

NYSE의 직상장(direct listing) 규칙 개정과 시사점*

선임연구위원 조성훈

직상장은 IPO, SPAC 등과 더불어 기업이 공개기업이 되는 경로의 하나로서, 신주의 발행 없이 기존 주주가 보유한 구주를 곧바로 거래소에 상장하여 거래되도록 하는 것을 의미한다. 직상장에서는 전통적인 IPO에서 거치게 되는 로드쇼·수요예측·기관투자자에게의 배정과 같은 절차가 모두 생략되어 절차가 단순하고 투자은행에 지불하는 비용이 절감되는 장점이 있으나, 기업의 신규 자금조달 기능이 없다는 단점을 안고 있다. 최근 수년간 미국에서 Spotify, Slack, Palantir와 같은 기업이 NYSE 상장을 위하여 직상장을 선택하여 주목을 받은 가운데, 미국 SEC는 직상장에서도 신주의 발행·매도가 가능하도록 하는 NYSE의 규칙 개정을 승인하였다.

규칙 개정이 최종적으로 확정되어 직상장에서도 기업의 자금조달이 가능해지게 되면, 기업에게는 기업공개를 위한 IPO의 대안적 경로로서 선택의 폭을 넓혀주는 효과가 있다. 직상장에서는 인수인이 필요없기 때문에 직상장을 선택하는 기업이 본격적으로 늘어나면 이는 투자은행의 비즈니스에 상당한 영향을 미칠 것이다. IPO에서 상장 전에 주관회사로부터 주식을 배정받던 기관투자자들은 직상장에서는 다른 투자자들과 함께 개시경매에 참여하여 주식을 매수해야 하는 변화에 직면하게 된다.

국내에서는 2000년대 들어 직상장 사례가 없지만, 해외의 이러한 변화 시도를 주시하면서 상장을 추진하는 기업과 투자자들에게 보다 많은 편익이 제공되도록 끊임없이 개선을 모색하는 노력이 필요하다.

직상장(direct listing)은 IPO(initial public offering), 기업인수목적회사(special purpose acquisition company: SPAC) 등과 더불어 기업이 거래소에 상장되어 공개기업(public company)이 되는 경로의 하나이나, IPO나 SPAC에 비하여 활용 빈도가 매우 낮고 따라서 많은 관심을 받지 못해왔다. 그런데 2018년 Spotify, 2019년 Slack 등 일부 유니콘들이 IPO가 아닌 직상장을 통해 NYSE(New York Stock Exchange)에 상장되었고, 2020년 9월 30일에는 데이터 분석 전문기업으로 알려진 Palantir가 역시 직상장을 통해 NYSE에 상장되는 등 직상장에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 가운데 2020년 8월 26일 미국의 SEC는 직상장의 경우에도 신주 발행(primary offering)이 가능하도록 하는 NYSE의 상장규칙 개정을 승인하였고¹⁾, Nasdaq 역시 유사한 내용의 상장규칙 개정을 추

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) SEC, 2020. 8. 26, Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No.2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provision Relating to Direct Listings, Release No.34-89684.

진하고 있다. 본고에서는 NYSE에서 직상장이 이루어지는 절차, IPO와의 차이를 살펴보고, 기업공개(going public)를 추진하는 기업이 전통적 방식의 IPO가 아니고 직상장을 선택하는 동기를 살펴본다. 그리고 NYSE의 규칙 개정 내용과 이 규칙 개정이 갖는 시사점을 짚어보고자 한다.

직상장의 의의와 특징

직상장은 신주를 발행하여 투자자에게 매도하는 IPO와는 달리, 신주 발행 없이 기존 주주가 보유하고 있는 주식(구주)을 곧바로 거래소에 상장하여 거래되도록 하는 것을 의미한다. 신주 발행이 없기 때문에 해당 기업의 자금조달 역시 없다는 것이 IPO와의 가장 큰 차이이다. 따라서 직상장은 기업의 자금조달이 아니라, 기존 주주가 보유한 주식에 유동성을 부여함으로써 투자회수(exit)를 쉽게 해준다는 것에 핵심적 의의가 있다고 볼 수 있다.

