

KONEX 설립을 위한 시장 설계 방안

KONEX (중소기업 전용 주식시장)
설립을 위한 공청회
2012.05.08.

자본시장연구원
이인형 선임연구위원



Table of Contents

- I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토
- II. 해외 사례 분석과 시사점
- III. KONEX 설계 방안

I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토

1. 중소기업 자금조달 현황
2. 현행 시장구조의 문제점
3. 중소·벤처기업 전용시장의 개설 필요성
4. 잠재 상장수요 평가

I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토

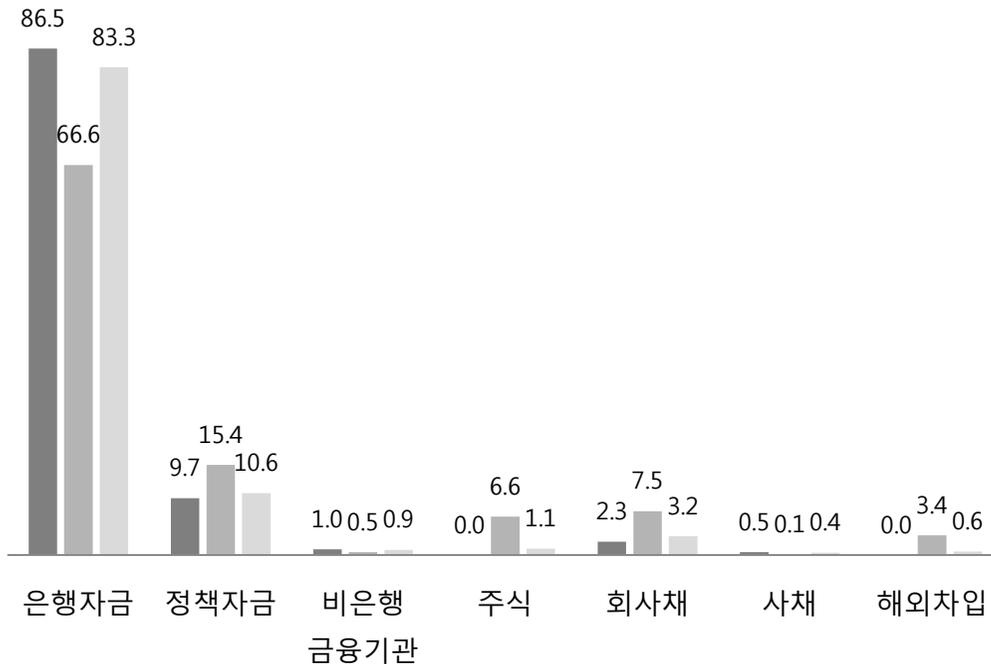
1. 중소기업 자금조달 현황
2. 현행 시장구조의 문제점
3. 중소·벤처기업 전용시장의 개설 필요성
4. 잠재 상장수요 평가

1.1 중소기업 자금조달 현황

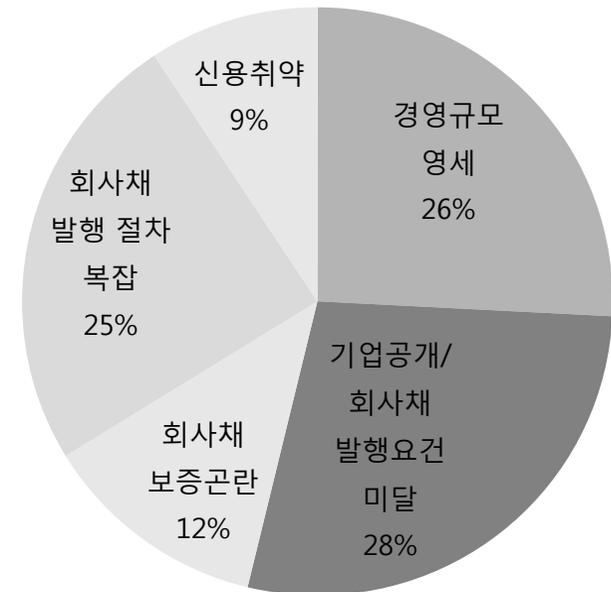
- 중소기업의 자금조달은 주로 은행대출을 통해 이루어지며 직접금융시장, 특히 주식발행을 통한 자금조달은 매우 낮은 수준임
- 주식 또는 회사채 발행을 통한 자금조달이 어려운 이유로는 기업공개 요건 또는 회사채 발행요건 미달이 28%로 가장 중요한 이유로 꼽히고 있음

중소기업 외부자금 조달비중

■ 소기업 ■ 중기업 ■ 전체



주식·회사채 발행을 통한 자금조달 곤란사유



자료: 중소기업중앙회

1.2 중소기업 자금조달 은행편중의 문제점

- 비상장 기업의 부채비율이 코스닥 상장기업에 비해 31%, 유가증권시장 상장기업에 비해 25% 가량 높아, 영업이익 대비 이자비용 부담도 상장기업의 두 배 이상 높음
- 은행을 통한 자금조달은 경기변화나 은행수익성 변화에 민감하게 반응하므로 중소기업의 자금조달이 은행대출에 편중되어 있을 경우 경기변동 리스크에 취약함
- 실질적으로 바젤Ⅲ의 도입과 글로벌 금융규제로 인해 은행의 자산건전성 기준은 높아지고 있는 추세임

비상장기업과 상장기업 부채비율 및 이자비용/영업이익 비율 비교

백분위	5%	25%	50%	75%	95%	자본잠식
비상장기업	13.24 (0.00)	45.79 (5.99)	69.19 (30.13)	90.40 (72.60)	146.21 (285.59)	16.95
코스닥상장기업	8.09 (0.00)	21.99 (2.03)	38.17 (14.43)	53.56 (45.49)	74.19 (210.77)	0.00
유가증권상장기업	11.28 (0.00)	29.26 (1.70)	44.48 (13.42)	58.84 (38.56)	84.90 (143.20)	0.28

자료: FnGuide, KCMi

주: 2011년 말 기준, 부채비율은 총부채/총자산으로 정의, 괄호 안은 이자비용/영업이익 비율

문제해결
노력

- 성장잠재력을 보유한 초기 성장단계 중소기업이 자본시장을 활용하여 자금을 조달할 수 있도록 하는 정책적 노력이 필요함

I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토

1. 중소기업 자금조달 현황

2. 현행 시장구조의 문제점

3. 중소·벤처기업 전용시장의 개설 필요성

4. 잠재 상장수요 평가

2.1 장외시장 현황과 문제점

- 한국의 장외주식시장은 프리보드라는 법적 근거를 가진 조직화된 시장이 존재하나 시장규모가 절대적으로 작고 활성화 되어 있지 않아서 투자기회제공, 유동성확보, 자금조달 등의 기능을 수행하지 못하고 있음
- 프리보드의 비효율적인 매매제도와 거래에 대한 세제상 불균형이 부진의 중요한 요인임

프리보드 현황

	시가총액	거래현황		지정현황		
		거래대금	회전율(%)	신규지정 기업수	해제 기업수	총 지정 기업수
2000	10,289	1,227	12	131	2	129
2001	1,2915	841	7	57	11	175
2002	13,753	585	4	30	23	182
2003	10,803	172	2	12	87	107
2004	3,848	102	3	2	40	69
2005	4,406	187	4	11	18	62
2006	4,180	190	5	8	14	56
2007	4,574	420	9	7	9	54
2008	57,355	318	1	25	9	70
2009	7,408	155	2	10	14	66
2010	8,147	581	7	18	13	71
2011	8,586	498	6	11	19	63

