



**KCMI**

Korea Capital  
Market Institute

# 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

남재우 | 박용린 | 천창민

## 남재우 (Chae Woo Nam)

연구위원 / 경영공학 박사

### 연구분야

- Pension
- Asset Management
- Fund Market
- Risk Management
- Financial Econometrics

## 박용린 (Yong Rin Park)

연구위원 / 경영학 박사

### 연구분야

- Aspricing
- Market Microstructure
- Investment Banking
- Financial Derivatives
- M&A
- Restructuring

## 천창민 (Changmin Chun)

연구위원 / 법학 박사

### 연구분야

- Capital Market Law (Securities Regulation)
- Corporate Law
- Private International Law
- International Commercial Law

# 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

2015. 1.

연구위원

남재우

연구위원

박용린

연구위원

천창민



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute



## 序 言

건강하고 역동적인 벤처생태계 육성은 최근 강조되고 있는 창조경제 활성화의 가장 주요한 요인 중 하나이다. 정부는 자금조달, 투자, 회수로 이어지는 벤처투자의 선순환 구조를 구축하기 위해 마중물로서 막대한 규모의 정책자금을 투입하고 있으나, 이에 부응하는 민간의 모험자본 확대는 아직 미약한 수준인 것으로 관측된다. 국내 벤처투자 시장에서 민간 자본의 적극적 유입을 가로막는 주요 원인 중 하나로 회수(exit) 시장의 미비가 지적되고 있다. 경기 상황에 민감한 IPO 외에는 효과적인 회수 수단이 부재한 상황에서, 유동성 확보가 필수적인 연기금과 같은 기관투자자가 벤처 산업에 많은 자금을 적극적으로 배분하기는 어렵기 때문이다.

이 보고서에서는 국내 벤처캐피탈 회수시장에서 IPO와 M&A라는 전통적 회수 수단 외에, 미국과 같은 자본시장 선진국에서 발달한 비공개주식 유통플랫폼(private secondary market platform)이 효과적인 제3의 대안이 될 수 있음을 제시하고 있다. 벤처투자에서 효율적인 유통시장은 자금의 회수라는 목적 외에, 정보비대칭성 해소 및 시장 참여자별 맞춤형 유동성 공급이라는 긍정적 외부효과를 갖는 것으로 알려져 있다. 그럼에도 불구하고 우리나라는 법적 규제에 의하여 비공개주식에 대한 조직화된 장외시장의 설립이 원칙적으로 허용되지 않고 있다. 이러한 제약 하에, 이 보고서에서는 국제적 모범 사례로 평가되는 미국의 대표적인 비공개주식 유통플랫폼 사례를 심층 분석함으로써, 국내 벤처투자 시장에도 이와 유사한 기능의 비공개주식 유통플랫폼을 도입함에 있어 의미 있는 시사점을 도출하고자 하였다. 모쪼록 이 보고서가 국내 벤처시장 활성화에 일조할 수 있기를 기대한다.

이 보고서를 작성한 연구원의 천창민 연구위원과 박용린 연구위원, 그리고 남재우 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 보고서 심사과정에서 훌륭한 조언을 제시한 양진영 연구위원에게도 감사의 뜻을 전한다. 아울러, 원고 정리에 수고를 아끼지 않으신 윤지아 선임연구원, 안유미 연구원, 주혜림 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 1월

자본시장연구원

원장 신인석

# 목 차

Executive Summary .....	ix
Abstract .....	xiii
<b>I. 연구의 배경과 범위 및 용어의 정의 .....</b>	<b>3</b>
1. 연구의 배경 .....	3
2. 연구의 범위 및 구성 .....	5
3. 용어의 정의 .....	6
<b>II. 국내 비공개주식의 회수현황과 유통플랫폼의 필요성 및     활성화의 전제조건 .....</b>	<b>11</b>
1. 국내 벤처캐피탈 회수시장 현황 .....	11
2. 유통플랫폼의 필요성 .....	21
3. 효율적인 비공개주식 유통시장의 전제조건 .....	31
<b>III. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 증권규제 .....</b>	<b>37</b>
1. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황 .....	37
2. 미국의 유통플랫폼에 관한 증권규제 .....	66
3. 소결 및 시사점 .....	81
<b>IV. 국내 비공개주식 유통 현황과 개선방향 .....</b>	<b>87</b>
1. 국내 비공개주식 유통채널 현황 .....	87
2. 비공개주식의 유통 제약요인 .....	91
3. 비공개주식 유통 활성화를 위한 규제 개선방향 .....	93

V. 결론 및 시사점 ..... 101

참고문헌 ..... 107

## 표 목 차

<표 II-1> 연도별 신규결성액과 회수규모 .....	11
<표 II-2> IPO 현황 .....	15
<표 II-3> 회수완료기업 업종별 투자수익률 .....	18
<표 II-4> 회수완료기업 업력별 투자수익률 .....	19
<표 II-5> IPO 회수수익률 .....	20
<표 III-1> SecondMarket 매도자·매수자의 유형별 순위 .....	50
<표 III-2> SecondMarket과 SharesPost 비교 .....	65
<표 III-3> Regulation D에 의한 사모발행 요건 등 .....	71
<표 IV-1> 주요 사설주식거래사이트 현황 비교 .....	88
<표 IV-2> 자본시장법상 시장의 분류 .....	92

## 그 립 목 차

<그림 I-1> 사업보고서 제출의무 유무에 따른 회사의 유형 .....	7
<그림 II-1> 연도별 회수현황 .....	12
<그림 II-2> 회수유형별 비중 .....	13
<그림 II-3> 국내 코스닥 연도별 IPO 건수 .....	14
<그림 II-4> IPO까지의 소요시간 및 IPO 규모 .....	16
<그림 II-5> 국내와 미국의 IPO vs M&A 비중 비교 .....	17
<그림 II-6> 해산연도별 해산조합 수익률 .....	20
<그림 III-1> SecondMarket 연혁 .....	41
<그림 III-2> 2012년 산업별 거래규모 분석 .....	48
<그림 III-3> SecondMarket 참가자 증가 내역 .....	48
<그림 III-4> SharesPost 100 List 회사의 산업별 분류 .....	59
<그림 III-5> SharesPost 100 Fund의 투자대상회사 .....	60

## 약 어 표

ATS	Alternative Trading System
BW	Bond with Warrant
CB	Convertible Bond
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FoF	Fund of Funds
GDP	Gross Domestic Product
GP	General Partner
HTS	Home Trading System
IB	Investment Banking
ICT	Information and Communications Technology
IPO	Initial Public Offering
IRC	Internal Revenue Code
IRR	Internal Rate of Return
JOBS Act	Jump Start Our Business Startup Act
KVCA	Korea Venture Capital Association
KVF	Korea Venture Fund
KVIC	Korea Venture Investment Corp
LP	Limited Partnership
M&A	Mergers & Acquisitions
NEA	New Enterprise Associates

NPM	NASDAQ Private Market
OTC	Over The Counter
OTCBB	Over The Counter Bulletin Board
QIB	Qualified Institutional Buyer
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SLP	Structured Liquidity Program
SNS	Social Networking Service
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
VC	Venture Capital

## 《 Executive Summary 》

우리나라는 벤처투자에 따른 회수경로를 대부분 IPO에 의존하고 있는 실정이다. 그러나 IPO 소요기간이 증가함에 따라 제3의 대안적 회수채널의 확보가 시급한 상황이다. 통계적 확보가 가능한 벤처캐피탈의 회수시장의 예에 따르면, 코스닥 IPO는 2000년대 초반 이후 크게 활성화되지 않고 있고, M&A를 통한 회수는 활성화가 더딘 상황이다. 예컨대, 회사설립 후 IPO까지의 소요기간은 VC투자기업은 11.9년, VC미투자기업은 19.9년으로 장기화되고 있고, 2013년말 기준 전체 회수유형 중 IPO는 15.7%, M&A는 0.3%에 불과하다. 이에 따라 전통적인 회수경로인 IPO와 M&A 외 제3의 대안으로서 비공개주식 유통플랫폼(private secondary market platform)의 필요성이 증대하고 있다. 그리고 이는 회수시장에서 M&A의 비중이 큰 미국 등의 글로벌 벤처캐피탈 시장에서도 동일하게 관찰되는 추세이다.

벤처투자에서 중간단계의 비공개주식 유통플랫폼이 갖는 의의는 주요 회수 수단인 IPO 또는 M&A에 대한 제3의 대안이라는 것 외에도 그 자체로 벤처생태계 전반에 걸쳐 긍정적 파급효과가 큰 제도라는 데 있다. 비공개주식 유통플랫폼은 사모시장의 정보 부족 및 비대칭성 해소하는 역할과 엔젤투자자, 벤처 전·현직근로자, 벤처창업자 등의 다양한 벤처시장 참여자의 유동성 요구에 부응할 수 있는 기제가 되고 있다. 또한 기업공개(IPO) 시장에 긍정적 외부효과를 창출한다고 알려져 있다.

효율적 유통시장의 성립은 매도자와 매수자가 거래대상인 주식에 관한 충분한 정보를 가지고 있거나 그 정보에 대한 접근성이 보장된다는 것을 전제로 한다. 장외시장에 관한 미국의 증권규제를

살펴보면, 우리나라는 보유기간 제한이나 정보제공 요건이 없기 때문에 증권 자체의 유통에 대한 측면에서는 미국보다 규제가 완화돼 있다고 할 수 있다. 그러나 자본시장법은 거래소의 개념 및 그 기능에 대한 엄격한 해석으로 인해 장외에서 원활한 주식 유통이 어려운 상황이다.

미국의 대표적인 비공개주식 유통플랫폼으로는 SecondMarket과 SharesPost를 들 수 있다. 이 두 회사는 모두 투자중개업자(브로커)로서 비공개주식 거래의 활성화에 이바지하고 있다. 두 유통시스템은 모두 미국 증권법 규제의 틀 내에서 사모거래가 이루어질 수 있는 IT시스템을 구축하였다는 공통된 특징이 있다.

SecondMarket과 SharesPost의 영업모델이 시사하는 것은 맞춤형 유동성 프로그램을 통해 회사가 적극적으로 유동성 공급에 참여하게 함으로써 정보비대칭성의 문제를 해소하는 부분이다. IT시스템을 통하여 제공되는 정보는 암호화 처리 등을 통하여 외부에 유출이 되지 않도록 함으로써 정보비대칭성 해소에 따르는 정보누설의 위험을 줄이고 있다. IT시스템 외에도 회사와 참가자가 정보누설금지약정(non-disclosure agreement)을 맺음으로써 회사 경영에 불필요한 부정적 우려를 해소하고 있다. 이는 우리나라 장외 유통채널의 가장 큰 맹점 중 하나인 정보비대칭성의 문제 해결에 상당한 시사점을 준다고 할 수 있다.

SecondMarket과 SharesPost의 영업모델 중 비공개회사의 유상증자서비스는 증권 벤처기업이 IPO 없이 비공개회사의 상태를 유지하면서도 신규 자금을 조달할 수 있는 길을 열었다는 점에서 상당히 높이 평가할 수 있다. 특히 법적인 측면에서, 미국 정부의 지원

은 주목할 만하다. 즉, 2012년 4월 JOBS법 제정을 통해, 자본조달을 하면서도 비공개회사의 지위를 유지할 수 있도록 등록주주수 요건을 대폭 완화하였다. 또한 Rule 506(c)을 신설함으로써 공개적 청약의 권유(general solicitation)와 광고도 허용하고, 법적으로 이러한 서비스의 유효성을 뒷받침하였다.

향후 우리나라도 미국과 같이 증권업자에 의한 비공개주식 유통플랫폼의 개설을 도모하여 점차 길어지고 있는 투자시점과 IPO 시점의 간극을 줄일 필요가 있다. 우리나라의 경우 자본시장법상 규제로 인해 비공개주식에 대한 유통채널은 사설업체의 게시판 형태만 존재하며, 규범체계 내에서의 유통채널은 존재하지 않는다. 증권회사는 증권규제로 인해 장외중개 기능에 제약이 있는 반면, 현재 16개 정도의 사설주식거래사이트가 거래정보 등을 게시하고 있으며, 이러한 사설주식거래사이트는 무허가 거래시설과 투자중개업에 해당할 여지가 있다. 한편, 2010년 금융위원회는 증권회사의 비상장주식 중개업무에 대하여 유사시설 개설 금지 위반과 장외거래 방법 위반 소지가 있고, 매출 시 증권신고서 제출의무와 투자광고 관련 규정 등을 위반할 가능성이 크다는 유권해석을 내린 바 있다.

비공개주식의 유통 제약요인은 (1) 거래방식의 제한과 (2) 공모 규제, (3) 무허가 시장개설금지 및 (4) 자기계약금지 규제로 요약할 수 있다. 이러한 유통 제약요인은 비공개주식뿐만 아니라, 보다 넓게 비상장 공개회사의 경우에도 동일하게 적용될 수 있다. 이에 따라 증권회사의 중개기능도 상장주식의 거래소시장 주문전달에 그칠 정도로 약화된 상황이다. 현재는 K-OTC만이 법적 승인을 받은

조직화된 장외시장이나 미국과 같이 민간에서의 다양한 유통플랫폼 제공을 통한 유통 활성화를 위해서는 규제의 개선이 필수적이다.

이를 위해 이 보고서는 규제적 제약요인에 대한 다음의 개선방향을 제시한다. 첫째, 유통 규제체계의 이원화이다. 이는 비상장 공개회사와 비상장 비공개회사의 주식 유통규제를 이원화하는 것이다. 둘째, 비공개주식 유통채널의 다원화이다. 증권회사에게 비공개주식의 유통채널을 운영할 수 있도록 함으로써 다양한 유통채널을 확보하는 것이다. 셋째, 내부주문집행(internalisation)의 허용이다. 증권회사 본연의 기능발휘가 가능하도록 증권회사의 내부주문집행을 허용하여야 할 것이다. 넷째, 보다 두터운 투자자보호 장치를 마련할 필요가 있다. 이에선 위험고지 및 정보공시 의무를 통한 사전적 보호와 장외 불공정거래에 대한 현행의 규제공백을 제거하여 사후적 보호 강화를 들 수 있다. 끝으로, 공사모 기준 및 개인전문투자자 요건을 완화할 필요가 있다. 50명이라는 기계적인 공사모 기준의 완화 내지 개선과 개인투자자의 전문가 요건을 개선함으로써 개인투자자의 전문투자자 진입장벽을 합리화할 필요가 있다.

« **Abstract** »

**Private Secondary Market Platforms for Non-reporting Corporations' Equities in the US and their Implications**

A vibrant venture capital market requires well-functioning exit routes, especially IPO and M&A, the two main routes. There is a growing demand for an alternative exit channel because IPOs require more time and the M&A market in Korea is not mature yet. Private secondary market platforms in the venture capital cycle not only provide alternative exit routes, but they also have a positive spillover effect on the overall venture ecosystem. They alleviate the lack of information and information asymmetry and provide liquidity to angel investors, current and former startup employees, and entrepreneurs, and ultimately create a positive externality for the IPO market.

The secondary market in Korea is less regulated, compared to that in the US, from the perspective of securities distribution as there are no requirements on the holding period and information disclosure. However, OTC secondary market transactions in Korea are subdued due to a narrow interpretation of the definitions of and transactions in the exchange in the Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA).

SecondMarket and SharesPost are two representative private secondary market platforms in the US. As registered broker-dealers, they have IT systems for private securities transactions within the US securities regulations.

SecondMarket and SharesPost have effective customized liquidity programs that alleviate information asymmetry through encryption technology and non-disclosure agreements with program participants, which provides an important example for addressing information asymmetry, a major hindrance in the Korean OTC secondary market. In addition, the primary capital raising programs of SecondMarket and SharePost are important developments since a private company can raise capital without an IPO while remaining private. Such programs are supported by the JOBS Act's deregulation of private companies in the number of registered shareholders and allowance of general solicitation.

Because of the FSCMA, there is no private secondary market platform within the regulatory system in Korea. The securities regulations keep securities companies away from OTC securities intermediation, and several private companies provide bulletin boards for securities transaction information. These private bulletin boards are regarded as an illegal trading facility and securities intermediation.

The main hurdles for the OTC secondary market for private companies' stocks in Korea are summarized as: (1) restrictions on OTC transaction methods, (2) restrictions on public offering, (3) prohibition of illegal market opening, and (4) prohibition of internalization. Presently, K-OTC is the only legal organized OTC market, and deregulation is essential for diverse and vibrant private secondary market platforms such as those in the US.

This report suggests the following regulatory changes. First, regulations of OTC secondary markets need to be separated into those for non-listed public companies and those for non-listed private companies. Second, private secondary market platforms should be diversified and allow securities companies to run the platforms. Third, internalization should be permitted so that securities companies can provide the intermediary function. Fourth, measures for investor protection should be strengthened, including ex ante measures such as risk notices and disclosure requirement, and ex post measures to prevent current illegal transactions in the OTC market. Finally, the mechanical 50 person criteria for dividing public offering and private placement, as well as the requirement to be individual professional investors, need be relaxed so that individual investors can be more easily classified as professional investors.



## 1. 연구의 배경과 범위 및 용어의 정의

---

1. 연구의 배경
2. 연구의 범위 및 구성
3. 용어의 정의



# I. 연구의 배경과 범위 및 용어의 정의

## 1. 연구의 배경

- 과거 정책펀드의 적극적인 출자에 힘입어 국내 벤처캐피탈 시장은 투자를 중심으로 양적·질적으로 상당한 성장이 있었으나, 회수시장 구조의 변화는 부진한 상황임
  - 자금조달(fundraising) - 투자(investing) - 회수(exit)로 이어지는 벤처투자 선순환 구조의 구축을 위해서는 원활하게 작동하는 다양한 형태의 회수채널 확보가 시급함
  - 투자회수 경로의 확보는 벤처캐피탈 외에도 엔젤투자자, 벤처근로자 등에도 긴요함
  - 그러나 우리나라의 대표적인 회수방식인 IPO(Initial Public Offering)와 M&A(Mergers & Acquisitions)는 부진을 거듭하고 있는 상황임
  - IPO와 M&A를 보완하기 위해 2010년 도입된 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company: SPAC) 제도의 실질적인 효과 역시 미미한 수준임
  
- 비공개 유통시장(private secondary market)으로 불리는 비공개주식(private stocks) 유통플랫폼은 IPO와 M&A의 대안인 제3의 회수채널로서 주목 받고 있음
  - 이는 회수시장에서 M&A의 비중이 큰 미국 등의 글로벌 벤처캐피탈 시장에서도 동일하게 관찰되는 추세임
  - 국내 벤처 유통시장은 과거 일부 세컨더리펀드(secondary fund)의 결성과 투자에 의해 시장이 형성되어 왔음

#### 4 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

— 최근 벤처투자의 급증을 고려할 때, 조직화된 장외유통플랫폼의  
조성과 운영이 필요한 것으로 판단됨

□ 미국의 경우 비공개주식의 유통이 이루어질 수 있도록 규범적 환경  
이 마련되어 있고, 전문플랫폼을 통해 비공개주식의 거래가 이루어짐  
으로써 일정한 유동성 공급기능을 담당하고 있음

— 미국은 SEC규칙 144A와 144에 의해 비공개주식을 유통시킬 수  
있는 규범적 환경을 만들고, 불공정 거래를 방지하는 장치도 마련

— 이에 근거하여 SecondMarket, SharesPost, POTAL Alliance 등의  
전문 장외유통플랫폼 내지 장외전문거래시설이 설립되어 있음

□ 이러한 배경 하에, 이 보고서에서는 성공적으로 기능하고 있는 미국  
의 비공개주식 유통플랫폼 사례를 탐구함으로써 우리시장에의 접목  
가능성과 현안을 점검하고, 우리나라 비공개주식 유통시장(private  
secondary market)의 발전에 관한 시사점을 도출하고자 함

— 미국의 사례조사를 통해 효율적인 장외유통플랫폼 구축을 위한  
제도적 환경과 장외유통플랫폼이 갖는 한계점 등을 파악함으로써  
국내 환경에 적합한 유통플랫폼 구축에 관한 시사점을 찾고자 함

— 이를 위해, 국내 장외유통플랫폼의 현황과 규제적 제약요인도 함  
께 고찰하고자 함

## 2. 연구의 범위 및 구성

- 먼저, II장에서는 현재 우리 벤처투자 회수시장의 현황 및 문제점에 대한 분석을 통해 비공개주식 유통채널의 필요성을 도출하고, 유통플랫폼의 활성화를 위한 전제요건을 고찰함
  - 우리나라 회수시장의 현황 분석에서는 통계적 자료확보가 가능한 벤처캐피탈의 투자내역을 기초로 함
    - 비공개회사의 경우에는 통계자료를 확보할 수 없는 한계가 있기 때문에 벤처캐피탈의 투자내역에 의존함
  - 이를 통해 벤처투자의 회수시장에서 특히 구주에 대한 유통플랫폼의 필요성을 강조하고, 유통플랫폼 활성화의 전제요건에 대한 이론적 배경도 살펴보고자 함
  
- 이 보고서의 본문에 해당하는 III장에서는 성공적인 유통플랫폼 구축의 요건을 도출하기 위하여 미국의 비공개주식 유통플랫폼(private secondary market platform)의 현황을 소개함
  - 미국의 대표적인 벤처 유통플랫폼이라 할 수 있는 SecondMarket과 SharesPost의 사례를 심층적으로 비교 분석함
    - 다만 SecondMarket과 SharesPost가 공개하는 자료에 한정하여 비교분석을 시도함
  - 미국의 비공개주식 유통플랫폼이 제공하는 업무를 보다 잘 이해하기 위해서는 미국의 비공개주식 유통에 관한 증권규제에 대한 이해가 선행되어야 하므로, III장에서는 관련 증권규제에 대한 주요개념도 함께 소개함