신주를 발행하여 투자자에게 매도하는 IPO의 경우, 규제기관에 증권신고서(registration statement, S-1)를 등록한 후 신주의 마케팅을 위한 로드쇼(roadshow), 수요예측(bookbuilding), 공모가격(offer price) 결정, 수요예측에 참여한 기관투자자에 대한 배정과 같은 일련의 절차를 거치게 되며, 이 모든 절차의 실무를 담당하고 발행되는 신주를 인수(underwriting)하여 기관투자자에게 배정(분배)하는 투자은행이 핵심적 역할을 담당한다. 반면 직상장에서는 증권신고서 등록과 같은 발행정보의 공개는 동일하게 요구되나, 이후의 신주 발행 및 매도에 따른 절차들이 필요 없기 때문에 IPO에 비하여 전체 과정이 단순하다. 따라서 직상장에서 투자은행은 인수인(underwriter)이 아닌, 상장 과정에서 자문을 제공하고, 증권신고서를 작성하는 등 자문인(financial advisor)으로서 역할만을 담당하게 된다.²⁾

기관투자자를 대상으로 하는 수요예측에 의하여 공모가격이 결정되는 IPO와는 달리, NYSE의 직상장에서는 NYSE와 투자은행(자문인) 간의 협의를 거쳐 '준거가격(reference price)'이 결정된다. 그리고 상장 첫날 NYSE의 지정시장조성자(designated market maker)는 이 준거가격을 기준으로, 매수·매도 주문에 근거한 개시경매(opening auction)를 통하여 개시가격(opening price)을 결정한다.³⁾

직상장이 갖는 장점으로는 IPO에 비하여 절차가 간단하고, 증권신고서 등록 후 대기기간(waiting period)이 없어 시간이 단축된다는 점, 인수수수료를 비롯한 투자은행에 지불되는 비용이 절감된다는

SEC는 2020년 8월 31일 기관투자자협의회(Council of Institutional Investors: CII)가 청원(petition) 제기 의사를 표시함에 따라, 이에 대한 검토를 위하여 개정된 규칙의 시행을 유보(stay)하였다.

2) Nickerson, B.J., 2019, The underlying underwriter: An analysis of the Spotify direct listing, *The University of Chicago Law Review*, 985-1025.

Investopedia, 2020, IPO vs direct listing: What's the difference?

Economist, 2020. 8. 22, Silicon Valley v Wall Street.

3) NYSE, 2020, Choose your path to public: Direct listings with a capital raise, only on the NYSE.

점, 신주 발행에 따른 지분 희석이 없다는 점, 상장 후 주식매도금지기간(lockup period) 없이 기존 주주들은 곧바로 자신의 보유지분을 매도할 수 있다는 점이 꼽힌다. 반대로 직상장의 단점으로는 무엇보다도 신규 자금조달이 없다는 점을 들 수 있다. 또한 IPO에서 주관회사가 제공하는 상장 후 가격안정화(price stabilization) 기능이 없기 때문에 상장 후에 주가 변동성이 IPO에 비하여 클 수 있고 이것이 투자자 피해로 연결될 수 있다는 점, 기업 자금조달 없이 자신의 보유지분만 매각하려는 기존 주주의 사적 이익 추구 가능성, 자금조달의 필요성이 낮고 마케팅에서 투자은행의 도움이 크게 필요하지 않은 일부 기업들만이 활용할 수 있다는 점도 단점으로 지적된다.