자료: 금융투자협회

문제 요인

- 매매상대방과 가격과 수량이 일치되어야 하는 상대매매방식으로 인해 유동성 확대가 어려움
- 거래세가 거래대금의 0.5%로 유가증권시장이나 코스닥시장의 0.3%에 비해 불리함
- 자본이득에 대해 유가증권시장과 코스닥시장에서는 소액주주에 대해 비과세 하는 반면 프리보드에서는 10~20%의 세율로 과세가 이루어지고 있음

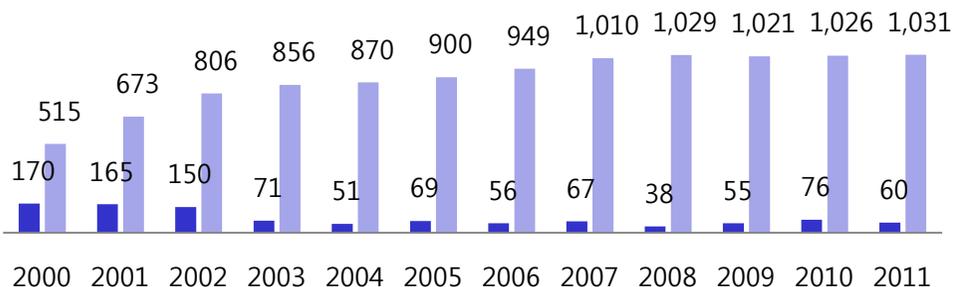
- 사실상 한국 장외시장은 직접금융 경로로서 기능이 지극히 제한되어 있으며, 주식시장 거시구조상 시장기능의 공백이 큼**

2.2 코스닥시장의 특성 변화

- 코스닥시장은 중소·벤처기업에게 직접금융의 기회를 제공하는 것을 목표로 설립되어 성공적인 신시장(growth market) 사례로 꼽히고 있으나 최근에는 어느 정도 성장한 중견기업 중심의 시장으로 변모하고 있음

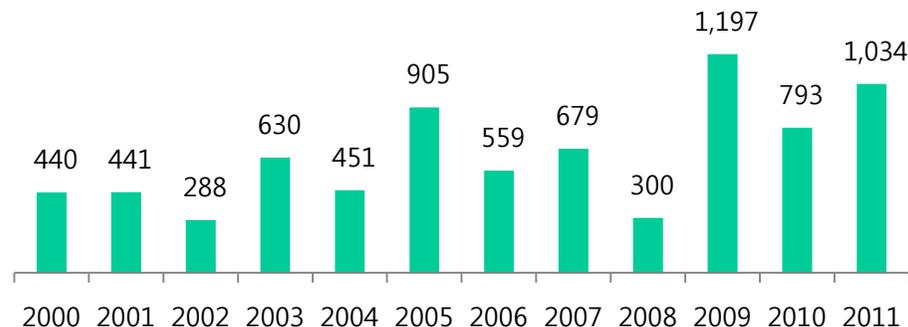
신규상장 및 총 기업수

■ 신규상장기업수 ■ 상장기업수



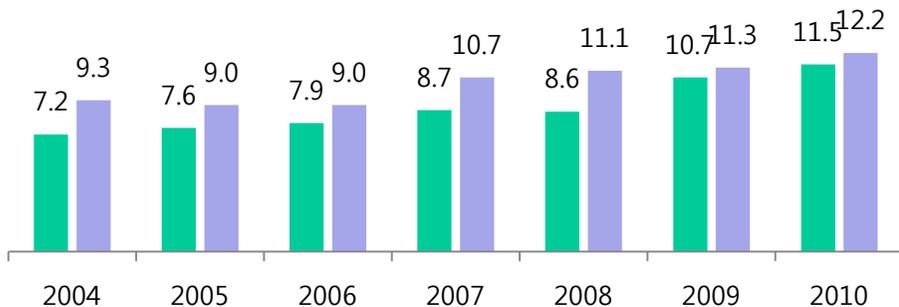
신규상장기업 시가총액

■ 신규상장기업 시가총액 (억원)



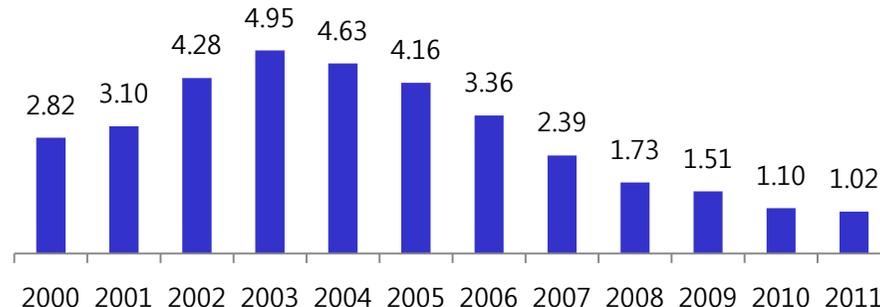
코스닥시장 상장기업 IPO 소요기간(년)

■ 벤처캐피탈 투자기업 ■ 전체



코스닥상장 벤처기업/전체 벤처기업(%)

■ 코스닥상장 벤처기업/전체 벤처기업



2.3 코스닥시장 상장요건의 강화

- 2000년과 2010년의 코스닥 벤처기업 상장요건을 비교해보면, 경영성과, 감사의견, 소유구조에 대한 요건이 새로이 추가되었음
- 상장요건의 강화는 기술주 버블 붕괴에 따른 상장폐지의 빈발, 지속적인 투자자보호문제 발생으로 인한 결과

코스닥 벤처기업 상장요건 비교

상장요건	2000년	2010년
자본금	없음	자기자본 15억 원 이상 또는 기준시가총액 90억 원 이상
이익규모, 매출액, 기준시가총액	없음	(택일) ① ROE 5%, ② 당기순이익 10억, ③ 최근 매출액 50억 원 및 기 준시가총액 300억 원 이상
자본상태	없음	자본잠식이 없을 것
경영성과	없음	최근사업연도 법인세비용 차감전 계속사업이익 시현
감사의견	적정 또는 한정	최근 사업연도 적정
최대주주 등 지분변동 제한	예비심사청구일 전 6개월간 최대주주 등의 소유주식비율 의 변동이 없을 것	심사청구일 이전 1년간 최대 주주 변경 금지

자료: 한국거래소

2.4 주식시장 거시구조 보완의 필요성

- 장외시장의 비활성화, 코스닥시장의 체질 변화 등을 고려할 때, 위험자본 공급의 공백을 채워줄 수 있는 시장구조의 재설계가 필요함

코스닥 개설 당시 목표의 퇴색

- 상장기업의 성장과 투자자기반의 확대에 따라 투자자보호 및 시장관리의 수준이 높아질 수 밖에 없음
- 미국의 NASDAQ은 신시장 개념으로 출발하였으나 시장의 지속적인 성장으로 현재는 NYSE와 경쟁관계로 자리매김
- 신시장 상장기업이 일정조건을 갖추면 주시장으로 이전하도록 하는 이전상장체계가 없는 한 이러한 변화는 불가피함

