

코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구

2003. 12

한 상 범* 엄 경 식**
강 대 일 윤 지 아***

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

* 한국증권연구원 연구위원

** University of California at Berkeley, Research Fellow

*** 한국증권연구원 연구원

序 言

최근 전세계적으로 증권거래소의 인수·합병 및 전략적 제휴, 그리고 거래소의 주식회사화와 시장통합 등의 구조 개편이 하나의 보편적인 현상으로 나타나고 있다. 이러한 흐름은 전세계적 또는 지역적으로 심화되고 있는 거래소간의 치열한 경쟁에 대응하여 자신의 경쟁력을 강화하려는 거래소의 생존 전략의 발현으로 나타난 현상이다. 각 국의 주식시장이 겪고 있는 이러한 변화에 신생 성장형기업들이 상장되어 있는 각 국의 신시장들 역시 그대로 노출되어 있다.

특히 최근의 경기불황과 인터넷기업들의 거품 붕괴, 회계부정에 따른 신뢰도의 하락, 그리고 스톡옵션의 부작용 등으로 각 국의 신시장들은 극심한 침체 현상을 나타내고 있으며 일부 신시장들은 폐쇄되는 지경에 이르렀다. 독일의 Neuer Markt의 경우 시장운영 철학을 변경함으로써 2003년 말까지 독일증권거래소(DB) 내부의 “(신)성장형기업 부문”으로 흡수될 예정이고, 미국의 Nasdaq 역시 ECN의 성장 및 투자은행의 거래 내부화(internalization) 등으로 미국 내 위상이 약화되고 있는 실정이다.

이러한 신시장의 침체에도 불구하고 고수익-고위험을 수반하는 지식 기반 벤처산업에 투자하기를 원하는 투자자들에게 기존의 정규시장이 제공하지 못했던 투자대상을 또 다른 형태의 정규시장(신시장)에서 제공해야 한다는 것은 모든 주식시장의 공통적인 관심사이다. 또한 벤처기업에 투자하는 투자자들(벤처캐피탈 등)이 신시장(벤처기업의 IPO)을 통해 투자자금을 회수하는 자금순환구조가 이루어지도록 기반을 마련하는 것도 자본시장의 발전을 위해서는 꼭 필요한 일이다.

우리나라의 신시장인 코스닥시장도 전반적인 주식시장의 침체 및 코스닥시장에 대한 투자자의 신뢰하락, 극도로 악화된 코스닥시장의 시장기능 등으로 어려운 상황을 맞고 있다. 2003년 8월 재정경제부에서 마련

한 “한국주식시장 통합안”에 의하면 코스닥시장은 시장통합을 하게 되는 경우 가칭 “한국증권선물거래소”의 시장사업본부가 될 가능성이 높다. 그러나 이 시점에서 통합의 여부, 형태와는 별도로 과연 코스닥시장이 신시장으로서의 존재해야 할 경제적·사회적 가치가 있는지, 그만큼 가치가 있다면 한국경제 및 한국자본시장에서 어떠한 위상을 정립해야 하는지를 재검토하는 일은 시장통합 논의와 함께 매우 시급한 일이다.

따라서 본 보고서는 이러한 목적에 바탕을 두고 주요국 신시장의 현황을 조사하고 한국경제에서 코스닥시장이 차지하는 역할 및 비중을 검토하여 코스닥시장의 존재 이유(raison d'être)를 재정립함으로써 코스닥시장의 정체성 확보를 시도하고 있다. 또한 재정립된 코스닥시장의 위상을 구현하고 시장의 건전성과 투자자 신뢰를 회복하기 위해 구체적인 방안을 시장거시구조(시장구조체계, 운영체계 및 자율규제, 소유·지배구조, 비전)와 시장미시구조(수입·지출 구조, 등록관리제도, 매매체결·결제·공시제도)로 구분하여 총체적으로 제시하고 있다.

본 보고서는 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 한상범 박사와 외부연구진으로 참여해 준 UC Berkeley의 엄경식 박사 및 강대일, 윤지아 연구원의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 해 준 본 연구원의 조성훈 박사, 그리고 원고 정리에 도움을 준 본 연구원의 주윤신, 이종은 연구원에게도 고마움을 전하고 싶다. 마지막으로 본 보고서는 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2003년 12월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

I. 서론	3
1. 논의의 배경	3
2. 연구의 목적 및 범위	6
II. 신시장의 경제적 의의와 최근 환경변화	11
1. 신시장의 기반: 신경제와 벤처기업	11
2. 세계 신시장의 환경변화	26
3. 코스닥시장의 환경변화	35
III. 코스닥시장의 현황 및 문제점	43
1. 코스닥시장의 특징 및 현황	43
2. 운영구조상 특성 및 자율규제	52
3. 소유·지배 구조	58
4. 수입·지출·자산 구조	61
5. 등록·등록유지·퇴출 제도	66
6. 매매체결·결제·공시제도	77
IV. 코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안의 요체	93

1. 코스닥시장의 위상 재정립	93
2. 세계 주요국 신시장의 위상과 시사점	115
3. 코스닥시장 효율화 방안의 요체	129
V. 코스닥시장 효율화를 위한 구체적 발전방안	143
1. 시장거시구조 및 관련 사항 개선 방향	143
2. 시장미시구조 개선 방안	154
참고문헌	181
부록 I: 코스닥시장의 등록요건, 등록유지관리제도 및 등록 취소요건	197
부록 II: 세계 주요국 신시장의 현황	211
1. Nasdaq	211
2. TSX Venture Exchange	233
3. Deutsche Börse(DB)	250
4. Nouveau Marché(Euronext-Paris)	265
5. AIM과 techMARK(LSE)	280
6. Stockholmsbörsen의 O-list	301
7. Jasdaq과 Mothers	311
8. 시사점	331

표 목 차

<표 II-1> 코스닥시장의 시기별 정부정책	25
<표 III-1> 2002년도 코스닥시장 거래실적: 거래량, 거래대금	47
<표 III-2> 2002년도 코스닥시장 거래실적: 회전을율	48
<표 III-3> 2002년도 거래대금기준 투자자별 거래비중	48
<표 III-4> 2002년도 코스닥시장 자금조달 현황	49
<표 III-5> 2002년도 코스닥시장 등록법인 현황	50
<표 III-6> 코스닥시장의 퇴출 현황(2002년도말 총 26개사)	51
<표 III-7> 코스닥시장의 업무 분장	55
<표 III-8> (주)코스닥증권시장 소유구조(주주 구성)	58
<표 III-9> (주)코스닥증권시장 이사회 구성	58
<표 III-10> (주)코스닥증권시장 수입구조	62
<표 III-11> (주)코스닥증권시장 지출구조: 일반관리비	63
<표 III-12> (주)코스닥증권시장 지출구조: 자본지출	64
<표 III-13> (주)코스닥증권시장 자산구조	64
<표 III-14> 코스닥시장 소속부별 기업 현황	66
<표 III-15> 코스닥시장의 등록요건 개선안	68
<표 III-16> 코스닥시장과 KSE의 규제기준 비교	69
<표 III-17> 코스닥시장의 퇴출 현황	72
<표 III-18> 코스닥시장의 동시호가(단일가)매매시 호가공개범위	78
<표 III-19> 코스닥시장의 시간외거래제도 개선	79
<표 III-20> 코스닥시장의 호가단위 개선	81
<표 III-21> 코스닥시장 공시 관련 기관별 업무분장	86
<표 IV-1> KSE 상장을 이유로 등록취소된 코스닥시장 등록기업의 연 도별 현황	95
<표 IV-2> 최근 1년 간 KSE로 상장이전을 공시한 코스닥시장 등록기 업의 세부 현황	95

<표 IV-3> 코스닥시장 자금조달 실적 추이	98
<표 IV-4> 세계 주요국 신시장의 자금조달 실적 추이	99
<표 IV-5> 코스닥시장 등록기업의 업종 구성	101
<표 IV-6> IT산업 부문별 생산액	107
<표 IV-7> IT산업 생산액 실질성장률	107
<표 IV-8> IT산업의 부가가치 및 GDP 성장기여도	108
<표 IV-9> 한국경제의 중장기 전망 및 가정	110
<표 IV-10> 우리나라 금융자산규모의 예측	111
<표 IV-11> 미래 주식시가총액의 예측	111
<표 IV-12> 코스닥시장 효율화 방안의 요체(새로운 패러다임)	139
<표 V-1> KSE 상장요건과 코스닥 등록요건(일반요건)의 비교	163
<부록 표 I-1> 코스닥시장의 등록요건 중 일반요건	197
<부록 표 I-2> 코스닥시장의 등록요건 중 분산요건	198
<부록 표 I-3> 코스닥시장의 등록요건 중 증자제한요건	199
<부록 표 I-4> 코스닥시장의 등록요건 중 기타요건	202
<부록 표 I-5> 코스닥시장의 투자유의종목 지정 및 지정해제 시기	204
<부록 표 I-6> 코스닥시장의 관리종목 지정 및 지정해제 시기	206
<부록 표 I-7> 코스닥시장의 보호예수제도 중 계속보유기간 기준	207
<부록 표 I-8> 코스닥시장의 퇴출요건	208
<부록 표 II-1> Nasdaq의 주요 시장통계량	212
<부록 표 II-2> Nasdaq의 각 사업부문별 수입	219
<부록 표 II-3> Nasdaq의 지출구조	220
<부록 표 II-4> Nasdaq의 자산구조	220
<부록 표 II-5> Nasdaq National Market 상장 및 상장유지 기준	223
<부록 표 II-6> Nasdaq SmallCap Market 상장 및 상장유지 기준	224
<부록 표 II-7> NNM과 SmallCap시장의 비교	225
<부록 표 II-8> TSX 및 TSX Venture Exchange 주요 시장통계량 비교	234
<부록 표 II-9> TSX Group Inc.의 각 사업부문별 수수료 수입	239
<부록 표 II-10> TSX Group Inc.의 지출구조	240