기업들이 전술한 직상장의 장점들 때문에 적지 않은 단점들에도 불구하고 IPO가 아닌 직상장을 선택하는지의 여부는 확실하지 않다.⁴⁾ 직상장을 통해 NYSE에 상장된 Slack의 CEO Stewart Butterfield는 IPO가 아닌 직상장을 선택함으로써 절감된 비용은 크지 않으며, 비용 절감이 직상장을 선택한 주된 요인은 아니라고 밝혔다.⁵⁾ 오히려 기업들은 비용 절감보다는 기존 IPO에서 투자은행과 기관투자자 간 수요예측에 의한 공모가격 결정 과정의 불투명성에 대한 불만 때문에 직상장을 선택했을 가능성이 높은 것으로 보인다.⁶⁾ IPO에서 저가발행(underpricing)은 널리 알려진 현상인데, 기업들은 이를 자신의 가치보다 낮은 가격에 신주를 발행하여 수요예측에 참여한 기관투자자들에게 매도함으로써 거의 확실한 수익을 보장해주는 구조로 인식하고 있는 것이다.⁷⁾ 즉 직상장에서는 상장 전 주관회사의 신주 인수 및 기관투자자 배정이라는 과정이 생략된다는 것이 기업들에게 자신의 가치가 보다 정확하게 반영될 수 있다는 기대를 준다는 추론이 가능하다.

국내에서도 직상장 사례는 극히 드물다. 1991년 2월 케니상사, 1994년 4월 외환은행, 1998년 12월 한국통신이 직상장을 통하여 한국증권거래소에 상장되었는데, 민영화 추진에 따른 정부보유 주식의 매각 등 정책적 고려에 따른 예외적 결정으로 보인다.

NYSE의 직상장 규칙 개정

2019년 NYSE는 직상장의 경우에도 신주를 발행·매도하여 기업이 자금을 조달할 수 있도록 하는 직상장 규칙 개정안을 마련하여 SEC에 제출하였고, SEC는 2020년 8월 26일에 최종적으로 규칙 개정안을 승인하였다. 개정된 규칙에 의하면, 직상장을 추진하는 기업이 신주를 발행·매도하여 자금을 조달하고자 하는 경우, 상장 첫날 개시경매 시 1회에 한하여 개시가격에 신주를 매도할 수 있다.⁸⁾ 개시경

4) 기업이 직상장을 선택하는 동기에 관한 학술적 연구는 거의 없으며, 아직까지 직상장 사례가 매우 희귀하여 의미있는 크기의 표본이 존재하지 않는다는 것이 그 원인으로 생각된다.

5) 1BusinessWorld, 2019. 6. 20, Slack CEO explains why the company didn't go public with a traditional IPO.

6) Slack의 CEO는 IPO에 대하여 'closed-door process of raising capital from private investors'라는 표현을 쓰고 있다.

7) Economist, 2019. 10. 26, If you see Sid, tell him.

8) 신주 발행이 포함된 직상장이라는 의미에서 'primary direct listing'이라고 표현된다.

매 시에는 신주만 매도할 수도 있고, 신주와 구주를 합하여 매도할 수도 있다.⁹⁾ 따라서 거래소에서 거래가 개시되기 전에 발행가격이 결정되고, 투자은행은 신주를 인수한 다음 수요예측에 참여한 기관투자자들에게 분배하는 IPO에서의 프로세스가 모두 생략된다.

신주의 발행가격이 IPO에서는 거래 개시 전에, 직상장에서는 개시경매에서 결정되는 것이 핵심적 차이이다. IPO에서 수요예측에 참여한 기관투자자는 발행가격에 주식을 매수하며, 이 발행가격은 상장 첫날 개시가격과는 다르다. 반면 신주발행 직상장에서는 개시가격이 곧 신주의 발행가격(즉 매도가격)이 되며, 기업이 조달한 자금의 규모는 개시가격에 매도된 신주의 수를 곱한 것이 된다. NYSE(2020)는 일부 기관투자자가 아닌 모든 투자자가 참여할 수 있는 경매를 통하여 가격을 결정하는 방식이 보다 투명하고 기업의 진정한 가치를 정확하게 반영할 수 있다고 주장한다.¹⁰⁾

NYSE에 직상장을 추진하는 모든 기업이 신주를 발행할 수 있는 것은 아니며, 매도하려는 신주의 가치가 1억달러 이상이거나, 신주와 구주 합쳐서 2.5억달러 이상을 매도하고자 하는 기업이 신주발행 직상장을 할 수 있다. NYSE의 일반적 상장요건은 당연히 충족하여야 하고, 증권신고서 제출 등의 규제도 동일하게 적용된다.

