



National Assembly Research Service



코넥스시장의 현황 및 개선방향



국회입법조사처
NATIONAL ASSEMBLY RESEARCH SERVICE

코넥스시장의 현황 및 개선방향

김정주(금융외환팀 임법조사관)

2013. 12. 30.



국회입법조사처
NATIONAL ASSEMBLY RESEARCH SERVICE

요 약

지난 7월 1일에 중소기업 전용 주식거래시장인 코넥스시장이 개장되었다. 코넥스시장은 일정 요건을 갖춘 비상장기업이 자본시장을 통해 자금을 조달할 수 있도록 한국거래소가 기존 유가증권시장과 코스닥시장에 이어 새로이 설치한 시장이다.

최근 우리 경제의 저성장에 대한 우려가 높아지고 있는 가운데 신성장동력을 창업·중소기업에서 찾고자 하는 정부의 노력이 활발해지고 있다. 그러나 국내 중소기업들은 사업에 필요한 자금을 주로 은행대출에 의존하고 있어 기술개발과 적용에 소요되는 기간 동안 충분한 양의 자금을 조달받지 못하는 구조적인 문제점을 안고 있다.

국내에 중소기업을 대상으로 한 기존 시장이 없는 것은 아니다. 2001년부터 운영되고 있는 코스닥시장과 2005년에 개설된 프리보드시장 모두 창업·벤처기업의 원활한 자금조달 지원이라는 설립 목적을 가지고 개설되었다. 그러나 현재 코스닥시장은 창업 초기단계를 벗어난 중견기업 중심의 시장으로 재편되었고, 프리보드시장은 부실기업 시장이라는 이미지가 굳어지면서 코스닥 상장 전단계의 시장으로서 제 기능을 수행하지 못하고 있다.

코넥스시장은 과거 두 시장의 운영과정에서 경험한 시행착오와 해외 신시장의 성공요인을 비교적 충실히 감안하여 설계됨으로써 기존 두 시장의 문제점을 보완할 것으로 기대되었다. 하지만 개장 후 거래가 예상보다 활발하지 않아 프리보드시장의 전철을 밟는 것이 아니냐는 우려가 적지 않다.

그러나 이러한 우려에도 불구하고 지금 단계에서 이루어져야 할 작업은 단기적으로 거래량을 늘리는 것이 아니라, 우량기업들이 상장을 통해 자금조달에 성공하고, 더 나아가 코스닥시장으로 이전상장 할 수 있도록 하는 코넥스시장의 프로세스에 미비한 점이 없는지를 면밀히 살펴보는 것이다. 시장이

충분히 준비되지 않은 상황에서 제대로 검증되지 않은 기업이 시장에 진입하고, 투자자들의 신중하지 못한 투자행태가 이와 결합됨으로써 시장실패가 발생했던 과거 코스닥시장과 프리보드시장의 경험을 상기할 필요가 있다.

이 보고서는 이러한 관점에서 코넥스시장을 둘러싼 여러 이슈를 중심으로 동 시장의 중장기적 발전에 도움이 될 수 있는 개선방향들을 다음과 같이 제시해보고자 하였다.

첫째, 현재 중대형 증권사 중심으로 운영되고 있는 지정자문인 제도와 관련해 중소·벤처기업 발굴에 전문적인 경험을 가진 벤처캐피탈 회사의 역할을 허용하고, 소형 증권사들의 참여를 확대할 필요가 있다.

둘째, 시장 내 유동성 부족 현상을 완화하기 위해 상장 기업수 확대와 더불어 코넥스 상장종목을 투자대상으로 편입한 공모펀드, 금전신탁상품 등 새로운 상품을 출시·운영할 필요가 있다. 아울러 개인예탁금 기준 완화와 관련해서는 신중을 기하되, 투자자 보호 측면에서 보완장치의 마련 정도에 따라 동 기준을 탄력적으로 적용하는 것이 필요하다.

셋째, 역할중복에 대한 우려가 제기되고 있는 프리보드시장에 대해서는 코넥스시장과는 차별화된 기능을 수행할 수 있도록 새로운 역할을 찾아주려는 노력이 요구된다.

넷째, 지정자문인의 상장 적격성 심사기능, 기업 감독기능과 관련해 「코넥스시장 상장규정」 등의 불명확한 부분을 정리해 나갈 필요가 있다.

마지막으로 중소기업의 자발적인 상장유인을 제고하기 위해 상장기업들이 가진 기술이나 노하우에 대해 확실한 보호장치가 마련될 필요가 있다.

차 례

□ 요약

I. 서 론 / 1

II. 코넥스시장의 도입 배경 / 4

- 1. 국내 중소기업이 지닌 경제적 중요성 4
- 2. 국내 중소기업 자금조달구조의 특징과 문제점 7
- 3. 기존 시장의 제한적 역할 11
 - 가. 코스닥시장 11
 - 나. 프리보드시장 14

III. 코넥스시장의 개설 과정, 주요 내용 및 경과 / 16

- 1. 코넥스시장의 개설 과정 16
- 2. 코넥스시장의 주요 내용 18
 - 가. 중소기업 전용 주식시장 18
 - 나. 코스닥시장 상장 전단계의 주식시장 18
 - 다. 상장 및 상장유지 부담을 크게 낮춘 주식시장 18
 - 라. 전문투자자 중심의 시장 19
 - 마. 지정자문인 제도 운영 20
 - 바. 단일가 경쟁매매 방식에 의한 주식거래 21
- 3. 개장 후 최근까지의 경과 22

IV. 해외 주요국가의 중소기업 전용 주식시장 운영사례 / 27

- 1. 영국 28
- 2. 싱가포르 33

3. 캐나다	35
4. 미국	37
5. 일본	40
6. 시사점	41

V. 코넥스시장의 주요 쟁점과 개선방향 / 43

1. 현 지정자문인 제도의 운영 방식	43
가. 쟁점	43
나. 개선방향	46
2. 시장 내 유동성 부족 현상 및 개인투자의 확대 문제	49
가. 쟁점	49
나. 개선방향	50
3. 기존 프리보드시장과의 관계	52
가. 쟁점	52
나. 개선방향	54
4. 상장심사 관련 지정자문인과 한국거래소 사이의 역할 배분	56
가. 쟁점	56
나. 개선방향	61
5. 중소기업의 자발적 상장 유인	62
가. 쟁점	62
나. 개선방향	63

VI. 결론 / 66

☐ 참고문헌

표 차례

[표 1] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 업체수 변화추이	5
[표 2] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 종사자수 변화추이	5
[표 3] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 생산액 및 부가가치 변화추이	5
[표 4] 주요국의 중소기업 자금조달 비중	11
[표 5] 금융위원회가 발표한 「신설방안」의 주요 내용	16
[표 6] 코스닥시장과 코넥스시장의 상장 및 폐지요건 비교	19
[표 7] 상장주선인과 지정자문인의 역할 비교	21
[표 8] 코넥스시장 상장기업수 및 거래형성 현황	22
[표 9] 코넥스시장 시가총액 및 거래량 현황	22
[표 10] 코넥스시장 내 투자자 유형별 매매 현황(2013.7.1.~2013.11.29)	23
[표 11] 「보완대책」의 주요 내용	25
[표 12] 「자본시장법」 제386조(시장의 개설·운영)	26
[표 13] Nomad가 되기 위한 기본 요건	30
[표 14] 「코넥스시장 상장규정」 및 동 규정 시행세칙 상 지정자문인의 요건	45
[표 15] 코넥스시장과 프리보드시장의 주요 특징 비교	55
[표 16] 「코넥스시장 상장규정」 제8조(지정자문인의 의무)	58
[표 17] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 제9조(지정자문인 의무이행의 점검)	58
[표 18] 「코넥스시장 상장규정」 제6조(지정자문인의 자격)	59
[표 19] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 제7조(지정자문인 자격요건)	59
[표 20] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 [별표 1](지정자문인의 실적 심사기준)	60

그림 차례

[그림 1] 국내 경제성장률 변동 추이	6
[그림 2] 국내 중소기업 자금조달 구성 변화 추이	8
[그림 3] 국내은행 기업대출 변화 추이	9
[그림 4] 프리보드시장 거래 동향	15
[그림 5] 영국 AIM 시장 동향	28
[그림 6] 유가증권·코스닥시장과 코넥스시장의 상장절차 비교	57

I. 서론

- 지난 7월 1일에 중소기업 전용 주식거래시장인 코넥스(KONEX)시장이 개장되었음
 - 코넥스시장은 일정 요건을 갖춘 비상장기업이 자본시장을 통해 자금을 조달할 수 있는 문호를 개방하기 위해 기존의 유가증권시장, 코스닥시장에 이어 중소·벤처기업 주식만의 거래를 위해 새로이 설치된 시장임
 - 참고로 KONEX는 KOREA New EXchange의 약자로서, ‘신생기업의 성장과 발전을 지원하기 위한 신시장’이라는 의미와 함께, ‘코스닥시장과 긴밀하게 연계된 시장’이라는 의미를 함께 가지고 있음¹⁾
- 최근 우리 경제의 장기 침체가 지속되면서, 우리 경제의 새로운 성장동력을 창업·중소기업 활성화에서 찾고자 하는 움직임이 활발해지고 있음
 - 박근혜 정부의 창조경제론²⁾과 그에 기반한 금융지원정책의 상당부분이 창업·중소기업에 대한 지원을 주된 내용으로 하고 있음
- 이와 관련해 그간 정부는 코넥스시장의 도입을 창조경제 달성을 위한 핵심과제 중 하나로 제시해 왔음

-
- 1) 금융위원회, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 「중소기업 전용 주식시장」 신설방안」, 2012.4., p.5.
 - 2) 창조경제(creative economy)란 영국의 경영전략가인 존 호킨스(John Howkins)가 자신의 책 『The Creative Economy』에서 처음 사용한 용어로, 개인의 창의력이 경제성장을 견인하는 새로운 경제패러다임을 일컬음. 2013년 2월에 새로이 출범한 박근혜정부가 국정운영전략으로 창조경제를 강조하면서 최근 이 용어가 크게 주목을 받고 있음

- 은행대출 중심의 현 중소기업 자금조달 체계가 가진 문제점을 극복하고, 중소기업의 성장사이클에 따른 차별화된 자금수요가 자본시장을 통해 적절히 충족될 수 있는 금융환경을 조성하기 위한 핵심 과제의 하나로 코넥스시장 도입이 추진되어 음³⁾
- 그러나 개장 이후 약 100여일이 경과하였음에도 불구하고, 거래규모 등의 측면에서 가시적인 성과가 미흡해, 동 시장의 실효성에 대한 의문이 지속적으로 제기되고 있는 상황임⁴⁾
- 초기 예상과는 달리 거래부진이 지속되자, 지난 2005년에 개설되었으나 기능을 제대로 수행하지 못하고 있는 프리보드(Free Board)시장의 전철을 코넥스시장이 밟는 것이 아닌가 하는 우려가 제기되고 있음
- 이에 금융위원회와 한국거래소는 개장 직후 코넥스시장이 지닌 특수성 등을 강조하면서, 실패한 시장으로 단정짓는 것은 곤란하다는 해명을 내놓은 등 적극적인 움직임을 보였음⁵⁾
- 코넥스시장이 개장한지 얼마 되지 않아 상장기업 수가 적고, 투자 위험성이 큰 만큼 기업의 성장성에 대한 전망에 기초해 장기투자를 위주로 하는 기관투자자 중심으로 운영될 수밖에 없기 때문에 거래량 등으로 시장의 성패를 조기에 판단하기는 곤란하다는 것이 금융위원회 등의 입장임
- 아울러 8월부터는 국무총리실을 중심으로 관계부처 TF 구성을 통해 시장 활성화 방안을 모색해 왔으며, 이에 기초해 지난 10월 10일에는 코넥스시장의 조기안착을 위한 보완대책을 발표하였음⁶⁾

3) 관계부처 합동, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 정책금융 지원의 다양화 방안」, 2012.4., p.17.

4) 권상희, 「출범 100일 코넥스...부진의 늪」, 『전자신문』, 2013년 10월 8일자

5) 금융위원회·한국거래소, 「코넥스시장에 대한 10가지 오해와 진실」, 2013.7.

- 정부가 발표한 보완대책은 코넥스시장 상장주식에 대한 투자기반 강화, 코넥스 상장기업 수의 확대, 지정자문인의 역할 강화, 코스닥 이전상장 촉진 등의 내용으로 구성되어 있음
- 그러나 이러한 정부의 대책에도 불구하고 코넥스시장의 성공 가능성에 대한 회의적인 시각과 함께, 정부가 발표한 대책에 대해서도 기대에 미치지 못한다는 의견이 제시되고 있음⁶⁾
- 본 보고서에서는 이처럼 최근 중요한 화두로 부각되고 있는 코넥스시장의 문제점에 대한 분석과 함께, 향후 시장 활성화를 위해 필요한 정책적 방안에 대해 모색해보고자 함
- 이를 위해 우선 코넥스시장의 도입배경, 최근까지의 현황, 정부가 시장활성화를 위해 취한 조치들의 내용과 함께, 해외 사례 등을 살펴보기로 함
- 아울러 향후 코넥스시장을 둘러싼 여러 가지 이슈를 살펴보는 한편, 동 시장이 창업 초기 중소기업들의 자금조달창구로서 제대로 된 기능을 수행할 수 있도록 하기 위해 필요한 것으로 판단되는 다각적인 정책적 방향들을 제시할 것임
- 이를 통해 본 보고서가 코넥스시장의 초기 안착과 함께, 궁극적으로 향후 동 시장이 자금조달에 어려움을 겪고 있는 중소기업들의 원활한 자금조달 창구로 제 역할을 충실히 수행하는데 도움이 되기를 기대함

6) 관계기관 합동, 「중소기업 자금조달의 장으로 조기안착을 위한 코넥스시장 보완 대책」, 2010.10.10.
 7) 황국상, 「잇따른 코넥스 활성화 대책, 여전히 배고픈 상장사들」, 『머니투데이』, 2013년 10월 27일자

II. 코넥스시장의 도입 배경

1. 국내 중소기업이 지닌 경제적 중요성

- 중소기업이란 자본금, 종업원 수, 총자산, 매출액 등의 측면에서 상대적으로 규모가 작은 기업을 말하며, 대기업에 대비되는 개념임
 - 참고로 「중소기업기본법」에서는 ‘기업규모’와 ‘소유 및 경영의 독립성’이라는 두 가지 기준에 의거해 업종별로 중소기업의 범위를 달리 정하고 있음⁸⁾
- 2011년도 기준 국내 기업 중 「중소기업기본법」 상 중소기업에 속하는 업체 수는 323만개로, 전체 업체수의 99.9%에 달하며, 종사자 수는 1,453만명으로 전체 종사자의 86.9%를 차지하는 등 국민경제적으로 중소기업이 차지하는 비중이 막대함
 - 특히 과거 5년간 대기업은 35만명의 신규고용을 창출한 반면, 중소기업은 195만명의 신규고용을 창출함으로써 ‘고용 없는 성장시대’에 일자리 창출의 핵심 역할을 담당하고 있음
- 또한 최근 그 비중이 다소 감소하고 있으나, 국내 생산 및 부가가치 창출에서 중소기업이 차지하는 비중이 거의 50%에 육박하는 등 국내 경제성장에 있어 중소기업이 차지하는 중요성은 매우 큼

8) 「중소기업기본법」에서는 중소기업이 되기 위한 기준으로서 상시근로자수, 자본금, 매출액, 자산총액 등에 관해 일정한 요건(기업규모 기준)을 두고 있으며, 동시에 기업의 지분출자구조에 대해서도 일정한 요건(소유 및 경영의 독립성 기준)을 두고 있음. 다만 업종에 관계없이 ① 상시 근로자 수가 1천명 이상인 기업, ② 자산총액이 5천억원 이상인 기업, ③ 자기자본이 1천억원 이상인 기업, ④ 직전 3개 사업연도의 평균 매출액이 1천5백억원 이상인 기업은 중소기업에서 제외됨(좀 더 자세한 내용은 「중소기업기본법」 제2조 및 동법 시행령 제3조 등을 참조)

[표 1] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 업체수 변화추이

(단위: 천개, %)

구분	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년	'11년	증감 ('06-'11)
전산업	2,940	2,977	3,047	3,069	3,125	3,235	(+)295
중소기업	2,936	2,974	3,044	3,066	3,122	3,232	(+)296
(비중)	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9	
대기업	4	2	3	3	3	3	(-) 1
(비중)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	

주: 종사자 1인 이상 사업체 기준

자료: 중소기업중앙회, 『2013 중소기업 위상지표』, 2013.5., p.6.

[표 2] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 종사자수 변화추이

(단위: 만명, %)

구분	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년	'11년	증감 ('06-'11)
전산업	1,223	1,261	1,307	1,340	1,414	1,453	(+)230
중소기업	1,068	1,115	1,147	1,175	1,226	1,263	(+)195
(비중)	87.3	88.4	87.7	87.7	86.8	86.9	
대기업	156	146	160	165	187	191	(+) 35
(비중)	12.7	11.6	12.3	12.3	13.2	13.1	

주: 종사자 1인 이상 사업체 기준

자료: 중소기업중앙회, 『2013 중소기업 위상지표』, 2013.5., p.7.

[표 3] 최근 5년간 국내 대기업-중소기업 생산액 및 부가가치 변화추이

(단위: 조원, %)

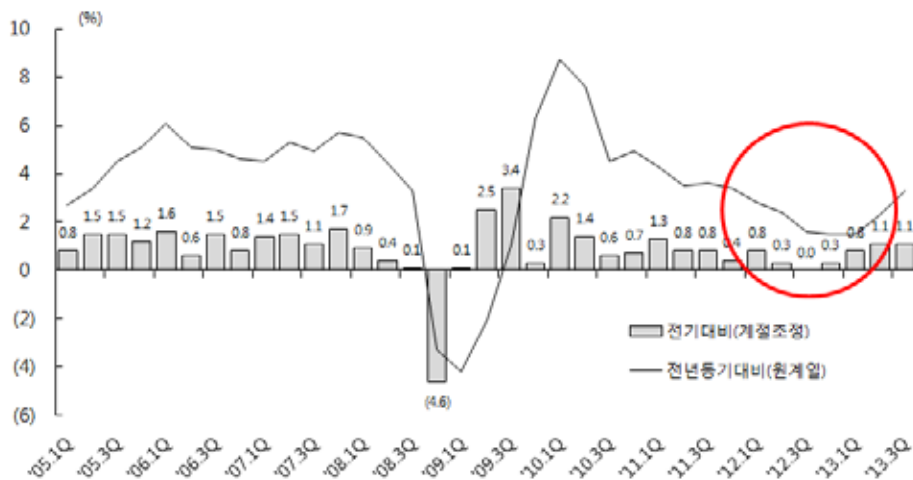
구분	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년	'11년	증감 ('06-'11)
생 산 액	제조업	906	989	1,168	1,168	1,387	(+)654
	중소기업	448	482	542	556	726	(+)279
	(비중)	49.4	48.7	46.4	47.6	47.0	46.6
	대기업	459	507	626	612	735	(+)375
	(비중)	50.6	51.3	53.6	52.4	53.0	53.4
부 가 가 치	제조업	325	345	385	393	455	(+)177
	중소기업	166	175	190	198	216	(+) 71
	(비중)	51.1	50.6	49.2	50.5	47.4	47.3
	대기업	159	170	195	195	239	(+)105
	(비중)	48.9	49.4	50.8	49.5	52.6	52.7

주: 종사자 5인 이상 제조업에 속한 사업체 기준

자료: 중소기업중앙회, 『2013 중소기업 위상지표』, 2013.5., p.10~11.