## 6 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

- IV장에서는 III장에서의 조사내용을 바탕으로 우리나라의 증권 장외 거래 규제 현황을 살펴보고, 이를 토대로 비공개주식의 유통플랫폼이 형성되기 위한 규범적 개선 방향을 제시함
  - 규제로 인한 제약요인으로서 거래방식 제한, 공모규제, 시장개념의 협소성, 자기계약금지 규제를 중심으로 현행 문제점을 점검함
  
- V장은 결론 및 시사점으로 이상에서 논의된 사항을 요약하고 비공개주식의 원활한 유통을 위한 정책적 제언을 제시함

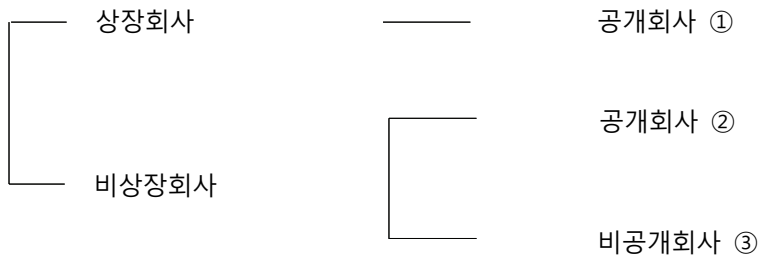
### 3. 용어의 정의: 비공개주식과 비공개주식 유통플랫폼의 개념

- 비공개주식은 사업보고서 등의 정기공시 서류의 개시의무가 없는 회사가 발행한 주식을 의미함
    - 미국의 경우 이러한 회사에 대해 비보고회사라는 용어도 사용하나, 이 보고서에서는 비공개회사의 주식 즉, 비공개주식으로 통일하여 사용하기로 함
  
  - 비공개주식에 대한 개념은 다음에서 설명하는 바와 같이 우리나라에 서도 미국과 동일하게 사업보고서 등의 제출의무에 따라 분류함
    - 자본시장법상 비공개주식은 사업보고서<sup>1)</sup> 제출의무 존재 여부에
- 
- 1) 사업보고서는 감사보고서, 회사의 사업내용, 재무사항 등 회계연도의 주요 정보를 담은 연차보고서에 해당하고, 사업보고서 제출대상법인은 분기·반기보고서 제출도 의무화(단, 코넥스 시장은 전문투자자 시장임을 감안 분기·반기보고서 제출 면제하고 있음)

따라 비상장 공개회사와 비상장 비공개회사의 주식으로 세분류할 수 있음

- 사업보고서 제출의무가 있는 비상장회사는 (1) 공모실적이 있거나 (2) 외감법 대상법인<sup>2)</sup>으로서 주주수 500명 이상인 회사임
- 비상장주식의 경우에도 공개회사(사업보고서 제출대상법인)의 주식은 회사의 주요정보가 정기적으로 공시되므로 정보비대칭성이 완화되어 유통의 위험이 상대적으로 적음

<그림 1-1> 사업보고서 제출의무 유무에 따른 회사의 유형



□ 이 보고서가 직접 대상으로 하는 비공개주식은 위의 분류상 ③비상장 비공개회사가 발행한 주식을 의미함

- 비공개주식의 경우에도 일정한 정보의 흐름이 있는 경우 이를 유통시킴으로써 기업가, 근로자, 엔젤투자자 등에 대해 유동성을 공급하여 제3의 회수경로로 역할 가능

2) 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」(“외감법”) 제2조 및 동법 시행령 제2조에 따르면, 외감법 대상법인은 (1) 직전 사업연도 말 자산총액이 120억원 이상인 주식회사, (2) 주권상장법인과 해당 사업연도 또는 사업연도 중 주권상장법인이 되려는 주식회사 및 (3) 직전 사업연도 말의 부채총액과 자산총액이 각각 70억원 이상인 주식회사임

8 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

- 비상장 공개회사의 경우 일정한 요건을 만족하는 경우 금융투자협회가 개설한 K-OTC를 통해 유통이 가능하므로, 이 보고서에서는 필요한 경우를 제외하고 비상장 비공개회사만을 대상으로 함
  
- 이 보고서에서 '비상장주식'이라는 용어를 사용할 때에는 비상장 공개회사와 비공개회사의 주식을 포함하는 개념으로 사용함
  - K-OTC에서는 모든 비상장 공개회사의 주식이 거래대상이 아니기 때문에 비공개주식과 더불어 비상장주식 전체 유통채널의 개선과 관련한 논의 시(IV장) 비상장주식이라는 용어를 사용함
  
- 비공개주식 유통플랫폼은 IT기술을 이용하여 장외에서 비공개주식의 유통이 이루어질 수 있도록 설계된 시설을 의미함
  - 통상 비공개주식 유통플랫폼은 그 자체에서 거래를 체결시키는 기능은 없지만, 이 보고서에서는 거래체결 기능의 유무와 상관없이 비공개주식 유통플랫폼이라는 용어를 사용함
    - 미국 SecondMarket과 SharesPost 등은 주선 기능만 제공하고 체결은 당사자가 하는 방식임
    - 반면 K-OTC의 경우 비상장 공개회사의 주식이기는 하나 매매 체결기능까지 제공하고 있음
  - 우리나라 전체 장외유통플랫폼과 관련한 논의에서는 '비상장주식 유통플랫폼'이라는 용어를 사용함

## II. 국내 비공개주식의 회수현황과 유통플랫폼의 필요성 및 활성화의 전제조건

---

1. 국내 벤처캐피탈 회수시장 현황
2. 유통플랫폼의 필요성
3. 효율적인 비공개주식 유통시장의 전제조건



## II. 국내 비공개주식의 회수현황과 유통플랫폼의 필요성 및 활성화의 전제조건

### 1. 국내 벤처캐피탈 회수시장 현황

- 건전한 벤처 생태계 조성을 위해서는 자금조달(fundraising) - 투자(investing) - 회수(exit)의 선순환 구조가 활성화되어야 하나, 현재 국내 벤처산업은 회수시장의 기능이 대단히 미약한 수준인 것으로 파악됨
  - 회수시장 기능의 미비는 새로운 자금조달의 부담으로 작용하며, 결과적으로 벤처 생태계 전반의 활력이 떨어지는 바람직하지 않은 순환 구조가 우려되는 양상임
  
- 자금조달 측면에서는 정책자금인 모태펀드 주도로 벤처펀드 신규 결성액이 지속적으로 증가해 왔으며 특히 신정부 들어 이러한 기조는 보다 강화되는 추세이나, 그에 비하여 회수규모는 정체상태에 머물고 있는 상황임
  - 이는 2008년 금융위기 이후 조합 결성은 빠르게 증가하였으나, 경기 위축에 따라 조합 해산이 계속해서 지연된 데 기인함

<표 II-1> 연도별 신규결성액과 회수규모

(단위: 억원)

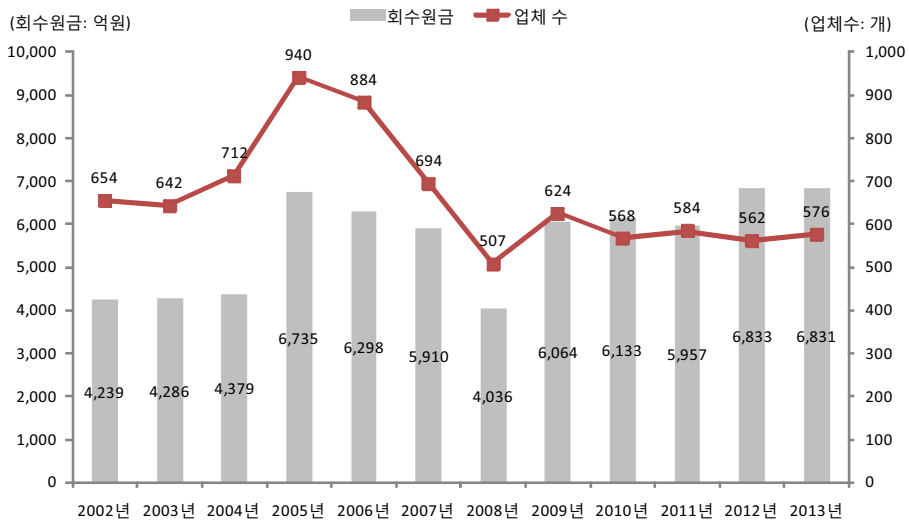
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
신규 결성액	9,454	8,617	11,279	9,751	14,209	15,899	22,855	7,727	17,569
회수 규모	6,735	6,298	5,910	4,036	6,064	6,133	5,957	6,833	6,831

자료: 벤처캐피탈협회(2014)

□ 벤처캐피탈협회에 따르면 국내 벤처투자의 연도별 회수금액은 2005년 최대 규모를 기록하였으며, 금융위기 이후 하락했던 회수금액은 점차 회복하였음

- 2005년 940건, 6,735억원에서 2008년에는 507건, 4,036억원으로 하락하였으나 점차 금융위기 이전 수준으로 회복
- 2013년 투자금회수(투자원금 기준) 규모는 전년대비 2억원 감소하였으나 회수건수는 전년대비 14건 증가함
- 투자금회수액은 2005년에 최고치인 6,735억원을 기록한 후 2008년 큰 폭으로 감소하였다가 지금까지 5천억원대에 머무름<sup>3)</sup>

<그림 II-1> 연도별 회수현황



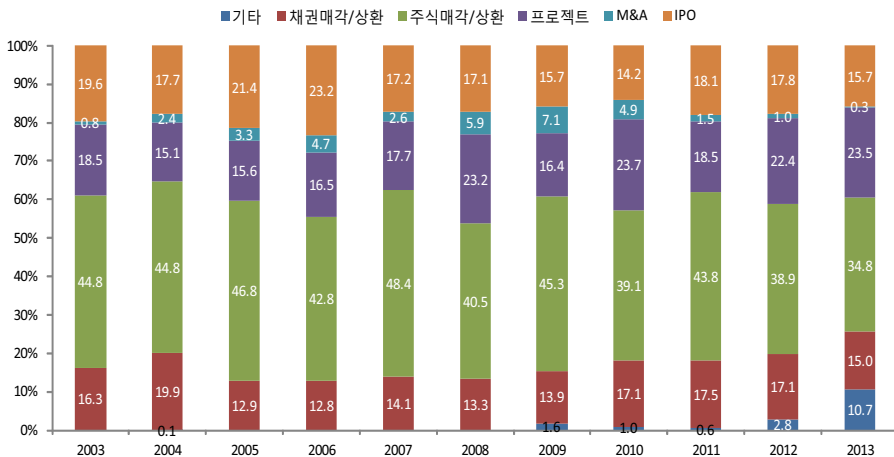
자료: 벤처캐피탈협회(2014)

3) 단, 회수금 및 회수순익은 회수 당시의 현금흐름만 고려한 것으로, 감액이나 대손은 제외하였음

□ 성공적인 회수유형이라 할 수 있는 기업공개(IPO) 및 인수합병(M&A)에 의한 회수는 전체 회수금액의 16%에 불과함<sup>4)</sup>

- 자펀드의 회수유형으로는 IPO, M&A, 프로젝트, 장외시장 및 상환 등이 있음
- 2013년의 경우 주식매각 및 상환이 전체의 34.8%로 가장 높은 비중을 차지하였고 그 다음으로 프로젝트 회수가 23.5%의 비중을 차지함
  - 장외매각 및 상환은 주식과 채권으로 각각 34.8%, 15.0%로 전체의 49.8%를 차지함
- 반면, IPO와 M&A는 각각 15.7%와 0.3%로 전체 비중에서 16%로 낮은 수준임
  - 특히, M&A의 회수비중은 점차 감소하는 추세를 보이고 있음

<그림 II-2> 회수유형별 비중



자료: 벤처캐피탈협회(2014)

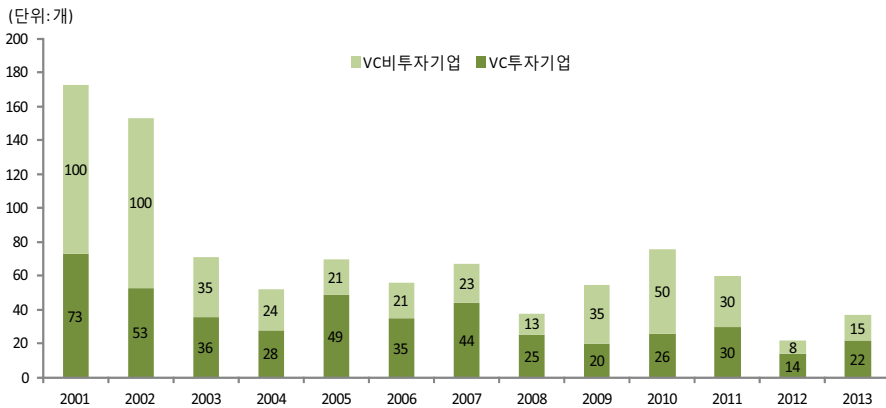
4) 벤처캐피탈협회(결성기준) 자료 사용

□ 국내 벤처캐피탈은 주요 회수방식으로 인수합병보다 기업공개에 절대적으로 의존하고 있음

— 2013년 회수현황을 보면, IPO는 15.7%이나 M&A는 0.3%의 비중으로 국내 벤처캐피탈은 IPO 회수비중이 더 큼<sup>5)</sup>

— 그러나 국내 IPO 시장의 단기간 내 급격한 확대는 기대하기 어려운 상황임

<그림 II-3> 국내 코스닥 연도별 IPO 건수



자료: 벤처캐피탈협회(2014)

□ 금융위기 이후 IPO 현황을 보면 신규 IPO 수는 2010년 이후 점차 감소하고 있음

— 2013년말 코스닥 IPO 수는 37개로 2010년에 비해 39개사가 감소

5) 미국의 경우 벤처캐피탈의 IPO 회수현황을 보면 전반적으로 IPO보다는 M&A 비중이 높으며, 2013년 IPO 회수는 39.5%, M&A는 60.4% 비중임. 2009년 IPO 회수비중이 11.6%이고 M&A 비중이 88.4%였으나 점차 IPO 비중이 점차 증가추세에 있음

- 코스닥상장 기업 수는 2013년말 1,009개사로 2012년말 대비 4개사가 증가하였으나 2011년 이후 감소하고 있는 추세임
- 신규 IPO 수도 2011년 이후 하락폭이 컸으며, 2013년말 기준 37개로 이중 벤처기업의 IPO 수는 22개를 기록하였음
- 벤처기업의 IPO 수는 2005년 대비 지속적으로 감소하였으나, 2008년 이후 소폭 증가하였음

**<표 II-2> IPO 현황**

(단위: p, 개수)

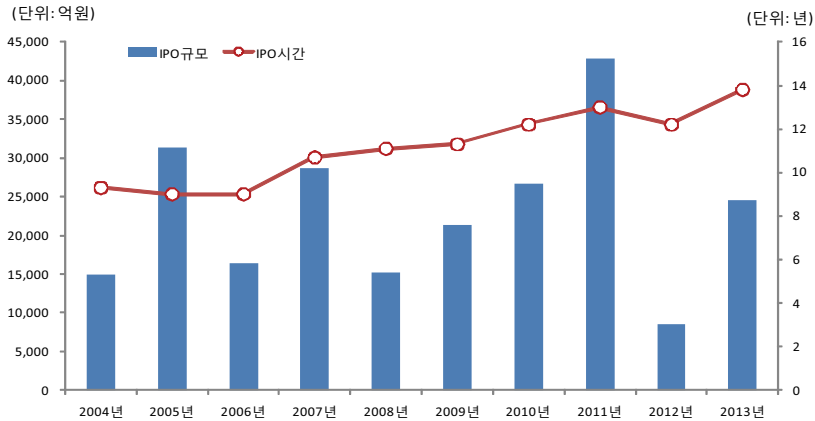
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
코스닥추이(p)	701.79	606.15	704.23	332.05	513.57	510.69	500.18	496.32	499.99
상장기업수(누계)	918	963	1,023	1,038	1,028	1,029	1,031	1,005	1,009
신규 IPO 수	70	56	67	38	55	76	60	22	37
벤처기업 IPO 수	61	43	52	29	29	34	35	17	23
VC 투자를 받은 벤처기업의 IPO 수	49	35	44	25	20	26	30	14	22

자료: 벤처캐피탈협회(2014)

□ IPO까지의 소요시간을 보면, 회사설립 후 IPO까지 걸린 시간은 벤처캐피탈이 투자한 기업은 11.9년, 미투자 기업은 19.9년으로 벤처캐피탈 투자기업이 더 짧게 소요되는 것으로 나타남

- IPO 소요기간은 12년 이상으로 장기화되고 있으나, 펀드 존속기간은 평균 7년으로 조합 해산 시까지 IPO를 통한 유동화 가능성은 매우 제한적임
- 벤처캐피탈 투자기업의 평균 IPO 소요기간이 증가하는 것은 코스닥상장 심사요건의 강화와 금융위기로 IPO를 미룬 것에서 그 원인을 찾을 수 있음

<그림 II-4> IPO까지의 소요시간 및 IPO 규모



주 : IPO 규모는 VC 투자기업의 IPO valuation 사용  
 자료: 벤처캐피탈협회(2014)

□ IPO 소요기간은 12년 이상인 반면, 펀드 존속기간은 평균 7년인 점을 감안하면, 이러한 자금회수의 불확실성이 투자자들의 투자기피 요인 중 하나로 작용함

- IPO기간의 장기화로 코스닥시장마저 제 기능을 하지 못하여 신규 상장수도 뚜렷한 증가세를 나타내지 못하는 등 지속적으로 시장이 위축되어 있어 장외유통시장의 활성화를 추진할 필요가 있음
- 국내 벤처캐피탈의 회수시장이 코스닥시장 IPO로 한정되는 것은 벤처 생태계 전반에 걸쳐 자금의 선순환구조를 저해하는 결과임

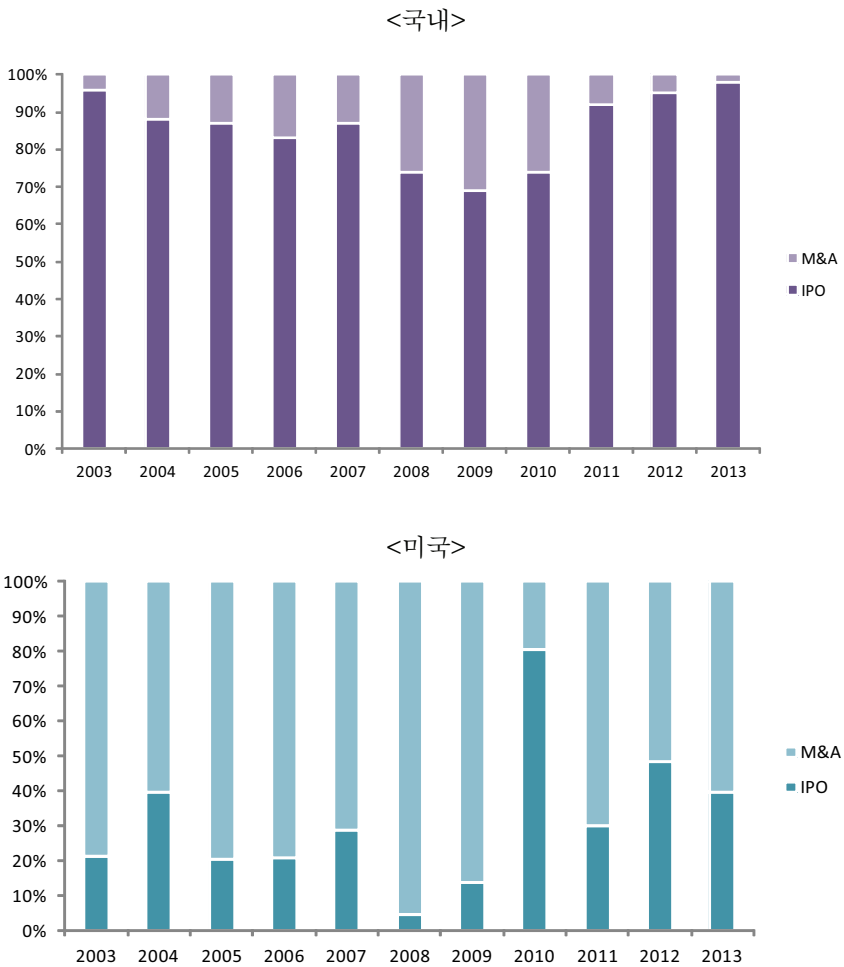
□ 미국의 경우 IPO 외에 M&A 등의 비중이 높은 편이며, 국내에는 M&A 회수비중이 2013년말 0.3%(벤처캐피탈협회 기준)로 저조함

- 국내의 경우 M&A와 IPO 중 IPO의 비중이 2010년 69.0%에서 2013년 98.0%로 급증하였음

— 반면, 미국의 경우 최근 수년간 IPO 시장이 회복세이기는 하나 여전히 M&A의 비중이 두 배 가량 높은 편임

- 2013년말 M&A 비중은 60.4%이나 IPO 비중은 39.5%임

<그림 II-5> 국내와 미국의 IPO vs M&A 비중 비교



자료: 벤처캐피탈협회(2014)