위험자본 공급의 공백

- 코스닥시장은 중견기업, 유가증권시장은 대기업 구도로 변모하면서 중소·벤처기업의 직접금융부분에 공백이 발생
- 이로 인해 성장잠재력과 자금수요가 높으나 업력이 짧고 자산규모가 작은 기업들의 직접금융의 수단이 제한되는 결과 초래

시장 분화의 필요성

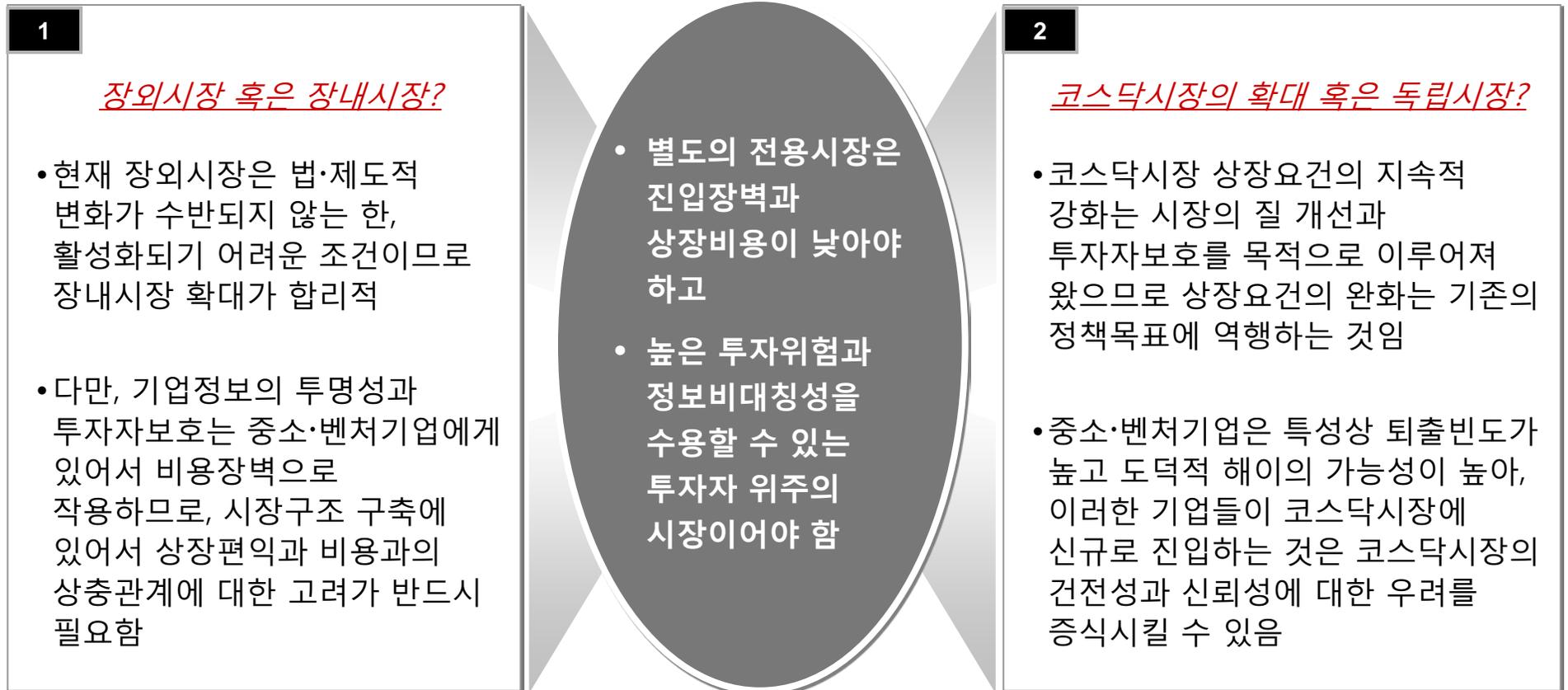
- 중소기업에 직접금융의 기회를 제공하고, 벤처캐피탈의 투자회수를 원활하게 하기 위해 주식시장 거시구조의 근본적이고 체계적인 보완이 필요함
- 미래 성장동력인 중소·벤처기업들에게 성장기회를 제공하고, 투자자금의 원활한 **순환화 체계**를 구축하기 위해서는 시장 분화를 통한 거시구조의 변화가 필요함

- I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토
 - 1. 중소기업 자금조달 현황
 - 2. 현행 시장구조의 문제점
 - 3. 중소·벤처기업 전용시장의 개설 필요성
 - 4. 잠재 상장수요 평가

3.1 중소·벤처기업 전용시장의 필요성

- 장외시장 보다는 장내시장, 코스닥시장의 하부시장 보다는 독립된 별도의 시장 개설이 타당함

중소·벤처기업에 특화된 시장 개설 시 고려 사항



3.2 중소·벤처기업 전용시장의 의의

- 기업 자본조달, 투자기회의 확대, 증권업의 업무영역 확대 등 시장 개설에 따른 폭 넓은 의미 부여가 가능함

중소·벤처기업 전용시장 개설에 따른 파급효과

1 직접금융 통한 자금조달 기회	<ul style="list-style-type: none"> · 상장법인은 정관에 따라 이사회 결의로 주주 이외의 자를 대상으로 신주 모집 가능하고 교환사채와 이익참가부사채 등 신증사채를 발행할 수 있게 됨 · 발행주식 총수의 25%까지 무의결권 주식 발행 가능하고 주식 및 사채의 발행한도가 확대됨
2 상장편익 향유	<ul style="list-style-type: none"> · 기업평판제고, 경영합리화 및 기업지배구조 개선의 기회를 누릴 수 있게 됨
3 투자기회 확대	<ul style="list-style-type: none"> · 투자자에게 위험선호도에 따른 투자의 기회를 제공하여 기업의 이익을 다수의 투자자가 공유 · 공개시장에서의 주식거래는 주식의 공정한 가격 형성을 가능하게 하고 이를 통해 경제 내 자원의 효율적 배분에 기여함
4 자금 순환체계 형성에 기여	<ul style="list-style-type: none"> · 자금의 모집, 투자, 투자회수로 이어지는 벤처캐피탈 자금의 선순환에 있어 투자회수가 절대적 요소라는 점에서, 중소·벤처기업 전용시장은 투자회수 수단으로써 중요한 의의를 가짐
5 자본시장 생태계 형성에 기여	<ul style="list-style-type: none"> · 중소·벤처기업의 평가, 자문, 기업공개 및 상장, 증자, M&A, 기업구조조정 등 증권업의 업무영역과 수익원이 확대됨

-
- I. 초기단계 성장기업을 위한 시장개설 타당성 검토**
 - 1. 중소기업 자금조달 현황
 - 2. 현행 시장구조의 문제점
 - 3. 중소·벤처기업 전용시장의 개설 필요성
 - 4. 잠재 상장수요 평가**

4.1 상장요건 충족 비상장기업

- 재무제표 이용 가능한 16,653개의 비상장기업을 대상으로 코스닥 및 유가증권시장 상장 충족 여부를 확인한 결과 상당한 숫자의 비상장기업이 상장요건을 갖추고 있는 것으로 판단됨

