

■ 영화 “작전”을 통해 고찰해 본 우회상장 건전화의 필요성



김 갑 래
한국증권연구원
금융투자산업실 연구위원

- 우회상장의 기본 개념
- 우회상장의 원인
- 벤처캐피탈의 선순환 구조
- 우회상장 건전화의 의의

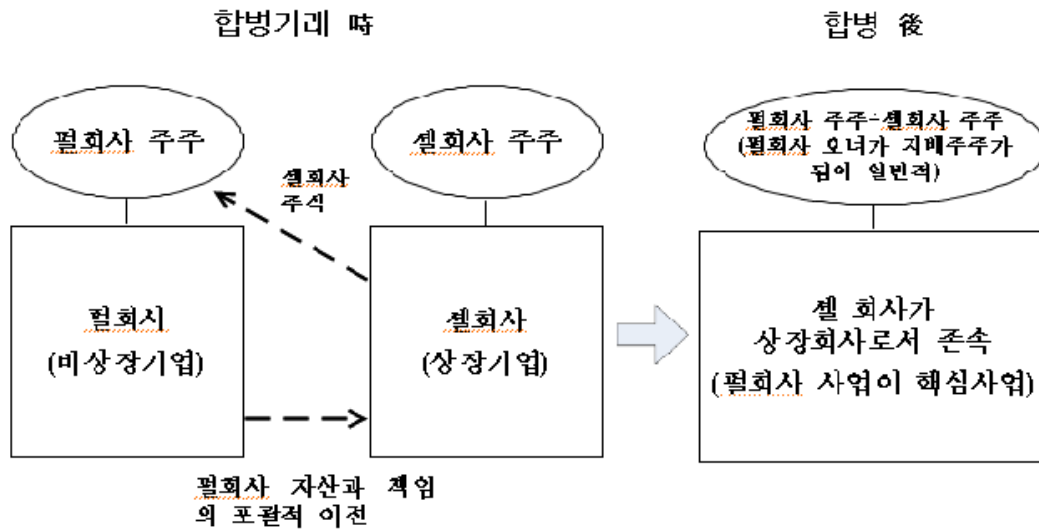
최근 “작전”이라는 한국 영화가 개봉되었다. 본 영화는 우회상장 관련 주식의 불공정거래, 속칭 우회상장 테마주 주가조작을 소재로 만들어졌다. 동 영화의 스토리 라인은 다음과 같다. 평범한 직장인으로서 성실하게 일해서는 상류층에 편입될 수 없다고 판단한 주인공 강현수는 인생역전을 꿈꾸며 주식투자에 손을 댈다. 강현수는 개인 전업투자자로서 번번히 주식시장에서 실패를 거듭해오다 작전주 하나를 추격하여 전매도 함으로써 작은 성공을 맛보게 된다. 그러나 작전 세력에게 발각되어 결국 새로운 주식작전에 트레이딩을 담당하는 팀원으로 참여하게 된다. 해당 주식작전은 작전세력이 부실한 상장 건설회사의 대주주와 공모하여 동 회사 주식을 매집한 후, 성공이 불확실한 첨단환경기술을 개발하고 있는 비상장 벤처기업과의 합병을 재료로 상장부실기업의 주가를 띄운 후, 주주총회의 합병결의 공시 등에 의해 해당 주식에 대한 관심이 고조된 시점에서 보유 주식물량을 개인투자자들에게 떨고 나오는 펌프&덤프(Pump&Dump)를 기본 스킴으로 한다. 주가조작 작전이 진행되는 동안 작전 플레이어들은 외부적으로 주식시장의 일반투자자(속칭 “개미”)를 속임과 동시에 내부적으로 서로에 대한 배신과 기망을 거듭하게 된다. 결국 주인공 강현수는 개과천선하게 되고 영화는 헐리우드적 해피엔딩으로 막을 내린다.

