

중국 과창판 시장 주식등록제상의 상장규제 및 발행공시제도에 관한 연구

김 나 현*

〈국문초록〉

2019년 7월 상하이 증권거래소에 과창판(科創板) 시장이 개설되면서 상장요건을 대폭 완화한 IPO등록제(注册制)가 중국에서 처음으로 시범 시행되었다. 중국의 나스닥(NASDAQ)시장이라고도 불리는 과창판 시장(科創板)은 '과학기술 혁신판(科技創新板)'의 약칭으로서, 주로 첨단 신기술산업과 전략적 신흥산업에 속하며 상당한 규모의 혁신기업을 상장대상으로 하고 있다. 기존 중국학계의 일반적인 이해에 따르면 IPO등록제는 공시주의에 따른 상장심사제도이다. 그간 중국에서는 상장심사제도로써 인가제를 시행해 온바 그 부작용으로서 허위공시 관행, 배팅계약 문제, 자국기술기업의 해외상장 선호현상, 퇴출기제 작동 미비로 인한 상장기업의 질적수준 저하 등의 시장문제가 발생하고 있다는 문제의식이 있었고, 그 해결책으로서 공시주의에 따른 상장제도로 전환할 필요가 있다는 주장이 꾸준히 제기되었다. 나아가 최근 미국과의 무역분쟁이 심화되고 자본시장 개방에 대한 대내외적 요구가 높아지면서, 자국 기술기업의 자본조달 통로를 확충하고, 자본시장 양적 확대를 통한 안정성 확보, 자본시장 선진화 등을 목적으로 과창판 시장 개설과 과창판 시장 상장규제로서 IPO등록제를 채택한 것이다.

과창판 시장 상장규제의 대략적인 특징을 살펴보면 먼저, 등록제 성패의 전제조건인 공시규제가 한층 체계화, 구체화되었고, 위법공시책임이 대폭 강화되었다. IPO인가제 하에서 증권감독위원회에의 상장심사권집중에 따른 문제를 극복하고자 주요 상장심사 권한을 상하이증권거래소에 이관하고, 상장심사위원회 등을 설치하여 외부전문가들의 의견이 반영되도록 하였다. 상장심사완화에 따른 상장기업 부실화 가능성 문제는 게이트키퍼책임을 대폭 강화함으로써 보완하였다. 또 외국계 투자기관들의 투자를 허용하여 한국의 다수 금융기관들도 과창판 시장에서 투자활동을 진행하고 있다.

이렇듯 과창판 시장 상장제도는 기존 인가제에 비해 한층 시장화된 제도로서, 상장규제의 체계성, 효율성 제고 등 전반적인 진보를 이루었다. 다만, 중국 내 강학상 공시주의에 의한 상장규제를 의미하는 '등록제'실시를 표명한 중국정부의 공식 입장에도 불구하고, 최근 지리자동차나 엔트파이낸셜의 상장중단 등을 계기로 과창판 시장의 상장심사과정에 실질심사가 병행되고 있다는 시장의 인식이 확산되고 있다. 'IPO등록제'의 문언상 의미와 실질적 운용에 괴리가 있는 것으로 이해되

* 중국 화둥정법대학교 경제법학원 조교수, 법학박사.

는 것이다. 실상'IPO등록제'라는 용어사용과 무관하게 실질심사병행의 가능성은 이미 과창판 시장 상장규제 하위법규의 세부내용을 통해 잠정예고된 것이었지만, 과창판 시장 상장규제의 구체적 내용에 관한 자료가 부족한 한국의 금융투자기관 입장에서는 예측할 수 없었던 상황을 마주하게 된 것이다.

이 글에서는 「상하이증권거래소 과창판주식발행 상장심사규칙(上海證券交易所科創板股票發行上市審核規則)」(이하'과창판 심사규칙'이라 한다.)과 「상하이증권거래소 과창판주식 상장규칙(上海證券交易所科創板股票上市規則)」(이하'과창판 상장규칙'이라 한다.)등 관련규정을 중심으로 과창판 시장 등록제 하의 상장심사제도와 과창판 시장 상장규제의 핵심을 이루는 발행공시규제의 주요내용을 살펴보고 시사점을 검토함으로써, 한국 투자자들의 과창판 시장 상장규제에 대한 이해를 돕고, 중국 상장제도 연구의 참고자료를 제공하고자 한다.

주제어 : 과창판, 커창반, 상장규제, 발행공시, 상장심사

• 투고일 : 2021.6.16. / 심사일 : 2021.7.26. / 게재확정일 : 2021.7.28.

I. 머리말

2019년 7월 22일, 상하이증권거래소 과창판 시장이 개장하면서 IPO등록제가 최초로 시범시행 되었다. 중국의 나스닥(NASDAQ)시장이라고도 불리는 과창판 시장(科創板, 커창반시장)은 '과학기술혁신판(科技創新板)'의 약칭이다. 중국정부가 관련규정에서 밝히고 있는 과창판 시장의 개설 목적은 "자본시장개혁, 개방 확대, 혁신기업의 중국자본시장 상장지원 및 중국 첨단기술산업과 전략적 신흥산업 발전 지원, 경제발전의 효율성, 동력 등 질적 제고"이다.¹⁾ 나아가 이와 같은 과창판 시장 개설의 목적을 관철하기 위해 중국 증권감독위원회는 과창판 시장의 상장대상을 "국가전략에 부합하고 핵심기술 수준 및 시장 인지도가 높고, 인터넷·빅데이터·클라우드 컴퓨팅·인공지능·소프트웨어·집적회로·첨단장비제조·바이오·의약품 등 첨단기술산업과 전략적 신흥산업에 속하며 상당한 규모의 혁신기업"으로 규정하였다.²⁾ 과창판 시장의 주요 상장대상인 중국 빅테크기업들이 나스닥 시장을 선호하는 현상을 감안하여³⁾ 과

1) 「국무원판공청 중계증권감독회의 혁신기업 국내 발행주식 또는 예탁증서(CD) 시범 실시에 관한 의견 통지(國務院辦公廳轉發證監會關於開展創新企業境內發行股票或存托憑証試點若干意見的通知)」

2) 「혁신기업 주식발행 또는 예탁증서(CD) 시행에 관한 의견 (關於開展創新企業境內發行股票或存托憑証試點若干意見)」

창판 시장에 상장하는 경우 특별의결권 주식을 발행할 수 있도록 하였다.⁴⁾

2년 전 출범한 중국 과창판 시장은 지금까지 양호한 성적을 거둔 것으로 평가된다. 5월 말 현재 과창판 시장 상장사는 총 282개, 시가 총액은 4조1천억 위안(약 714조5천480억원)에 달한다. 과창판 시장의 기업공개(IPO) 용자금은 3천615억 위안(63조22억원)으로 같은 기간 상하이증권거래소 주판(主板, Main Board) A주⁵⁾ IPO 조달액의 40% 이상을 차지했다.⁶⁾

과창판 시장과 상하이증권거래소의 주판을 비교해 보면 상하이증권거래소의 경우는 주로 국내외 대기업 내지 중견기업 위주의 시장인 데 반해, 과창판 시장은 창업 단계를 넘어 일정 규모로 성장한 신홍 과학기술기업등 혁신기업들로 구성된다. 나아가 과창판 시장과 심천증권거래소 창업판시장(創業板, ChiNext)을 비교하면, 창업판시장은 자율창출 및 기타 성장형 스타트업을 주로 대상으로 하는 시장으로⁷⁾ 기업의 소속 업종에 대한 명확한 규제가 없는⁸⁾

3) 다만, 중국 테크기업들이 나스닥 시장 상장을 선호하는 현상의 원인은 단순히 특별의결권 주식의 발행허용 외에도 상당히 복잡적이다. 과창판 개설 전까지 중국 내 유가증권시장 상장이나 나스닥 시장 상장보다 더 오래 걸리고 어려웠던 점, 만약 허위공시 등이 문제되어 외국에서 판결을 받더라도 실무적으로 중국 내에서의 집행이 사실상 어렵다는 점등 여러 원인이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 이는 과창판 시장 개설을 통해 특별의결권 주식의 발행을 허용했음에도 불구하고, 디디추싱, 틱톡, 다다넥서스 등 다수의 테크기업들이 나스닥 시장에 상장했거나 상장을 추진한 데서 확인할 수 있다. 조선일보, “美 나스닥 상장한 中 디디추싱, S&P 글로벌지수 편입”, 2021.07.02., https://biz.chosun.com/international/international_economy/2021/07/02/62VO3QA5A5EQRH2WRG2WVOZVE4/참조.

4) 특별의결권 주식 1주당 최대 의결권 수량은 10배이며, 기타 주주 권리는 일반 주식과 같다(「중국회사법」 제131조)

5) 상하이증권거래소와 선전증권거래소 메인보드에 상장된 내국인 전용 주식을 일컫는다. 외국인의 A주식투자는 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors, 適格外國人機關投資家)자격을 가진 기관투자자만 참여할 수 있다. 감독기관에 의해 개별 QFII자격기관에 분배되는 투자액의 총한도는 2019년 기준 3000억 달러이며, 이러한 규제들로 인해 중국 주식시장의 외국인 투자비율은 2018년 기준 상장주식시가총액의 3.5%에 불과하다. (于炳光, “科创板-爲外資企業帶來的新機遇”, 金融界, 2019.6.25., <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1637280424804499288&wfr=spider&for=pc>)

A주와 구분되는 상하이증권거래소와 선전증권거래소 메인보드의 B주는 사실상 외국인들만 거래할 수 있는 주식이다. A주에 비해 B주거래는 거의 활성화되지 않아서 외국의 QFII 미취득 기관투자자와 외국의 개인 투자자는 2014년 후강통 실시 이전까지는 사실상 중국본토 주식에 직접 투자할 수 없었다. (한경경제용어사전, <https://terms.naver.com/entry.naver?docId=2065376&cid=50305&categoryId=50305>, 2021.7.26.방문)

6) “中 과창판 2년...A주 IPO 조달액 40% 이상 차지”, 신화망, 2021. 6. 15, http://kr.xinhuanet.com/2021-06/15/c_1310008836.htm, (2021.7.1.방문)

7) 창업판 시장의 상장규제는 한국에서 2017년부터 시행된 코스닥 시장 테슬라요건 상장제도와 유사한 제도로서 이해할 수 있다. 코스닥 시장의 성장성평가 특례상장제도(테슬라요건 상장제도)는 적자기업이라도 성장성이 있다면 코스닥 시장 상장이 가능토록 한 제도로서, 성장성평가 특례상장제도는 기술성장기업 특례상장과 유사하지만 기술평가 대신 사업성을