- 회수수익률 측면에서는 2000년대 초 기술주의 버블 붕괴 이후 국내 벤처캐피탈 수익률은 해외와 마찬가지로 상대적으로 저조한 수준임
  - 2013년도 벤처캐피탈 투자금 회수의 단순수익률은 46.8%로 2012년에 비해 소폭 감소함
    - 업종별(중분류)로는 ICT(Information and Communications Technology) 서비스의 정보서비스가 199.4%로 가장 높았으며, 다음으로는 전기·기계·장비 분야의 정밀기기가 131.3%로 높게 차지함
    - 업력별로는 후기기업 회수수익률이 65.4%, 중기기업이 35.9%, 초기기업이 31.6%를 기록하였음
    - 초기기업 회수수익률이 중기 및 후기보다 낮은 것은 벤처캐피탈 산업의 특성(high risk-high return)을 반영하였기 때문임
  - 2013년에 최종 회수하거나 상각처리로 투자잔액이 '0'이 된 투자기업 495개사를 대상으로 현금흐름을 분석한 결과 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR)은 8.11%를 기록
    - 이들의 누적 투자금액은 1조 365억원이며 최종적으로 현금유입된 총액은 1조 2,482억원으로, 원금대비 배수가 1.20으로 나타남
- 업종별 내부수익률은 바이오/의료 14.82%, ICT서비스가 12.11%, 화학/소재가 11.99% 순으로 나타남

**<표 II-3> 회수완료기업 업종별 투자수익률**

	ICT 제조	ICT 서비스	전기/ 기계/ 장비	화학/ 소재	바이오 /의료	영상/ 공연/ 음반	게임	유통/ 서비스	기타	합계
수익률 (IRR, %)	7.26	12.11	11.13	11.99	14.82	-0.03	-1.49	9.88	9.93	8.11

자료: 벤처캐피탈협회(2014)

- 업력별로는 후기기업이 19.31%, 중기기업이 8.57%, 초기기업이 -1.27%를 기록하였음
  - 7년~14년 이내의 투자수익률이 26.91%로 가장 높았고, 1년~3년 이내의 투자수익률이 -3.14%로 가장 낮았음

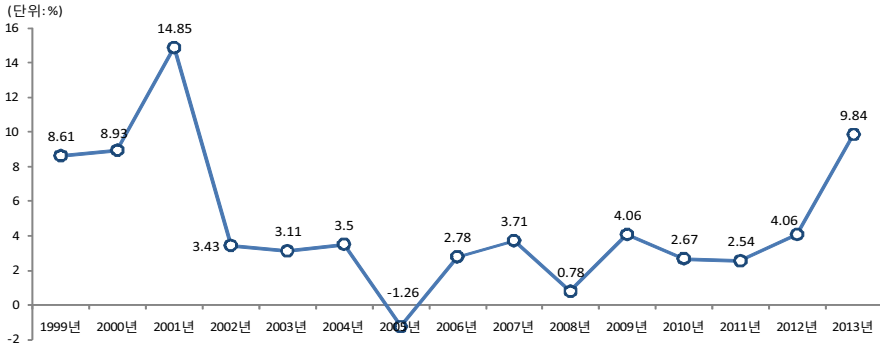
**<표 II-4> 회수완료기업 업력별 투자수익률**

	초기			중기			후기			전체
	1년 이하	1년~3년	소계	3년~5년	5년~7년	소계	7년~14년	14년 초과	소계	
수익률 (IRR, %)	0.32	-3.14	-1.27	4.38	13.12	8.57	26.91	10.01	19.31	8.11

자료: 벤처캐피탈협회(2014)

- 해산연도를 기준으로 국내 벤처캐피탈의 수익률은 1999년 이후 평균 3.78% 수준임
  - 1999년에서 2001년 사이에 해산한 조합의 수익률이 높았으며, 2002년 이후 해산한 조합은 2009년을 제외하고 4% 미만의 수치를 기록하여 상대적으로 낮은 수익률을 보였음
  - 상위 25% 조합의 평균 해산수익률은 18.11%로 우수한 수익성과 기록
  - 미국 벤처캐피탈 역시 2000년 이후 공모시장 수익률을 하회하는 저조한 수익성과를 보이고 있음

<그림 II-6> 해산연도별 해산조합 수익률



자료: 벤처캐피탈협회(2014)

□ 2013년의 경우 업력별 IPO 회수수익률은 초기가 가장 높으며, 중기와 후기 투자는 유사한 수준임

- 국내 IPO 회수 수익률은 2006년부터 2013년까지 코스닥시장을 통한 회수(투자시점은 상장 전)수익률 추이를 살펴보면 중기기업의 수익률이 대체적으로 높았으며, 2013년에는 초기기업의 수익률이 전년대비 46%p 증가
- 2013년을 제외하고 전반적으로 초기 투자의 경우 IPO 회수수익률이 낮은 편인데 이는 벤처기업에 대한 초기 투자 기피의 주요 원인이라 할 수 있음

<표 II-5> IPO 회수수익률

(단위: %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
초기	65.1	106.8	69.7	102.5	132.8	106.6	135.2	181.2
중기	53.0	215.9	100.3	163.5	164.5	188.5	225.5	74.7
후기	63.0	93.6	86.4	96.5	132.2	200.8	188.9	98.7
전체	59.3	150.6	90.7	132.5	139.6	187.3	198.5	99.4

자료: 벤처캐피탈협회(2014)

## 2. 유통플랫폼의 필요성

- 벤처캐피탈 투자대상기업을 중심으로 살펴본 상기 논의는 기존 회수 채널인 IPO와 M&A를 통한 투자금회수가 극히 어렵고 제3안의 대안적 회수채널이 필요하다는 점을 시사함
  - 회수내역에 관한 논의의 필요를 위해 통계적 자료확보가 가능한 벤처캐피탈 투자만을 대상으로 하였으나, 비공개주식에 대한 대안적 투자회수 경로의 필요성은 동일하다고 판단
  
- 벤처투자에서 중간단계의 유통플랫폼이 갖는 의미는 주요 회수 수단인 IPO나 M&A에 대한 제3의 대안이라는 것뿐만 아니라, 그 자체로서 벤처생태계 전반에 걸쳐 긍정적 파급효과가 큰 제도라 할 수 있음
  - 벤처투자에서 논의되는 다음의 세 가지 요인에 대하여 비공개주식 유통플랫폼의 역할을 고찰하고자 함

### 가. 사모시장의 정보 부족 및 비대칭성 해소

- 비공개주식 유통플랫폼의 주요 이슈는 거래되는 주식에 대한 기업 정보가 절대적으로 부족하다는 점임
  - 비공개주식이 거래되는 사모시장(private equity market)은 매도자와 매수자간 정보비대칭성(information asymmetry)이 가장 극명하게 나타나는 시장 중 하나임<sup>6)</sup>

---

6) 실리콘벨리의 유명한 엔젤투자자인 Ben Horowitz는 벤처 유통시장을 전형적인 '비대칭적 시장'으로 정의하고 있음

- 기업의 내부자는 회사에 대한 정보를 알고 있으나, 외부자는 거래를 통해 알게 된 약간의 지식이 그 회사에 대한 유일한 정보임
- 이러한 정보비대칭성은 비공개주식 유통시장의 투명성 결여와 직결됨

□ 유통시장에서 기업에 대한 자세한 정보와 기업 주식에 대한 리서치는 시장 발전에 핵심적인 요소임

— 성공적인 유통시장은 이러한 정보비대칭성의 문제를 인식함으로써 다음의 조치를 통해 '정보비대칭 시장'이라는 근본적인 문제를 해결하여야 함

- 비공개주식 거래시 매도자나 중개업자의 정보공개 의무 부여
- 플랫폼 상에서 전문가적 식견의 정보 제공
- 구조화된 데이터를 플랫폼 상에 제공

□ 벤처기업 재무정보의 타당성을 분석한 Hand(2005)는 벤처 유통시장에서 주식가치와 재무정보 간의 연관성은 공개시장(public market)만큼 중요하다고 역설함

— 재무제표의 가치타당성(value relevance)이 기업을 성숙하게 한다고 밝히며, 특히 벤처투자에서 부족한 금융정보의 중요성 강조

- 벤처 유통시장에는 주로 6년 정도 된 신생기업들이 진입하는데, 이 기업들의 재무정보는 향후 시장에서 그 기업들의 거래규모 및 유통가격을 설명할 수 있는 가치타당성을 지녀야 한다고 함
- 현재까지 비상장회사에서 이용가능한 대부분의 정보는 비금융부분의 것인데, 이들 비금융정보는 회사의 가치를 평가하는데 충분치 않다고 함

- 따라서 벤처 유통시장은 투자자들에게 기업가치를 알리고 실질적인 기업 리서치를 가능케 하는 정보를 제공하는데 노력해야 한다고 주장함

□ 재무공시(financial disclosure)는 시장의 유동성을 확보하기 위한 필수적 정보임

— 다수의 관련 논문들은 기업의 정보공개와 시장의 유동성이 양(+)의 상관관계임을 주장함<sup>7)</sup>

- 관련 기존연구의 결론은 재무공시는 공시가격과 유동성 모두에 직접적인 효과를 보였음
- 특히 유동성과 관련하여 재무공시를 많이 하는 기업의 주식일수록 보다 큰 유동성을 확보하는 것으로 결론

— Bloomfield & Wilks(2000)는 기업의 적극적인 재무공시가 예측할 수 없는 수요충격에 대해서도 거래변동성을 완화할 수 있는 것으로 주장함

— 결론적으로, 재무공시는 벤처 유통시장에서 해당 주식 거래의 깊이(depth)와 유동성 모두를 확보하기 위한 필수적인 요소라 할 수 있음

□ 재무공시 및 비재무공시 모두 벤처 유통시장의 유동성에 도움을 주나, IPO 전 중간단계의 유통플랫폼에 등록된 벤처기업들은 정보를 제공할 의지가 없거나 준비하지도 않는 경우가 많음

— 기업의 정보데이터를 공개하는 것은 기업 감사 및 법적 인증 프로세스 통과를 필요로 함

---

7) Hand(2005) 참조

— 개인회사여도 규모가 큰 곳은 법적 절차를 구비하고 있음에도 불구하고, 정보를 공개하지 않으려고 하는 경우가 많음<sup>8)</sup>

□ 미국의 대표적 벤처 비공개기업의 주식 유통플랫폼이라고 할 수 있는 SecondMarket과 SharesPost 역시 “정보문제”(information issues)를 효과적으로 해결하기 위하여 신중히 설계된 온라인 플랫폼을 제공하고 있음

— 이들 유통플랫폼은 일부 기업의 재무정보만을 보유하고 있는 일종의 서브플랫폼(sub-platforms)을 구축하여, 해당 기업에 의해 사전 승인된 투자자들에게만 공개하고 있음

- 기업공개에 관점에서 이러한 시장은 준사모기업(quasi-private) 또는 준공모기업(quasi-public)의 형태를 추구한다고 볼 수 있음
- SecondMarket이 결성하는 controlled liquidity events와 SharesPost가 실행하는 private placement가 이런 전략에 해당

## 나. 시장 참여자의 다양한 유동성 요구에 대응

□ 벤처산업에는 다양한 참여자가 존재하며, 그들 각각은 처한 환경에 따라 상이한 수준의 유동성을 필요로 함

— 비공개주식 유통플랫폼의 활성화는 참여 주체별로 상이한 유동성 요구에 효과적으로 대응할 수 있는 기제임

---

8) 대표적인 예로 2004년 구글이 IPO를 수행할 당시 작은 규모의 회사라는 이유로 기업정보를 강하게 보호하였으며, 결과적으로 이는 경쟁자들로부터 회사를 지키는데 도움이 된 것으로 평가되고 있음

### 1) 엔젤투자자

- 엔젤투자자들은 신규기업의 첫 번째 외부투자자이며, 미국의 경우 신규 벤처캐피탈 투자의 88%가 엔젤투자자에 의한 투자로 집계되고 있음
  - 엔젤투자자들 중에 특히 ‘슈퍼엔젤’은 벤처생태계(ecosystem) 전반에 상당한 영향력을 행사하는 것으로 나타남
  
- 엔젤투자자는 투자의 규모와 시기 등에 있어 다른 벤처캐피탈 투자와는 상이한 특성을 보임<sup>9)</sup>
  - 슈퍼엔젤의 경우는 약간 다르지만, 일반적인 엔젤투자자는 개인으로 투자하며 한정된 파트너를 별도로 상정하지 않음
  - 일반적으로 엔젤투자자는 펀드 규모의 증가에는 관심이 크지 않으며, 투자수익률에 집중하는 경향이 있음
    - 엔젤투자자들은 벤처캐피탈에 비해 IPO 성공사례와 같은 외부적 평판(명성)에 대한 욕구가 상대적으로 적은 편임
  - 유통플랫폼의 거래 활동에서 엔젤투자자들은 가능한 빨리 주식을 매각하기 위하여 보다 집중된 포트폴리오를 구축하는 경향이 있음
    - 따라서 일반 엔젤투자자는 보다 높은 유동성 욕구를 가짐
  
- 벤처투자에 있어 엔젤투자자가 갖는 가장 큰 관심은 “즉각적인 유동성이 필요한 경우 어떻게 해야 하는가?”라고 할 수 있음<sup>10)</sup>
  - 따라서 대부분의 유통플랫폼은 엔젤투자자의 이러한 요구에 대한 해법을 제공하고자 함

---

9) Black & Gilson(1999)

10) 글로벌 엔젤투자자 네트워크 대표 Robert Flanklin

- 엔젤투자자들은 유통플랫폼에 주로 올라오는 5년~6년 업력의 신생기업에 대해 이미 충분한 모니터링하고 있으며, 사업정보 또한 숙지하고 있는 것으로 알려짐
  - 엔젤투자자들은 다른 유형의 투자자들보다 투자할 기업에 지리적으로 더 가까운 경향이 있으며, 이는 엔젤투자자들이 그 기업에 대한 정보의 일부분이라도 더 보유하고 있을 가능성이 있기 때문임
  - 따라서 엔젤투자자들은 유통플랫폼을 통하여 그들이 원하는 즉각적인 유동성을 확보할 수 있으며, 이는 결과적으로 시장의 유동성 확대라는 긍정적 결과로 귀결됨
- 엔젤투자자에게 있어 중간단계의 유통플랫폼은 새로운 회수 경로 일 뿐만 아니라 동시에 새로운 투자 기회를 제공하기도 함
- 새로운 유동성 경로의 이용가능성은 엔젤투자의 전반적인 투자 위험을 낮출 수 있음

## 2) 벤처기업 근로자

- 벤처기업에서 근무하는 근로자들은 항상 평균이나 표준 이하의 임금을 받는 대신 현금화하기 쉬운 주식을 보상으로 받으며, 유통플랫폼에서 주요한 공급자 역할을 수행함
- 특히 벤처기업 근로자는 해당 기업의 전반적인 운영 상황과 무관하게 특정 시기에 자신들이 보유하고 있는 주식을 매각하여 유동성을 확보할 필요가 있음
- 자녀의 교육이나 부동산 투자 등의 개인적인 이유들이 주식을 매각하는 주된 목적으로 나타남
  - 즉, 벤처기업 근로자의 주식매각 결정은 기업의 영업성과와는 무관할 가능성이 높음

- 이러한 개인적 필요에 따라 벤처기업 근로자들은 유통플랫폼에서 그들의 보유 주식을 매각하고자 하는 강한 유인을 가짐
- 따라서 유통플랫폼은 벤처기업 근로자들에게 부분적인 유동성을 제공하는 역할을 수행함
  - 다만, 벤처투자자 및 기업 측면에서는 근로자들의 주식 현금화를 일정 부분 통제하고 모니터링 할 필요가 있으며, 여기에는 모니터링 비용이 수반됨
  - 벤처기업의 보상체계(incentive scheme)는 얼마나 많은 근로자에게, 얼마나 많은 주식을 제공할 것인지, 그리고 어느 시점에 얼마나 많은 물량이 시장에서 거래되도록 허용할 것인지를 결정하여 설계되어야 함
  - SecondMarket의 controlled liquidity events 등은 벤처기업 근로자에게 부분적으로 유동성을 제공하기를 원하는 기업들이 선택할 수 있는 수단으로 자리매김하고 있음

### 3) 벤처창업가

- 벤처창업가와 벤처투자자는 통상 3년~5년간 함께하며 보다 높은 가격으로 기업을 매각하거나 기업공개를 함으로써 서로의 목적을 달성함
  - 벤처창업가와 벤처투자자 관계의 특성상 정보의 비대칭이 있으며, 따라서 성과인센티브계약은 벤처기업을 모니터링하는 데 필수적임
  - 대다수의 벤처기업은 무형의 자산 비중이 높는데, 이러한 무형의 자산 가치는 대부분 벤처창업가 개인의 업적 또는 능력에 기인하는 경우가 많음

- 이러한 벤처창업가는 대부분 기업의 대주주로 있으며, 그 결과 벤처창업가는 주식의 가치가 어떤 목표에 도달하면 그들 주식의 전부나 일부를 현금화하고자 하는 동인이 있음

□ 유통플랫폼은 벤처창업가들이 보유하고 있는 주식을 현금화할 기회를 제공하고, 다른 한편으론 벤처창업가의 주식 포트폴리오를 보다 다변화할 수 있는 기회를 제공함

- 이는 유통플랫폼이 창업가들에게 성과인센티브 계약을 이탈할 수 있는 수단을 제공하는 것으로 해석할 수 있음
- 따라서 벤처캐피탈 투자자에게 있어서는 유통플랫폼이 하나의 위험 요인이 될 수 있음을 의미함

□ 그러나 창업가들이 보유주식을 현금화(liquidity)하는데 지나치게 많은 비용과 시간이 수반되는 것 역시 전통적인 성과보상제도의 기반을 약화시키는 요인이 될 수 있으므로 적절히 유동성을 만족시킬 수 있는 장치가 필요함

- 유통플랫폼에서 보유주식 유동화의 시간이 길어질수록 벤처창업가와 벤처투자자 간에 관심의 불일치가 확대될 가능성이 높아짐
- 따라서 벤처투자자는 유통플랫폼을 통해 투자기업의 주식에 대한 적절한 유동성을 확보하는데 관심을 가져야 함

#### 4) 벤처펀드(venture capital funds)

□ 유통플랫폼은 벤처투자자에게 벤처근로자와 벤처창업가를 위한 유동성을 통제하고 관리하는데 효과적인 도구(tool)를 제공함

- 벤처펀드에서 일부 투자자들이 자신의 투자 수익을 실현하는 수단을 제공할 수 있음
- 효율적인 유통플랫폼의 존재는 이른바, '벤처 스트레스'(venture stress)의 영향을 감소하거나 억제할 수 있음

□ 벤처캐피탈의 성과인센티브에 관한 유통플랫폼의 전반적인 영향은 다음과 같음

- 기본적으로 벤처창업가와 벤처투자자들은 공통된 최적의 결과를 얻기 위해 상호협조하려는 유인을 가짐
- 그러나 벤처투자자와 벤처창업가 간의 높은 긴장감으로 인하여 단기간의 관심이 우세해지고, 결국 안정적으로 빠져나오려는 차선의 결과를 이룰 수 있음
- 이때 유통플랫폼은 단기에 이익을 실현하려는 참여자를 위해 상대적으로 이를 장기에 걸쳐 행사하려는 다른 참여자의 희생을 요구하지 않는 기능을 제공함
- 결과적으로 유통플랫폼은 회수 시점의 분산을 통해 기업공개를 통해 회수하는 것(최선책)과 매각을 통해 단기에 회수하는 것(차선책)을 적정 비중으로 혼합하는 전략을 가능하게 함

## 다. 기업공개(IPO) 시장에 대한 긍정적 영향

□ 기업공개(IPO) 시장과 유통플랫폼 간에는 서로의 유동성 공급에 관련된 논의가 활발함

- 일반적으로 활동적인 IPO 시장의 존재는 유통시장의 유동성에 유의미한 양(+의) 공헌을 하는 것으로 알려져 있음

- 유통플랫폼에 참여하는 일부 펀드는 기업이 공개적으로 거래될 때를 희망하며 그들 회사의 주식을 매수하기 위해 설정되기도 함<sup>11)</sup>
  - 'IPO의 매수'로 이들 펀드를 묘사할 수 있음
  - 결과적으로 이는 크고 매력적인 기업이 유통플랫폼에서 공개 시장으로 이동하는 것을 의미하기도 함

□ 반대로 효율적인 유통시장의 발전이 활동적인 IPO 시장의 전제 요건은 아님

- 기본적으로 유통플랫폼은 활력이 없는 IPO 시장으로 인해 벤처캐피탈 산업 내의 유동성 부족을 보상하기 위해 만들어졌기 때문임
- 그럼에도 불구하고 효율적인 유통플랫폼은 생기 있는 IPO시장의 발전에 기여하는 측면이 있음
  - 최근 Facebook과 LinkedIn 등은 2009년 12월부터 2011년 4월까지 SecondMarket과 SharesPost에서 방대한 거래량을 보였음