상장요건	충족기업수(업력) (전체표본=16,653 비상장기업, 2010)	적용요건
유가증권	3,179 (19.94)	<ul style="list-style-type: none"> 경과년수: 3년 이상 자기자본: 100억 이상 경영성과요건(택1) <ul style="list-style-type: none"> ✓매출액 300억 이상이고, 영업이익, 법인세차감 전 계속사업이익, 당기순이익을 실현하고, 다음 세 가지 요건 중 하나를 충족 i) ROE 5% 이상 ii) 당기순이익 25억 이상 iii) 자기자본 1천억 이상이고, 영업현금흐름이 양이고, ROE가 3% 이상이거나 당기순이익이 50억 이상 ✓매출액 500억 이상 ✓매출액 700억 이상이고 영업현금흐름 20억 이상
코스닥 일반	8,058 (18.79)	<ul style="list-style-type: none"> 경과년수: 3년 이상 자기자본: 30억 이상 자본상태: 자본잠식 없을 것 이익요건(택1) <ul style="list-style-type: none"> ✓ROE 5% 이상 ✓당기순이익 20억 이상 ✓최근 매출액 100억 이상
코스닥 벤처	9,853 (17.13)	<ul style="list-style-type: none"> 자기자본: 15억 이상 자본상태: 자본잠식 없을 것 이익요건(택1) <ul style="list-style-type: none"> ✓ROE 5% 이상 ✓당기순이익 10억 이상 ✓최근 매출액 50억 이상

코스닥
신규상장
기업의 평균
업력은
12년임

4.2 높은 수준의 상장유지 비용

- 상당수의 비상장기업이 상장요건을 충족하고 있고 충분한 업력을 갖추고 있음에도 상장하지 않는 것은 상장의 편익이 상장에 따르는 비용에 미치지 못하기 때문인 것으로 추정됨

	항목	비용 (백만원)	
직접비용	연부과금	2.3	
	상장법인협의회비	2.8	
	IR 및 홍보비	23.0	
	상장수수료	231.0	
	변경등록수수료	41.2	
	유가증권신고서 관련	48.0	
	과징금	17.0	
간접비용	공시전담인력 임금	110.5	
	공시업무 교육비	1.2	
	감사위원회 운영비	5.8	
	상근감사 보수비용	54.0	
	영업보고서 감사비용	17.9	
	사외이사 선임비	19.6	
	주주총회 개최비용	2.3	
	공시통계시스템 운영비	51.8	
	최대주주의 거래공개 관리비	3.6	
	집단소송제 대비비용	16.5	
	사회 기부금	70.7	
	일회성 및 부정기적 비용제외 총계		311.3

- 중소·벤처기업 전용시장의 설립에 있어 상장에 수반되는 각종 비용을 낮추고, 상장편익을 높일 수 있는 방안이 마련되어야 함

4.3 상장요건 미충족 우량 비상장기업의 잠재 상장 수요 - 활동성과 수익성에 기반

- 코스닥시장 일반기업 상장요건을 충족하지 못하는 비상장기업 중에서 기업의 활동성(총자산회전율)과 수익성(ROA)이 모두 코스닥상장기업의 상위 50%에 속하는 기업은 760개 관찰됨

패널 A: 활동성과 수익성에 따른 상장요건 미충족 비상장기업 수의 분포

총자산회전율 \ ROA	78.33% 이상 (코스닥 상위 50%)	111.74% 이상 (코스닥 상위 25%)	190.23% 이상 (코스닥 상위 5%)
3.02% 이상 (코스닥 상위 50%)	760	590	313
7.80% 이상 (코스닥 상위 25%)	386	316	183
16.47% 이상 (코스닥 상위 5%)	181	160	114

패널 B: 우량 비상장기업의 재무특성 (N=760, 상위 50%) (단위: 억 원, 년)

백분위	25%	50% (median)	75%
총자산	91	126	196
자기자본	3	19	30
매출액	136	238	480
당기순이익	6	11	28
부채비율	72%	84%	98%
ROE	10%	26%	58%
업력	3.79	8.25	13.75

- 부채 비율이 높아 주식을 통한 자본조달이 절실한 상황이나 대부분 자기자본 부족으로 상장요건을 충족시키지 못하고 있음
 - ✓ 760개 기업의 75%가 자기자본규모가 30억 원에 미치지 못하고 있음
 - ✓ 기업의 활동성이 매우 높는데 비해 부채비율은 84%로 타인 자본의존도가 매우 높아 주식을 통한 자금조달 수요가 높을 것으로 판단됨
- 그러나 자산총액, 매출액, 당기순이익 등의 지표로 보아, 일정한 규모를 가진 기업들로 보이며, 업력은 8.25년으로 코스닥시장 신규상장기업 업력에는 조금 못 미침

4.4 상장요건 미충족 우량 비상장기업의 잠재 상장 수요 - 양적 상장요건 부여시

- 양적 상장요건을 기준으로 분류할 경우 상장가능기업수가 제한되고 활동성과 수익성이 저조하게 나타남

패널 A: 양적 상장요건 부여시 충족기업의 수 (단위: 개)

적용요건	충족기업수 (전체표본=6,800)
<ul style="list-style-type: none"> 자기자본: 7.5억 원 이상 자본상태: 자본잠식 없을 것 이익요건(택1) <ul style="list-style-type: none"> ✓ ROE 5% 이상 ✓ 당기순이익 5억 원 이상 ✓ 최근매출액 25억 원 이상 	543
<ul style="list-style-type: none"> 자기자본: 5억 원 이상 자본상태: 자본잠식 없을 것 이익요건(택1) <ul style="list-style-type: none"> ✓ ROE 5% 이상 ✓ 당기순이익 3.3억 원 이상 ✓ 최근매출액 16.7억 원 이상 	766

패널 B: 양적 상장요건 부여시 충족기업의 특성 (N=543) (단위: 억 원, 년)

백분위	25%	50% (median)	75%
총자산	92	127	197
자기자본	10	13	45
매출액	27	44	125
당기순이익	1	2	5
부채비율	68%	88%	91%
총자산회전율	14%	37%	109%
ROA	1%	2%	3%
업력	4.67	9.42	16.71

- 중소·벤처기업 전용시장에 명시적 양적 상장요건을 둘 경우 상장가능기업수가 제한되어, 우량기업의 시장진입을 제한할 수 있음
- 따라서 중소·벤처기업 전용시장의 상장체계는 양적 상장요건에 전적으로 의존하기 보다는 성장잠재력이 높고 상장수요가 있는 우량기업을 실질적, 정성적으로 선별하는 것이 바람직함

4.5 벤처캐피탈 투자기업의 잠재 성장수요

- 벤처캐피탈의 최근 투자 및 회수 동향을 고려할 때, 투자대상기업의 IPO에 대한 잠재적인 수요가 큰 것으로 판단됨

벤처캐피탈 잠재 수요 가능성 요인

<p>창투자 및 신기술금융사의 투자잔액</p>	<ul style="list-style-type: none"> 창투자(창업투자회사,창업투자조합,한국벤처투자조합 통칭)의 2011년 말 기준 투자기업수는 2,290개, 투자잔액은 3.6조 원, 신기술금융사의 2010.09기준 투자기업수는 1,098개, 투자잔액은 1.2조 원에 이르고 있음
<p>투자회사 업력 증가</p>	<ul style="list-style-type: none"> 3년 이하 기업에 대한 투자비중은 감소하는 반면 7년 초과 기업 투자비중은 증가하는 추세 투자조합의 존속 기간이 보통 5~7년이고 코스닥 IPO 시장이 침체되어 있어, 조기 투자회수를 목적으로 업력이 높은 기업에 투자하는 것으로 판단됨
<p>벤처캐피탈 투자 벤처기업의 IPO비중 증가</p>	<ul style="list-style-type: none"> 벤처기업 IPO 대비 벤처투자기업의 IPO의 비율은 2000년대 초반 40~50%선이었으나 최근에는 70~90%에 이르러, 성장하는 대부분의 벤처기업이 벤처투자를 받은 기업임 벤처캐피탈의 우량 벤처기업 선별 능력, 경영지원 능력의 향상 및 적극적인 자금회수 노력이 원인
<p>IPO의 중요성 점증</p>	<ul style="list-style-type: none"> 벤처캐피탈의 투자회수 어려움은 초기단계 기업 투자기피, 투자기간 장기화로 인한 수익률하락과 LP의 출자유인 감소로 이어져 벤처캐피탈 선순환의 장애요인으로 작용 투자회수의 대안으로 IPO시장 활성화는 벤처기업과 벤처캐피탈은 물론 벤처산업을 위해서 바람직함