반면, 과창판 시장 상장대상은 관련규정에 명시된 신흥산업기업과 혁신적 특징이 뚜렷한 기업으로 한정된다는 차이점이 있다. 나아가 과창판 시장은 창업 단계를 넘어 일정 규모를 갖춘 기업으로 제한하기 때문에 창업판시장에 비해 상대적으로 상장 문턱이 높은 편이다⁹⁾. 따라서 기능과 기업 범위의 측면에서 상하이증권거래소의 과창판 시장(중국의 NASDAQ)과 심천거래소의 창업판시장(創業板)은 다소 겹칠 수 있으나 추구하는 방향성에 차이가 있으므로 선의의 경쟁 관계라고 할 수 있다. 이외에 심천거래소의 신삼판(新三板) 시장은 주로 민영 비상장 중소기업들을 대상으로 하기 때문에 비교적 문턱이 낮은 편이다. 과창판 시장과 신삼판은 혁신기업이라는 측면에서는 교집합이 있으나 신삼판보다 과창판 시장의 진입 문턱이 더 높고 상장기업들의 혁신적인 특징이 더 두드러진다. 현재 중국은 이처럼 다양한 증권거래시장들이 있으나, 각 증권거래시장들이 관리감독 제도, 시장 운영제도, 투자자 분류와 진입 제도 등에 있어서 개별적인 특성이 뚜렷하지 않다. 특히 기존 시장은 신흥 혁신기업을 충분히 지원하지 못하고 있는 실정이어서 자본시장의 신흥기업에 지원하는 기능이 부족하다는 지적이 이어지고 있다.¹⁰⁾

상하이증권거래소의 과창판 시장은 중국에서 가장 중요한 주식시장 중 한 곳으로서 한국에서도 연기금과 보험 등 4000여 개에 이르는 기관투자자와 공모·사모펀드들이 적극적으로 투자에 나서고 있다.¹¹⁾ 특히 과창판 시장 공모주 청약 시 외국인 기관투자자도 현지 기관투자자들과 동일한 대우를 받는 만큼 외국인들도 중국 공모주 투자 수익을 공유할 수 있는 기회가 있다고 받아들여지기 때문에 국내 투자기관들은 과창판 시장 공모주 투자에 매우 적극적이다. 그러나 이와 같은 실무상 높은 수요에 비해 구체적으로 과창판 시장 상장제도를 소개하는 논문은 아직 찾아보기 어렵다.

이에 이 글에서는 한국의 과창판 시장 투자자가 투자판단을 하는데 유용한 정보를 제공하고,

평가받고, 상장주관사의 추천을 통해 상장할 수 있다는 점에서 차이가 있다. 신경희, “최근 코스닥시장 상장규정 개정의 주요 내용”, 『자본시장포커스』, 제2018-9호, 자본시장연구원, 2018, 2면.

8) ‘창업판 주식상장규칙’ 초안설명(《創業板股票上市規則》起草說明) 참조.

9) 과창판 시장에서의 등록제 시범 실시 경과를 바탕으로 2020년 8월 창업판시장의 상장규제도 등록제로 변경되었다.

10) 陳洁, “科创板注册制的實施机制与風險防范”, 『法學』, 2019年第1期, 華東政法大學, 2019, 第148頁.

11) 비즈니스워치, “한국보다 핫한 中공모주 시장…커황반 펀드가 뜬다”, 2020.07.30., [http://news.bizwatch.co.kr/article/market/2020/07/30/0006\(2021.7.10.방문\)](http://news.bizwatch.co.kr/article/market/2020/07/30/0006(2021.7.10.방문))

중국 상장제도 연구의 참고자료를 제공하는 것을 목적으로 과창판 시장 등록제 하의 상장심사제도와 과창판 IPO등록제의 핵심인 발행공시규제의 주요내용을 살펴보고 시사점을 도출하고자 한다.

II. 과창판 시장 등록제의 시행배경 및 의의

1. 과창판 시장 등록제 시행배경

(1)과창판 시장 등록제 도입필요성에 대한 논의

현재 등록제를 시범운영 중인 과창판 시장과 창업판시장을 제외하고는 1998년에 제정된 「중국 증권법」에서 기존의 IPO허가제(審批制)를 IPO인가제(核准制)로 전환한 이래로 지금까지 상해증권거래소 주거래 등에 있어 중국의 상장심사는 인가제도를 적용시키고 있다. 당초 인가제를 도입한 것은 계획경제 체제 하의 허가제(審批制)로부터 등록제로 전환하기 전의 과도기적 단계로 설명된다.¹²⁾ 인가제 실시 1기에 해당하는 2001년 3월부터 2004년까지는 통로제(通道制)¹³⁾를 실시하였고, 인가제 실시 2기인 2004년 10월부터는 보증추천제(保薦人制度)를 실시하였다. 보증추천제는 보증추천기관과 보증대표인이 발행회사 증권의 발행과 상장을 추천하고 지도하며, 회사 발행문서의 진실성, 정확성, 완전성에 대해 조사를 하고 발행회사에 협조하여 엄격한 정보공시제도를 마련하는 제도이다. 이 제도는 연대책임으로서 발행회사의 품질과 보증추천인의 이익을 연결시키는 제도로서, 등록제로 전환한 후에도 유지되었다.

인가제는 계획경제에서 시장경제로의 전환이 단계적으로 진행 중인 중국의 상황에 부합하는 것이었지만, 실무상으로는 이전의 허가제와 별 차이가 없는 것으로 평가되었다.¹⁴⁾ 대표적인 문제점으로는 분식회계기업(造假企業) 여부를

12) 劉俊海, “注册制改革:將實質審查改為審慎形式審查”, 「清華金融評論」第2014(3)期, 清華大學, 2014, 第2頁.

13) 통로제 하에서 중국 증감회와 지방정부는 기업의 상장선택권을 증권회사에게 부여하고, 증권회사가 기업을 추천하였다. 주간사 자격을 취득한 증권회사에 각 2~8개의 발행통로(추천권)를 배분하였다. 통로제 시행기간 동안 총 200여개의 기업이 상장하였고 2000여억 위안의 자금을 모집하였다.

翟立宏, 徐志高, “我國股票發行通道制與保薦制下IPO定價效率的比較研究”, 「經濟問題」2009年第5期, 第109頁; <https://baike.baidu.com/item/%E9%80%9A%E9%81%93%E5%88%B6/1582260?fr=aladdin>

14) 劉俊海, “注册制改革:將實質審查改為審慎形式審查”, 「清華金融評論」第2014(3)期, 清華大學, 2014, 第3頁.

식별해 내지 못했는데, 모든 상장심사권한이 증권관리감독위원회에 편중되어 업무과다로 인해 기업가치 실질심사는 대부분 서류심사로 진행되었고, 결과적으로 허위공시를 부추겼다. 특히 인허가제에서는 사실상 감독당국이 투자자 대신 증권가치를 미리 판단하는 것으로 받아들여져서 오랜 기간 '신주 불패' 현상이 나타난 바, 공모주를 일단 '당첨'받으면 투자손실을 볼 가능성이 거의 없었다. 나아가 우회상장에 대한 일정한 규제¹⁵⁾를 두고 있는 한국과 달리, 중국에서는 우회상장에 대한 별다른 규제가 없어서 상장 적격성이 떨어지는 기업들이 우회상장을 통해 상장하는 문제가 발생하였다. 신규상장의 어려움과 우회상장에 대한 규제 공백은 필연적으로 우회상장을 부추긴바, 상장폐지제도는 사실상 사문화되어 기능하지 못하였다. 이와 같은 기존 상장심사제도의 흠결은 발행공시내용에 대한 투자자들의 무관심을 야기하였고, 발행인도 투자자보다는 상장권한을 쥐고 있는 감독부서에 대한 정보공시를 더욱 중시하였다.

상장심사 업무진행이 상장수요를 충족시키지 못하게 되면서 상장기업에 대한 과평가현상으로 인해 베팅계약이 횡행하였고¹⁶⁾, 2013년 서브프라임 등으로 주식시장이 폭락국면일 때 더욱 폭락을 촉진하는 현상이 나타나게 되었다. 이에 따라 상장여부를 옵션의 조건으로 하는 베팅계약 등을 억제할 필요성에 대한 논의와 함께 주식발행 심사방식을 등록제로 변경하고, 발행공시의 규제방식 역시 공시주의(disclosure regulation)로 변경해야 한다는 주장이 대두되었다.¹⁷⁾ 나아가 기존에 상해거래소와 심천거래소의 주관, 심천거래소의 중소기업판(中

15) 한국 상장규정은 상장적격성이 떨어지는 비상장법인의 우회상장을 방지하려는 취지로서 신규상장에 준하는 우회상장 요건 충족을 요구한다. 또한 상장법인의 주식 등을 취득하는 비상장법인의 최대주주 등에게는 의무보유도 부과한다(상장규정 제22조~제22조의4). 거래소는 합병 등 기업결합과 관련하여 ① 경영권 변동이 없으면 비상장법인 최대주주 등에 대해 의무보유 의무만 부과하고, ② 경영권 변동이 있으나 우회상장 요건을 충족하는 경우 우회상장 중목임을 표시(최장 2년간)하고, 비상장법인의 최대주주 등(5%출자자 포함)에 대해 의무보유를 부과하며, ③ 경영권 변동이 있으면서 우회상장요건을 충족하지 못하는 상황(외형요건 미달 및 우회상장 미승인)에서 우회상장 추진 시 상장폐지 조치를 한다. 상장법인이 비상장법인과 기업결합을 통한 우회상장에 해당할 수 있는 내용의 공시를 제출하는 경우, 우회상장 해당 여부 등에 대하여 (불가피한 사유가 없는 한) 주요사항 보고서 등 신고일 이전에 거래소와 협의해야 한다(상장세칙 제19조제2항, 제19조의2제2항, 제19조의3제6항). 한편, 특수관계인 파악이 미비되는 등 경영권 변경에 관한 사항의 확인이 어려운 경우 주권 매매거래가 정지되거나 정지상태가 지속될 수 있다(상장세칙 제29조 제1항제5호라목~바목); 한국거래소, “2020 코스닥시장 공시 상장관리 해설서”, 183참조. <https://kind.krx.co.kr/disclosureinfo/searchmaterials.do?method=searchMaterialsMain>

16) 김향란, 왕예닝, 고페이, “중국과학혁신판과 신증권법의 투자자보호”, 「중국법연구」, 제42호, 한중법학회, 2020, 281면 참조.

17) 劉俊海, “注册制改革:將實質審查改為審慎形式審查”, 「清華金融評論」第2014(3)期, 清華大學, 2014, 第3頁

小板, Small and Medium Enterprise Board:SME Board) 및 창업판시장 등을 중심으로 한 다원화된 시장이 구축되었지만 상장요건이 높고, 상장심사 소요기간이 길며 불안정한 정책환경 등으로 인해 초기 투자 비용이 크고, 회수 기간이 길며, 외국인 투자제한이 있고, 불확실성이 높은 기술기업의 상장에 어려움이¹⁸⁾ 있었다. 이에 따라 우수한 기술·혁신기업의 중국 자본시장 유치를 위해 등록제 시행과 완화된 상장요건 등 기존 주식시장과는 차별화된 증권시장 출범의 필요성이 대두되었다.¹⁹⁾

(2)과창판 시장 등록제 도입

중국공산당 정책문서에서 처음으로 주식발행등록제 추진계획이 명시된 것은 2013년 11월 12일 제18기 3중전회²⁰⁾에서 통과된 「전면적 개혁 심화에 관한 중국공산당 중앙의 결정(中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定)」이었다. 이후 2014년 5월 8일에 국무원이 발표한 「자본시장의 건강한 발전을 더욱 촉진하는 것에 관한 의견(關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見)」에서 주식발행 등록제 도입 추진을 재확인하였다. 그리하여 2015년 4월 22일 제12차 전국인민대표대회 상무위원회 제14차 회의에서는 증권법 개정 초안을 심의하여 주식발행등록제의 실시방안을 구체화하였고, 2015년 12월 전인대 상무위원회에서 기존 ‘증권법’상의 허가제 규정에 대한 재검토권한을 국무원에 위임하고 등록제 도입 제도화 방안을 결의하였다.

