

“코스닥시장의 현황과 미래 발전과제”

# 코스닥시장 발전을 위한 시장구조 개선 방향 논의

2015. 6. 18

<한국증권학회·자본시장연구원 공동 주최>

본고의 내용은 발표자 개인 의견이며 주최기관과는 무관함

엄 경 식

서울시립대학교 경영학과 교수

## < 발표 내용 >

1. 논의의 배경
2. 세계 주요국 거래소 산업이 나아가고 있는 길 (몇 가지 예) - 국내 시장거시구조를 결정짓는 외생변수
3. 제기되어온 각각의 안에 대한 논의 및 평가
  - 가. 코스닥의 자회사 형태 분리
  - 나. ATS 설립 유도 (또는 ATS 활용)
  - 다. 지주회사로 전환하고, 개별 사업부는 자회사로 분리 후 지주회사에 편입
4. 코스닥에 대한 세간의 '오해' 내지는 '명확하지 않은 논리'
  - 가. 2012~2014년 코스닥 IPO 침체 : 기업의 IPO 유인 감소? vs. 높은 상장 문턱?
  - 나. 상장이전 : 2부 시장화?
  - 다. 정보비대칭이 여전히 큰 시장
  - 라. 코스닥에 대한 국내외 상반된 평가
  - 마. AIM, TSX-V, 코스닥? vs. AIM, TSX-V, 코넥스?  
vs. Nasdaq Private Market, SecondMarket, 코넥스?
  - 바. 아시아 시장간 경쟁? KRX 교차거래가 성공하기 힘든 현실적 이유는?
  - 사. 코스닥의 불충분한 대응 노력
  - 아. 기타 (정책담당자, 시장개설자, 상장기업, 투자자 등의 책임?)

# 1. 논의의 배경

- 최근 수년 간 “IPO, 거래활동 둔화 등 코스닥의 침체”를 “KRX 내 독립성 강화”에 초점을 맞춰 시장구조를 개선하려는 시도가 지속되다가, 2014년 후반 이후 “완전 분리·독립”으로 한층 강화되어 표출되기 시작

시기	내용	사유 또는 비교
2013. 7~10	<p><b>- 코스닥위원회의 독립성 강화</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· KRX 이사회내 하부위원회 형태로 존재했던 코스닥시장위원회를 KRX 이사회 외부로 분리, 시장감시위원회에 준하는 독립기구로 설치·운영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- “근래 코스닥이 업력, 외형 위주의 중견기업 중심으로 재편되고 시장 운영 방식이 유가증권시장과 동질화됨에 따라 본래의 역동성이 저하되었다고 판단”</li> </ul>
2014. 7	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업계획, 예산 등에 대해 실질적 의사결정권 부여</li> <li>· 위원장과 본부장 겸직</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 이에 “금융위원회와 KRX는 코스닥이 혁신·기술형·중소·벤처기업 중심의 자본시장으로 운영될 수 있도록 지배구조를 개선”하고자 함</li> </ul>
2014. 10	<p><b>- KDI “창업활성화를 위한 금융정책과제” 보고서 (강동수 편, 2014)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· “코스닥이 과도한 투자자보호보다는 유망한 중소·벤처기업의 성장을 지원하는 시장으로 ‘회귀’해야 함”</li> <li>· 이에, “기술력이 있는 중소·벤처기업이 혁신을 선도할 수 있도록 진입장벽을 낮추고 투자금 회수가 용이하도록 함으로써 벤처기업을 육성·지원해야 함”</li> <li>· 개선방안의 핵심은 코스닥의 지배구조를 개선             <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ “유가증권시장과 코스닥이 선의의 경쟁을 통해 우리나라 자본시장의 효율성을 제고하고 혁신 기술형 중소·벤처기업 시장으로서 코스닥의 차별성을 확보하는 것”이라고 강조</li> <li>✓ “코스닥을 별도 법인화 해 KRX와 물리적으로 분리할 필요가 있다”고 주장</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- “코스닥에 대한 규제강화와 자본시장 통합조치[(2005.1)]는 모험자본시장으로서 코스닥의 정체성을 상실시켜 유가증권시장과 차별성이 모호해지는 결과를 초래한 것으로 평가”</li> <li>- “KRX는 코스닥과 통합 후 중소 벤처기업을 육성하는 모험자본시장으로서의 코스닥의 발전을 위해 크게 노력을 기울이지 않은 것으로 보이며 이는 거래소 시장의 독점체계를 해체하지 않는 한 어려워 보인다”고 지적</li> <li>- “코스닥이 ‘거래소’와 분리돼 독자적인 시장이 된다면 다양한 금융상품과 자본거래를 시도함으로써 모험자본의 적극적인 투자와 벤처기업을 위한 자본시장으로서의 역할을 수행할 것으로 기대한다”고 함</li> <li>- “각 시장의 장점을 극대화할 수 있는 상장제도를 마련하고 경쟁을 촉진해야 모험자본시장으로서의 코스닥 정체성이 회복될 수 있다”고 주장</li> </ul>

