지 않는다. TV 생방송으로 로또복권 당첨번호

가 정해지는 순간, 그 당첨번호를 미리 알고 있는 사람은 없으며, 당첨번호를 더 잘 예측하기 위하여 필요한 정보도 존재하지 않는다. 그럼에도 불구하고, 로또복권 구매자들은 자신들이 마치 필요한 정보가 어딘가 존재하는데 이를 가지고 있지 못하다는 허전함을 느끼는 듯 하다. 그래서 자신보다 더 많은 정보를 가졌다고 믿는 곳으로부터 정보를 얻고자 노력하기도 한다. 본 기고문에서는 이를 ‘정보 욕구(Information Desire)’라고 표현하고자 하는데, 정보 욕구는 ‘정보 비대칭 상황에서 정보 열위에 위치한다고 믿는 정보 이용자가 정보 비대칭을 해소하고자 더 많은 정보를 얻으려는 강한 욕망과 신념’이라고 정의하고자 한다.

로또복권 시장으로 다시 돌아가 보면, 1부터 45까지의 숫자를 가지고 6개의 숫자 조합을 만들면 8,145,060 경우의 수가 된다. 만약 814,506명에게 10개의 번호조합을 추천하여 제공한다면, 모든 가능한 6개의 조합을 제공할 수 있는데, 이 경우, 10개 번호를 추천 받은 814,506명 중에는 반드시 그리고 항상 당첨자가 나오게 된다. 따라서 만약 80만명 정도의 회원을 확보하고 이들에게 매주 서로 다른 10개 번호조합을 제공한다면, 그 회원들 중에서는 매주 당첨자가 나오게 된다. 만약 80만명에게 10개씩 800만개의 숫자 조합이 제공되었다는 사실을 모른 채, 단지 매주 회원 중 당첨자가 나온다는 사실만을 알게 된다면, 각 회원 입장에서는 마치 당첨 번호를 예측하는 시스템이 존재하여 특별한 정보가 제공되고 있다고 믿을 수 있다. 이와 같이 ‘정보 비대칭 상황이 아님에도 불구하고, 마치 정보 비대칭이 존재하는 것처럼 믿게 만들거나, 자신이 다른 사람들보다 더 많은 정보를 가지고 있지 않음에도 불구하고 마치 자신이 정보 우위에 있다고 믿게 만드는 행위’를 ‘정보 조작(Information Manipulation)’이라고 표현하고자 한다.

정보 조작은 정보 욕구가 강할수록 더 쉽고 강하게 작용한다. 정보 비대칭이 존재하지 않는 로또복권 시장을 예로 들어 설명하였지만, 정보 비대칭이 없는 로또복권 시장에서조차 정보 조작이 가능하다면, 정보 비대칭이 실제 존재하는 시장, 특히 비상장주식 시장에서 정보 열위에서 정보 우위로 이동하고자 하는 정보 이용자의

정보 욕구는 더욱 강하고, 또 이를 이용하려는 정보 조작 역시 쉽고 또 강하게 작용할 여지가 높다.

Akerlof의 1970년 논문에서는 이론적 가정 하에 정보 비대칭은 역선택으로 인해 결국 시장 붕괴를 야기한다고 하였지만, 현실 세계는 이보다 복잡하고 다양한 양상으로 전개된다. 로또복권 시장을 예로 든 바와 같이, 현실 세계의 정보 비대칭 환경 하에서, 시장 참여자들은 스스로 정보 비대칭 문제를 해결하기 위하여 정보 우위로 이동하고자 하는 정보 욕구를 가지게 된다. 정보 비대칭이 존재하는 시장에서 정보 열위에 있을 경우, Akerlof의 논문처럼 역선택으로 인하여 시장 참여자들이 시장을 떠나기 보다, 오히려 그 시장에 남아서 스스로 정보를 더 가지려고 노력한다는 것이다. 문제는 정보 비대칭 정도가 심할 수록, 정보 욕구를 자극할 가능성이 더 높다는 점이다. 왜냐하면, 정보 비대칭 상황이 명확하다면, 실제 정보 우위에 있기만 하면, 쉽게 유리한 의사결정을 할 수 있기 때문이다.

이 문제를 설명하기 위하여, 다시 상장주식과 비상장주식의 경우로 돌아가 보자. 상장회사는 재무실적을 분기별로 공시하도록 되어 있다. 공시제도가 정해진 대로 이행된다면, 상장주식의 투자자는 회사의 재무실적 정보에 관하여 비슷한 수준의 정보를 가지게 되며, 합리적인 시장참여자들은 이 정보를 기반으로 상장주식에 대한 적절한 주가를 형성하게 된다. 이러한 상황에 있는 투자자들에게 상장주식에 대한 투자 의사결정은 쉽지 않다. 하지만, 재무실적이 외부로 공개되지 않는 비상장주식의 경우에는 비상장주식의 가격이 그러한 재무실적을 반영하지 않은 상황이 발생할 수 있고, 만약 어떤 투자자가 공개되지 않은 비상장회사의 재무실적 정보를 제공받게 된다면, 재무 정보가 없는 다른 투자자에 비하여 유리한 의사결정을 할 수 있으므로 높은 투자수익을 얻을 가능성이 높다. 따라서 정보 비대칭 상황이 더 심각한 비상장주식의 경우, 일반 투자자들은 본인 스스로 정보가 부족하다는 사실을 인지하고 그 시장을 떠나기 보다는 오히려, 본인이 공개되지 않은 정보에 접근하여 더 높은 확률로 투자수익을 얻고자 하는 정보 욕구가 강해지는 경향이 있다.

앞서 언급한 대로, 정보 욕구가 강한 상황에서는



정보 조작 역시 더 쉽고 강하게 작용하게 된다. 정보 비대칭 정도가 심할수록, 이러한 기제는 더욱 강하게 작용한다. 비상장주식 시장과 같이, 일반 투자자에게 회사의 정보가 공개되지 않은 상황에서는 정보 비대칭 정도가 더 강하고, 정보 비대칭이 클수록 정보 열위에서 정보 우위로 이동하고자 하는 정보 욕구는 더 강해지게 되며, 이러한 정보 욕구를 악용하고자 하는 정보 조작 역시 더 많이 나타날 수 있다.

1970년 Akerlof가 말한 ‘Lemon’ 시장으로 돌아가 본다면, ‘Lemon’과 ‘Peach’를 구분하지 못하던 구매자 중에 ‘Lemon’과 ‘Peach’를 구분하려고 노력하는 자가 새롭게 생겨난 상황으로 볼 수 있다. 자신은 구분할 수 없기 때문에 자동차 전문가에게 돈을 주고 ‘Lemon’과 ‘Peach’를 구분해 달라고 하는 상황인 것이다. 이러한 정보 욕구는 자연스러운 현상이며, 정당한 대가를 받고 전문 지식을 제공하는 것은 정보 비대칭 문제의 바람직한 해소 방안이기도 하다. 문제는 자동차 전문가라고 주장하는 자들 중에 실제로는 ‘Lemon’과 ‘Peach’를 구분할 능력이 없는 가짜 전문가가 존재할 수 있다는 점이다. 또 하나의 문제는 정보 욕구를 가진 구매자들이 자동차 전문가라고 주장하는 자들 중에 누가 진짜 전문가이고 누가 가짜 전문가 인지를 구분하는 것 자체도 쉽지 않다는 점이다. 이는 또 다시 정보 비대칭 문제를 야기하게 되고, 그렇다면 자동차 전문가가 진짜인지 가짜인지를 판명해 주는 또 다른 전문가를 찾아야 하는 끝도 없는 정보 비대칭의

세계로 빠져들 수 있다.

이와 같이, 정보 비대칭에서 이를 해소하고자 하는 정보 욕구가 발생하게 되면, 정보 조작도 함께 발생하여 또다시 정보 비대칭 문제를 야기할 수 있다. 따라서 정보 비대칭 문제는 쉽게 해소하기 어렵다. 정보 비대칭 상황이 지속되게 되면, 정보 열위를 인정하는 자는 시장을 떠날 것이고, 여전히 정보 열위임에도 정보 우위로 이동하고자 하는 정보 욕구를 가진 자는 계속해서 시장에 남게 될 것이다. 결국 Akerlof가 말한 역선택으로 인하여 정보 욕구가 강한 사람만이 시장에 남게 될 것이고, 전체 시장의 정보 욕구는 더욱 강하게 될 것이다.