시사점

신규 자금조달이 없기 때문에, 자금조달의 필요성이 크지 않은 기업만이 직상장을 이용할 수 있다는 점으로 인하여 지금까지 기업공개의 방법으로 직상장은 거의 활용되지 않았다. 그러나 직상장에서도 신주 발행을 허용하는 NYSE의 규칙 개정이 최종적으로 확정되면 이는 직상장의 결정적 한계를 없애는 것으로, 향후 기업공개에 있어서 직상장을 선택하는 기업이 늘어날 가능성이 높다. 공개 및 상장을 계획하고 있는 기업들에게는 IPO 외에 의미 있는 대안이 제공된다는 점에서 선택의 폭을 넓혀준다고 볼 수 있다.

직상장을 선택하는 기업이 본격적으로 증가하면 일차적으로 투자은행(또는 증권회사의 투자은행 업무)에 상당한 영향을 미칠 것이다. 투자은행업무의 핵심을 이루는 인수업무에 대한 기업의 수요가 감소할 것이고, 그에 따라 인수수수료 수익 역시 감소할 것이다. 또한 직상장에서 기업공개·상장 프로세스 중 준거가격 결정을 투자은행이 아닌 거래소가 담당한다는 점에서, 직상장의 증가는 투자은행과 거래소 간의 경쟁이 심화됨을 의미한다. 그리고 인수를 포함한 IPO 전체 과정을 주관하는 투자은행

9) NYSE(2020)

10) 신주발행 직상장이 내포하는 문제점은 아직 명확하지 않다. 미국의 기관투자자협의회(CII)는 2020년 9월 8일 SEC에 NYSE 규칙개정 승인을 반대하는 청원을 제출했는데, 이 청원에서 개시경매에서 투자자들이 매수한 주식의 추적가능성(traceability)이 저하되어 투자자보호에 문제가 발생할 수 있다는 점을 반대의 이유로 제시하였다.

CII, 2020. 9. 8, Petition for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, and Brief in Opposition to Motion to Lift the Automatic Stay.

이 담당하는 가장 중요한 경제적 기능, 즉 기업에 대한 정보를 집적·생산하여 투자자들에게 제공함으로써 기업과 투자자 간 정보비대칭을 줄이고, 투자자의 수요를 파악하여 합당한 공모가격을 발견하는 기능을 직상장에서 기업이나 거래소가 어느 정도 수준으로 제공할 수 있을 것인지가 향후 직상장의 활성화 여부를 결정하는 중요한 요소가 될 것이다.

한편 기관투자자들은 기존 IPO에서 상장 전에 공모가격에 주식을 배정 받던 것이 직상장에서는 없어지게 되고, 거래소에 참여하는 모든 투자자들과 함께 개시경매에 참여하여 개시가격에 주식을 매수해야 하는 변화에 직면하게 된다.

언급한 바와 같이 직상장은 아직까지 사례가 많지 않고, 신주발행 직상장은 이제 제도가 마련되었기 때문에 향후 어느 정도로 활성화될 것인지, 어떠한 변화를 가져올 것인지를 판단하기는 어렵다. 국내에서 2000년대 들어 직상장 사례가 없지만, 해외의 이와 같은 변화 시도를 주시하면서, 상장을 추진하는 기업과 투자자들에게 보다 많은 편익이 제공되도록 끊임없이 개선을 모색하는 노력이 필요하다.