과창판 시장의 개설 및 등록제 시범실시는 위와 같은 증권법 개정과 별개로, 2019년 1월 23일 시진핑 주석이 제1회 중국수입박람회에서 “상하이증권거래소에 과창판 시장을 개설하고 등록제를 시범 실시하겠다.”고 선언함으로써 가시화되었다. 2019년 1월 23일 시진핑(習近平)은 중국 공산당 총서기·국가주석·중앙군사위 주석·중앙전면심화개혁위원회 주임 주재로 중앙전면심화개혁위원회 제6차 회의에서 「상하이증권거래소 과창판 시장 설치 및 시범등록제 실시방안(在上海證券交易所設立科創板并試點注冊制總體實施方案)」, 「상하이증권거래소 과창판 설치 및 시범등록제 실시의견(關於在上海證券交易所設立科創板并試點注冊制的實施意見)」을 심의·의결하는 등 제반법규가 제정되도록 하였

18) 2009년에 개설된 벤처기업을 위한 창업판 시장의 경우 연속 2년 순이익 및 1,000만원 이상의 누적 순이익 또는 5,000만원 이상의 매출액 등 재무요건을 요구하였다.

19) 김은화, “중국판 나스닥‘과창판’ 출범배경 및 현황”, 「자본시장포커스」 제17호, 자본시장연구원, 2019, 2면.

20) 중국공산당 중앙위원회 전체회의를 가리킨다.

다. 그 결과 2019년 7월 22일 과창판 시장 개장과 함께 25개 회사가 최초로 상장되었다. 연이어 상하이증권거래소의 과창판 시장(科創板) 설치 및 등록제 시범운영 경험을 증권법 개정작업에 반영하여, 2020년 3월 제13차 전국인민대표대회(전인대) 상무위원회의 심의를 거쳐 증권법이 개정되고 시행되면서 증권발행 등록제도의 전면실시가 예고되었다.

(3)과창판 시장 등록제 시행의 목적

개정된 중국 증권법에서 예고하고 있는 등록제 전면시행에 앞서 과창판 시장을 개설하고 등록제를 시범 시행한 정책 목적을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 국내 자본시장의 직접적인 금융을 통해 과학혁신기업들의 자금난을 타개하고자 하였다. 미래의 불확실성이 큰 기업발전을 지원하는 데에는 기존의 간접금융자 방식에 비해 직접금융 방식이 더 적합하다고 판단한 것이다. 중국 금융계의 국영기업 편중 현상으로 인해 민영기업은 고질적으로 자금난을 겪어왔는데²¹⁾, 미중 무역분쟁이 장기화는 자금조달을 더욱 어렵게 하였다. 특히 중국은 2010년부터 산업고도화를 위한 ‘중국제조 2025’ 전략을 추진하고 있는바, 핵심 기술 분야의 육성을 위해서 중국 내 자본시장의 역할이 더욱 중요해졌다. 이는 ‘중국제조 2025’의 10대 전략산업 중 차세대 정보기술, 첨단장비, 신소재, 신에너지, 에너지 절감환경보호 및 바이오·의약 등 6대 첨단기술산업과 전략적 신흥산업 기업이 과창판 시장·의 주요 상장대상으로 포함되어있는 것에서 다시금 확인할 수 있다. 둘째, 과창판 시장의 개설을 통해 베이징·상하이·선전의 3개 거래소간 선의의 경쟁을 촉진하여 자본시장 최적화를 달성하고자 하였다.²²⁾ 기존의 과도하게 높은 상장조건은 상하이가 국제금융중심지이자 과학기술혁신중심지로 성장하는 데 걸림돌로 작용하고 있다는 문제제기를 받아들여 상장요건을 완화함으로써 상하이증권거래소의 경쟁력을 높이고, 베이징·선전 거래소 간의 건전한 경쟁이 활성화하고자 하였다. 셋째, 과창판 시장에서 최초로 등록제를 시범 시행하여 주식상장, 거래, 관리·감독의 개선작업을 진행하고, 등록제 시행 경험을 축적하여 향후 등록제시행의 전면확대에 대비한 최적화

21) 중국의 간접금융 비중은 2009년의 80%에서 10년간 68%까지 하락했지만, 아직도 은행 위주의 간접금융시장에 의존하고 있으며, 민영기업이나 중소기업들의 자금조달 문제가 심각하다. 김은화, 전계 논문, 2면; 줄고, “중국 인터넷 신용대출 규제정책의 동향과 전망: “온라인 소액대출업무관리 잠행방법안” 등 중국 온라인신용대출 규제법규들의 주요 내용과 의의”, 『중앙법학』 제23집 제2호, 중앙법학회, 2021, p.256참조.

22) 陳洁, “科創板注册制的實施机制与風險防范”, 『法學』2019年第1期, 華東政法大學, 2019, 第150頁.

시스템을 고안하고자 하였다. 과창판 시장은 하나의 독립된 시장이기 때문에 과창판 시장에서 등록제 시범 시행을 진행하더라도 전체 시장에 미치는 영향이 크지 않으며, 이로 인한 시장의 동요를 방지할 수 있다는 점을 고려한 것이다. 넷째, 선진화를 통해 우수한 기술·혁신기업을 중국 자본시장에 유치하고자 하였다. 기존 주식시장과는 차별화된 증권시장 출범 중국의 기존 자본시장 제도 및 관리·감독시스템의 낙후가 다수 빅테크 기업의 해외상장 선택을 초래하고, 결과적으로 관련 산업 발전이익의 향유를 놓쳤다는 문제의식이 반영되었다.

2. 과창판 시장 등록제 시행의 의의

과창판 시장에 등록제를 도입한 취지는 한국 코스닥시장에 도입된 기술성장기업 상장특례제도의 도입 취지와 상당히 유사하다. 과창판 시장은 상장조건 중 혁신적 과학기술의 구비 여부를 더욱 중시하였고, 재무요건은 한층 완화하였다. 상당한 수준의 과학기술을 보유하고 있지만 아직 적자상태에 있는 기업 및 누적손실을 해결하지 못한 기업도 과창판 시장에 상장할 수 있도록 한 것이다. 이는 2005년 한국 코스닥 시장에 기술성장기업 상장특례제도를 도입하여 기술력이 우수한 기업에 대해 수익성 요건을 충족하지 못하더라도 상장 기회를 부여한 것과 유사하다.

과창판 시장은 시장수요가 높은 과학기술 기업을 상장대상으로 규정하여 IT, 첨단장비, 신소재, 신에너지, 친환경 및 바이오의약품 등 첨단기술산업과 전략적 신산업을 중점적으로 지원하고, 인터넷, 빅데이터, 클라우드, 인공지능 등의 산업을 대상업종으로 규율하였다. 그리고 과창판 시장의 상장대상 산업범위 및 구체적인 기준은 상해증권거래소에서 결정하여 발표하도록 하였다.²³⁾

등록제(注册制)와 인허가제(許可制, 核准制)의 분류에 대한 중국학계의 인식은 완전히 일치하지는 않지만 대체로 등록제와 인허가제의 본질적인 차이는 발행증권가치의 평가주체에 있다고 본다.²⁴⁾ 등록제는 시장과 중개기관에

23) 증권감독위원회에서 발표하는 「과창판 속성 평가지침(科創屬性評價指引)」과 상하이증권거래소가 제정하는 「과창판기업 발행 상장신고 및 추천 잠행규정(科創板企業發行上市申報及推薦暫行規定)」등에서 구체적인 과창판 시장 상장의 산업 기준을 제시하고 있다. 예를 들어, 위 지침에서는 “최근 3년간 R&D 투자금액이 영업이익의 5% 이상이면서 투자 금액 누적 6000만원 이상이고, 주요 영업수익을 형성하는 발명특허 5건 이상, 최근 3년간 영업이익 복잡성장률이 20% 이상이면서 최근 1년간 영업이익 3억 원을 달성하고, “연구원”의 비중이 10%를 초과하는 경우에 ‘창의성’요건의 충족을 인정한다고 규정하였다.

의해 해당 증권이 가치가 결정되고 투자자가 이를 바탕으로 투자가치를 판단하는 데 반해, 인허가제는 정부가 직접 증권이 투자가치를 판단한다.²⁵⁾ 이와 같은 중국학계의 이해는 한국에서 상장심사제도를 신고제도와 인가제도로 분류하는 것에 대응된다. 신고제도는 형식적인 심사로서 주식상장 신청서류의 진실성, 정확성, 완전성에 대한 심사이고, 그 밖에 투자자가 투자 판단을 하는 데에 있어 필요한 정보를 신청인이 전반적으로 공시하였는지에 대한 심사를 포함한다. 신고제도하에서 주식의 공개발행은 발행회사의 고유권리이고 증권관리·감독기관의 허가나 승인을 거치지 않으며, 발행회사의 투자가치에 대한 평가와 무관하게 공시의무를 이행하면 주식을 임의로 발행할 수 있다. 인가제도는 실질적인 심사로서, 감독기관이 심사서류에 대한 형식적인 심사뿐만 아니라 신청인의 실질적인 가치와 자격의 구비여부를 판단한다.²⁶⁾ 만약 발행회사의 주식 공개발행 신청이 인가된 이후에 증권관리·감독기관이 인가사항 중 불법 또는 부실내용을 발견한다면 지체없이 인가를 취소하고 발행회사와 책임자에 대하여 조치를 취할 수 있다. 일반적으로 인가제도는 준칙주의를 택하고, 증권발행의 형식요건과 실질요건을 동시에 만족하여야만 증권을 발행할 수 있는데 이는 법률의 방식으로 적격하지 못한 회사가 발행시장에 진입하지 못하도록 사전에 보장하기 위한 것이다.²⁷⁾

개정 증권법상의 IPO등록제를 비롯한 현행 과창판 시장의 IPO등록제(注册制)는 중국 증권시장 초기에 적용된 허가제(審批制)와 비교하면 상장심사제도의 운용에 있어서 계획경제로부터 시장경제로의 전환이라는 측면에서 큰 진보를 이루었다. 다만, 과창판 시장 개설 전까지 중국학계에서 ‘등록제(注册制)’라는 용어는 ‘주로 신고제도(registered system)를 일컫는 것으로 쓰여온 바, ‘과창판 시장 등록제’라는 용어에 대한 정부와 시장의 서로 다른 이해는, ‘과창판 시장 등록제 개혁’이라는 정책설명에 대한 시장의 오해를 불러일으켰다.