- 중소기업은 상대적으로 서민계층에 속하는 비숙련·저임금 노동자를 많이 고용하므로, 중소기업 활성화는 경제 전반의 소득분배 불균형 완화와 중산서민층의 생활안정 측면에서도 중요함
- 현재 국내경제는 저출산·고령화, 과도한 가계부채, 외부 경제위기 극복과정에서의 정부 재정여력 소진, 내수부진과 수출둔화에 따른 경기침체 등으로 장기 저성장 기조의 고착화에 대한 우려가 높아지고 있음
- 국내경제는 1980년대부터 2010년대 초반까지 세계경제와 OECD 국가들의 평균 경제성장률을 상회하는 성장세를 시현하였음
- 그러나 잇따른 금융위기를 겪으면서 수출 중심의 경제구조, 과도한 가계부채, 부동산 시장 침체, 소득양극화, 고정투자 부진 등 구조적 취약성이 부각되고 있음

[그림 1] 국내 경제성장률 변동 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템

- 실제로 국내외 연구기관들에서 국내경제가 성장 동력을 상실하고 있어 저성장이 우려된다는 주장이 제기된 바 있음

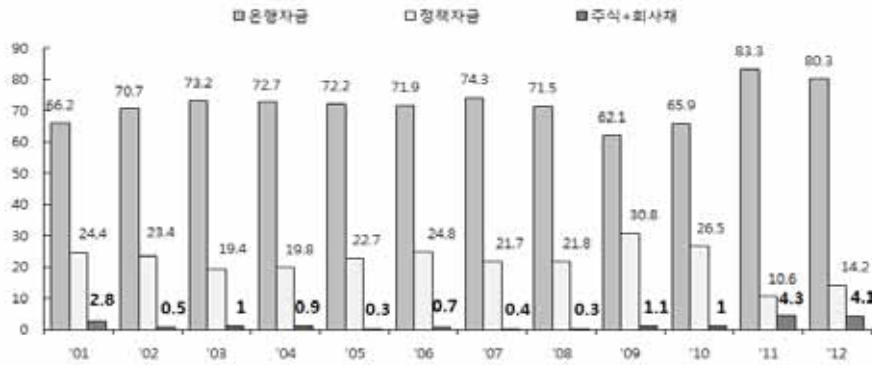
- OECD의 장기 경제전망⁹⁾에 따르면 한국의 잠재성장률은 2011~2030년에는 연평균 2.7%, 2030~2060년에는 연평균 1%에 그칠 것으로 예상됨
- 반면 그간 경제성장을 견인해 온 주요 제조업종의 세계시장 점유율이 한계점에 도달하는 등 기존 대기업과 수출 중심의 성장전략이 유효하지 않은 상황에 직면하고 있음
- 이에 고용과 경기를 지탱하고, 신기술 창출을 통해 경제성장을 견인할 신성장동력원으로서 창업·중소기업의 역할이 어느 때보다도 중요시되고 있음
- 박근혜 정부 역시 이러한 인식에 기초해, 창업·중소기업이 중심이 되는 ‘창조경제’를 현재 우리 경제가 직면하고 있는 위기를 극복하기 위한 새로운 경제 패러다임으로 제시하고 있는 것으로 볼 수 있음

2. 국내 중소기업 자금조달구조의 특징과 문제점

- 국내 중소기업들은 대부분의 자금조달을 은행대출과 정책자금에 의존하고 있음
- 정책자금 역시 대부분이 은행 여신의 형태로 지원됨으로써 실질적으로 은행대출과 큰 차이를 보이지 않음
- 그런데 과거 추이를 살펴보면 은행대출과 정책자금을 합한 비중이 90%를 초과하고 있음
- 참고로 경제상황 악화 등으로 은행대출이 감소하는 경우, 이를 상쇄하기 위해 정책자금이 확대되는 경향을 보임

9) OECD, *Looking to 2060: A Global Vision of Long-Term Growth*, 2012.11., p.11.

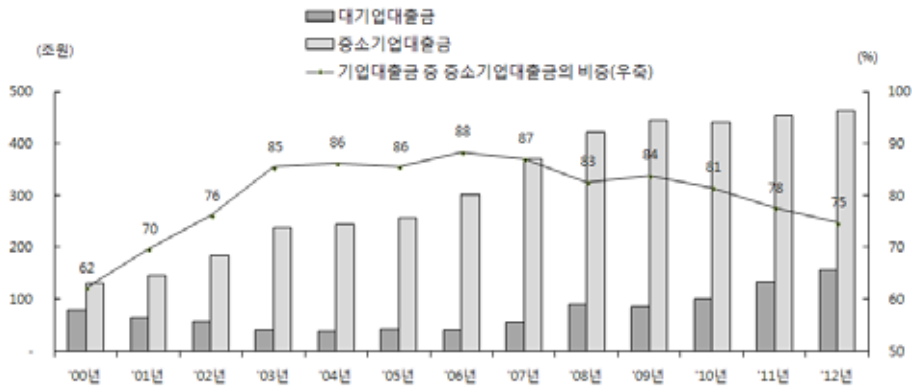
[그림 2] 국내 중소기업 자금조달 구성 변화 추이



자료: 중소기업 조사통계시스템(www.stat2.smba.go.kr) 통계자료

- 반면 주식과 회사채 등 자본시장을 통한 자금조달의 비중은 1~4% 정도에 불과함
- 이는 1997년 외환위기 이후 대기업의 은행이탈이 가속화됨으로써 은행들이 중소기업을 대상으로 한 대출을 확대한 것이 주요한 요인임
- 외환위기 이후 대기업은 자금조달패턴을 회사채와 주식 발행 등 직접금융 위주로 전환하였으며, 이에 은행들은 가계대출과 중소기업대출을 경쟁적으로 확대하였음
- 전 세계적인 유동성 확대로 인한 금리의 하향 안정화 추세 속에서 중소기업들의 은행대출에 대한 접근성이 높아진 것도 중소기업 대출이 급속히 증가한 하나의 요인임
- 다만 2008년 글로벌 경제위기 이후 은행권에 대한 건전성 규제가 강화되면서 상대적으로 리스크가 큰 중소기업에 대한 대출 비중이 줄어들고 있는 추세임

[그림 3] 국내은행 기업대출 변화 추이



주: 일반은행과 특수은행 전체, 말잔 기준

자료: 금융감독원, 은행경영통계 각 년도 자료 재구성

- 아울러 중소기업에 대한 회계 및 신용정보 인프라가 충분히 마련되지 않은 상황에서 자본시장을 통한 자금조달이 원천적으로 곤란하다는 구조적 문제 역시 국내 중소기업들이 은행대출에 의존하게 되는 요인으로 작용하고 있음
- 그런데 이러한 간접금융 중심의 자금조달 구조는 중소기업 활성화 측면에서 분명한 한계점을 가지고 있음
 - 은행은 전통적으로 ‘안정성’을 기본 운영원리로 하기 때문에, 혁신적이고 모험적인 사업에 대해 안정적으로 자금을 제공하는 데에는 근본적으로 한계가 있음
 - 때문에 위험성이 큰 중소기업대출에 있어 은행들이 보이는 높은 대출금리 적용, 부동산 담보 및 신용보증서 요구, 까다로운 대출심사 등 부정적 행태는 은행의 운영원리에 비추어 일정부분 불가피한 측면이 있음
- 또한 은행대출은 기업의 라이프 사이클에 따른 다양한 형태의 자금수요를 충족시키기 곤란하다는 문제점이 있음

- 중소기업은 “창업→성장→성숙→안정”이라는 일련의 발전단계에서 차별화된 형태의 자금을 필요로 함
 - 창업단계에서는 창업자 본인의 자기자본, 친척이나 지인 등으로부터의 차입, 엔젤 투자 등을 통한 자금조달이 이루어짐
 - 성장단계에서는 초기 투자자들의 투자금을 회사수익금 등으로 상환하는 한편, 신규 투자자금을 사모펀드, 벤처캐피탈, 은행 대출 등으로 대체 조달할 필요성이 높아짐
 - 성숙단계에서는 기업공개 등을 통해 벤처캐피탈 투자금을 상환하고, 보다 중장기적인 대규모 자본을 조달하여야 할 필요성이 커짐
 - 안정단계에서는 인수·합병 등과 관련한 자금조달의 필요성이 발생함
- 반면 은행들은 위험회피도가 높아 설비자금 등과 관련된 장기대출을 꺼리는 경향이 크고, 중소기업의 발전단계별로 적합한 금융상품을 개발하여 제공하기 곤란한 측면이 있음
- 현재와 같은 은행 중심의 자금조달구조가 지속될 경우 경제상황 변화에 따라 중소기업의 자금 접근성이 크게 달라질 위험성도 존재함
- 중소기업의 재무상황은 대기업에 비해 경기변동에 대한 민감도가 큼
- 반면 은행들은 경기순응적인 자금공급 행태를 보이는 바, 중소기업이 은행대출에 크게 의존할 경우, 호경기에는 자금 접근성이 높아지나, 불경기에는 은행들의 대출회수 또는 만기연장 거부 등으로 신용경색에 직면할 가능성이 커짐
- 뿐만 아니라 은행대출을 통한 자금조달은 높은 부채비율 및 신용도 저하와 원리금 상환 등 중소기업에 추가적인 재무 부담을 초래함

- 따라서 현재와 같은 은행대출 중심의 자금조달 구조가 지속될 경우 중소기업 자금조달의 곤란성을 완화하기 위한 정부 정책자금의 규모와 역할 비중이 축소되기 어려움
- 참고로 국내 중소기업의 자금조달에 있어 정책금융이 차지하는 비중은 주요 선진국들에 비해 높은 편이며, 이는 국내 중소기업 금융시장의 자율적 기능이 취약하다는 것을 간접적으로 시사하는 것으로 볼 수 있음

[표 4] 주요국의 중소기업 자금조달 비중

(단위: %)

구분	캐나다	덴마크	핀란드	프랑스	이태리	스웨덴	영국	미국	한국	칠레	헝가리
상대출	91.9	99.3	89.4	93.1	97.2	99.2	95.0	88.6	87.8	80.4	85.6
정책금융	7.1	0.4	9.6	6.0	2.6	0.4	2.4	9.1	12.1	19.4	14.4
벤처금융	1.0	0.3	1.0	0.8	0.2	0.4	2.6	2.3	0.1	0.3	0.0

자료: 손상호·김동환, 「중소기업금융의 발전과제」, 『KIF 금융리포트』 2013.6., p.22.에서 재인용

3. 기존 시장의 제한적 역할

가. 코스닥시장

- 국내에는 이미 중소기업의 자금조달 채널로서 한국거래소가 운영하고 있는 코스닥(KOSDAQ, Korea Securities Dealers Automated Quotation)시장과 한국금융투자협회가 운영하고 있는 프리보드(Free Board)시장이 존재함
- 코스닥시장은 미국의 나스닥(NASDAQ, National Association of Securities Dealers Automated Quotation)시장과 유사한 기능을 하는 중소·벤처기업을 위한 국내 증권시장임
- 1996년 7월에 증권업협회가 중소·벤처기업의 직접금융 기회 확대를 위해 장외시장을 개설한 것이 코스닥시장의 시초가 되었음

- 2001년에 시장운영에 대한 의사결정기구인 코스닥위원회의 설치 및 업무가 「(구)증권거래법」 상에 규정됨으로써 코스닥시장의 설치 및 운영에 관한 법적 근거가 마련되었음
- 이후 분할 운영되고 있던 여러 증권·선물시장들을 정부 주도로 통합 운영하는 방안이 추진되어¹⁰⁾, 2005년 1월에 ‘한국증권선물거래소’(현 ‘한국거래소’)가 설립되었으며¹¹⁾, 이후 코스닥시장은 현재 한국거래소 내 하위 시장으로 운영되고 있음
- 개설 이후 코스닥시장은 일련의 부침을 겪으면서도 중소·벤처기업의 직접금융조달 채널로서 중요한 기능을 수행해 왔으며, 지금은 세계 주요 신시장 중 가장 성공한 시장의 하나로 평가받고 있음
- 2010년도 말 기준, 전세계 신시장 중 거래대금으로는 2위, 상장기업수로 4위, 시가총액으로는 5위에 자리하고 있음¹²⁾

10) 이러한 방안이 추진된 배경에는 당시 세계증권시장의 구조적 환경변화가 놓여 있음. 당시 세계 주요 증권거래소들은 정부규제완화, 자본거래의 국제화, 정보통신기술의 급속한 발전과 같은 환경변화 속에서 경쟁우위를 확보하기 위해 현선물시장간 통합 등의 방식으로 효율성을 제고하려는 노력을 치열하게 전개하였음. 이에 국내에서도 기존의 증권거래시장·선물거래소시장·증권업협회 중개시장·코스닥시장을 하나로 통합함으로써 그간 문제로 지적되어 온 높은 거래비용, 대규모 자금조달의 곤란성 등의 불편을 해소하여야 한다는 논의가 2000년대 초반부터 제기되어 왔음

11) 2003년 3월에 금융발전심의회 증권분과위원회가 「증권·선물시장 운영체제 개편방향」을 발표하였으며, 이후 재정경제부가 2003년 5월과 8월에 각각 「증권·선물시장 개편기본방안」과 「증권·선물시장의 선진화추진계획」을 발표함으로써 시장통합논의가 구체화되었음. 그리고 2004년 1월에 「한국증권선물거래소법」이 국회 본회의를 통과함으로써 비로소 통합거래소가 출범하게 되었음

12) 남유선, 「중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX」, 한국증권법학회 발표 논문, 2013.10., p.6.

- 그러나 현재 코스닥시장은 지난 17년간의 발전과정에서 창업 초기 단계가 아닌, 성장·성숙단계의 중견기업 중심의 시장으로 변모하였음
- 개설 초기에 정부의 IT 벤처 육성정책과 등록요건 완화 등을 골자로 한 코스닥시장 활성화 조치가 맞물리면서 코스닥시장은 급속한 성장세를 보였음
 - 1998년 말 지수는 751.8p, 시가총액은 7.9조원에 불과했으나, 1999년 말에는 지수가 2,561.4p, 시가총액은 98.7조원으로 급증하였음
- 그러나 당시 시중의 풍부한 유동성이 시장으로 유입되는 과정에서 ‘묻지마 투자’가 유행하면서 코스닥시장은 건전한 벤처자금의 조달원이 아닌 머니 게임의 장으로 변질되었고, 이후 2000년대 말 이후 각종 대내외 악재¹³⁾ 속에서 신뢰성을 크게 상실한 바 있음
 - 전 세계적 IT산업의 침체로 주요 신시장이 위축된 것과 더불어, 국내 벤처기업들의 수익성에 의문이 제기됨으로써 코스닥 지수가 2000년도 말에는 525.8p로서 전년말 대비 79.5% 급락하였고 시가총액 역시 69.7조원이 증발하였음
- 2005년 정부가 다시 벤처기업 활성화 대책을 내놓으면서 코스닥시장이 되살아나는 듯 보였으나, 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 담보할 수 있는 시스템적 보완이 이루어지지 않은 상태에서 횡령, 시세조종, 분식회계 등 부정적 사건들이 발생하여 시장의 이미지가 다시 크게 실추되었음
- 이에 정부는 진입기준 차등화, 거래기업의 공시의무 및 부실기업의 시장퇴출요건 강화, 대주주 및 주간사의 책임 강화 등 시장에 대한 투자자의 신뢰를 제고하기 위한 다각적인 방안을 마련하여 시행하였음¹⁴⁾

13) 나스닥 시장에서 인터넷, 정보통신 관련주를 둘러싼 버블 논란이 확산되고, 2000년도 말에 관련 기업의 실적 악화와 투자등급 하향조정이 이루어짐으로써 나스닥 지수가 급락하였고, 국내 코스닥 증시 역시 급락세를 보였음

14) 금융감독위원회·금융감독원, 「코스닥시장 신뢰회복 방안」, 2002.12. 내용 참조

- 이러한 과정에서 코스닥시장은 자연스럽게 창업초기 기업보다는 중견기업 위주의 시장으로 재편되었음
- 참고로 현재 중소기업이 창업 후 코스닥시장 상장까지 소요되는 시간은 평균 14.3년에 달하는 것으로 알려져 있음¹⁵⁾

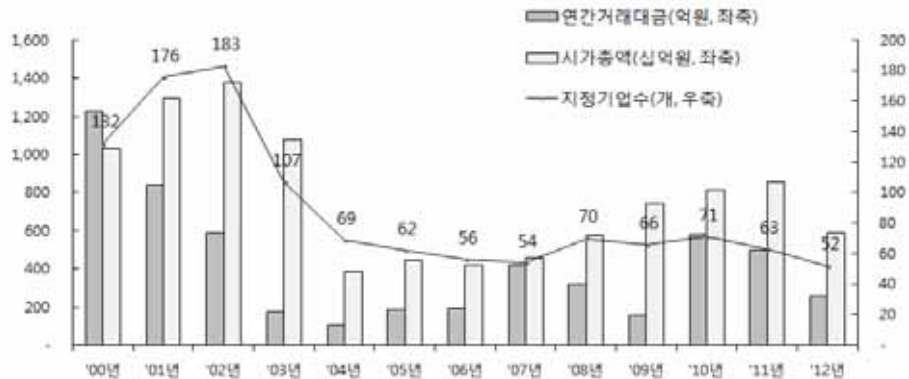
나. 프리보드시장

- 프리보드시장은 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장되지 않은 비상장기업의 주권 매매를 위해 한국금융투자협회가 운영하고 있는 장외시장임
- 1999년 5월에 재정경제부가 「장외주식호가중개시장 개설방안」을 발표함에 따라, 증권업협회가 2000년 3월부터 장외주식호가중개시스템을 개설하여 운영하기 시작한 것이 프리보드시장의 시초임
- 이후 2004년 12월에 정부는 벤처활성화 방안의 일환으로 기존의 호가중개시스템을 벤처기업 중심의 새로운 중개시스템으로 개편하기로 하였으며¹⁶⁾, 그 결과 2005년 7월에 공식적으로 프리보드시장이 출범하였음
- 참고로 프리보드시장은 기존의 유가증권시장이나 코스닥시장에 비해 진입요건과 절차가 간단하고, 공시의무 등 유지요건이 최소화되어, 투자자 개인의 자기책임이 강조되는 시장임
- 프리보드시장은 2000년 3월 27일 개장 당시 일거래대금이 65억원을 상회하며, 예비 코스닥시장(Pre-KOSDAQ)으로 투자자들의 큰 기대를 모았음
- 그러나 2002년 이후 거래규모가 둔화되고, 2003년 이후 프리보드시장에서 코스닥시장으로 이전 상장된 기업이 전무한 등 설립목적을 충실히 수행하지 못하고 있는 상황임

15) 금융위원회·한국거래소, 「코넥스시장 설명 자료」, 2013.6.30., p.1.