II. 해외 사례 분석과 시사점

- 1. 해외 신시장 현황 파악**
- 2. 주요 신시장 관리체계 및 상장제도**

II. 해외 사례 분석과 시사점

1. 해외 신시장 현황 파악

2. 주요 신시장 관리체계 및 상장제도

1.1 주요 신시장 현황 – 상장기업수와 시가총액 비교

- 2010년 세계거래소연맹이 분류한 신시장은 33개로, 그 중 주요 신시장의 시가총액과 상장기업수는 아래와 같음

지역	소속거래소	신시장명	설립년도	시가총액	상장기업수	회사당 시총	거래대금
북미	TSX Group	TSX Venture	1999	72,510	2,376	31	33,190
아시아	Osaka Securities Exchange	JASDAQ	1963	117,124	999	117	53,992
	Shenzhen SE	ChiNext	2009	111,769	153	731	232,530
	Korea Exchange	KOSDAQ	1996	84,441	1,029	82	412,190
	Hong Kong Exchanges	GEM	1999	17,324	169	103	16,211
	Tokyo SE Group	Mothers	1999	16,168	181	89	42,083
	Singapore Exchange	SGX Catalist	1987	5,087	133	38	3,754
유럽	LSE Group	AIM	1995	123,498	1,195	103	13,424
	Deutsche Börse	Entry Standard	2005	17,420	129	135	1,272
	NASDAQ OMX Nordic Exchange	First North	2005	3,402	124	27	1,748
	NYSE Euronext(Europe)	Alternext	2005	6,735	155	43	1,368
	평균			52,316	604	136	73,797

자료: 세계거래소연맹(World Federation of Exchanges), 2010

1.2 주요 신시장 현황 – 유동성과 직접금융 활성화 정도

- 신시장의 유동성은 주시장에 비해 낮고 직접금융비율은 주시장에 비해 높은 편임

거래소		직접금융비율		유동성	
주시장	신시장	주시장	신시장	주시장	신시장
TSX Group	TSX Venture	N/A	N/A	63%	46%
Osaka Securities Exchange	JASDAQ	0%	0%	66%	46%
Shenzhen SE	ChiNext	5%	13%	272%	208%
Korea Exchange	KOSDAQ	1%	1%	147%	488%
Hong Kong Exchanges	GEM	4%	10%	55%	94%
Tokyo SE Group	Mothers	1%	1%	99%	260%
Singapore Exchange	SGX Catalist	N/A	5%	45%	74%
London SE Group	AIM	N/A	9%	76%	11%
Deutsche Börse	Entry Standard	0%	N/A	114%	7%
NASDAQ OMX Nordic Exchange	First North	0%	0%	72%	51%
NYSE Euronext (Europe)	Alternext	2%	3%	69%	20%

- AIM,의 경우 주시장에 비해 유동성이 매우 적으나, 신시장들 중에서는 높은 직접금융비율을 보이고 있음
- KOSDAQ의 경우는 제일 높은 유동성을 보이고 있으나 직접금융비율은 제일 낮은 경우에 속함
- 유동성의 차이는 개인투자자의 참여율의 정도에 따라 영향을 받는 것으로 보임

주: 유동성 = 주식거래대금/시가총액, 직접금융비율 = (IPO+SEO)/시가총액

II. 해외 사례 분석과 시사점

1. 해외 신시장 현황 파악

2. 주요 신시장 관리체계 및 상장제도

2.1 주요 신시장 상장제도 및 관리체계의 틀

- 신시장의 거시구조, 적정 상장제도, 공시요건, 투자자 보호 및 유동성 확보와 관련된 주요 내용은 다음과 같음

거시구조	상장제도	공시요건	적격투자자제도	매매제도
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 수직적 상하구조 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 주시장과 연계성이 강조되고 주시장의 제도 이용 가능 ✓ 효율적 비용구조 ✓ NASDAQ의 소속부 시장 ▪ 수평 독립구조 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 주시장의 제도 및 소속기업의 특성과 차별화된 시장 ✓ 2012년 개설 예정인 NASDAQ OMX 그룹 산하의 BX Venture Market 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rule based: 요건 규정화 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 미국 NASDAQ 과 같이 거래소가 상장권한과 감독기능을 소유 ✓ 요건 수준이 상대적으로 높은 대신 범주화하여 선택 여지 넓힘 ▪ Principle based: 최소한의 규정과 원칙 중심 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 영국의 AIM과 같이 지정자문인을 통해 거래소가 간접 관리 ✓ 상장심사, 상장 후 유지관리를 지정자문인이 담당 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 강화된 공시요건 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 시장 신뢰성 저하 및 투자자 보호 문제를 최소화하기 위해 주시장에 준하는 엄격한 공시기준 적용 ▪ 개인의 접근제한 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 개인투자자들의 투자를 제한하는 적격투자자제도 도입 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 높은 정보비대칭 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 상장요건의 완화에 따른 투자자보호를 위해 공시요건을 강화할 경우 기업에게는 상장유지비용증가 ✓ 공시강화 대신 신시장 투자의 위험성에 대한 이해도가 높고 전문성을 갖춘 적격투자자제도 도입 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 다양한 매매제도 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 시장조성자 제도 ✓ 연속경쟁매매 및 단일가경쟁매매 혼용

2.2 주요 신시장 상장제도 및 관리체계 비교

	미국		캐나다	영국	일본			홍콩	싱가폴
신시장	NASDAQ Capital Market	BX Venture Market	TSX Venture Market	AIM	JASDAQ Growth	Tokyo-AIM	Mothers	GEM	Catalist
설립년도	1971	2012 예정	1999	1995	2010	2009	1999	1999	1987(2007)
성격	정규거래소 소속부	정규거래소	정규거래소	거래소 규제시장	정규거래소 소속부	정규거래소	정규거래소	정규거래소 2부시장	거래소규제
상장요건	재무요건	○	○	○	○	○	○	○	○
	유동성요건	○	○	○	○	○	○	○	○
	지배구조요건	○	○	○	○	○	○	○	○
계속상장 및 퇴출요건	재무요건	○	○	○	○	○	○	○	○
	유동성요건	○	○	○	○	○	○	○	○
	지배구조요건	○	○	○	○	○	○	○	○
지정자문사 제도	○	○	○	○	○	○	○	○	○
이전상장 권장	◎	○	◎	○	○	○	◎	○	○
투자자	투자자 제한	○	○	○	○	○	○	○	○
	주 투자자군	N/A	N/A	개인	기관	N/A	전문	N/A	전문
매매제도	시장조성자	○	○	○	○	○	○	○	○
공시	○	○	N/A	○	○	○	◎	◎	○