□ 유통플랫폼의 정보가 기업공개 조건에 영향을 미치기 위해서는 상당한 정도의 투명성이 요구됨

- 투자자들에게 지속적으로 주식과 기업에 대한 신뢰도 높은 정보를 제공한다면 유통시장의 거래정보가 IPO 가격에 영향을 미칠 수 있음

---

11) 예를 들면 골드만삭스의 Facebook 펀드, JP모건 Digital Growth fund 등이 있음

### 3. 효율적인 비공개주식 유통시장의 전제조건

- 효율적 유통시장의 성립은 매도자와 매수자가 거래대상인 주식에 관한 충분한 정보를 가지고 있거나 그 정보에 대한 접근성이 보장된다는 것을 전제로 함
  - 정보의 비대칭은 자원배분의 왜곡을 유발하고 그 결과 시장에 대한 신뢰를 저해
  - 눈에 보이지 않는 현재 및 미래의 회사정보와 경영성과를 반영하는 주식이 매매의 대상이 되는 주식 유통시장은 정보의 공정한 배분이 없을 경우 효율적 유통시장이 성립할 수 없음
  - 내부자거래의 금지도 비공개 회사정보를 이용하지 못하게 함으로써 정보평등이 유통시장의 가장 중요한 요소임을 내포하고 있음
  
- 주식에 관한 정보의 원천은 결국 주식을 발행한 회사이므로 회사가 자발적으로 주식투자자와 관련한 중요한(material) 정보를 공시하도록 하는 것이 전제될 필요
  - 미국의 경우 공모(public offering)의 경우에는 1933년 증권법 및 1934년 증권거래법에 따라 공시를 의무화
  - 사모(private placement)의 경우에는 일정한 주식의 경우 공모 시의 공시보다 낮은 수준의 정보 공시의무를 요구하거나 면제
  - 비공개회사의 경우 내부정보의 非공시를 통해 전략적인 회사운용이 가능하다는 장점이 있으므로 주식의 유통촉진을 위한 정보공시의 요구와 전략적 회사경영을 위한 정보공시의 유보라는 두 가지 가치가 충돌함
  - 따라서 비공개회사에게 자발적 공시를 요구하는 경우 어떤 상황에서 어떤 범위까지 이를 요구할 것인가 하는 문제가 있음

□ 비공개주식은 정보의 비대칭에 대한 우려가 항상 존재하기 때문에 비상장주식의 유통시장은 이러한 우려와 위험을 감수할 수 있는 투자자를 중심으로 형성

— 미국은 전문투자자(qualified investor) 및 전문투자지식보유투자자(sophisticated investor)라는 개념을 통해 전문적인 투자경험이 나 투자지식이 없는 투자자의 비공개주식 유통시장에 대한 접근을 법적으로 규제

- Accredited investor는 통상 자위능력 있는 투자자로 번역되고 있으며, 투자결과에 대한 자기방어능력을 갖춘 전문투자자라고 할 수 있음
- Sophisticated investor의 개념은 Regulation D, Rule 506(b)에 의한 사모발행 시 투자자 수를 계산할 때 이용
- 우리나라는 sophisticated investor에 바로 대응할 수 있는 개념은 없으나 자본시장법 시행령 제11조 제1항 제1호의 '전문가'와 유사하고, accredited investor은 자본시장법 제9조 제5항에 따른 '전문투자자'가 가장 유사한 개념이라 할 수 있음
- 다만, 자본시장법상 공모 여부에 사용되는 개념은 전문가 및 연고자이며, 전문가 및 연고자인 경우에만 50인 산정에서 제외되기 때문에 기능면에서는 accredited investor는 전문가에 더 가깝다고 할 수 있음

□ 미국의 비공개주식 유통플랫폼은 브로커·딜러 및 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)으로 등록된 민간업자에 의해 운영

— 효율적 유통플랫폼은 효율성이라는 의미에도 불구하고 결국 한 나라의 증권규제의 틀 안에서 운영될 수밖에 없는 한계가 있음

- 비공개주식 유통플랫폼은 본질적으로 브로커 즉, 투자중개업자 영역에 속하고 경쟁매매방식 도입 시 대체거래시스템으로서의 법적 승인을 필요로 함



### III. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 증권규제

---

1. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황
2. 미국의 유통플랫폼에 관한 증권규제
3. 소결 및 시사점



### III. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 증권규제

#### 1. 미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황

##### 가. 개요

- 미국의 경우 과거 20년 전부터 주식 및 CB, BW와 같은 벤처캐피탈의 보유자산을 거래하기 위한 중간단계의 유통플랫폼(secondary market platform)이 일부 거래참여자의 투자목적으로 조성되기 시작
  
- Millennium Technology Value Partners<sup>12)</sup>는 2008년도 보고서<sup>13)</sup>를 통해, 유통플랫폼을 통한 벤처캐피탈 자산의 직접 거래는 벤처캐피탈 산업에 있어서 새로운 최첨단(new frontiers)이라고 정의
  - 과거 벤처캐피탈은 LP지분(limited partnership interests)에만 투자 하였으나, 유통플랫폼의 등장으로 인해 직접 투자로 선회
  - 유통플랫폼의 등장은 추가적인 회수경로(exit route)를 제공함으로써 갈수록 길어지는 유동성 문제에 대한 해결의 실마리 제공
  - 또한 유통플랫폼은 벤처기업들의 펀드조성을 도울 수 있으며, 보다 효율적인 자본구조(capital structure)의 설계를 가능케 함
  - 유통플랫폼에서 거래되는 증권의 발행회사는 주로 5년~6년 정도의 신생기업이며, 자본금은 1억달러에서 5억달러 사이임

12) Millennium Technology Value Partners는 비공개주식 유통플랫폼을 통해 기술분야의 비공개주식에 투자하는 전문 투자회사임

13) 이 보고서는 Dan Burstein과 Sam Schwerin에 의해 작성되었고, 그 제목은 Inside the Growing Secondary Market for Venture Capital Assets임

- 과거 수년 동안 대표적인 몇몇 회사가 비공개주식 등의 유통플랫폼 산업(secondary market industry)에 새롭게 진출
  - 대표적인 두 회사로 SecondMarket<sup>14)</sup>과 SharesPost를 들 수 있으며, 비공개주식의 유통에 전문화되어 있음
  - 주로 벤처캐피탈 산업에 특화되어 있으며, 벤처자산가, 엔젤투자자, 벤처창업가 등이 거래에 참여하고 있음
  - SecondMarket과 SharesPost는 후술하는 바와 같이 미국의 증권규제의 테두리 내에서 증권거래에 가장 유리한 ecosystem을 개발하는 데 초점을 맞춤
  
- 미국에는 비공개주식의 유통 외에도 비상장 공개회사의 주식을 거래하는 유통플랫폼도 존재하며, 이는 우리나라 금융투자협회가 운영하는 K-OTC(Korea over-the-counter) 와 유사하다고 할 수 있음
  - 가장 대표적인 비상장 (비)공개주식 유통플랫폼으로는 OTC Markets와 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)가 운영하는 OTCBB(OTC Bulletin Board)가 있음
  - OTC Markets는 진입요건 및 공시수준에 따라 OTCQX, OTCQB, OTC Pink로 분류하며, OTC Pink에서는 비공개주식도 취급
    - OTC Markets는 1904년 장외시장 호가지인 Pinksheets로 출발하여, 1999년 실시간 전자호가시스템을 도입하였음
    - 2000년 이후 OTCBB로부터 퇴출된 기업이 이전함에 따라 활성화되었음

---

14) 주요 주주에 퍼스트마크 캐피탈(FirstMark Capital), 뉴엔터프라이즈 어소시에이츠(New Enterprise Associates: NEA), SVB 파이낸셜그룹(SVB Financial Group, 나스닥: SIVB), 이가성재단(Li Ka-Shing Foundation)과 싱가포르 테마섹 홀딩스(Temasek Holdings)의 자회사인 더넨(Denearn) 등이 포함되어 있음

- OTCBB는 FINRA가 운영하는 온라인 딜러간 장외주식 호가게시판으로서, 시장조성자(market maker)에 의한 호가주도형 매매방식으로 운영됨
  - 이 외에도 적격기관투자자시장이라고 할 수 있는 144A시장이 있으며, 이는 POTAL Alliance, OTC Markets 등의 플랫폼을 통해 이루어짐
- 이하에서는 국내에서 아직까지 소개되지 않은 비공개주식의 유통플랫폼을 운영하는 미국의 대표적인 두회사 SecondMarket과 SharesPost의 현황을 살펴봄으로써 시사점을 도출하고자 함<sup>15)</sup>

## 나. SecondMarket

### 1) 개요

- (운영주체) SecondMarket은 ‘조직화된 장외시장’으로서 2004년 Berry Silbert에 의해 설립되었으며, 현재 유동성 프로그램을 개발하여 온라인 플랫폼으로 운영하고 있음
- 초기에는 경매거래 유형인 eBay와 유사한 플랫폼을 사용함
  - SecondMarket은 SEC에 벤처회사나 중소기업의 주식을 장외시장에서 거래하도록 하는 대체거래시스템으로 등록한 바 있음<sup>16)</sup>
  - SecondMarket은 SEC 및 FINRA에 브로커·딜러로도 등록하였음

---

15) OTC Markets와 OTCBB, POTAL Alliance에 관한 국내문헌으로는 우선 금융투자협회(2011) 및 한재영(2010)을 참조

16) SecondMarket은 2014년 5월 1일 ATS등록을 철회하였음

□ (연혁) 2004년 비유동자산을 위한 장외시장으로 시작하여 비상장기업 주식, 유한 파트너십 지분, 도산채권, 거주 및 상업용 모기지 증권, 부채담보부증권(collateralized debt obligation), 신주인수권, 상장회사의 제한주식, 단일모기지채(whole loans) 등을 거래하는 세계 최대의 장외 유통플랫폼임

— 2004년 대체투자를 위한 시장으로서 출범하였으며, 벤처기업 비공개주식, 상장회사의 제한주식, 커뮤니티은행 증권, 채권상품, 도산채권과 같은 자산을 거래하기 위한 목적으로 설립됨

- SecondMarket은 온라인상에서 주식의 매도자와 매수자를 연결함으로써 유통플랫폼의 활동을 단순화하였음
- FirstMark Capital, The Social+Capital Partnership, Li Ka-shing Foundation, Temasek Holdings, New Enterprise Associates (NEA) and Silicon Valley Bank 등이 장기투자자로서 자리매김하고 있음

— 2005년에 public equity market, 2008년에 fixed income market, 2009년에 private company stock market으로 확장함

— 2007년 Facebook의 주식을 거래하면서 벤처회사나 중소형 회사들을 위한 장외 유통플랫폼으로서의 인식이 대폭 증가함

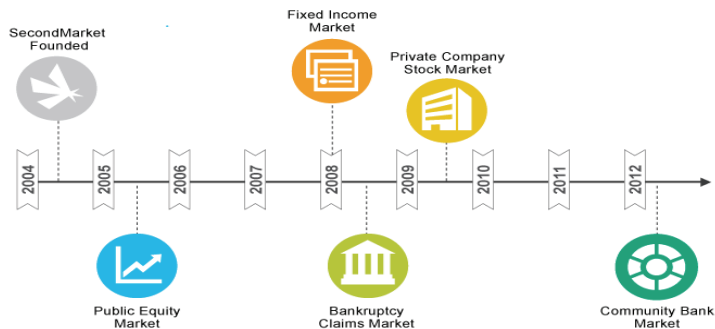
- 매수자와 매도자는 SecondMarket에서 사고자 하는 주식의 수와 팔고자 하는 주식의 수를 게시하고 SecondMarket은 이를 연결하는 '브로커' 역할을 수행함

— 2011년부터 SecondMarket은 영업모델을 수정하여 개별 회사의 상황에 맞춘 '맞춤형 유동성 프로그램'(customized liquidity program)을 개발하여 운영하고 있음

- 맞춤형 유동성 프로그램은 회사가 주도하여 제한증권·지배증권에 대한 유동성 부여를 위해 필요한 정보를 제공하고 단일 가격으로 거래를 체결하는 특징이 있음

- 2011년부터 SecondMarket은 제한증권에 대해 유동성 프로그램에 참여한 회사가 자신의 비공개주식을 SecondMarket에서 거래할 수 있도록 승인한 경우에만 유통플랫폼을 형성
- 2012년 2월 SecondMarket은 비공개 커뮤니티은행을 위한 유통프로그램을 시작하였음
  - SecondMarket은 비공개 community bank 주식에 대한 맞춤형 유통플랫폼을 제공하기 위해 기존의 비공개주식 유통플랫폼을 확장하였고, 본질적으로 일반 비공개주식의 유동성 프로그램과 동일하다고 할 수 있음
  - 따라서 이 플랫폼은 회사경영진과의 협력 하에 발행인이 은행의 승인을 얻은 그들의 주식을 투자자와 직원인 주주들이 매도함으로써 유동성을 확보하게 함
- 2012년 12월 9일부터 인터넷 엔젤투자플랫폼인 AngelList와 함께 전문투자자를 대상으로 한 발행시장플랫폼을 개설하여, SharesPost와 유사한 유상증자 기능을 제공하기 시작함
  - Regulation D Rule 506(c)에 따른 사모발행을 인터넷상에서 구현한 것이며, 사모형태의 크라우드펀딩이라고 할 수 있음

<그림 III-1> SecondMarket 연혁



자료: SecondMarket

## 2) 주요 제도

### 가) 진입제도

- SecondMarket은 FINRA와 SEC에 등록된 브로커·딜러로서 실사(due diligence)를 통해 투자자의 유통플랫폼 참여 가능 여부를 결정함
  - 33년 증권법에 따른 Rule 144와 Rule 144A 등 사모로서의 면제 거래 요건을 충족하고, 기타 법적분쟁을 피하기 위해 매수자는 전문투자자(qualified investor)와 적격기관투자자(QIB)만으로 한정하여 플랫폼에 참여할 수 있도록 함
  
- SecondMarket은 전문투자자와 적격기관투자자만을 (매수)회원으로 승인하고 회원으로 승인된 경우 회원별로 부여받은 패스워드를 통해 로그인 후 SecondMarket의 거래플랫폼에 접근 가능
  - SEC는 1996년 7월 IPONET 및 1997년 Lamp Technologies Inc. 등과 관련된 비조치의향서(no-action letter)를 통해 패스워드를 입력하지 않은 일반인은 접근이 불가능하도록 하고, 전문투자자가 회원인 경우 공개적 청약의 권유에 해당하지 않는다는 의견을 일관되게 표명해 오고 있음
  - 이에 따라, SecondMarket은 웹사이트를 2단계로 구분하여 투자자를 관리하고 있음
    - 1단계(Tier 1)는 매도·매수 의향을 가진 투자자가 SecondMarket의 웹사이트를 통해 초기등록(initial registration)을 마친 경우 접근이 가능함
    - 1단계 회원은 SecondMarket이 제공하는 비공개회사의 공개정보(publicly delivered information)를 열람할 수 있으며, 특정

회사의 주식을 매수할 의향이 있는 경우 전문투자자자임을 심사하기 위해 '시장표준질의서'(market standard questionnaire)를 작성해야 함

- 시장표준질의서에 대한 심사가 완료된 경우 패스워드로 보호된 2단계 웹사이트로 들어갈 수 있음
- 시장표준질의서에 대한 심사는 통상 24시간~48시간이 소요되며, SecondMarket의 법률 및 준법부서에서 심사를 완료하기 전까지 2단계 웹사이트의 접근이 불가능하므로 매도·매수를 희망하는 증권과 관련된 구체적인 매매 정보에 접근할 수 없으며, 거래 또한 불가능함
- 2단계 회원은 특정 비공개회사 주식의 매도·매수에 관한 의향을 표시할 수 있고, 매도·매수 가능 여부를 알 수도 있음
- 특정 회사에 대한 시장이 개설된 경우 그 회사의 주식에 대한 매수의향을 표시한 회원에 대해 해당 시장의 개설 사실이 통보됨

□ 2011년부터 SecondMarket은 맞춤형 유동성 프로그램에 서명한 회사와 SecondMarket에서 거래할 수 있도록 승인한 회사의 증권만을 거래할 수 있도록 함으로써 회사의 동의 없는 증권은 SecondMarket에 진입 불가

— 유동성 프로그램에 서명한 회사를 유동성 프로그램 스폰서라고 하며, 프로그램 서명에 따라 기존 주주와 현행 종업원, 내부자 및 지배관계자 등이 보유한 주식의 매매가 가능함

- 유동성 프로그램에 참여한 회사는 스폰서로서 회계감사를 받은 재무 관련 정보, 중간 재무정보, 위험요소, 자본금 현황, 매매대상 주식에 대한 회사의 권리 및 제약에 관한 정보, 회사의 업무개요에 대한 정보를 SecondMarket에 제공해야 함

- 따라서 회사의 자발적 정보 제공을 통해 정보비대칭성을 해소함으로써 사기금지조항에 따른 내부자거래의 문제를 해결할 수 있기 때문에 현행 종업원, 내부자 및 지배관계자(지배주주, 이사, 임원 등)도 매매에 참여할 수 있는 것임

□ SecondMarket은 투자자의 수요가 있을 경우 유동성 프로그램 참여를 위해 해당 주식의 발행회사를 접촉하여 맞춤형 유동성 프로그램 서비스계약을 체결함

- 이와는 반대로 회사가 먼저 유동성 프로그램 참여를 위해 SecondMarket을 접촉하는 사례도 있다고 함
- 투자자와 회사를 연결하여 증권거래가 가능하도록 하는 점에서 SecondMarket은 IB(Investment Banking)로서의 기능을 수행하고 있다고 볼 수 있음

□ 통상 유동성 프로그램의 대상 회사는 5년~6년 정도의 신생기업이며, 자본이 1억달러에서 5억달러 사이임

- 대표적으로 Facebook, Twitter, Zynga 등의 소셜인터넷 관련 업체가 많음

□ 회사는 맞춤형 유동성 프로그램을 통해 매수자를 선택하거나 매매가능 시기를 결정하는 등 유동성 '이벤트'를 컨트롤하고 운영할 수 있음

- 유동성 기회의 제공을 통해 기존 주주 및 현행 종업원 등의 유동성 요구를 만족시킬 수 있는 장점이 존재함

- 유동성 프로그램은 통상 1년에 1번 정도 실시하며, 필요에 따라 분기·반기에 실시하는 경우도 있으며 Facebook 같은 경우 한 달에 한 번씩 유동성 프로그램을 실시하였다고 함

나) 주식 유통제도

□ 기술한 바와 같이 2011년부터 SecondMarket에서의 주식매매는 맞춤형 유동성 프로그램(liquidity program)에 의하며, 유동성프로그램을 통한 거래는 총 4단계로 구분할 수 있음

- (1단계) 유동성프로그램이 시작되면 SecondMarket은 그 회사에 대한 실사(due diligence)를 수행
- (2단계) 회사는 유동성프로그램 범위를 한정할 파라미터 설정: 매수자·매도자의 자격, 접근 가능 정보의 범위, 유동성 프로그램 기간, 매매 가능 수량, 매매가 등
- (3단계) 매수자·매도자의 매칭
- (4단계) 회사가 세 개의 가격 결정 메커니즘<sup>17)</sup> 중에서 하나를 선택 후 모든 거래를 단일 가격으로 체결

□ 유동성프로그램에 참여한 회사는 SecondMarket에서 주식을 매도하기 위한 가격을 설정할 수 있으며, 그 가격의 결정은 다음 방식 중 하나에 의함

- 세법(Internal Revenue Code: IRC) 제409A조의 가치평가<sup>18)</sup>에 따라 결정된 회사가 정한 가격

17) Fixed-price tender, multi-lateral negotiation, or sealed-bid dutch auction 을 말함

18) Section 409A Valuation이라고 하며, 이는 통상 회사가치에 관한 회계적 개념의 가치평가라 할 수 있음

- 회사와 단독 또는 복수 매수자의 직접 교섭에 의해 결정된 가격
- 회사가 정한 최고가를 한도로 한 경매 방식에 의해 결정된 가격

□ SecondMarket은 회사가 주기적인 경매일자를 설정하면 그 시기에 매도자와 매수자가 희망 거래 가격을 제시함

- 대부분 회사측은 최초 주식 발행 시의 계약이나 정관에 따라 매수예정자와의 거래를 거부하고 선별적으로 주식매수를 선택할 수 있는 우선매수선택권(right of first refusal)을 가지고 있기 때문에 낙찰가에 따라 원하는 주식을 자사주로 매수 가능
- 우선매수선택권은 회사가 비우호적인 매수자를 거부하거나 주주수를 관리하는데 유용하게 이용되고 있음
- SecondMarket의 가격 결정방식은 외부로부터 영향을 덜 받는 장점이 있으나, 유동성 프로그램의 일회성으로 인해 주식의 적절한 매도·매수 시기를 맞추기 힘든 문제도 존재함
- 따라서 경매를 기다리는 사이 주식의 가치가 떨어질 수 있으며, 유동성 프로그램 가능 시기에 과다하게 거래될 수 있음
- 다만, SecondMarket과 같은 장외 유통플랫폼에서 거래되는 기업의 주가는 상장기업과 같이 회사의 재무가치가 결정적인 영향을 미치는 것이 아니라 회사의 인지도 및 회사의 자체의 전망 등에 따라 결정되는 경향이 많음