현행 증권법 및 과창판 시장 등 중국 행정법규상 등록제 규율은 기존 강학상 ‘등록제’라는 용어의 쓰임과 달리, 실질적으로는 기존의 인가제(核准制)와 마찬가지로 국제적 분류상 인가제도(charterd system)에 속하는 것으로 보인다. 비록 기존 중국의 IPO인가제와 비교하여 정도의 차이는 있으나 여전히 규

24) 彭冰, “信息披露是注册制的核心”, 『証券法苑』2014年03期, 上海証券交易所, 第5頁.

25) 陳洁, “科创板注册制的實施机制与風險防范”, 『法學』2019年第1期, 華東政法大學, 2019, 第150頁.

26) 이연조, “주식상장제도에 관한 연구”, 고려대학교 법학박사학위논문, 2013, 28면.

27) 전계 논문, 32면.

제당국에 의한 실질심사가 적용되기 때문이다. ‘강학상 등록제’의 주된 특징은 발행감독기관이 증권발행에 앞서 발행인의 투자가치를 판단하지 않는 것으로 이해되었다.²⁸⁾ 그러나 현행 과창판 시장 상장심사제도는 기본적으로 규제당국이 기업의 상장가능 여부, 상장조건의 충족여부, 한 주당 발행금액, 해당 주식의 발행 규모와 발행 시기 등을 확정한다. 나아가 규제당국이 상장신청기업에 대해 산업정책의 부합여부와 기업의 수익성 및 발전 전망을 평가하는 폭넓은 재량권을 가진다.²⁹⁾ 상하이증권거래소가 재무상태에 대해서 실질심사를 진행하지는 않지만 사업성에 대하여는 여전히 실질심사가 이루어진다. 특히 최근 다수 과창판 시장 상장기업들의 부실 문제가 불거지자 상하이증권거래소는 과창판 시장 상장 심사를 한층 강화하여 엄격한 상장기준을 적용하고 있으며, 이에 따라 상장심사 통과율도 대폭 하락하였다. 다만 기존 인가제(核准制)와 비교하면 과거 증권감독위원회의 결정권이 절대적이었던 데 비해, 과창판 시장 등록제도는 객관적 상장기준이 더욱 구체화되었고, 감독기관의 상장심사 절차상 규제당국의 재량권이 비교적 축소되었으며, 상장심사의 핵심 권한이 증권감독위원회에서 상하이증권거래소로 이전되는 등 다양한 측면에서 제도적으로 개선되었다. 나아가 외부전문가가 주도하는 상장위원회의 상장의견제시 등의 절차를 강화하여 상장심사 권한이 다소 분산되는 등 신고제도에 더욱 가까워진 것으로 보인다.

III. 과창판 시장 상장심사제도

1. 과창판 시장 상장심사의 권한분배

상장심사의 권한분배 측면에서 과창판 시장은 대체로 「증권법 수정 초안 1 심사안(證券法修訂草案一審稿)」의 시장화 추진정책을 상당 부분 수용하였다. 중국 증권감독위원회의 역할이 대폭 축소되었고, 증권거래소의 기능이 강화되었다. 거래소에 상장심사권한을 부여하되 등록권은 중국 증권감독위원회에 남겨둠으로써 상장권한을 분산시킨 것이다.

증권거래소의 상장 심사권한을 보다 구체적으로 살펴보면, 「과창판 상장회

28) 김향란, 왕예닝, “중국 과학혁신판과 신증권법의 투자자보호”, 「중국법연구」 제42집, 2020, p.282

29) 劉曉博, “IPO注册制將重塑中國股市”, 「深圳商報」, 2014.11.21., http://jjckb.xinhuanet.com/opinion/2014-11/21/content_528279.htm 참조(2021.7.9.방문)

사 증권발행 등록 관리방법(科创板上市公司証券發行注册管理辦法)」에서 상하이 증권거래소로 하여금 등록심사업무를 주관하는 상장심사센터(注册審核中心)를 설립하도록 하고, 발행인의 발행 및 상장 심사를 책임지도록 규율하였다.³⁰⁾ 또한 외부인사로 구성된 주식상장위원회(股票上市委員會), 테크놀로지 혁신자문위원회(科技創新咨詢委員會)와 공개발행 자율위원회(公開發行自律委員會)를 거래소에 증설하여 심사부문의 심사보고와 발행인의 신청 문서에 대한 심의의견을 작성하도록 하였는데 실무전문가 등이 등록심사과정에 참여하도록 함으로써 등록심사의 전문성, 권위성과 공신력을 보강한 것이다. 주식상장위원회 제1기는 38인으로서 주로 학자, 회계사, 변호사, 중국증권 감독위원회 등 감독기관 인원으로 구성되었다.

주식상장위원회는 외부전문가의 주도하에 거래소 등록심사센터의 제1차 심사보고에 대한 재심사를 진행한다. 발행상장의 최종 결정권은 증권거래소에 있으나 주식상장위원회의 심사의견은 증권거래소가 상장여부를 판단하는 주요참고자료가 된다. 증권거래소는 주로 심사질의(審核問詢)방식을 통해 발행인에 대한 심사업무를 진행하고, 과창판 시장의 특질(定位)에 기초하여, 발행인이 발행조건, 상장조건과 정보공개요구에 부합하는지 판단한다. 이때 주로 실질심사가 진행되는 부분은 과창판 시장 특질에 부합되는지에 대한 판단이다.

테크놀로지 혁신자문위원회는 테크놀로지 혁신업종의 권위 있는 전문가, 저명한 기업가, 베테랑 투자 전문가로 구성되었고, 48명이 위촉되었다. 공개발행 자율위원회는 발행 위탁임무를 담당하는 상장 중개기구의 전문가로 구성되었고, 35명이 위촉되었다. 이 세 곳의 위원회 중에서 책임이 가장 큰 곳은 주식상장위원회로 구조와 기능은 홍콩 연합산권거래소(HKEX)의 상장위원회와 유사하고, 상하이 증권거래소 주거래 및 선진 증권거래소 차스닥의 발행심사를 담당하는 중국증권감독 위원회의 발행심사위원회와 일치한다.

2. 과창판 시장 상장심사 절차

상하이증권거래소의 발행심사와 상장심사는 서로 연동될 뿐만 아니라 하나로 결합되었는데 상장심사는 발행심사를 흡수하여, “등록심사(注册審核)”라고 통칭된다. 모두 상하이증권거래소가 진행하며 홍콩의 듀얼파일링(dual filing)제도를 도입한 것이다.³¹⁾ 과창판 시장 상장심사의 절차는 ① 신청

30) 홍콩 연합산권거래소(HKEX) 상장과에 설치된 IPO부서에 상응하는 기관이다.

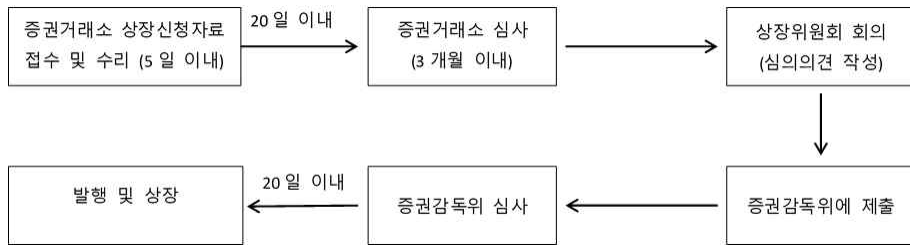
자료 수리(5영업일 이내), ② 증권거래소의 심사, ③ 상장위원회의 심사, ④ 중국증권감독위원회에 제출, ⑤ 중국증권감독위원회 등록(20영업일 이내), ⑥ 주식 발행 및 상장의 순서로 진행된다. 과창판 시장 상장기업의 평균 상장심사 소요기간은 약 6개월로 기존 「주관 상장심사규칙」등에는 증권감독위원회의 상장심사기간 제한규정을 두고 있지 않았던 바, 소요기간이 평균 2~3년에 달했던 것에 비해 대폭 단축되었다.³²⁾

특히 「과창판 상장규칙」은 시행된 지 1년여만인 2020 년12월 개정을 통해 심사기한규정을 더욱 구체화하였다. 증권거래소가 상장신청자료를 접수한 날로부터 증권거래소와 증권감독위원회의 상장심사기간은 총 3개월을 초과하지 않도록 규정하였다. 다만 위 상장심사기간에는 발행인이나 보증인, 게이트키퍼(証券服務机构)가 증권거래소의 질의식 문답에 답변하는 기간은 포함하지 않으며, 질의식 문답 답변기간의 총합은 3개월을 초과하지 않도록 하였다. 이밖에 「과창판 상장규칙」이 규정한 심사중지(中止審核), 관련기관문의(請示有權機關), 상장위원회 의견확정, 잠정유예(暫緩審議), 회의후처리(處理會后事項), 현장조사(實施現場檢查)등의 검증절차를 진행하거나 발행인으로 하여금 신청서류의 보충이나 수정을 요구하는 경우에는 해당 소요기간을 위 상장심사기한 산정에 포함하지 않도록 하였다.³³⁾

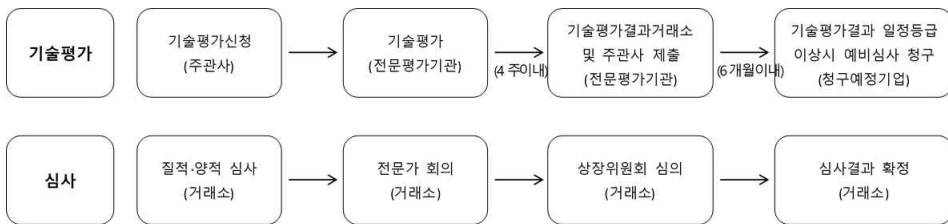
31) 冷靜, “科创板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第4頁참조.

32) 다만 지난해 11월 중국 금융당국이 엔트그룹 상장을 전격 중단시킨 이후 중국증시 상장(IPO) 속도가 현저히 느려져 현재 700여개 기업이 대기 중인 것으로 집계되었다. 이러한 현상은 과창판 시장 상장심사규칙에서 ‘신청 내용에 중대한 결함·누락이 있어 투자자의 이해에 지장을 초래하는 경우’ 상장 신청기업이 자진해서 상장 신청을 철회할 수 있도록 규정한 것과 긴밀한 관련이 있는 것으로 해석된다. 즉, 금융당국의 지시를 받는 거래소 측에서 요건에 미달한다고 판단한 기업들의 상장 심사를 지연시켜 스스로 포기하도록 유도하고 있는 것으로 이해되고 있다. 최근 금융당국이 몇 가지 ‘보이지 않는’ 기준을 추가해 실질적으로 허가제처럼 운영하는 것으로 투자자들이 인식하는 주된 이유이기도 하다. 한경, “엔트그룹 사태 이후 정제된 중국 IPO···700개 대기”, 2021.01.28., <https://www.hankyung.com/international/article/202101281619i>(2021.7.1방문)

33) 「과창판 상장규칙」제48조



<표1> 중국 과장판 시장 상장심사 절차

<표2> 한국 코스닥시장 기술 성장 기업 기술평가 및 상장예비심사 절차³⁴⁾

상장심사 절차는 크게 상하이증권거래소가 신청기업의 상장기준 부합 여부를 심사하는 과정과 중국 증권감독관리위원회는 형식요건 충족여부를 확인하여 등록하는 과정으로 나뉘어진다. 상하이증권거래소는 “질의식 심사(問詢式審核)”를 통해 관심내용을 확인하는바 상장 절차 중 가장 핵심이 되는 단계이다.³⁵⁾

증권거래소의 심사절차가 완료된 후에는 중국 증권감독위원회가 거래소가 보고한 심사결과와 보고문건의 방식을 심사하고, 등록권을 행사한다.