<부록 표 II-11> TSX의 “Tier 1” 상장요건	242
<부록 표 II-12> TSX의 “Tier 2” 상장요건	244
<부록 표 II-13> Deutsche Börse의 주요 시장통계량	250
<부록 표 II-14> Deutsche Börse의 주요 사업부문별 수입규모	257
<부록 표 II-15> Deutsche Börse의 주요 사업부문별 개발비규모	257
<부록 표 II-16> Deutsche Börse의 지출구조	258
<부록 표 II-17> Deutsche Börse의 자산구조	258
<부록 표 II-18> 독일 정규시장의 주요 상장요건	262
<부록 표 II-19> 독일 정규시장의 주요 상장유지요건	263
<부록 표 II-20> Nouveau Marché의 주요 시장통계량	265
<부록 표 II-21> Euronext-Paris의 주요 시장통계량	266
<부록 표 II-22> Euronext 지분분포(2003. 7. 2)	269
<부록 표 II-23> Euronext의 지출구조	271
<부록 표 II-24> Euronext의 자산구조	272
<부록 표 II-25> Euronext-Paris의 주요 상장요건 및 관련 규정	276
<부록 표 II-26> Nouveau Marché 상장요건	277
<부록 표 II-27> AIM과 techMARK의 거래대금 및 거래량	281
<부록 표 II-28> AIM과 techMARK의 상장기업 수	281
<부록 표 II-29> LSE의 대주주 분포	287
<부록 표 II-30> 2002년 LSE의 수익구조	288
<부록 표 II-31> LSE의 자산구조	288
<부록 표 II-32> AIM과 LSE의 주요 상장요건 비교	290
<부록 표 II-33> AIM 상장기업의 주시장 상장요건	291
<부록 표 II-34> 과학적 연구기반형기업과 혁신기술 고성장형기업의 상 장요건 비교	292
<부록 표 II-35> LSE의 시장 구분과 매매체결시스템	295
<부록 표 II-36> Schedule 3, 4, 5에 해당하는 항목	300
<부록 표 II-37> 스톡홀름증권거래소의 상장기업 수	301
<부록 표 II-38> 스톡홀름증권거래소의 시가총액과 거래대금	302
<부록 표 II-39> OM의 지분 분포	303

<부록 표 II-40> OM의 주식보유 규모별 주주 분포	304
<부록 표 II-41> 스톡홀름증권거래소의 수익구조	305
<부록 표 II-42> OM의 자산구조	305
<부록 표 II-43> O-list의 상장요건	307
<부록 표 II-44> A-list와 O-list의 비교	308
<부록 표 II-45> Jasdaq의 거래량 및 거래대금	312
<부록 표 II-46> Jasdaq의 상장기업 수	313
<부록 표 II-47> Jasdaq의 상장 관련 규정	316
<부록 표 II-48> Jasdaq 상장폐지기준	317
<부록 표 II-49> Jasdaq의 시장조성인 종목	319
<부록 표 II-50> Jasdaq의 주문가격단위	320
<부록 표 II-51> TSE(Mothers)의 상장기업 수	323
<부록 표 II-52> Mothers의 누적거래대금 및 시가총액	323
<부록 표 II-53> TSE의 수입구조	325
<부록 표 II-54> TSE의 지출구조	325
<부록 표 II-55> TSE의 자산구조	326
<부록 표 II-56> Mothers 상장요건	327
<부록 표 II-57> Mothers의 퇴출요건	327
<부록 표 II-58> TSE의 거래단위별 상장기업의 분포	328
<부록 표 II-59> 주요 거래소의 운영 수입 구조(2002년)	337
<부록 표 II-60> 주요 거래소의 자산구조(2002년)	338

그림 목 차

<그림 III-1> 코스닥시장 및 KSE의 주요 지수 일별 누적수익률	45
<그림 IV-1> OECD회원국의 GDP대비 벤처캐피털 투자상황	103
<그림 IV-2> 우리나라의 GDP 대비 벤처캐피털 투자(1992~2001)	104
<그림 IV-3> 한국주식시장을 구성하는 세 시장의 위상	113
<그림 V-1> 등록유지관리제도 및 퇴출제도 개선방향: 등록유지제도로 의 전환	168
<그림 V-2> 규정 및 시장의 힘에 바탕을 둔 코스닥시장의 등록, 등록 유지관리, 퇴출 제도에 관한 개선방향	171
<부록 그림 II-1> Deutsche Börse의 시장체계	252
<부록 그림 II-2> Deutsche Börse의 기업지배구조	255
<부록 그림 II-3> Deutsche Börse의 새로운 시장구분과 지수구성	260
<부록 그림 II-4> Euronext의 시장체계	267
<부록 그림 II-5> techMARK와 techMARK mediscience의 관계	283
<부록 그림 II-6> AIM과 techMARK시장의 운영구조	284
<부록 그림 II-7> RNS를 통한 공시	298
<부록 그림 II-8> Jasdaq시장의 운영구조	314

약어 표

ATS	Alternative Trading System
BT	BIO Technology
CDS	Canadian Depository for Securities
CMF	Conseil des Marchés Financiers
COB	Commission des Opération de Bourse
DB	Deutsche Börse
DTC	Depository Trust Company
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
ECN	Electronic Communications Network
FIVB	World Federation of Exchanges
HTS	Home Trading System
IDA	Investment Dealer Association(캐나다증권업협회)
IT	Information Technology
JADEC	Japan Securities Depositor Center, Inc.
JDS	Japan Dealer Association Internet Disclosure System
JSCC	Japan Securities Clearing Corporation
JSDA	Japan Securities Dealers Association
KSE	Korea Stock Exchange
LSE	London Stock Exchange
MothersMarket	Market of the High-growth and Emerging Stocks
NASD	National Association of Securities Dealers(미국증권업협회)

NSCC	National Securities Clearing Corporation
NT	Nano Technology
OSE	Osaka Stock Exchange
OTCBB	Over-the-Counter Bulletin Board
SEC	Securities and Exchange Commission
SOES	Small Order Execution System
SRO	Self-Regulatory Organization
TSE	Tokyo Stock Exchange or Toronto Stock Exchange
TSX	Toronto Stock Exchange Group
UMIR	Universal Market Integrity Rules
VPC	Swedish Central Securities Depository

< Executive Summary >

현재 코스닥시장은 등록기업의 잦은 부정스캔들과 등록·퇴출의 부조화에 따른 시장으로서의 기능 악화, 그리고 이에 따른 투자자들로부터의 신뢰 상실 등으로 인해, 많은 시장참여자들에게 그 정체성에 대한 심각한 의구심을 불러일으키고 있다. 따라서 코스닥시장의 정체성을 재확보하고 시장에 대한 투자자들의 신뢰를 회복하기 위한 논의 및 조치는 코스닥시장뿐만 아니라 한국주식시장의 발전을 위해서도 매우 시급한 일이라 할 수 있다. 최근 이와 관련하여 약간의 논의가 시도되고 있는 것은 매우 다행스러운 일이라 할 수 있다. 그러나, 아쉽게도 그 논의 내용은 코스닥시장의 전 영역에 걸친 보다 포괄적이고 근본적인 사항까지는 미치지 못하고 있는 실정이다.

이에 대해서는 다음 두 가지 요인을 들 수 있다. 첫 번째는 운영구조상의 문제점으로 인해 코스닥시장을 둘러싼 관련 기관들의 이해가 동질적이지 않고 심지어 어떤 경우에는 상반되기도 한다는 점이다. 따라서 현재의 문제점에 대한 근본적 해결책을 마련하기 위한 조정이 다분히 쉽지 않다는 것이다. 두 번째는 그동안 코스닥시장을 개선하기 위한 논의가 퇴출 또는 등록유지 관리제도 등의 개선에만 그 초점이 맞추어져 있었지(등록에 대한 제한된 논의는 아주 최근의 일임), 운영체계, 소유·지배 구조 등과 같은 “시장거시구조(물론 시장통합과 관련, 코스닥시장의 독립성 존재 여부에 대한 논의도 포함)”, 등록 등 “시장미시구조” 차원을 시장거시구조에 연결하는 것과 같은 논의는 외부적 제한으로 또는 의도적으로 회피 또는 제한되고 있었다. 하지만 시장통합이 거의 당연한 것처럼 가시화되고 있는 현 상황 하에서 포괄적이고 근본적 개선방안에 대한

공개적인 논의는 이제 더 이상 미룰 수 없는 사항이 되었다.