□ SecondMarket 가입비용은 무료이나, 거래가 성립된 경우 매도자로부터 거래가액의 일정 비율을 수수료로 부과

- 유동성 프로그램 참여 회사와 매수자는 SecondMarket에 별도의 비용을 지불하지 않음

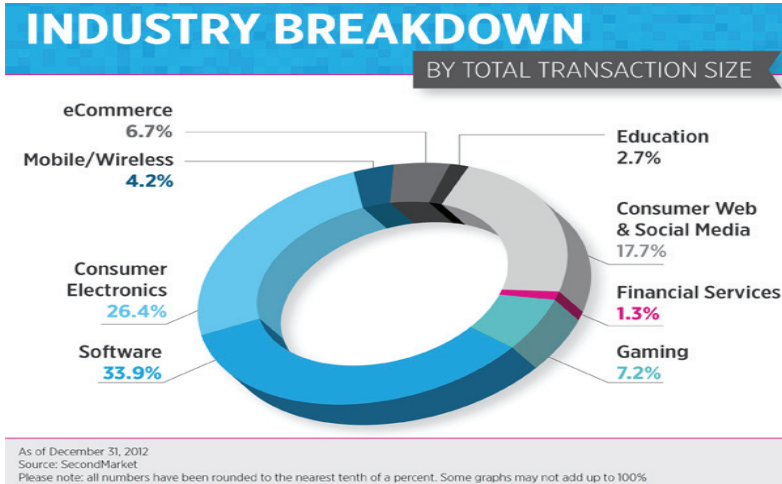
- 매도자로부터 받는 매매거래 수수료가 SecondMarket의 주 수입원 중 하나임

### 3) 현황 및 시사점

#### 가) 성공요인 및 최근 동향

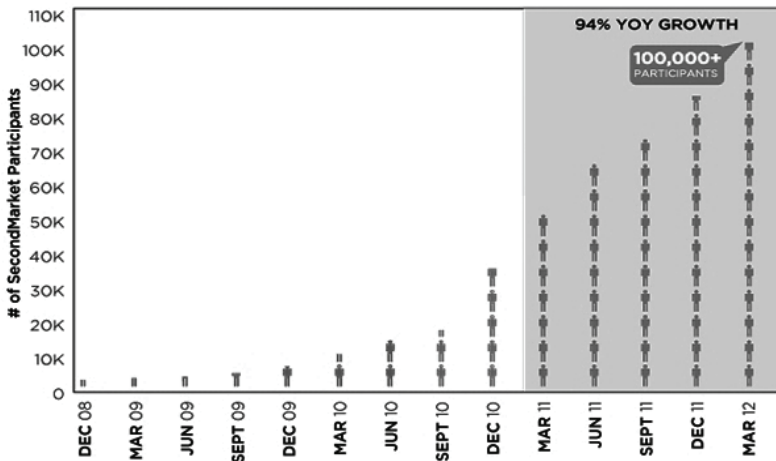
- 2004년에 설립된 SecondMarket은 Facebook과 같은 소셜네트워킹서비스(Social Networking Service: SNS)가 붐을 이룬 시기, 장외 유통 플랫폼으로서 큰 외형적 성장을 이룸
  - 2011년 마감된 거래량은 5억 5천만달러 이상임
    - 2009년 4분기와 2011년 1분기 사이에 거래량이 6.1억달러로 급격히 증가하기 시작함
    - 다만, 매 분기 변동폭이 큰 편이며 2010년 2분기에는 거래량이 가장 적은 5천만달러를 기록하기도 하였음
- 2010년 중 secondMarket의 거래 중 65%~78%가 인터넷 관련 산업의 거래이며, 2012년 통계에 따르면 소프트웨어 산업이 전체 거래의 36%로 가장 높고, 다음으로 소비재 전자제품이 26.4%였음
  - SecondMarket은 각 기업 및 산업의 수요와 공급에 대한 정보를 제공하며 이 데이터는 관심지수(indication of interest), 매도가능한 주식의 수, 수요가 있는 주식 수에 대한 정보를 제공
- 2010년 이후 Facebook, Twitter, Zynga, Yelp의 관심지수(indication of interest)가 가장 높게 나타난 바 있음

<그림 III-2> 2012년 산업별 거래규모 분석



- 2012년 1분기 SecondMarket의 참가자는 총 100,000명에 도달하였으며, 연간 누적 94% 증가율을 보임

<그림 III-3> SecondMarket 참가자 증가 내역



자료: SecondMarket

- 2012년 거래 수를 기준으로 한 매수자의 유형별 분석에 따르면, 기관 투자자가 88.5% 가장 높은 비중을 차지했으며, 다음으로 발행회사가 9.8%, 그 밖의 투자자 등이 1.6%를 차지
  - 2012년 3분기 보고서에 따를 경우 여기서의 기관투자자들은 대부분 벤처캐피탈을 의미하는 것으로 보임
  - 발행회사 입장에서는 소수의 벤처캐피탈을 상대함으로 계속 비공개회사로서의 지위를 유지할 수 있고 주주관리가 상대적으로 쉽기 때문인 것으로 보임
    - 또한 향후 추가적인 자본이 필요시 이들을 통해 보다 손쉽게 유상증자를 실시할 수 있다는 이점도 있음
  - 발행회사의 거래횟수가 높은 것은 우선매수선택권(right of refusal)의 행사에 따른 것으로 보임
  
- 반면 2012년 통계에 따른 매도자의 유형별 분석에 의하면, 현직근로자가 66%, 전직근로자가 26.3%로서 전체의 92.3%를 차지하여, 근로자의 유동성 필요가 가장 많다는 것을 보여 줌
  - 투자자 등의 비중은 6.8%, 회사창업자는 0.9%를 차지함
  - 매도자의 유형별 분석은 유동성 필요차원에서 SecondMarket을 실제 이용하고자 하는 자는 대부분 전·현직 근로자이며, 벤처캐피탈 등은 많지 않다는 점이 특징임
  - 이는 SecondMarket에 의한 유동성프로그램은 회사의 필요에 따라 실시하므로, 주로 현직 근로자의 필요를 충족시키기 위해 유통플랫폼을 이용하기 때문인 것으로 보임
  - 또한, 미국시장은 IPO 외에도 M&A와 Secondary Fund에 의한 회수경로가 발달되어 있어 벤처캐피탈이 SecondMarket을 통한 회수의 필요성이 크지 않은 것으로 보임

- 다만, 매수자 유형별 분석에서와 같이, 벤처캐피탈은 SecondMarket 을 통해 IPO 직전에 있는 기업의 주식이나 성장가능성이 높은 주식을 매수하고 있는 것으로 나타남

<표 III-1> SecondMarket 매도자·매수자의 유형별 순위

(단위: %)

매도자		매수자	
1. 현직근로자	66.0	1. 기관투자자	88.5
2. 전직근로자	26.3	2. 발행회사	9.8
3. 투자자	6.8	3. 기타	1.6
4. 회사창업자	0.9		

나) 문제점 및 시사점

□ 매 분기마다 거래량의 변동폭이 매우 큰 편임

- 2010년 2분기에는 거래량이 가장 적은 5천만달러를 기록하였으나, 반대로 2010년 4분기에는 가장 많은 1.58억달러를 기록한 바 있음

□ 거래량 대비 거래기업의 수가 매우 적은 편으로 현재 50여개의 회사가 SecondMarket에서 거래되고 있음

- 50개의 기업 중 일부기업에 거래가 집중되고 있는 것으로 나타남
  - 대표적인 예로 과거 Facebook 주식이 2010년 거래량의 45%를 차지하였으며, 월스트리트저널에 따르면 당시 가치는 1.5억달러였음<sup>19)</sup>

19) 이는 “Facebook effect”라고 불리며, Facebook의 대중성과 관심이 SecondMarket

- 인터넷 소셜미디어인 Twitter, LinkedIn, Zynga의 거래규모가 그 다음으로 많은 비중을 차지한 바 있음

□ SecondMarket의 거래에서 매도자 유형을 살펴보면 전·현직 근로자가 압도적인 비중을 차지하여, SecondMarket에서 제공하는 회사주도형 유동성 프로그램에 의한 거래는 벤처캐피탈의 회수시장으로서의 기능은 제공하지 못하는 것으로 보임

— 우리나라에 비해 비교적 M&A와 Secondary Fund에 의한 회수시장이 발달된 미국의 경우 회사주도형 유동성 프로그램에 의한 자금회수경로는 크게 매력적이지 못하다는 의미일 수 있음

— 또한, SecondMarket에서 거래되는 주식은 시장에서 상당히 호응을 얻는 기업의 주식이기 때문에 벤처캐피탈 입장에서 굳이 매도할 필요성이 적다고 할 수 있음

## 다. SharesPost

### 1) 개요

□ (운영주체) SharesPost 플랫폼은 대체거래시스템으로서 SEC(Securities and Exchange Commission)에 등록됨

— SharesPost 자체는 SEC와 FINRA에 브로커·딜러로 등록되어 있지 않고, 브로커·딜러로 등록된 완전자회사인 SharesPost Financial Corporation을 통해 브로커·딜러로서의 역할 수행

---

의 성장을 주도하였다고 할 수 있음

- 2011년 이전까지 브로커·딜러로 등록하지 않고 영업을 해 온 사실 때문에 2012년 3월 14일 SEC로부터 8만달러의 과징금을 받은 바 있음

□ SharesPost는 2013년 3월 6일 NASDAQ OMX Group과 함께 NASDAQ Private Market(NPM)을 설립하여, 기존 SharesPost에서의 모든 비공개주식 관련 서비스를 NPM을 통해 제공하고 있음

- NPM의 증권관련 서비스는 SharesPost의 모델과 같이 SEC와 FINRA에 브로커·딜러로 등록된 완전자회사인 NPM Securities, LLC를 통해 제공함
- NPM Securities, LLC은 SEC에 등록된 ATS임

□ (연혁) SharesPost는 2009년 6월에 벤처회사 등의 투자로 설립되었으며 SecondMarket과 같이 온라인 플랫폼으로만 운영

- SecondMarket과 비슷한 비즈니스모델을 사용하며 SecondMarket과 같이 비공개주식의 유동성 위기(liquidity crisis)를 해결하는 기능 수행
- SharesPost의 창업자이자 사장인 Gregg Brogger는 비공개주식 유통시장(private market)이 금융시장에 충분한 정보를 제공하고 있지 않다는 점에 착안하여 SharesPost를 설립
  - ‘Private Equity 2.0’ marketplace를 개발해 사모시장의 정보를 제공
- 2010년 말부터 SharesPost는 SecondMarket의 유동성 프로그램과 유사한 형태로 여러 건의 경매를 실시한 바 있음
  - 경매는 1주일 정도 열리며, SharesPost는 지정된 최고가 이상의 호가가 있는 경우 price cleaning이 될 때까지 이를 조정함

- 2010년말 SharesPost는 9번의 경매를 수행: Facebook, 트위터, LinkedIn
- SharesPost는 30개의 기업과 총 400번의 거래가 있었으며, 2011년 1분기에만 250번의 거래가 성립되었음
- 2011년부터 2014년 현재까지 SharesPost에서 2,000건 이상의 비공개주식 거래가 있었으며, 거래규모는 10억달러임
- 2011년부터 SecondMarket과 유사한 방식의 ‘구조화 유동성 프로그램’(Structured Liquidity Program: SLP)을 도입하였음
  - SharesPost의 SLP는 SecondMarket의 맞춤형 유동성 프로그램과 상당히 유사하며, 회사가 주도하여 유동성 프로그램을 주도함
  - 2013년 이후부터는 NPM을 통해 SLP서비스를 제공하고 있음
- 2011년부터 벤처기업이 SharesPost의 웹사이트를 통해 사모형태의 유상증자(primary capital raising) 서비스를 제공하기 시작함
  - SharesPost의 유상증자 프로그램을 통해 회사는 특정의 소수 투자자를 대상으로 ‘온라인 로드쇼(기업설명회)’를 할 수 있음
  - SharesPost의 유상증자 서비스는 대표적인 IB업무라 할 수 있고, 사모방식을 통한 ‘준기업공개’라 평가할 수 있음
  - 2013년 이후부터는 NPM을 통해 유상증자 서비스를 제공

## 2) 주요 제도

### 가) 진입제도

- SharesPost는 SecondMarket과 동일하게 실사(due diligence)를 통해 전문투자자(qualified investors)를 대상으로 NPM을 통한 게시판 형태의 플랫폼을 운영하고 있음

- 과거 SharesPost가 직접 운영하던 플랫폼 거래는 2013년부터 더 이상 제공하지 않음
  
- 2013년 3월부터 NPM을 통한 SharesPost 서비스를 제공하기 시작한 이후, 투자자는 SharesPost Private Securities Specialist에게 직접 매도·매수 의향을 제출함으로써 거래를 시작할 수 있음
  - 과거 SharesPost가 직접 유통플랫폼을 운영할 당시에는 직접 회원관리를 통해 매도자와 매수자의 진입을 심사하였으나, 이제 SharesPost가 직접 회원을 관리하지 않음
  - 매도·매수희망자로부터 거래의향을 제출받은 SharesPost Private Securities Specialist는 거래를 매칭시키기 전에 전문투자자 요건 충족 여부의 확인을 위한 기초자료를 요구함
    - 매수자는 반드시 전문투자자(accredited investor)여야 하며, 매도자는 전문지식보유자(sophisticated investor)여야 함
    - SharesPost Private Securities Specialist가 최종적으로 매도·매수희망자의 Regulation D에 따른 전문투자자/전문지식보유자에 관한 적격성을 판단함
    - 전문투자자로 판정된 경우 NPM의 플랫폼을 조회하고 이용가능
  
- 거래 대상회사는 SecondMarket과 동일하게 5년~6년 정도의 신생기업으로서 자본금 규모가 1억달러에서 5억달러 사이임
  - 매도·매수 희망자는 자신이 매도·매수하고자 하는 회사가 NPM에 없는 경우 SharesPost Private Securities Specialist를 통해 NPM 회사로 지명해 줄 것을 요청할 수 있음

나) 주식 유통제도(브로커리지 서비스)

A. 비공개주식의 거래

□ SharesPost의 비공개주식 거래 서비스는 NPM의 플랫폼을 통해 이루어지며, SharesPost Private Securities Specialist라는 중개업자를 통해서만 가능함

— 과거에는 매도자·매수자가 직접 SharesPost의 게시판 기능을 통해 거래를 하거나, Transaction Specialist로 불리는 SharesPost의 회원 브로커를 통해 거래하였으나, 2013년 5월부터는 SharesPost Private Securities Specialist를 통한 NPM에서의 중개거래로만 가능

- 이는 NPM은 회원인 브로커·딜러를 통한 거래만을 인정하는 거래소와 유사한 시스템을 가지고 있기 때문임
- 2014년 현재 NPM의 회원인 브로커·딜러는 SharesPost 외에 Axiom Capital Management, Inc., Concept Capital Markets LLC, Consensus, Emerson Equity가 있음

□ 매도자 측면에서 NPM을 통한 SharesPost에서의 구체적인 거래과정은 다음과 같음

— 매도자의 경우, 비공개 주식을 매도하기 위한 조건을 SharesPost Private Securities Specialist에게 제출하면 Specialist는 이를 검토한 후 NPM 브로커·딜러 네트워크에 해당 매도조건을 게시함

- 따라서 매도가격은 전적으로 매도자가 정하며, SharesPost는 이에 대해 관여하지 않음

— 이후 Specialist가 조건에 맞는 매수자를 물색하면, 거래체결을 위한 계약서의 작성 전에 다음의 서류를 요구함

- 신분증 사본
  - 국세청 주주증명자료인 W-9 또는 W-8BEN
  - 주식양도제한 및/또는 취득 계약서
  - 주권(주권이 있는 경우)
  - 매도자가 법인이나 조직인 경우 설립증명서
  - 매도자적격성 질의응답서
  - 서명된 위탁계약서
- 이상의 서류에 대한 검사가 완료된 후 매수자와 매도자에게 서명을 위해 주식매수계약서가 보내지며, 전자적 서명 방식으로 양당사자가 계약서에 서명하면 계약이 구속력을 가짐
- 서명을 통해 계약이 구속력을 가지면 매도계약을 취소할 수 없기 때문에, 취소의향이 있는 경우 서명 전에 계약을 취소해야 함
- 매도자와 매수자가 서명한 계약서는 U.S. Bank에게 송부되며, 매도자는 에스크로서비스 제공자인 U.S. Bank에 개설된 에스크로 계좌에 주식의 소유자라는 증거를 예탁하고 매수자는 매매대금과 수수료를 그 계좌에 입금하게 됨
- SharesPost와 MPM 및 US Bank는 매매 대상 주식의 발행회사를 통해 주주권이 이전될 수 있도록 관련 업무프로세스를 조율함
- 매도자는 동일종목의 주식에 대해서는 단일 가격만을 게시할 수 있고, 다른 가격으로 매도를 원하는 경우에는 한 건의 거래가 종료되고 난 다음 자신이 보유한 주식의 일부를 다른 가격으로 게시할 수 있음
- 이렇게 보유주식의 일부만을 매도하는 것도 가능하나, 회사는 주주수가 늘어남으로써 공개회사가 되는 것을 꺼려하기 때문

에 주식 발행 시 보유주식의 일부만을 매도할 수 없게 하거나 회사나 기존 주주에게만 매도할 수 있도록 조건을 부여하는 것이 일반적임

□ 매수자 측면에서 NPM을 통한 SharesPost에서의 구체적인 거래과정은 다음과 같음

- 매수자의 경우, 매도자의 경우와 동일하게 매수조건을 Specialist에게 제출하면 Specialist가 매수조건에 맞는 매도주식을 물색하여 매수자에게 이를 중개하는 방식임
- 매도자의 경우와 달리 매수자는 주식을 보유하지 않은 자이므로 계약 전 다음의 서류만 제출함
  - 신분증 사본
  - 국세청 주주증명자료인 W-9 또는 W-8BEN
  - 매도자가 법인이나 조직인 경우 설립증명서
  - 매수자적격성 질의응답서
  - 서명된 위탁계약서
- 서류검증이 완료된 이후의 절차는 매도자의 경우와 동일하게 처리됨
  - 기술한 바와 같이 증권규제상 매수자는 전문투자자여야 함

□ SharesPost는 매도·매수를 위한 최소거래규모 요건으로서 5만달러를 책정하고 있음

- SharesPost는 소규모 거래를 취급하지 않으며, 이는 아래 거래수수료에서 보는 바와 같이 영업성을 확보하기 위한 조치로 보임

- SharesPost는 한 거래당 매도자 및 매수자 각각으로부터 거래금액의 5% 또는 5,000달러 중 큰 금액을 위탁수수료(commission fee)로 취함
  - 거래금액에 따라 에스크로서비스, 주식양도 관련 명의개서대행서비스, 법적 의견서 작성 등과 관련한 추가적인 수수료가 요구될 수도 있음
  
- SharesPost는 매도·매수 희망자가 스스로의 책임 하에 매도·매수 의사에 따라 거래가 이루어지도록 하는 수동적 제도를 구축하고 있기 때문에 거래에 관한 일체의 책임이나 의무를 지지 않음
  - NPM을 통한 SharesPost에서의 거래 시 가격 결정과 그 밖의 매수도와 관련한 조건은 전적으로 매도자·매수자에 의해 결정되기 때문임
  - 또한 SharesPost에서는 비공개회사에 관한 일정한 정보를 제공하는데, 이 정보는 타사의 정보와 연구일 뿐이며, 가격결정을 위한 것이 아니고, SharesPost가 매도자·매수자에게 투자자문을 하는 것도 아니기 때문임

#### B. SharesPost 100 Fund

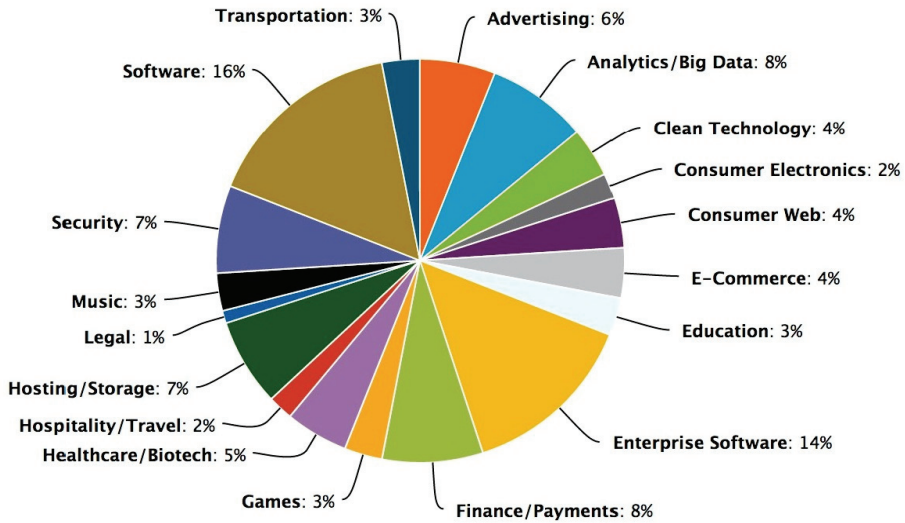
- SharesPost는 SharesPost 100 Fund를 통해 벤처기업에 투자하는 투자자들에게 기업의 잠재적 가치를 평가할 수 있고 또 직접 펀드에 투자할 수 있는 시스템을 제공함
  - SharesPost 100 Fund는 대체투자의 일종으로, 후기단계(late-stage)에 있는 상위 100개의 벤처캐피탈이 투자한 비공개회사에 투자하는 펀드임<sup>20)</sup>

— 최소투자액은 2,500달러이고, 자문수수료는 1.9%임

□ SharesPost 100 Fund에 속한 100개사는 주로 SharesPost가 선정하는 공개하는 SharesPost 100 List에 속한 회사임