이렇게 거래소의 상장심사와 중국 증권감독위원회 등록심사에 기한을 두고, 각각 담당하는 역할에 차이를 둔 것은 기존에 심사기한의 제한규제가 없어서 과도하게 장기간 상장심사가 진행되던 관행을 개선하고자 한 것으로서, 등록과정의 시적 효율성을 확보하고, 발행인이 지불해야 하는 시적 비용에 대한 안정적인 기대를 제공하는 것으로 평가되었다. 그러나 심사기한산정의 예외규정을 광범위하게 둔바, 위와 같은 입법목적이 실제로 구현될 수 있을지에 대한 의문

34) 한국거래소 홈페이지 참조. <http://listing.krx.co.kr/contents/LST/04/04020600/LST04020600.jsp>(2021.6.20.방문)

35) 질의식 심사는 투자설명서 다음으로 중요한 정보공시절차로 여겨지는데, 미국 IPO 등록제상의 SEC와 발행인 사이의 정보 소통모델과 유사한 제도로 설명된다. 冷靜, “科创板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第3頁.

이 든다. 예를들어 지리자동차(吉利汽車)의 과창판 시장 상장심사 중 상하이증권거래소는 2020년 9월 지리자동차의 과창판 시장 상장을 승인했다. 하지만 거래소 승인 이후 통상 3개월 내에 이뤄지는 중국 증권감독관리위원회 등록이 6개월째 잠정유예(暫緩)되었고, 결국 지리자동차는 과창판 시장 상장신청을 철회하였다. 중국 증권감독위원회가 상장심사를 잠정유예시킨 원인은 과학기술수준미달과 영업이익대비 낮은 R&D투자비중, 적자지속 등으로 알려졌는데³⁶⁾, 커쥔반 시장 등록제 시행 후 중국 증권감독위원회가 재무상태가 건전한 기업에 대해 기술요건의 미충족을 사유로 하여 상장을 막은 최초의 사례이다.³⁷⁾

3. 과창판 시장 상장요건

「과창판 최초등록 관리방법(科創板首次公開發行股票注冊管理辦法(試行)」(이하「과창판 관리방법」이라 한다.)에서 규정하는 과창판 시장의 상장대상 기업요건은 크게 두 가지로 나누어지는데, 첫째는 업종요건으로서 과창판 시장 기업이 속한 업종은 소프트웨어, 집적회로, 인공지능, 빅데이터, 클라우드, 바이오 테크놀로지 등 국가 경제의 패러다임 전환에 있어서 가장 중요한 산업으로서 현재 국가가 중점적으로 지원하는 집적회로, 인공지능, 바이오 의약품, 항공 우주, 신에너지 자동차 등 혁신성장 분야이어야 한다. 둘째는 기업요건으로, 과창판 시장 기업은 자체적으로 보유하고 있는 기술의 우위와 높은 기술 장벽, 특히 혁신성과 성장성을 갖춰야 한다. 또 창업 단계를 넘어 중국 내에서는 물론 국제적으로도 일정한 위상과 영향력을 행사하고 있어야 하며, 연속 흑자를 요구하지는 않지만 적어도 일정한 수익 규모가 있어야 한다.

다음으로 「과창판 관리방법」규정상의 과창판 시장에서의 주식발행요건은 설립 후 3년간 지속적으로 경영하였을 것, 체계화된 회계기준과 건전한 내부통제 체계, 비즈니스 적합성, 지속적 운영능력, 준법경영, 국가 산업정책에 부합할 것을 요구한다. 과창판 시장의 주식발행요건은 기존 주판 등의 규제에 비하여 상당히 완화되었다.

주식발행요건과 별개로 규율하고 있는 과창판 시장 상장요건으로는 자본총액, 발행비례, 시가, 재무지표 등을 규정하고 있다. 재무적요건으로는 다섯가지

36) 宋双輝, “吉利汽車突然撤回科創板上市申請, 究竟有何“隱情”?”, <https://new.qq.com/omn/20210628/20210628A0CWOJ00.html>(2021.7.1.방문)

37) 한경, “지리車도 상장 좌절...중국판 나스닥 '무늬만' 등록제”, 2021.03.24., <https://www.hankyung.com/international/article/2021032483201>(2021.7.1.방문)

의 선택가능한 항목을 제시하고 있는데, 모두 회사의 수익성에 관한 요건이다. 비재무적 요건으로는 과창판 시장 상장대상기업으로서 세계 최고수준 과학기술의 보유, 높은 시장성, 국가적 수요에 부합하고, “뛰어난 과학기술 혁신능력”, “높은 시장 인지도”, “강력한 성장성” 등을 규정하였다. 그런데 이러한 요건은 모두 기업의 투자가치와 관련된 것이므로 형식적인 심사만으로는 판단이 불가능하다. 결국 질의식 심사과정에서 실질심사가 이루어질 수밖에 없는 구조로 제도가 설계된 것이다. 이와 관련하여 「과창판 관리방법」은 거래소는 발행인에게 심사 문의를 하고 발행인이 질문에 답하는 방식으로 심사작업을 진행하며, 발행인이 발행요건, 상장요건, 정보공시요구에 부합하는지 판단한다고 규정하고 있다.³⁸⁾ 과창판 시장 등록제시행 초기에 국내외 다수 신문보도 등에서는 원칙적으로 등록심사 기준에 흑자 지속능력이 제외되어 있으므로 심사과정에서는 정보공시의 진실성, 정확성, 완전성과 충분성, 일치성, 이해가능성을 요구하는 것으로 소개되기도 하였다.³⁹⁾ 그러나 상하이증권거래소의 “질의식 심사” 절차는 발행인이 업종, 비즈니스, 재무, 회사경영 등 다양한 측면에서 발행요건, 상장 요건 및 정보 공표 요건에 부합하는지에 대한 심사로서, “지속 경영 능력”을 갖추었는지에 대한 실질심사도 포함한다.⁴⁰⁾ 좋은 회사를 찾기 위해 충분한 정보공개로 전제로 증권의 질과 투자가치에 일정한 문턱을 두는 것으로 설명되며⁴¹⁾, 등록제 개혁 추진과 배치되는 것도 아니고, 과창판 시장 설립 초기에는 등록제 시범사업의 안정적 운영을 보장하기 위해 심사가 필요했던 것으로 해석되고 있다.⁴²⁾

특히 질의식 심사내용에는 기술요건에 대한 판단이 포함되는데⁴³⁾ 기술 선진

38) 「과창판 관리방법」제19조 제2항

39) 비즈니스위치, “한국보다 핫한 中공모주 시장…과창판 펀드가 뜬다”, 2020.8.30., <https://post.naver.com/viewer/postView.nhn?volumeNo=28965683&memberNo=997329&vType=VERTICAL>(2021.7.9.방문)등.

40) 冷靜, “科創板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第4頁.

41) 李有星, 潘政, “科創板發行上市審核制度變革的法律邏輯”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第3頁.

42) 謝貴春, 胡睿超, “科創板監管規則改革新導向:注重“持續經營能力”, 『南方金融』2019年第10期, 中國人民銀行廣州分行, 第70頁.

43) 대표적 사례로서 화홍원창(華興源創)의 제1차 질의를 예로 들면, 발행인의 핵심기술을 심사할 때 “국내외 경쟁사의 기술 및 제품특성, 업계의 기술발전방향을 결합하여 발행인의 핵심기술의 선진성, 역내 및 역외 발전수준에서의 위치를 밝히도록 요구함으로서 상장기업에 대한 가치를 검토하였다. 高青松, 楊萍, “科創板問詢式審核存在的問題與對策研究”, 『南方金融』2020年第5期, 中國人民銀行廣州分行, 第6頁.

성, 모델 혁신성, 연구개발 기술 산업화 상황 및 미래 발전 전략은 투자자의 가치 판단에 영향을 주는 중요한 요소이므로 투자자를 위해 사실상 진정한 과학기술 기업을 지원하고자 하는 것으로 설명된다.⁴⁴⁾ 그런데 이 설명에 따르면 심사기관이 해당기술의 기술수준을 평가하여 투자자를 대신하여 투자가치유무를 판단한다는 것인바 이는 규제주의의 특징적 요소로서, 투자자로 하여금 직접 투자가치를 판단하도록 한다는 과창판 시장 등록제 도입취지와 배치된다.

이와 대조적으로 한국의 기술성장기업 코스닥 시장 상장심사지침은 기술성장기업의 기술성·성장성에 대하여 공인된 외부 전문평가기관의 검증을 통해 상장특례 해당 여부에 대해 판단 전문평가기관의 기술 등에 대한 평가를 받고 그 평가결과가 A등급 또는 BBB등급 이상일 것을 상장요건으로 하였다. 즉, 상장심사기관이 직접 기술수준을 평가함으로써 투자가치를 판단하기보다는 투자자가 투자결정을 내리는데에 참고할 수 있는 객관적 판단기준을 상장기준으로 채택한 것으로 보인다.

이렇듯 현행 과창판 시장 등록제는 관련법규를 통해 거래소에서 직접 기업 가치를 평가하여 심사하도록 한 바, 구조적으로 공시주에 의한 상장규제가 이루어질 수 없다. 그럼에도 현행 과창판 시장의 상장규제심사제도가 ‘과창판 등록제’로 지칭되는 모순에 대하여 중국 학계에서는 과창판 시장 등록제의 핵심은 실질적 심사의 유무에 있는 것이 아니며, 상장심사의 기준이 등록제 개혁전까지 “좋은 회사”를 찾는 데 있던 것에서 등록제 개혁에 의해 “진실한 회사”인지 여부에 대한 판단으로 심사 목표를 변경한 것에 있는 것으로 설명되고 있다.⁴⁵⁾

IV. 과창판 시장 발행공시규제의 주요내용

1. 과창판 시장 발행공시규제 개요

상하이증권거래소는 「상하이증권거래소 과창판 주식발행 상장심사규칙(上海証券交易所科創板股票發行上市審核規則)」(이하 ‘과창판 상장심사규칙’이라 한다.) 과 「상하이증권거래소 과창판 주식상장규칙(上海証券交易所科創板股票上

44) 전계 논문, 5면.

45) 李有星, 潘政, “科創板發行上市審核制度變革的法律邏輯”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第4頁.

市規則 (2020年12月修訂) 』(이하 ‘과창판 상장규칙’이라 한다.) 등을 제정하여 발행인, 정보공시의무자, 중개기구 등 주체의 정보공시의무를 강화하였다.