그러면 무엇이 코스닥시장을 위한 포괄적이고 근본적인 개선방안인가? 이것이 바로 본 보고서가 추구하는 목적이다. 본 보고서에서는 이를 위해 두 가지 질문을 던지고 있다. 첫 번째는 “한국주식시장에서 코스닥시장은 존재해야 하는가? 존재하여야 할 당위성이 있다면 어떤 모습의 위상으로 존재하여야 하는가?”이다. 두 번째는 “하나의 주식시장으로서 이러한 위상을 효율적으로 구현하기 위해서는 시장의 거시 및 미시 구조는 어떤 모습을 갖추어야 하는가?”이다.

여기에서 우리는 두 가지 사항을 유의해야 한다. 첫 번째는 본 보고서 작성 중에 한국주식시장의 통합에 대한 정부안이 거의 확정되었다는 것이다. 이는 본 연구에 하나의 주요한 외생변수로서 작용하였다. 즉, 한국에서 신시장으로서의 역할을 수행하는 코스닥시장이 주시장인 KSE와 독립해서 존재하여야 하는지, 아니면 주시장에 포함되어 존재해야 하는지에 대한 우리의 의견은 표명할 필요가 없어졌다는 점이다. 두 번째는 그러나 이로 인해 본 보고서에서 이루어지고 있는 논의의 의미가 없어졌다는 것은 아니라는 점이다. 왜냐하면 상기한 두 질문에 대하여 본 보고서가 제시하는 답변은 한국주식시장의 통합 여부와는 별로 상관이 없기 때문이다. 즉, 한국주식시장에서 신시장의 존재 여부, 존재시 갖추어야 할 위상, 그리고 이 위상을 효율적으로 구현하기 위한 시장의 거시 및 미시 구조의 모습은 시장통합 여부와는 (거의) 무관하며 자체적으로도 충분히 유효한 독립적인 연구과제라는 의미이다.

이제부터 본 연구의 첫 번째 질문인 “한국주식시장에서 코스닥시장은 존재해야 하는가? 존재하여야 할 당위성이 있다면 어떤 모습의 위상으로 존재하여야 하는가?”에 대해 논의해 보자.

설립 이후 현재까지 코스닥시장은 벤처기업(또는 (신)성장형기업)의 자금조달을 위한 주된 자본시장이라는 신시장으로서의 경제적 기능을 일정 부분 수행하고 있다고 할 수 있다. 그러나 안타깝게도 코스닥시장은 정부 주도에 의해 육성된 자율적 혁신이 약한 시장, KSE의 2부시장 정도로 인식되고 있는 것이 현실이다. 그렇다면 신시장으로서의 코스닥시장은 존재할 필요가 없는가? 우리나라는 OECD 회원국가들과 비교해 볼 때 “GDP 대비 벤처캐피탈 투자 부문”에서 미국에 이어 2위이고 아시아 최대의 벤처캐피탈시장을 보유하고 있을 정도로, 경제 전반에 걸쳐 벤처기업이 차지하는 비중이 매우 크다. 또한 (신)성장형산업의 고성장 잠재력과 이 산업에 속한 벤처기업들의 GDP 성장에 대한 높은 기여도, 중장기에 걸친 한국산업구조의 재편 가능성 등을 고려할 때, 향후 코스닥시장이 가진 (신)성장형 산업에 대한 자금조달창구로서의 역할은 증대될 것으로 예상된다. 여기에 더하여 한국자본시장의 발전에 따라 코스닥시장의 잠재성장 규모 역시 견조한 성장이 가능할 것으로 전망된다. 따라서 한국 주식시장에서 신시장(그 명칭이 코스닥시장이든 아니든)은 존재하여야만 한다는 것이다.

이렇듯 신시장으로서의 역할이 지속적으로 요구되는 코스닥시장은 어떤 모습의 위상으로 존재해야 하는가? 이에 대한 답변을 유도하기 위해서는 코스닥시장만을 분리한 부분균형 차원이 아닌, 한국 주식시장을 구성하고 있는 KSE, 코스닥시장, 제3시장을 모두 한꺼번에 아우르는 일반균형(*general equilibrium*) 차원의 접근이 필요하다. 질적으로 우수한 장외 기업들의 주식이 제3시장에서 유통되다가 정규시장인 KSE와 코스닥시장으로 원활하게 진입하고, 정규시장에서 퇴출된 기업들의 주식이 제3시장에서 원활하게 유통될 수 있도록 한국주식시장의 개별시장간 유기적 연관성을 효과적으로

달성할 수 있는 차원에서 코스닥시장은 그 위상을 정립해야 할 것이다. 그러면 질적으로 우수한 장외 기업들이 KSE와 코스닥시장 중 어디로 가야 하는가? 이 대목에서는, 신시장의 등장으로 최근 자본시장에서 그 근거를 부여받은 자금순환시장의 이원화(자본시장에서 신시장의 독립적 역할 분담을 의미)와 위에서 언급한 (신)성장형기업(벤처기업)의 한국경제에서 차지하는 비중을 고려하여, 코스닥시장이 한국주식시장에서 수행하는 역할과 의미(즉, 위상)를 명확하게 재정립해야 한다.

이 결과 본 보고서에서 새롭게 정립된 코스닥시장의 위상은 첫째, (신생) 중소 (신)성장형기업(벤처기업)에 대한 지속적이고 안정적인 자금조달기능 수행을 통한 “신시장”으로서의 기존의 역할을 지속해야 하고, 둘째, KSE와의 “보완적 경쟁관계”를 정립(시장통합과 무관)해야 하며, 셋째, 투자자들과 중소 (신)성장형기업(벤처기업)이 자율적으로 주도하는 고객 중심의 시장을 지향하고, 넷째, “선진 IT한국”을 선도할 수 있는 동북아에서 가장 핵심적인 신시장의 역할을 수행하여야 할 것이다.

이렇듯 재정립된 코스닥시장의 위상에 부합되는 기능을 효율적으로 수행하기 위해서 필요한 수단은 무엇일까? 이것에 대한 답변이 본 보고서의 두 번째 질문인 “하나의 주식시장으로서 이러한 위상을 효율적으로 구현하기 위해서는 시장의 거시 및 미시 구조는 어떤 모습을 갖추어야 하는가?”에 대한 연구 결과이다.

먼저, 시장거시구조에 대해서 논의해 보자. 현재 코스닥시장이 직면하고 있는 시장거시구조상의 문제를 해결하고 바람직한 재정립된 위상을 효율적으로 달성하기 필요한 시장거시구조 체제를 갖추기 위해서는, ① 시장운영의 단일화 및 규제와 감독의 유연화, ② 실질적 주식회사화, ③ 투자자 중심의 지배구조 확립 등이 필요하다.

이를 보다 구체적으로 살펴보면, 첫째, 현재 증권업협회, 코스닥 위원회, (주)코스닥증권시장으로 3분화되어 있는 코스닥시장의 운영 체계를 일원화하고, 자율규제 사항에 대해서는 시장이 실질적으로 그 업무를 수행할 수 있는 제도적 개선이 필요하다. 한국 주식시장의 통합이 가시화되고 있는 현 시점에서 이와 같은 조직운영상의 개선방안이 현실적으로 시도될 가능성은 매우 적지만, 논의의 핵심 사항은 통합 후에도 여전히 유효하다. 즉, 여기서 주장하는 것은 코스닥시장이 시장으로서 효율적으로 기능하기 위해서는 내부적인 부문(또는 기관)들 간에 동질적인 이해를 갖게 하는 조직구조를 갖는 것이 필수적이라는 것이다. 이 논리를 시장통합이 이루어질 경우에 적용해 보면 다음과 같다. 코스닥시장사업부(또는 자회사)가 코스닥시장의 집행기능적 성격의 모든 시장운영업무를 담당하고, 규제적 성격의 모든 업무는 “시장감시위원회” 산하 코스닥소위원회가 담당한다. 통합 거래소의 자율규제기능을 담당하는 “시장감시위원회”와 코스닥시장사업본부의 실질적 독립성을 보장하여야 한다. 이에 더하여 본 보고서에서는 통합 거래소의 자율규제기능은 통합 거래소 외부에 독립적으로 존재하는 것보다 내부에 존재하되 지배구조의 독립성을 최대한 보장하는 형태가 바람직하다는 의견을 피력하는 바이다.