— SharesPost 100 List에 속한 회사를 산업별로 분류하면 <그림 III-4>와 같음

**<그림 III-4> SharesPost 100 List 회사의 산업별 분류**



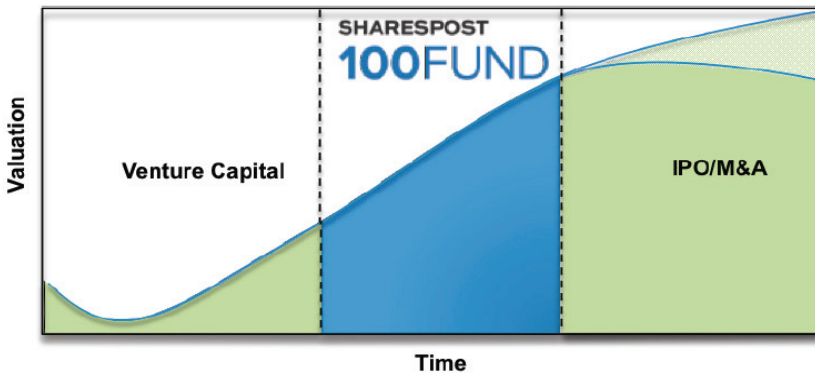
자료: SharesPost

□ (펀드전략) SharesPost 100 Fund의 전략은 active전략, closed-end interval fund로 운용되며, SharesPost 100 Fund의 타겟이 되는 기업들은 벤처캐피탈 자산군의 성과를 내는 기업들임

20) Sharespost(2014)

- (시장기회) 비공개회사의 가치는 공모시장에 진입하기 전에 상당한 수익이 발생하므로 후기단계 벤처기업들의 추적 수익 프로파일은 기관 및 고액 투자자들을 대상으로 제공되고 있음
  - Shrespost 100 Fund는 투자자들에게 회수단계(exit)에 있는 기업들의 잠재적인 자산가치를 올바르게 평가할 수 있는 기회를 제공함
  - 초기단계의 비공개회사와 비교할 경우 후기단계의 비공개회사는 매출성장을 위한 노력에 집중하고 있어 투자자들에게 시장 기회를 제공하는 단계라고 볼 수 있음

<그림 III-5> SharesPost 100 Fund의 투자대상회사



자료: SharesPost

- (수익률) 2014년 9월 30일 기준, 2014년 6월 30일부터의 순누적수익률 (returns with full sales charge)은 7.61%, 수수료공제전 누적수익률 (returns without full sales charge)은 13.45%임
  - 같은 기간 S&P 500지수는 5.64%, 다우존스 US 기술지수는 6.29%였음

### 3) 현황 및 시사점

#### 가) 성공요인 및 최근 동향

□ SharesPost는 2009년 6월 벤처기업 주주들에 의해 설립된 이후, 2011년 초 30개의 회사에서 450건의 거래가 이루어졌으며, 2014년 1월말 기준으로 총 10억달러 규모, 2,000건 이상 거래가 이루어졌음

— 2011년 초 450건에 불과하였으나 2014년 현재 2,000건 이상의 거래가 이루어지고 있음

□ SharesPost의 경우도 인터넷 소셜미디어산업의 비중이 가장 높음

— SharesPost의 거래활동은 SecondMarket의 거래활동과 비슷한 양상을 보임

- 활동내역을 보면, Facebook, LinkedIn, Zynga, Twitter, Bloom Energy가 각각 70, 30, 13, 12, 10건의 거래로 가장 높은 비중을 차지하며 나머지 기업들은 5건 정도임
- SecondMarket과 유사하게 대부분의 거래 기업들은 인터넷 소셜미디어와 관련이 있는 것으로 조사됨

□ 2009년에 설립된 이후 SharesPost에서의 거래가 지속적으로 증가한 요인으로서 다음 세 가지를 들 수 있음

— SharesPost는 Private Investor Portals를 개설함으로써 벤처기업이 신규자금을 모집할 수 있는 경로를 제공하고, 유동성 프로그램을 통해 회사가 주도적으로 유동성을 조절할 수 있도록 함

- SharesPost는 투자자들에게 투자효율성과 용이한 방법으로 거래할 수 있는 중간단계의 유통시장을 제공한다는 측면을 넘어, IPO 전단계에 있는 중견 벤처기업이 IPO를 하지 않고서도 사모방식으로 신규자금을 모집할 수 있는 메커니즘을 제공
  - 구조화된 유동성 프로그램(SLP)은 SecondMarket과 동일한 방식으로 회사와 투자자 모두 win-win할 수 있는 거래 환경을 조성하였다고 평가할 수 있음
- SharesPost는 비공개주식 거래의 투명성 제고를 위해 블룸버그(Bloomberg)를 통해 가격 정보 및 호가 등 거래 데이터의 연혁과 실시간 가격정보를 공개한 바 있음
- 2010년부터 SharesPost는 Facebook, LinkedIn, Tesla Motors, Twitter, Zynga 같은 30개 회사로 구성된 SharesPost Index를 제공하였으나, 2012년 9월 현재 더 이상 Index를 제공하지는 않고 있음
- SharesPost는 투자참고자료로 SharesPost와 파트너십을 맺은 리서치사의 연구보고서를 제공한 바 있으며, 최근에는 SharesPost 100 List에 포함된 기업 중 IPO나 자금조달 실적을 매달 게시하여 일정한 정보제공 기능을 수행하고 있음
- 과거 11개의 타사 연구 기관에서 450개 이상의 연구보고서를 제공함으로써 신홍성장기업에 대한 내역을 파악할 수 있도록 하였으나 현재는 SharesPost 100 List 기업정보 중 일부만을 홈페이지에 게시하는 것으로 파악됨

## 나) 문제점 및 시사점

- SecondMarket에 비해 상대적으로 높은 거래비용이 요구됨

- SharesPost는 거래 시 거래 양당사자로부터 5% 또는 5천달러 중 큰 금액의 위탁수수료를 받기 때문에 매도자로부터만 수수료를 받는 SecondMarket에 비해 거래비용이 상대적으로 높은 편임
- SharesPost는 U.S. Bank를 통해 결제기능을 제공하고 있지만 이 또한 양 당사자가 별도의 비용을 지불해야 한다는 문제점이 있음
  - SecondMarket은 거의 전적으로 회사 주도의 유동성 프로그램을 운영하기 때문에 별도의 결제 메커니즘을 제공하고 있지 않음

□ SharesPost도 SecondMarket과 동일하게 거래의 편중 문제가 존재함

- 총 30개의 회사에서 450건의 거래가 이루어졌음
- 상위 5개 기업의 거래규모는 78.4억달러로 각 기업들의 평균 거래규모는 17.1억달러 수준임
- 그러나 상위 5개 기업을 제외한 기업들의 거래가치는 총 18억달러로 기업들의 평균가치는 4.2억달러 수준으로 큰 차이를 보임

□ SharesPost의 Primary Capital Raising 서비스는 중견 벤처기업이 IPO 없이도 비공개기업 상태를 유지하면서 신규 자금을 조달할 수 있는 길을 열었다는 점에서 높이 평가할 수 있음

- 2011년 9월 7일 온라인 자동차판매사인 TrueCar는 2억달러를 SharesPost의 Private Investor Portals를 통해 성공적으로 조달한 바 있음
- 다만, 현재는 SecondMarket도 2012년 9월부터 유사 서비스를 제공하고 있기 때문에 SharesPost만이 제공하는 서비스로서의 장점은 사라진 상태임

## 라. SecondMarket과 SharesPost의 비교(요약)

□ SecondMarket과 SharesPost를 비교하면 SharesPost의 경우도 인터넷 소셜미디어산업의 비중이 가장 높게 나타남

— SharesPost의 거래활동은 SecondMarket의 거래활동과 비슷함

- 활동내역을 보면, Facebook, LinkedIn, Zynga, Twitter, and Bloom Energy가 각각 70, 30, 13, 12, 10건의 거래로 가장 많은 비중을 차지하며 나머지 기업들은 5건 정도에 머무름

□ SharesPost는 SecondMarket에 비하여 매도자와 매수자의 유형 등 관련 거래 관련 정보가 상당히 부족한 편임

— SharesPost에서 거래하는 투자자들 유형에 대한 정보는 신문 기사 등을 통해서만 찾을 수 있음

- SecondMarket은 분기 및 연간 리포트를 통해 거래내역과 투자자유형 등에 대한 간략한 정보를 공시해 오고 있음
- SharesPost의 CEO에 따르면, 2010년 말 모든 거래의 40%를 기관투자자, 헤지펀드, 뮤추얼펀드가 차지한다고 함
- SecondMarket의 경우 2010년말 벤처캐피탈, 기관투자자, 뮤추얼펀드, 헤지펀드의 비중이 90% 이상을 차지하였음

<표 III-2> SecondMarket과 SharesPost 비교

구분	SecondMarket	SharesPost
사이트명	secondmarket.com	sharespost.com
사이트개설	2004년	2009년 6월
참여발행사	벤처, 중소형기업	SecondMarket과 동일
진입제도	직접 전문투자자 적격을 심사후 회원가입	Specialist(중개업자)를 통해 전문투자자 적격 심사
유통제도	맞춤형 유동성 프로그램	NPM을 통한 SLP 중개거래
거래방법	호가게시	NPM을 통한 호가게시
브로커업무	직접 브로커 관여하고, 매매는 거래당사자간 직접 체결	Specialist를 이용한 투자중개만 허용하고, 매매는 거래당사자간 체결(동일)
투자대상기업	5년~6년 정도의 신생기업 자본금: 1억~5억달러	SecondMarket과 동일
실적공시제도	분기별 리포트 제공	리포트 발행없이 자체 정보공개사이트에서 개별적 확인
거래수수료	3%~5%(매도자)	매도자 및 매수자 각각 max{5%, \$5,000}
2010년 기준시장동향	50개의 회사, 550건의 거래량	30개의 회사, 450건의 거래량
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SharesPost와 같이 유상증자 서비스를 개시하여 발행시장 영역에도 진출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primary Capital Raising 프로그램을 통한 사모 유상증자 및 온라인 로드쇼(준기업 공개) 최초 제공</li> </ul>

자료: SecondMarket, SharesPost

## 2. 미국의 유통플랫폼에 관한 증권규제

### 가. 검토목적

□ 미국 비공개주식 유통플랫폼의 거래구조와 현황에 대한 파악 및 이를 통한 우리나라에서의 비상장주식 거래플랫폼의 구축 및 발전방안을 모색하기 위해서는 장외시장에 관한 미국의 증권규제에 대한 이해가 필요

— 위에서 논의한 SecondMarket 및 SharesPost의 거래구조는 미국 증권규제의 틀 안에서 형성된 것이기 때문에 미국의 관련 증권규제에 대한 이해가 선행되어야 함

□ 미국의 장외시장에 대한 규제는 대단히 복잡하고 계속 정립되어 가는 부분도 존재하기 때문에 이하의 검토는 비공개주식 유통플랫폼과 관련된 부분 중 주요 개념으로 한정함

### 나. 주요 개념

#### 1) 인수인(underwriter)

□ 발행인(issuer), 인수인 또는 딜러 이외의 자에 의한 거래는 33년 증권법 제5조에 따른 등록의무(증권신고서 제출의무)가 면제되는 거래임(33년 증권법 제4조 a항 1호)

— 따라서 발행인, 인수인, 딜러가 행하는 거래는 증권법의 등록의무 존재함

□ 33년 증권법상 인수인은 일반적으로 알고 있는 인수업무를 행하는 증권업자를 넘어 분매(distribution)를 목적으로 증권을 취득할 경우 인수인으로 취급됨

— 인수인의 개념을 폭넓게 정의하는 것은 제4조 제1호의 면제규정을 이용하여 제5조의 등록의무를 회피하는 것을 방지하기 위함

□ 33년 증권법의 정의에 따르면 인수인은

- (1) 증권의 분매를 목적으로 발행인으로부터 증권을 매수하거나
- (2) 증권의 분매와 관련하여 발행인을 위하여 청약 또는 매도를 하거나
- (3) 이와 같은 행위에 직간접적으로 참여 또는
- (4) 이와 같은 행위의 인수(undertaking)에 직간접적으로 참여한 자를 의미(제2조 제a항 제11호)<sup>21)</sup>
- 증권법상 발행인은 발행회사를 지배하거나 발행회사의 단독지배 또는 공동지배 하에 있는 자 즉, '지배관계자'(affiliate)도 포함함<sup>22)</sup>

- 21) 인수인 및 발행인에 대한 정의에 관한 원문은 다음과 같다: The term "underwriter" means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors or sellers commission. As used in this paragraph the term "issuer" shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer
- 22) 지배관계자는 발행인의 경영을 사실상 지휘할 수 있는 지위에 있는 자를 말하며, 지배주주, 이사, 집행임원 등이 이에 해당함

- 따라서 예컨대 발행회사로부터 신주를 부여받은 VC가 투자목적 이 아니라 분매의 목적으로 신주를 받은 경우에는 이 VC는 인수인에 해당하여 제5조에 따른 증권등록의무가 있음
  - 증권의 취득이 투자목적인지 분매목적인지의 가장 기본적인 구분은 보유기간에 의함(아래 Rule 144 참조)

□ (자본시장법) 자본시장법상 인수인이란 제3자에게 증권을 취득시킬 목적으로 다음의 행위를 하거나 그 행위를 전제로 발행인 또는 매출인을 위하여 증권의 모집·사모·매출을 하는 자를 말함(제9조 11항 및 12항 참조)

- (1) 그 증권의 전부 또는 일부를 취득하거나 취득하는 것을 내용으로 하는 계약을 체결하는 것(총액인수: firm-commitment underwriting)
- (2) 그 증권의 전부 또는 일부를 취득자가 없는 경우 그 잔여부분을 취득할 것을 내용으로 하는 계약을 체결하는 것(잔액인수: stand-by underwriting)

## 2) 공모(public offering)

□ 33년 증권법상 공모에 대한 정의가 없기 때문에 공모의 여부에 관한 판단에서 중요한 것은 보호의 필요성임

- 즉, 청약의 대상인 투자자의 수가 아니라 연방증권법상 ‘보호의 필요성’이라는 관점에서 “스스로 자신을 방어할 수 있는 것으로 증명되지 않은 비전문투자자”나 “정보에 대한 접근성”이 없는 투자자가 1명이라도 있는 경우에는 공모로 해석 가능<sup>23)</sup>

---

23) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953); SEC v. Continental

— 반대로 아무리 투자자의 수가 많아도 이 모두가 전문투자자인 경우에는 사모로 해석

□ (자본시장법) 자본시장법은 공모라는 용어 대신 모집과 매출이라는 용어를 사용하며, 50인 이상의 투자자에 대한 청약의 권유(모집) 또는 매도의 청약이나 매수 청약의 권유(매출) 시 공모로 봄(제9조 7항 및 9항)

— 다만 50인 산정 시 전문가와 연고자는 50인에서 제외됨

### 3) 사모(private placement)

□ 33년 증권법상 사모는 공모발행에 해당하지 않는 증권발행을 의미하며(제4조 제2호), 사모발행인지의 여부는 Rule 144, Regulation D와 판례 등에 의한 제4조 a항 2호의 해석에 따라 정함

— 33년 증권법상 사모에 해당하는 경우에는 제5조에 따른 증권신고서(registration statement) 제출의무가 면제됨

- 증권신고서 제출의무가 면제되면 사업설명서교부, 정기공시의무 등도 같이 면제됨

□ (자본시장법) 자본시장법상 사모는 미국과 달리 신규로 발행되는 증권의 취득에 대해 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 않는 것을 의미(제9조 제8항)

---

Tobacco Co., 463 F.2d 137 (5th Cir. 1972); Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d 893 (5th Cir. 1977)

#### 4) Regulation D의 Rule 506: 발행인의 사모발행 요건

□ Regulation D의 Rule 506은 증권법 제4조 a항 2호에 따른 사모 여부의 불명확성을 해소하기 위해 SEC가 제정한 규칙으로서 Rule 506에서 정한 요건을 만족하는 경우에는 '발행인'의 증권발행은 항상 사모가 됨

- 그러나 Rule 506을 만족시키지 못했다고 곧바로 공모가 되는 것은 아니며, 다시 제4조 a항 2호에 따른 사모 판단 가능<sup>24)</sup>
- Regulation D에 의한 사모발행은 Rule 506 외에도 504 및 505도 있으나 발행총액에 대한 제한 등이 있음

□ Rule 506(b)에 의한 사모 기준은 다음과 같음

- 총액에 관한 제한은 없음
- 투자자가 전문투자자(accredited investor)인 경우 그 수에 관계없이 사모에 해당
- 투자자가 전문투자지식보유투자자(sophisticated investor)인 때에는 그 수가 35인 이하인 경우에만 사모에 해당
- 35인 산정 시 35인은 청약의 상대방이 아니라 실제로 증권을 매수한 자를 기준으로 함

□ Rule 506에 의해 사모가 된 경우에도 전매(resale)는 금지되며, JOBS 법<sup>25)</sup>에 따라 추가된 Rule 506(c)는 공개적 청약의 권유(general solicitation)의 허용 등 규제를 보다 완화함

---

24) 따라서 Rule 506은 비배타적 면제규정(non-exclusive safe harbor)임

25) The Jumpstart Our Business Startups Act of 5 April 2012

- JOBS법은 Rule 506(c)에 근거한 사모의 경우에는 일반인을 대상으로 한 공개적 권유 및 광고를 허용하고 있음
- JOBS법에 의한 공개적 권유 및 광고의 허용은 Rule 144A의 경우에도 적용됨
- 따라서 비공개주식 유통플랫폼은 과거와 달리 유상증자 시 비공개주식의 매도조건에 대해 일반인을 대상으로 한 권유와 광고가 가능함
- 다만, 권유 및 광고의 결과 실제 청약을 한 투자자는 모두 전문투자자이어야 하는 조건이 있음

**<표 III-3> Regulation D에 의한 사모발행 요건 등**

구분	Rule 504	Rule 505	Rule 506
총액한도	1백만달러 (12개월)	5백만달러 (12개월)	무제한
모집방법	공개권유금지	공개권유금지	공개권유금지 <sup>4)</sup>
투자자수	무제한 <sup>1)</sup>	35명까지 <sup>2)</sup>	35명까지 <sup>3)</sup>
정보제공	불요	필요	필요
발행인제한	투자회사, SEA 보고회사 등 제외	Rule 262에 따른 부적격자 제외	없음
전매제한	제한적 허용	금지	금지

- 주: 1) 모든 투자자는 전문투자자이어야 함  
 2) 전문투자자(accredited investors)는 기산에서 제외  
 3) 전문투자자는 기산에서 제외하고, 506(b)에 의할 경우 비전문투자자에 대한 모집은 전문투자지식(sophistication)을 보유한 투자자로 제한  
 4) Rule 506(c)에 의한 사모의 경우에는 공개권유 허용

### 5) 전문투자자(accredited investor)

- Regulation D의 Rule 501(a)는 8가지 유형의 전문투자자를 규정하고 있으며, 이에 해당하는 경우 전문투자지식보유 여부와 상관없이 전문투자자로 분류함
  - (개인) 증권취득 당시 배우자의 재산과 합산하여 총 100만달러를 초과한 자산을 보유한 개인
  - (개인) 최근 2년간 연소득이 20만달러(배우자와 합산하는 경우에는 30만달러)를 초과하였고 금년에도 같은 정도의 수입이 합리적으로 예상되는 경우
  - (기관) 모든 지분권자들이 전문투자자에 해당하는 모든 단체(entity)
  - (기관) 은행, 저축대부조합, 등록 증권업자, 보험회사, 투자회사법에 따라 등록된 투자회사, 종업원복지계획
  - (기관) 투자자문업법 Section 202(a)(22)에 의한 사업개발회사(Business Development Company)
  - 청약 또는 매도되는 증권을 발행한 자의 이사, 집행임원 또는 일반조합원(general partner; 무한책임사원) 및 그러한 발행인의 일반조합원의 이사, 임원 또는 일반조합원
  - (기관) 투자에 관한 지식과 경험을 보유한 자가 운영하는 총 자산이 5백만달러를 초과하는 신탁
  - (기관) 1940년 투자자문법(Investment Advisers Act)에 따른 개인 사업개발회사

## 6) Rule 144에 의한 전매요건

□ Rule 144의 목적은 33년 증권법상 인수인의 정의에 따라 통상적인 의미의 인수인이 아닌 경우에도 '분매의 목적'으로 발행인으로부터 증권을 매수한 자는 인수인에 해당하므로 분매목적이지 아닌 '투자목적'의 증권 매수를 증명하는 기준을 제시하는 것임

— Rule 144는 일반투자자에 대한 분매의 규제가 주목적이지만, 기능적인 측면에서 보면 Rule 144는 제한증권·지배증권의 보유자가 일반투자자에게 '분매'를 할 수 있는 요건을 정한 것임

□ Rule 144의 요건을 만족하는 경우 투자목적의 증권 취득에 해당하고, 따라서 인수인이 아닌 것으로 간주되기 때문에 33년 증권법 제5조에 따른 등록의무 없이도 전매가 가능함

— 이런 의미에서 Rule 144는 통상 제한증권·지배증권<sup>26)</sup>의 분매방식에 의한 '전매요건'이라고 함

□ 전매요건은 제한증권과 지배증권에 따라 구분되며, 지배증권의 경우 다음 다섯 가지 요건이 필요함

— (1) 발행인에 관한 최근 공개정보(current public information)의 제공, (2) 제한증권의 보유기간 도과, (3) 매도수량 제한, (4) 매매 방법(manner) 준수, (5) 예정된 매도의 통지

- (1) 매도인의 보유주식이 34년 증권거래법에 따른 보고회사가 아닌 회사의 주식(즉, 비공개주식) 경우 34년 증권거래법에 따른 Rule 15c2-11에서 규정하는 정보(통상 연혁적 재무정보를 의미)를 제공해야 함<sup>27)</sup>

---

26) 지배증권은 회사의 지배관계자(affiliate)가 보유하는 증권을 의미

- (2) 증권취득일로부터 6개월 미만 보유의 경우에는 일반투자자에 대한 분매를 할 수 없으며, 비공개주식의 경우 12개월이 경과하여야 Rule 144에 따른 전매가 가능함
- (3) 면제거래의 적용을 위해서는 3개월 동안 발행인이 발행한 가장 최근 보고서 또는 신고서에 의해 확인되는 발행주식 수량의 종류별로 1% 내에서만 매도가 가능함

---

27) Rule 15c2-11(a)(5)에서 규정하는 정보요건은 다음과 같음:

- (i) The exact name of the issuer and its predecessor (if any);
- (ii) The address of its principal executive offices;
- (iii) The state of incorporation, if it is a corporation;
- (iv) The exact title and class of the security;
- (v) The par or stated value of the security;
- (vi) The number of shares or total amount of the securities outstanding as of the end of the issuer's most recent fiscal year;
- (vii) The name and address of the transfer agent;
- (viii) The nature of the issuer's business;
- (ix) The nature of products or services offered;
- (x) The nature and extent of the issuer's facilities;
- (xi) The name of the chief executive officer and members of the board of directors;
- (xii) The issuer's most recent balance sheet and profit and loss and retained earnings statements;
- (xiii) Similar financial information for such part of the 2 preceding fiscal years as the issuer or its predecessor has been in existence;
- (xiv) Whether the broker or dealer or any associated person is affiliated, directly or indirectly with the issuer; and
- (xvi) Whether the quotation is being submitted or published directly or indirectly on behalf of the issuer, or any director, officer or any person, directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of the outstanding units or shares of any equity security of the issuer, and, if so, the name of such person, and the basis for any exemption under the federal securities laws for any sales of such securities on behalf of such person.