16) 재정경제부금융감독위원회, 「벤처 활성화를 위한 금융·세제 지원방안」, 2004.12., p.5.

[그림 4] 프리보드시장 거래 동향



자료: 금융투자협회, 『2013 금융투자 FACT BOOK』, 2013.7.29. 자료 재구성

□ 이처럼 프리보드시장이 제 기능을 수행하지 못하고 있는 이유는 비효율적 매매방식, 높은 거래비용, 장외기업의 프리보드 지정에 따른 혜택의 미흡 등으로 최근 범람하고 있는 사설 호가중개사이트에 비해 경쟁우위를 갖기 어렵다는 점이 지적됨¹⁷⁾

○ ① 매도·매수호가 일치하는 경우에만 매매가 체결되는 상대매매방식이 사용되어 매매체결률이 떨어지고, ② 증권거래세율 역시 매도가액의 0.5%로 코스닥시장의 0.3%에 비해 높은 수준이며, ③ 벤처기업 소액주주에 한해서만 양도소득세가 면제되는 등 세제혜택도 크지 않은 것이 프리보드시장의 구조적인 한계로 지적됨

○ 또한 코스닥시장에서 상장 폐지되었던 중소기업이 프리보드시장의 주요 종목으로 등록되어 시장거래를 주도함으로써 투자자들 사이에 레몬시장¹⁸⁾이라는 이미지가 굳어진 것도 문제점으로 지적되고 있음¹⁹⁾

17) 구정환, 「프리보드 활성화 과제」, 『금융포커스』 제16권 제38호, 2007.9., p.13.

18) 영어에서 레몬(lemon)은 속어로 ‘불쾌한 것’, ‘불량품’이라는 의미가 있음. 경제

Ⅲ. 코넥스시장의 개설 과정, 주요 내용 및 경과

1. 코넥스시장의 개설 과정

- 기존 시장 이외에 새로운 중소기업 전용 주식시장의 개설 논의가 본격화된 것은 작년 4월 5일에 금융위원회가 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 「중소기업 전용 주식시장」 신설방안」 (이하 「신설방안」)을 발표하면서부터임
- 동 「신설방안」에서는 국내 중소기업들의 자금조달방식이 지닌 문제점과 기존 시장의 기능적 한계점에 대한 지적과 함께, 다음과 같은 내용의 중소기업 전용 주식시장 설립방안이 제시되었음

[표 5] 금융위원회가 발표한 「신설방안」의 주요 내용

전문투자자 중심의 시장	■ 「자본시장법」상 전문투자자 중심의 시장으로 운영 - 향후 수요기반 확충을 위해 투자자 범위 확대
최소한의 진입·퇴출 요건	■ 투자자의 신뢰성을 훼손하지 않는 범위에서 최소한의 진입·퇴출 요건 설정
공시의무 완화	■ 「자본시장법」상 적용되는 발행유통 공시에 대한 부담을 경감 - 다만 거래소의 시장감시체계를 통한 불공정거래 방지
지정자문인 제도	■ 증권사를 지정자문인으로 선정 - 상장심사, 상장대상기업에 대한 정보생성기능 수행
다양한 매매방법	■ 경쟁매매방식 활용해 가격발견기능을 제고 - 단일가 경쟁매매방식을 채택하되 향후 연속경쟁매매 등 매매방식을 다양화

자료: 금융위원회, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 「중소기업 전용 주식시장」 신설방안」, 2012.4.5., p.5의 표 재구성

학에서는 중고차의 경우처럼 실제로 구입해 보지 않으면, 진짜 품질을 알 수 없는 재화가 거래되고 있는 시장을 레몬시장이라고 부름(위키백과 참조)

- 19) 송치승, 「프리보드시장의 작동을 위한 여건조성과 시장제도는 무엇인가?」, 『월간 하나금융』, 2012.2., p.4. 참조

- 동 방안에 근거해 금융위원회는 2012년 4월부터 동년 11월까지 한국거래소, 증권업계 전문가 등과 실무 TF를 구성하여 시장 신설방안을 논의하는 한편, 4월 30일에는 자본시장연구원 등과 함께 공청회를 개최하는 등 필요한 절차를 거침²⁰⁾
- 2012년 6월부터는 관련 법령의 검토 및 개정 작업에 본격적으로 착수하였음
 - 상장 기업에 대해 적용되는 공시·회계·지배구조 관련 부담을 완화해 주기 위해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 「자본시장법」) 시행령과 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」(이하 「외감법」) 시행령 개정이 추진되었음
 - 또한 투자자들에게 투자에 대한 유인을 부여하기 위한 세제지원 및 규제완화를 위해 「증권거래세법」, 「소득세법」, 「조세특별법」, 「창업지원법」 등에 대한 시행령 개정이 이루어짐
- 2013년 1월부터는 코넥스시장 개설을 위한 한국거래소 내부 코스닥시장 규정의 개정에 착수하였으며, 동년 2월부터 6월까지의 한국거래소-금융감독원-예탁결제원-코스콤-회원사 등은 각자 시장 개설에 필요한 시스템을 개발·구축하였음²¹⁾
- 2013년 7월 1일에 드디어 코스닥시장 내 하부 시장의 형태로 코넥스시장이 개장되었음

20) 2012년 12월에는 금융위원회-한국거래소 합동 기자단 워크숍을 개최해 유가증권시장과 코스닥시장간 역할분담, 중소기업의 자본시장 진입 개선, 코넥스시장 설립 가속화, 회사채 발행시장의 문제점 개선 등에 관해 정부의 입장을 설명하기도 하였음

21) 한국거래소는 매매·청산결제, 상장공시, 시장정보 및 감시 시스템, 금융감독원은 전자공시시스템, 예탁결제원은 예탁결제시스템, 코스콤은 시세정보시스템, 회원사는 수탁 및 주문전달시스템을 동 기간 중 각각 구축하였음

2. 코넥스시장의 주요 내용

가. 중소기업 전용 주식시장

- 코넥스시장은 「중소기업기본법」 상의 중소기업이 발행하는 주식만을 거래대상으로 하는 시장임

나. 코스닥시장 상장 전단계의 주식시장

- 다만 창업 초기 기업 중 완전 초기 기업이 아니라, 창업 후 5~10년 내외의 시간이 경과하여 어느 정도 기틀이 잡힌 기업들을 대상으로 함
- 코넥스시장 상장 후 공신력과 성장성을 확보한 후 3~4년 후에 코스닥시장으로 이전 상장토록 하는 것이 코넥스시장의 설립 목적임

다. 상장 및 상장유지 부담을 크게 낮춘 주식시장

- 최소한의 진입요건만을 충족하면 거래종목으로 지정가능하며, 지정된 기업은 발행공시와 수시공시 항목 등에 있어 완화된 규제를 적용받도록 함으로써 상장유지 비용을 최소화하고자 하였음
- 외부감사의견 적정, 지정자문인 지정, 최소한의 규모/재무/경영성과 등의 요건만을 충족하면 코넥스시장 진입이 가능토록 하였음
- 발행공시와 관련해 증권신고서 제출의무를 면제받으며, 주요 경영사항에 대한 수시공시와 관련해서는 투자판단에 미치는 영향이 큰 사항만으로 공시규모를 대폭 축소하였음(코스닥: 64개 항목→코넥스: 29개 항목)
- 또한 부도, 외부감사의견 부적정, 횡령, 배임과 같은 반시장적 행위, 지정자문인 미선임 등으로 퇴출요건을 단순화하였음

[표 6] 코스닥시장과 코넥스시장의 상장 및 폐지요건 비교

구분	항목	코스닥		코넥스
		일반	벤처	
상장요건	설립연수	3년 이상	-	-
	자기자본	30억원	15억원	-
	경영성과	경상이익 시현		-
	최대주주변경	심사청구 전 1년간 최대주주 변경 제한		-
	외부감사의견	최근연도 적정		좌동
	지정자문인	상장주선인 자문인 대행		필수
	질적심사	재무안전성, 수익성 등 종합심사		지정자문인 적격성 평가 (거래소 승인)
폐지요건	매출액	30억원 미만 2년 연속		-
	대규모경상손실	자기자본 50%이상, 경상손실 3년 지속		-
	자본잠식	전액자본잠식, 자본잠식 50% 이상 또는 자기자본 10억원 미만(2반기 연속)		-
	외부감사의견	부정적, 의견거절, 범위제한 한정		좌동
	공시서류 미제출	분반기 사업보고서 미제출, 정기주총의 재무제표 미승인 또는 미개최		좌동
	상장폐지 실질심사	불성실 공시, 상장서류 허위 기재, 주된 영업정지, 횡령·배임·분식회계 등		좌동

자료: 키움증권, 『한권으로 정리하는 KONEX』, 2013.9., p.9 등 요약

라. 전문투자자 중심의 시장

- 창업 초기기업이라는 상장기업의 특성과 공시의무 완화 등 코넥스시장이 가진 특수성을 감안하여 투자자를 벤처캐피탈, 기관투자자, 3억원 이상의 예탁금을 예탁한 개인 투자자로 제한하였음
- 이는 기존 프리보드시장이 개인투자자 중심의 시장으로 운영됨으로써 투자금의 회수에 장시간이 소요되는 중소기업에 대해 모험자본(patient capital)을 충분히 제공하는데 어려움이 있었던 경험을 감안한 것임

- 다만 일반 개인투자자에 대해서는 자산운용사들이 출시 예정인 코넥스 상장주식 투자펀드를 통한 간접투자를 향후 허용키로 하였음

마. 지정자문인 제도 운영

- 지정자문인이란 기업의 원활한 신규상장 및 상장유지를 지원하고, 상장 기업에 대한 심도 있는 정보를 생산하는 역할을 담당하는 개인 또는 회사를 말함
- 코넥스시장에서 지정자문인은 상장 이전 단계에서 기업발굴 및 상장 적격성 심사, 전문 투자자 대상 주식판매 주선 등과 같은 역할을 수행하고, 상장 이후에는 해당 기업의 제반 법규 이행과 관련한 자문과 공시대리, 유동성 공급, 정보생산 등과 같은 폭넓은 역할을 수행함
- 참고로 국내 유가증권시장과 코스닥시장의 경우에는 상장주선인이 유사한 역할을 수행하나, 코넥스시장의 지정자문인이 상장주선인과 다른 점은 상장 전에 실질적인 상장적격성 심사기능을 수행하고, 상장 후에도 공시·법규준수·기업설명회 개최·증자 및 회사채 발행 지원 등 포괄적인 업무를 담당한다는 점임
- 프리보드시장의 경우, 시장에서 거래되는 기업 주식에 관한 정보가 부족해 시장감시 및 자율적 규율기능이 제대로 작동하지 못하는 것이 주요한 문제의 하나로 지적되어 있음
- 코넥스시장 역시 기업정보가 생산되기 어려운 중소기업을 대상으로 한 시장이라는 점을 감안, 프리보드시장이 경험한 한계를 노정하지 않도록 하기 위해 지정자문인 제도를 본격 도입한 것으로 해석할 수 있음

[표 7] 상장주선인과 지정자문인의 역할 비교

구분		상장주선인	지정자문인
상장 전	계약체결	■ 대표주관계약	■ 지정자문인 선임계약
	주요업무	■ 상장컨설팅 ■ 기업실사 ■ 기업실사보고서 작성 ■ 상장심사청구서 작성 (심사의견 없음) ■ 총액인수 의무 있음	■ 상장컨설팅+상장적격성심사 ■ 기업실사 ■ 기업실사보고서 작성 ■ 상장적격성보고서작성 (심사의견 있음) ■ 총액인수 의무 없음
상장 후	계약지속	■ 해당사항 없음	■ 지정자문인 계약 유지
	주요업무	■ 기업분석보고서 작성 (반기 1회)	■ 공시업무 자문대리 ■ 사업보고서 등 작성지원 ■ 법규준수지도 ■ 기업금융(증자, 회사채) 지원 ■ 기업현황보고서 작성 및 제출 (반기1회)
	유동성공급	■ 불필요	■ 의무사항

자료: 한국거래소, 『코넥스시장의 이해』, 2013.9., p.23 등 요약

□ 2013년 7월 1일, 코넥스시장 개장 당시 11개 증권사²²⁾가 지정자문인으로 선정되어 활동을 시작하였음

바. 단일가 경쟁매매 방식에 의한 주식거래

□ 대량 주식매도를 원활히 하기 위해 30분 단위로 호가를 접수한 뒤, 매매 체결 가능성이 가장 높은 단일 가격으로 매매거래를 체결하는 단일가 경쟁매매방식(즉 매도인 1인 : 매수인 다수)을 채택하였음

22) 최초 지정자문인으로 선정된 회사는 대신, 신한금융, 우리, 하나대투, 한국, 교보, 키움, 하이, HMC, IBK, KB투자증권 등 11개 증권사이며, 2013년 12월 6일에 미래에셋, 신영, 한화투자, 연해, KDB대우증권 등 5개사가 추가 선정되어 2013년 12월 현재 총 16개사가 지정자문인으로 활동 중임

- 이는 최대주주 등의 지분매각이 용이토록 함으로써 코넥스시장이 향후 M&A 시장으로서도 기능할 수 있도록 하기 위함임

3. 개장 후 최근까지의 경과

- 2013년 7월 1일 총 21개 종목을 시작으로 거래가 시작되었으며, 2013년 11월말 현재 11개사가 추가 상장되어 총 32개 종목이 거래되고 있음
- 이들 종목 중 거래형성 종목수는 월평균 12개, 거래형성률은 49.6% 정도임

[표 8] 코넥스시장 상장기업수 및 거래형성 현황

(단위: 개 %)

구 분	7월	8월	9월	10월	11월	누계(평균)
상장기업수	21	22	24	28	32	32
신규 상장	-	1	2	4	4	11
거래형성종목수	12	11	10	13	13	12
거래형성률	59.0	52.9	43.3	50.4	42.3	49.6

자료: KRX 코넥스시장 홈페이지 자료 재구성

- 7월 1일 4,689억원에서 시작한 시가총액은 11월말 현재 35.6%가 증가한 6,732억원이며, 일평균 거래대금은 3.7억원, 누적 거래대금은 382.2억원임
- 일평균 거래량은 56천주, 누적 거래량은 5,774천주임

[표 9] 코넥스시장 시가총액 및 거래량 현황

(단위: 억원, 천주)

구 분	7월	8월	9월	10월	11월	누계(평균)
시가총액	4,964	5,466	5,447	5,968	6,732	6,732
누적거래대금	100.6	112.8	40.1	75.7	52.9	382.2
일평균	4.4	5.4	2.2	3.6	2.5	3.7
누적거래량	1,633	1,694	484	1,145	818	5,774
일평균	71	81	27	55	39	56

자료: KRX 코넥스시장 홈페이지 자료 재구성

- 투자주체별 거래현황을 살펴보면 개인의 매매 비중이 52.9%로 가장 많고, 기관의 비중이 41.8%로 그 다음을 차지하는 것으로 나타남
- 연기금의 시장 참여는 없으며, 외국인의 거래비중도 1.0%에 불과함

[표 10] 코넥스시장 내 투자자 유형별 매매 현황(2013.7.1.~2013.11.29)

(단위: 억원, %)

구 분	기관	개인	기타법인	외국인	합계
매 수	290.6	80.4	3.9	7.3	382.2
매 도	28.9	323.6	29.4	0.3	382.2
순매수	261.7	(-)243.2	(-)25.5	7.0	-
매매비중	41.8	52.9	4.4	1.0	100

자료: 한국거래소, 「코넥스시장 주요 통계지표(주간)」, 2013.11.29.

- 한편 매매의 방향을 살펴보면 기관은 주로 매수를, 개인은 주로 매도를 한 것으로 나타남
 - 이처럼 초기 예상과는 달리 개인투자자의 매매 비중이 높은 이유는, 상장 전부터 지분을 가지고 있던 소액주주들이 주식을 내 놓으면 기관과 법인이 사들이는 식으로 매매가 반복되고 있기 때문임
- 아울러 기관 매수의 70% 정도가 한국거래소, 예탁원, 증권금융 등이 조성한 창조금융펀드에 의한 것으로 알려져 있는 바²³⁾, 불확실성이 큰 개장 초기에 민간 매수주체가 부족한 상황에서 공적 펀드에 의해 거래가 유지되고 있는 것으로 볼 수 있음
- 그런데 이러한 최근까지의 거래실적은 당초 기대에 크게 부응하지 못하는 것으로 볼 수 있음

23) 한국금융신문, 「코넥스시장, 공기업 펀드만 판친다」, 『한국금융신문』, 2013년 10월 28일자

- 개장 첫날에는 비교적 거래가 활발하게 이루어졌으나, 이후 거래가 주춤하여 투자자들 사이에 향후 추이를 지켜보려는 관망세가 확산되었음
 - 개장 첫날 거래량 22만주, 거래대금 13.8억원으로 양호한 실적을 보였으나, 이후 거래량과 거래대금 모두 하향세를 보임²⁴⁾
 - 거래형성률 역시 개장일에 95.2%를 보인 뒤, 10월을 제외하고는 지속적으로 감소하여 11월에는 42.3%까지 떨어짐
 - ◆ 정부가 10월에 코넥스시장 활성화 대책을 발표한 후 거래가 다소 증가하는 듯 보였으나, 11월에 다시 거래가 둔화되는 양상을 보임
- 이처럼 초기 기대와 달리 시장 내 거래가 부진한 흐름을 보이자 일부 언론 등을 중심으로 코넥스시장이 프리보드시장의 전철을 밟는 것이 아닌가 하는 우려가 제기되기 시작하였음²⁵⁾
- 이에 정부는 「코넥스시장에 대한 10가지 오해와 진실」이라는 보도자료를 통해 ‘코넥스는 전문 투자자가 기업의 성장성을 고려해 장기 투자하는 시장이므로 본질적으로 거래가 적을 수밖에 없다’는 해명을 내놓았음²⁶⁾
- 그러나 이러한 해명에도 불구하고 시장 내 거래부진이 지속되자 정부는 8월부터 총리실을 중심으로 대책 마련에 착수, 지난 10월 10일 「중소기업 자금조달의 장으로 조기안착을 위한 코넥스시장 보완대책」(이하 「보완대책」)을 마련하여 발표하였음

24) 7월부터 10월까지 거래주식수 합계가 1만주를 초과하는 종목수도 8개에 불과하여, 특정 종목에 거래가 집중되는 현상도 관찰됨

25) 문희철, 「문 열자마자 존폐 위기 코넥스…유동성 못 늘리면 참패는 뻔한 결말」, 『매경이코노미』, 2013년 7월 29일자

26) 금융위원회·한국거래소, 「코넥스시장에 대한 10가지 오해와 진실」, 2013.7.5.