영화 “작전”은 무자본 특수법인인 금융감독원의 조사역을 공무원으로 잘못 묘사하고, 시세조종 및 부정거래행위를 한 주인공이 불공정거래에 대한 배상책임⁰¹⁾ 등을 부담하지 않고 해당 작전주식을 장기보유함으로써 부자가 되는 것으로 엔딩을 설정하는 등 현실성이 떨어지는 몇 가지 측면이 있다. 그러나 본 영화의 의의는 주가조작 작전을 현실성 있게 세부적으로 잘 묘사 하였다는 점이 아니라 우리 주식시장의 구조적 문제점을 고발한 점에서 찾아야 할 것으로 보인다. 지난 2월 4일 자본시장법의 시행과 맞물려 영화 작전은 우리나라 주식시장의 건전한 발전에 관한 하나의 화두를 던지고 있다. 영화 속에서 주식시장은 일반 서민에게는 인생역전의 한방을 꿈꾸는 희망터로, 작전 플레이어들에게는 일반 개인투자자들의 탐욕과 공포(greed and fear)를 이용하여 부정이익을 취하는 장소로 인식되어 있다. 그러나 이러한 인식은 주식시장에서 기업은 성장을 위한 자금을 조달하고 일반투자자는 기업의 발전에 비례하여 부를 증대시킨다는 자본시장의 순기능과는 거리가 멀다. 금융위기의 극복과 자본시장법 체제의 정착이라는 이중 과제를 안고 있는 현 시점에서, 기업금융 특히 벤처기업의 자금조달과 벤처투자자의 투자회수를 위한 인프라로서 주식시장을 건전하게 육성하기 위한 더욱 많은 논의가 필요한 것으로 보인다. 이러한 논의는 오랫동안 우리 주식시장에서 주가조작의 테마가 되어 왔던 우회상장의 원인 및 대책과도 깊은 관련이 있다. 본고에서는 우회상장의 기본 개념을 살피고, 그 원인을 벤처캐피탈 사이클의 관점에서 규명한 후, 우회상장 건전화의 대책과 그 의의에 대해서 논해 보고자 한다.

우회상장의 기본 개념

우회상장(backdoor listing)이란 비상장기업이 정규 상장절차를 거치지 않고 상장기업과 기업결합을 통하여 상장효과를 거두는 금융기법을 의미한다. 우회상장의 도구로 이용되는 상장회사를 통상 셸(shell)회사라고 칭하며 셸회사와 기업결합하는 비상장회사를 펄(pearl)회사라고 칭한다. 우회상장의 결과 합병법인은 펄회사의 사업을 주력사업으로 하게 되어 결국 셸회사는 펄회사에 상장지위만을 물려주고 펄회사가 합병 후 존속회사로서 남는 효과를 거두게 된다. 우회상장은 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수 및 제3자 배정, 주식스왑, 현물출자 등 다양한 방식으로 행해진다. 그 중 합병 방식의 우회상장이 가장 보편적인 방식이라 할 수 있다. 영화 “작전”에서 작전세력은 첨단환경기술을 보유한 비상장 벤처기업인 한결(펄회사)을 부실 상장기업인 대산토건(셸회사)과 합병하는 형식의 우회상장을 시도한다. 합병을 통한 우회상장의 기본구조는 아래 그림과 같다.