결과적으로, 정보 비대칭은 일부 시장참여자들의 정보 욕구를 자극하고, 이러한 시장참여자들의 정보 욕구를 악용하려는 정보 조작이 기승하게 되고, 정보 조작은 결국 시장의 정보에 대한 신뢰도를 떨어뜨리게 되고, 정보의 신뢰도를 중시하는 시장 참여자들로 하여금 시장을 떠나게 만들 게 됨으로써, 결국 시장 붕괴로 귀결될 것이다.

현실 세계에서는 정보 비대칭을 완전히 해소하는 것은 사실 불가능할 수 있다. 또한 정보 비대칭이 존재한다고 해서 그것이 바로 시장 붕괴로 이어지는 것도 아니다. 다만, 정보 비대칭 정도를 가능한 줄여주고, 시장 내 과도한 정보 욕구를 적절히 조절해 주고, 정보 조작을 통한 불공정 거래를 낮추어 주는 것이 현실적인 규제 수단으로 좀더 고민해 보아야 할 주제라고 생각된다.

[3] 한국 비상장주식의 거래 현황

3.1 한국 비상장주식의 개요

한국의 비상장주식 거래 현황을 살펴보기에 앞서, 비상장주식을 어떻게 정의할 것인지 살펴볼 필요가 있다. 비상장주식은 상장되지 않은 주식을 말하는데, 상장의 범위에 대해 논란이 있을 수 있다. 우리나라 자본시장법상 주권상장시장은 크게 유가증권시장, 코

스닥시장, 코넥스시장을 지칭하는데, 모두 한국거래소가 운영하고 있다. 상장의 범위가 논란이 되는 이유는 바로 코넥스시장 때문인데, 실무적으로 코넥스시장의 상장을 상장으로 인정할 것인지 논란이 되기도 한다. 업계에서는 코넥스시장의 상장을 기존 코스닥시장의 상장과 동일한 수준의 상장으로 인정하지 않는 경향이 있다. 따라서, 설명의 편의를 위하여, 본 기고문

에서는 유가증권시장 및 코스닥시장에 주권이 상장된 기업의 주식을 상장주식으로 분류하고, 코넥스 시장을 포함한 나머지 유통 시장은 비상장주식 유통시장으로 분류하고자 한다.

한국금융투자협회는 비상장주식의 중개를 목적으로 K-OTC 시장을 개설하여 운영하고 있으며, 한국거래소는 2016년 11월에 유망 스타트업 회사의 주식을 거래할 수 있는 장외시장인 'KRX 스타트업 시장(KSM)'을 개장하였다. KSM의 경우, 아직까지 거래실적이 미미하여, 사실상 유통 시장으로서의 역할은 충분히 못하고 있는 실정이며, K-OTC 역시 일 거래 규모가 3~10억원 수준으로 낮은 편이어서 존재감이 높지 않은 것이 현실이다.

3.2 코넥스 시장의 현황

벤처캐피탈은 기본적으로 상장을 통하여 투자 자금을 회수하는 것을 전제로 하기 때문에, 상장을 강제하기 위한 제약 조건을 제시한다. 따라서 투자 계약서 작성 시, 상장의 범위를 명확히 정의하기 위하여, 코넥스 시장을 상장시장으로 포함할지 여부를 결정하여야 한다. 자본시장법상 코넥스 시장은 주권상장시장으로 분류되지만, 실무적으로는 여전히 코넥스 시장을 완전한 상장시장으로 보고 있지 않기 때문에, 투자 계약서상 상장의 범위에 코넥스 시장이 포함되는 경우는 많지 않다. 2013년 7월에 개장된 코넥스 시장은 꾸준히 성장하여 현재 일평균 거래금액이 약 26억원²⁾ 수준으로 증가하였으나, 투자자 입장에서는 여전히 유동성이 충분하지 않아, 회수시장으로서 부족하다고 판단하기 때문이다. 하지만, 앞으로 코넥스 시장이 더욱 성장하여, 회수시장의 면모를 갖추어 나가길 기대해 본다.

코넥스(KONEX, Korea New Exchange)는 자본 시장을 통하여 초기 중소기업의 원활한 자금조달을 지원해 주기 위하여 개설된 초기 중소기업 전용 신시장이다. 기존의 코스닥 시장은 소액 투자자 보호 차원에서 상장요건을 완화할 수 없기 때문에, 코넥스와 같은

신시장을 개설하여 코스닥에 상장될 수준은 아니나, 상장과 유사한 혜택을 초기 중소기업에 지원함으로써, 초기 중소기업이 이를 통하여 성장할 수 있는 기반을 마련하는데 그 목적이 있다.

그런 취지에 맞추어, 코넥스 시장은 코스닥 시장에 비하여 몇 가지 다른 중요한 특징을 가지고 있다. 첫째, 코스닥 시장에 비하여 상장요건이 완화되어 있어 진입하기 용이한 편이다. 어느 정도의 규모만 갖춘 중소기업이라면 얼마든지 상장을 할 수 있는 수준으로 보면 되고, 상장 심사에 필요한 기간 또한 짧은 편이라 상장신청 기업 입장에서 부담이 적다. 둘째, 코스닥 시장은 일반투자자들이 쉽게 접근할 수 있는 반면, 코넥스 시장은 전문투자자 중심의 시장으로, 일반투자자의 참여를 일부 제한하고 있다. 초기 중소기업이 완화된 요건으로 쉽게 진입하는 시장인 만큼, 투자 위험도 높은 편이기 때문에, 일정 수준의 위험감수 능력을 갖추고 있는 전문투자자들만 코넥스 시장에 참여할 수 있도록 한 취지이다. 코넥스 개설 초기에는 일반투자자의 경우 기본예탁금을 3억원으로 설정하여, 최소 3억원을 예탁해야만 코넥스 시장에서 종목을 거래할 수 있도록 하였다. 하지만 2015년에 거래 활성화를 위하여 기본예탁금을 3억원에서 1억원으로 낮추었고, 3천만원 한도의 소액투자 전용계좌를 개설한 일반투자자에게는 기본예탁금을 면제해 주었다. 넷째, 코스닥 시장에 비하여 공시업무 등을 대폭 완화하여 코넥스 상장에 따른 상장 부담을 크게 완화해 주었다. 코넥스 상장법인에 대해서는 수시공시 항목을 축소해 주고, 분기 및 반기 보고서 제출의무를 면제해 주고 있다.

2016년 11월 현재 코넥스 시장에 상장된 기업 수는 135개이며, 코넥스 전체 시가총액은 약 4조 8천억원³⁾ 수준에 이르고 있다. 비교적 짧은 기간 동안 초기 중소기업 전용 시장으로서 어느 정도 구색을 갖추어 가고 있다. 특히 기본예탁금을 낮추고 소액투자 전용계좌 제도를 신설하는 등 거래 활성화를 위한 유연한 정책 대응이 이러한 성장을 이끌 수 있었던 것으로 평가된다. 하지만, 여전히 회수시장으로서의

2) 코넥스협회 웹사이트(www.konex.or.kr) 코넥스시장 주요 통계지표 참조

3) 코넥스협회 웹사이트(www.konex.or.kr) 코넥스시장 주요 통계지표 참조



역할을 위해서는 더욱 성장할 필요가 있을 거라 판단되며, 주요 당사자인 거래소, 등록기업, 투자자 각각의 입장에서 코넥스 시장의 의의를 생각해 보고자 한다.