- 동 「보완대책」에서는 코넥스시장이 가진 특성 및 최근 자본시장의 거래부진 등을 감안할 때, 비교적 순조로운 출발을 보인 것으로 평가하면서, 거래활성화와 시장의 조기 안착을 위해 다음과 같은 대책을 제시하였음

[표 11] 「보완대책」의 주요 내용

구분	내용
벤처캐피탈의 투자유도를 통한 투자수요 확충	■ 코넥스 상장 후 2년 이내 기업에 대한 투자하는 벤처캐피탈에 대해 법인세 비과세(「조세특례제한법」 개정 추진) ■ 창업투자회사 등의 상장기업에 대한 투자제한(총 출자금의 20% 이내)을 코넥스 상장기업에 대해서는 적용 배제(「중소기업창업지원법」 개정 추진) ■ 하이일드펀드*의 투자대상**에 코넥스 상장주식 포함 검토 * 고수익·고위험의 펀드로서 분리과세(14%)의 혜택이 주어짐 ** 정부의 조세특례제한법 개정안에는 “BBB이하 채권(30% 이상)”으로 한정됨 ■ 국책 금융기관과 성장사다리펀드, 증권유관기관 펀드의 코넥스시장에 대한 투자 확대
코넥스 상장주식 공급물량 확대	■ 2013년 말까지 상장기업수를 50여개 수준으로 확대 ■ 지정자문인을 확대 지정하여 유망기업 발굴 유도 ■ (지정자문인 주도 하에) 기존 상장기업의 유상증자 추진 ■ 대주주 보유주식의 일부를 매도하도록 유도
코스닥시장으로 코넥스 상장기업 이전상장 촉진	■ 신속이전상장제도(Fast Track)를 도입, 일정요건*을 갖춘 코넥스 상장기업에 대해서는 코스닥시장으로 쉽게 이전할 수 있는 인센티브를 부여 * ① 상장 후 1년 경과, ② 시가총액 300억원 이상, ③ 매출액 200억원 이상 & 영업이익 있을 것, ④ 최근 1년간 일평균 거래량 일정수준(거래량 1만주 이상 또는 5천만원) 이상 등
코넥스시장에 대한 홍보활동 강화	■ 중소기업 등을 대상으로 전국 순회 설명회, 안내책자 배포 등 코넥스 상장 시 장점 등을 적극 홍보 ■ 벤처캐피탈 등 투자자를 대상으로 적극적인 IR 추진

자료: 관계기관합동, 「중소기업 자금조달의 장으로 조기안착을 위한 코넥스시장 보완대책」, 2013.10.10. 주요 내용 요약

- 참고로 지난 8월 29일 개정 「자본시장법」의 시행으로 유가증권시장과 코스닥시장 외에 별도 증권시장의 개설이 가능해짐에 따라, 9월 13일에는 업무규정 등을 별도로 제정하였으며, 9월 17일부터는 코넥스시장을 코스닥시장으로부터 분리하였음

[표 12] 「자본시장법」 제386조(시장의 개설·운영)

거래소는 시장을 효율적으로 관리하기 위하여 증권시장 또는 파생상품시장별로 둘 이상의 금융투자상품시장을 개설하여 운영할 수 있다.

자료: 국가법령정보센터

- 이는 코넥스시장이 코스닥시장의 하부시장 형태로 운영됨에 따라, 관련 규정이 코스닥시장 규정 내에 포함되어 있어 코넥스시장의 정체성에 대한 의문과 함께 투자자들의 불편이 컸기 때문임
- 지난 10월 23일에는 코넥스시장에 대한 별도 홈페이지가 개설되었음
 - 이는 코넥스시장 및 상장법인에 대한 통합정보제공을 위한 것으로, 이를 통해 상장종목 시세 및 거래현황, 상장법인 관련 다양한 투자정보(공시, IR자료, 기업분석보고서 등), 관련 규정 및 법령해설 등을 원스톱으로 조회 가능토록 하였음

IV. 해외 주요국가의 중소기업 전용 주식시장 운영사례

- 신시장 개설을 통해 중소기업의 자금조달을 원활하게 하려는 시도는 여러 선진 국가들에서도 꾸준히 진행되어 왔음
- 특히 1990년대 중반 이후부터 지식기반형 첨단 기술관련 중소기업 육성을 위해 기존의 주시장으로부터 완전히 차별화된 신시장²⁷⁾을 개설하려는 노력이 선진국들을 중심으로 붐을 이루었음
- 참고로 세계거래소 연맹에 가입된 글로벌 주시장은 52개, 신시장은 33개이며, 이들 신시장의 시가총액은 주시장의 1%정도로 추산됨²⁸⁾
- 그러나 상장기업수와 거래규모, 유동성, 투자자 확보 등의 측면에서 성공적으로 안착한 것으로 평가되는 시장은 그다지 많지 않음
- Grant Thornton International에서 발표한 보고서²⁹⁾에 의하면 우리나라의 코넥스시장과 성격이 유사하면서도 세계적으로 주목을 받고 있는 신시장은 영국의 AIM, 캐나다의 TSX-V, 싱가포르의 Catalist 정도임
- 이 절에서는 코넥스시장을 둘러싼 여러 가지 쟁점들을 살펴보기 전에 본 보고서의 분석소재가 되고 있는 코넥스시장과 대비해 유사한 성격의 신시장을 운영하고 있는 해외 주요 국가들의 사례를 살펴보기로 함
- 성공사례로 언급되는 영국 외에 시장개설 준비가 이루어지고 있는 미국, 신시장 개설에 시행착오를 겪은 일본의 사례 등을 살펴봄으로써, 향

27) 신시장(new market)에 대한 엄밀한 개념은 존재하지 않음. 다만 통상 신생고성장 기업(younger, high growth companies)이 상장·거래되는 시장을 신시장이라고 일컫음

28) 키움증권 리서치센터, 『한권으로 정리하는 KONEX』, 2013.9.2.

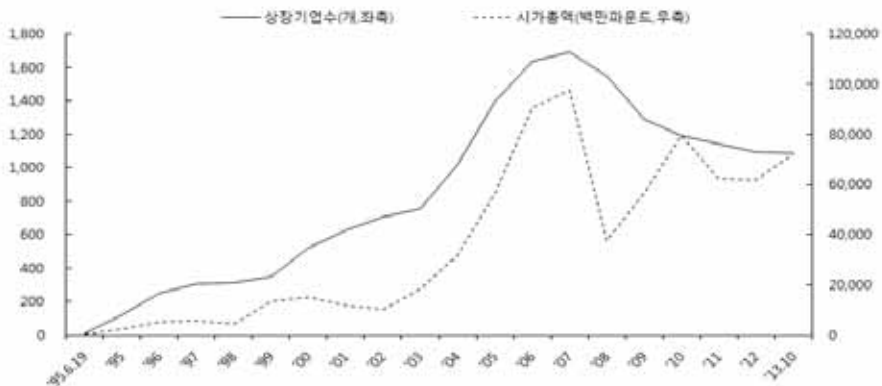
29) Grant Thornton International, *The 2008 Global New Markets Guide*, 2008.

후 코넥스시장이 성공적으로 안착되기 위해 갖추어야 할 조건들에 대한 나름의 시사점들을 도출해 볼 수 있을 것임

1. 영국

- 영국 런던 주식거래소(London Stock Exchange, 이하 ‘LSE’)에서는 중소·벤처기업의 신규 자금통로로서 AIM(Alternative Investment Market)을 1995년부터 설립·운영해 오고 있음³⁰⁾
- 영국 AIM에는 2013년 10월말 현재 1,090개의 기업이 상장되어 있고, 시가총액은 722억 파운드에 달하여, 세계적으로 성공한 신시장의 하나로 평가됨
- 1995년 6월 19일 당시 10개 종목으로 출발한 영국 AIM은 중소기업 중심의 영국경제가 지닌 특성과, 외국 기업에 대한 개방성 등에 힘입어 급속한 성장세를 보였음

[그림 5] 영국 AIM 시장 동향



자료: LSE, AIM Factsheet, 2013.11. 자료 재구성

30) AIM은 우량주 중심의 메인보드와 함께 LSE가 자율적으로 운영하는 시장의 하나임

- 다만 2008년 글로벌 경제위기와 2011년 후반기부터 본격화된 유럽 재정위기의 여파로 상장기업 수가 급감하였으나, 최근 감소폭이 둔화되고 있는 추세임
- 영국 AIM에 상장하는 기업에 대해서는 LSE가 메인보드 상장기업에 적용하는 상장요건, 상장유지요건, 기업지배구조 요건 등을 적용하지 않거나 완화하여 적용함
 - 다만 영국 AIM에 상장이 허용되는 기업은 신생 또는 성장단계의 중소기업으로 이전에 AIM에서의 거래 기록이 없어야 함
 - 특히 LSE에서는 기업 상장과 관련해 규모, 재무정보, 과거 매출실적 등과 같은 외형적 요건을 요구하지 아니함
 - 다만 LSE가 정한 「AIM Rules for Companies」에서는 투자자들의 의사결정을 돕기 위해 상장기업으로 하여금 자산, 부채, 재무상태, 손익, 발행하고자 하는 증권에 부수된 권리 등과 관련해 해당 기업에 대해 일반적인 공시의무를 부과하고 있음
 - 상장절차도 간소화하여 자국 내 기업에 대해서는 상장신청으로부터 상장까지 10일 정도만 소요되며, 상장수수료, 상장 유지비용도 매우 저렴함
- 한편 지정자문인(Nominated Advisor, 이하 ‘Nomad’)이 기업 상장 요건에 대한 실질적 심사업무를 수행하며, 상장유지와 관련해서도 지대한 역할을 수행하는 것은 영국 AIM의 중요한 특징임
 - AIM에 상장하는 기업은 반드시 하나의 Nomad와 지정자문계약을 체결해야 함
 - Nomad는 LSE로부터 지정자문인 역할을 승인받은 투자은행, 금융회사

또는 회계법인 등³¹⁾이며, LSE가 정한 「AIM Rules for Companies」에 따라 상장기업에 대한 적격성 여부 심사, 상장 관련 조언 및 자문, LSE와의 정보교환³²⁾, 사후관리 등 포괄적인 업무를 수행함

- 그러나 Nomad는 지정자문계약을 맺은 기업과 금전적 이해관계를 가져서는 아니되며, 회계보고서 작성, 감사 등의 업무도 수행해서는 안됨
- 참고로 LSE에서는 어떤 회사가 Nomad가 되고자 신청을 하면, 그 회사의 법적 성격, 평판, 과거 업무수행 실적 등을 감안해 Nomad 지정 여부를 결정하게 되는데, 이때 그간 AIM이 쌓아온 평판과 명성에 부합할 것인지를 서류와 면접 등을 통해 중점적으로 평가함
- 특히 기존에 Nomad로 활동하던 회사의 경우 해당 회사가 상장시킨 기업의 상장 후 실적도 중요한 평가기준으로 작용하게 됨
- Nomad가 되기 위한 기본 요건은 아래의 표와 같으며, 행정구역별로 별도의 요건이 추가되기도 함

[표 13] Nomad가 되기 위한 기본 요건

① 개인(individual)이 아닌 법인(firm or company)이어야 함
② 기업금융자문 분야에 있어 최소 2년 이상의 경험을 보유하고 있어야 함
③ 지난 2년간 최소 3번 이상 기업금융(상장, M&A, 투자유치 등) 관련된 업무(법률 및 회계자문업무는 제외)를 수행한 경험이 있어야 함
④ 최소 4명의 자격 있는 집행임원(qualified executives)이 있어야 함

자료: LSE, *AIM Rules for Nominated Advisors*, 2007.2., p.4.

31) LSE는 Nomad로 지정된 회사의 명단을 홈페이지 등에 공고함

32) Nomad는 LSE에 Nomad 자신이 담당하고 있는 기업에 관한 정보를 (LSE의 요구에 의해 또는 자발적으로) 제공하는 역할을 담당함. 그리고 업무수행과정에서 「AIM Rules」의 해석에 어려움이 있는 경우 LSE에 해석을 요청하기도 함

- Nomad의 주요 수입원은 기업의 AIM 상장 또는 기업 간 M&A 과정을 지원하고 받는 수수료임
- LSE는 Nomad로 지정된 회사에 대해 수시로 그에 속한 집행임원의 적격성 여부 등을 검사하게 되며, 만약 검사결과 적격성이 의심될 경우 Nomad로서의 업무수행을 정지시킬 수 있고, 그래도 문제가 해결되지 않을 경우 자격을 취소할 수 있음
 - 영국 AIM에서 활동하는 Nomad의 수는 2011년 기준 62개사이며, 중대형 은행 또는 증권사보다는 소형 증권사 위주로 형성되어 있음³³⁾
- 기업 상장 및 유지와 관련한 업무를 Nomad가 담당하는 반면, 주식 거래의 중개는 Broker가 주로 담당함
 - 상장기업은 반드시 1개사 이상의 Broker와 중개계약을 맺어야 하는데, Nomad에게 Broker의 역할을 위탁할 수 있으나, 별도의 Broker를 선임할 수도 있음
 - Broker는 LSE의 회원 증권사가 주로 그 역할을 담당하며, 업무 수행을 위해서는 LSE에 별도로 등록을 해야 함
 - Broker는 투자수요와 기업의 자금수요를 매칭시키는 유동성 공급자(Liquidity Provider, 일명 ‘LP’)³⁴⁾의 역할을 담당하며, 양자에게 증권시장 동향, 주식의 적정가격, 여타 투자기회 등에 관한 정보를 제공함
 - 어떤 Broker들은 자체 연구부서를 갖추고 있어 중개대상이 되는 기업에 대한 분석보고서를 작성하여 투자자들에게 제공하기도 함

33) 남유선, 「중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX」, 2013.10., p.11.

34) 매수, 매도 호가의 차이로 매매가 부진한 종목의 거래 활성화를 위해 매수, 매도가를 조정·제시하는 주체를 말하며, 주로 증권사가 그 역할을 수행함

- ◆ 참고로 2011년 기준 AIM에서 활동하는 Broker는 144개사로 알려져 있음³⁵⁾
- 결국 Nomad의 적극적이고 성실한 업무수행이 영국 AIM의 가장 큰 성공요인 중 하나로 평가됨
- 투자위험이 큰 중소기업에 대해 LSE의 직접적인 심사기능이 미약한 가운데, Nomad의 자율적 심사 및 사후관리 기능이 LSE의 제한된 역할을 충분히 보완하고 있는 것으로 볼 수 있음
- 그런데 AIM이 지닌 높은 신뢰성으로 인해 신규 기업 상장이 활발하고, M&A가 빈번하게 이루어짐으로써, AIM 시장이 Nomad가 되고자 하는 회사들에게 충분한 참여유인을 제공하고 있는 것이 이들의 성실한 업무수행을 담보하는 요인이 되고 있음
- Nomad가 상장시킨 기업의 ‘상장 후 실적’이 LSE와 기업, 투자자들에게 중요한 평가기준이 되는 바, AIM에서 지속적으로 활동하기 위해서는 Nomad가 자신의 평판을 좋게 유지하여야 하는 압력을 받게 됨
- 아울러 영국 AIM이 지닌 높은 대외 개방성 역시 AIM의 역동성과 신뢰성을 뒷받침하는 하나의 요인으로 지목됨
- 2013년 10월말 현재 전체 상장기업의 21.3%(232개사)가 외국계 중소기업인 것으로 나타남
- AIM에서는 외국 기업에 대해서도 국내 기업과 동일한 상장기준을 적용함으로써 외국 기업들이 신청 후 4~6주 정도면 상장이 가능한 것으로 알려져 있음

35) 남유선, 「중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX」, 2013.10., p.11.

- 참고로 영국 AIM은 개인 투자자에 대한 투자 제한을 두고 있지는 않으나, 투자자 대부분이 전문투자자로 구성되어 있으며, 그 결과 유동성은 비교적 낮은 것으로 알려져 있음
- 영국 AIM의 연간 거래대금은 시가총액의 약 1/10수준에 불과함

2. 싱가포르

- 싱가포르 거래소(Singapore Exchange, 이하 'SGX')는 2007년 12월부터 영국의 AIM을 모방하여 기존의 2부 시장인 SESDAQ³⁶⁾을 개선한 Catalyst라는 신시장을 개설하였음
- Catalyst는 2013년 10월말 현재 상장기업수가 140여개, 시가총액은 85억 달러 수준임³⁷⁾
 - 최근 글로벌 투자시장의 침체에도 불구하고 신규상장 기업수가 비교적 안정적인 흐름을 보임으로써 Catalyst는 아시아·태평양 지역 중심의 글로벌 시장으로 성장하고 있음
 - Catalyst 내 상장기업 중 외국기업이 1/3이상을 차지하는 것으로 알려짐³⁸⁾
 - 참고로 Catalyst는 완전 창업 초기기업을 대상으로 하기보다는 성장세가 어느 정도 확인된 초기단계의 중소기업을 주로 대상으로 함
- Catalyst에서 자본금, 설립 후 경과연수 등 양적 측면에서의 상장요건은

36) SESDAQ은 미국의 NASDAQ 시장을 모방하여 1987년에 설립한 시장임

37) <http://sgxsingapore.com/2013/11/11/sgx-welcomes-figtree-holdings-to-catalist/> 참조

38) 한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8., p.41.

존재하지 않음

- 다만 상장 후 최소 12개월을 별도의 자금조달 없이 운영할 수 있는 운영자금을 보유하고 있어야 함³⁹⁾
- 그리고 유동성 조건으로서 발행주식의 15%가 최소 200명의 주주에게 분산되어 있어야 하고, 지배주주 등 특수관계인은 일정기간 보유주식의 매각제한을 받음⁴⁰⁾
- 기업이 Catalist에 상장하기 위해서는 영국의 Nomad와 유사한 역할을 수행하는 Sponsor와 계약을 맺고, 그로부터 상장적격여부에 대한 심사를 받아야 함
- Sponsor는 Catalist에 상장하고자 하는 기업을 대상으로 적격성 판단 및 상장 후 자문 및 사후관리, 감독기능⁴¹⁾을 수행함
- Sponsor는 신규 상장과 상장 유지 지원업무를 모두 수행할 수 있는 Full Sponsor와 상장유지업무만을 담당하는 Continuing Sponsor로 구분됨
- Continuing Sponsor는 기업금융에 관한 일반적인 경험이 있는 경우 업무를 수행할 수 있으나, Full Sponsor는 기업 상장 관련 주관사 경력을 필요로 하기 때문에 실질적으로 금융투자업자로 자격이 제한됨⁴²⁾
- 한편 Catalist 상장기업에 대해서도 SGX 메인보드와 동일한 수준의 회계 감사 및 재무정보 공시의무가 부과됨⁴³⁾

39) Deloitte, *Public Listing in Singapore, Make the Right Move*, 2008., p.3.