둘째, 현재 실질적으로 회원제 거래소 역할을 하고 있는 (주)코스닥증권시장의 소유구조를 실질적 주식회사제로 전환(IPO 포함)하는 것이 필요하다. 이는 한국주식시장이 통합될 경우 궁극적으로 해결될 것으로 보이나, 시장운영에 대한 책임 경영이 신속히 이루어져야 한다는 점에서는 하루 빨리 진행되는 것이 바람직하다고 판단된다.

셋째, 급속하게 변화하는 시장 환경에 탄력적으로 대응할 수 있고

고, 시장의 건전성과 운영의 효율성 그리고 투자자보호를 균형 있게 유지할 수 있는 효율적인 의사결정구조와 지배구조를 구축하여야 한다. 이를 위해서는 이사회와 독립성이 보장되어야 하므로, 이사회 구성을 독립 이사가 “적어도” 과반수 이상을 차지하도록 해야 한다. 지배구조에 대한 이러한 일반적 논의 역시, 한국주식시장이 통합된다 하더라도 여전히 유효하다. 이 논리를 시장통합이 이루어질 경우에 적용해 보면 다음과 같다. 통합 거래소의 이사회와 시장감시위원회는 독립적으로 운영되어야 한다. 특히, 코스닥시장소위원회는 주시장인 KSE와의 보완적 경쟁관계를 담보할 수 있는 신시장을 위한 위원회로서 그 특성에 충실할 수 있는 위원들로 구성되어야 한다.

다음으로 신시장으로서 코스닥시장의 위상을 담보하기 위한 바람직한 시장미시구조는 다음과 같다. 첫째, 현재 중개수수료에 대부분 의존하고 있는 코스닥시장의 수입구조를, 장기적으로 상장수수료의 증대, 특히 다양한 정보서비스 개발 등을 통한 정보판매수수료 수입의 증대 등으로 다변화해야 한다.

둘째, 등록법인의 등록 및 등록유지관리는 일차적으로 코스닥시장의 등록요건을 범주로써 구분하고, 여기에 한 차원을 더하여 기업의 경영투명성을 중심으로 성장형기업과 일반기업 모두에게 보다 유연한 “개방형진입방식”으로 이루어져야 한다. 특히, 등록관리의 효율성 제고와 등록기업의 옥석을 구분하기 위해서는 다음의 두 단계 방식의 접근이 필요하다. 먼저, 코스닥시장 등록법인의 질적 수준을 기업 “경영 투명성을 위주”로 “시장 내”에서 구분하여, 발행기업과 투자자들이 위험에 대한 자신들의 선호에 따라 투자 대상 시장과 등록기업을 스스로 선택(self-selecting)할 수 있도록 해야 한다.

다음으로, 일단 발행기업과 투자자들이 자신들의 무대를 선택한 후에는 다양한 지수를 통하여 등록관리를 수행하도록 한다. 이러한 등록유지관리 방식은 코스닥시장을 개인투자자 위주에서 기관투자자 위주로 변모시키는데 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

또한, 현행 퇴출제도의 철학을 등록유지제도로 전환하여 해당 기업이 ① 원칙대로 엄격하게, ② 시장의 힘(market power)에 의해, ③ 투명하게, ④ 자의적인 판단 없이 즉각적으로(즉, 문제가 되는 사건이 완료되는 즉시), 시장에서 퇴출될 수 있도록 운영해야 한다.

마지막으로, 매매거래 비활발종목을 이용한 불공정거래를 방지하고 코스닥시장의 신뢰성과 건전성을 향상시키기 위해서, ① 매매거래 비활발종목에 대해서는 정규거래시 현재 채택하고 있는 접속매매방식보다는 동시호가방식인 일중집중경쟁매매방식(intra batch auction)으로 거래가 이루어지도록 하고, ② 매매거래비활발종목에 한하여 유동성제공자(liquidity provider) 제도의 도입을 신중히 고려할 필요가 있다.

본 보고서가, 코스닥시장이 “선진 IT한국”을 선도하면서 한국경제 및 한국주식시장의 도약에 이바지하고, 더 나아가 동북아 신시장의 체계모니를 확보할 수 있도록 하는 작은 밑거름이 되기를 소망해 본다.

1. 서론

1. 논의의 배경
2. 연구의 목적 및 범위

I. 서론

1. 논의의 배경

가. 연구 배경

1) 극도로 악화된 코스닥시장의 시장기능

2002년 하반기 이후로 코스닥시장은 코스닥종합지수가 34.64로 사상 최저치를 기록(2003. 3. 17)한 후 계속하여 담보 상태를 보이고 있다. 이러한 상황 하에서 일부에서는 한동안 코스닥시장의 폐지론까지 등장하는 등 정체성의 위기와 투자자 신뢰 악화로 인해, 코스닥시장이 시장으로서의 기능을 제대로 수행하지 못하고 있는 징후를 보이고 있다. 이렇듯 악화된 코스닥시장의 상황은 단기 정책처방 등에 의해 일시적으로 호전될 수는 있으나, 등록기업의 약 과반수가 벤처기업에 해당되는 시장의 속성상, 지금까지 노정된 문제점이 주기적으로 발생할 여지가 매우 높기 때문에 이러한 임시방편으로는 치유가 어려운 실정이다.

이에 더하여, 전문가들은 코스닥시장 기능 악화의 원인이 조직 운영 체계(소유구조 포함), 등록·등록관리·퇴출 제도의 전 과정, 거래 메커니즘의 효율성 등 코스닥시장이 효율적인 주식시장으로 기능하기 위해 필요한 모든 부문에서 문제점이 노정되고 있기 때문인 것으로 지적하고 있다.¹⁾ 따라서 조직운영구조, 소유·지배 구조, 등록·등록관리·퇴출 제도, 매매제도 등 코스닥시장 운영 전반에 대한 포괄적인 개선이 필요한 상태이다.

1) 매일경제신문, 2002, “코스닥 살릴 길 없나/전문가 진단,” 시리즈 기사.

2) 증권시장 통합의 가시화

1990년대 후반부터 조심스럽게 제기되었던 한국주식시장의 시장통합이 이제 가시화되고 있다. 재정경제부는 이를 구체화하기 위하여 재정경제부, 한국증권거래소(이하 KSE), 코스닥시장, 한국선물거래소, 증권전산, 그리고 증권예탁원 등의 이해 당사자들이 참여하는 태스크포스 팀을 구성하여 한국주식시장의 통합안을 마련하였다. 이 시장통합안은 공청회(2003. 8)를 통한 의견수렴과정을 거쳐, 현재 “한국증권선물거래소 설립법(案)”과 “증권거래법 개정(案)” 등으로 마무리되어 국회통과를 위한 입법과정을 밟고 있는데, 늦어도 2004년 말까지는 시장통합이 완료될 것으로 예상된다. 현재 시장통합에 대한 법안 내용을 보면, 코스닥시장은 가칭 “한국증권선물거래소”에 통합되어 하나의 시장사업본부가 되도록 하고 있다.

하지만 이러한 통합 여부, 통합의 형태와는 별도로, 과연 코스닥시장은 존재할 만한 경제적·사회적 가치가 있는지, 그리고 만일 가치가 있다면 어떠한 시장을 지향해야 하는지에 대한 논의는 한국경제 및 한국 자본시장의 성장을 위해 매우 중요한 일로 보인다. 한국주식시장 통합이 가시화되고 있는 현 시점에서 이에 대한 논의는 더 이상 미룰 수 없는 화급한 이슈임에 틀림없다.

3) 코스닥시장의 정체성에 대한 근본적 논의가 필요한 시점

바로 위에서 언급하였듯이, 코스닥시장의 정체성 확보 및 투자자의 신뢰 회복을 위한 논의는 매우 시급한 실정이다. 최근 이에 대한 일부 논의가 시도되고 있으나, 코스닥시장의 전 영역에 걸쳐 포괄적이고 보다 근본적인 사항에 대해서는 논의되고 있지 않다.

한 예로, 최근[코스닥위원회, (주)코스닥증권시장 주최로 실시된 공청회(2003. 6. 25)] 코스닥시장의 정체성을 확보하기 위한 하나의 방법으로써, 등록요건을 강화(또는 개선)하고 이를 바탕으로 등록관리 및 퇴출요건의 원칙과 제도를 개선하는 방안이 제시되었다. 이의 주요 내용은 벤처기업부와 일반기업부로 구분된 현행 소속부제도를 재검토(또는 폐지)하고 최근 세계 주요 주식시장이 채택하고 있는 소속부제도(또는 시장 구분)를 통한 등록요건의 강화(또는 개선)를 도모하자는 것이었다. 그러나, 이러한 논의에도 불구하고, 코스닥시장을 둘러싼 관련 기관들의 이해에 따라 이들이 추구하는 바가 각기 다르기 때문에, 현재의 문제점에 대한 근본적인 해결책 마련을 회피하려는 경향이 강하다는 것이 가시적으로 드러났다. 결과적으로 공청회 이후 실제로 시행된 개선 방안은 벤처기업²⁾에 대하여 5억원의 자본금요건과 최근 사업연도말 5%의 ROE요건, 그리고 경상이익의 시현을 새로 도입하고, 감사요건을 “적정”으로 조정하는 등 매우 제한적인 것에 그치고 말았다.³⁾

또한, 그동안의 논의가 위에서 언급한 등록법인 관리제도 개선에만 그 초점이 맞추어져 있으며, (어떻게 보면 더 중요할 수도 있는 문제인) 운영체계, 소유·지배 구조와 같은 시장거시구조(market macrostructure) (물론 시장통합과 관련한 코스닥시장의 위치에 대한 논의도 포함)에 대한 논의는 회피되고 있는 상태이므로, 이에 대한 공개적인 논의가 시급하다.