- (4) 매도는 브로커를 통하거나 market maker와 직접 거래를 통해야 함
- (5) Rule 144에 따라 매도할 것으로 예정된 증권의 수량이 3개월 동안 5,000주를 초과하거나 수량과 관계없이 매도총액이 5만달러를 초과하는 경우 SEC에 Form 144에 의한 통지의무가 있음

□ 통상 지배관계자가 보유하는 비공개회사의 지배증권은 최근 공개정보의 제공과 매도수량 제한 요건으로 인해 Rule 144에 의한 면제를 이용하기 어렵고 대신 Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 의한 면제를 주로 이용

— 우리나라의 경우에는 공모 및 소액공모에 해당하지 않는 한 별도의 공시 없이 발행·거래(시행령 제120조 참조)가 가능함

### 7) 33년 증권법 Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 의한 면제

□ Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 의한 면제는 제4조 a항 2호에 따른 발행인의 사모발행에 관한 요건을 충족할 경우 발행인이 아닌 투자자도 제4조 a항 1호에 따라 면제거래가 가능하다는 해석론임

— 증권법 제4조 a항 2호의 사모에 따른 면제는 ‘발행인의 사모’에만 적용되지만, 제4조 a항 1호에서 규정하는 발행인, 인수인 및 딜러 이외의 자에 의한 거래에도 제4조 a항 2호의 사모에 의한 면제를 적용하는 판례와 학설 및 SEC의 해석<sup>28)</sup>에 의한 면제임

— 따라서 Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 의한 면제의 경우에도 매도인은 인수인, 발행인 또는 딜러가 아니어야 하며, 공개적인 청약의 권유는 금지됨

---

28) Ackerberg v. Johnson, 892F.2d 1328, 1335 n.6 (8th Cir. 1989); Hicks (2012), §§ 9.119-129; Securities Act Release No. 6188 (Feb. 1, 1980); Securities Act Release No. 8869 (Dec. 6, 2007) 참조

□ Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 의한 면제에 따라 제한증권의 매수인이 다시 사모에 의해 매도하는 경우 면제거래에 해당하여 등록신고의무가 없는 것으로 해석

— 우리나라의 경우 미국의 33년 증권법 제4조 a항 2호와 같이 발행인의 사모만 면제되는 요건을 부과하고 있지 않기 때문에 Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )과 같은 면제 없이도 투자자 간에 계속 사모의 방식으로 증권을 유통시킬 수 있음

### 8) Rule 144A에 따른 적격기관투자자(QIB) 대상 매매

□ Rule 144A는 1990년 SEC가 Section 4(1 $\frac{1}{2}$ )에 따른 면제거래를 제도화하기 위하여 Rule 144를 완화하여 제정한 규칙임

— Rule 144A의 핵심은 매도인이 1억달러 이상의 투자자산을 보유한 기관투자자인 적격기관투자자(Qualified Institutional Buyer: QIB)에 대해 매도할 경우에는 제5조에 따른 등록신고 없이 전매(resale)가 무제한 가능하도록 한 것

- 따라서 사모로 취득한 증권이기 때문에 일반투자자에 대한 매매가 제한되는 증권 즉, 제한증권(restricted securities)의 매도인을 인수인으로 보지 않고 등록의무도 면제

□ 적격기관투자자의 종류는 다음과 같음(Rule 144A(a)(1)(i))

- 34년 증권거래법 제2조 제13항에 의한 보험회사
- 투자회사법에 의한 등록회사 또는 33년 증권법에 따른 사업개발회사
- 중소기업투자법(Small Business Investment Act of 1958)에 의한 중소기업투자회사

- 주정부가 운영하는 종업원복지계획
  - ERISA(Employee Retirement Income Security Act)에 의한 종업원복지계획
  - 위의 두 가지 종업원복지계획에 규정된 신탁기금
  - 투자자문업법에 의한 사업개발회사
  - 투자자문업법에 의해 등록된 투자자문업자
  - 세법(IRC) Section 501(c)(3)에 의한 단체
- 매도인은 매수인이 Rule 144A에 의해 증권법 제5조에 따른 면제거래라는 점을 확실히 알 수 있도록 합리적인 조치를 취해야 하며, 144A의 경우에도 매도 이전에 발행인에 대한 정보를 제공하여야 함
- 다만, 비공개주식인 경우에만 정보제공의무가 있음
  - 제공되는 정보는 발행인의 사업 성격, 제품 등에 대한 간략한 설명서와 최근 대차대조표, 손익계산서, 이익잉여금계산서 및 직전 2사업년도에 대한 재무제표임

### 9) 34년 증권거래법 Section 12(g)에 따른 등록의무

- JOBS법에 의한 개정 전 증권거래법 Section 12(g)(1)는 주식의 종류별로 명부주주(record holder)의 수가 500명 이상이고 총자산이 1,000만 달러를 초과하는 경우 SEC에 증권신고서 제출에 의한 등록의무 부과
- 미국은 우리나라와 같은 실질주주제도가 없기 때문에 주주수의 산정 시 증권회사 등의 명의자(nominee)는 1인으로 보나, 비공개주식 유통플랫폼에서 거래되는 주식은 미국의 중앙예탁기관인 DTC에 예탁적격성이 없는 증권이기 때문에 정기공시대상 법인

의 기준 중 하나로 500명의 주주를 규정하는 자본시장법<sup>29)</sup>과 유사한 환경이라 할 수 있음

— 다만, 신탁 등을 이용하는 경우 1인 주주로 취급되기 때문에 미국의 경우 신탁에 의해 주주수를 줄이는 방법을 이용하기도 함

□ 500명 주주 제한은 1964년에 도입된 제도로 그동안 벤처기업을 중심으로 많은 비판이 있어 왔고, 2012년 4월 5일부터 JOBS법에 의해 등록기준인 주주수를 2,000명 이상 또는 전문투자자를 제외한 비전문투자자 500명 이상으로 대폭 확대함<sup>30)</sup>

— 또한 등록주주의 개념에서 종업원보상계획(employee compensation plan)에 따라 증권을 보유한 근로자는 면제거래 시 등록주주 산정에서 제외되기 때문에 실제 주주수의 여력은 더 늘어남

• 이에 더하여, 크라우드펀딩에 의해 주식을 취득한 주주수는 기산 자체에서 원천적으로 제외함

— 주주수의 제한이 늘어나게 되면 그만큼 장외 유통플랫폼에서 유동성을 증가시킬 수 있고, 그만큼 비공개회사로서의 장점을 오랫동안 누릴 수 있음

□ 등록은 증권신고서를 회계연도 종료 후 120일 내에 SEC에 제출하는 방법에 의함

— 증권신고서는 제출 후 60일 이내 효력 발생

— 증권신고서를 제출한다는 것은 향후 감사재무정보를 포함한 연차 보고서 및 분기보고서를 SEC에 제출할 의무를 부담한다는 의미

---

29) 자본시장법 제159조 제1항, 시행령 제167조 제1항 제3호, 증권발행공시규정 제4-2조 참조

30) 다만, SEC의 최종 시행규정이 채택되지 않는 상황임

- 이러한 제도를 시행하는 이유는 증권법의 주목적인 투자자를 보호하고 증권의 발행·유통과정에서 공정성을 확보하기 위함

#### 10) Rule 701: 주식보상프로그램(equity compensation program)

- 33년 증권법에 따른 Rule 701의 주식보상프로그램에 따라 발행된 증권은 제한증권으로 보기 때문에 이를 전매(resale)하고자 하는 경우 증권을 등록하거나 Rule 144와 같은 면제거래의 요건을 충족하여야 함
  - 발행회사가 Rule 701의 주식보상프로그램에 따라 증권을 발행할 경우 등록을 면제받기 위해서는 주식매수선택권 부여 대상자와 같은 프로그램참여자에게 회사의 연혁적 재무보고서와 위험요소에 관한 정보를 제공하여야 함
    - 실무에서는 이를 'Rule 701 정보'라고 함
  - 주식보상프로그램에 따라 증권을 받은 자가 이를 전매하고자 할 때, Rule 701 정보를 제공할 경우 Section 4(1½)의 공시요건을 충족하는 데 유용하게 이용 가능

#### 11) 내부자 거래의 금지

- 33년 증권법상 제한증권의 면제거래가 가능한 경우에도 내부자 거래를 금지하는 34년 증권거래법 Section 10(b)에 따른 SEC Rule 10b-5의 사기금지 규정을 유의해야 함
  - 비공개로 중요정보를 보유하고 있었지만 이를 공시하지 않고 거래한 경우 Rule 10b-5에 따른 민사책임을 져야 함

- 사기금지 규정에 따라 회사내부자는 정보공시 후 거래하거나 정보공시를 못할 경우 거래를 단념해야 하기 때문에 제한증권의 거래 시 사기금지규정은 정보공시와 관련하여 상당히 중요한 역할을 수행하고 있음

## 다. 증권규제가 유통플랫폼의 구조에 미친 영향과 시사점

- 사모발행에 따른 제한증권은 상당한 거래제약이 있고, 사기금지 규정은 미국의 비공개주식 유통플랫폼 또한 제한적인 범위 내에서만 형성될 수 있도록 하였다고 평가할 수 있음

- 미국의 SecondMarket과 SharesPost는 미국 증권법상의 규제로 인해 상시적인 매매거래가 이루어지는 ‘증권시장’(exchange)이 아니라 게시판 형식을 띤 발행회사 중심의 간헐적 정보교환의 장(place)으로서의 성격이 강함

- SharesPost는 2013년부터 자체 플랫폼을 통한 거래정보의 게시도 없기 때문에 사실상 중개업자로서의 지위만 가지게 되었음

- 다만, SecondMarket와 SharesPost는 SEC와 FINRA에 등록된 브로커로서 매도자와 매수자의 수요를 연결시키고 거래를 체결하는 ‘장외중개’ 기능을 수행

- SharesPost는 자회사를 통해 브로커 역할 수행

- 우리나라와 비교할 경우 미국은 사모로 발행된 제한증권의 경우 Rule 144는 비지배증권인 제한증권은 1년간의 보유기간 요건을 만족한 경우에만 계속 전매가 가능하나, 우리나라는 보유기간 제한이나 정보제공 요건이 없기 때문에 증권 자체의 유통에 대한 측면에서는 미국보다 규제가 완화돼 있다고 할 수 있음

- 미국은 브로커를 통한 제한증권 매매가 양성화될 수 있도록 각종 지침(Release)과 규정을 수립하여 법적 테두리 내에서 장외에서도 '증권시장'과 유사한 형태의 거래가 이루어질 수 있도록 한다는 점에서 우리나라와 차이가 있다고 평가할 수 있음
  - 특히, 미국은 전자적 형태의 장외 유통플랫폼이 '거래소' 개념과 구별될 수 있도록 거래소 개념을 좁게 해석하고 있음
  - 한국 자본시장법은 거래소 및 그 기능에 대한 넓은 해석 등으로 인해 장외(OTC)에서 주식 유통이 어려운 상황임

### 3. 소결 및 시사점

- 미국의 비공개주식 유통플랫폼은 투자자에게 IPO나 M&A 이전에도 유동성을 공급할 수 있는 메커니즘을 제공함으로써 벤처생태계에 있어서 새로운 산업영역을 개척하였다고 할 수 있음
- 미국의 중간유통시장을 대표하는 SecondMarket과 SharesPost는 모두 투자중개업자(브로커)로서 비공개주식 거래의 활성화에 이바지하고 있음
  - SharesPost는 자회사를 통해 브로커 역할을 수행하며, 2013년부터는 NPM을 통한 거래의 중개로 영업모델을 변경하였음
  - 다만, 우리나라는 후술하는 바와 같이 투자중개업자의 경우에도 게시판 형식의 장외주식 중개도 자본시장법에 위배될 수 있다는 것이 금융감독기관의 견해임

- 거래소 개념에 대한 넓은 해석과 대체거래시스템(ATS)의 높은 진입장벽으로 인해 미국과 같은 장외 유통플랫폼을 설립할 수 있는 법적 환경이 아님
  
- 두 유통플랫폼의 영업모델은 모두 미국의 증권규제의 틀 내에서 비공개주식의 거래가 이루어질 수 있는 시스템을 구축하였다는 공통된 특징을 가짐
  - 두 시스템 모두 일반투자자의 접근을 차단하고, 매수자는 반드시 전문투자자인 경우에만 거래에 참여하도록 함과 동시에 시스템 참가자에게 개별 패스워드를 부여함으로써 33년 증권법상 공개적 청약권유의 금지 규정 등을 만족시키고 있음
  - 특히, Rule 144와 Rule 144A는 비공개주식의 경우에도 거래 시에는 매도인에게 회사의 관련 정보를 매수인에게 제공하도록 함으로써 정보비대칭성을 완화하려고 하고 있음
  
- SecondMarket과 SharesPost에서 주목할 것은 맞춤형 유동성 프로그램을 통해 회사가 적극적으로 유동성 공급에 참여함으로써 정보의 비대칭성의 문제를 해소한다는 점임
  - 이를 통해 임직원에게 상장 전에도 보유주식의 현금화가 가능하도록 하고 있으며, 회사 측면에서도 주주수의 관리나 회사에 부정적인 주주에 대해 우선매수선택권을 행사함으로써 회사경영에 우호적 환경을 조성할 수 있음
    - 우선매수선택권(right of first refusal) 외에도 주식의 분할 매도를 금지하거나 현행 주주에게만 주식을 매도하게 하는 방법으로 주주수와 주주를 관리하고 있음

- 또한, 두 시스템을 통하여 제공되는 정보는 암호화 처리 등을 통하여 외부에 유출이 되지 않도록 함으로써 정보누설의 위험을 줄이고 있고 회사와 참가자가 정보누설금지약정(nondisclosure agreement)을 맺음으로써 회사 경영에 불필요한 부정적 우려를 해소하고 있음
  - 이는 우리나라 비공개주식 유통플랫폼 형성을 위한 가장 큰 맹점 중 하나인 정보비대칭성의 문제 해결에 상당한 시사점을 준다고 할 수 있음
    - 우리나라에서 회사가 적극적으로 유동성 공급 이벤트를 꺼리는 것은 경쟁회사 등이 주주로 참여함으로써 정보가 누설되거나 경영권에 위협이 될 수 있기 때문일 수 있음
    - 따라서 VC가 투자에 참여할 당시 투자계약서상 회사에게는 우선매수선택권을 부여하고 해당 주식의 분할 매도를 금지함과 동시에, VC에게는 일정 기간 이후 장외 유통플랫폼을 통해 투자를 회수하고자 하는 경우 회사에게 재무정보 등 매매 시 필요한 자료를 청구할 수 있는 권리를 부여함으로써 상호간 이해관계의 형평을 도모할 수 있음
    - 다만, VC는 제공받은 재무정보에 대해 정보누설금지약정을 맺고, 매수 대상자에게도 동일한 정보누설금지약정을 요구할 수 있을 것임
- 향후 우리나라에도 미국과 같이 비공개주식과 관련한 민간 베이스의 유통플랫폼 개설을 도모하여 점차 길어지고 있는 투자시점과 IPO시점의 간극을 줄일 필요가 있음
- 비공개주식 유통플랫폼이 활성화될 경우, 비공개회사에서 주식매수선택권을 받은 임직원도 유통플랫폼을 통해 현금화가 가능하므로 근로자 친화적 자본시장을 도모할 수 있음

- 우리사주조합을 실시한 비공개회사의 경우 배당가능이익 혹은 추가가 출연금이 없어 환매할 수 없는 상황에도 유통플랫폼을 통해 거래할 수 있으므로, 중소·중견기업 근로자의 복지증진에도 이바지할 수 있을 것임<sup>31)</sup>

---

31) 비공개회사를 비롯한 비상장회사의 우리사주 처분에 대하여는 「근로자복지기본법」 제45조 참조

## IV. 국내 비공개주식 유통 현황과 개선방향

---

1. 국내 비공개주식 유통채널 현황
2. 비공개주식의 유통 제약요인
3. 비공개주식 유통 활성화를 위한 규제 개선방향



## IV. 국내 비공개주식 유통 현황과 개선방향

### 1. 국내 비공개주식 유통채널 현황

□ 우리나라의 경우 자본시장법상 규제로 인해 비공개주식에 대한 유통 채널은 사설업체의 게시판 형태만 존재하며, 규범체계 내에서의 유통 채널은 존재하지 않음

— 국내 유일의 '조직화된' 장외시장이라고 할 수 있는 K-OTC의 경우에도 공모실적이 존재하는 비상장 공개회사의 주식만을 대상으로 한 유통플랫폼임

- K-OTC는 금융투자협회가 운영하던 프리보드를 개편하여 2014년 8월 25일에 출범한 조직화된 장외시장임

- K-OTC는 장외에서 거래되고 있는 유명 비상장 대기업, 중견기업 등 '공모실적이 있는' 사업보고서 제출기업(비상장 공개회사)만을 거래 대상으로 함

- 프리보드와는 달리 K-OTC는 일정한 요건을 충족하는 경우 금융투자협회가 직권으로 거래대상주식으로 지정할 수 있는 점이 특색이며, 이는 미국 OTC Markets 등과 유사

— K-OTC의 경우에도 매출규제와 공모실적이 존재하는 비상장 공개회사만을 대상으로 해야 하는 규범적 제약이 있음

— 게시판 형태로 존재하는 사설업체의 유통채널은 규범적 측면에서 위법적 요소가 있음

□ 증권회사는 증권규제로 인해 장외중개 기능에 제약이 있는 반면, 현재 16개 정도의 사설주식거래사이트가 거래정보 등을 게시하고 있으

며, 이러한 사설주식거래사이트는 무허가 거래시설과 투자중개업에 해당할 여지가 있음

- 38커뮤니케이션, PSTOCK 등이 가장 활발한 활동을 전개하고 있음
- 투자자의 호가게시 이외에도 주요 거래종목 시세, 장외기업 공시 자료, 주주동호회 운영, 일간 주간 시황, 퇴출종목 현황, IPO 일정, 비상장 종목분석, 자체개발 지수 발표, 주식추천 게시판 등의 업무를 제공하고 있음
  - 투자자의 호가는 종목명, 가격, 수량, 연락처, IP주소, 호가입력 일시 등으로 구성되어 있음
- 사설주식거래사이트는 호가를 게시할 뿐 거래체결 기능은 없으나 매도자·매수자 쌍방의 호가 게시와 이 호가 정보에 근거한 개인 간 거래(상대매매)가 이루어지므로 가격발견 기능이 존재한다고 해석할 수도 있음
- 사설중개업체에는 이른바 ‘전주’들이 호가를 게시하는 등 투자자 보호 장치가 전무한 상황임

**<표 IV-1> 주요 사설주식거래사이트 현황 비교**

구분	38커뮤니케이션	PSTOCK
사이트명	38.co.kr	pstock.co.kr
사이트개설	2000년	1998년
운영방법	호가 게시	호가 게시
수수료	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 호가게시: 200원/건</li> <li>• ARS증권정보(2천원/30초)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 호가게시: 200원/건(검정), 500원/건(빨강)</li> <li>• 정액제: 3만원/월</li> </ul>
시세계제	매일경제 등	한국경제, 네이버 등
산출지수	38지수	PSTOCK 주가지수
주요매출원	광고(90%±) 수수료(10%±)	광고(80%±) 수수료(20%±)