III. KONEX 설계 방안

- 1. 신시장의 거시구조**
- 2. 상장요건**
- 3. 공시요건 및 상장유지**
- 4. 상장폐지**
- 5. 시장이전우대제도**
- 6. 적격투자자제도**
- 7. 매매제도**
- 8. 관련 법규 정비**

III. KONEX 설계 방안

1. **신시장의 거시구조**
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

1.1 신시장의 거시구조

- KONEX 설립취지를 살릴 수 있는 독립적이고 수평적인 신시장이 필요함

KONEX 설립 취지에 적합한 시장구조 선택

신시장과
시장구조

- 신시장의 설립목적, 상장대상기업, 정책적 목표 등 신시장의 근본적인 성격에 따라 주시장 및 장외시장과의 거시 구조적 관계가 형성됨
- 주시장과 차별화된 별도의 상장, 공시, 투자자보호, 매매방식 제도 도입 시에는 주시장과 독립적이고 수평관계를 형성하는 별도 시장을 설립하는 것이 바람직함

KONEX
설립취지

- 활동성과 수익성 및 성장성이 기대되는 비상장기업들 중 코스닥 진입 요건을 충족시키지 못하거나 충족시키더라도 직간접적인 상장비용의 부담으로 인해 상장을 못하는 기업들에게 장기적 위험 자본을 공급
- 이를 위해서는 상장요건, 공시부담, 시장 접근성 등이 기존 코스닥시장과는 달라야함

별도의
시장 필요

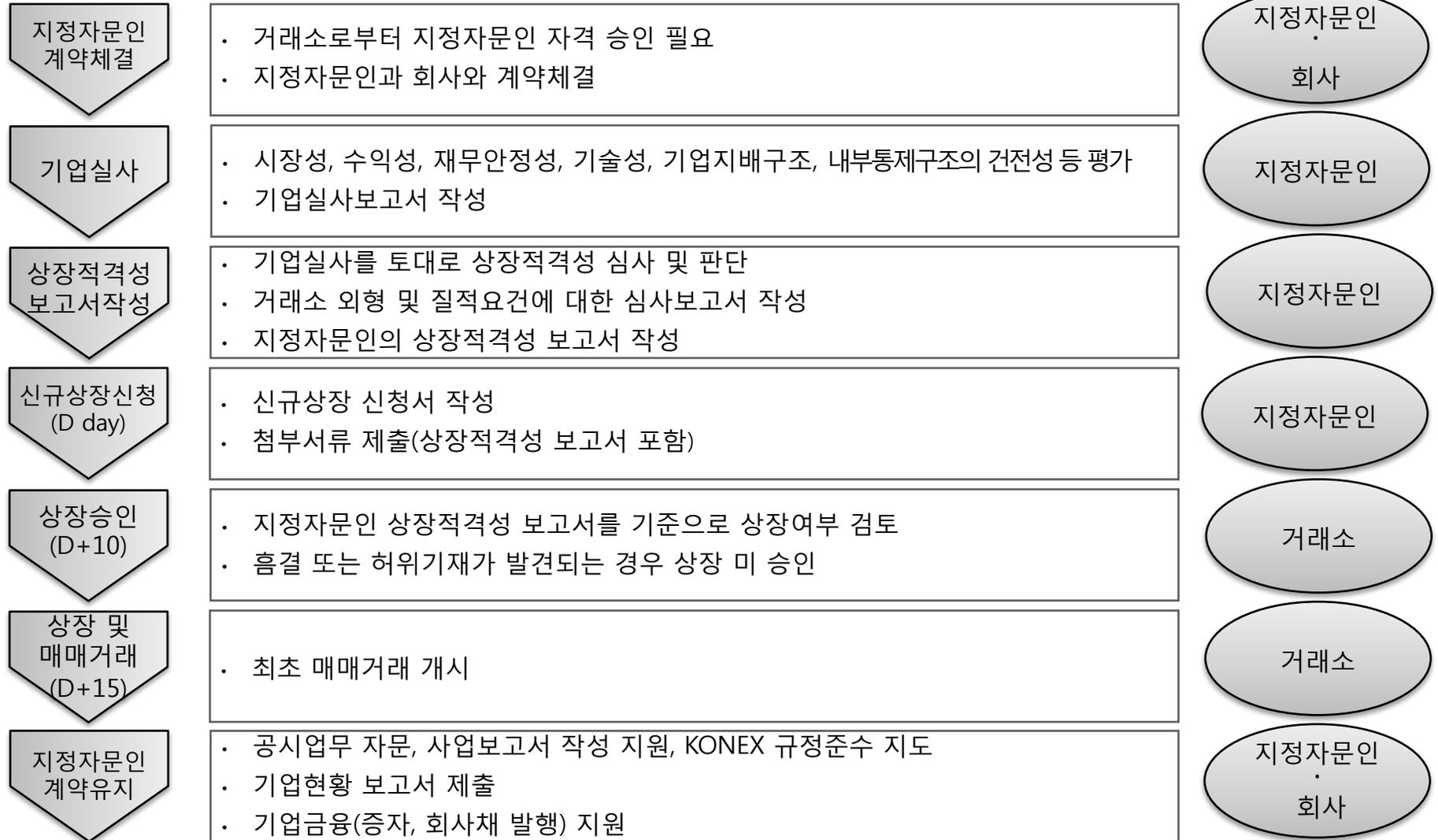
- 코스닥과는 차별화된 형태와 제도를 도입할 수 있도록 별도 시장 설립
- 초기 성장형 중소·벤처기업에 특화된 KONEX 설립

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도

2.1 상장절차

- 상장회사들의 상장부담을 줄이고 보다 빠른 상장이 가능하도록 하기 위해 상장 절차를 단순화함
- 기존 코스닥의 경우 신청일로부터 3개월 가량 걸리던 상장승인을 10일로 단축



2.2 상장요건 설정 방향

- 상장대상의 원활한 질적 평가를 위해서는 평가자의 재량이 중요하기 때문에 신설 KONEX의 상장평가는 정량적 평가를 최소화하고 지정자문인을 통하여 이루어지도록 하는 것이 바람직함
- 재무요건은 최소한으로 하여 코스닥 벤처기업부에 비하여 1/5 ~ 1/3 정도가 되도록 하며 여러 가지 재무 요건 중 선택 가능하도록 하여 부담을 최소화함
- 회사업력, 지분분산, 경영성과, 기업지배구조요건, 유무상증자제한, 최대주주변경제한, 최대주주지분매각제한, 기타 외형요건 등은 완화시키거나 폐지하는 방안