코스닥시장의 역할에 대한 재해석과 함께, 투자자 신뢰 회복을 보다 포괄적이고도 근본적인 방향으로 구현하기 위해서는, 코스닥시장 및 정

2) 일반기업의 경우에는 기존의 자본금요건을 5억에서 10억으로 올리고, 10%의 ROE요건을 도입하였다.

3) 내년부터 시행하는 “스타지수”의 경우도 좋은 시도이기는 하나 등록요건과 코스닥시장의 마케팅 전략을 한데 묶어서, 코스닥시장의 위상을 제고하여야 한다는 근본적인 논의와는 어느 정도 거리가 있는 것이라고 볼 수 있다.

책당국자가 실행할 수 있는 개선 방향(또는 방안)을 시장거시구조 및 미시구조(market microstructure) 차원에서 객관적으로 확보할 필요가 있다. 물론 이 경우, KSE 및 제3시장과 관련하여 코스닥시장의 위상을 재확립한 연후에 시장거시구조 및 미시구조의 개선에 대한 구체적 논의를 수행하여야 할 것이다.

2. 연구의 목적 및 범위

가. 연구 목적

본 연구는 한국경제에서 차지하는 코스닥시장의 역할 및 비중을 재검토하고 한국의 신시장으로서 담당하여야 할 기능 전반에 대한 포괄적인 논의를 통해, 코스닥시장의 근본적인 개선방향을 제시하는 것을 주목적으로 한다. 보다 세부적으로 언급하면 다음과 같다:

- 코스닥시장의 존재이유(raison d'être)에 대한 재해석(또는 위상에 대한 재정립)을 통하여 코스닥시장의 정체성 확보를 시도함.
- 코스닥시장의 재정립된 위상을 구현하고 시장의 건전성과 투자자 신뢰를 회복하기 위한 구체적 방안(또는 방향)을 ① 시장거시구조 [시장구조체계, 운영체계 및 자율규제, 소유·지배 구조, 비전]와 ② 시장미시구조[수입·지출 구조, 등록관리제도, 매매체결·공시 제도]로 구분하여 총체적으로 제시함.

나. 연구 범위

본 연구를 착수할 당시에는 한국주식시장의 “시장구조 개편”에 대한 어떠한 안(案)도 확정된 상태가 아니었기 때문에, ① 시장통합이 이루어질 것을 가정한 경우와 ② 시장통합이 이루어지지 않고 코스닥시장이 독자 생존하는 경우, 둘로 구분하여 코스닥시장에 대한 개선 방안을 제시하려고 하였다. 그러나 앞에서 언급하였듯이, 한국주식시장의 통합은 이제 가시화되고 있으며, 따라서 시장통합이 이루어지지 않고 코스닥시장이 독자적으로 생존한다는 가정은 이제 더 이상 현실적이지 않은 듯하다.

이에 본 보고서는 시장거시구조에 대한 개선 방안 중에서 “한국주식시장 통합”과 관련된 문제에 대해서는 “원칙적으로” 논의의 대상에 포함시키지 않는 것으로 한다.⁴⁾ 즉, 코스닥시장이 한국주식시장의 통합에 포함되어야 하는지, 통합되어야 한다면 어떠한 방식으로 통합되어야 하는지 등은 이제 본 보고서의 연구 범위가 아니라는 점이다.

본 보고서에서 코스닥시장의 구체적 개선 방안(또는 방향)으로 분석·제시하는 시장거시구조 및 미시구조에 대한 연구는, 이러한 시장통합과 관계없이 코스닥시장이 하나의 주식시장으로 존재하여야 하는지, 만일 존재하여야 한다면 시장거시구조와 미시구조는 어떠한 형태를 갖추어야 효율적 시장이 될 수 있는지에, 그 초점이 맞추어져 있음을 명확히 밝혀둔다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 본 보고서의 II장은 신시장의 경제적 의의 및 신시장과 관련된 최근의 주요 환경변화를 살펴본다. III장에

4) 그러나, 주식회사화에 따른 효율적 자율규제기능의 수행을 논의할 경우, 이것과 시장통합과의 관계에 대해서만은 “예외적으로” 의견을 개진할 것이다. 하지만 이것도 “참고용”임을 명확히 밝혀둔다.

서는 코스닥시장의 현황과 문제점을 “특징적인 요소”를 중심으로 파악한다. IV장에서는 한국 경제에서 코스닥시장과 같은 신시장의 존재 당위성을 밝히고, 코스닥시장의 시장 건전성과 효율성 회복을 위해 필요한 개선 방안(또는 일정 부분 사고의 전환을 요구한다는 측면에서 볼 때 ‘새로운 패러다임’이라고도 할 수 있음)이 무엇인지를 논하였다. V장에서는 앞서 살펴본 내용을 바탕으로 코스닥시장 효율화 방안의 요체(또는 ‘새로운 패러다임’)를 근거로 코스닥시장의 구체적인 개선 방안(또는 방향)을 시장거시구조 및 미시구조에 따라 제시하고 있다.

끝으로 부록에서는 세계 주요 신시장의 현황을 파악하고 시사점을 도출하고 있다. 신시장들인 Nasdaq, TSX Venture Exchange, Deutscher Börse, Euronext, AIM(LSE), Stockholmsbörsen, Jasdaq, 그리고 Mothers의 시장거시구조에 대한 유형분석과 시장미시적인 측면을 중심으로, 이 시장들이 자국 주식시장에서 차지하는 위상을 검토하고 이를 코스닥시장과 비교·분석하였다.

II. 신시장의 경제적 의미와 최근 환경변화

1. 신시장의 기반: 신경제와 벤처기업
2. 세계 신시장의 환경변화
3. 코스닥시장의 환경변화

II. 신시장의 경제적 의의와 최근 환경변화

1. 신시장⁵⁾의 기반: 신경제⁶⁾와 벤처기업

가. 신경제의 출현과 특징

지난 20여 년 간 정보통신기술의 눈부신 발전과 더불어 닷컴기업으로 대표되는 벤처산업의 괄목할만한 성과는, 비록 경제버블에 의한 착시라는 일부의 비평에도 불구하고, 이른바 “신경제(new economy)”에 대한 경제학적 논의를 탄생시켰다.

이들 신경제 옹호론자에 따르면, 신경제 하에서는 인터넷과 같은 첨단 정보기술(IT)의 활용으로 노동생산성이 향상되고 재고 및 생산관리의 효율화가 이루어짐으로써, 경기호황 속에서도 낮은 인플레이션율을 유지할 수 있으며, 이로 인해 실질이자율은 낮아지고, 이는 다시 투자를 유

5) “신시장(New Market)”이라는 용어는 IT기업, 성장형 기업(growth firm), 또는 신생기업(newly-founded firm) 등이 상장되어 거래가 되는 정규시장을 통칭적으로 일컫는 용어이다. 우리나라의 코스닥시장의 성격을 유럽의 신시장과 동격으로 위치시켜야 하는지, 아니면 Nasdaq의 성격을 갖는 시장 또는 전통적인 거래소시장과 동격으로 자리매김해야 하는지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 물론 각 국의 증권시장에서 차지하는 시장의 규모, 기업의 성격 등을 고려해 볼 때 일반적으로 코스닥시장은 Nasdaq과 유사한 성격을 갖는다고 할 수 있다. 그러나, 코스닥시장의 출범이 “(신)성장형기업(벤처기업)의 육성”이라는 차원에서 이루어졌기 때문에 유럽의 신시장과 함께 비교하는 것도 별 무리가 없다고 판단된다. 따라서 본 보고서에서는 코스닥시장과 Nasdaq을 신시장이라는 용어에 포함하여 사용한다.

6) 신경제에 대한 보다 자세한 논의는 다음을 참조하기 바란다. 김근수·강창윤(2000), 『디지털경제와 주식시장』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 200-3.