코넥스 시장을 운영하고 있는 거래소는 누구보다 코넥스 시장의 성장을 원하고 있을 것이 분명하다. 한국거래소에서 코넥스를 개설할 당시 해외 신시장 사례를 많이 검토했을 것으로 짐작되는데, 우리나라의 코넥스는 영국 런던거래소의 하루시장인 AIM(Alternative Investment Market)과 여러모로 비슷한 시장으로 보여진다. AIM은 우리나라보다 앞선 1995년도에 개설된 시장으로, 코넥스와 마찬가지로 초기 중소기업 전용 시장이다. 개설 당시에는 매우 파격적으로 상장 진입 요건을 완화해 주어 사실상 상장을 희망하는 기업은 누구든지 상장할 수 있는 기회를 부여하고, 대신 지정자문인(Nominated Adviser, Nomad) 제도를 두어, 지정자문인이 AIM에 상장된 기업들의 자문인으로서의 역할 뿐만 아니라 사실상 거래소를 대신하여 주요 상장규정이나 제도를 준수하는지 감독하는 역할을 수행하도록 했다. 시장주의자 관점에서 AIM을 바라보게 되면, AIM 자체가 London Stock Exchange(LSE)의 상장 심사를 대신해 주는 역할을 수행하는 것처럼 보인다. 상장을 원하는 기업들을 인위적인 상장 심사 기준에 따라 평가하게 되면, 상장 이후 등록 기업이 시장에서 원활히 거래가 될 것인지, 아니면 투자자들로부터 외면 받을 것인지 판단하기 쉽지 않다. 이러한 문제를 해결해 주는 방법은 LSE에 직접 상장되기 이전에 2부 시장을 통하여 실제 시장 내 투자자들로부터 평가 받도록 하는 것이 좋은 방안이 될 수 있다. 사실상 상장 심사를 받지 않은 기업들을 별도의 시장에 상장 시킨 후, 투자자들로부터 관심을 받고, 꾸준히 거래가 발생하는 기업은 일정 기간 이후에 LSE로 이전 상장을 시켜주고, 그렇지 않고 거래가 거의 발생하지 않는 종목은 일정 기간 이후 시장에서 퇴출시킴으로써, 2부 시장이 사실상 LSE의 상장심사 부로서의 역할을 담당한다고 보여진다. 상장심사를 일부 전문가 몇몇에게 맡기지 않고, 아예 시장에다가 맡겨둔 셈이다. 다만, AIM 역시 투자자의 보호가 필요하기 때문에, 지정자문인 제도 등을 두어 투자자 보호

장치를 마련해 두고 있다. 한국거래소에서도 코넥스 발전 방안 및 제도 개선에 대해 누구보다 많은 고민과 연구를 하고 있을 것이라 생각된다. 코넥스 시장이 활성화 되어 초기 중소기업들에게 많은 혜택이 돌아갈 수 있도록 해야 할 것이며, 코스닥 시장으로의 이전상을 통하여 코넥스가 초기 중소기업들의 도약을 위한 디딤돌이 되어주기를 기대해 본다.

코넥스에 이미 등록되었거나, 또는 등록을 계획 중인 기업 입장에서, 코넥스 상장의 이유는 다양하겠지만, 대부분은 당장 코스닥으로 상장하기에는 시간이 좀더 필요하므로, 코스닥 상장을 대신하여 상장 프리미엄을 얻고자 하는 이유가 많을 것으로 추정된다. 거래소는 코넥스 상장기업에게 많은 혜택을 주려고 노력하는 것으로 아는데, 등록기업 입장에서는 하루라도 빨리 코스닥으로 상장하는 것이 가장 큰 혜택이 아닐까 짐작해 본다. 그렇다고 해서, 상장 요건도 충족하지 못한 기업을 코스닥으로 상장해서는 안 될 것이며, 거래소에서 아무리 상장을 시켜 주려고 해도 해당 기업의 성장이 이루어지지 않는다면, 역시 불가능한 일일 것이다.

코넥스 시장에서 주식을 매매하는 투자자 입장에서, 코스닥 대신 코넥스를 선택한 이유는 다양할 수 있다. 이 역시도 공개적인 설문조사나 통계치를 찾을 수 없어 추정만 가능한데, 코넥스 시장에서 더 많은 투자수익이 가능할 것이라고 믿기 때문일 것이다. 그러한 믿음의 이유는 개인마다 다를 수 있지만, 코스닥 시장에 비하여 정보 획득이 어려움에도 불구하고 투자자 스스로는 정보 우위에 있을 수 있다는 믿음에서 기인하는 경우가 많을 것이다. 스스로 정보 획득 능력이 부족하다고 믿는 투자자는 정보를 공개적으로 얻을 수 있는 코스닥 시장이나 유가증권 시장으로 갈 것이다. 또한 정보가 부족할 뿐만 아니라 유동성도 부족한 코넥스 시장은 코스닥 시장에 비하여 가격 변동성도 높을 것으로 생각되는데, 가격 변동폭이 큰 시장을 더 매력적으로 생각하는 투자자들로 추정된다. 결론적으로 조금 더 위험을 감수하더라도 더 큰 수익을 원하는 유형의 투자자들이 코넥스 시장에 상대적으로 많을 것으로 생각된다. 코넥스 시장은 이러한 유형의 투자자들의 욕구를 충족시켜 줄 수 있을 것이며, 이로

인하여 발생가능한 문제를 최소화하면서 투자자를 보호하는 정책이 반드시 필요하다. 또한 정보 비대칭 문제에 민감한 일반 투자자들을 코넥스 시장으로 불러들이기 위해서는, 소액투자 전용계좌 등 진입 장벽을 단순히 낮추는 방안 외에, 기본적으로 코넥스 시장 내 정보의 양을 늘릴 필요가 있다. 등록기업의 부담이 되는 공시 제도 대신 자발적으로 정보 공개를 유도함으로써, 코넥스 시장 내 정보의 생산이 원활해 지는 방안 등을 고려할 필요가 있다.

3.3 K-OTC 시장의 현황

이번에는 우리나라의 공식적인 장외시장이라 할 수 있는 K-OTC 시장에 대하여 이야기하고자 한다. K-OTC 시장은 비상장기업의 주권을 거래하기 위하여 한국금융투자협회가 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 근거하여 개설하여 운영하고 있는 장외 주식시장이다. 한국금융투자협회가 운영해 오던 프리 보드를 개편하여 2014년 8월에 출범한 공식화된 장외 시장으로, 주로 상장되지 않는 기업이나 장외에서 거래되고 있는 유명 대기업, 중견기업 등 공모실적이 있는 사업보고서 제출기업만을 거래 대상으로 하고 있는 것이 특징이다. 또한 K-OTC는 일정한 요건을 충족할 경우, 한국금융투자협회가 직권으로 거래대상주식으로 지정할 수 있는 것이 특징이다.

K-OTC에 거래되고 있는 기업의 리스트를 보면, 일반 투자자에게 상당히 친숙한 이름의 기업이 많다. 현재 K-OTC에 등록 또는 지정된 기업으로는 포스코건설, 삼성메디슨, KDB생명, SK건설, LS전선 등 우량 대기업들도 많은 편이다. 2016년 11월말 기준 K-OTC에서 거래되는 기업은 모두 138개이며, 전체 시가총액은 약 11조원 규모⁴⁾이다. 코넥스와 비교할 경우, 등록기업의 수는 비슷하지만 우량 기업이 많아서 시가총액은 2.3배 규모로 더 크다. 2016년 코넥스의 일평균 거래규모가 26억원⁵⁾ 수준인 반면, K-OTC의

일평균 거래규모는 6억5천만원⁶⁾ 수준이며, 연간 거래 규모로 환산해 보면, 1,600억원 수준에 불과하다. 코넥스보다 더 우량 기업이 많음에도 불구하고, 투자자들의 거래는 이보다 훨씬 적은 이유를 살펴보아야 한다.

K-OTC를 운영하고 있는 한국금융투자협회에서도 거래 활성화를 위하여 많은 고민과 제도 개선을 위한 노력을 경주하고 있겠지만, 투자자 입장에서 K-OTC 시장을 외면하는 가장 큰 이유는 추정컨대, 원론적으로 들리겠지만, 사고 싶은 종목이 K-OTC 시장에서 찾을 수 없기 때문일 가능성이 높을 것이다. 특히 K-OTC 시장에 참여하는 투자자들은 비상장주식의 투자를 희망하는 투자자이고, 비상장주식을 투자하는 투자자는 기본적으로 상장을 통하여 투자수익을 극대화하기를 원한다. 그렇다면 회사 자체로서 실적이 좋고 전망이 밝아야 할 뿐만 아니라, 상장 계획이 있고, 상장 가능성이 높아야만 투자를 통하여 높은 수익을 기대해 볼 수 있는 것이다. 하지만, 아무리 회사의 재무실적이 우수한 기업이라고 하더라도 상장 계획이 없을 경우에는 투자 매력도가 높을 수 없다. 비상장주식 투자자에게는 사실 상장 여부가 매우 중요한 투자 지표가 된다. 하지만, K-OTC 시장에 등록된 기업 중에 상장을 적극적으로 추진하는 기업은 많지 않은 것으로 알고 있다. 더구나, K-OTC는 스스로 원하지 않았지만, 공모 실적이 있다는 이유로 일방적으로 지정되어 등록된 기업도 많다는 점에서, 상장 계획이 없는 종목도 있을 것이다.