발행공시의 주요 제출 자료는 주식모집설명서와 그 첨부서류인 추천서, 상장추천서, 감사보고서, 법률의견서 등이고, 이 중 발행공시의 핵심서류는 주식모집설명서(招股說明書)이다. 과창판 시장 발행공시의 핵심문서인 주식모집 설명서에 대한 공시는 「발행증권의 회사정보의 공표내용 및 양식준칙 제41호-과창판회사 주식모집 설명서(公開發行証券の公司信息披露內容与格式准則第41号——科创板公司招股說明書)」(이하 ‘과창판 주식모집설명서준칙’이라 한다.)에서 규율하고 있으며, 위험요인, 업무 및 기술, 회사경영, 회계정보, 자금운용 및 향후발전 전망 등의 내용을 포함한다.

기존 상하이 증권거래소 주거래에 적용되는 정보공시규칙에서 정보공시를 규율하는 규정은 2장(章) 25개 조항에 산재해 있었다. 이에 반해 「과창판 상장규칙」에서는 정보공시를 규율하는 장에 기본원칙, 일반요구, 감독방식, 관리제도로 분류하여 4개 절, 총 27개의 조항을 두고 한층 체계적으로 규율하고 있다. 특히 정보공시의 일반적인 요구 부분을 새로 추가하였고, 업종별 정보공시, 단계별 공시 및 적용제외 요구(調整适用的要求)규정을 추가하여 과창판 시장의 특성을 고려한 맞춤형 공시규제를 구현하였다.

2. 공시원칙 및 공시일반요구

정보공시에 공통적으로 적용되는 원칙은 「중국 증권법」 제78조에서 제시하고 있다. 정확성, 진실성, 완전성, 간명성, 이해가능성을 갖추어 적시에 공시하되 허위기재나 오도하는 내용 또는 중요사항을 누락하지 않아야 한다. 이러한 정보공시 원칙은 과창판 시장과 다른 증권거래시장에서 동일하게 적용된다.

과창판 시장의 공시규제에 새롭게 추가되어 「과창판 상장규칙」 제5장 제2절에서 규율하고 있는 공시일반요구(信息披露一般要求)의 주요내용을 살펴보면 ① 지주회사, 지분보유회사에 대하여도 정보공시의무를 인정하였다. 연결재무제표 범위 내의 자회사 및 기타 주체에서 본 규칙에 규정된 중대한 사항이 발생한 경우에는 상장회사에서 발생한 중대사항으로 간주하여 이 규칙이 적용된다.⁴⁶⁾ ② 업종정보의 공시로서 회사의 업무, 기술, 재무, 회사관리, 경쟁우위, 업계동향, 산업정책 등의 상황을 충분히 반영할 수 있는 중대한 정보를 공개해

46) 「과창판 상장규칙」 제5.2.6조

야 하고, 상장회사의 위험요인과 투자가치에 관한 정보를 충분히 기재하여 투자자의 합리적인 의사결정을 용이하게 해야 한다.⁴⁷⁾ ③ 단계적 공시요구로서, 상장회사는 계획된 중대한 사항이 장기간에 걸쳐 진행되는 경우에는 중대성의 원칙에 따라 단계별로 진행 상황을 밝히고, 관련 위험을 적시에 공시해야 하며 해당 사항의 결과가 불확실하다는 이유만으로 공시내용에서 제외하지 말아야 한다.⁴⁸⁾ ④ 자발적 공시로서, 상장회사와 관련된 정보공개 의무자는 해당 정보가 회사의 주가에 영향을 미치거나 투자자의 의사결정에 도움이 될 것으로 판단되지만 이 규칙에서 공시를 요구하는 정보에는 해당하지 않는 경우에도 자발적으로 공시할 수 있도록 하였다. 이때 상장회사와 관련된 정보공시 의무자가 자발적으로 정보를 공시하는 것은 신중하고 객관적이어야 하며, 이를 이용해 주가에 부당한 영향을 미치지 않아야 한다. 상장회사와 관련한 정보공시 의무자가 본 조항에 따라 정보를 공시한 경우에 유사 사안이 발생한 경우에는 동일한 기준에 따라 공시해야 한다.⁴⁹⁾ ⑤ 상장회사의 공시자료는 논리가 분명해야 하고 표현이 간단명료해야 하며 전문용어나 복잡한 표현의 과도한 사용, 외국어 및 그 약자를 피하고, 모호하고 불필요하게 중복된 정보의 기재를 피하며, 축하나 선전 또는 편향하는 내용은 포함시키지 말아야 한다.⁵⁰⁾ ⑥ 공시 유예 및 면제 대상을 규정하였다. 상장회사와 관련 정보공시의무자가 공시하는 정보가 상업비밀 또는 상업민감정보에 해당하여서 본 규칙에 따라 공시하거나 관련 의무를 이행하면 부당경쟁을 유발할 수 있거나 회사나 투자자의 이익을 해하게 되는 경우 또는 투자자를 오도할 수 있는 경우에는 관련 규정에 따라 해당 정보의 공시를 잠정 유예하거나 정보공시의무를 면제할 수 있도록 하였다. 이밖에 근거법규에 의해 국가기밀로 인정된 정보가 공시될 예정이어서 본 규칙에 따라 공시하거나 관련 의무를 이행하면 국내법규를 위반하게 되거나 국가안전에 위해를 끼치게 되는 경우에도 관련 규정에 따라 공시를 면제받을 수 있도록 규정하였다. 이때 상장회사와 관련 정보공시 의무자는 정보공시 유예·면제사항을 신중하게 확정해야 하며, 임의로 유예·면제사항의 범위를 확대해서는 안 된다. 공개를 보류한 정보가 이미 유출된 경우에는 유예 또는 면제가 적용되지 않는다.⁵¹⁾ ⑦ 상장회사와 관련정보공시 의무자는 규칙에 따른

47) 「과창판 상장규칙」 제5.2.1조, 제5.2.2조

48) 「과창판 상장규칙」 제5.2.3조

49) 「과창판 상장규칙」 제5.2.4조

50) 「과창판 상장규칙」 제5.2.5조

51) 「과창판 상장규칙」 제5.2.7조

정보공시가 경영활동의 실상을 반영하기 어려울 수 있고, 해당 산업의 감독규정 또는 회사 등록지 법규에 위배될 수 있는 경우에는 정보공시의무의 적용 범위 조정을 신청할 수 있다. 다만 이 경우에는 해당하는 원인과 대안을 설명하고 로펌을 초빙하여 법률적인 의견을 제시하도록 하였다.⁵²⁾

3. 요약 부분 공시규제

「과창관 주식모집설명서준칙」의 내용 중 요약 부분 작성의 기본원칙을 밝히고 있는 제27조가 요약 부분에 관한 유일한 규정이다. 정확성과 간명성을 갖추어 충분히 명확하며 이해하기 쉽게 기재할 것을 요구하고 있다. 그 밖에 재무정보기재에 대하여 기재사항을 구체적으로 제시하고 있는데 비재무정보에 대해서는 「EU투자설명서 작성지침」이나 한국의 「기업공시서식 작성기준」과 같은 구체적인 규제를 두고 있지 않다. 이와 같은 요약부분 기재에 대한 규제의 공백은 발행인의 자의적인 판단 또는 부적절한 의도에 의해 중요정보가 요약 부분에 작성되지 않거나 혹은 중요하지 않은 정보들로 요약 부분의 내용이 채워져서 투자자의 이해를 도와야 하는 본래의 기능을 하지 못하는 문제를 일으킬 소지가 높다. 실제로도 과창관 시장 공모설명서 요약 부분이 갖추어야 할 특성을 갖추지 못하고 단지 긍정적인 정보만을 개괄하는 사례가 빈번히 발생하고 있다. 이렇듯 중국 기업공시 실무의 대표적인 문제로 지적되는 과다공시의 문제는 요약부분 작성의 형식과 분량 등의 적절한 규제를 통하여 투자자에게 필요한 정보를 압축적으로 전달하도록 함으로써 일정부분 보완될 수 있다. 과다공시는 투자설명서의 과도한 분량으로 인해 투자자가 반드시 파악해야 할 중요한 정보가 효과적으로 전달되고 있지 못하는 문제를 일으키는데, 요약부분에서 압축적으로 필요한 정보를 드러내도록 함으로써 투자자가 효율적으로 중요정보를 파악할 수 있는 것이다. 그러므로 향후 ‘EU투자설명서 작성지침’등을 참고하여 요약부분 기재에 대한 규제를 더욱 구체화하고, 한국의 ‘기업공시서식 작성기준’과 같이 구체적인 작성기준안을 제공하여 요약부분 공시의 기능을 실질화시킬 필요가 있다.

4. 예측정보 및 위험정보공시규제

52) 「과창관 상장규칙」 제5.2.8조, 제13.1.11조

(1) 기재대상 및 기재순서

「과창판 주식모집설명서준칙」은 예측정보를 공시의무 대상으로 규율하고 있다.⁵³⁾ 먼저 예측정보 중 긍정적인 예측정보의 기재에 대하여는 별도의 규율이 없는바, 투자자의 주식변동에 영향을 미칠 수 있는 중요사항을 공시하도록 하는 발행공시의 대원칙이 동일하게 적용되는 것으로 보인다. 예측정보의 기재순서는 중요성의 원칙에 따라 기재하도록 하고 있다.⁵⁴⁾

다음으로 투자가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 예측정보는 위험요소(風險因素)로서, 「과창판 주식모집설명서준칙」 제4절에서 별도로 규율하고 있다. 직접 또는 간접적으로 발행인 내지 해당 발행에 중대하게 불리한 영향을 미칠 수 있는 모든 위험요소(風險因素)를 기재대상으로 규정하였다.⁵⁵⁾ 위험요소 공시의 기재 내용에 대해서는 「과창판 상장회사 지속관리방법(科創板上市公司持續監管辦法)」(이하 ‘과창판 지속관리방법’라고 한다.)이 보다 구체적으로 규율한다. 산업별 특성을 반영하여 업종별 경영정보, 특히 연구수준, 연구인력, 연구투입 등 업종별 경쟁력을 반영할 수 있는 정보와 핵심기술자 보직 및 지분 보유 현황을 충분히 밝혀야 한다.⁵⁶⁾ 이는 전통산업 기반의 기업에 비해 연구 성과가 투자가치에 미치는 영향력이 더욱 큰 첨단 과학기술 기반의 과창판 시장 상장기업들의 특성을 반영하여 투자자들에게 산업별 경영정보와 개별기업의 기술 수준에 따른 투자 리스크를 충분히 공개하도록 한 것으로 보인다. 다만, 위험요소로 분류하여 기재대상이 되는 판단기준인 특유성 및 발생가능성에 대한 제한을 별도로 두지 않고 있으므로 차후 불리한 영향의 중대성요건을 충족하는 경우 모두 위험요소로서 기재대상이 된다. 그러나 투자가치에 미치게 될 영향의 중대성만을 중요성 판단의 기초로 한다면 “주식시장 대폭락이 발생할 수 있음”이라는 요소 역시 중요한 위험요소가 된다. 이러한 요인은 모든 주식에 공통으로 적용되는 것으로 해당 주식에 대한 “특유성”이 없기 때문에 우선적으로 기재하기에는 부적절하다. 또한 발생가능성을 위험요소 판단의 기준으로 적용하지 않는다면 “회사의 모든 임원진이 동시에 사망할 수 있음” 역시 투자가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 위험요소로 판단하게 된다. 그러나 이러한 일의 “발생가능성”이 극히 낮기 때문에 이를 중요한 위험요소로서 투자설명서에 기재하는 것은 부적절할 것이다. 실제로 중국 정보공개 실무에서 과다

53) 「과창판 주식모집설명서준칙」 제4조

54) 「과창판 주식모집설명서준칙」 제32조

55) 「과창판 주식모집설명서준칙」 제32조

56) 「과창판 지속관리방법」 제11조

공시를 통해 중요정보를 덮는 전략적 규제회피의 성행을 부추기고 있다. 충분한 정보공시가 이루어지도록 공시대상 정보를 구체화하고 미공시에 대한 처벌을 엄격하게 하되, 기재대상 제한규정이나 기재순서 판단기준을 충분히 구체화하지 않은데 따른 부작용이 나타나고 있는 것이다. 중요성 평가는 평가주체에 따라 다를 수 있으므로 ‘중요성’ 개념의 주관성이 기재대상 선택과 기재순서 자의적배치의 빌미로 작용하고 있기도 하다.