□ 금융위원회는 증권사의 비상장주식 중개업무에 대하여 유사시설 개설 금지 위반과 장외거래 방법 위반 소지가 있고, 매출 시 증권신고서 제출의무와 투자광고 관련 규정 등을 위반할 가능성이 크다는 유권해석을 내린 바 있음(2010년 9월 10일)

- 다만, 이 유권해석은 위법 여부를 명확히 밝힌 것은 아니고, 상기한 내용에 관한 위반 가능성이 있을 수 있다는 의견이었음
- 이 유권해석에 따라 내부적으로 비상장주식의 장외중개시스템을 구축하려던 일부 증권사는 잠정적으로 업무를 중단하였음
- 이러한 금융위원회의 유사시설 금지 및 장외거래방법 위반 소지에 관한 유권해석은 자본시장법의 해당 조문을 넓게 해석한 것임
- 즉, 투자중개업자인 증권회사는 중개업자라는 업의 성격상 비상장주식을 장외에서 사인 간에 거래될 수 있도록 중개할 수 있는 것이 당연한 것이나, 그 중개의 방법이 거래소의 가격형성·가격발견 기능까지 이를 가능성이 있을 경우 유사시설금지 규정을 위반할 우려가 있고, 장외에서 단일의 매도자·매수자가 1:1로 거래하도록 하는 장외거래 방법을 벗어날 가능성이 있다는 점을 강조한 것으로 판단됨
- 다만, 유권해석이 적시한 바와 같이 주주들이 시스템화된 호가계시판을 통해 불특정 다수에게 매도가격을 제시하는 행위는 구주매출에 해당되기 때문에 유가증권신고서 제출의무 위반에 해당될 가능성이 큼

□ 무허가 시장개설금지, 자기계약금지 등의 자본시장법상 규제와 금융위원회의 유권해석에 따라 증권회사의 비상장주식 중개업무는 매우 제한된 범위에서 이루어지고 있는 상황임

- 몇몇 중소형 증권회사가 내부 HTS시스템을 통해 게시판 형태로 비상장주식을 증개하고 있으나 금융위의 유권해석에 따른 경우 위반의 소지가 있음
  - 따라서 명확한 규범적 제시가 필요한 상황임
- 투자중개업자인 증권회사의 비상장주식 유통시스템과 달리 사설주식 거래사이트는 무인가 투자중개업에 해당하고, 투자광고 위반과, 구주 매출에 따른 공시의무 위반 가능성이 높음
- 사설 비상장주식 거래사이트의 행태는 투자중개여서 사전에 투자중개업 인가를 받아야 함
  - 기관투자자 등 주주의 사설주식거래사이트를 통한 호가제시와 주식매도는 불특정 다수에게 매도가격 및 수량을 공표하는 것으로서 '청약의 권유'에 해당할 수 있으며, 이 경우 증권의 공모(매출)에 해당하여 발행인이 증권신고서(또는 소액공모 공시서류)를 제출하지 않을 경우 자본시장법상 공시의무 위반 가능성도 있음
  - 또한, 이들 사이트의 '투자광고(장외 사이트상 배너광고, 메일, 문자메시지 등을 통해 특정 비상장주식의 매도, 장외주식 취급 등을 광고하는 행위를 포함)'는 금융투자협회에 심사를 받아야 하며(규정 제4-12조 2항), 자본시장법 제57조는 비금융투자업자의 투자광고를 엄격히 금지하고 있음
    - 자본시장법은 특정 투자자를 대상으로 한 투자의 권유를 투자 권유라 하며, 불특정 다수를 대상으로 한 투자의 권유를 투자 광고로 구분

## 2. 비공개주식의 유통 제약요인

- (유통 제약요인) 비공개주식은 (1) 거래방식의 제한과 (2) 공모규제, (3) 무허가 시장개설금지 및 (4) 자기계약금지 규제에 따라 유통에 상당한 제약이 따르고, 증권회사의 중개기능도 약화시키고 있음
  - 이상의 유통 제약요인은 비공개주식뿐만 아니라, 보다 넓은 비상장 공개회사의 경우에도 동일하게 적용될 수 있음
  
- (거래방식의 제한) 거래소시장 및 다자간매매채결회사(이하 'ATS') 외에서 금융투자상품을 거래하는 경우 즉, 장외거래 시에는 단일상대매매 방식만 인정됨(법 제166조)
  - 게시판 형태의 호가게시는 1대 다수의 다자간 상대매매의 방식으로 해석될 수 있음
  - 비상장공개회사의 주식은 금융투자협회의 K-OTC에서만 예외적으로 '다자간' 상대매매 인정(영 제178조)
  
- (공모규제) 50인 이상의 일반투자자에 대해 기발행된 주식에 대한 투자를 권유하는 경우 매출에 해당되어 증권신고서 제출 등의 발행공시 의무가 발생함
  - 매출금액이 연간 10억원 이상인 경우 발행인은 자신이 증권을 매출하지 않은 경우에도 증권신고서를 제출하여야 하고, 10억원 이하의 경우에도 소액공모에 해당하여 관련 공시서류와 절차준수가 필요함

- 공모실적이 있는 비상장회사의 경우에는 주주배정 유상증자 시에도 매출규제를 받으며, 사모발행 시에도 간주모집 규제를 받아 발행공시의무가 발생함

□ (무허가 시장개설 금지) 예외적으로 인정된 경우를 제외하고 거래소 허가를 받지 않은 시장개설 행위는 엄격히 금지됨(법 제373조)

- ‘거래소’란 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖에 거래의 안정성 및 효용성을 도모하기 위해 허가를 받아 금융투자상품시장을 개설하는 자를 의미함(법 제8조 2항)
  - 금융투자상품시장은 증권 또는 장내파생상품을 매매하는 시장임
- 거래소 개념의 추상성과 광의의 해석 관례에 따라 게시판 형태의 경우에도 무허가 시장이 될 수 있음
- 예외적으로 인정된 ATS의 경우에도 상장주식에 한정되므로, 비상장주식을 위한 ATS의 출현에 제약 요인으로 작용하고 있음

**<표 IV-2> 자본시장법상 시장의 분류**

구분	증권시장			장외시장	
종류	유가증권시장	코스닥시장	코넥스시장	K-OTC	OTC
개념	회사의 규모 및 특성 등에 따라 한국거래소가 구분하여 개설한 시장			비상장주식 중개 목적의 호가중개 및 체결시스템	증권시장, ATS, K-OTC 이외의 모든 시장
거래 대상	시장별 상장심사를 거쳐 거래가 허용된 주식(유가증권시장은 채권 등도 포함)			<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지정/등록법인</li> <li>• 단순게시판</li> </ul>	제한 없음
매매 방법	경쟁매매	경쟁매매	경쟁매매	상대매매	단일상대매매

- (자기계약금지) 투자자보호의 목적상 증권회사는 자기계약이 금지되므로, 투자자의 매수·매도주문을 직접 자기계정으로 처리할 수 없음 (= 내부주문집행(internalisation)의 금지)(법 제67조)
  - 자기계약금지는 증권회사가 투자자의 주문을 자기가 직접 거래의 상대방이 되어 계약의 주체가 되는 것으로서, 공정한 가격에 의한 거래를 해칠 우려가 높다는 차원에서 규제임
    - 이해상충 방지 목적
  - 따라서 증권시장 등에서 시세가 있는 경우 등 투자자보호에 문제가 없는 경우라고 열거한 거래에 한해 예외적으로 자기계약이 인정됨
    - 증권시장 및 ATS를 통한 매매, 자기판매 집합투자증권의 매수, 기관간조건부매매, 신주인수권증서의 매매에 한정하여 자기계약을 허용

### 3. 비공개주식 유통 활성화를 위한 규제 개선방향

#### 가. 유통 규제체계의 이원화

- 비공개주식의 유통 규제는 근원적으로 정보비대칭성에 있다고 할 수 있으므로, 비상장 공개회사와 비상장 비공개회사로 장외주식 유통규제 체계를 이원화할 필요가 있음
  - 비상장 비공개회사의 경우에는 미국의 SecondMarket 및 SharesPost의 유동성 프로그램과 같이 발행회사가 자발적으로 현황 공시를 하는 경우에 한하여 한시적 거래가 이루어질 수 있는 중개시스템을 구축하여야 할 것임

- III장에서 살펴본 바와 같이 비공개주식의 유통채널은 비상장 비공개회사의 엔젤투자자, 창업가, 근로자 등에게 유동성 기회를 부여할 수 있음
- 특히, 근로자에 대한 유동성 기회 부여는 근로의욕을 고취할 수 있고, 유능한 인재의 채용 가능성을 제고시킬 수 있음
- 이 경우, 비공개회사가 자발적으로 정보를 제공하여 장외시장에서 일정한 정보의 흐름이 있을 수 있음

## 나. 유통채널의 다원화

- 비공개주식 유통채널에 대해 미국과 같이 증권회사를 주축으로 다원화하고, 사설중개업체에 대해서는 단속을 강화하여야 할 것임
  - 미국의 경험은 증권 중개가 본업인 증권회사가 장외 유통플랫폼을 개발하거나, 이러한 시스템에 참여하여 비공개주식을 활발히 중개하고 있다는 것을 보여줌
  - 따라서 국내에도 시장에 친숙하고 중개기능에 충실한 다양한 증권회사가 비공개주식 유통플랫폼을 운영할 수 있도록 함으로써 투자자 등에 전문적인 서비스를 제공할 필요가 있음

## 다. 내부주문집행의 허용

- 증권회사가 비공개주식 매매거래의 직접 상대방이 될 수 있도록 내부주문집행을 허용함으로써 증권회사의 유동성 공급기능을 강화하고, 투자자의 회수경로 다양화를 유도할 필요가 있음

- 내부주문집행은 필요에 의해 자연적으로 발생한 것으로서, 미국의 경우 약 200개 이상의 증권회사가 내부주문집행업무를 취급함
  - 다만, 미국 실무상 내부주문집행은 상장주식이 주를 이룸
- 2013년 자본시장법 개정 시 대형IB의 비상장주식 내부주문집행에 관한 조항은 코넥스 시장과의 관계 등 시장전체 구조의 거시적 검토가 필요하다는 이유로 삭제되었음
- 그러나 코넥스는 상장주식을 거래하고, 상장회사의 자금조달 지원 기능을 담당하는 정규시장이라는 점이며, 고객주문의 자체적 체결기능만 있는 내부주문집행과는 근본적으로 차이가 있음

## 라. 투자자보호 장치의 마련

- 비공개주식의 정보비대칭성을 감안, 투자자에게 사전적·사후적 투자자보호 장치를 마련함으로써 건전하고 공정한 장외거래를 유도하여야 할 것임
  - (사전적 보호) 투자자에게 비공개주식 거래의 고위험성을 사전에 고지하고, 증권회사에게 중개주식에 관한 최신의 정보를 제공할 의무를 부여하는 등 사전적 투자자보호 장치 마련하여야 할 것임
    - 미국의 경우, 주식장외중개의 가장 중요한 요소가 정보제공임 (SEC Rule 15c2-11 참조)
  - (사후적 보호) 상장증권에 대해서만 적용되는 내부자거래를 비공개주식 유통플랫폼에도 적용하고, 그 밖의 불공정거래에 대해서도 현행 규정을 엄격히 적용하여 투자자보호를 강화하여야 함
    - 현행 자본시장법 제178조 제1항의 부정거래 규정이 비공개주식의 내부자거래 등에도 적용될 수 있음을 강조할 필요가 있음

- 이와 더불어 비공개주식 유통플랫폼의 특성에 맞는 불공정거래 규정을 마련하는 것도 고려해 볼 필요가 있음
- 미국의 경우, 내부자거래 등에 관한 사기금지 규정은 상장회사에만 한정되지 않음

## 마. 공사모 기준 및 개인전문투자자 요건의 완화

□ 50명을 기준으로 한 공사모 기준은 공사모를 구분하는 근본적 취지를 살리지 못할 수 있으며, 현재 높은 전문투자자(전문가) 요건으로 인해 기계적으로 공모에 포섭되는 문제가 있으므로 장래 이를 근본적으로 개선하여야 할 것임

- 공사모를 구분하는 이유는 미국의 사례에서 살핀 바와 같이 ‘투자자보호’의 필요성 때문이나, 우리와 같이 획일적인 50명 산정 기준으로 인해 공사모 구분의 취지가 무색해질 수 있음
  - EU의 경우에도 일반투자자수를 기준으로 공사모를 구분하나, 150명이 기준임
- 현재 자본시장법 시행령상 개인은 50억원 이상의 ‘금융투자상품 잔고’가 있어야 전문투자자로 분류됨
  - 미국의 경우에는 개인의 연소득 20만달러, 부부합산 30만달러
- 개인전문투자자에 대한 이런 기준은 미국에 비해 너무 높기 때문에 미국 기준에서는 고액자산가로서 보호의 필요성이 없으나, 우리의 경우에는 모두 일반투자자로 분류되는 문제가 있음
- 특히, ‘금융투자상품 잔고가 50억원 이상인 개인’이라는 기준은 전문투자자를 판별하기 위한 기준이고, 공모여부인 50인 산정에 이용되는 ‘전문가’ 개념에는 포함되지 않으므로 향후 비공개주식의 유통 활성화를 위해서는 이에 관한 개선이 긴요함

- 이에 따르면, 개인투자자는 아무리 많은 금융투자자산이 있어도 전문가나 연고자가 아니면 전문투자자라 하더라도 50명 산정에 포함되는 문제가 있음
- 현재 코넥스 시장의 경우에만 전문가 개념이 아니라 전문투자자 개념에 의해 50인 산정을 인정하고 있음(시행령 제11조 2항 1호)
- 이 규정은 코넥스 시장의 출범에 따라 2013년 6월에 도입된 것이며(이후, 2013년 8월 27일 개정), 시장의 특성을 반영하여, 개인투자조합, 한국엔젤투자협회가 인정한 '적격엔젤투자자' 등의 경우에도 50인 산정에서 제외하고 있음(증권공규 제2-2조의 3 2항, 2013년 9월 17일 개정)



## V. 결론 및 시사점

---



## V. 결론 및 시사점

- 우리나라는 벤처투자에 따른 회수경로를 대부분 IPO에 의존하고 있으나, IPO 소요기간이 증가함에 따라 제3의 대안적 회수채널의 확보가 시급한 상황임
  - 통계적 확보가 가능한 벤처캐피탈의 회수시장의 예에서도 코스닥 IPO는 2000년대 초반 이후 크게 활성화되지 않고 있으며, M&A를 통한 회수 역시 활성화가 더딘 상황임을 보여줌
    - 회사설립 후 IPO까지의 소요기간은 VC투자기업은 11.9년, VC미투자기업은 19.9년으로 장기화되고 있음
    - 2013년말 기준 전체 회수유형 중 IPO는 15.7%, M&A는 0.3%에 불과
  - IPO와 M&A를 보완하기 위해 2010년 도입된 기업인수목적회사(SPAC) 제도의 실질적인 효과 역시 미미한 수준임
  
- 이에 따라 전통적인 회수경로인 IPO와 M&A 외 제3의 대안으로서 비공개주식 유통플랫폼(private secondary market platform)의 필요성이 증대하고 있음
  - 이는 회수시장에서 M&A의 비중이 큰 미국 등의 글로벌 벤처캐피탈 시장에서도 동일하게 관찰되는 추세임
  
- 벤처투자에서 중간단계의 비공개주식 유통플랫폼이 갖는 의미는 주요 회수 수단인 IPO 또는 M&A에 대한 제3의 대안이라는 것 외에 그 자체로서 벤처생태계 전반에 걸쳐 긍정적 파급효과가 큰 제도라 할 수 있음

- 사모시장의 정보 부족 및 비대칭성 해소
  - 벤처시장 참여자의 유동성 요구에 부응
  - 기업공개(IPO) 시장에 긍정적 외부효과 창출
- 효율적 유통시장의 성립은 매도자와 매수자가 거래대상인 주식에 관한 충분한 정보를 가지고 있거나 그 정보에 대한 접근성이 보장된다는 것을 전제로 함
- 장외시장에 관한 미국의 증권규제를 살펴보면, 우리나라는 보유기간 제한이나 정보제공 요건이 없기 때문에 증권 자체의 유통에 대한 측면에서는 미국보다 규제가 완화돼 있다고 할 수 있음
  - 자본시장법은 거래소의 개념 및 그 기능에 대한 엄격한 해석으로 인해 장외에서 적법한 주식 유통이 어려운 상황임
- 미국의 비공개주식 유통플랫폼을 대표하는 SecondMarket과 SharesPost는 모두 투자중개업자(브로커)로서 비공개주식 거래의 활성화에 이바지하고 있음
- 두 유통시스템은 모두 미국 증권법 규제의 틀 내에서 사모거래가 이루어질 수 있는 시스템을 구축하였다는 공통된 특징이 있음
  - 두 시스템 모두 일반투자자의 접근을 차단하고, 매수자는 반드시 전문투자자인 경우에만 거래에 참여하여 하도록 함
    - 매도자의 경우에도 발행회사의 전·현직근로자가 아닌 때에는 전문지식보유자로 한정하여 투자자보호를 꾀하고 있음

- SecondMarket과 SharesPost의 영업모델에서 시사하는 것은 맞춤형 유동성 프로그램을 통해 회사가 적극적으로 유동성 공급에 참여하게 함으로써 정보비대칭성의 문제를 해소하는 부분임
  - 시스템을 통하여 제공되는 정보는 암호화 처리 등을 통하여 외부에 유출이 되지 않도록 함으로써 정보누설의 위험을 줄이고 있음
  - 회사와 참가자가 정보누설금지약정(nondisclosure agreement)을 맺음으로써 회사 경영에 불필요한 부정적 우려를 해소하고 있음
  - 이는 우리나라 장외 유통채널의 가장 큰 맹점 중 하나인 정보비대칭성 문제의 해결에 상당한 시사점이 있음
  
- SecondMarket과 SharesPost의 영업모델 중 비공개회사의 유상증자서비스는 중견 벤처기업이 IPO 없이도 비공개회사의 상태를 유지하면서 신규 자금을 조달할 수 있는 길을 열었다는 점에서 상당히 높이 평가할 수 있음
  - JOBS법은 자본조달을 하면서도 비공개회사의 지위를 유지할 수 있도록 등록주주수 요건을 완화하고, Rule 506(c)에 의해 공개적 청약의 권유와 광고도 허용하여 법적으로 이러한 서비스의 유효성을 뒷받침하고 있음
  
- 향후 우리나라도 미국과 같이 증권업자에 의한 비상장 유통플랫폼의 개설을 도모하여 점차 길어지고 있는 투자시점과 IPO시점의 간극을 줄일 필요가 있음

□ 이를 위해 이 보고서에서는 다음의 규제적 제약요인의 개선방향을 제시함

- 유통 규제체계의 이원화
- 유통채널의 다원화
- 내부주문집행의 허용
- 장외 불공정거래에 대한 투자자보호 장치의 마련
- 공사로 판단기준 및 이와 관련된 전문가 요건의 개선

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 금융투자협회, 2011, 미국 장외시장 및 자본시장 인프라 현황 조사.
- 한국벤처캐피탈협회, 2014, 『2014 KVCA Yearbook』 .
- 한재영, 2010, 美 포털 얼라이언스(144A 증권거래 시스템) 실태조사, 『Bulls Review』 , 겨울호, 59-69.
- 홍영만, 2009, 『자본시장법 유권해석』 , 세경사.

### <해외문헌>

- Black, B., Gilson, R., 1999, Does venture capital require an active stock market, *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter.
- Bloomfield, R. L., Wilks, T. J., 2000, Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital, *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 1, 13-41.
- Hand, J. R. M., 2005, The value relevance of financial statements in the venture capital market, *The Accounting Review*, Vol. 80-2, 613-648.
- Hicks, J. W., 2012, *Exempted Transactions Under the Securities Act of 1933*, 2nd Ed., WEST.
- Moloney, N., 2008, *EC Securities Regulation*, OUP Oxford.
- Sharespost, 2014, *Capture the upside potential of private venture-backed growth companies*.

Seligman, J., Paredes T., Loss. L., 2011, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th Edition, Aspen Publishers.

<웹사이트>

한국벤처캐피탈협회	<a href="http://www.kvca.or.kr">www.kvca.or.kr</a>
한국벤처투자	<a href="http://www.k-vic.co.kr">www.k-vic.co.kr</a>
e-금융민원센터	<a href="http://www.fcsc.kr">www.fcsc.kr</a>
SEC	<a href="http://www.sec.gov">www.sec.gov</a>
SecondMarket	<a href="http://www.SecondMarket.com">www.SecondMarket.com</a>
SharesPost	<a href="http://welcome.sharespost.com">welcome.sharespost.com</a>

## <연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김필규	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김필규	08.03

## <연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이운재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이운재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이운재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09

## <조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김중민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07

### <정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

## <이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

## <이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

## <Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

## <오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01



**조사보고서 15-02**

미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점

**인 쇄** 2015년 02월 16일

**발 행** 2015년 02월 26일

**저 자** 남재우, 박용린, 천창민

**편집인** 신인석

**발행처** 자본시장연구원

**주 소** 서울시 영등포구 의사당대로 143

**전 화** 3771-0600

**팩 스** 786-7570

**인쇄소** 비디아이

ISBN 978-89-6089-123-4-93320

[www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)



자  
본  
시  
장  
연  
구  
원



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143  
T 02.3771.0600 [www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)

값 10,000원



9 788960 891234 93320  
ISBN 978-89-6089-123-4