K-OTC 시장에 대한 또 다른 지적으로 정보가 부족하다는 의견도 있다. K-OTC에서는 등록기업에 대한 기업분석 자료를 발간하여 무료로 배포해 주는 등 정보 제공에 많은 노력을 기울이고 있다. 하지만, 근본적으로 기업 스스로 상장이나 외부 주주들의 투자에 무관심하다면 회사는 자료 제공에 소극적이기 때문에, 다양하고 풍부한 정보를 실시간으로 제공하는 데 한계가 있을 수 밖에 없다. 또한 거래소에서 상장주식을 거래할 경우에는 시세차익에 대한 양도소득세가

4) K-OTC 웹사이트(www.k-otc.or.kr) 통계정보, 월간통계 자료 참조

5) 코넥스협회 웹사이트(www.konex.or.kr) 코넥스시장 주요 통계지표 참조

6) K-OTC 웹사이트(www.k-otc.or.kr) 통계정보, 일별시장통계 자료 참조



면제되고 있지만, K-OTC에 거래되는 종목은 모두 비상장주식이기 때문에 시세차익에 대한 양도소득세가 과세되고 있어, 세제 측면에서도 K-OTC 시장은 주권상장시장에 비하여 투자 매력도가 떨어진다.

3.4 사설 장외주식 유통 시장 현황

지금까지 코넥스 시장과 K-OTC 시장에 대해서 이야기 하였는데, 이제부터는 우리나라에서 비상장주식이 가장 많이 거래되고 있는 시장은 따로 있다는 불편한 사실을 이야기하려고 한다. 정확한 통계자료는 없으나, 우리나라에서 가장 큰 비상장주식 유통 시장은 사설 중개업체에 의한 장외 주식 유통 시장으로 추정된다. 장외주식 사설중개업체는 특별한 법적 근거 없이 온라인 상에서 중개사이트를 개설하거나, 혹은 오프라인 상에서 피라미드식 판매조직을 갖추고, 장외주식의 거래를 알선해 주는 업체이다. 이러한 사설중개업체에 의하여 거래되는 비상장주식 거래규모는 집계된 공식 통계자료가 없고, 거래 시황에 따라 변동이 매우 큰 것으로 알려져 있는데, 대략 6조원 규모로 추정된다고 하나, 정확하지는 않다. 이는 공식적인 비상장주식 거래 시장인 K-OTC 시장 거래규모의 30배가 넘는 규모인데, 수치의 정확성을 떠나, 그 규모가 무시하지 못할 정도로 크다는 사실은 명확해 보인다.

3.5 사설 장외주식 유통 시장의 부작용

비상장주식은 공개되어 있지 않기 때문에 그 자체로서 사적(Private) 특성을 가진다. 따라서 근본적으로 비상장주식의 거래 역시 사적으로 이루어질 수 밖에 없다. 오히려 모든 비상장주식을 공개적으로 거래하는 것은 그 자체로서 불가능할 뿐 아니라, 그로 인한 투자자 피해 등 부작용이 발생할 소지가 높다.

문제는 사적 거래 자체가 아니라, 사적 거래로 인하여 초래되는 여러 부작용일 것이다. 대표적인 부작용이 거래 사기이다. 조직화된 시장 내에서 거래가 이루어지지 않을 경우, 개인 간 거래에서 사기 피해가 발생할 수 있다. 사기 피해의 유형은 다양할 수 있는데,

대표적인 유형은 거래 대상 주식이 가짜이거나, 주식을 판매하였지만 판매대금을 받지 못하는 등 개인 간의 일반 상품 거래에서 발생할 수 있는 다양한 사기 피해 유형과 유사하다. 조직화된 시장 내의 거래가 아니기 때문에 규제나 감독이 존재할 수 없고, 사고 발생 시 이를 개인이 직접 해결해야 하는 등 여러 어려움이 발생한다. 따라서 비상장주식을 개인 간에 직접 거래를 할 경우에는 주권의 진위 여부 확인, 거래 상대방의 신분 확인, 매매계약서 체결 등 일반 상장주식 거래와 달리 추가로 수행해야 하는 절차들이 많다. 더구나 동일주권이 발행되지 않은 경우에는 회사의 주주명부를 명의개서 해야 하는데, 일반 투자자가 회사로 찾아가 주주명부 개서를 하는 것 역시 여러모로 불편할 수 있다.

이러한 비상장주식의 장외 거래에서 발생하는 불편 사항은 필연적으로 새로운 비즈니스를 창출하게 되는데, 이러한 비상장주식의 거래를 전문적으로 취급하는 장외주식 중개업체들이 생겨나게 된다. 장외주식 중개업체는 다양한 형태로 존재할 수 있는데, 단순히 거래의 불편함을 해결해 주는 역할을 하기도 하고, 원하는 비상장주식을 찾아주는 역할을 하기도 하며, 경우에 따라서는 직접 거래에 참여하여 시세 차익을 얻기도 한다. 문제는 이러한 장외 시장의 영역들이 그 동안 제도화되어 있지 않았기 때문에, 다양한 형태로 진화되고 발전될 수 있다는 점이다.

앞서, 정보 비대칭 하에서의 정보 욕구와 정보 조작에 대한 이야기를 한 적이 있다. 제도화 되어있지 않은 비상장주식 유통 시장에서는 이러한 정보 메커니즘이 더 강하게 작용한다. K-OTC에서 거래되지 않는 비상장주식은 사실상 정보를 얻는 것이 매우 제한적이다. 외감법상 감사를 받아야 하는 기업의 경우에는 DART 시스템을 통하여 감사보고서 등을 확인할 수 있으나, 외감법 상 감사 대상이 되지 않는 기업은 사실상 일반 투자자가 매출 규모를 확인하는 것조차 어렵다. 이러한 장외시장은 모든 주식시장 중에서 가장 정보 비대칭의 정도가 심한 시장이다. 특히, 비상장주식이 바이오테크 기업이라면, 그 중에서도 가장 정보 비대칭의 정도가 심한 경우라고 볼 수 있다. 제약이나 바이오 기업 역시

재무실적이 주가에 많은 영향을 미치겠지만, 투자자 입장에서 그 보다 더 중요하게 생각하는 것이 있는데, 바로 기술 수출 계약 체결 사실이나 임상 통과 사실 등에 관한 비재무적 정보이다. 신약 개발을 위해서는 상당한 자금이 투입되는데, 이는 재무적으로는 손실로 반영되어 재무제표 상으로는 나쁜 결과를 초래하지만, 신약 개발이 어느 단계에 도달하게 되어, 임상에서 성공하거나, 기술 수출 계약을 체결하게 되면, 상당히 큰 규모의 수익이 발생할 수 있게 된다. 따라서, 이러한 사실을 아는 사람과 모르는 사람은 정보의 내용은 간단함에도 불구하고, 그 정보를 통한 투자수익에는 매우 큰 차이를 보일 수 있다. 거래소에서는 이러한 사실이 주가에 매우 중대한 영향을 미칠 수 있기 때문에 엄격하게 즉시 공시하도록 하여, 정보 비대칭 상황을 최소화하고자 한다. 반면, 장외시장에서는 이런 공시 의무가 존재하지 않기 때문에, 정보 비대칭 상황은 신문 기사를 통해 발표되지 않는 한 지속될 여지가 높다.

정보 비대칭 상황이 심하게 되면, 투자자는 두 가지 선택을 하게 된다고 하였는데, 한 부류는 그 시장을 떠나 버릴 것이고, 또 다른 부류는 오히려 그 시장에 남아서 스스로 정보 우위를 점하려고 노력하는데, 이를 '정보 욕구'라고 표현하였다. 따라서, 정보 비대칭이 심한 시장일수록 정보 욕구가 강한 사람들이 남게 되어, 시장 내에서의 정보 욕구 수준도 더 심하게 높아지게 된다. 장외 시장의 투자자들은 일반적으로 공개된 정보 외에 비공개 정보를 얻기 위한 다양한 노력을 하고, 스스로 그러한 정보에 가까이 접근할 능력이 있다고 믿거나, 만약 그렇지 못하다면 적어도 그러한 정보 접근 능력을 가진 사람들을 찾으려고 노력할 것이다.