40) 한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8., p.41.

41) 상장기업의 규정위반 사실을 SGX에 보고하는 임무도 수행함

42) 한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8., p.42.

43) Deloitte, *Public Listing in Singapore, Make the Right Move*, 2008., p.3.

- Catalyst 상장기업도 메인보드 상장기업과 동일하게 싱가포르 회계기준(Singapore Financial Reporting Standards)이나 국제회계기준(International Financial Reporting Standards), 또는 미국의 일반적으로 인정된 회계기준(US Generally Accepted Accounting Practices)에 따라 회계보고서를 작성하여야 함
- 또한 시장가치가 75백만 달러 미만인 기업은 반기 단위로, 시장가치가 75백만 달러 이상인 기업은 분기단위로 재무정보를 공시해야 함
 - 아울러 상장회사의 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보나, 회사의 정관변경, 임직원 변경, 주주총회 개최, 주식의 취득과 매각, 법정 관리 등에 대해서는 수시공시의 의무를 부담함⁴⁴⁾

3. 캐나다⁴⁵⁾

- 캐나다의 중소기업 전용주식 시장은 TMX Group 산하의 자회사 형태로 운영되고 있는 TSX Venture Exchange(이하 ‘TSXV’)임⁴⁶⁾
- TSXV는 캐나다의 신생기업들의 자본조달을 위한 공모형 벤처캐피탈

44) 한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8., p.43.
 45) 한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8., pp.38~40.을 주로 참조하였음
 46) TSXV의 전신은 1999년 밴쿠버(Vancouver) 증권거래소와 앨버타(Alberta) 거래소의 합병으로 탄생한 CDN(Canadian Venture Exchange)임. CDN은 신생기업 시장으로서 2001년 토론토 증권거래소(TSX, Toronto Stock Exchange)에 인수된 이후 2002년에 TSX-Venture로 명칭을 변경하였음. TSX는 이후 2008년에 TMX Group으로 명칭을 변경하였으며, 현재 캐나다의 양대 주식시장인 Toronto Stock Exchange와 TSXV 등을 자회사로 한 지주회사의 형태로 운영되고 있음(자세한 내용은 Wikipedia의 TMX Group 관련 내용을 참조할 것)

시장으로, 초기 R&D 단계부터 자금조달이 가능하다는 특징을 가짐

○ 2013년 10월말 현재 TSXV에 상장되어 있는 기업수는 2,153개이며, 시가총액은 333억달러 수준임⁴⁷⁾

- 일일 거래량은 157백만주, 일일 거래대금은 52백만 달러 정도임⁴⁸⁾
- 상장 기업 중 캐나다 기업은 2,001개이며, 외국 기업은 152개임

□ TSXV는 상장기업의 재무상태, 설립 후 경과연수 등을 기준으로 두 개의 층으로 구분됨

○ Tier1에는 상대적으로 연수가 오래되고 우량한 기업들이 상장되어 있고, Tier2에는 신생 벤처기업이 주로 상장되어 있음

○ Tier1과 Tier2의 상장기업들은 기업의 발전정도에 따라 서로 이전 상장이 가능함

○ 참고로 2013년 10월말 현재 Tier1에 속한 기업수는 296개이고, Tier2에 속한 기업수는 1,857개로 소규모 영세 중소기업이 전체의 86.3%를 차지함⁴⁹⁾

□ 또한 TSXV는 각 기업이 속한 산업분야에 따라 상이한 상장요건이 적용되는 것으로 알려져 있음

○ 에너지(Energy and Energy Services), 기술(Technology), 부동산(Real Estate) 등 총 10개 항목으로 산업이 분류됨

□ TSXV는 통상적인 기업공개(IPO) 외에 우회상장(RTO, Reverse Turnover), 적격거래(QT, Qualifying Transaction), 그리고 인수목적부 상장(Capital

47) TMX 홈페이지 제공, TSX & TSXV Listed Companies 통계자료 참조

48) TMX, *Daily Report*, 2013.10.31.

49) TMX 홈페이지 제공, TSX & TSXV Listed Companies 자료 참조

Pool Company IPO) 등의 다양한 상장방법을 제공하고 있음

- 이 중 인수목적부 상장은 기업인수를 목적으로 설립된 명목회사를 조건부로 상장시키는 것으로서 TSXV에만 존재하는 제도임
- 적격거래는 인수목적부 상장의 최종단계로 명목회사와 실제 인수기업간의 주식거래를 통한 인수합병을 말함
- 한편 어떤 기업이 TSXV에 기업공개 외의 다른 방식을 통한 신규상장을 시도하는 경우 TSX의 회원사 등과 Sponsorship 계약을 체결한 뒤, 해당 Sponsor로부터 기업실사를 받아야 함
- Sponsor는 기업실사 후 결과보고서(sponsor report)를 TSX에 제출하며, TSX는 동 보고서 등을 참조하여 최종 상장여부를 결정하게 됨

4. 미국

- 미국의 경우 기존 주시장⁵⁰⁾의 상장요건을 충족시키지 못하는 기업을 대상으로 한 Over-The-Counter Bulletin Board(이하 ‘OTCBB’), Pink Sheet 과 같은 장외시장이 이미 설립·운영되고 있음
- OTCBB는 1990년에 미 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 ‘SEC’)가 「The Penny Stock Reform Act of 1990」⁵¹⁾에 근거해 전자

50) 미국의 주시장은 NYSE Euronext US, NASDAQ OMX, BATS, DirectEdge와 지역거래소(Regional Exchanges) 등이며, 전자증권거래시스템(ECN)을 포함한 대체거래소(Alternative Trading Systems, ATS), 장외시장으로 구성됨. 한편 NASDAQ OMX는 2006년에 NASDAQ Global Select Market, NASDAQ Global Market, NASDAQ Capital Market으로 재편되었음

51) 동 법률은 Penny Stock, 즉 기업가치가 매우 낮아 주권의 액면가격이 극히 작은 주식의 거래에 대해 SEC의 규제권한을 강화하는 것과 함께, Penny Stock에

장외거래 시스템을 도입한 것이 시초이며, 1997년에 상설 시장화 되었음

- OTCBB를 통한 거래 수행을 위해서는 SEC에 등록하여야 하며, 만약 SEC에 등록되지 않은 법인이 OTCBB를 통해 거래하고자 하는 경우에는 유동성 공급자(Market Maker)를 통해 정기적으로 해당 기업에 대한 재무정보가 투자자들에게 공급될 수 있어야 함

○ Pink Sheet는 Pink Over-The-Counter Markets Inc.에서 운영하고 있는 사설 호가중개시스템으로, 별도의 진입 또는 공시요건이 없음

□ 한편 2011년 5월 SEC는 「The Securities Exchange Act of 1934」의 Section 19(b)에 의거 기존 시장을 통해 주식 거래가 곤란한 기업을 대상으로 한 신시장인 BX Venture Market의 설립을 승인하였으며, 현재 설립절차가 진행 중임

○ BX Venture Market은 거래소 상장 요건을 충족하지 못하는 신규 출범 벤처회사가 정규시장에서 상장·거래될 수 있는 기회를 제공하는 한편, 벤처캐피탈들에게도 새로운 장기투자 회수기회를 제공할 것으로 기대됨

○ 미국의 증권규제는 전통적으로 정부기구인 SEC와 자율규제 기구인 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.(이하 'FINRA')⁵²⁾가 담당해 왔

대한 전자거래시스템 도입을 주요 내용으로 하고 있음

52) FINRA는 미국 증권시장의 원활한 운영과 투자자 보호를 위해 활동하는 비영리 자율규제기구임. 동 기구는 1939년에 「1938 Maloney Act amendments to the Securities Exchange Act of 1934」에 근거해 SEC의 감독을 받는 민간 자율기구로 설립된 National Association of Securities Dealers(일명 'NASD')의 후신임. 참고로 NASD는 1971년에 최초로 전자주식거래시스템인 NASDAQ를 출범시켰음. 2007년에 SEC는 NASD와 New York Stock Exchange(일명 'NYSE')의 규제감독기능 중복을 해소하기 위해 새로운 자율규제기구의 설립을 추진하였으며, 그 결과 동년에 FINRA가 설립 되었음. FINRA는 거래기준 마련, 증권회사 설립 영업행위 규제, 분쟁조정, 회원사의 규정위반에 대한 징계, 투자자 교육 등 포괄적인 기능을 수행함

는데, BX Venture Market의 상장요건 준수와 감독은 NASDAQ OMX 상장심사부에서 관장하며, 시장감리는 FINRA에서 담당할 것으로 알려짐⁵³⁾

- 여타 국가들의 신시장과 다른 점은 자문인 규제가 아닌 거래소 감독 시스템을 기반으로 시장이 운영된다는 점임
- BX Venture Market은 기업지배구조요건 등의 질적 요건을 기존 주요 거래소 수준으로 요구하는 대신, 유동성 요건을 완화하고 재무적 상장요건을 대폭 완화하였다는 특징이 있음
 - 3명 이상의 독립 이사를 통한 임원 보수 등 감독, 독립적인 감사위원회 설치, 연 1회 이상 주주총회 개최 등 비교적 엄격한 질적 요건을 갖추어야 함
 - 다만 상장을 위한 양적 요건은 유동성 확보에 필요한 정도로 최소화하였음
 - NASDAQ은 상장요건으로 자기자본 400만 달러 또는 시가총액 5,000만 달러를 요구하는 반면, BX Venture Market은 이보다 현저히 낮은 시가총액 \$200만을 요구하며, 유동성 요건 역시 NASDAQ의 주주수 300인, 유통주식수 100만 주 조건에 비해 낮은 200인, 20만 주를 요구함
- 상장유지와 관련해서는 시가총액 100만 달러 이외에 다른 재무적인 요건은 요구하지 않으나, NASDAQ 상장기업과 동일한 수준의 공정공시 의무를 준수해야 하며 SEC에 연간/분기보고서도 제출해야 함
 - 이는 Pink Sheet에는 어떠한 상장요건도 존재하지 않고 OTCBB는 SEC에 정기적인 보고서 제출과 약간의 법률적 조건 충족만을 요구하고 있는 것과 차별화되는 부분임

53) 금융위원회, 「미국 신시장(BX Venture Market 현황)」, 『현지보고서』, 2012.

5. 일본

- 일본은 대형주 중심의 Tokyo Stock Exchange, 중소형주 중심의 JASDAQ, 그리고 신시장으로서 Tokyo Pro Market과 창업단계의 벤처·중소기업 중심의 시장으로서 Market of the High-Growth and Emerging Stock(이하 ‘Mothers’)가 존재함
- 신시장 중 Tokyo Pro Market은 전문투자자 중심으로 운영되고 있으나, Mothers는 참여자에 제한이 없음
- 주목할 만한 부분은 Tokyo Pro Market의 전신인 Tokyo-AIM이 2009년에 개장한 뒤 4년 만에 폐쇄되었다는 사실임
- Tokyo-AIM은 영국의 LSE와 합작해 영국 AIM을 모방하여 신설되었는데, 거래소가 지정하는 자문인(J-Advisor)이 신규상장 신청기업의 상장적합성 평가를 실시하도록 하는 등 많은 부분에서 영국 AIM과 유사하게 설계되었음⁵⁴⁾
- 그러나 개장 후 폐쇄 직전까지 상장기업이 2개에 불과했고, 거래량도 거의 없었던 것으로 알려짐
- 일본의 Tokyo-AIM이 실패한 가장 큰 이유로 지정자문인의 적극적인 역할 유도 실패가 지적됨⁵⁵⁾
- 지정자문인은 상장후보기업 발굴, 기업상장 자문 및 지원, 상장유지, 사후 관리감독 등 막중한 역할을 담당함

54) 한국금융연구원, 「도쿄증권거래소의 프로투자자전용시장 설립방안」, 『주간금융프리프』제18권 제7호, 2009.2., p.20.

55) 남유선, 「중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX」, 한국증권법학회 발표논문, 2013.10., p.15 이하 참조

- 그러나 상장이나 M&A 지원 등과 관련해 얻을 수 있는 수수료가 낮아 지정자문인들이 그러한 역할을 적극적으로 수행할 유인이 낮았음
- Tokyo-AIM과 대체관계에 있는 다수의 신시장이 존재했던 것도 불리한 요인으로 작용하였음
- 주식장인 Tokyo Stock Exchange 외에도 대형 증권거래소인 Osaka Security Exchange, Nagoya Stock Exchange, Sapporo Security Exchange, Fukuoka Stock Exchange가 각각 하나의 신시장을 설립·운영하고 있었음⁵⁶⁾으로 해서 중소기업의 입장에서 Tokyo-AIM에의 상장 매력이 크지 않았던 점도 한계점으로 지적됨
- Tokyo-AIM은 폐쇄 이후 Tokyo Stock Exchange의 1부 시장, 2부 시장, Mothers와 함께 Tokyo Pro Market으로 재편되었음

6. 시사점

- 해외 중소기업 전용 주식시장들이 지닌 주된 특징은 시장진입요건이 주 시장에 비해 매우 완화되어 있는 반면, 이를 보완할 수 있는 지정자문인-기업-투자자 간의 충분한 신뢰기반이 구축되어 있다는 점임
- 즉 상장 요건과 비용을 최소화하되, 지정자문인이 상장기업에 대해 후견인 및 감시감독자로서의 역할을 충실히 수행하고 있고, 지정자문인의 도덕적 해이를 억제할 수 있는 투자자들의 모니터링 역시 원활히 이루어지고 있어 부실기업의 시장진입이 사전적으로 억제되고 있음

56) Osaka Security Exchange는 JASDAQ, Nagoya Stock Exchange의 Centrex, Sapporo Security Exchange의 Ambitious, Fukuoka Stock Exchange의 Q-Board를 말함

- 이들 해외 신시장의 사례는 중소기업 전용 주식시장이 가진 정보비대칭성과 도덕적 해이의 발생 가능성을 시장 참여자들 간의 적절한 역할 분담과 신뢰 네트워크를 통해 완화하는 것이 중요하다는 사실을 말해줌
 - 해외 신시장에서 감독당국과 거래소 등 공적 기구의 역할은 이러한 선순환 구조를 형성·지지하기 위한 사후적 감독 기능에 그치고 있음
- 또한 충분한 수의 상장기업 수 그리고 해외 기업의 성공적 유치 등으로 인해 글로벌 시장으로서의 성격을 가지고 있고, M&A를 위한 자금조달창구로서의 기능도 활발해 기업과 지정자문인의 참여유인이 높다는 점도 중요한 특징임
 - 상장기업 수가 많아짐으로써 거래가 활발해지고, 이는 다시 기업과 투자자들의 시장참여유인을 높이는 선순환 구조가 형성되어 있음
- 이러한 해외 신시장들의 특징은 개설 초기인 코넥스시장의 활성화를 위해서 무엇이 필요한지에 대해 단서를 제공함
 - 시장 확대 과정에서 시장 참여자들 간의 상호 신뢰기반이 구축됨으로써 투자자와 기업이 모두 시장에 참여하려는 유인이 제고될 필요가 있음
 - 지정자문인과 투자자들이 시장에 관심을 가지고 제 기능을 수행하기 위해서는 시장 내 거래 기업 수가 늘어나는 것이 무엇보다 중요함

V. 코넥스시장의 주요 쟁점과 개선방향

- 개설 초기에 거래 부진이 지속되고, 그에 대한 시장 안팎의 우려가 높아 지자, 정부가 코넥스시장 활성화를 위한 「보완대책」을 발표하였음은 앞서 살펴본 바와 같음
- 정부는 동 대책안에서 개설 초기인 만큼 시간을 두고 좀 더 지켜봐 줄 것을 요구하고 있음⁵⁷⁾
- 그러나 코넥스시장을 둘러싸고 동 시장이 실패한 시장이 될 것이라는 우려가 여전히 가라앉지 않고 있음⁵⁸⁾
- 이 절에서는 이처럼 논란이 되고 있는 코넥스시장의 활성화 문제와 관련해 현재 제기되고 있거나 향후 제기될 가능성이 있는 주요 쟁점들을 살펴 보는 한편, 이들 쟁점과 관련된 문제들을 어떻게 바라보고 해결 또는 개선할 수 있을 것인지에 대한 나름의 정책적 방향들을 제시해 보기로 함

1. 현 지정자문인 제도의 운영 방식

가. 쟁점

- 코넥스시장이 지닌 투자자 입장에서의 정보비대칭성 문제를 고려할 때 지정자문인의 적극적인 역할 수행이 코넥스시장의 성패를 결정짓는 중

57) 정부의 주장에 따르면 전문 투자자 중심의 코넥스시장이 활성화되기 위해서는 상장 기업에 대한 충분한 정보가 유통되어야 하고, 상장기업과 투자자들 간에 시장에 대한 신뢰가 구축되어야 하므로 단기간에 거래가 활성화되기 곤란함. 아울러 현재 성공적인 신시장으로 평가받고 있는 코스닥시장 역시 거래가 활성화되는데 상당한 시간이 소요되었음을 하나의 근거로 제시함

58) 권세욱, 「100일 맞은 코넥스, 활성화 해법은?」, 『SBS CNBC』, 2013년 11월 20일자

요한 요인으로 작용하게 될 것임⁵⁹⁾

- 특히 코넥스시장이 초기 중소기업들의 핵심적인 자금조달 창구로 기능하기 위해서는 잠재성장성이 큰 다수의 우량 중소기업들이 시장에 상장되는 것이 중요한데 이와 관련한 지정자문인의 기업발굴기능이 중요해짐
- 영국 등의 사례에 비추어 볼 때, 개장 초기에 거래할 만한 기업수가 크게 늘어나는 것이 중요함⁶⁰⁾
 - 정부 역시 상장기업수를 늘리기 위해 지정자문인의 수를 확대하고, 중소기업진흥공단과의 협업 등을 통해 지정자문인의 상장기업 발굴을 유도한다는 방침임
- 그런데 현행 「코넥스시장 상장규정」과 동 규정 시행세칙에서는 지정자문인을 금융투자업자로 한정하는 한편, 실제 유가증권시장 또는 코스닥시장에의 신규상장 실적 그리고 상장 관련 전문인력을 구비할 것을 요구하고 있음⁶¹⁾

59) 이는 뒤에서 후술할 일본 신시장의 실패사례에서도 확인할 수 있음

60) 앞에서 살펴본 영국 AIM의 경우, 개장일인 1995년 6월 19일에 10개 종목으로 거래를 시작하였으나, 1995년 12월 말에는 118개로 거래종목수가 12배 증가하였음

61) 이 외에도 최근 3년간 금융관련 법령위반으로 업무정지 이상의 조치를 받은 사실이 없을 것, 최근 3년간 금융관련 법령위반으로 지정자문인 업무 담당 임원의 문책경고이상이나 직원의 감봉이상의 조치를 받은 사실이 없을 것, 거래소로부터 지정자문인 자격취소 조치를 받은 날부터 3년이 경과할 것 등의 소극적 요건도 동 규정상에 포함되어 있음

[표 14] 「코넥스시장 상장규정」 및 동 규정 시행세칙 상 지정자문인의 요건

- ① 자본시장법상 증권을 대상으로 하는 투자매매(인수)업을 영위하는 거래소 회원인 금융투자업자여야 함
- ② 최근 3년간 상장주선인으로서 다음과 같이 유가증권시장 및 코스닥시장에 신규상장을 주선한 실적이 있어야 함
 - 최근 사업연도말 자본총계가 1조원 이상인 경우: 최근 3년간 5건 이상
 - 최근 사업연도말 자본총계가 1조원 미만인 경우: 최근 3년간 신규상장 실적 1건 이상
- ③ 지정자문인 업무 수행에 필요한 인력을 보유하여야 함
 - 최근 사업연도말 자본총계가 1조원 이상인 경우: 4인 이상
 - 최근 사업연도말 자본총계가 1조원 미만인 경우: 2인 이상
- ④ 기업의 가치제고, 투자자 보호 및 시장의 건전한 발전에 기여할 능력을 보유하여야 함

자료: 한국거래소 법규서비스

- ☐ 그리고 동 규정에 근거해 한국거래소는 앞서 언급한 바와 같이⁶²⁾ 현재 16개 중대형 증권회사를 지정자문인으로 지정해 놓은 상태임
- 참고로 이는 현행 「자본시장법」 상 주식의 발행, 인수 및 주선 업무를 수행할 수 있는 주체가 투자매매업자 또는 투자중개업자에 한정되어 있기 때문임
- ☐ 하지만 이들 증권사들은 중소벤처기업 발굴에 대한 경험이 많지 않고, 또한 이들이 가진 기술적 측면에서의 다양한 특성을 감안하여 기업가치를 정확히 평가하는 것이 어려울 수 있음
- ☐ 또한 코넥스시장의 특성상 주식 발행규모가 작을 수밖에 없기 때문에 중대형 증권사들의 입장에서 적극적으로 지정자문인의 역할을 수행하는데 한계가 있을 수 있음

62) 각주 22 참조

- 이미 기존 대기업을 상대로 증권발행 및 거래 지원업무를 수행하고 있는 이들 지정자문인이 평가가 어렵고 투자 위험성이 큰 중소기업 발굴 및 상장지원 업무에 적극적으로 참여할 유인이 충분한지에 대해서도 의문이 제기됨
- 지정자문인이 상장업체로부터 받을 수 있는 수수료는 연간 1억원 정도에 불과하나⁶³⁾, 상장부터 사후관리, 기업분석 등에 소요되는 비용을 제하고 나면 남는 수익이 거의 없다는 것이 일부 언론 등을 통해 문제점으로 지적된 바 있음⁶⁴⁾

나. 개선방향

- 우선 지정자문인에게 부여된 폭넓은 역할과 관련해 중대형 증권사 위주로 운영되고 있는 현 운영방식의 적정성 여부에 대한 검토가 이루어질 필요가 있음
- 참고로 현재 벤처투자회사들은 자신들이 투자한 회사들에 대해 자금투자 외에 상장 및 유상증자 지원, 경영컨설팅, 경영자문 등 실질적인 사업파트너로서의 역할을 담당하는 경우가 많음
- 따라서 현재 벤처투자회사들이 이미 보유하고 있는 중소기업에 대한 전문화된 경험을 적극적으로 활용하는 방안을 모색할 필요가 있음

63) 참고로 현재 지정자문인이 상장기업으로부터 받는 수수료는 상장지원 관련 수수료와 상장유지 관련 수수료의 두 가지이며, 수수료 액수는 기업과 지정자문인 간의 계약에 의해 자율적으로 결정되고 있는 것으로 알려져 있음

64) 문희철, 「문 열자마자 존폐 위기 코넥스…유동성 못 늘리면 참패는 뻔한 결말」, 『매경이코노미』, 2013년 7월 29일자

- 가령 현재 지정자문인이 모두 수행하도록 하고 있는 기업 발굴·추천, 상장심사 및 상장유지 지원 업무 등을 세부적으로 구분하여, 벤처캐피탈 회사들이 기업 발굴과 추천, 경영자문과 같은 일부 역할을 수행할 수 있도록 허용하는 방안을 모색해 볼 수 있을 것임
 - 이를 통해 ① 기업발굴과 상장심사 기능을 동시에 수행하는 현 지정자문인제도의 구조 하에서 발생할 수도 있는 지정자문인의 내적 이해상충 가능성⁶⁵⁾, ② 벤처투자회사들이 이미 피투자회사들을 대상으로 경영자문 등의 업무를 수행하고 있는 것과 관련해 발생할 수 있는 지정자문인과의 역할 갈등 등 잠재적인 문제점들을 사전에 차단하는 효과도 기대해 볼 수 있음
- 다만 벤처투자회사들이 기업 발굴 외에 상장심사 등의 업무에 개입할 경우, 이들이 가진 중소기업들과의 이해관계로부터 발생하는 부작용을 예상해 볼 수 있어, 이를 최소화하기 위한 장치를 마련할 필요가 있을 것임
 - 가령 벤처캐피탈이 (장래 수익성과는 상관없이) 자신들이 기투자한 기업을 우선하여 상장되도록 노력할 가능성이 있고, 때로는 투자금 조기 회수를 위해 (즉 부실가능성이 큰) 기업과 결탁해 상장을 시도하는 등의 부작용을 예상해 볼 수 있음⁶⁶⁾

65) 참고로 현재 국내 지정자문인은 IB 부문이 기업발굴을, 그리고 내부 리스크 관련 협의체에서 상장추천과 관련한 잠재리스크 요인에 대한 심사업무를 수행하고 있어, 1차적으로 상장추천과 심사 사이에 존재하는 이해상충문제를 완화하고 있는 것으로 볼 수 있음. 다만 두 목적이 상이한 기능 사이에 이해상충문제가 완전히 차단될 수 있는 것인지는 실제 운영경험을 통해 확인이 필요한 문제로 보임

66) 이러한 부작용과 관련해 벤처캐피탈이 일정 수준 이상의 지분을 보유하고 있는 기업을 상장 추천하는 경우, 상장 전후 일정기간 내 일정비율 이하로 지분을 축소하여야 하는 의무를 부과하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것임. 다만

- 또한 벤처캐피탈과 증권회사를 모두 상대해야 하는 과정에서 중소기업 입장에서 상장 절차가 번거롭다고 느끼지 않도록 최대한 절차를 간소화 하는 방안을 모색할 필요도 있을 것임
- 또한 현재 중대형 증권사로만 구성되어 있는 현 지정자문인을 소형 증권사로 확대함으로써 특화된 지정자문인군의 형성을 유도하는 방안을 모색해 볼 필요가 있음
- 소형 증권사들이 적극적으로 지정자문인의 역할을 수행할 경우 적은 수수료 수입으로 인한 지정자문인들의 유인부족 문제를 완화해 볼 수 있을 것임⁶⁷⁾
 - 참고로 영국 AIM의 경우에도 지정자문인이 대형 투자은행이나 증권사 보다는 소형 증권사 위주로 형성되어 있는 것으로 알려져 있음⁶⁸⁾

지분 매각이 용이치 않은 경우가 발생할 수 있으므로, 상장심사 후 적격성이 확인된 기업에 대해서는 모태펀드 등에 지분매각을 허용하는 방안이 마련되어야 할 것임. 또한 두 번째 경우와 관련해서는 벤처캐피탈 회사가 추천기업에 대한 최소한의 지분은 반드시 보유토록 하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것임

- 67) 다만 소형 증권사들을 무분별하게 지정자문인으로 지정할 경우 한국거래소를 대신한 지정자문인의 공정한 상장적격성 심사기능에 문제가 발생할 수 있을 것임. 특히 최근 자본시장 내 거래부진 등으로 국내 소형 증권사들의 경영악화 우려가 심화되고 있어, 역량이 부족한 소형 증권사들이 지정자문인 시장에 진입할 경우 오히려 코넥스시장이 혼탁해지는 부작용이 발생할 가능성도 있음. 따라서 면밀한 사전 검토를 통해 지정자문인의 기능 수행에 적합한 소형 증권사들을 선별하여 지정자문인 시장에 선택적으로 진입시킬 필요가 있을 것임
- 68) 이는 대형 거래를 수입하기에는 역량이 부족한 소형 증권사들이 틈새시장을 공략한 결과로 알려져 있음

2. 시장 내 유동성 부족 현상 및 개인투자의 확대 문제

가. 쟁점

- 현재 코넥스시장에서는 상장기업 수가 단기간에 크게 증가하기 어렵고, 기관투자자들 역시 적극적으로 투자에 나서지 않는 상황에서, 시장 내 유동성 부족상황이 발생하고 있음
- 특히 장기·전문 투자 중심이라는 코넥스시장의 특성을 고려할 때, 상장기업 수 그리고 유상증자 건수가 지속적으로 늘지 않는 한 현재의 구조 하에서는 시간경과에 따라 거래가 계속 줄어들 수밖에 없음
- 그런데 이러한 시장 내 유동성 부족은 투자자들의 투자금 회수가능성에 대한 우려를 높이는 요인으로 작용하고 있음
- 이와 관련해 개장 직후 정치권과 일부 언론 등에서는 개인투자자의 예탁금 기준을 인하함으로써 개인투자자의 시장 진입을 확대해야 한다는 주장이 제기된 바 있음
- 개장 이후 유동성 부족현상이 지속되자 상장사 대표들이 개인투자자들의 시장진입 촉진을 위해 예탁금 기준을 낮춰줄 것을 요구한 것으로 알려짐⁶⁹⁾
- 또한 지난 8월 5일에 정홍원 국무총리가 코넥스시장 지원을 위해 3억원으로 설정되어 있는 개인투자자 예탁금 기준을 낮출 필요가 있음을 언급한 뒤, 이에 대한 논란이 벌어지기도 하였음
- 그러나 금융위원회가 즉시 개인투자자 보호 측면에서 예탁금 기준 인하가 곤란하다는 입장을 보였고, 지난 10월 10일의 「보완대책」에서도 개

69) 박세정, 「코넥스, 개인투자자 예탁금 3억원 기준 완화될 듯」, 『디지털타임즈』, 2013년 7월 18일자

인예탁금 기준 완화에 관한 내용은 포함되지 아니하였음

- 그러나 현재까지 코넥스시장 활성화를 위해 개인예탁금 기준을 완화하여야 한다는 주장이 수그러들지 않고 있음
 - 코넥스시장이 거래 없는 시장이라는 이미지가 굳어질 경우 기업 입장에서는 자금조달 가능성, 투자자들 입장에서는 투자금 회수가능성에 대한 우려가 커짐으로써 거래가 더욱 축소되는 악순환이 이어질 수 있다는 것이 개인예탁금 기준 완화 필요성에 대한 근거로 제시됨

나. 개선방향

- 코넥스시장이 겪고 있는 유동성 부족 문제를 해결하기 위해 개인예탁금 기준을 완화하는 것에 대해서는 신중하게 접근할 필요가 있음
- 시장 개설 초기에 거래가 단기적으로 증가되지 않더라도 우량 기업 중심의 시장이라는 확신을 투자자들에게 심어주는 것이 우선적인 과제로 강조될 필요가 있음
 - 앞서 살펴본 코스닥시장과 프리보드시장의 과거 경험에 비추어 볼 때, 개장 초기에 성장성 있는 우량기업 중심으로 시장이 형성되고 이에 대한 투자자들의 신뢰가 형성될 필요가 있음
 - 특히 중소기업 전용 주식시장이라는 특성상 상장 기업에 대한 정보가 충분치 않기 때문에, 개인투자자 중심으로 투자가 이루어지고 그 과정에서 예상치 않은 투자자 피해가 발생할 경우 코넥스시장에 대한 신뢰도는 크게 훼손될 수 있음
 - 엄밀한 상장심사가 이루어지지 않음으로써 부실기업의 시장진입이 확대될 경우, 투자자들의 거래비용을 증가시키고, 나아가 시장에 대한

신뢰를 떨어뜨림으로써 궁극적으로 시장이 투자자와 기업 모두로부터 외면 받는 결과를 초래할 수 있음

- 따라서 코넥스시장을 전문투자자 중심의 시장으로 운영하고자 하는 정부의 의도는 동 시장의 향후 장기 지속가능성 제고 측면에서 기본적으로 바람직하다고 볼 것임
 - 특히 상장기업수 가 증가할 경우 유동성부족 문제는 점진적으로 완화될 가능성이 있음
- 다만 개인예탁금 기준인 3억원의 금액기준을 지나치게 엄격하게 적용하는 것은 코넥스시장이 가진 특성을 고려할 때 바람직하지 않을 수 있음
 - 기준 금액인 3억원에 대한 경제적 근거가 분명치 않은 상황에서 동 기준을 절대적으로 충족시킬 것을 요구하는 것은 시장의 탄력적 운영을 저해할 가능성이 있음
- 따라서 상당수의 코넥스 상장사들이 개인예탁금 기준 완화를 요구하는 상황에서 예탁금 기준을 완화해주는 대신 이들에게 정보공개 확대 등 투자자 보호 측면에서의 의무를 강화하는 방안을 모색해 볼 필요가 있음
 - 참고로 이와 관련해 최근 일부 상장사들은 자발적으로 연간 사업보고서 외에 분·반기 보고서 제출의무를 부담하는 조건으로 개인예탁금 수준을 1억원으로 낮춰줄 것을 요구하고 있는 것으로 알려져 있음
 - 다만 예탁금 기준이 완화될 경우 개인투자자 중심으로 운영되고 있는 기존 프리보드시장과의 역할 중복에 대한 논란이 커질 것인 바, 두 시장 간 역할 차이에 대한 분명한 가이드라인이 우선적으로 마련될 필요가 있음
- 아울러 유동성 부족 문제를 완화해 나가기 위해서는 상장기업 수를 늘

리는 것과 함께, 코넥스 상장종목을 투자 대상으로 편입한 공모펀드, 금전신탁상품 등의 새로운 상품이 출시·운영될 필요가 있음

- 이들 투자상품에 대해 일정기간 동안 거래세와 소득세 등의 측면에서 혜택을 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것임
- 참고로 현재까지 코넥스 상장종목을 투자 대상으로 한 펀드는 대신자산운용의 ‘대신창조성장 중소형주 펀드’ 1개에 불과함⁷⁰⁾
 - 지난 6월 한국거래소 등 5개 증권유관기관이 공동으로 1,500억원의 펀드를 조성해 코넥스시장에 조성된 자금의 60% 이상을 투자하기로 하였으나 투자실적은 높지 않은 상황임⁷¹⁾
 - 또한 금융위원회 주도로 조성된 성장사다리 펀드 중 코넥스시장에 투자하기로 한 250억원에 대해서도 아직 집행시기가 지연되고 있는 상황임
- 또한 은행권과 증권사들이 연계하여 이들이 관리하고 있는 거액자산가들을 상대로 코넥스시장에 대한 홍보를 강화함으로써 전문 개인투자자의 시장 참여를 유도하는 방안을 모색할 필요가 있음

3. 기존 프리보드시장과의 관계

가. 쟁점

- 코넥스시장 개설 계획이 발표된 이후 기존 프리보드시장의 거래가 급감하는 등 프리보드시장의 폐장 가능성에 대한 우려가 높아짐

70) 이처럼 코넥스 상장종목 대상 투자상품 출시가 지연되고 있는 이유는 무엇보다도 상장기업 수가 많지 않고, 그에 따라 투자수요 역시 크지 않기 때문으로 해석할 수 있음

71) 2013년 11월까지 5개 운용사의 투자금액은 280억원 정도인 것으로 알려져 있음

- 코넥스시장 개설에 대한 논의가 본격화 된 작년 4월부터 약 4개월 동안 프리보드시장에의 신규 법인 지정 승인을 중단함으로써 프리보드시장에 대한 신뢰도가 크게 추락하였음
- 또한 최근 정부의 발표자료 등에서 프리보드시장을 실패한 시장으로 간주하는 내용이 포함되면서 기존 프리보드시장 참가자들의 불만이 고조되었음⁷²⁾
- 참고로 현재 프리보드시장 내에는 50여개의 기업이 상장되어 있고, 이 중 일부는 잠재성장성이 있는 것으로 평가됨
- 금융투자협회가 발표한 자료에 따르면 2013년도 2/4분기 기준 당기순이익이 양(+)을 시현한 프리보드 상장기업이 전체의 50%에 달함⁷³⁾
 - 또한 벤처기업이 아닌 31개의 일반기업 중 자기자본순이익률이 10% 이상을 보인 기업도 11개나 됨
- 그러나 과거 프리보드시장 개설의 취지⁷⁴⁾로 제시되었던 내용이 코넥스시장의 설립 이유로 유사하게 다시 제시된 반면, 양 시장의 역할 차이에 대한 분명한 기준은 아직까지 제시되지 않고 있음⁷⁵⁾

72) 특히 지난 7월 5일에 금융위원회 등이 발표한 「코넥스시장에 대한 10가지 오해와 진실」이라는 보도자료에서는 코넥스시장을 해외 신시장의 성공실패사례 등을 면밀히 검토·분석하여 설계된 ‘준비된 시장’이라고 언급함과 동시에 기존의 프리보드시장이 실패한 시장임을 실질적으로 인정하였음

73) 금융투자협회, 『프리보드 기업분석』, 2013년 가을호, 2013.10. 수록 기업 재무정보 참조

74) 2004년 재정경제부 등이 발표한 「벤처 활성화를 위한 금융·세제 지원방안」에서는 “성장단계에 있는 비상장 벤처기업의 자금조달과 다양한 투자 수요 등 벤처자금의 선순환을 위한 장으로 육성”하기 위해 기존의 장외호가중개시스템을 프리보드시장으로 개편키로 한 것으로 되어 있음

75) 연합뉴스, 「<코넥스 출범 1개월> 프리보드 ‘미운 오리’로 전락」, 『연합뉴스』,

- 다만 현재 금융위원회와 금융투자협회에서는 기존의 프리보드시장을 코넥스시장과 차별화해 존속시키는 것으로 방향을 설정한 것으로 알려짐
- 이에 프리보드시장 참여자들은 금융당국이 프리보드시장과 코넥스시장의 역할을 연계하는 방안을 모색하기보다는, 프리보드시장을 활성화하면 코넥스시장이 침체될 것이라는 흑백논리로 접근하는 것에 불만을 가지고 있는 상황임

나. 개선방향

- 현재 정책적 관심으로부터 소외받고 있는 프리보드시장에 대한 제대로 된 역할을 찾아주는 것이 필요함
- 1999년 최초 개설 이후 13년 이상의 기간 동안 운영되어 온 프리보드시장의 경험과 노하우를 활용하기 위해서라도 동 시장의 폐지는 바람직하지 않음
- 그런데 두 시장 간에는 역할 중복에 대한 우려가 있음에도 불구하고 투자자, 상장요건 및 대상기업 등 외형적인 측면에서 일정한 차이가 존재함

2013년 7월 31일자

[표 15] 코넥스시장과 프리보드시장의 주요 특징 비교

구분 항목	코넥스시장	프리보드시장
시장	장내시장	장외시장
설립목적	비상장 및 코스닥 중간기업 자금 조달	비상장기업 자금조달
상장요건	매출 10억/자기자본5억/순이익 3억 중 택일	-
감사의견	적정	적정
주대상 기업	설립 후 경과연수 3~8년, 매출 30~300억 중소기업	-
투자자	기관 및 전문투자자	개인 및 전문투자자
퇴출요건	감사의견 부적정, 공시서류 미제출, 지배구조 요건 미충족 등	공시서류 미제출, 불성실 공시, 최종부도 등

자료: 코넥스시장 포털, 프리보드 홈페이지 자료 등 재구성

- 실제로 프리보드시장과 코넥스시장은 투자자들의 성격과 상장기업의 규모 면에서 비교적 큰 양적·질적 차이를 보이는 것에 주목할 필요가 있음
- 프리보드시장의 투자자들은 대부분 개인이나, 코넥스시장은 기관투자자와 고액의 자산을 보유한 전문 개인투자자를 주 대상으로 함
 - 프리보드시장에서는 투자자에 대한 별도 자격 요건을 요구하지 않으나, 코넥스시장의 경우 고위험 시장이라는 특징으로 인해 상장주권 매수자에 대해 기본예탁금 3억원을 요구하고 있음
- 프리보드시장 내 상장기업들 중 일부 기업을 제외하고는 대부분이 연간 5천만원에서 1억원의 코넥스 상장유지비용을 감당하기 어려운 영세기업임
 - 2013년 2/4분기 말 기준 프리보드 기업 50개사의 평균 매출액은 230억원, 평균 당기순이익은 10억원으로 비교적 양호한 수준임
 - 그러나 매출액 기준 상위 10개사를 제외한 나머지 회사들의 평균 매

출액은 26억원, 평균 당기순이익은 (-)12억원 수준임

- 이는 2013년 7월 1일 처음 코넥스시장에 상장된 21개 기업들의 평균 매출액 286억원, 평균 당기순이익 14억원과 상당한 차이가 있음

□ 이처럼 두 시장 내 거래기업의 특징에 있어 비교적 뚜렷한 양적·질적 차이가 존재함을 고려할 때, 프리보드시장을 코넥스시장으로의 상장도 부담스러운 신생 창업(start-up)기업 중심의 시장으로 재편하는 방안을 모색해 볼 필요가 있음

○ 현재 코넥스시장의 상장요건인 ① 매출액 10억원 이상, ② 자기자본 5억원 이상, ③ 순이익 3억원 이상 중 택일의 요건은 코스닥시장의 상장요건에 비해 크게 완화된 것이기는 하나, 신생기업의 입장에서는 여전히 부담스러울 수 있음

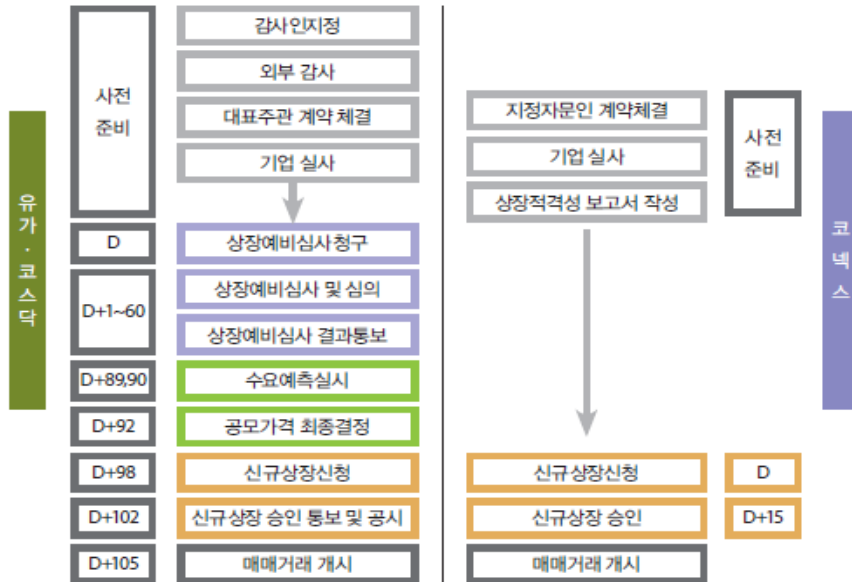
○ 따라서 프리보드시장의 ‘상장 용이성’이라는 특·장점을 최대한 활용하면서도, 프리보드 지정기업에 대한 외부감사 지원 등을 통해 회계 투명성을 제고함으로써 기존 프리보드시장이 지닌 문제점을 보완해 나갈 필요가 있음

4. 상장심사 관련 지정자문인과 한국거래소 사이의 역할 배분

가. 쟁점

□ 코넥스시장에서는 기존에 한국거래소가 담당하던 상장 적격성 심사기능을 지정자문인이 수행토록 함으로써 상장절차의 신속성과 편의성을 제고하고자 하였음

[그림 6] 유가증권코스닥시장과 코넥스시장의 상장절차 비교



자료: 한국거래소, 『코넥스시장의 이해』, 2013.9., p.21.

- 위의 그림에서 보듯 코넥스시장의 상장절차는 ① 지정자문인 선임→② 외부감사→③ 지정자문인에 의한 기업실사→④ 지정자문인의 상장적격성 보고서 작성→⑤ 한국거래소에 신규상장신청→⑥ 한국거래소의 상장심사→⑦ 상장승인 및 매매거래 실시의 과정으로 구성됨
- 즉 유가증권시장과 코스닥시장에서 강제되고 있는 상장예비심사, 수요예측, 최종공모가격 결정 등 장시간이 소요되는 절차들을 지정자문인의 상장 적격성 심사로 대체함으로써 상장절차를 단순화하고, 기간을 단축하였음
- 이와 관련해 현행 「코넥스시장 상장규정」 제8조에서는 지정자문인에 대해 선량한 관리자로서의 주의의무, 그리고 담당 회사의 시장건전성 유지

또는 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사실을 인지(예측)한 때 한국거래소에 보고하여야 할 의무를 규정하고 있음

[표 16] 「코넥스시장 상장규정」 제8조(지정자문인의 의무)

- ① 지정자문인은 지정자문인 업무를 수행함에 있어 선량한 관리자로서 주의의무를 다하여야 한다.
- ② 지정자문인은 지정자문인 선임계약을 체결한 회사(“담당 회사”라 한다. 이하 같다)를 포함한 이해관계자로부터 독립성을 유지하여야 한다.
- ③ 지정자문인은 담당 회사를 포함한 이해관계자로부터 이해상충이 없고, 이해상충을 방지하기 위한 체계를 구축하여야 한다.
- ④ 지정자문인은 담당 회사와의 계약과 그에 따른 지정자문인 업무 수행이 공정하고, 적절하여야 한다.
- ⑤ 지정자문인은 지정자문인 업무를 수행함으로써 취득한 정보에 대해 비밀을 유지하여야 한다.
- ⑥ 지정자문인은 담당 회사에게 투자자의 투자판단이나 시장건전성 유지에 중대한 영향을 미치는 사안의 결의, 결정 또는 사실발생이 예측되거나 인지한 경우 거래소에 지체없이 보고하여야 한다.
- ⑦ 거래소는 제1항부터 제6항까지의 규정에 따른 지정자문인의 의무이행과 관련하여 필요한 사항을 세칙으로 정할 수 있다.

자료: 한국거래소 법규서비스

- 또한 동 규정 시행세칙 제9조에서는 상장규정에서 정하고 있는 의무 이행을 위해 지정자문인이 자체적으로 필요한 적절한 기준 및 절차를 마련하고, 그 운영 실태를 정기적으로 점검토록 규정하고 있음

[표 17] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 제9조(지정자문인 의무이행의 점검)

지정자문인은 규정 제8조에서 정하는 의무 준수 여부의 점검 등을 위하여 필요한 적절한 기준 및 절차를 마련하고, 그 운영 실태를 정기적으로 점검하여야 한다.

자료: 한국거래소 법규서비스

- 그러나 이들 규정만으로는 한국거래소에 지정자문인이 보고해야 하는 사항이 무엇인지, 그리고 지정자문인이 규정상 의무 이행을 위해 마련

하여야 하는 기준과 절차, 점검 프로세스가 무엇인지 명확하지 아니함

- 또한 「코넥스시장 상장규정」 제6조에서는 지정자문인이 되기 위한 자격을, 그리고 동 규정 제7조와 [별표 1]에서는 코넥스 상장공시위원회에 의한 정기 또는 수시의 지정자문인 자격심사에 관해 규정하고 있음

[표 18] 「코넥스시장 상장규정」 제6조(지정자문인의 자격)

- ① 지정자문인이 되고자 하는 법인은 다음 각 호의 요건을 구비하여야 한다.
 1. 법 제8조의 증권을 대상으로 하는 투자매매업(인수업을 포함한다)을 영위하는 금융투자업자로서 거래소 회원일 것
 2. 최근 3년간 인수업무 실적이 있는 자로서 세척이 정하는 요건을 충족할 것
 3. 지정자문인 업무수행에 필요한 인력을 보유한 자로서 세척이 정하는 요건을 충족할 것
 4. 최근 3년간 금융관련 법령위반으로 업무정지 이상의 조치를 받은 사실이 없을 것
 5. 최근 3년간 금융관련 법령위반으로 지정자문인 업무 담당 임원의 문책경고이상이나 직원의 감봉이상의 조치를 받은 사실이 없을 것
 6. 거래소로부터 지정자문인 자격취소 조치를 받은 날부터 3년이 경과할 것
 7. 기업의 가치제고, 투자자 보호 및 시장의 건전한 발전에 기여할 능력을 보유할 것
- ② 거래소는 제1항제7호의 지정자문인 자격요건은 세척에서 정하는 바에 따라 심사한다.
- ③ 지정자문인은 지정자문인 자격이 유지되는 동안 제1항제1호·제3호·제4호·제5호·제7호의 요건을 구비하여야 한다.

자료: 한국거래소 법규서비스

[표 19] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 제7조(지정자문인 자격요건)

(중간 생략)

- ④ 규정 제6조제2항에서 “세척에서 정하는 바”는 [별표 1]에서 정하는 바에 따른다.

자료: 한국거래소 법규서비스

[표 20] 「코넥스시장 상장규정 시행세칙」 [별표 1](지정자문인의 질적 심사기준)

심사항목	세부 심사항목
적합성	지정자문인 지정신청 이유 및 사업계획의 타당성
기업가치제고	- 기업실사, 상장적격성 심사 및 기업공시·신고 대리 등 지정자문인 업무수행 능력보유 - 창업투자회사와의 협업체계 구축 및 협업체계의 안정성
시장기여도	자기자본투자, 투자자 유치 및 유동성공급자로서 의무이행 계획 등의 타당성
이해상충방지 및 독립성 유지	이해상충 방지 및 독립성 유지를 위한 체계 구축
기 타	그 밖에 투자자 보호 및 시장의 건전한 발전을 훼손할 우려가 없을 것

자료: 한국거래소 법규서비스

- 이들 규정의 내용을 살펴보면 투자자 보호 및 시장 건전성 유지와 관련해 지정자문인이 갖추어야 할 자격의 내용, 거래소가 지정자문인 자격 심사 시 적용하여야 할 적격성 심사기준이 명확하지 않음
 - 이처럼 규정 내용이 명확하지 않은 이유는 지정자문인의 투자자 보호 등과 관련한 자격 조건·의무를 지나치게 상세히 규정할 경우 기업 발굴 및 상장 유도과 같은 역할 수행에 지정자문인들이 적극적으로 나서지 않을 가능성이 있기 때문으로 해석해 볼 수 있음
- 하지만 이러한 규정 등의 내용이 지닌 불명확성은 향후 상장기업의 조기 상장 폐지 등으로 소비자 피해가 발생할 경우 지정자문인과 한국거래소 사이에 책임 소재 문제를 야기할 가능성이 있음
 - 「코넥스시장 상장규정」에서는 상장심사, 신규상장승인, 변경 및 추가상장, 매매거래정지 및 재개, 상장폐지 등의 권한을 한국거래소에 전적으로 귀속시키고 있음⁷⁶⁾

- 그러나 동 규정 제4조에서는 상장(신청)법인의 규정에 따른 통지, 서류제출, 신고 및 공시 등을 지정자문인을 통하도록 규정하고 있고, 제12조에서도 신규상장신청과 관련해 지정자문인이 작성한 상장적격성 보고서를 거래소에 제출토록 하고 있음
- 따라서 이러한 업무 수행과 관련해 지정자문인이 선량한 관리자로서의 의무를 충분히 이행하였는지에 대한 책임 문제가 제기될 수 있음

나. 개선방향

- 투자자 보호 등의 명목으로 지정자문인들에게 과도한 부담을 줄 경우 아직 거래가 활성화되지 않은 개장 초기에 지정자문인들이 신규기업 상장 등과 관련해 수행해야 할 적극적인 역할을 위축시키는 부작용을 초래할 수 있음
- 그러나 지정자문인 제도의 도입 취지를 고려할 때 지정자문인의 의무와 책임을 담보하기 위한 제도적 보완장치의 마련이 시장 활성화 수준에 따라 단계적으로 이루어질 필요가 있음
 - 코넥스시장이 초기 코스닥시장이나 지금의 프리보드시장과 같은 시행착오를 겪지 않기 위해서는 동 시장 내에서 거래되고 있는 기업의 재무적 건전성에 대한 투자자들의 신뢰가 구축되는 것이 필요하고, 이를 위해 지정자문인들의 공정한 역할과 책임이 요구됨
 - 이를 위해 상장기업들의 재무정보에 대해 가장 직접적인 가용 정보를 획득할 수 있는 지정자문인의 감독책임을 강화하는 한편, 지정자문인과 한국거래소 사이의 책임 배분 문제를 분명히 하는 것이 필요함

76) 「코넥스시장 상장규정」 제12조, 제19조, 제27조, 제28조 참조

- 이를 위해 앞서 살펴본 제 규정의 불명확한 내용들을 보완해 나갈 필요가 있음
- 지정자문계약을 맺은 기업에 대한 지정자문인의 감독 의무를 강화하고, 「코넥스시장 상장규정」 제8조에서 정하고 있는 지정자문인의 의무와 관련해 내부적으로 마련하여야 하는 기준 및 절차의 내용을 명확히 할 필요가 있음
- 또한 투자자 보호와 시장건전성 유지를 위해 지정자문인이 갖추어야 할 자격과 그에 대한 심사기준 역시 구체적으로 마련되어야 함

5. 중소기업의 자발적 상장 유인

가. 쟁점

- 정부가 작년 4월에 발표한 「신설방안」에 따르면 외부감사대상 비상장 중소기업 수, 비상장 벤처기업 및 이노비즈기업 수 등을 고려할 때 코넥스시장에로의 상장수요는 충분할 것으로 예상되었음⁷⁷⁾
- 그러나 정부는 현재 코넥스시장의 거래 활성화에 주안점을 두고 있음으로 해서 국내 중소기업이 자본유입 대신 대출을 선호하고 있는 구조적인 문제점에 대한 충분한 보완책을 마련하지 않고 있는 것으로 볼 수 있음
- 일반적으로 혁신형 중소기업들은 자본유입보다는 은행으로부터의 차입을 선호하는 경향을 보이는데, 그 이유는 투자자들로부터의 경영권이나 소유권 침해, 또는 기술 유출 등을 당할 것을 우려하기 때문임⁷⁸⁾

77) 금융위원회, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 「중소기업 전용 주식시장」 신설방안」, 2012.4.5., p.4.

- 실제로 일부 기업은 지정자문인으로부터 상장요건에 대한 심사 및 경영자문을 받는 과정에서 불필요한 간섭이나 내부 회사정보가 유출될 것을 우려하기도 함⁷⁹⁾

나. 개선방향

- 중소기업들의 코넥스시장으로의 자발적 상장유인을 제고하기 위해 상장기업들이 가진 기술이나 노하우에 대한 확실한 보호장치가 마련될 필요가 있음
- 국내 중소기업이나 벤처기업의 경우 특허권 등 지식재산권에 대한 침해에 노출되어 있는 정도가 대기업에 비해 매우 큰 것으로 알려져 있음
 - 지식경제부(현 산업통상자원부)⁸⁰⁾에 따르면 2010년 한 해 동안 조사대상 대기업 중 특허권의 침해를 당한 기업은 0.7% 정도이나, 중소기업과 벤처기업의 경우에는 각각 2.4%와 6.5%로 나타남
 - 반면 동 기간 중 기업들이 민사소송을 통해 지식재산권 침해에 대해 손해배상액을 인정받거나 당사자 간에 화해가 이루어진 비율은 25.8%에 불과함
 - 또한 지식재산권 침해에 대해 실효성 있는 행정·사법적 조치가 제대로 취해지지 않고, 과도한 시간과 비용이 소요됨으로써 재정적 여력이 약한 중소기업의 어려움을 가중시키는 것으로 나타남
- 국내 중소기업들이 대출중심의 자금조달을 지속하고 있는 것에는 투자유치 과정에서 발생할 수 있는 경영상 비밀 누출, 특허 등 지식재산권

78) 배경일, 『중소기업금융-이론과 실제』, 두남, 2009., p.135. 참조

79) 이종현, 「코넥스 프리보드 전철 안 났을까?」, 『조선비즈』, 2013년 6월 24일자

80) 지식경제부, 『2011년 지식재산활동 실태조사』, 2012.