2.3 KONEX 상장요건 안

		설립연수	자기자본(원)	이익규모(택일)	지분분산	자본상태	경영성과	유무상증자제한	감사의견	최대주주변경	최대주주지분제한	기타외형요건	기술평가	지정자문인	질적심사
코스닥시장	일반기업	3년 이상	30억	<ul style="list-style-type: none"> • ROE 10% • 당기순이익 20억 • 시총 300억 & 매출 100억 원 이상 	<ul style="list-style-type: none"> • 소액주주 • 소액주주 	자본잠식 없을 것	경상 이익 시현	자본금의 100% 이하	최근 연도 적정	1년간 변경제한	상장 후 1년간 제한	상근감사(사외이사총족)합병등요건총족	-	(상장주선인)	재무안전성/수익성/기술력/경영투명성 종합고려
	벤처기업	-	15억	<ul style="list-style-type: none"> • ROE 5% • 당기순이익 10억 • 시총 300억 원 & 매출 50억 원 이상 	보유지분 50% 이상										
	신성장기업	-	15억	-	25% 이상		-								
KONEX	-	-	(택일) <ul style="list-style-type: none"> • 자기자본 5억 원 • 매출 10억 원 • 순이익 3억 원 • 시가총액 100억 원 	-	-	-	-	최근 연도 적정	6개월간 변경제한	최대주주 지위 변동시 1년간 제한	-	-	필수	지정자문인 상장 적격성 평가	

2.4 지정자문인의 역할과 의의

지정자문인 역할

- 우량 벤처기업 발굴 및 상장 적합성 심사
 - ✓ 지정자문인이 상장심사 기능을 위임 받아 상장 기업의 상장 적격성심사
 - ✓ 상장희망회사가 제출한 상장신청 서류의 정확성을 판단하기 위하여 실사 시행
 - ✓ 전반적인 상장 과정을 계획하고 상장 대행
- 상장기업 상장 유지 관리 및 감독
 - ✓ 상장기업이 신시장 규정을 준수할 수 있도록 적절한 감시 업무
 - ✓ 공시가 적시에 정확한 내용으로 이루어졌는지, 기업지배구조상 법규 위반행위가 없는지 감독 및 실사
 - ✓ 상장기업의 사업 내용을 정기적으로 점검
 - ✓ 상장기업의 조연자로서 공시 등 상장 유지 관련 업무 및 기업지배구조에 대한 대리 및 자문 업무
- 시장조성 업무
 - ✓ 지정자문인이 시장조성자 역할을 동시에 수행하여 시장에 유동성이 원활히 공급될 수 있도록 함

지정자문인의 의의

- 상장회사와 거래소, 상장회사와 투자자간 정보비대칭이 크고 질적 요건의 중요성이 크기 때문에 상장사에 대한 적절한 평가를 수행할 지정자문인의 역할이 중요
 - ✓ 지정자문인은 잠재성장성을 지닌 중소기업을 발굴하고 상장을 유도하여 신시장 조성을 도움
 - ✓ 거래소를 대신하여 상장 적합성에 대한 질적 평가를 수행하여 정보비대칭으로 인한 신시장 상장의 역선택 문제를 완화함

2.5 지정자문인 자격요건

지정자문인 자격요건

- 다음과 같은 전문 자격을 갖춘 법인 요건
 - ✓ 최근 2년간 한 건 이상의 기업금융 및 상장주선인 업무 수행
 - ✓ 기업금융자문업무 전문가 4인 이상
 - ✓ 유동성공급자 겸업을 원할 경우 유동성공급자 자격 보유

지정자문인 유지 및 관리

- 거래소는 지정자문인의 자격요건을 심사하여 선발한 후 회원제로 운영하며 관련 자격과 의무를 규정화 해 엄격히 관리함
 - ✓ 신시장에서 중요한 역할을 담당하고 있는 지정자문인은 곧 시장의 질과 신뢰성으로 직결되므로 거래소는 지정자문 회원사에 대한 관리를 엄격히 시행해야 함
 - ✓ 지정자문인 회원사가 요건을 갖추지 못하거나, 규정에 위반되는 행위를 할 경우 주의, 경고, 교육, 벌금, 업무제한, 자격박탈 등의 제재를 가함
 - ✓ 지정자문사의 관리 하에 있는 상장회사 현황(회사 수, 업종, 관리 및 퇴출 기업 수 등) 및 성과를 공개하여 자연스럽게 평판이 형성될 수 있도록 유도함

2.5 지정자문인 도입 시 어려움과 완화방안

지정자문인 도입 시 어려움

- 상장 후 관리 및 규제를 거래소가 전담해왔기 때문에 금융사들의 자문사 역할 경험이 없고 평판시장도 존재하지 않음
 - ✓ 코스닥시장에 상장주선인의 기업분석보고서 제출의무를 시행하고 있으나 유명무실 함(2010년 22개 회원사 중 4개 회원사만 게시의무 전부 이행)
 - ✓ 지정자문인 역할 수행을 통한 수익성을 보장할 수 없어 시장참여 결정이 어려울 수 있음

지정자문인 어려움 완화방안

- 지정자문사 제도가 안정적으로 정착될 때 까지 거래소와 역할 분담이 필요함
 - ✓ 지정자문인은 기존 상장주선인의 역할과 함께 상장 기업을 적극적으로 발굴하고 상장 후 담당기업에 자문 및 감시하는 역할을 추가적으로 수행함
 - ✓ 나머지 역할, 즉 공시 이행 여부, 준법 감시 등 규정 이행 여부에 대한 실질적인 심사 및 감독 역할은 거래소가 수행하며 필요할 경우 징계에 대한 최종적인 결정권을 가짐
 - ✓ 영국 AIM의 NOMAD가 상당 정도의 권리와 함께 높은 정도의 책임을 갖는 것에 비하여 신시장의 지정자문인은 권한이 축소되는 만큼 책임부담도 경감될 것임
- 지정자문인의 참여를 장려하기 위한 지원책 필요
 - ✓ 기업공개 상장 주관업무 시 발행회사 지분보유 제한 완화
 - ✓ 지정자문인이 자문회사의 인수업무를 담당할 경우 일정한 혜택 부여
 - ✓ 유동성공급자를 겸할 경우 거래수수료 면제

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

3.1 공시부담 완화의 필요성과 완화방안

공시부담 완화의 필요성

- 기존의 코스닥 공시기준은 높은 수준의 엄격함을 요구하고 있기 때문에 기존 코스닥 기업들도 금전적, 비금전적 부담을 느끼고 있으며 신성장 기업에게는 더 큰 부담이 될 수 있음
 - ✓ 2005년 총 201개사를 대상으로 상장 및 상장유지 부담에 대해 조사한 결과 조사기업 59%가 금전적 부담을 느끼는 것으로 나타남
 - ✓ 상장유지 관련 항목별로 조사한 결과 수시공시 의무가 가장 큰 부담으로 작용하는 것으로 나타남

공시부담 완화방안

- 신시장 상장기업의 공시 부담을 완화하기 위하여 법정공시의무를 완화하고 수시공시의무를 최소화하는 대신, 지정자문인으로 하여금 기업설명회 개최 및 기업현황보고서 제출을 의무화함으로써 정보비대칭을 해소
 - ✓ 신시장 상장법인은 감사보고서를 포함한 사업보고서 제출
 - ✓ 수시공시의무는 다음의 경우로 제한함
 - 상장폐지 등 시장조치 관련 사항
 - 기타 경영권 변경 관련사항 또는 횡령, 배임 등 건전성 저해행위
 - ✓ 대신 지정자문인으로 하여금 해당 기업에 대해 연 2회 이상의 기업설명회 개최 및 기업현황보고서 제출을 의무화
 - 구체적인 내용은 신사업계획에 대한 일반적 설명, 경쟁력 및 잠재위험 요소 평가 및 기존 사업에 대한 진척정도, 목표 달성 계획 등