앞서 얘기한 대로, 이렇게 높아진 정보 욕구를 악용하려는 '정보 조작'이 있을 수 있다. 본 기고문에서의 정보 조작은 법률적인 위법 행위를 지칭하는 것은 아니며, 광범위한 정보 왜곡 현상으로 활용되고 있는데, 그런 의미에서 회사 경영자 또한 정보 조작을 할 수 있다. 초기 비상장회사의 특성상 회사 경영자와 주주가 분리되지 않은 경우가 많은데, 초기 기업의 회사 경영자는 회사의 미래 전망을 장밋빛으로 보는 경향이 있다. 이는 경영자가 투자자를 의도적으로 속이기 위해서라

기 보다는 실제 스스로 그렇게 믿고 있는 경우가 많다. 경영자는 자신의 사업 전망이 매우 밝기 때문에 여러 위험 요소에도 불구하고 창업에 도전하였을 것이므로, 경영자가 바라보는 회사의 미래는 당연히 밝을 수 밖에 없다. 하지만 일부에서는 의도적으로 회사의 미래를 과도하게 부풀리거나, 아직 체결되지 않은 계약이 조만간 체결될 것이라고 말하며 투자자를 유혹하는 경우도 있을 수 있다. 엄격한 공시 제도가 존재하지 않은 장외 시장에서는 이러한 경영자의 전망에 대해 규제를 할 수는 없을 것이고, 투자자가 이를 판별할 수 있는 역량이 필요하다. 회사 경영자에게 접근하기 어려운 일반 투자자에게 이러한 회사 경영자의 정보는 상당히 설득력 있게 다가올 가능성이 높고, 의심 없이 신뢰하는 경향이 있는데, 이는 매우 조심해야 할 것이다.

장외시장에서 가장 문제가 되는 정보 조작의 유형은 실제로는 정보 열위에 있음에도 불구하고 정보 우위에 있는 것처럼 거짓 행동하면서, 정보 욕구가 높은 사람들을 속이는 행위이다. 즉, 이러한 정보 조작은 단계적으로 이루어지는데, 처음부터 사람들을 속이려 하기 보다는, 먼저 자신이 정보 우위에 있음을 과시하려고 한다. 정보 비대칭 상황에서 대부분은 정보 열위에 위치할 수 밖에 없는데, 정보 열위임에도 불구하고 정보 우위에 있는 것처럼 보이기 위하여, 다양하지만 상당히 일관된 행동 패턴을 보이게 된다. 자신의 인적 네트워크나 재력 등을 과시하는 행동이 그 예이다. 정보 우위에 있다는 사실을 인정받게 되면, 그 다음 정보 조작은 쉽게 이루어질 수 있다.

3.6 비상장주식 유통시장에 관한 소고

비상장주식 시장은 정보 비대칭 문제로 인하여 정보 조작이나 왜곡 문제로 인하여 일반투자자들의 투자 피해의 위험이 높음에도 불구하고, 일반 투자자들이 제도화되지 않은 사설 중개사이트나 중개업체를 찾는 이유를 살펴보아야 한다. 일부 투자자들은 상장주식 보다 비상장주식의 위험이 더 크긴 하지만, 위험 대비 수익이 더 높다고 믿고 있다. 유동성이 없는 비상장주식이 IPO를 통하여 유동성을 공급받게 되면, 비유동성으



로 인한 할인(Illiquidity Discount)이 사라지면서 가치가 상승하는 것이기도 하지만, 정보 비대칭으로 인해 더 높은 수익을 낼 수 있다고 믿는 경우도 있다. 비상장주식 투자를 희망하는 투자자들은 많은 반면, 공식적인 유통 시장을 통하여 비상장주식에 투자할 기회는 많지 않기 때문에 투자자들은 공식적인 유통시장이 아닌 사설 유통시장을 찾게 된다. 비상장주식을 공식적으로 거래할 수 있는 K-OTC 시장이 있으나, 일반 투자자들이 투자하기 원하는 상장 가능성이 높고 성장성이 높은 회사는 많지 않다는 것은 K-OTC 시장이 앞으로 풀어야 할 과제이다. 제도권 내에서 투자자의 보호 장치가 마련된 비상장주식 유통시장이 필요하며, 그 유통시장이 투자자로부터 외면받지 않기 위해서는 투자자들이 원하는 종목들이 많이 등록되어 있어야 할 것이다.

비상장주식 유통시장의 발전을 저해하는 정보 조작의 문제를 개인의 윤리 문제에 국한하기 보다는 시장 메커니즘의 관점에서 바라보았으면 한다. 왜냐하면 개인의 윤리 문제로 국한하게 되면, 또 다시 정보 조작을 하려는 개인은 나타날 수 밖에 없기 때문이다. 물론 금융 시장에서는 무엇보다 윤리의식이 강조되어야 한다. 하지만 금융 시장 종사자들의 직업 윤리만을 강조하다 보면, 재발 방지에 한계가 있을 것이다. 아무리 윤리 교육을 강조하더라도 모든 사람의 윤리 의식이 똑같이 높아진다는 보장은 없다. 따라서 윤리의식과 함께 시장 메커니즘 역시 이러한 정보 조작으로 인한 문제가 발생

되지 않도록 제도적으로 보완될 필요가 있다.

본 기고문에서는 정보 조작이 정보 비대칭의 정도가 심할수록, 그리고 정보 욕구가 강할수록 더 쉽고 강하게 작용한다고 설명하였다. 따라서 정보 조작 유인을 낮추기 위해서는 정보 비대칭의 정도를 가능한 줄이고, 시장 내 정보 욕구의 정도도 낮추어야 할 것이다. 정보 비대칭의 문제는 비상장주식의 불가피한 특성이기는 하지만, 제도적으로 공개 범위를 늘리고, 이에 따른 부작용을 최소화하는 방향으로 진행되어야 할 것이다. 정보 욕구 부분은 사실 개인의 성향과 관련되어 있기 때문에, 윤리의 문제와 마찬가지로 이를 인위적으로 조정하는 것은 쉽지 않고, 대신 제공되는 정보의 양을 늘려주는 것으로 정보 욕구를 만족시켜 줄 수는 있을 것이다. 기존 상장시장의 공시 제도와 같이 정보 공개를 강제하기보다는 자발적인 정보 제공을 촉진할 수 있는 방안을 모색할 필요도 있다. 하지만 이 역시도 한계가 있을 것으로 보여지고, 제도적으로 이를 보완할 방법을 찾아야 할 것인데, 개인의 정보 욕구를 통제할 수 없다면 적어도 시장 전체의 정보 욕구를 낮추기 위하여 시장 참여자를 제한하는 것도 신중하게 고려되어야 할 것이다.

본 기고문에서 이러한 문제를 해결하기 위한 방안을 모두 제시하는 데는 한계가 있다고 판단되어, 대신 미국의 비상장주식 유통시장 현황을 살펴봄으로써, 현재 우리나라의 비상장주식 거래 제도를 어떻게 개선해 나갈 것인지를 고민하는 분들에게 도움이 되기를 바란다.

4 미국 비상장주식 유통 시장 현황

4.1 미국 비상장주식 유통 시장의 동향

미국의 비상장주식 유통 시장을 살펴보기로 한 것은 미국의 금융시스템 자체가 선진 시스템이기도 하지만, 무엇보다 미국 역시 현재 우리와 비슷한 고민을 미리 했던 것으로 보이기 때문이다. 2011년 The Wall Street Journal에 실린 ‘Investor Criticizes Shadow Market’ 기사를 보면, 실리콘밸리의 유명한

벤처캐피탈리스트인 Ben Horowitz는 비상장주식이 거래되고 있는 음성화된 Shadow Market이 금융당국의 규제를 받지 않아 많은 문제를 발생시킨다고 지적하고 있다. 2011년도 실리콘밸리에서는 Facebook, Twitter와 같은 테크 기업이 급성장하고 있었으며, 이들 기업의 IPO에 대한 기대감으로 한층 달아올라 있었다. 실제 Facebook은 2012년 5월에, Twitter는 2013년 11월에 각각 IPO에 성공하였는

데, 이들 주식들이 상장되기 전인 2011년에는 비상장주식 유통시장에서 이들 주식에 대한 상당히 많은 거래가 있었다. Horowitz는 정보 비대칭이 있는 비상장주식 유통시장은 종종 비상장주식의 가격을 지나치게 부풀리고 있으며, 이는 결국 소액투자자들의 피해로 돌아갈 수 있다고 경고하였다. 그럼에도 불구하고 금융규제기관인 SEC는 바라만 보고 제대로 규제할 생각도 하지 않는다고 비판하였다. SEC는 2011년부터 1여년간 비상장주식 유통 시장에 대하여 긴밀한 조사를 벌였고, 2012년에 Facebook, Twitter 등 비상장주식의 중개 유통플랫폼이었던 SharesPost사에 대하여 Broker-Dealer 등록을 하지 않았다는 이유로 8만불의 과징금을 부과하였고, 그 회사의 CEO인 Greg Brogger에게도 2만불의 과징금을 부과하였다. SharesPost와 그 회사의 CEO는 SEC의 결정을 바로 수용하였으며, 이후 2013년 NASDAQ과 함께 비상장주식 유통플랫폼인 NASDAQ Private Market (NPM)을 조인트벤처 형식으로 공동 설립하였다. 2015년 NASDAQ이 SharesPost가 가지고 있던 NPM의 지분을 인수함에 따라 NPM은 NASDAQ의 자회사가 되었으며, 또다른 비상장주식 유통플랫폼이었던 SecondMarket까지 NPM이 인수하게 됨에 따라, 사실상 NPM이 기존의 SharesPost와 SecondMarket을 통합하게 된다.