합병 방식에 의한 우회상장 구조

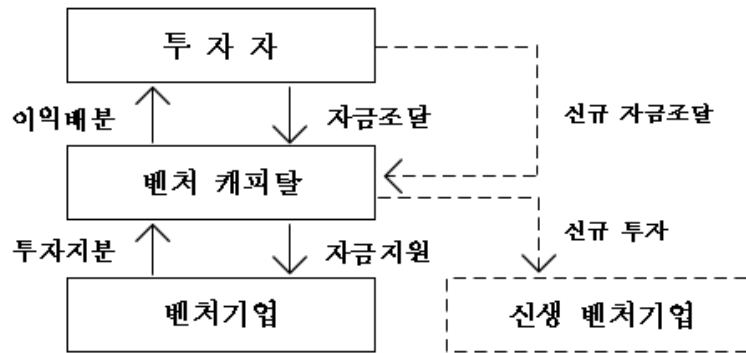


우회상장은 성장가능성이 높은 우량 비상장기업에게 상장편의를 제공하여, 동 기업이 주식시장에서 직접 자금을 조달받을 수 있게 만들며, 비상장기업의 우수한 첨단기술과 상장기업의 경영 및 마케팅 노하우가 결합함으로써 시너지 효과를 창출할 수 있는 잠재적 장점이 있다. 그러나 우회상장은 상장규정 등 기존의 증권규제를 회피하기 위해 개발된 금융기법이라는 점에서 비정상거래 혹은 불공정거래 행위와 결합하기 쉽다. 실제로 우리 주식시장에서 다수의 우회상장은 상장요건에 미달하는 비상장기업과 부실한 상장기업이 결합함으로써, 비상장기업의 상장심사 우회수단 혹은 상장기업의 시장 퇴출 회피수단으로 악용되어 왔다. 특히 2000년 닷컴버블 붕괴기에 A&D(Acquisition & Development: 인수 후 개발)라는 금융기법으로 포장된 우회상장이 주가조작의 온상이 된 이래로 우회상장은 우리나라 주식시장 특히 코스닥시장의 투명성과 신뢰성을 훼손하는 고질적인 문제점이 되어 왔다. 주가조작이 있다고 일률적으로 말할 수는 없지만, 우회상장된 기업의 주가패턴을 살펴보면 대부분 상장 후 차익실현 물량 등으로 인해 주가가 폭락하는 양상을 보여 왔다. 2006년 6월 금감위(현 금융위원회)가 코스닥시장 “우회상장 관리강화 방안”을 발표한 이래로 우회상장에 대한 규제는 강화되고 있는 추세이다. 이러한 우회상장 요건 강화로 인해 우회상장에 참여하는 기업들의 수준이 조금씩 높아지는 것은 사실이다. 그러나 아직까지 우회상장 기업은 실적 면에서 좋지 않으며 주가흐름에 있어 매우 비정상적인 패턴을 보이고 있다. 이로 인해 우회상장 주식에 투자한 개인투자자들의 주가 하락으로 인한 피해는 계속되고 있다. 불건전한 우회상장이 만연하면 일반투자자들은 해당 주식시장에 대한 신뢰를 잃고 되고 그 시장은 레몬시장(lemon market)이 될 가능성이 높다.

우회상장의 원인

최근 증권감독체계가 강화되어 감에 따라 영화 “작전”에서 묘사된 형태의 시세조종 등 불공정거래행위는 추세적으로 줄어들 것으로 기대된다. 그러나 우리나라 금융시스템이 불건전한 형태의 우회상장을 구조적으로 유발하고 있다면 이에 대한 근본적인 대책 마련이 필요하다. 이러한 구조적 문제를 해결하기 위해 왜 우회상장이 우리 주식시장 특히 코스닥시장에서 빈번하게 발생하는지 그 원인을 확인해 봐야 한다. 영화 “작전”은 우회상장 기업의 주가를 조작하는 작전세력과 대박의 꿈에 눈이 멀어 작전세력에 놀아나는 개미투자자들에 초점을 맞추었다. 그러나 기업금융의 측면에서 볼 때, 영화에 등장하는 비상장 벤처기업의 오너에 주목할 필요가 있다. 영화에 등장하는 수질 개선 박테리아에 관한 환경산업기술을 개발하는 벤처기업 한결은 자금난에 봉착하여 연구개발이 어렵게 되자 부실 상장기업인 대산토건과의 합병방식의 우회상장을 통한 자금조달의 유혹에 빠지게 된다. 벤처기업은 기업 성장단계에 맞추어 다양한 위험인수성향의 사모투자자(private equity investors)들로부터 자금지원을 받은 후, 기업이 성숙 단계에 이르면 초기 투자자들이 기업공개(IPO)나 인수·합병(M&A) 등을 통하여 자금을 회수하고, 해당 벤처기업은 공개기업으로서 주식시장에서 일반투자자들로부터 자금을 모집하는 성장모형을 갖고 있다. 엔젤, 벤처캐피탈 등 모험 투자자는 투자대상 벤처기업이 자생적 성장의 능력을 갖추면 투자자금을 회수하여 다시 유망 신생기업을 발굴하여 투자함으로써 벤처캐피탈의 선순환을 이끌어 낼 수 있다. 벤처캐피탈의 선순환은 아래 그림에서 나타난 바와 같이 자금조달(fundraising), 투자(investing), 회수(exit), 신규 자금조달 및 투자의 반복적인 과정으로 이루어진다.