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

4.1 상장폐지

- 현행 코스닥 상장폐지 실질심사의 요건은 i) 영업, 재무상황 등 기업경영의 계속성과 ii) 지배구조, 내부통제제도, 공시체계 등 경영 투명성으로 구성됨
- 지정자문인과 거래소는 다음과 같이 상장폐지 결정에 대한 역할 분담을 할 수 있음

지정자문인 역할

- *기업경영의 계속성*에 대한 판단은 정량적인 수치를 규정하지 않고 지정자문인에게 일임
- 신시장 대상기업은 기업규모 및 수익과 관련된 특성 변화가 커 일정한 기준에 의해 평가하기 어렵기 때문에 지정자문인의 재량적 평가에 의해 기업의 계속성 여부 판단

거래소 역할

- 공시의무 위반 등 *경영투명성 저해*, 시장의 건전성 저해에 대한 규정은 기존 코스닥 상장회사들과 동일한 수준으로 요구하여 거래소가 직접 감시감독을 수행함

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

5.1 시장이전우대제도

- 신시장은 유동성이 낮고 위험 수준이 높은 기업들에 특화된 시장이기 때문에 상장기업이 일정 수준 이상으로 성장한 후에는 성장단계에 적합한 주시장으로 이전하는 것이 바람직함

시장이전의 필요성

- 주시장과 신시장은 상장대상 기업군이 다르기 때문에 적용규정, 적정 투자자군, 매매제도 등에서 차이가 존재할 수밖에 없음
- 따라서 일정 수준 이상 안정적인 성장단계에 있는 중견 중소기업은 최적의 시장 환경 조성을 위해 이전 상장하는 것이 합리적임
- 또한 신시장에서 지속적으로 경쟁력 있는 우량 중소기업을 육성하여 주시장에 진입시킴으로써 주시장의 안정적인 발전을 도움 (캐나다의 경우 매년 40개 전후의 TSX-Venture 상장회사가 주시장인 TSX로 이전하는데 이는 TSX 신규상장의 20~30%에 해당)

제도적 뒷받침

- 주시장으로 이전 시 일정한 규모 이상인 경우 재무요건 완화 혜택을 부여하는 방안 검토
- 유동성 요건 완화, 보호예수기간 완화, 상장수수료 면제 등 재무요건 이외의 혜택도 생각해 볼 수 있음

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

6.1 적격투자자 기준 제안

- KONEX는 투자자위험부담원칙을 강조하는 전문투자기관이나 정보 취득 및 분석이 용이한 전문투자자를 대상으로 하는 시장으로 유동성은 높지 않을 것으로 예상됨
- 이를 보완하기 위해 전문투자자군을 확대할 필요
- 해외 신시장도 참여자는 대부분 기관 중심의 장기투자 성향으로 유동성이 높지 않음

KONEX 적격투자자 기준안

- 자본시장법은 전문투자자를 “금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자”로 정의함(자본시장법 제9조 제5항)
 - ✓ 국가
 - ✓ 한국은행
 - ✓ 대통령령으로 정하는 금융기관
 - ✓ 주권상장법인
 - ✓ 그 밖에 대통령령으로 정하는 자(시행령에 개인에 대한 조항 포함)
- 중소기업창업 지원법 상의 벤처캐피탈
- 헷지펀드 가입 개인
- 엔젤투자자

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
- 7. 매매제도**
8. 관련 법규 정비

7.1 매매제도

- KONEX는 전문투자자 중심 시장으로 거래가 활발하지 않을 것으로 예상되며, 특히 초기 시장형성 단계에는 시장참가자가 적고 가격변동성도 클 것으로 예상됨

KONEX 매매제도 제안

- 호가 집중을 유도하기 위해 단일가 경쟁매매방식을 채택하고, 거래 활성화 정도에 따라 연속 경쟁매매로 확대
 - ✓ 단일가매매제도는 장중 일정시간주기로 단일가매매를 반복하는 형태로 거래가 형성됨
 - ✓ 단일가매매방식은 현재 코스닥시장에서 시간외거래에서 활용되고 있는 방법으로 투자자들에게도 익숙하여 제도 정착에 큰 무리는 없음
- 유동성공급자 선정 의무화
- 호가 및 체결가의 급격한 변동을 막기 위해 최소거래단위제 도입을 생각해 볼 수 있음
- 최대주주, 전문투자자 등의 대량 매매거래를 활성화하기 위하여 경매매(1대 다수 매수 혹은 매도) 및 상대매매 방식의 대량매매를 추가적으로 도입할 수 있음

III. KONEX 설계 방안

1. 신시장의 거시구조
2. 상장요건
3. 공시요건 및 상장유지
4. 상장폐지
5. 시장이전우대제도
6. 적격투자자제도
7. 매매제도
8. 관련 법규 정비

8.1 자본시장법의 조속한 개정 필요

- 현행 자본시장법 하에서는 거래소(KRX)가 개설 가능한 증권시장은 유가증권시장과 코스닥시장 뿐이므로 기존 시장과 독립적인 시장을 개설하기 위해서는 조속한 법개정이 필요함

현행 자본시장법에서는 거래소와 거래시장을 법적으로 명시하고 있음

- 현행 자본시장법에 따르면, 거래소가 개설 가능한 시장을 유가증권시장, 코스닥시장, 파생상품시장으로 한정하고 있어 별도의 "독립된" 시장 설립이 불가능함(자본시장법 386조 1항)
- 따라서 유가증권시장 및 코스닥시장과 구분되는 별도의 시장 개설을 위해서는 신시장을 개설할 수 있는 근거를 마련하는 자본시장법의 개정이 선행되어야 함

8.2 상장유지비용 절감을 위한 법적 지원방안

- 자본시장법 개정시 KONEX 상장법인의 상장유지 비용 절감을 위해 법정공시의무를 완화하는 방안 고려

공시사항		현행 주권상장법인	KONEX 상장법인(안)
발행 공시	증권신고서	○	면제
정기 공시	사업보고서(감사보고서 포함)	○	○
	분·반기보고서 (검토보고서 포함)	○	면제
수시 공시	기업의 주요한 경영활동에 대한 공시(예: 증자, 합병)	○ (약 70개 사항)	주가에 중대한 영향을 미치는 행위, 횡령·배임 등 건전성 저해행위로 축소

- 자본시장법상 증권신고서를 제출하지 않고서는 일반투자자를 대상으로 공모를 할 수 없지만(자본시장법 제119조), KONEX에서 전문투자자에게 증권을 발행하는 행위를 공모 개념에서 제외하면 증권신고서 제출이 면제됨
- 그러나 약식사업보고서 제출, 분·반기보고서 면제 및 수시공시사항 중 주요사항공시 면제는 자본시장법 개정이 필요함

8.3 세제 지원방안

- 투자 vehicle과 상관없이 KONEX 기업에 장기 투자하는 투자자에 대한 세제 혜택 고려
 - ✓ 거래세 및 배당소득세 면제
- 장기적으로 국내 자본시장에 자본이득세가 도입되면 신시장 상장기업에 대한 장기투자자에게 자본이득세 감면 혜택을 주는 방안을 고려할 필요가 있음
 - ✓ 영국의 경우 기관투자자를 위한 CVS(Corporate Venturing Scheme) 세제 혜택, VCT(Venture Capital Trust) 세제 혜택 등이 있으나 이러한 세제 혜택은 주로 자본이득세에 관련된 것

KCMI

감사합니다



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute