

혁신 기업 육성과 코스닥 시장의 연계적 발전을 위한 5가지 논점*

선임연구위원 남길남

혁신 기업을 육성하고 그 회수 시장으로 코스닥 시장을 더욱 발전시켜야 한다는 주장이 힘을 받고 있다. 본고에서는 이와 관련해서 5개의 논점을 제시하고자 한다. 첫째, 코스닥 지수로만 코스닥 시장의 성과를 평가할 수는 없으며 이전 상장의 효과를 포함하여 총체적으로 바라볼 필요가 있다. 둘째, 자칫 코스닥에 대한 정책적 지원과 시장의 관심이 과도해지면 비슷한 여건의 코스피 종목이 소외를 받을 가능성에 유의해야 한다. 셋째, 개인투자자 중심으로 소형 종목이 많은 코스닥 시장은 신뢰 구축의 숙제가 남아있다. 넷째, 혁신 기업에 대한 지원 정책이 양적 목표에만 국한되어서는 안 된다. 다섯째, 코스닥 시장의 발전은 혁신 기업의 질적 육성과 자본시장 발전을 위한 인프라 재편의 관점에서 바라봐야 할 것이다.

1996년 7월 1일 출범한 코스닥 시장은 미국의 나스닥 시장에 비유될 정도로 혁신 기업의 요람 역할을 수행해 왔다. 시장 개설 초기 343개에 불과했던 등록 기업은 21년이 지난 현재 1,263개로 늘어났다. 그러나 코스닥 지수를 보면 최근의 활황세에도 불구하고 출범 시점의 기준지수 1,000 포인트와 비교해도 250 포인트나 낮은 상황으로 최근 나스닥 지수가 연일 최고점을 경신하며 2000년 초 IT 버블 당시의 고점보다 34% 이상 상승한 것과 비교하면 코스닥 지수는 매우 저조한 성과를 보이고 있다.

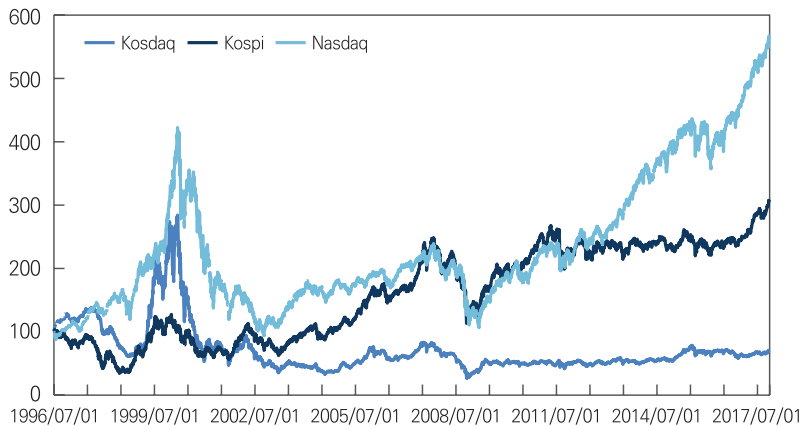
따라서 코스닥 시장이 혁신 기업의 회수 시장으로 제 역할을 하고 있는지에 대한 우려가 커지고 있으며, 정책적 지원을 강화해야 한다는 목소리도 설득력을 얻고 있다. 본고에서는 혁신 기업 육성과 코스닥 시장의 연계 발전을 위한 5가지 논점에 대해 논의해보고자 한다.

첫째, 코스닥 지수가 코스닥 시장의 모든 성과를 보여주지는 않는다.

나스닥 지수와 대비하여 매우 저조한 코스닥 지수를 보면 코스닥 시장에 구조적 문제가 있으며 혁신 기업의 회수 시장으로서 제 역할을 하지 못하는 것으로 생각할 수도 있다. 그런데 과연 코스닥 지수가 코스닥에 등록된 혁신 기업의 성과를 정확히 반영하고 있는지에 대해서 고민해 봐야한다.

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

〈그림 1〉 코스닥, 코스피, 나스닥 지수 추이



주 : 1996.7.1일=100
 자료: 한국거래소, Bloomberg

우선 코스닥은 나스닥과 달리 우량 기업들의 코스피 이전 상장을 경험하였다. 지금까지 코스피로 이전 상장한 코스닥 기업의 개수는 87개로 상장폐지된 17개 기업을 제외해도 70개나 된다. 이 중에는 코스피 시가총액¹⁾ 순위로 6위인 네이버, 33위 엔씨소프트, 36위 기업은행, 37위 현대중공업처럼 대형종목들도 존재하는데 코스피 200위 안에 드는 이전 상장 기업은 15개에 이르고 있다. 이전 상장 기업의 전체 시가총액은 코스피 시가총액의 6.3%를 차지하고 있으며, 코스닥 시가총액의 36.2%에 해당한다.

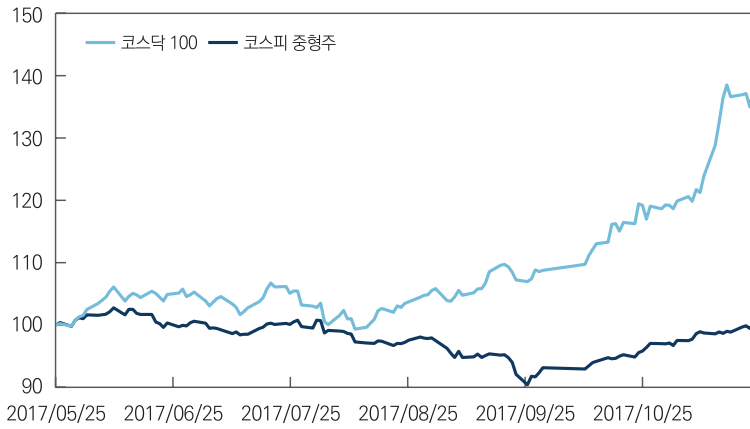
물론 이전 상장 기업의 시가총액이 코스닥에 머물러 있었다고 해도 동일했을 것이라고 가정하기는 힘들지만 이전 상장 기업들이 코스닥을 거쳐 성장했음을 감안하면 코스닥 기업의 성과를 굳이 코스닥 지수로만 한정해서 볼 필요는 없다고 할 수 있다. 따라서 코스닥 지수로만 코스닥 시장의 전체 성과를 평가하는 것은 지나친 과소평가라고 할 수 있다.

둘째, 일부 코스피 종목의 소외 가능성도 유의해야한다.

다음으로 코스닥 기업만 혁신적인가 하는 의문이 제기될 수 있다. 코스닥 시장은 기술기업의 상장이 우대되고 코스피 시장과 비교하여 상대적으로 기업 규모가 작고 성장성이 크다고 할 수 있지만 두 시장을 완벽히 구분하기는 매우 어렵다. 기업 규모로 봤을 때 코스닥 상위 100개 종목의 시가총액은 평균적으로 코스피 중형주 200개 종목의 시가총액과 매우 비슷한데²⁾ 지수 성과는 2017년 9월 이후 상반된 모습을 보이고 있다.

1) 2017년 12월 5일 시가총액 기준이다.
 2) 2016년 11월 28일~2017년 11월 27일 기간 동안 코스피 중형주 200개 종목(101~300위)의 시가총액 평균은 8,800억원이고 코스닥 100 종목의 시가총액 평균은 8,615억원이다.

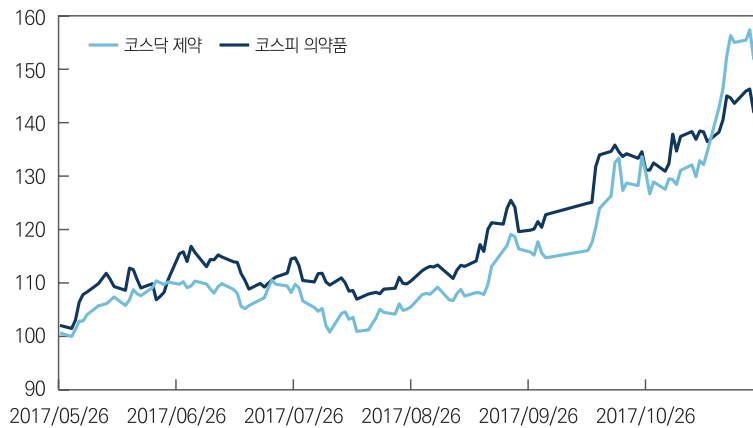
〈그림 2〉 최근 코스닥 100 지수와 코스피 중형주 지수 추이



자료: 한국거래소

물론 코스피와 코스닥 종목의 시가총액이 엇비슷하다고 해도 업종 차이로 인해 수익률의 경로가 크게 달라질 수 있다. 그런데 산업 섹터가 유사한 두 시장의 업종 지수에서도 최근 들어 주가가 차별화되는 현상이 관측되고 있다. 최근 주목을 받고 있는 바이오 종목을 주로 속해있는 코스닥 제약 업종 지수와 이에 대응하는 코스피 의약품 업종 지수의 최근 경로를 보면 2017년 11월 중순부터 코스닥 제약 업종 지수가 급격히 오르며 두 지수의 격차가 벌어지고 있다. 따라서 코스닥 시장에 대한 정책적 지원은 혁신 기업 육성이라는 과제와 맥을 같이 하는 것이 전제되어야 한다.

〈그림 3〉 최근 코스닥 제약 업종과 코스피 의약품 업종 지수 추이



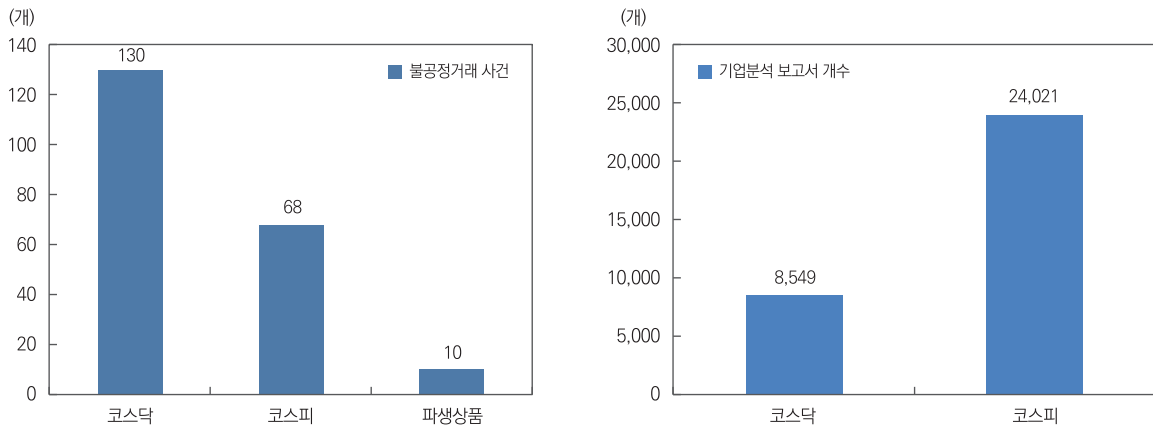
자료: 한국거래소

셋째, 코스닥 시장의 지속적 성장을 위해서는 신뢰도 회복이 중요하다.

코스닥 시장의 거래자는 개인이 85.5%³⁾로 압도적 비중을 차지하고 있다. 개인 중심의 코스닥 시장은 불공정거래의 비중도 매우 높는데 금융감독원의 발표에 따르면 2016년 신규 접수된 불공정거래 사건 208건 중 130건이 코스닥 시장에서 접수되었으며 68건은 코스피 시장에서 접수되었다. 코스닥 시장의 불공정거래 건수는 코스피 시장에 비해 거의 2배에 가깝다.⁴⁾

코스닥 시장의 불공정거래가 많은 데는 불투명성이 높은 것도 한몫을 하고 있다. 2016년 1년 동안 애널리스트들의 기업분석 보고서 발행은 코스피는 445 종목, 코스닥은 591 종목에 불과하며 발행 보고서 개수는 코스피와 코스닥이 73.8%와 26.2%로 코스닥 비중이 매우 낮다.⁵⁾

<그림 4> 불공정거래 사건 수(좌)와 기업분석 보고서 개수(우) 비교(2016)

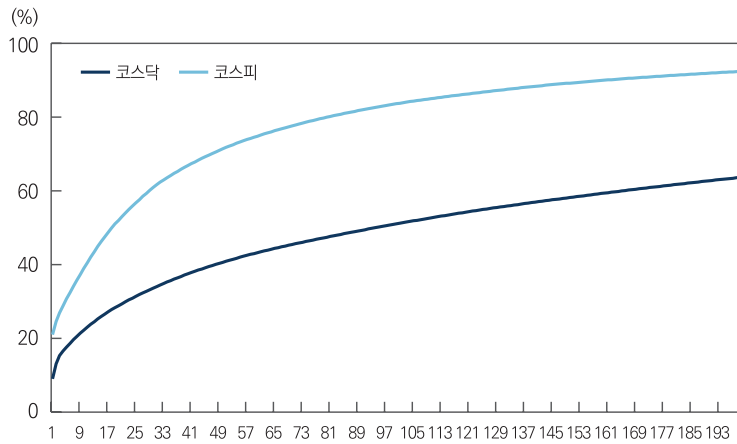


자료: 금융감독원, 한국 IR 협의회

더욱이 코스닥 시장은 코스피 시장에 비해 대형주의 비중이 낮다 보니 지수편입 종목 수가 서로 같아도 시장의 대표성에서는 큰 차이가 나타나고 있다. 시가총액 기준으로 상위 200개 종목을 비교하면 코스피는 92.2%나 되지만 코스닥은 63.6%에 불과한 실정이다. 즉, 코스닥 시장에는 시가총액 비중이 상대적으로 작은 기업들이 코스피 시장에 비해 월등히 많기 때문에 지수에 투자하는 상품이어도 투자자의 주의가 필요하다고 할 수 있다. 그렇기에 최근 들어 온라인 거래(HTS, MTS)에 익숙하지 않은 개인투자자를 대상으로 ETF가 추구하는 낮은 수수료와 유통 시장 제공의 이점이 상당 부분 사라진 코스닥 ETF 신탁 상품이 크게 증가하고 있는 현상은 분명 우려스러운 면이 있다고 하겠다.⁶⁾

3) 최근 6개월간(2017.5.22.~11.20) 거래대금의 평균 비중이다.
 4) 금융감독원, 2017.1.25, '16년 자본시장 불공정거래 조사현황 및 투자 유의사항, 보도자료
 5) 한국 IR 협의회, 2017.3.7, 기업분석보고서 발행실태
 6) 매일경제, 2017.11.29, 은행에 연기금까지 너도나도 코스닥 레버리지 베팅

〈그림 5〉 코스피와 코스닥 누적 시가총액 추이



주 : 가로축은 시가총액 순 기업 개수
 자료: 한국거래소

넷째, 혁신 기업에 대한 지원 정책이 양적 목표에만 국한되어서는 안 된다.