벤처캐피탈의 선순환 구조⁰²⁾



영화 “작전”에서 벤처기업 한결이 원천기술의 상용화 단계에서 자금난에 허덕이는 모습은 벤처캐피탈의 선순환이 이루어지지 않는 우리 벤처생태계의 현실을 잘 반영한다. 우리나라 벤처육성 정책은 주로 벤처기업의 창업자금 지원을 중심으로 하며 벤처투자자들의 자금회수는 코스닥시장의 상장에 주로 의존한다. 이러한 벤처투자 자금회수의 코스닥시장 편중화는 미국 자본시장에서 투자회수가 M&A 시장, OTCBB 등의 장외시장 등에서 다양한 채널을 통해 이루어지고 있다는 점에 비교하여 아쉬운 측면이다. 투자회수가 원활하지 못하면 벤처기업의 자금조달부터 어려워진다. 좋은 예로, 미국 실리콘밸리에서 IPO 시장이 꿈꿨던 벤처캐피탈 투자가 위축되고 있는 상황을 들 수 있다. 영화 “작전”에서 벤처기업 한결이 벤처캐피탈의 후속지원을 받지 못하고 초기(早期) 우회상장을 시도하는 원인은 우리나라 투자회수 시장이 미발달되어 있고, 이로 인해 민간 부분의 벤처캐피탈 산업이 활성화되어 있지 못하였기 때문이다. 이러한 관점에서 미국 벤처캐피탈 이론 분야에서 권위자인 Ronald J. Gilson 교수와 Bernard S. Black 교수는 투자회수 시장으로서의 주식시장의 발달을 벤처캐피탈 산업 활성화의 전제 조건으로 보았다.⁰³⁾ 국내의 한 연구 결과에 따르면, 우리나라 코스닥시장 우회상장의 동기는 코스닥상장기업과 비상장기업 각각의 “최대 주주의 투자회수”로 나타났다.⁰⁴⁾ 이러한 연구 결과는 우리 자본시장에서 다양한 투자회수시장이 발달하지 못하였기 때문에 우회상장이 불가피하게 발생한다는 점을 암시한다.

우회상장 건전화의 의의

최근 우회상장 요건을 더욱 강화하여 코스닥시장의 신뢰도를 높이자는 주장이 제기되고 있다. 하지만 벤처투자 자금회수를 위한 다른 대안 없이 우회상장의 요건만을 강화하게 되면 벤처캐피탈의 기업공개를 통한 투자회수의 기회를 원천적으로 봉쇄하게 되고 벤처캐피탈의 선순환을 막음으로써 벤처금융을 위축시키는 결과를 야기한다. 현재 코스닥시장에서 우회상장이 빈번하게 발생하는 이유가 우리나라 M&A 시장이나 장외시장이 미발달하였기 때문에 나타나는 현상이라는 측면에서 볼 때 양 시장의 활성화를 위한 장기 대책이 마련되어야 할 것으로 보인다. 단기적으로 규제강화 일변도의 우회상장 대책 보다는 우회상장 건전화 대책이 마련되어야 할 것으로 보이며, 이러한 대책은 코스닥시장의 건전성과 투자자 신뢰를 높일 것으로 기대된다. 우회상장을 건전화하기 위한 방안의 예시로서 SPAC(Special Purpose Acquisition Company) 제도의 도입을 들 수 있다. SPAC이란 기업인수를 유일한 목적으로 하여 공모방식으로 자금을 모집하여 기업공개된 주식회사 형태의 명목회사(paper company)를 의미한다. SPAC은 비상장기업과의 기업결합을 통해 해당 비상장기업을 우회상장시키는 투자구조를 가지고 있기 때문에 SPAC 제도의 도입이 일용 우회상장을 제도적으로 조장하는 것이 아니냐는 비난이 있을 수 있다. 그러나 SPAC 투자는 기본적으로 전문가 그룹이 SPAC을 만들고 투자수의 극대화를 위해 우량 비상장기업을 발굴하여 상장시킨다는 점에서 상장요건 미달 비상장기업과 부실 상장기업이 결합하는 불건전한 형태의 우회상장과는 질적으로 다른 투자구조를 갖고 있다. 영화 “작전”에서 보여지듯이 주가조작의 수단으로 사용되는 우회상장은 해당 기업 대주주의 사전공모가 있고, 셀 회사에 드러나지 않은 부실 요인이 많을 수 있으며, 투자자금이 횡령될 소지가 높고, 주요 투자자가 전문성이 없는 개인투자자라는 특징을 갖는다. 그러나 SPAC 투자방식의 우회상장에 있어서는 SPAC이 공모전에 기업결합 대상회사와 접촉하는 것이 금지되며, SPAC의 경영 및 재무 투명성이 높고, 공모자금이 신탁계정에 안전하게 예치된다. 또한 SPAC의 경영진이 투자대상기업을 발굴하면 기업결합에 관한 최종 의사결정은 투자자(SPAC 주주)들이 하게 되고, SPAC의 대형화·전문화·기관화의 특성으로 인해 주요 투자자가 기관투자자로 구성되어 있기 때문에 주가조작이나 비상장기업의 가치 고평가가 발생함이 없이 우회상장이 경제적 분석에 근거한 합리적 형태로 이루어진다. 물론 SPAC 제도의 도입 하나만으로 우회상장의 건전화가 담보되는 것은 아니다. 자본시장법의 시행을 기점으로 PIPE(Private Investment in Public Equity) 등 다양한 투자방식을 활성화하고 주식시장의 투자자 기반을 기관투자자 위주로 편성하는 노력이 필요하다. 그리고 벤처캐피탈 선순환의 전제조건인 투자회수시장의 활성화를 위해 M&A 시장과 장외시장 육성 대책도 장기적 차원에서 마련되어야 할 것이다. 최근 정부는 신국가발전의 패러다임으로서 녹색성장 정책을 추진하고 있다. 현재 IPO 시장이나 M&A 시장이 전반적인 침체를 보이고 있어 우회상장을 통한 녹색성장 벤처기업의 기업공개 필요성이 대두될 수 있다. 이러한 시점에서 SPAC 등 선진 금융투자기법을 활용한 우회상장 건전화의 논의가 활발히 이루어져야 할 것으로 보인다. 우리나라 자본시장 구조의 선진화가 이루어져야 국가 경제정책이 주식시장의 작전세력에 의해 일반 개인 투자자를 현혹시키는 테마로 이용되는 것을 근본적으로 막을 수 있을 것으로 보인다.

1) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제177조 및 제179조 참조.

2) 그림 “벤처캐피탈의 선순환 구조”는 Gompers와 Lerner 교수의 저서 “The Venture Capital Cycle”에 기재된 그림인 “Overview of the Venture Capital Process”를 참조하여 벤처캐피탈의 재투자 부분을 추가하여 작성하였다. PAUL A. GOMPERS & JOSH LERNER, THE VENTURE CAPITAL CYCLE 11 (2004).

3) Bernard Black & Ronald J. Gilson, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets, 47 J. Fin. Econ. 243 (1998).

4) 김석태,곽노성,허노중, “역(逆)인수합병 기업의 특성과 동기에 관한 연구: 코스닥 등록기업을 중심으로”, 「한국중소기업학회 하계학술대회 발표 논문」, 2005, 17면.

c