탈취, 기업 소유권 위협 등에 대한 우려가 내재되어 있음

- 중소기업의 경우 법률 지식 보유 전문 인력의 부족 등으로 투자계약과 관련해 사전적으로 피해에 노출될 가능성이 크고, 지식재산권 등에 대한 피해가 발생한 경우에도 효과적으로 사후 대응을 하지 못하는 경우가 많음
- 따라서 중소기업들이 코넥스시장을 새로운 자금조달채널의 하나로 신뢰할 수 있도록 하기 위해서는 지정자문인의 비밀유지 의무, 투자자와 지정자문인의 불공정 행위에 대한 한국거래소의 사전 감시 및 신속한 사후처리기능을 확고히 할 필요가 있음
- 특히 신규 상장 및 상장유지, 기업재무분석 등과 관련해 개별 기업에 대해 핵심적인 정보를 보유·관리하게 될 지정자문인의 불공정 행위 등에 대해 해당 기업이 신속히 구제받을 수 있도록 하는 장치가 마련될 필요가 있음
- 참고로 현행 「코넥스시장 상장규정」에서는 지정자문인이 업무수행 중 취득한 정보에 대해 비밀을 유지하도록 규정하고 있으며⁸¹⁾, 상장기업의 경영권 분쟁 등으로 임원의 선임이 적법하게 이루어지기 어렵다고 판단될 경우 한국거래소 임직원이 주주총회에 참석할 수 있도록 규정하고 있음⁸²⁾
- 그러나 상장기업의 이익을 침해할 수 있는 지정자문인 또는 투자자의 행위에 대해 신속히 분쟁을 처리하거나, 피해기업의 피해를 보전해 줄 수 있는 별도의 장치 또는 절차는 마련되어 있지 아니함

81) 「코넥스시장 상장규정」 제8조 제5항

82) 「코넥스시장 상장규정」 제24조 제3호

- 따라서 현재 투자자 보호 중심으로 되어 있는 한국거래소의 지정자문인과 역할을 상장기업 보호의 측면에서 보완할 필요가 있음
- 지정자문인 또는 투자자의 업무상 불공정 행위에 대해 한국거래소에 신고할 수 있도록 하고, 법률적 분쟁 발생 시 그로 인해 상장기업의 피해를 최소화할 수 있는 구제장치를 마련하는 방안을 모색해 볼 필요가 있을 것임

VI. 결론

- 코넥스시장은 저성장 추세가 이어지고 있는 우리 경제의 질적 구조 변화를 촉진할 수 있는 자본시장 인프라의 하나로 도입된 것임
- 코넥스시장이 제기능을 수행하게 될 경우 동 시장뿐만 아니라 코스닥시장까지 활성화되는 전후방효과를 가져올 수 있을 것인 바, 동 시장의 조기안착 및 활성화는 매우 중요한 과제임
- 코넥스시장이 활성화될 경우 초기 벤처·중소기업의 새로운 자금조달채널이 마련되는 것과 함께, M&A와 지분매각 촉진을 통한 벤처캐피탈의 중간회수와 중소기업의 상장 및 경쟁력 강화효과를 가져올 수 것으로 기대됨
- 아울러 지정자문인 제도가 제대로 작동할 경우 중소기업 가치평가, IPO, M&A 등을 통한 금융투자회사의 IB(Investment Banking) 역량을 강화하는 계기가 될 수 있음
- 코넥스시장의 조기 정착을 위해 우선 시장 개설 초기에 많은 우량기업들이 시장에 상장되고, 거래될 필요가 있음
- 충분한 수의 우량 중소기업들이 상장되고 그에 대한 정보가 누적될 경우 투자자들은 자연스럽게 코넥스시장에 관심을 가지게 될 것이며, 현재 코넥스시장의 문제점으로 제기되고 있는 여러 문제점들이 상당부분 해소될 수 있을 것임
- 따라서 초기에 정부와 한국거래소, 지정자문인의 협조를 통해 다수의 잠재성장성이 큰 중소기업을 발굴·심사·상장시키려는 노력이 필요함

- 다만 이 과정에서 단지 기업 수만을 늘리는 것이 아닌, 투자자들이 관심을 가질 만한 기업들을 발굴·상장시키는 것이 중요함
- 아울러 상장 기업에 대한 적극적인 홍보 및 정보제공이 이루어질 수 있도록 함으로써 국내외 투자자들이 코넥스시장에 관심을 가질 수 있도록 유도할 필요가 있음
- 개설 초기에 투자자들이 상장기업에 대한 정보가 많지 않으므로 투자에 보수적인 입장을 보이는 것은 당연한 것으로 볼 수 있음
- 현재 지정자문인이 반기별로 작성하여 한국거래소에 제출하여야 하는 기업 현황보고서만으로는 투자자들에게 충분한 정보를 제공하기 어려울 수 있음
- 따라서 한국거래소와 지정자문인이 연계해 공동 기업설명회 개최 등을 지원함으로써 투자자들과의 접촉면을 최대한 확대할 필요가 있음
- 모태펀드를 운영하면서 투자 대상기업 및 해당 기업이 속한 산업에 대한 분석업무를 수행하고 있는 한국벤처투자(주)와의 업무 연계성을 강화시키는 방안 또한 모색해 볼 필요가 있을 것임
- 단기적인 거래 활성화에 매달리기 보다는, 중장기적으로 시장을 안착시켜 나가려는 노력이 필요함
- 과거 코스닥시장과 프리보드시장의 운영과정에서 경험한 시행착오를 충분히 참고할 필요가 있음
- 아울러 해외에서 운영되고 있는 성공적으로 운영되고 있는 신시장들의 경우 거래소 등 공적 기구의 직접적 개입은 최소화하면서도, 시장 내 지정자문인-기업-투자자 간의 신뢰가 충분히 형성되어 자율적으로 기능하고 있다는 점에 주목할 필요가 있음

- 코넥스시장이 활성화되기 위해서는 시장 내 자율적 규율 체제가 점진적으로 형성되는 것이 필요함
 - 다만 이 과정에서 정부 등의 공적 주체가 시장의 자율성을 훼손하지 않는 범위 내에서 시장조성자 및 규제자로서의 역할을 담당할 필요가 있음
- 코넥스시장에 대한 세제지원 및 규제완화를 통해 투자자들과 기업들에게 시장을 활성화시키고자 하는 정부의 의지에 대한 믿음을 심어줄 필요가 있음
- 참고로 코넥스시장 활성화 필요성에 대한 여야의 공통적인 인식에도 불구하고, 코넥스 상장기업에 대한 투자 시 법인세 비과세 및 벤처캐피탈의 코넥스 상장기업에 대한 투자제한 완화를 위한 「조세특례제한법」 및 「중소기업창업지원법」 개정안이 아직 국회를 통과되지 못하고 있는 상황임
- 궁극적으로 코넥스시장이 제 기능을 원활히 수행하기 위해서는 단기적으로 상장기업의 원활한 자본조달이 이루어지고, 중장기적으로는 코스닥 시장으로의 성공적인 이전상장 사례가 누적될 필요가 있음
- 자본조달과 이전상장 성공에 대한 평판이 확산된다면 우량기업의 시장 진입과 투자자의 투자 참여가 동시에 이루어지는 선순환 구조가 형성될 수 있을 것임
 - 또한 중소기업간 M&A 및 코스닥 이전상장이 활발해질 경우, 수수료 등을 획득하기 위한 지정자문인들의 시장참여유인 역시 제고될 수 있을 것임
- 다만 최근 자본시장의 전반적인 침체기조에 비추어 단기적으로 코넥스 시장만의 활성화를 기대하는 것은 무리가 있음

- 따라서 시장의 성과에 대한 성급한 판단과 비판보다는 시장 참여자들 간의 협조 및 신뢰기반을 구축해 나감으로써 코넥스시장이 또 하나의 성공한 시장으로 정착할 수 있도록 지속적인 관심과 제도보완이 이루어져야 할 것임

참고문헌

- 관계기관 합동, 「중소기업 자금조달의 장으로 조기안착을 위한 코넥스시장 보완대책」, 2010.10.
- 관계부처 합동, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 정책금융 지원의 다양화 방안」, 2012.4.
- 구정환, 「프리보드 활성화 과제」, 『금융포커스』 제16권 제38호, 2007.9.
- 금융감독위원회·금융감독원, 「코스닥시장 신뢰회복 방안」, 2002.12.
- 금융발전심의회, 「증권·선물시장 운영체제 개편방향」, 2003.3.
- 금융위원회, 「창업·중소기업 금융환경 혁신을 위한 「중소기업 전용 주식시장」 신설방안」, 2012.4.
- _____, 「미국 신시장(BX Venture Market) 현황」, 『현지보고서』, 2012.
- _____. 한국거래소, 「코넥스시장 설명 자료」, 2013.6.
- _____. 한국거래소, 「코넥스시장에 대한 10가지 오해와 진실」, 2013.7.
- 금융투자협회, 『2013 금융투자 FACT BOOK』, 2013.7.
- _____, 『프리보드 기업분석』, 2013년 가을호, 2013.10.
- 김정주, 「코넥스(KONEX)시장 활성화를 위한 정책방향」, 『이슈와 논점』, 2013.8.23.
- 남유선, 「중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX」, 한국증권법학회 발표논문, 2013.10.
- 배경일, 『중소기업금융 - 이론과 실제』, 서울, 두남, 2009.
- 손상호·김동환, 「중소기업금융의 발전과제」, 『KIF 금융리포트』, 2013.6.
- 송치승, 「프리보드시장의 작동을 위한 여건조성과 시장제도는 무엇인가?」, 『월간하나금융』, 2012.2.
- 안중배, 「창조경제시대 국내 벤처·중소기업 Dream Up 한국형 발전 모델 및

육성 정책」, 국내벤처·중소기업 발전모델 정책세미나 자료집, 2013.5.

재정경제부, 「장외주식 호가중개시장 개설방안」, 1999.5.

_____, 「증권·선물시장 개편기본방안」, 2003.5.

_____, 「증권·선물시장의 선진화추진계획」, 2003.8.

_____. 금융감독위원회, 「벤처 활성화를 위한 금융·세제 지원방안」, 2004.

중소기업중앙회, 『2013 중소기업 위상지표』, 2013.5.

지식경제부, 『2011년 지식재산활동 실태조사』, 2012.

키움증권, 『한권으로 정리하는 KONEX』, 2013.9.

한국거래소, 「중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안」, 『KRX Market』 제90호, 2012.8.

_____, 『코넥스시장의 이해』, 2013.9.

한국금융연구원, 「도쿄증권거래소의 프로투자자전용시장 설립방안」, 『주간금융프리프』 제18권 제7호, 2009.2.

Global Insight, *Comparative World Overview*, 2012.3.

Deloitte, *Public Listing in Singapore, Make the Right Move*, 2008.

_____, *Public Listing in Singapore, Why, What and How*, 2012.

Grant Thornton International, *The 2008 Global New Markets Guide*, 2008.

LSE, *AIM Rules for Nominated Advisors*, 2007.2.

_____, *AIM Factsheet*, 2013.11.

OECD, *Looking to 2060: A Global Vision of Long-Term Growth*, 2012.11.

TMX, *Daily Report*, 2013.10.

[NARS:_____]

현안보고서 발간 일람

호 수	제 목	발간일	집필진
제212호	한국국제협력단법」 제18조의2(국제빈곤퇴치기여금)의 입법영향분석	2013.12.27	유웅 조
제211호	주요국의 정치자금 투명성 관리제도	2013.12.26	이현출 임채진
제210호	공공임대주택 재정지원의 쟁점과 과제	2013.12.26.	장경 석
제209호	「최저임금법」 제6조5항[택시근로자 최저임금 산입범위]에 대한 입법영향분석	2013.12.26.	한인 상
제208호	북한이탈주민 정착·지원정책의 현황 및 과제	2013.12.26.	이승 현
제207호	국내 영화산업의 다양성 확보를 위한 과제	2013.12.20.	조 형근
제206호	수도권 도시철도 요금체계의 문제점과 과제	2013.12.19.	박준 환
제205호	「정보통신망법」상 임시조치 규정에 대한 입법영향분석	2013.12.18.	김유 향 심우 민
제204호	예비타당성조사제도의 쟁점 및 개선방안	2013.12.18.	조주 현 정도영 박준 환
제203호	북한 경제·핵무력 병진노선의 특징과 평가	2013.12.17.	김갑 식
제202호	「건설근로자의 고용개선 등에 관한 법률 일부개정법률안」의 규제영향분석	2013.11.29	김 준
제201호	천연가스 직도입 확대가 가스 및 전력 시장에 미치는 영향	2013.11.15.	유재 국
제200호	남북경협 의 현황과 과제: 정치·경제학적 접근을 중심으로	2013.11.7.	이승 현
제199호	주방용 오물분쇄기에 의한 음식물류 폐기물 처리의 주요 쟁점 및 과제	2013.9.26.	이동 영

호 수	제 목	발간일	집필진
제198호	주요국 의회의 의원에 대한 지원제도	2013.8.21.	김영일 전진영
제197호	법제화 커버드본드의 현황과 정책과제	2013.8.16.	김효연
제196호	핀란드 초·중등 교육제도의 특징 및 시사점	2013.8.5.	이덕난
제195호	연근해어선 감척사업의 현황과 개선방향	2013.7.29.	유제범
제194호	공동주택 층간소음의 현황과 개선 과제 -주택의 건설기관과 관리방안을 중심으로-	2013.7.24.	이창호
제193호	복지사업의 '중복' 및 '편중' 현황과 과제	2013.5.6.	이만우 김영수
제192호	수도권규제관련 해외정책 동향과 과제	2013.4.17.	이창호
제191호	군사법원법상 관할관·심판관제도 개선방안	2013.4.5.	한석현 이재일
제190호	일본 중의원 총선 결과 분석 및 자민당 정권의 주요 정책 전망	2013.3.13.	이현출 김유정
제189호	국가 수자원 조사 선진화 방안	2013.2.28.	이기하
제188호	국회의원 비례대표 선거제도 개선방안의 시뮬레이션 분석	2013.2.26.	김종갑
제187호	청년 고용현황과 정책과제	2013.2.20.	박기현
제186호	부가가치세 간이과세제도의 문제점 및 개선방안	2013.2.19.	서동국 허원
제185호	김정은 정권 출범의 특징과 향후 전망	2013.1.18.	김갑식
제184호	유아교육·보육과정의 통합에 따른 문제점과 개선방향	2013.1.15.	전형진
제183호	「행정기관 소속 위원회의 설치운영에 관한 법률」상 중복 위원회의 설치제한 조항의 입법영향분석	2013.1.14.	박영원
제182호	「국회법」개정안 중 의안자동상정제와 안건신속처리제의 입법영향분석	2013.1.9.	전진영

호 수	제 목	발간일	집필진
제181호	「의료법」및「약사법」상 리베이트 제재 강화조항의 입법영향 분석	2012.12.31.	김 주 경
제180호	「아동복지법」상 학대 피해아동 보호의 문제점과 개선방안	2012.12.31	이 여 진
제179호	노동조합 및 노동관계조정법 상 근로시간면제제도 관련 조항의 입법영향분석	2012.12.31	한 인 상
제178호	MVNO 활성화 현황과 향후 과제	2012.12.31	이 정 윤 이 승 현
제177호	외국인학교·외국교육기관·국제학교의 주요쟁점과 과제	2012.12.31	유 의 정 이 덕 난
제176호	저작물 자유이용 활성화를 위한 과제	2012.12.31	조 형 근
제175호	문화복지의 동향과 문화복지사업의 개선 방향	2012.12.28	김 휘 정
제174호	국가영어능력평가시험(NEAT)의 주요 쟁점 및 개선방향	2012.12.27	이 덕 난 유 지 연
제173호	한·칠레 자유무역협정(FTA)의 수출효과 분석과 시사점	2012.12.26	최 세 중 김 봉 주
제172호	서비스산업의 발전을 위한 정책과제	2012.12.6	조 주 현
제171호	「근로기준법」 적용범위 확대 방안	2012.12.5	한 인 상
제170호	「산업재해보상보험법」상 특수형태근로종사자 가입 특례조항의 입법영향분석	2012.11.23	김 준
제169호	헌법재판관 공백방지를 위한 입법개선방안	2012.11.13	김 선 화
제168호	에너지·환경정책 관련 투자자 ISD 사례연구-바덴팔 대 독일 정부의 경우	2012.11.8	최 준 영
제167호	2012 미국대선: 민주당과 공화당의 정책 비교	2012.11.5	이 정 진
제166호	「공직선거법」상의 SNS선거규제 조항에 대한 입법영향분석	2012.10.18	김 유 향 심 우 민
제165호	보건의료 취약계층 건강 보호 정책	2012.10.12	김 주 경

호 수	제 목	발간일	집필진
제164호	대체적 분쟁해결제도(ADR)법제의 주요 쟁점과 입법과제 : 조정을 중심으로	2012.9.14	이 건 목
제163호	교육지원청 개편 정책의 쟁점 및 개선방안	2012.9.13	이 덕 난
제162호	국민연금급여의 국가 지급책임과 연계한 기금운용 개선방향	2012.8.24	원 종 현
제161호	선거방송의 쟁점과 개선방안	2012.8.22	김 여 라
제160호	한강 수계관리기금 관리정책의 개선방안	2012.8.8	김 경 민
제159호	형사조정제도의 운영 현황과 개선 과제	2012.7.13	이 혜 미
제158호	가정폭력 예방 및 피해자 보호정책 현황과 개선과제	2012.6.25	조 주 은
제157호	전력계통운영시스템(EMS) 운용 현황과 개선 방안	2012.6.15	유 재 국
제156호	제18대 국회 입법 활동 분석	2012.6.7	전 진 영
제155호	「위치정보보호법」상의 동의규정에 대한 입법영향분석	2012.5.31	김유향 심우민
제154호	국회 원구성 과정의 특징과 문제점	2012.5.17	전 진 영
제153호	실업통계의 문제점과 개선과제	2012.5.14	박 기 현
제152호	스마트TV의 현황과 정책과제	2012.5.10	조 희 정
제151호	IT 생태계 구조변화에 따른 IT 추진 체계 개편 방향	2012.4.25	조 주 현 정도영 유재국 김민지 박영원 조희정 심우민
제150호	경전철 사업의 문제점과 개선방안	2012.4.16	김 형 진

호 수	제 목	발간일	집필진
제149호	식품산업 산업연관분석과 정책방향	2012.4.6	장영주 정도영 김봉주
제148호	총액한도대출제도의 현황 및 개선방안	2012.3.27	권순영
제147호	국회의원 선거구획정의 문제점과 개선방향	2012.3.26	김종갑
제146호	디지털 환경에서 영상물 유통 규제 개선방안: 영상물 등급분류 제도를 중심으로	2012.3.23	조형근
제145호	문화외교와 국제문화교류 부문 정책수행체계의 개선방안	2012.3.13	김휘정
제144호	「기업구조조정촉진법」의 입법영향분석 - 경제적 효과를 중심으로 -	2012.2.21	원종현
제143호	북핵 일괄타결 협상안과 6자회담: 추진현황과 정책과제	2012.1.25	이승현

-----NARS

현안보고서 제213호

발 간 일 2013년 12월 30일
발 행 고 현 옥
편 집 경제산업조사실 금융외환팀
발 행 처 국회입법조사처
서울특별시 영등포구 의사당대로 1
TEL 02 · 788 · 4582
인 쇄 경성문화사 (TEL 02 · 786 · 2999)

1. 이 책자를 허가 받지 않고 복제하거나 전재해서는 안 됩니다.
 2. 내용에 관한 자세한 사항은 집필자에게 문의하여 주시기 바랍니다.
 3. 전문(全文)은 국회입법조사처 홈페이지(<http://www.nars.go.kr>)
‘NARS 발간물’에 게시되어 있습니다.
-

ISSN 2005-3215
발간등록번호 31-9735024-000636-14

© 국회입법조사처, 2013

현안보고서 제213호

코넥스시장의 현황 및 개선방향