혁신 기업의 육성과 코스닥 시장의 발전 사이에는 일반적으로 공통점이 많겠지만 동일하지 않을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 코스닥 시장이 혁신 기업의 회수 시장으로서 필수적 역할을 수행하고 있지만 최근 나스닥에 상장된 기업들을 대상으로 한 연구⁷⁾에서는 기업공개가 오히려 기업의 혁신성을 떨어뜨릴 수도 있음을 보여주고 있다. 연구에 따르면 기업공개 이후 특허의 피인용 정도로 측정된 혁신의 강도는 비교 그룹에 비해 40%나 감소하였으며, 초기 혁신가들이 회사를 떠나는 경우가 증가하였고, R&D 투자는 보다 일반적인 프로젝트에 집중되었으며, 오히려 다른 혁신 기업을 인수함으로써 새로운 기술을 확보하는 경향이 나타났다.

물론 이 연구의 결과가 혁신 기업의 기업공개가 가치가 없다거나 코스닥 시장에도 동일할 것이라는 의미는 아니다. 다만 정책의 초점을 혁신 기업 육성의 수량적 목표를 넘어 질적 제고에 맞출 필요가 있다고 하겠다.

다섯째, 코스닥 시장의 발전은 자본시장 인프라 재편의 관점에서 접근할 필요가 있다.

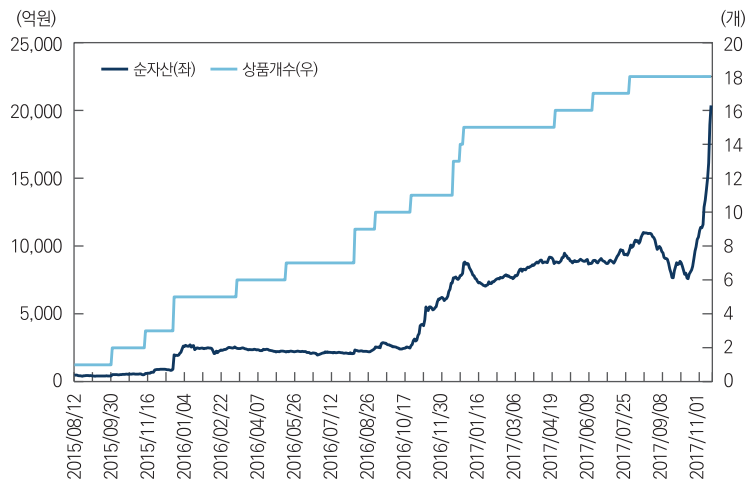
비록 혁신 기업의 육성과 코스닥 시장 발전이 동일하지 않다고 해도 코스닥 시장의 중요성이 반감되는 것은 아니다. 코스닥 시장은 그동안 테크놀로지 기반 성장형 기업들이 보다 유리한 조건으로 자본시장에 접근할 수 있게 해 주었음에도 시장의 자생능력은 외부로부터 높게 평가 받지 못했다.

그런데 코스닥 시장은 최근의 활황세가 아니어도 2016년 하반기부터 서서히 위축 국면에서 벗어나고 있었다. 코스닥 150 선물의 거래량이나 코스닥 인덱스 펀드, ETF, ETN의 상품개수와 순자산이

7) Bernstein, S., 2015, "Does going public affect innovation?", The Journal of Finance, 70(4), 1365-1403.

증가하면서 개인투자자의 비중도 다소 하락하는 추세이다. 만약 코스닥 시장에 우수한 인재와 자원이 안정적으로 배분되어 전문성을 확보하고 시장의 니즈를 충족하는 노력을 지속적으로 기울일 수 있게 된다면 코스닥 시장의 전망은 훨씬 밝을 것이다. 그러기 위해서는 향후 코스닥 시장의 발전 목표를 혁신 기업의 질적 육성이 가능하도록 설정하고 동시에 자본시장 발전을 위한 인프라 재편의 관점⁸⁾에서 바라봐야 할 것이다.

〈그림 6〉 코스닥 인덱스펀드, ETF, ETN의 상품개수 및 순자산 추이



주 : ETN은 지표가치 총액
 자료: 한국거래소, 제로인

8) 남길남, 2017, 『세계 거래소 산업의 변화와 특징: 증권거래소를 중심으로』, 자본시장연구원 연구보고서 17-01.