시기	내용	사유/비고
2015. 3	<p>- 금융위원장, “모험자본 투자 활성화” 관련 업계/기자 간담회</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· “유가증권시장·코스닥·코넥스가 각각의 특성에 맞게 경쟁하면서 발전할 수 있게 ‘거래소’ 제도를 개편하겠다”</li> <li>· “유가증권시장과 코스닥, 또 나머지 시장 간에 실질적인 경쟁을 촉진하기 위해 거래소시장의 조직과 운영을 시장별로 보다 차별화하고 독립적으로 이뤄지도록 개편 문제를 논의할 것”</li> <li>· “유가증권시장과 코스닥이 경쟁하면서 유망 기업들이 적극적으로 시장에 출현하게 하는 환경을 만들어 나갈 것”</li> <li>· 개선방안의 핵심은 코스닥의 지배구조를 개선 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ “유가증권시장과 코스닥이 선의의 경쟁을 통해 우리나라 자본시장의 효율성을 제고하고 혁신 기술형 중소·벤처 기업시장으로서 코스닥의 차별성을 확보하는 것”이라고 강조</li> <li>✓ “코스닥을 별도 법인화 해 KRX와 물리적으로 분리할 필요가 있다”고 주장</li> </ul> </li> </ul>	<p>&lt;비고&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- “KRX를 지주사로 전환하거나 코스닥과 코넥스를 분리하는 방안과 함께 기업공개(IPO)를 추진할 방침”</li> <li>· “거대화되는 해외 거래소와의 경쟁은 물론 시장 활성화를 위해 외부 자본을 유치하는 것이 불가피하기 때문”</li> <li>- &lt;매체&gt; “금융당국 관계자는 ‘KRX 상장 문제는 오래된 이야기지만 일단 인프라 개편을 위해 필요한 부분’이라며 ‘상장 문제와 시장분리·지주사 전환 문제를 모두 함께 고민해 좋은 결과를 도출할 것’이라고 말했다”</li> </ul>
2015. 5	<p>- KCM “거래소시장 효율화를 위한 구조개혁 방향” 세미나</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· &lt;제1안&gt; 코스닥의 자회사 형태 분리 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 유가증권시장과 “경쟁”. “과도기 체제(장기적으로 지주회사 방식으로 전환시 용이)”</li> </ul> </li> <li>· &lt;제2안&gt; ATS 설립 유도 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 설립요건을 완화하고 장기적으로는 정규거래소로 전환 유도</li> </ul> </li> <li>· &lt;제3안&gt; 지주회사로 전환하고, 개별 사업부는 자회사로 분리 후 지주회사에 편입 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 거래소산업에 경쟁 환경이 정착된 이후 경영효율화를 위한 전략으로 “장기적 관점에서” 추진</li> </ul> </li> </ul> <p>- &lt;제1안&gt;~&lt;제3안&gt; 중 아직 확정된 바 없고 모든 가능성을 열어놓고 논의 중</p> <p>&lt;신문기사&gt; “코스닥 분리는 현 정부의 벤처기업 활성화 정책과 밀접한 관련이 있다. 벤처생태계 조성을 위해서는 벤처투자자가 투자금을 회수할 수 있는 코스닥이 활성화돼야 한다는 것이다. 정부는 코스닥이 분리해 실질적으로 독립적인 예산·인사권을 확보해 시장운영과 제도 혁신을 추진해야 한다는 입장이다”</p>	<p>&lt;장단점으로 언급된 사항&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· &lt;제1안&gt; “거래소시장의 경쟁도 제고에 ‘즉각’ 효과”, “단기적으로 상장요건 완화와 상장기업 수 증가 가능”, “시장 분리가 상대적으로 용이”, “독자 운영 및 생존의 어려움”, “유가증권시장과 대등한 경쟁 불성립 가능성”</li> <li>· &lt;제2안&gt; “상장과 유통 측면에서 경쟁 유발에 효과적”, “규제 방식에 따라 지속 가능성 확보 가능”, “장외주식 거래 활성화에도 긍정적”, “ATS 설립요건에 대한 대폭 완화 필요”, “정규거래소 전환에 상당한 시간 소요”</li> <li>· &lt;제3안&gt; “자회사간 역할 분담 및 책임 경영 확보, 기능별 전문화 추진 용이”, “전략적 경영 가능”, “다층의사결정구조로 인한 비효율성”, “자본시장법 개정 관련 불확실성”, “기존의 자회사를 포함한 이해관계자 간의 이해상충 조정의 어려움”</li> </ul>

## 2. 세계 주요국 거래소 산업이 나아가고 있는 길(몇 가지 예)－ 국내 시장거시구조를 결정짓는 외생변수

- 시장을 가꿔나가는 **근본 철학을 확립**하고 이를 구현할 수 있도록 **법제적 정비**를 한 후 **거래 관련 IT가 뒷받침되기를 기다리며 실행**해 옮김 (엄경식, 2013)
  - － 주지하듯이 거래관련 IT는 혁신적으로 변모
  - － **기능별로 “시장간 ‘경쟁’의 장점과 이를 실질적으로 연계하여 ‘자연독점’의 장점을 동시에 달성”**하는 것을 기본으로 하면서, 이 목표를 **유연하게 적용**
    - 개별 거래소에게는 수직적 통합(silo model)을 허용하되 경쟁 허용; 주식회사화, 지주회사체제 등의 보편화
    - **최근 주요 거래소의 전략적 행보**
      - ✓ ① 장내·장외 파생상품거래 강화 또는 진출
      - ✓ ② 청산·결제 등 post-trade 기능으로 진출
      - ✓ ③ 상업적 IT 기능의 강화
      - ✓ ④ 지수 부문의 강화 및 데이터 관련 산업으로 다각적 진출
      - ✓ ⑤ 비상장주식 거래플랫폼 제공 등 기업성장의 모든 단계에서 유통 활성화 추구) 등

□ <Zoom In #1> 미국의 비상장주식 발행 및 유통시장

- 초기 투자자, 종업원, 펀드 등 client에게 파생상품(예 : forward contract) 거래를 포함한 다양한 방식을 제공해 자금을 조달하거나 회수 기회를 부여
  - Primary fundraising, Secondary offerings, Online brokerages, Derivatives
- 2012년 이후 생태계에 지각변동 (systemic shift)
  - ① The 2012 JOBS Act (특히 비상장시 최대 주주 수를 500인에서 2,000인으로 확대)
  - ② Facebook이 상장 직전 경험한 “the wild-west transactions”의 악영향
  - Private과 public의 경계가 모호해지고, IPO 자체를 늦추려 함. 뿐만 아니라, IPO 단계에 이른 IT 기업의 경우, 경영에 전념하고자 비상장 주식거래시 가격과 매입자를 완전히 자신의 통제 하에 두고자 함
    - ✓ SeconMarket(비상장주식 전용 ATS), 비상장주식을 직접 거래하는 플랫폼 폐쇄; Nasdaq Private Market 등장

□ <Zoom In #2> TMX(종합 지주회사, 상장 주식회사)의 전략 (2015. 6)

- Refining Our Structure (최근 거래관련 IT 혁신으로 급변한 환경과 UMIR 하에서 1년간 숙고)
  - Provide greater value to clients, deliver total return to shareholders, and build competitive differentiation for TMX going forward
- Strategic Pillars
  - ① Capital formation – The goal is to “energize and expand our capital community to better facilitate capital raising for issuers of all types at all stages of their development and providing access to alternative sources of capital
  - ② Creating new products to satisfy the increasing demand for derivatives products both in Canada and globally
  - ③ Delivering integrated data sets to fuel high-value proprietary and third party analytics
  - ④ Operating fast, easy to use platforms for trading and clearing

### 3. 제기되어온 각각의 안에 대한 논의 및 평가

#### 가. 코스닥의 자회사 형태 분리 [유가증권시장과 “경쟁”. “과도기체제 (장기적으로 지주회사 방식으로 전환시 용이)]

##### □ ① 진단과 처방의 불일치

- “진입이 어렵다”라고 진단한 부분은 시장구조상 start-up에서 코스닥 진입까지 단계임
  - 즉, 코스닥에 진입이 어렵다고 진단한 기업은 혁신형/신생/중소/tech 기업임
  - 진단 자체도 이견이 많을 수 있음
- 해결책으로 제시한 부분은 시장구조상 유가증권시장과 코스닥의 상장이 겹칠 수 있는 부분을 언급하고 있음
  - 그동안 가꿔온 한국주식시장의 거시구조 측면에서 볼 때 진입이 어려운 기업은 그 성격상 유가증권시장에 적합한 기업이 아님
  - 또한 한국주식시장 거시구조의 효율성을 위해서도 겹쳐서는 안 됨

##### □ ② 진입의 어려움을 “시장간 경쟁을 통해 해결한다”고 하나, “시장간 경쟁”이라는 말이 구체적이지 않음

- 자본시장에서 시장과 시장이 경쟁을 하려면 경영상의 탄력성을 보장받는 것이 제일 중요
  - 이를 보장받지 못하면 경쟁의 효력을 기대하기 어려움
- 경영상의 자율성이 미리 확보되지 않은 상태에서, 그것도 성격이 다른 독점시장인 유가증권시장과 코스닥을 단지 좁은 폭의 상품, 즉 상장대상기업만을 겹치게 해 두 시장간 경쟁을 통해 자본시장의 활력을 높ی겠다는 것은 경쟁의 범위와 수준에서 설득력이 부족
- 이에 더해, “독립” 자회사로서 코스닥이 생존 가능한지도 불투명
  - 수익 및 비용 구조의 불균형, 시장 운영 및 상품 개발 등 경영전략 제한적
  - 유가증권시장으로 상장이전(listing switching) 가능성도 이슈
    - ✓ 한국주식시장 거시구조의 근간 방침에 대해서도 논의 필요 : standalone 성장형시장 vs. graduation 장려 성장형시장?

□ ③ 자회사로 분리한 조직구조와 현행 구조의 차별성 부족 및 역효과 발생 가능성

- 2013~2014년 구조 개편을 통해 코스닥은 이미 KRX 이사회 외부로 분리되어 독립기구로 운영 중
  - 사업계획, 예산 등에 대해 법적으로 (그리고 실질적으로) 독립적인 의사결정권을 행사하고 있음
- 거래기능과 관련해서 KRX는 현재 코스콤과 한국예탁결제원을 자회사로 두고 있으나, 법적으로 자회사이기는 하지만 실질로는 모자회사 관계라 보기 어려움
  - “장기적으로 KRX가 거래기능을 담보하는 모든 기관의 지주회사로 가야 된다”고 하면서 편의 때문에 이러한 이상한 형태의 자회사를 또 하나 만들어내는 결과는 아닐지 우려스러움
    - √ 2000년 이후 한국자본시장 통합 논의에서 거래소와 이들 자회사 간의 이해상충은 모자회사 관계로는 전혀 설명이 되지 않음

□ ④ 세계 또는 아시아, 또는 동북아 거래소시장의 역학관계에서 한국의 위치를 어디에 두어야 할지에 대한 논의가 포함되지 않음

- 유가증권시장과 코스닥을 각각 분리하여 대외 경쟁을 하는 것과 두 시장을 연합해 대외 경쟁을 하는 것 중 어느 것이 더 바람직한지 논의 필요
  - 코스닥은 세계적으로 유례 없이 성공하고 대외 경쟁력이 높은 성장형시장임 (박종호·남상구·엄경식, 2007; 엄경식·강형철, 2013)
- 그런데 유가증권시장이든 코스닥이든 개별시장의 전략적 선택은 한국자본시장에 대한 비전 설정에 근거해 이루어질 수밖에 없음



## 나. ATS 설립 유도 (또는 ATS 활용) [설립요건 완화, 장기적으로는 정규거래소로 전환 유도]

- “혁신형/신생/중소/tech 기업이 코스닥에 진입하기 어렵다”, “[이들 기업의] 육성 지원 기능이 미약하다”, 즉 코넥스를 설립·운영하고 있음에도 “한국자본시장의 거시구조에 여전히 공백이 있다”라는 상황 파악에 대해서는 ‘일정 부분’ 동의
  - 코넥스 설립(2013. 7) 이후 나름 시장으로서 형태를 갖추
  
- 한국자본시장의 규모 및 구조적 특성, 해당 기업 주식 거래의 특성 등을 고려해 볼 때, 이러한 거시구조상의 공백을 “전형적인 정규시장” 형태로 해결하는 것보다는 다른 방법을 통해 모색하는 것이 바람직. 대체거래시스템(ATS)의 현실화는 긍정적 대안이라 판단함
  - 정규시장에 막 진입하려는 기업 또는 그 주변에 있는 기업의 주식 거래에 대한 수요와 공급은 정규시장 상장 기업만큼 많지 않을뿐더러, 성격도 다름
  - 2012~2013년, 즉 코넥스 설립 이전에 거시구조 공백을 해결하고자 논의되었던 방안은 다음과 같으며, 지금도 상당 부분 유효함 (엄경식·강형철, 2013)
    - [“상위시장의 성격이 변모하여 이들이 담당하던 역할에 공백이 발생할 경우, 하위시장이 효율적으로 그 공백을 메워가면서 해당 국가 자본시장의 완결성을 확보하는 경향”] (박종호·남상구·엄경식, 2007)
    - ① 코스닥이 해결 : 진입요건을 낮추고 (퇴출요건도 강화)
    - ② “새로운 시장” 창설 : 시장간 경쟁을 유도하고 유동성을 통합하는 방안을 확보하면서 해당 기능상의 공백을 담당
      - √ 새로운 시장에는 다양한 형태의 ATS를 포함
      - √ 코스닥과 “새로운 시장” 모두 소유구조가 실질적 형태의 주식회사일 경우 이 효과는 극대화될 수 있음
      - √ 코스닥과 “새로운 시장”의 거시구조상 일관성 유지해야
    - ③ K-OTC(당시 FreeBoard)를 현실화

- 세간에서는 ATS 현실화의 장단점을 ‘도입 초기부터 상장기능, 즉 장기간(?) 소요될 것으로 예상되는 정규거래소로의 전환을 전제’로 해서 논하는데,<sup>1)</sup> 반드시 그렇지만은 않음
  - 왜냐하면 ATS가 기존의 정규시장과 상장 경쟁을 할 수 있을 정도로 기다리지 않아도 발행시장의 활력과 시장간 경쟁은 어느 정도 확보할 수 있기 때문임
  
- 혁신형/신생/중소/tech 기업이 코스닥으로 진입하기 어렵다라는 발행시장 부분의 문제점, 한국자본시장에 경쟁을 유발하여 시장 효율성 제고 등을 일정 수준 동시에 확보하려면, 코스닥, 코넥스 대상 기업이 맞물리는 시장 영역에 대해 이들 성장형시장과 다양한 형태의 ATS 간에 건전한 경쟁이 발생하도록 하여 해결하는 것은 좋은 대안일 수 있음
  - 즉, 코스닥 설립 이전에 논의되었던 방안 중 ②안의 연장선에서 허심탄회한 논의가 필요
  - 예 : 비상장주식 ATS; 다양한 형태의 상장주식 ATS; 코넥스에 ATS 기능을 부여하여 상장주식도 거래 허용 등
  - 이 경우 유의해야 할 점은 거시구조 공백을 메우겠다고 현재 운영 중인 코넥스의 소유구조와 금융투자협회가 운영 중인 K-OTC도 포괄적으로 함께 재검토

---

1) “상장에서 경쟁이 발생하려면 ATS가 정규거래소로 전환되어야 하는데 실질적 전환이 이루어지는 데에는 상당 기간이 소요될 수 있음.” 또는 “규제완화 수준에 따라 정규거래소로의 전환이 [아예] 이루어지지 않을 가능성도 있음”, 그러나 다른 한편으로, “규제방식에 따라 ATS가 지속 가능하다는 시장의 견해도 많음” 등

## 다. 지주회사로 전환하고, 개별 사업부는 자회사로 분리 후 지주회사에 편입

- 자본시장의 기능상 전과정(front-office에서 back-office까지)을 아우르는 논의가 필요
  - [필요성] 국내 시장구조의 불완전성으로 인해 기능내 혹은 기능간의 갈등의 소지가 상존하고 있음
  - 장단점에 대해서는 이미 여러 공개 문건(예 : 황세운, 2015)이 있으므로 생략
    - 구체적인 안에 대해서도 기존의 여러 보고서(예 : 2001년 금융 관련 여러 연구원의 정책 보고서)가 있으므로 생략
  
- [예] 장기적인 비전을 확립한 후 이를 바탕으로 경제논리에 의거해야 함
  - 자본시장의 구조개편을 논할 때 가장 중시되어야 하는 목적은 **한국자본시장의 경쟁력 제고**와 **안정성 강화**임
    - 급변하는 경쟁 환경 속에서 경쟁력 유지 및 강화, 투자자보호 강화, 경영효율성 개선, 실질적인 주식회사로의 전환, 즉 IPO 시급 등
    - 구체적인 안에 대해서는 기존의 여러 보고서(예 : 2001년 금융 관련 연구기관의 정책 보고서)가 있으므로 생략
  - 이를 위해서는 **(각) 기능내** (제한적 분야의) **경쟁을 통한 기관의 효율성을 제고**하고, **동시에 기능간의 통합적 운영**을 통해 국가적 차원의 규모 및 범위의 경제를 **확보하는 방안**이 **모색**되어야 함
    - 경쟁과 통합의 장점을 동시에 추구
    - 이런 차원에서 각 기관의 독립적 실체는 유지하되 전체적으로 지주회사와 자회사로 지배구조를 단일화하는 것은 좋은 대안임
  - 또한 자본시장의 ‘기능’을 중심으로 개편을 추진
    - 기존 기관들의 존재적 실체를 인정하되 독립적 실체의 유지는 [부분적 또는 전면] 경쟁이 수반되어야 하며, 통합시에는 조정기능이 반드시 필요
      - ✓ 청산, 결제, 예탁 관련 기구, IT와 같이 여러 기관의 이해가 얽혀 있거나 있을 수 있는 경우에는 자회사에 대한 지주회사의 지분을 제한하는 형태(a multiple pool of owners)가 될 수 있음을 고려

- “시간이 오래 걸릴 수 있음”과 “장기적으로 추진해야 함”과는 뉘앙스가 다름
  - “KRX의 지주회사 전환은 자본시장법 개정이 필요한 사항이며, 이러한 개정작업에는 국회 및 이해관련단체들의 동의를 얻어내기 위한 많은 인적/물적/시간적 비용이 소요될 수 있음”
    - “그 사이 코스닥을 자회사로 먼저 분리”하고 추후 “장기적으로 지주회사제로 추진”
    - 시급한 이유의 타당성에 대한 합의는 충분히 이루어졌는지?
  - **[Counter Example]** 2000년 초반부터 논의해온 이 문제가 약 15년이 넘도록 장기간 반복되는 이유는? 늦었다고 할 때 실행하는 것이 빠른 것은 아닌지?

## 4. 코스닥에 대한 세간의 ‘오해’ 내지는 ‘명확하지 않은 논리’

### 가. 2012~2014년 코스닥 IPO 침체 : 기업의 IPO 유인 감소? vs. 높은 상장 문턱?

□ “IPO 침체의 잠재적 원인은 ① 기업의 IPO 유인 감소, ② IPO 시장 진입장벽 상승 등 두 가지 범주로 구분 가능” (이석훈, 2015)

#### 1) 기업의 IPO 유인 감소?

□ “기업은 성장(투자) 기회 확대에 따른 자본조달 수요 증가, 주식시장 활황기에 자본조달 비용 하락 등을 활용하기 위해 IPO를 시도하는데, 지난 2012~2014년 코스닥의 IPO 침체는 ① 중소기업의 성장기회 감소와 ② 주식시장의 전반적인 침체로 인한 투자심리 위축이 주요 요인으로 작용”

– “특히 국민경제의 저성장기조와 궤를 같이 하는 중소기업의 성장기회 감소가 주된 원인이었음”

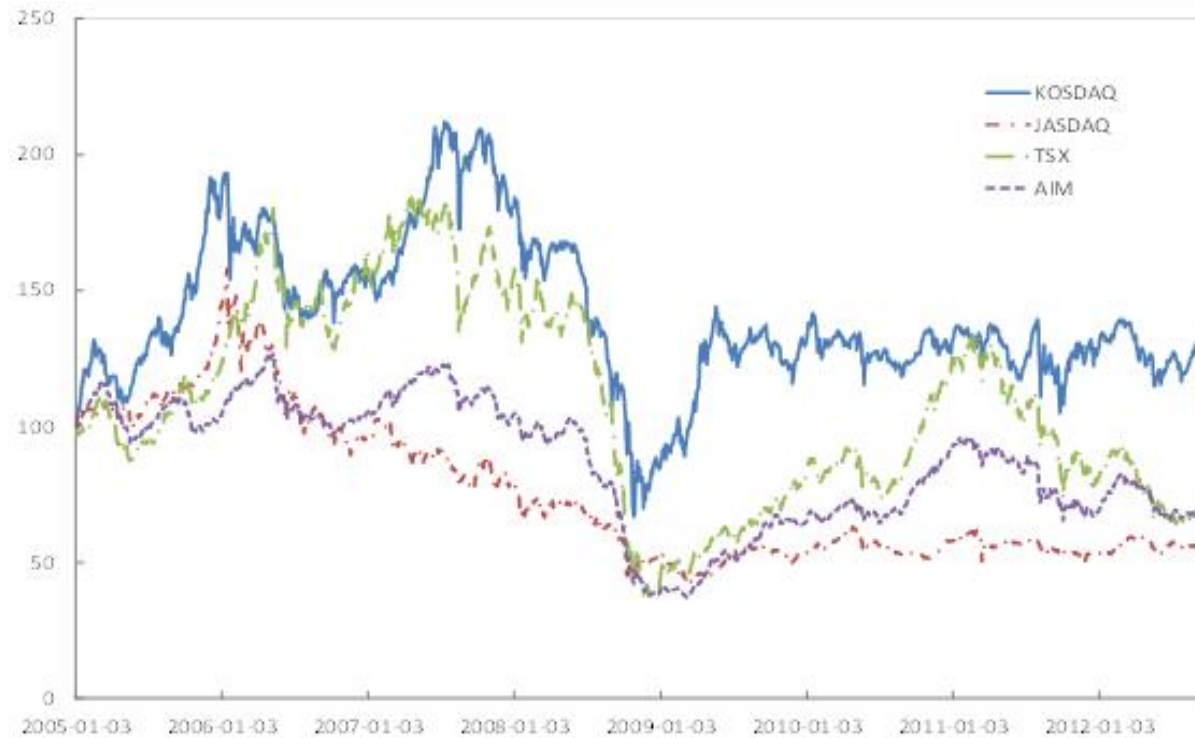
- “유사기업 대비 신규상장기업의 **매출액성장률**은 IT 버블기를 제외하면 2011~2012년도에 가장 낮아 이 기간 신규상장기업의 성장기회가 크지 않았음”
- “전체 외감기업의 **매출액성장률**은 서브프라임 위기를 제외하고는 2012~2013년도에 가장 낮았는데, 이는 경제 전체적으로 기업의 투자기회가 위축되었음을 시사”

– AIM의 경우 2008년 IPO 36건(코스닥 53건)이었으며, 2011년 이후도 100건 이하였음 (강동수 외, 2014)

- “KOSDAQ performed better than other new markets during the 2008 global financial crisis and the recent European financial turmoil, as shown in Figure 1.” (Park, Binh, and Eom, 2012+2014)

**Figure 1. Major new markets' indices 2007-2011 (Park, Binh, and Eom, 2012+2014)**

*Note:* The index level as of January 3, 2005 is set as 100. Four major new markets are included: TSX Venture (Canada), JASDAQ (Japan), KOSDAQ (Korea), and AIM (U.K.). Nasdaq is not included because it has not been considered a new market since June 2006, when it earned the status of a regular stock exchange in the U.S. ChiNext (China) is also not included since it was founded in 2010.



## 2) IPO 시장 진입장벽 상승?

- “코스닥의 2012~2014년 IPO 침체가 상장요건 강화 및 질적심사 강화로 인해 발생했다는 증거는 미흡”
  - 상장요건 : “IT 버블 직후인 2002~2003년 버블에 대한 대응책으로 강화된 바 있으나, 이후에는 2005년의 완화조치 등 ‘강화’ 보다는 ‘완화’가 [지속적인] 정책기조였음”
    - “상장요건을 충족하는 비상장기업 수도 2012~2014년 사이에 꾸준히 증가”
  - 질적심사 : “2012~2014년도 상장기업의 자본규모, ROE, 매출액성장률, 당기순이익 등 재무지표에서 뚜렷한 패턴 없어, 질적심사 강화가 이 기간 IPO 침체를 야기했다고 보기 어려움”
  
- 최근 5년을 살펴보면 심사청구 기업의 약 77~92%가 상장승인을 받음
  - 상장승인비율은 2005년 코스닥 통합, 즉 KRX 출범 이전보다 이후에 더 높음
    - (2000년 IT 버블 직후 상장요건이 강화된 결과이기는 하나,) **세간에서 KRX 출범 이후 상장요건이 코스닥 진입에 걸림돌이라는 주장에 대한 counter example**일 수 있음
  - 최근 통계를 보면 비상장기업 중 코스닥 벤처에 1,900여개, 신성장기업부에 900여개 기업이 상장요건을 충족하는데(엄경식·강형철, 2012), 상장승인비율을 보면 이들 중 많은 기업은 시장에 진입하지 못하는 것이 아니라 진입하지 않은 것이라 볼 수도 있음
  
- 시장 진입장벽 완화?
  - 정규거래소로서 매출, 수익성, 투명성 측면에서 더 완화하기는 어렵지 않은지?
    - 1999~2000년 IT 버블에서 비롯된 코스닥의 건전성 문제, 그로 인해 발생하는 투자자보호 문제, 소위 옥석 가리기 문제가 최근 2012~13년까지 계속됨

### 3) 거래활동 둔화, 코스닥만의 현상?

- “코스닥의 거래회전율은 장기적 감소 추세를 보이며 이는 주식거래에 영향을 미치는 요인들에 ‘구조적 변화(structural changes)’가 있었음을 시사” (강소현·김준석·양진영, 2015)
  - － 거시경제 요인, 시장 요인, 투자자 요인 등 모든 측면에서 구조적 변화를 보임
    - 저성장 기조, 인구고령화, 대체투자수단의 발달, 장기투자 및 간접투자 확대, 기관투자자 비중 증가, 투자자의 거래행태 개선 등
  - － 1999~2008년의 추세적 감소는 과도한 거래가 정상화되는 과정이었으며, 2008년 이후 추세적 감소는 전세계적 현상임
  
- “2015년 들어 전개되고 있는 코스닥의 상승세는 개인투자자가 아닌 외국인투자자와 연기금·보험의 순매수에 의해 뒷받침되고 있음” (황세운·김준석, 2015)
  - － 이는 “코스닥의 질적 성장에 대한 신호일 수 있으며, 글로벌 금융위기 이후 금융당국과 코스닥의 자정노력이 일정 부분 결실을 맺은 것으로 해석할 수도 있음”



## 나. 상장이전 : 2부 시장화?

□ “코스닥에서 유가증권시장으로 꾸준히 상장을 이전하는 현상에 대해 코스닥이 유가증권시장의 2부 시장이 되고 있다고 하는 일반의 인식은 **객관적 근거를 둔 진단이 아님**”

(박종호·빈기범·엄경식, 2012; Park, Binh, and Eom, 2014)

－ “상장이전으로 유가증권시장이 해당 기업의 주식거래에 제공하는 시장의 질적 수준(market quality)은 개선되지 않았음”

- “즉 코스닥의 우량기업(심지어는 대표기업)이 유가증권시장으로 상장을 이전해봐야 ‘시장 차원에서’ 제공받는 서비스의 개선효과는 없으며, 가격조차 상승하지 않음”

- **엄밀하고 객관적인 분석을 토대로 연구하지 않고 1차적인 정보로만 코스닥의 질적 수준을 판단하는데서 오는 오류**

－ 향후 자본주의 패러다임을 형성할 것으로 기대되는 “혁신형 성장산업”이 무엇이든지 간에 “[성장형시장]에 적합한 기업은 [성장형시장]의 동력이 온전히 적용되도록 설계된 [성장형시장]에서 상장·거래되어야 함”을 시사

- “경제가 고도화될수록 혁신형/tech 기업이 속한 산업이 주도산업이 되는 경우가 많으므로 거시구조상 유가증권시장과의 적절한 관계 정립을 항상 ‘동태적으로’ 설정해야 함”

- ✓ “뿐만 아니라, 이를 담보하기 위해 정책담당자 및 시장개설자는 [성장형시장]의 상장대상 목표기업에 대한 특성과 범위를 시장거시구조 관점에서 항상 ‘동태적으로’ 심사숙고해야 함도 시사”

## 다. 정보비대칭이 여전히 큰 시장

- “코스닥 상장법인 기업분석보고서 발간 지원 서비스”(KRP, KRX Research Project, 2007~2011)
  - 코스닥이 애널리스트 보고서를 발간하길 원하는 코스닥 상장기업과 증권사 리서치센터를 연결하여 연 3회 보고서가 발간될 수 있도록 비용의 70%를 지원했던 사업
    - [목적/기대] “KRP 리포트 발간으로 당장의 주가안정을 기대할 수는 없겠지만, 많은 투자자들에게 객관적으로 기업정보가 주기적으로 전달됨으로써 기업에 대한 신뢰도가 높아질 것으로 기대”
      - ✓ 총 258개의 기업이 참여하였고, 1,575개의 보고서가 KRX 홈페이지 및 (구) ikosdaq, 네이버 등의 온라인 사이트에 배포됨
  - 애널리스트가 자발적으로 보고서를 작성하지 않는다고 하여 시행기간 내내 KRP 효과에 대한 의문이 시장 참여자들 사이에서 지속적으로 제기됨
  
- 애널리스트가 시장 정보량이 매우 적은 기업에 대해 ‘제약적 형태’라도 일단 보고서를 발간하면 해당 기업의 주가 정보성(price informativeness)이 개선되는지 검증 (권경윤·양유진·엄경식, 2015)
  - KRP 참여 이후, 해당 기업의 주가 노이즈, 즉 정보성은 개선되었고, 정보비대칭은 한계적이기는 하지만 감소했으며, 가격효율성은 일정 부분 유의미하게 개선됨
  - **유가증권시장과는 매우 대조적으로, KRP 보고서라는 제약적이고도 비자발적 형태의 보고서조차 정보성이 있을 만큼 일부 코스닥 상장기업에 정보불균형의 정도가 심각함을 반증**
    - 시장개설자가 KRP 제도의 약한 고리를 보완하여 이를 적절히 재구현한다면 향후 시장의 질적 수준을 향상시키는 데 도움이 될 수 있음

## 라. 코스닥에 대한 국내외 상반된 평가

- “세계 성장형시장에서 유례가 드물 정도로 성공한 시장” (엄경식·강형철, 2013)
  - “코스닥의 국제적 위상은 주시장인 유가증권시장보다 오히려 앞서 있음”
    - 예 : 동북아 거래소시장간 경쟁에서 KRX가 코스닥을 주도적으로 활용하는 것도 바람직
  
- “국내에서 코스닥에 대한 이해는 부정적으로 매우 낮을 뿐 아니라 냉소적이기까지 함” (박종호·남상구·엄경식, 2007)
  - “모험자본 공급이라는 본래 기능을 상실하고 ‘2부 리그’로 전락했다는 비판이 꾸준히 제기” (신문기사, 2015.5.29.)
  - “효율성 부족”, “높은 변동성”, “투명성과 건전성 낙후”, “투기와 작전, 횡령과 배임의 온상” 등이 주로 거론됨
  - **엄밀한 분석을 해보면 얘기가 많이 달라질 수도 있음**
    - [예] ① 코스닥의 변동성이 높다는 것은 위험이 높은 성장형시장으로서 당연한 현상. 때문에 코스닥이 유가증권시장에 비해 구조적으로 위험이 높은 시장임을 인정하고 이를 감안한 후 두 시장을 비교하면, 코스닥의 효율성은 유가증권시장과 비슷하고, AIM 보다는 훨씬 좋으며 Nasdaq과 거의 비슷 (박종호·남상구·엄경식, 2007)  
✓ (2005년 KRX로 통합 이후 유가증권시장보다 효율성이 다소 약화됨)
    - [예] ② 시장거시구조 측면에서 분석한 결과, 코스닥 우량기업(심지어는 대표기업)이 코스피로 상장을 이전해봐야 ‘시장차원에서’ 제공받는 서비스의 개선효과는 없음 (박종호·빈기범·엄경식, 2012; Park, Binh, and Eom, 2014)
  
- “중견기업 시장으로 변모”가 지닌 이중적 의미
  - **진입 측면에서의 부정적 비판의 증거**일 수 있지만, **코스닥이 그동안 잘 해왔다는 반증**일 수도 있음
  - “혁신형/신생/중소/tech 기업을 중심으로 혁신을 선도하고 혁신형 성장산업을 지원 육성하는 역할을 수행하면서, 동시에 기술력을 지닌 이들 기업군이 한국경제의 중견기업으로 성장할 수 있는 동력을 제공하는 시장”, 이것이 **코스닥이 시장거시구조상 부여받은 위상**임

## 마. AIM, TSX-V, 코스닥? vs. AIM, TSX-V, 코넥스? vs. Nasdaq Private Market, SecondMarket, 코넥스?

- 코스닥과 코넥스 관련 정책적 이슈를 다루는 거의 대부분의 연구보고서는 코스닥과 코넥스의 위상에 대해 혼란을 가중하는 비교를 하고 있음 (엄경식·정순섭·강형철, 2013)
- 위상 측면에서 코스닥과 비견되는 주요 시장도 AIM, TSX-V이며, 코넥스와 비견되는 주요 시장도 AIM, TSX-V임
  - 과연 어느 것이 맞는가?
  - 이 틀이 명확하지 않고는 “코스닥이 이래야 한다”, “코넥스가 이래야 한다”라고 말하기 곤란하지 않을까?
- 코넥스의 위상은 Nasdaq Private Market 또는 SecondMarket에 비견하는 것이 맞지 않을까?
  - 즉, “2차 자금조달이 필요한 (초)·중기 성장단계(업력 3~10년) (혁신형/신생/중소/tech) 기업의 ‘자금조달시장’” (금융위원회, 2012)
    - Junior Market(하위 신시장, 하위 성장형시장)으로 “코스닥과는 차별화된 형태와 제도를 도입”

## 바. 아시아 시장 간 경쟁? KRX 교차거래가 성공하기 힘든 현실적 이유는?

### □ “Shanghai-Hong Kong Stock Connect, 후강통 (2014.11)” vs. 여타 아시아 시장의 연계?

- “Exchanges in Asia Seek to Counter China Stock Tie-Up: Japan, Singapore, Taiwan explore connections following the Hong Kong-Shanghai link” (WSJ, 2015. 3)
- 최근 아시아 지역에서 발생한 경쟁환경 변화 사건은 다음과 같음 (김준석, 2015)
  - SGX + ASX 합병 시도 (실패, 2011)
  - ASEAN Trading Link (2012)
    - ✓ Singapore + Malaysia + Thailand + (Ho Chi Minh + Hanoi + Indonesia + Philippines)
  - HKEx + LME 인수 (2013)
  - TSE + OSE 합병으로 JPX 출범 (2013)
  - SSE + HKEx Stock Connect (2014). <Shenzhen으로 확대 예정>
  - SGX + JPX Collocation Service (2015). <2016년 SGX와 TOPIX 관련 파생상품(cross-border) 개발>
  - TWSE + JPX ETF Cross Trading (in progress). <SGX와도 연계 논의 중>
  - (DB, Eurex Exchange Asia/Eurex Clearing Asia; ICE Futures Singapore/ICE Clearing Futures)

### □ KRX만 논의인 현실적 이유? (엄경식.정순섭, 2006)

- KRX + SGX 교차거래 시도 (성사 안됨, 2006)
- KRX + JPX 교차거래 논의 (성사 안됨, 2011~2012)
- 여러 가지 이유가 있겠지만, 가장 중요한 이유는 KRX의 형식적 소유주인 증권회사의 이해와 KRX의 이해가 상충되기 때문임. (IPO를 통한 실질적 형태의 주식회사 필요)

## 사. 코스닥의 불충분한 대응 노력

- 코스닥의 성과(질적 수준, 국내외 위상 및 평가 비교 등)를 “엄정한 분석 또는 적어도 가급적 엄밀한 분석을 하려는 노력을 통해” 파악한 후, 이를 근거로 코스닥에 대한 부정적 인식을 바로잡는 데 있어 충분한 노력을 기울이지 않았음 (엄경식·강형철, 2013)
  - 한번 형성된 평판에 대한 사회적 인식을 바로 잡는 것은 쉬운 일이 아님
  - 그동안 코스닥에 대한 평가는 거의 대부분 엄밀하고 객관적인 분석을 통해서가 아니라 (연구 자체가 활발하지도 않았음), 언론이 제공하는 1차 정보를 통해 판단할 수밖에 없었음
    - 시장에 대한 평가는 상당 수준의 통계적 분석을 요구함.  
이에 비해 언론은 그 속성상 짧은 시간의 정보 또는 다소 추상적인 분석에 의존할 수밖에 없음
    - 이 부분은 정책담당자의 도움 없이 코스닥 스스로 해나갈 수 있는 영역임

## 아. 기타

- 코스닥이 그동안 성공적으로 수행해온 역할에 대해 정책담당자 및 시장개설자의 확신 필요 (엄경식·강형철, 2013)
  - 코스닥이 상장 대상으로 삼는 목표기업의 특성과 범위를 시장거시구조 관점에서 항상 모니터링하면서 심사숙고하여, 코스닥의 정체성을 동태적으로 유지해나아가야 함
- 상장기업 및 투자자 스스로도 신뢰회복을 위해 더욱 더 노력 필요
  - 벤처캐피탈이 ‘다각적인 방법으로’ 투자자금을 회수하도록 정책을 지속적으로 펴나가야지, 현재의 상황에서 IPO 방법이 그나마 기대할 수 있다하여 주식 발행시장에만 책임을 물을 수 있는지?