이와 같은 문제를 보완하기 위해 다른 나라의 입법 및 해석례를 참고하여 중요성 원칙을 구체화하면 다음과 같다. 미국의 금융법 전반에 적용되는 중요성(materiality)이라는 개념의 의미는 보통의 신중한 투자자가 증권을 매도 또는 매수하기 전에 당연히 알아야 할 사실, 또는 모든 정황을 고려하여 합리적인 투자자가 투자판단을 함에 있어 중요하다고 생각할 실질적인 개연성이 있는 경우를 말한다.⁵⁷⁾ 즉, 투자판단에 있어서 중요하다고 생각할 실질적인 개연성이 있는 중요한 정보란 발생가능성과 특유성, 중대성을 구비한 정보일 것이다. 또한 위험요소 기재대상 및 기재순서의 판단기준이 되는 중요성의 원칙은 “위험요인의 발생 가능성과, 발행인의 특유성 구비 여부 및 예상되는 부정적인 영향의 중대성 정도를 종합적으로 고려하여 각 위험요인의 중요도를 평가함을 의미하는 것”으로 해석하는 것이 적절해 보인다.

(2) 기재방법

위험요소의 기재방법에 대해서는 먼저 간명성의 확보를 위해 단순명료하고 이해하기 쉽게⁵⁸⁾, 모호하지 않은 표현으로⁵⁹⁾ 가능한 한 정해진 분량만큼의 분석을 활용하여⁶⁰⁾ 기재하도록 하였다. 이때 위험요소기재 부분에는 해당 위험의 대책이나 발행인의 경쟁력 등을 기재하지 말아야 한다. 또한 투자결정의 편의제공 원칙에 따라 위험요소는 적절한 표제를 붙인 항목에 맞춰 분류하여 열거하도록 하고⁶¹⁾, 한 항목의 위험요소에는 여러 위험을 기재하지 않도록 함으로써⁶²⁾ 투자자의 이해가능성 확보를 도모하였다. 추가적으로 각 위험요소의 발현시 발행인에게 미치게 될 영향의 정도에 대해서도 충분히 제시하도록 하여⁶³⁾ 공시의 충분성을 확보하였다. 이처럼 위험요소는 투자자가 투자결정을

57) 김재룡, “증권발행공시 위반의 민사책임”, 『경제법연구』 제15권 3호, 한국경제법학회, 2016, 95면.

58) 「과창관 주식모집설명서준칙」 제32조

59) 「과창관 주식모집설명서준칙」 제34조

60) 「과창관 주식모집설명서준칙」 제35조

61) 「과창관 주식모집설명서준칙」 제32조, 34조

62) 「과창관 주식모집설명서준칙」 제36조

내리는 데 있어서 고려해야 할 가장 핵심적인 요인으로서 「과창판 주식모집설 명서준칙」은 다른 부분에 비해 보다 구체적으로 기재방법을 규율하였다.

5. 과창판 시장 발행공시의 문제점

중국 상장기업들의 주식모집 설명서는 평균 400쪽이 넘을 정도로 긴 편이 고,⁶⁴⁾ 불필요한 내용의 기재가 많아서 주식모집 설명서 내용 중 유효한 정보의 분별이 어려운 과다공시의 문제점이 나타나고 있다. 예를 들어 충칭산환 환 경그룹 주식회사가 2020년 공개한 주식모집설명서는 모두 736쪽으로 글자 수는 57만 자에 이른다. 이러한 문제가 발생하는 원인은 첫째, 실제로 어느 정도의 공시가 되어야 하는지에 관한 기준이 매우 모호해서 공시의 필요성 여부에 대해 서로 다른 의견이 제시되는 경우가 적지 않기 때문이다. 둘째, 정보공시의 의무위반에 의한 법적 책임을 회피하기 위하여 발행인은 최대한 모든 정보를 공시하고자 하는 경향이 있는데 실제로 정보공개 보고서의 전체 분량은 지속적으로 늘어나는 추세를 보이고 있다. 셋째, 발행인의 입장에서는 관련 정보를 모두 다 적음으로써 밝히고 싶지 않은 정보를 희석시키는 동시에 법적 위험까지 회피할 수 있다는 최상의 전략으로 작용하고 있다는 점이다. 상대적으로 투자자의 입장에서는 주식모집 설명서의 내용을 파악하고, 투자판단을 내리는 데에 중대한 장애가 되고 있다.⁶⁵⁾

V. 맺음말

과창판 상장제도는 3가지의 정책적 의도를 지닌 것으로 설명된다. 첫번째는 등록제 시행이고, 두번째는 상하이 증권거래소의 내부적 다원화이며 세번째는 자본시장의 국제적 경쟁력 제고이다.⁶⁶⁾ 먼저 ‘등록제 시범시행’을 기치로 내건 과창판 시장의 개설은 상장심사제도가 실질심사에서 형식심사로 전환될 것이

63) 「과창판 주식모집설명서준칙」 제34조

64) 陳洁, “科创板注册制的實施机制与風險防范”, 「法學」2019年第1期, 華東政法大學, 2019, 第156頁.

65) 李普, 完善科创板申報企業招股說明書簡明性的研究, 「上海商業」, 2020年第4期, 上海市商業經濟學會, 第101頁.

66) 冷靜, “科创板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 「財經法學」2019年第4期, 中央財經大學, 第1頁.

라는 시장과 학계의 기대감을 불러일으켰다. 그러나 실제 과창판 상장규제는 제도적으로 감독기관의 재량적 판단에 기초한 회사 가치의 실질심사 가능성을 배제하지 않은 바, ‘등록제’라는 용어에도 불구하고 과창판 시장의 상장심사제도는 여전히 규제주의에 더욱 가까워 보인다. 실제로 정책기조의 변화에 따라 엔트파이낸셜, 지리자동차 등 기업가치에 대한 시장의 평가와 무관하게 상장심사를 탈락하는 사례가 발생하고 있으며, 이는 향후 제도의 예측가능성 제고를 위한 상장규제의 개선이 필요하다는 것을 방증한다. 둘째, 상하이 증권거래소의 내부적 다원화와 관련하여서는 일정한 성과를 달성한 것으로 보인다. 심천 증권거래소의 중소기업판 시장과 창업판 시장에 대응하여 “과학기술혁신 포지셔닝”에 의해 설계된 과창판 시장은 중국 내 증권거래소 간의 경쟁을 한층 활성화한 것으로 평가된다.⁶⁷⁾ 셋째, 자본시장의 국제적 경쟁력과 관련하여서는 국내외 유니콘 기업의 중국 내 상장을 유도하고자 한 과창판 시장의 개설 이후에도 여전히 디디추싱, 틱톡, 다다넥서스 등 다수의 중국 과학기술 대기업들이 나스닥 시장에 상장했거나 상장을 추진한 데서 확인할 수 있듯 여전히 개선이 필요할 것으로 보인다. 물론 과창판 시장 개설 전까지 주요 상장심사권한이 중국 증권감독위원회에 집중되었던 것에 비해, 과창판 시장에서는 주요 상장심사권한의 상당 부분을 상하이 증권거래소 등에 이전하여 심사권한이 보다 분산되도록 하고, 상장심사 단계에 원칙적 심사 기한을 규정하는 등 일정 부분에서 과창판 시장의 상장심사제도는 더욱 체계화, 효율화되었다. 그러나 여전히 심사 기한규제에 광범위한 예외가 인정되고, 발행인의 기술능력 평가 등에서 감독기관의 실질심사 재량권이 폭넓게 인정되는 바, 상장제도의 예측가능성이 흠결 문제가 제도적 선진화를 통한 과창판 시장의 국제적 경쟁력 제고의 달성의 걸림돌로 작용하고 있는 것으로 생각된다.

과창판 시장의 발행공시제도는 등록제 개혁에 따른 높은 투자위험을 고려하여 투자자가 투자가치를 판단하는데 필요한 정보를 ‘충분히’ 제공하는 것에 초점을 두고 있으며, 부실공시의 법적 책임도 ‘공시하지 않은 행위’에 대한 책임을 규율하는 것에 더욱 중점을 두었다. 다만 투자자의 입장에서 ‘적절한 공시’가 이루어지도록 하는 상세한 규율은 상대적으로 부족해 보인다. 이로 인해 과창판 시장의 발행공시 실무 중 주로 지적되는 문제는 이전과 같이 공시해야 하는 정보를 공시하지 않는 문제가 아니라, 정보공개의 법적 책임이 있는 내용들을 공시하지는 하되, 발행인이 감추고 싶은 내용을 투자자가 명확히 인식하기 어

67) 冷靜, “科创板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 『財經法學』2019年第4期, 中央財經大學, 第2頁.

렵게 은폐하는 경향이 강화된 것이다.⁶⁸⁾

이와 같은 부적절공시의 문제는 투자자에게 투자판단에 필요한 정보가 전달되는 것을 방해하여 투자자가 자기책임 하에 기업의 실체를 정확하게 파악하여 자유로운 판단과 책임 하에 투자결정을 내리는 것이 어려울 뿐만 아니라 투자자를 보호하고 증권시장을 통한 자원배분의 효율성을 높이고자 하는 등록제 입법의도의 달성을 어렵게 만든다. 등록제 입법목적의 실현은 투자판단에 필요한 정보가 투자자에게 적절히 제공되는 것을 전제로 하는데, 투자자는 시간과 비용의 제약 내에서 제한된 합리성이라는 속성을 갖게 되기 때문이다. 인간은 제한된 주의력을 보유하였기 때문에 과도 분량 공시, 사실과 의견의 혼합 공시 등의 방법으로 정보전달력을 감소시킬 경우 필요한 정보가 제대로 전달되지 않는 문제가 발생하게 된다. 따라서 과창판 시장 발행공시 규제는 반드시 공시해야 할 정보를 규율하는 것만큼이나, 공시내용이 투자자에게 어떻게 제공되어야 하는지에 대한 공시의 형식적인 요건과 구체적인 공시방법을 규율하는 것 또한 매우 중요하다. 또한 일정범위의 부적절공시에 대하여 허위기재와 마찬가지로 부실공시의 법적 책임을 부담하도록 함으로써, 주식모집설명서 공시제도의 입법취지가 정확히 실현되도록 하여야 한다.