4.2 NADAQ Private Market의 주요 제도와 의의

SharesPost는 Gregg Brogger에 의해 2009년 6월에 설립된 온라인 플랫폼 회사인데, 비상장주식 유통시장에서는 상장시장에 비하여 충분한 정보가 제공되지 않다는 점에 착안하여 사업을 시작하였다고 한다. SharesPost보다 앞선 2004년 Berry Silbert는 SecondMarket을 설립하였는데, SecondMarket은 비상장주식 뿐만 아니라, 유동성이 부족한 다양한 금융상품을 거래할 수 있는 온라인 유통 플랫폼이었다. SharesPost와 함께 공동 출자되어 설립된 NPM이

2015년 SecondMarket까지 인수함에 따라, NPM은 사실상 미국의 대표적인 비상장주식 유통플랫폼이 되었다. NPM에서의 비상장주식 거래는 경매방식으로 진행되며, 매수자와 매도자가 NPM에 사고자 하는 주식의 수와 팔고자 하는 주식의 수를 제시하면, NPM이 이를 연결하는 브로커 역할을 수행하며, SEC와 FINRA에 브로커·딜러로 등록되어 있다.

우리나라의 경우에는 NPM 시장과 유사한 형태의 온라인 유통 플랫폼이 다수 존재하나, 규제당국에 등록되어 규제를 받고 있는 곳은 없는 것으로 알고 있다. NPM에는 다양한 제도가 있는데, 이 중 몇 가지 주요 제도의 특징과 그 의미를 살펴보고자 한다.

첫째, 금융규제당국의 규제를 받는다. 앞서 SharesPost의 과징금 사건을 설명하였지만, 미국에서도 초기에는 이를 규제할 생각을 못 했던 거 같다. 하지만 Facebook과 Twitter 같이 비상장주식이지만 상장 후 큰 수익을 얻을 수 있는 종목들이 등장하면서, 비상장주식 유통시장의 규모가 커지고, 그에 따른 관심이 높아지면서 자연스럽게 규제당국 역시 관심을 가지게 된 것이겠지만, 우리나라 역시 이제는 일반 투자자들이 사설중개사이트에서 주식을 거래하도록 내버려둘 것이 아니라, 이를 감독하고 규제할 필요가 있다. 하지만, 한국거래소가 또다시 비상장주식 거래를 위한 유통플랫폼을 만들 것인지에 대해서는 신중할 필요가 있고, 민간기업이 유통플랫폼을 만들어 운영하는 것이 효율적일 수 있다. 다만, 금융규제당국에 등록되어 필요한 만큼의 규제는 받는 것이 투자자 보호를 위해 적절할 것이다. '정보 조작' 위험이 있는 비상장주식 유통시장은 이러한 규제를 통하여 적절히 감시 받는 것이 타당해 보인다.

둘째, 시장참여자를 제한하고 있다. NPM에서 거래를 희망한다고 해서 아무나 거래를 할 수 있는 것은 아니다. 엄격한 심사 과정을 거쳐서 전문투자자(Accredited Investor)로 승인을 받아야만 회원으로 등록되어 거래를 시작할 수 있다. 앞서 여러 차례 언급을 하였으나, 비상장주식 유통시장은 특히 위험이 높은 시장이다. 정보가 충분하지 않고, 정보 욕구를 악용하여 정보 조작을 하는 경우도 많아서, 일반 소액



투자자는 손실 볼 가능성이 높은 시장이다. 일반 소액 투자자가 조작된 정보를 적절히 가려내지 않아 비상장 주식 투자를 통하여 손실이 발생할 경우, 투자자 입장에서는 억울할 수 있고, 결국 소송 등 법적 절차를 통해 이를 만회하려고 할 수 있다. 억울한 피해를 입은 투자자들을 법적인 힘을 통하여 구제할 필요는 있겠으나, 그러한 소송이 반복되고 있다면 이를 사전에 방지할 필요가 있다. 그러한 위험 요인을 알면서도 비상장주식 거래에 참여하는 것을 제도적으로 제한하는 것이 적절한지에 대한 논란이 있을 수 있으나, 일반 투자자 보호 장치 마련이 어렵다면 시장 참여 자체를 제한하는 것이 차선책으로서 적절한 보호 장치가 될 것이다. 이는 개인의 '정보 욕구'는 직접적으로 조절하기 어렵더라도 시장 전체의 '정보 욕구'는 낮출 수 있는 방안이 될 수 있다. 다만, 일반투자자의 시장 참여를 제한할 경우, 다시 일반투자자들이 제도권이 아닌 비제도권에서 거래를 할 가능성이 높다. 따라서 일반투자자의 시장 참여를 제한하더라도 그들이 제도권 범주 내에서 비상장주식에 대한 투자 기회를 마련할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다.

셋째, 등록회사는 공시의무가 있다. 등록회사는 회계감사를 받은 재무 관련 정보, 위험요소, 자본금현황, 매매대상 주식에 대한 회사의 권리 및 제약에 관한 정보, 회사의 업무 개요 등을 유통 플랫폼에 제공하여야 한다. 비상장주식 유통시장의 특징인 정보 비대칭 문제를 해결하기 위하여, 등록기업에 공시의무를 부여하고 있다. 재무제표는 회계감사를 받도록 하고 있는데, 적어도 시장에서 거래되기 위해서는 그 자산규모에 상관없이 회계감사를 받도록 하는 것은 당연한 일이다. 재무 정보 이외에도 중요 계약 사항 등 투자자로서 알아야만 하는 사항들은 모두 공개를 하도록 하고 있다. 이는 '정보 비대칭' 문제를 해결하기 위한 가장 근본적인 조치이다.

넷째, 투자자는 정보비밀의무가 있다. 투자자의 정보비밀의무는 앞서 등록회사의 공시의무와 연결되어 있다. 특히 초기 기업의 경우에는 영업비밀 유지가 매우 중요하다. 이제 사업을 시작하는 경우, 경쟁사들이 영업비밀을 알게 되면, 사업 자체를 시작하기도

전에 문을 닫아야 하는 상황이 벌어질 수 있다. 그럼에도 외부투자자들로부터 자금을 조달하기 위해서는 회사의 정보를 모두 공개할 수 밖에 없는 딜레마에 빠지게 된다. 따라서 미국의 유통플랫폼에서는 회사에게 공시의무를 부여함과 동시에 투자자들에게 정보비밀의무를 함께 부여하고 있다. 전문투자자들은 회사로부터 얻은 정보를 회사의 사전동의 없이 외부에 공개할 수 없는 의무가 있는 것은 특히 초기 기업들을 위한 조치로 보여진다. 또한 정보비밀의무는 '정보 조작'의 가능성도 낮출 수 있다. 정보비밀의무는 가짜 전문가 행세를 하는 사람들로 하여금 정보 이용을 제한하게 하는 결과를 가져올 수 있다.

다섯째, 등록회사는 우선매수선택권(Right of First Refusal)을 가진다. 회사는 자신의 선택으로 주식 매수 예정자를 거부하거나 주식을 우선적으로 매수할 수 있는 권한을 가진다. 이 역시 초기 기업의 특성을 잘 감안한 제도로 보여지는데, 초기 기업의 주주는 일반 상장 기업의 주주와 다르다. 초기 기업일수록 주주의 영향이 높은 편인데, 초기 기업의 주주는 사업의 파트너로서의 역할도 함께 하는 경우가 많다. 회사의 사업 전략을 함께 구상하기도 하고, 회사의 영업을 위해 직접 노력하기도 하며, 회사에 필요한 인재를 소개해 주는 역할도 한다. 회사의 영업비밀도 많이 알게 되며, 심지어 회사의 가치에 영향을 미치기도 한다. 그런 면에서 초기 기업은 어떤 주주로부터 투자를 받을 것인지를 진지하게 고민한다. 그런데 유통 플랫폼을 통하여 회사의 의지와는 상관없이 주식을 샀다는 이유로 회사의 주주가 될 경우, 회사 입장에서는 난처한 상황이 생길 수 있다. 회사의 경쟁회사 또는 그 임원이 주주로 참여할 경우, 영업비밀이 유출될 수 있고, 사회적으로 비난을 받거나 문제가 있는 사람이 주주로 참여할 경우, 회사의 평판에 문제를 일으켜, 회사의 가치를 떨어뜨릴 수 있다. 따라서 이런 문제를 해결하기 위해, 미국의 유통플랫폼에서는 회사에 우선매수선택권을 부여하여, 혹시 원하지 않는 사람이 주주로 참여하는 것을 제한할 수 있는 권한을 부여해 주고 있다.

여섯째, 거래과정이 투명하다. 중개브로커에 의해

서 거래가 진행되며, 중개브로커는 거래에 앞서 신분증 사본, 주권, 매도자적격성 질의응답서 등 필요 서류의 제출을 요구하며, 중개브로커가 필요 서류를 모두 검토 후 문제가 없다고 판단될 경우, 주식매매계약서가 체결된다. 우리나라에서는 개인 간에 비상장주식 거래가 빈번하지만, 이를 제도적으로 규정하고 있지 않아, 거래 시 사고가 발생할 위험이 높다. 미국의 유통플랫폼에서는 전문적인 중개브로커가 거래에 관여함으로써 온라인 상에서의 거래라 할지라도 거래사기 피해를 최소화하고 있다.

일곱째, SharesPost 100 Fund가 있다. 벤처캐피탈이 투자하고 있고, IPO 가능성이 높은 후기 단계에 있는 기업 중 상위 100개를 선정하여 만들어진 펀드인데, 이 펀드에 투자를 원하는 투자자는 전문투자자일 필요가 없고, 최소투자금액은 2,500불이다. 일종의 비상장주식 펀드인데, 이는 앞서, 두번째 특징인 시장참여자의 제한과 연결되어 있다. 정보 조작이나 왜곡이 발생할 수 있는 비상장주식 유통시장의 특성상 시장참여자를 제한할 필요가 있는데, 그럼에도 불구하고

고 이 시장에 참여하고자 하는 사람들을 어떻게 할 것인가의 고민에서, 이러한 펀드가 좋은 해결책이 될 것으로 믿는다. 전문투자자 요건을 충족하지 못하는 일반투자자들의 비상장주식에 대한 직접 투자는 제한하되, 펀드를 통한 간접투자를 통하여 비상장주식에 대한 투자 기회를 부여하는 것이다. 만약 일반 투자자에게 간접적으로나마 비상장주식에 대한 투자 기회를 부여하지 않는다면, 또다시 일반 투자자들은 금융규제 당국에 등록되지 않은 사실 중개 플랫폼을 찾게 될 수 있다.

지금까지 미국의 비상장주식 유통 플랫폼인 NPM의 주요 제도를 살펴보았다. 우리나라의 시장환경을 무시하고 무조건 미국의 제도를 모방하는 것은 분명 또 다른 부작용을 초래할 수 있다. 다만 미국의 유통플랫폼이 그러한 제도를 만들게 된 데는 아마도 우리와 비슷한 고민에서 출발하여 이를 보완하기 위해 만들어진 제도일 것이라 생각된다. 주요 제도의 특징과 그 의의를 고려하여 앞으로 한국 실정에 맞는 비상장주식 유통시장이 등장하기를 기대해 본다.

5 비상장주식과 정보의 관련성

지금까지 '정보'에 대해 여러 차례 언급을 하였는데, 이번에는 그 '정보'에 대해 좀더 자세히 이야기 하고자 한다. 흔히들 벤처캐피탈리스트들은 발로 뛰어야 한다고 한다. 발로 뛰어야 한다는 것은 그만큼 정보를 얻기 어려워서 다양한 사람들을 만나고, 회사를 직접 찾아가 보면서 능동적으로 정보를 습득해야만 한다는 것을 의미한다. 일반 상장주식 투자자들처럼 커다란 모니터 앞에 앉아서 차트나 그래프를 보면서 투자할 수는 없는 것이 비상장주식 투자자의 고충이기도 하다. 투자자 입장에서 어떤 정보가 필요한지를 알아야, 유통시장에서 어떤 정보를 공개하도록 할 것인지를 결정할 수 있기 때문에, 어떤 정보가 비상장주식 투자에 필요한지를 설명하고자 한다.

투자에 필요한 정보는 크게 재무적 정보(Financial

Information)와 비재무적 정보(Non-Financial Information)로 구분할 수 있다. 재무적 정보는 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 재무제표에서 제공되는 정보 외에도, 각종 수치를 상호 비교한 재무비율분석자료 등도 포함된다. 일반적으로 주식 투자를 하려면 회계지식이 필요하다고 하는 것은 이런 재무적 정보를 분석할 수 있는 능력이 필요하기 때문이다.

주식 투자를 해 본 투자자라면 재무적 정보에 대해서는 비교적 잘 이해를 하겠지만, 비재무적 정보에는 어떤 정보들이 반영되어야 할 것인지 궁금해 할 수 있다. 전문투자자들은 오랜 투자 경험을 통하여 다양한 자신만의 투자 프레임에 갖추고 있으며, 투자 시 고려하는 비재무적 정보가 개인마다 다를 수 있다. 여기서는 John R. M. Hand가 2004년에 The



Accounting Review에 발표한 ‘The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market’이라는 논문을 참고하여 설명하고자 한다.

Hand는 IPO 전후 시점의 미국 내 바이오테크 기업을 대상으로 재무적 정보와 비재무적 정보가 회사의 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구를 하였다.

특히 비재무적 정보를 선정하기 위하여, Hand는 과거 여러 논문을 참조하여, 그 동안 가치연관성(Value Relevance)이 있다고 입증된 변수를 찾아 다음과 같은 변수를 비재무적 정보로 활용하였다.

(1) AMEX Biotechnology Index : 미국 거래소에서 발표하는 상장된 바이오테크 기업의 인덱스인데, 이미 상장되어 거래되고 있는 바이오테크 기업의 주가가 높을수록 상장되지 않은 바이오테크 기업의 투자시 산정된 가치인 증자 전 기업가치(pre-money value) 역시 높았다는 연구가 있다. 비상장주식이라도 상장시장의 상황에 비교적 민감하게 반응하는 편인데, 주로 IPO를 염두에 둔 투자이기 때문에, 상장시장의 인덱스 지표는 매우 중요한 비상장주식 투자의 정보인 셈이다.

(2) 기업의 업력 : 오래된 기업일수록 기업의 가치가 높았다는 것인데, 기업의 업력이 오래될수록 기업의 위험이 낮아지는 것이 원인으로 분석된다.

(3) 특허의 범위 및 수 : 특허를 많이 보유한 기업일수록 기업의 가치가 높았다는 것인데, 특히 바이오테크 기업의 경우에는 이러한 현상이 더 강할 수 있다. 하지만, 실제 특허를 많이 보유했다고 해서 더 좋은 기업이라고 단정지을 수는 없을 것이다.

(4) 전략적 제휴 기업의 수 : 바이오테크 기업의 경우, 제약회사와 전략적 제휴를 맺고 있는 경우와 그렇지 않은 경우 벤처캐피탈리스트가 평가한 가치에 있어 많은 차이를 보일 수 있다. 전략적 제휴 기업이 많을수록 기업의 가치가 높았다고 한다.

(5) 투자 유치를 전략적 투자자가 주도했는지 여부 : 벤처캐피탈 펀드가 아닌 일반 기업 즉 전략적 투자자가 투자 유치를 주도하였는지 여부가 기업

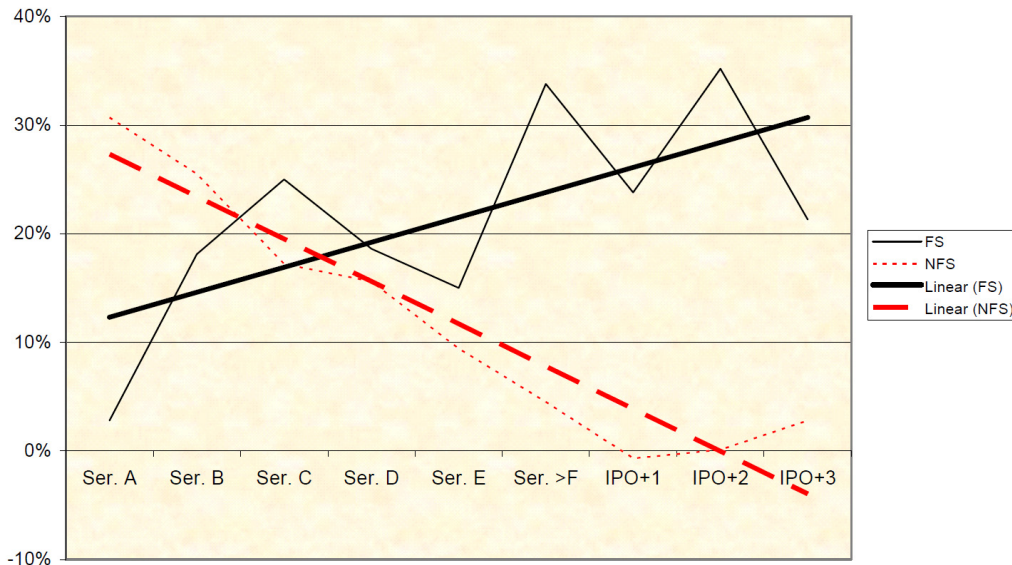
가치에 영향을 미쳤다고 한다. 연구에 따르면, 일반 기업이 투자 유치를 주도한 경우, 더 높은 가치를 인정 받았다는 것인데, 이는 일반 기업의 경우 피투자기업과의 전략적 시너지 창출 가능성이 높다고 평가했기 때문이다.

Hand의 논문에서는 계량적 분석을 위해, 비재무적 정보이지만 수치화할 수 있는 정보를 활용하였으나, 실제 비상장주식 투자에서는 이보다 훨씬 다양한 비재무적 정보를 분석하고 있다. 상장주식 투자의 경우와 크게 다르지 않겠으나, 아직 조적이 갖추어지지 않은 초기 기업을 투자할 경우에는 특히 경영자의 자질과 경영능력을 매우 중요한 고려사항으로 분석하게 된다.

Hand의 논문에서 특히 관심 있게 살펴 볼 내용은 <그림 1>에서 나타나는 바와 같이 재무적 정보와 비재무적 정보의 가치 연관성이 기업의 성숙도에 따라 다르다는 실증 분석 결과이다. 재무적 정보의 경우에는 기업의 성숙도가 높아질수록 가치 연관성이 뚜렷하게 증가하는 반면, 비재무적 정보의 경우에는 오히려 기업의 성숙도가 낮을수록 가치 연관성이 더 증가한다는 것이다. 다시 말해, 초기 기업일수록 재무적 정보가 아닌 비재무적 정보가 기업의 가치 산정에 더 많이 반영되고, 성숙 기업일수록 재무적 정보가 비재무적 정보에 비하여 가치 산정에 더 많은 영향을 미친다는 것이다.

비상장주식의 유통시장에서 공시의무를 부과할 경우, 어떤 정보를 공개할 것인지에 대해 참고할 만한 내용이다. 초기 기업의 경우에는 재무적 정보가 기업 가치에 크게 영향을 미치지 않고, 오히려 비재무적 정보가 기업 가치에 많은 영향을 미치게 된다. 특히 초기 기업이 바이오테크 기업이라면 이는 더욱 자명한데, 특허 등 기술에 관한 내용, 임상실험 진행 사항, 제약회사 등과의 전략적 제휴, 기술 수출 계약 여부 등 비재무적 정보가 정확히 공개될 필요가 있다. 현재 유가증권시장이나 코스닥 시장에서와 동일한 수준의 공시의무를 부과하는 것은 무리일 것이고, 기업의 공시 부담을 최소화하면서 투자자들의 투자 의사결정에 반드시 필요한 정보, 특히 비재무적 정보가 공개될 필요가 있다.

〈그림 1〉 IPO 전후 단계에서 재무정보와 비재무정보의 가치연관성⁷⁾



출처 : John R. M. Hand, 2004, The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market, The Accounting Review⁸⁾

[6] 결 언

비상장주식만이 가지는 독특한 투자 매력 때문에 많은 투자자들이 비상장주식 유통 시장에 참여하고 있다. 비상장주식 유통시장에서 크고 작은 문제가 발생한다고 해서, 이를 강하게 통제하거나, 비상장주식 투자 자체를 제한하는 것이 근본적인 문제를 해결하는 방안이 될 수 없을 것이다. 그렇다고 해서, 금융감독기관이 손 놓고 무심하게 바라만 보고 있는 것도 문제 해결에 도움이 되지 않는다. 영화 제목과 같이 ‘냉정과 열정

사이’ 어딘가 적절한 수준의 제도가 마련될 필요가 있다.

한국거래소와 한국금융투자협회에서도 비상장주식 유통시장의 활성화를 위한 많은 노력을 하였다. 그 결과로서 코넥스 시장과 K-OTC와 같은 새로운 시장이 등장하여 나름 긍정적인 역할을 해 주었다. 하지만 거래 규모 면에서 여전히 부족한 게 사실이다. 앞으로 제도 개선을 통하여 이를 보다 활성화한다면 회수 시장으로서 건강하게 성장해 나갈 것으로 믿는다.

7) Hand 논문의 일부를 발췌하였으며, 원제는 ‘Value Relevance of Financial Statement Data (FS) and Non-Financial Statement Information (NFS) within and across the Pre-IPO Venture Capital and Post-IPO Public Equity Markets’이며, 이를 간단히 번역하였다.

8) 1992년부터 2003년까지 204개 미국 바이오테크 기업을 토대로 분석한 결과이며, Y축은 가치 연관성(Value Relevance)의 정도를 나타내며, X축은 자금조달 단계를 표시하고 있다. 실무적으로 자금조달 단계를 구분하기 위하여 시리즈 A, B, C 등으로 부르고 있다. 가치연관성은 각 자금조달 단계에서의 증자 전 기업가치(pre-money value)와 재무 정보 및 비재무 정보 간 회귀분석을 통하여 산출된 조정 결정계수(adjusted R²)를 통하여 산출하였다. VR(FS)는 각 자금조달 단계에서의 증자 전 기업가치와 재무정보 및 비재무정보 간 회귀분석을 통하여 산출된 조정 결정계수에서 증자 전 기업가치와 비재무정보 간 회귀분석을 통하여 산출된 조정 결정계수를 차감한 수치이며, VR(NFS)는 각 자금조달 단계에서의 증자 전 기업가치와 재무정보 및 비재무정보 간 회귀분석을 통하여 산출된 조정 결정계수에서 증자 전 기업가치와 재무정보 간 회귀분석을 통하여 산출된 조정 결정계수를 차감한 수치이다. Linear(FS)와 Linear(NFS)는 각각 VR(FS)와 VR(NFS)의 최소자승법(OLS)에 의한 기울기로 표시하였다.



본 기고문에서는 정책적 대안을 제시하는 데 한계가 있었다. 대신 미국의 비상장주식 유통 플랫폼인 NASDAQ Private Market(NPM) 제도를 살펴봄으로써 일부 참고할 만한 제도를 소개하였다. 비상장주식 유통플랫폼도 감독기관에 등록되어 있다는 점, 시장참여자가 전문투자자로 제한되어 있다는 점, 등록회사는 공시의무가 있다는 점, 투자자는 비밀유지의무가 있다는 점, 등록회사가 주식 거래에 대한 우선매수선택권을 갖는다는 점, 거래과정이 중개브로커에 의해

투명하게 이루어진다는 점, 전문투자자가 아니더라도 비상장주식 펀드에 간접 투자할 기회가 있다는 점을 하나씩 설명하였다. 미국의 제도를 무조건 모방해서는 안 되겠지만, 현재 우리나라 비상장주식 유통시장 활성화를 위해 참고는 될 것이다. 또한, 초기 기업일수록 재무적 정보보다는 비재무적 정보가 기업 가치 산정에 더 큰 영향을 미친다는 점을 감안하여, 비상장주식 유통 시장에서의 정보 공개는 재무적 정보 이외에도 비재무적 정보 역시 공개될 필요가 있다는 점을 언급하였다.

참 고 문 헌

벤처캐피탈협회, 2016, VC Report '15년 실적 및 '16년 전망

남재우, 박용린, 천창민, 2015, 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점, 자본시장연구원

한국거래소, 2015, 2016 코넥스시장의 이해

한국금융투자협회, 2016, 2016년 K-OTC시장 기업분석

John R. M. Hand, 2004, The Value Relevance

of Financial Statements in the Venture Capital Market, *The Accounting Review*

George Akerlof, 1970, The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*

Michael Hickins, 2011, Investor Criticizes 'Shadow' Market, *The Wall Street Journal*