과창판 시장 발행공시 실무에서 나타나고 있는 과다공시 문제에 대하여는 그 보완방안으로서 2017년에 제정되고, 2019년 7월 21일자로 시행된 「EU 투자설명서 규정(EU Prospectus Regulation, Regulation (EU) 2017/1129)」을 참고하여 요약부분 공시에 대한 규제를 보다 강화하는 것을 고려해볼 수 있다. 「EU 투자설명서 규정」이 제정되기 전의 「EU 투자설명서 지침(Directive 2003/71/ECEU)」에서는 투자설명서 요약본(Prospectus executive summary)을 작성할 때 최대 15쪽 또는 해당 투자설명서(Prospectus)의 7%를 넘지 않도록 제한하였다. 「EU 투자설명서 지침」이 시행된 당시 유럽의 투자설명서 실무는 투자설명서 작성이 종종 수백 쪽에 이르는 과도한 분량으로 작성된 바, 발행인의 입장에서 과도한 작성 부담 및 비용문제가 발생하였고, 동시에 투자자의 입장에서 투자설명서를 정확하게 이해하기 위해 매우 세부적인 정보를 처리해

68) 대표적인 은폐방식을 살펴보면, 첫째, 불필요한 정보들을 대량 공시하여, 그 속에 알려지기 원하지 않는 정보들을 공시하는 방법으로 부실공시 책임을 회피하는 문제, 둘째, 투자자의 위험요소를 회사 자체에 귀속시키는 것이 아닌 시장위험 등 회사 외부에 귀속되는 위험으로 공시함으로써 회사 특유의 위험요인을 감추는 문제, 셋째, 과거 및 현재의 확정된 사실과 미래에 대한 긍정적인 전망을 혼합 기재 함으로써 투자자의 혼동을 유도하는 등의 부실공시문제가 나타나고 있다. 楊月宁, “科创板企業風險信息掩飾研究”, 華東師範大學碩士學位論文, 2020, 第71頁.

야 한다는 문제점이 제기되었다. 이에 대한 개선으로 투자설명서 지침의 개정이 이루어졌고, 2017년에 제정된 「EU투자설명서 규정」에서는 투자설명서 요약에 대한 분량 제한도 더욱 엄격하게 규정하였다. 투자설명서 요약은 ‘간략한 방식으로(in a concise manner) 기재된 짧은 서류(short document)’로 작성하도록 하고, 최대분량을 A4용지 7장으로 제한하되, 예외적인 경우에는 최대분량을 넘겨서 작성할 수 있도록 하였다. 또한 핵심정보서류에 ‘위험요인 및 대가에 관한 섹션’을 반드시 포함하도록 하고 있으며, 그 내용으로는 위험지표의 요약, 적절한 실적 시나리오 및 해당 시나리오 산출에 사용된 가정 등 위험 및 대가의 특성에 관한 간략한 기술을 포함하도록 하고 있다.⁶⁹⁾ 유럽과 유사하게 한국 「자본시장법」에서도 핵심투자설명서는 발행조건, 요약재무제표, 투자위험 및 기업 주요이슈 등의 항목으로 구성하여 10쪽 이내에서 작성하도록 규제하고 있다.

투자설명서를 접하는 투자자들은 시간, 비용 등의 제약하에서 행동하며 제한된 합리성(bounded rationality)을 보이는 인간이다.⁷⁰⁾ 이러한 인간의 속성을 감안한다면 중요한 정보의 전달력을 높이고자 하는 유럽연합과 한국의 요약 작성 분량 제한 및 위험요인에 관한 요약 항목 제한의 도입을 중국에서도 적극적으로 검토할 필요가 있다.

69) Clifford Chance, "PD3-Prospectus Regulation (EU) 2017/1129" (Summary Chart of Key Features), 6 July 2017, p.3, <https://www.cliffordchance.com>, 양기진, “증권발행시장에서의 정보공시에 관한 연구, 『금융법연구』 제15권 제3호, 한국금융법학회, 2018, 80면에서 재인용.

70) 양기진, 전제 논문, 76면.

[참고문헌]

- 김나현, “중국 인터넷 신용대출 규제정책의 동향과 전망: “온라인 소액대출업무관리 잠행방안”등 중국 온라인신용대출 규제법규들의 주요 내용과 의의”, 『중앙법학』 제23집 제2호, 중앙법학회, 2021.
- 김은화, “중국판 나스닥 ‘과창판’ 출범배경 및 현황”, 『자본시장포커스』 제17호, 자본시장연구원, 2019.
- 김재룡, “증권발행공시 위반의 민사책임”, 『경제법연구』 제15권 제3호, 한국경제법학회, 2016.
- 김향란, 왕예닝, 고펬이, “중국과학혁신판과 신증권법의 투자자보호”, 『중국법연구』 제42호, 한중법학회, 2020.
- 신경희, “최근 코스닥시장 상장규정 개정의 주요 내용”, 『자본시장포커스』 제2018-9호, 자본시장연구원, 2018.
- 양기진, “증권발행시장에서의 정보공시에 관한 연구”, 『금융법연구』 제15권 제3호, 한국금융법학회, 2018, 80면에서 재인용.
- 이연초, “주식상장제도에 관한 연구”, 고려대학교법학박사학위논문, 2013
- 한국거래소, “2020 코스닥시장 공시 상장관리 해설서”, <https://kind.krx.co.kr/disclosureinfo/searchmaterials.do?method=searchMaterialsMain>
- 신화망, “中 과창판 2년...A주 IPO 조달액 40% 이상 차지”, 2021. 6.15, http://kr.xinhuanet.com/2021-06/15/c_1310008836.htm
- Clifford Chance, “PD3-Prospectus Regulation (EU) 2017/1129”(Summary Chart of Key Features), 6 July 2017, p.3, <https://www.cliffordchance.com>
- 劉俊海, “注册制改革:將實質審查改為審慎形式審查”, 『清華金融評論』 2019年第1期, 清華大學
- 陳洁, “科创板注册制的實施机制与風險防范”, 『法學』 2019年第1期, 華東政法大學
- 冷靜, “科创板注册制下交易所發行上市審核權能的變革”, 『財經法學』 2019年第4期, 中央財經大學
- 彭冰, “信息披露是注册制的核心”, 『證券法苑』 2014年03期, 上海證券交易所
- 高青松, 楊萍, “科创板問詢式審核存在的問題与對策研究”, 『南方金融』 2020年第5期, 中國人民銀行廣州分行
- 謝貴春, 胡睿超, “科创板監管規則改革新導向:注重持續經營能力”, 『南方金融』 2019年

第10期, 中國人民銀行廣州分行

李有星,潘政,“科創板發行上市審核制度變革的法律邏輯”,「財經法學」2019年第4期,中央財經大學

李普,完善科創板申報企業招股說明書簡明性的研究,「上海商業」,2020年第4期,上海市商業經濟學會

張保生,周偉,朱媛媛,牛馨雨,“證券虛假陳述訴訟2020年度觀察與前瞻”, <http://www.zhonglun.com/Content/2021/01-05/1431337538.html>

翟立宏,徐志高,“我國股票發行通道制與保薦制下IPO定價效率的比較研究”,「經濟問題」2009年第5期,山西省社會科學院.

楊月宁,“科創板企業風險信息掩飾研究”,華東師範大學碩士學位論文,2020.

[Abstract]

A Study on the Listing Regulation and Issuance Disclosure System
of China's Shanghai Stock Exchange STAR Market

Nahyun Kim*

The opening of the Shanghai Stock Exchange STAR Market (科创板) on July 22, 2019 marked the trial launch of registration-based IPOs (注册制) in China, a heavily relaxed IPO scheme. Dubbed China's NASDAQ, the 'STAR Market (科创板)', short for 'Sci-Tech innovAtion boARd Market (科技创新板)', targets high-tech innovators and companies in emerging verticals, listing pioneering companies of significant presence. According to the existing academic literature in China, registration-based listing processes are rooted in disclosure-oriented regulatory philosophy. China has historically run its listings via an approvals system, leading to such side effects as false disclosures, bet-on/VAM agreement (对赌协议) disputes, a tendency of local tech companies to prefer going public overseas, and overall stunting of local company growth due to the lack of an effective mechanism to drive out underperformers. To resolve these issues, it has been repeatedly suggested that China transition from the existing approvals system to a disclosure-oriented system. Furthermore, with mounting tension in the U.S.-China trade disputes and rising demand for China to open up its capital markets in the backdrop, the launch of the STAR Market (科创板) and its registration-based IPOs (注册制) are a step toward providing additional capital raising channels for Chinese tech companies, growing the capital markets to enhance its stability, and modernizing the Chinese capital markets system.

At a glance, STAR Market (科创板) listing regulations have defined, systematic rules regarding corporate disclosures, which are critical to the success of registration-based listing schemes, and have increased the

* Assistant Professor of Economic Law at East China University of Political Science and Law, PhD in Law

stakes on liabilities for false disclosures. To prevent concentration of power under the China Securities Regulatory Commission (CSRC, 中國證券監督管理委員會) as in the case of the existing IPO approvals system, the new registration-based system transfers IPO review powers to the Shanghai Stock Exchange, while also referring to a Listing Committee to reflect outside expert opinion. Meanwhile, the new system seeks to address a potential increase in listed company insolvencies via a gatekeeper solution. The STAR Market is also open to international institutional investors, and has already attracted significant interest from Korean financial institutions.

The STAR Market (科創板) listing scheme is certainly more market-oriented than its predecessor, exhibiting improvements in terms of systematization of listing regulations as well as process efficiencies. The recent listing of Geely Auto (吉利汽車) and suspension of Ant Financial's IPO have contributed to a rising market consensus that the STAR Market has implemented a delisting review process. What was previously announced to be a registration-based IPO scheme has turned out to be different in practice. While it can be said that the potential for a delisting review process to occur in parallel with a listing review was pre-announced in the STAR Market's detailed regulations, Korean financial institutions are at a disadvantage for information on these regulations, and cannot but suspect that the relevant regulations are not being enforced by the word. This paper seeks to examine the Shanghai Stock Exchange Science and Technology Innovation Board Stock Issuance and Listing Review Rules (上海證券交易所科創板股票發行上市審核規則), the Rules Governing the Listing of Stocks on the Sci-tech Innovation Board of the Shanghai Stock Exchange (上海證券交易所科創板股票上市規則), as well as other relevant regulations pertaining to the STAR Market listing review process and its governance of issuance disclosures to provide Korean investors with an overview of STAR Market listing regulations and insights toward improving the regulatory environment for corporate listings in Korea.

Keywords : STAR Market, Listing regulations, China's NASDAQ, issuance disclosure, Sci-Tech innovAtion boaRd Market