발하여 생산성은 더욱 높아지는 선순환 고리가 형성된다고 한다. 따라서 신경제 하에서는 경기변동에 대한 걱정 없이 경제가 장기 성장할 수 있게 된다는 것이다.⁷⁾

이러한 경제학적 함의 이외에도 신경제는 다음과 같은 특성을 가지고 있다. 첫째, 상품유통의 디지털화는 신경제의 대표적인 현상이라 할 수 있다. 여기에서 디지털화란 디지털 방식에 의해 상품이 매매된다는 사실뿐만 아니라, 상품 그 자체가 다양한 디지털간의 조합으로 구성된다는 의미를 포함하고 있다. 이른바 대량생산(mass production)의 시대에서 대량맞춤(mass customization)의 시대로의 변화 속에 신경제가 자리 잡고 있는 것이다.

둘째, 신경제 하에서는 기업내 조직은 물론 기업간의 관계도 수직적 통합의 일관된 흐름보다는 핵심역량(core competence)중심의 수평적·유연적 결합으로 변화하게 된다. 이는 중소형 벤처기업⁸⁾의 성립 및 그 중요성에 대한 이론적 근거를 제시하는 현상이라 할 수 있다. 여기에서 주의할 것은, 핵심역량이 반드시 전통적인 의미에서의 “생산적” 부문(또는 활동)일 필요는 없다는 점이다. 경영학에서 말하는 가치 사슬(value chain)에서 가치 웹(value web)으로의 변화⁹⁾는 이러한 현상을 지적하는 것이다.

셋째, 신경제 하에서의 기업은 수직적 위계질서라기보다는 하나의

7) 윤택, 1999, “디지털 경제의 실체와 논점”, 한국경제학회·정보통신정책연구원 공동주최, 디지털 경제정책토론회 발표자료(11. 15).

8) 본 보고서에서는 벤처기업, 신성장형기업, 성장형기업 등을 포괄적으로 지칭하여 “(신)성장형기업(벤처기업)”이란 용어를 사용한다. 그러나 이들 3가지 용어는 본 보고서의 문맥에 따라서 혼용될 것이다. 본 장에서는 우리나라의 벤처산업과 코스닥시장의 관계를 논의하므로 “벤처기업”을 용어로서 선택하여 사용하는 것이 하나의 예라 할 수 있다.

9) Kelly, K., 1998, *New Rules for the New Economy*, Penguin Books.

“정보커뮤니케이션구조”로서 기능하게 되며, 조직 및 정보구조의 효율성으로부터 발생하는 초과이윤의 획득 메커니즘이 이를 통하여 형성된다. 즉, 이윤은 “정보 렌트(information rent)”의 성격을 지니게 된다.¹⁰⁾ 그 결과, 신경제 하에서는 개별 작업장에서의 노동성과의 전이가 자본이 아니라 네트워크에 의해서 이루어지게 되며, 전이의 형태도 직접적인 것으로부터 보다 간접적인 것으로, 그 영역 또한 생산과정에서 소비과정을 포함하는 보다 넓은 영역으로 변화하게 된다.

나. 신경제의 동력: 벤처기업의 성장

신경제의 출현은 기본적으로 벤처산업의 부흥과 밀접한 관련을 가지고 있다. 세계 경제는 산업사회의 패러다임을 접고 정보와 지식이 부가가치 창출의 원천이 되는 “지식기반경제(Knowledge-based Economy)”로의 전환을 진행하고 있는데, 고도의 기술 및 지식 집약적 산업부문의 수많은 벤처기업들이 이러한 시대적 흐름의 중요 부분을 담당하고 있다.

1) 벤처기업의 개념과 우리나라 벤처산업의 발전

일반적으로 벤처기업(venture business)이란 “고위험·고성과를 특징으로 하는 기술집약적 중소기업”¹¹⁾, 또는 “새로운 지식이나 기술을 사업

10) 경제학에서 렌트(rent)는 원래 공급이 고정된 생산요소가 그 기회비용 이상의 보수를 받는 경우를 설명하기 위해 사용되는 개념이다. 여기에서는 의사소통의 효율화에 따른 비용절감분이 조직 전체에 귀속되어야 함에도 불구하고, 조직의 관리자(=자본가 또는 경영자)에게 귀속된다는 것을 의미한다. 정보 렌트라는 개념은 Aoki(1990)으로부터 차용한 것이다.

11) 이상우, 1997, 『벤처경영』, 매일경제신문사.

수단으로 보유한 혁신적이고 모험적인 기업인에 의해 창업된 지식 및 기술집약형 기업¹²⁾을 말한다.

미국의 「중소기업투자법」에서는 벤처기업을 “위험성이 크나 성공할 경우 높은 기대수익이 예상되는 신기술 또는 아이디어에 기반을 두고 영위되는 신생기업(new business with high risk-high return)”으로 규정하고 있다. 일본에서는 벤처기업을 「중소기업으로서 R&D 투자비율이 매출액의 3% 이상인 기업, 창업 후 5년 미만인 기업”으로 “중소기업의 창조적 사업활동촉진에 관한 임시조치법」에서 규정하고 있다. 이 밖에 OECD에서는 “R&D 집중도가 높은 기업” 또는 “기술혁신이나 기술적 우월성이 주요 요인인 기업”으로 벤처기업을 정의¹³⁾하고 있는데, 비록 세부적인 사항에서는 조금씩 다를 수 있지만 세계 주요국의 벤처기업에 대한 정의는 일반적으로 유사함을 알 수 있다.

벤처기업은 기업가정신을 지닌 발명가가 스스로 자신의 발명품을 상업화하는 순수한 동기에서 출발하여, 그 후 발명품의 상업화를 통해 큰 수익을 기대하는 자본가(벤처캐피탈)가 참여하여 발명가와 자본가가 결합하는 형태로 발전하여 왔으며, 이와 함께 벤처캐피탈의 자금회수를 위한 시장으로 “신시장”이 나타나기 시작하였다.

우리나라에서 벤처기업이 본격적으로 주목받기 시작한 것은 1997년 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」이 제정된 다음부터이다. 특히, 외환위기와 맞물려, 기존 시스템의 붕괴, 위기극복을 위한 정부의 능동적인 구조조정과 벤처기업을 이용한 고용창출 대책, 자산가격 폭락에 따른 부동산금 흡수를 통한 코스닥시장의 급성장 등이 복합적으로 작용하여 한국의 벤처산업은 급격히 부흥하였다. 따라서 우리나라의 벤처산업은 (국민의) 정부의 적극적인 육성정책 하에 급격하게 성장하게 되었다고

12) 김춘열, 1996, 『벤처경영 전략 이야기』, 한솔미디어.

13) 양현봉 외, 1997, “벤처기업 실태 및 육성전략”, 산업연구원.

볼 수 있다. 이 과정에서 코스닥시장이 등장하게 되는데, 이는 국내에 존재해 본 적조차 없던 (신)성장형기업(벤처기업)을 위한 “제대로 된 시장”, 즉 신시장을 설립했다는 긍정적인 측면과 함께, 이를 정부가 주도함으로써 신시장의 자율적 성장이 지체되고 시장참여자의 도덕적 해이와 같은 부정적인 측면이 시장의 설립 초반부터 내포되는 결과를 초래하게 되었다.

벤처산업의 경우 생태계라는 생물학적 개념이 원용될 정도로 그 자연발생적 성격이 강조되고 있는 바, 생태계의 인위적인 형성이 과연 어느 정도의 성공을 거둘 수 있을 것인가에 관해서는 의문의 여지가 존재하였다. 또한 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」에 따른 “벤처기업지정제도”하에서는 벤처기업이 반드시 하이테크산업이거나 신규창업기업(start-up)일 필요도 없으며, 반드시 벤처캐피털이 투자한 기업이어야 할 필요도 없다는 점에서 미국식의 벤처기업과는 그 의미가 다르다는 점에 주의해야 할 것이다.

2) 벤처기업의 특징

일반적으로 벤처기업은 첨단기술 산업을 중심으로 기술개발과 혁신을 통해 고수익을 달성하고자 한다. 현대 벤처기업이 가지는 주요 특징은 기업가 정신, 첨단기술, 신생기업, 위험선호, 사회적 네트워크¹⁴⁾ 등을 들 수 있다. 벤처기업 창업자 또는 종사자들의 성향은 일반적으로 도전적이고 모험적이며 독립심이 매우 강하다. 특히, 창업자가 비교적 젊고, 소자본·소규모 인원으로 민첩성과 순발력이 뛰어나다. 따라서, 벤처기업들은 잠재시장 개척에 용이한 다품종소량 또는 주문생산 위주로 수요자 변화에 적극적으로 적응하기가 용이하다는 특징이 있다.

14) 이우광·김범식·유용주, 1997, “새로운 활로-벤처기업”, 삼성경제연구소.

즉, 벤처기업은 고도의 전문기술을 가진 회사로서, 제품의 독창성이 있으며, 단기간에 고수익을 올리는 경우가 많고, 창조적 기업가 정신이 왕성하다. 또한, 리스크에 도전하는 혁신적 기업으로써 기존 산업에 활력을 불어 넣고 외부경제 효과를 유발하여 경제 활성화에 선도적인 역할을 수행한다.

벤처기업을 위한 특화된 자본시장으로서의 신시장은 기존의 전통기업과 뚜렷이 구분되는 이러한 벤처기업들의 긍정적 특징을 드러내고 부정적 특징을 약화시킬 수 있도록 시장을 형성하고 운영하여야 할 것이다.

3) 벤처기업의 경제적 효과

벤처산업이 국민경제에 미치는 경제적 효과¹⁵⁾로서 다음 사항을 들 수 있다.

첫째, 벤처기업은 향후 부가가치가 높을 것으로 예상되는 산업에 필요한 창조적 기술개발에 자신들의 역량을 집중적으로 투자함으로써, 산업전체의 기술기반 강화 및 기술수준 향상에 기여한다는 점을 들 수 있다. 둘째, 벤처기업들은 기존의 전통적 업종보다는 새로운 분야에 주로 진출하기 때문에 신규 고용창출의 효과가 높아 국민경제에 이바지하는 바가 크다. 셋째, 벤처기업에 의한 신기술의 상업화는 기술수준의 향상을 가져올 뿐만 아니라 불량률 감소, 공정 단축, 자동화 등에 의해 생산의 효율성이 제고되는 효과를 거둠으로써 생산성 향상 및 비용절감 효과가 증대될 수 있다. 넷째, 상대적으로 비교우위가 높은 다양하고 세분

15) 최인규, 1997, "주요국의 벤처기업 지원제도", 중기조사월보, 중소기업은행, 5월.

화된 기술영역에서 대기업이 하지 못하는 신기술의 사업화를 벤처기업이 독자적으로 추진하는 경우가 많다. 따라서 벤처기업은 다양한 영역에 걸쳐 첨단기술을 확보하여 대기업과 상호보완적 관계를 형성함으로써 산업구조의 고도화를 촉진한다. 다섯째, 수입대체효과도 커서 국제수지 개선에도 긍정적인 영향을 미친다.

이 밖에 산업조직 측면에서 벤처기업은 생산의 유연화, 노동이동성 증대, 아웃소싱 및 전략적 제휴 등에 따른 개방형 네트워크의 형성, 산업구조조정 가속화 등과 같은 경제적 효과를 발생시킨다. 또한, 인력·자금 및 경영 측면에서 수직적·위계적 구조로부터 수평적·개방적 구조로의 변화를 강제하기도 한다

다. 벤처기업의 자금원: 벤처캐피털

1) 벤처캐피털의 의의

벤처캐피털은 신기술과 아이디어를 보유하고 있으나 자금이 없는 유망한 벤처기업에 직접 투자하는 특화된 전문 금융회사로서 사적인 엔젤(angel) 투자자보다는 보다 공적인 모습을 갖춘 민간 금융기업이다.

은행과 같은 전통적 금융기관과 달리 용자보다는 직접투자 위주로 자금을 지원하는 벤처캐피털 투자는 불확실성이 큰 벤처기업을 주된 투자 대상으로 하는 만큼 고위험-고수익(high risk-high return)을 추구하는 투자 성격을 갖는다. 따라서, 담보나 보증 없이 순수한 사업성을 기준으로 투자하므로 투자자금을 회수하지 못할 위험성이 크다. 실제 벤처캐피털 투자는 최초 투자에서 투자회수(exit)에 이르기까지 통상 7년 이상이 소요되는 장기 투자이며, 벤처캐피털리스트는 투자 기간 중 단순한 자금

지원뿐만 아니라, 경영자문이나 경영에 일정 부분 참여하여 전문성에 바탕을 둔 지원을 함으로써, 벤처기업의 가치를 제고하고 벤처기업 성공의 협력자로서 역할을 적극적으로 수행한다.

2) 벤처캐피탈의 특징

주요 벤처 선진국에서 벤처캐피탈 조성 과정에서 나타나는 특징은 다음과 같다.

첫째, 간접금융수단을 이용한 벤처기업의 자금조달은 매우 미미하다는 것이다. 이는 벤처산업이 전통산업에 비하여 불확실성과 정보의 비대칭성이 높은 산업적 특성을 지니고 있어서 전통적인 금융기관이 자금지원을 꺼리기 때문이다. 은행·증권·보험 등 제도금융권이 고도로 발달하고 자본축적이 높은 미국과 같은 나라에도 벤처기업에 수반되는 고위험을 안고 지원에 나설 수 있는 정규 금융기관이 없다는 사실은 제도금융권이 벤처금융에 부적합하다는 것을 반증해 주고 있다.

둘째, 정부의 벤처캐피탈에 대한 지원이 보조적이거나 아예 없다는 점이다. 이는 정부가 막대한 세금을 직접 투입해 벤처기업 지원에 나서게 되는 경우 성공 가능성이 불투명할 뿐만 아니라 실패로 돌아갈 경우 그 부담이 고스란히 국민들에게 전가될 수 있기 때문이다.

셋째, 자금지원이 용자 위주가 아닌 투자 위주이다. 벤처기업 육성에 성공한 국가들은 직접투자가 활성화된 국가들이다. 그러나 일본의 경우 수 차례의 벤처 붐에도 불구하고, 모험적 투자보다 기존 금융기관의 용자방식을 채택한 결과, 벤처기업 육성에 실패하였다. 이는 일본의 벤처캐피탈이 대부분 대형 금융기관의 자회사로 설립되어 전통적 금융기관의 용자방식에서 벗어나지 못했고, 그 외 다른 투자기관들은 일본의 벤처캐피탈 설립 추진에 대한 투자를 꺼려 기술력 있는 업체들에 대한 투

자로부터 고수익을 올리는 성공 사례를 만들지 못했기 때문이다.

3) 우리나라 벤처캐피탈의 특징

벤처금융의 막대한 재원 규모를 자랑하는 우리나라의 벤처캐피탈 투자는 고위험-고수익 투자가 아니라, 오히려 은행 예금과 유사한 형태의 저위험-저수익 투자의 행태를 보이고 있다. 이와 같은 현상은 벤처금융 자금이 유망 벤처에 대한 직접투자를 통한 금융지원이라는 본연의 목적과는 달리 전체 자금의 70% 이상이 벤처기업에 대한 대출금으로 운용되고 있고, 1990년대 중반까지는 채권매입 등 금융투자에 치중하는 파행운영을 보여 왔기 때문이다.

용자 위주의 자금운용은 당연히 부동산 담보나 개인 인·보증을 요구하는 등 기존 금융기관의 대출관행과 다를 바 없었으며, 따라서 높은 기술력이 있음에도 불구하고 담보가 없는 벤처기업들에게는 대출해 주지 않는 은행과 같은 보수적 영업형태가 지속되었다. 이로 인해 벤처금융 재원규모는 세계 최대 수준임에도 벤처기업들에게는 충분한 자금이 돌아가지 않는 현상이 발생하였다.

라. 벤처산업 자금순환시장으로서의 신시장¹⁶⁾

1) 신시장 등장의 필연성과 이로 인한 자금순환시장의 이원화

벤처산업에 대한 대규모의 자금조달이 직접금융을 통해 원활하게 이

16) 신시장의 경제적 의미와 코스닥시장의 벤처기업에 대한 자금조달 기능에 대한 보다 자세한 논의는 본 보고서 IV장을 참조하기 바란다.

루어질 수 있도록, 세계 주요국은 기존에 존재하던 주시장과 완전히 차별화된 신시장을 1990년대 들어 개설하기 시작하였다.¹⁷⁾ 전통적인 자금 조달시장으로서 은행이나 기존의 주식시장들은 벤처산업을 위한 효과적인 자금조달기능을 담당하기 어려웠는데, 이는 이들이 자신들의 자금순환을 보호하기 위해 내재적으로 가지고 있는 “구조적 완결성”¹⁸⁾때문에 지식기반산업으로서 벤처기업이 가지고 있는 정보의 비대칭성을 효과적으로 제어할 수 없었기 때문이었다.

또한, 벤처산업의 특징인 고수익-고위험은 제도금융권에서 자금을 공급하는 투자자의 위험선호와도 일치하지 않는다. 따라서 금융인프라가 발달하고 충분한 자본이 축적되어 있는 주요 선진국에서도 벤처기업에 수반되는 고위험을 무릅쓰고 이들에게 지원을 나설 수 있는 전통적인 금융기관은 그리 많지 않음을 알 수 있다.

신시장은 제도금융권이 벤처산업에 제공하지 못하는 다음 두 가지 역할을 담당하는데, 그 첫 번째는 신시장이 지식집약적 첨단기술 산업에 대한 높은 정보 비대칭성을 해결하여 벤처산업에 자금을 조달할 수 있는 폭넓은 공적인 인프라를 조성해 준다는 점이다. 그리고 제도금융권을 이용하는 투자자보다 위험선호가 높은 투자자들이 자금을 공급할 수 있도록 제도적인 기반을 제공한다는 것이 그 두 번째 역할이다.

물론 오로지 고수익-고위험만을 추구하는 투자자에게 주시장 이외에

17) (본 보고서에서 신시장으로 정의하고 있는) Nasdaq의 경우는 정부 주도로 개설된 시장이 아닌 자생적으로 발생한 시장이다. 주요 국가별 신시장 개설에 대한 보다 자세한 내용은 본 보고서 부록을 참조하기 바란다.

18) 자금순환을 보호하기 위한 제도금융권의 “구조적 완결성”의 예로, 은행의 대출에 대한 (양적) 대출심사, 거래소의 높은 수준의 (양적) 상장심사 등을 들 수 있다. 이와 같은 구조적 완결성으로 인해, 이들 제도금융권은 지식기반산업인 벤처기업의 성장가능성과 신흥산업으로서의 특징을 차별화하여 담아내지 못하게 된다.

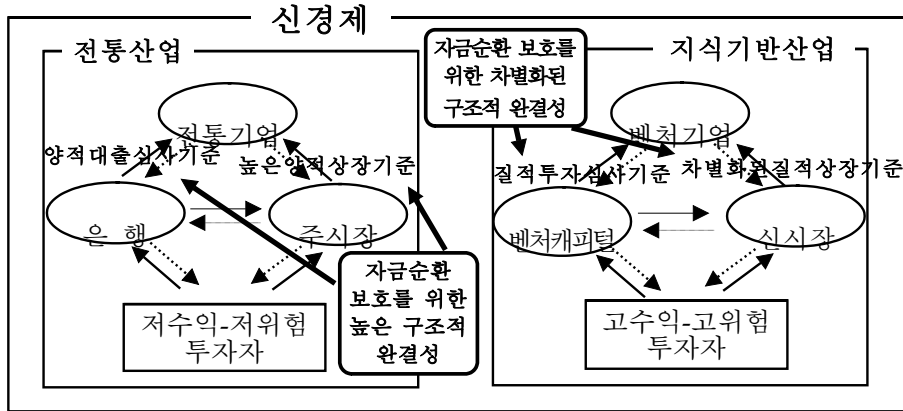
장외시장이라는 투자시장도 존재하였으나, 이러한 장외시장이 지식 및 기술 기반의 벤처기업과 그렇지 않은 일반기업을 효과적으로 판별할 수 있는 장을 제공하지는 못하였다.

따라서 세계 주요국의 경우 신시장을 도입함으로써, 고수익-고위험을 추구하고 지식기반 벤처기업에 관심을 둔 투자자들에게 기존의 정규시장에서 제공하지 못하던 투자대상을 또 다른 정규시장(신시장) 형태로 제공할 수 있게 되었다. 이와 더불어 기존 장외시장에서 차별적인 가치를 인정받지 못하였던 창의적 기술을 기반으로 한 벤처기업에게, 그 지적자산에 대한 공정한 평가를 통해 자금을 공급받을 수 있는 공식적인 자금조달시장이 마련된 것이다. 또한 벤처캐피탈에게 있어서도 정규시장을 통한 투자자금 회수라는 보다 매력적인 자금순환 구조가 이루어지게 되었다.

이상을 요약하면, (신)성장형(벤처)기업을 위한 정규시장 형태의 신시장 개념의 도입은 지식기반산업으로 전환되는 산업구조 변화의 흐름 속에서 주시장이 수행하기 힘든 자금순환의 한 축을 담당하기 위한 필연적인 경제 현상이라 할 수 있다. 따라서, 1990년대 신경제의 발흥에 맞추어 주요 선진국에서 신시장이 정책적으로 개설된 것(특히 유럽 및 아시아의 신시장)은 지식기반산업의 전환을 뒷받침하기 위한 자연적인 조치라고 할 수 있다.

<그림 II-1>에는 신경제 출현으로 전통산업과 지식기반산업의 자금순환시장의 구도가 한 경제체제 내에서 동시에 이원적으로 구성된 형태를 묘사하고 있다. 이원화의 두 축으로써, 전통적 자금순환시장에서 간접금융기관을 대표하는 은행의 양적 대출심사기준과 첨단 기술과 지식에 바탕을 둔 벤처기업에 대한 정보 비대칭성을 심사하기 위한 벤처캐피탈의 질적 투자심사기준이 비교되고 있다. 마찬가지로 전통산업에 대해 주시장이 요구하는 높은 양적 상장기준도 지식기반산업에 대해 신시장이 요구하는 차별화된 질적 상장기준과 비교되고 있다.

<그림 II-1> 신시장의 도입으로 이원화된 자금순환시장



* 가는 실선은 자금의 공급을 나타내며 가는 점선은 자금의 공급에 대한 반대급부 (이자, 배당, 자본이득 등)를 의미한다.

전통산업과 지식기반산업, 두 산업간 자금순환의 심사 및 상장 기준이 서로 다른 이유는, 이들 기준이 동일한 자금순환 보호를 목적으로 하고 있음에도 불구하고 정보 비대칭을 처리하는 절차가 다르기 때문에 발생하는 것이다. 전통산업의 경우 양적 대출심사기준과 높은 양적 상장기준이 요구되는 것은, 오랜 기간에 걸쳐 축적된 전통산업의 지적 결과물에 대해 매뉴얼(manual) 또는 코드화가 이미 이루어졌기 때문이다. 반면, 지식기반산업은 신산업이기 때문에 오랜 기간 축적된 지적 결과물이 존재하지 않는다. 또한 지식기반산업에서는 이질적인 시·공간을 조합하여 변형되는 네트워크 효과로 인해 전통산업이 제시하고 있는 시계열적 자본순환이 적용될 수 없기 때문에 양적인 심사 및 상장 기준을 설정하기가 매우 곤란하다. 따라서 지식기반산업에서는 질적으로 차별화된 투자·상장 기준이 요구되는 것이다.

한편, 이와 같이 이원화된 구조를 가진 자금순환시장이 형성될 수 있

었던 또 하나의 원인으로, 위험선호 투자자가 신시장의 도입으로 인해 위험과 관련하여 차별적으로 형성된 시장을 이용할 수 있었던 측면도 함께 고려할 수 있을 것이다.

2) 신시장과 벤처캐피탈¹⁹⁾

신시장의 개설은 벤처캐피털을 통한 벤처금융시장을 한 차원 높은 구조로 완성하게 된다. 벤처캐피털이 주도하는 벤처금융은 ① 벤처캐피털이 투자자로부터 모은 자금을 주로 벤처회사가 발행하는 신주를 인수하는 형태로 벤처기업에 투자하는 단계와 ② 벤처캐피털이 벤처기업에 투자한 자금을 회수하는 단계로 이루어진다. 회수는 주로 벤처기업의 기업공개(이하 IPO)를 통하여 행해지는데, 이는 결국 벤처캐피털이 자신의 보유주식을 주식시장에서 매각함으로써 자금을 회수하는 것이다.²⁰⁾

따라서, 신시장의 출현은 바로 벤처캐피털의 마지막 투자단계인 회수 단계를 제도적으로 완결시켜 주게 된다. 신시장의 등장으로 말미암아, 벤처캐피털은 자신들의 투자자금을 회수하여 (벤처캐피털) 투자자에게 반환할 수 있는 폭이 한층 확대되었고, 벤처캐피털을 주도하는 벤처캐피털리스트의 역할 또한 보다 선명하게 되었다. 이제 벤처캐피털을 운영하는 벤처캐피털리스트는 벤처기업에 자본을 제공하여 지분에 참여하였다가 신시장을 통하여 지분참여에서 벗어나는(자금을 회수하는) 일련의 순환과정을 거치면서 유망한 기업을 발굴하고 육성하게 된 것이다.

19) 벤처캐피털이 활성화되기 위해서는 효과적인 자금회수(exit) 경로가 확보되는 것이 필요하고, 이를 위해서는 활성화된 자본시장, 특히 신시장이 필요하다는 논의는 Black and Gilson(1998), Kukies(2001a, 2001b), Rajan and Zingales(2003a)를 참고하기 바란다.

20) 기업공개 대신 회사를 대기업에 매각하는 방식(이른바 M&A방식)을 통해서 회수하는 것도 가능하다.

앞서 살펴본 바와 같이 벤처캐피털의 벤처캐피털리스트는 벤처기업 창업 초기에 자금과 경영을 지원하며 기업이 성장하도록 도와주고, 후기에는 신시장에 기업을 공개시켜 투자자본을 회수한다. 이 때문에 벤처캐피털리스트는 벤처기업의 인수나 공개 등의 업무에 정통하며, 경제사정이나 증권시장의 흐름에도 전문적인 지식을 가지고 있다. 따라서 벤처기업이 신시장을 통하여 IPO를 할 때 벤처캐피털은 “제3자 보증 역할(certification role)”과 IPO시장에서 정보 비대칭을 완화하는 역할을 간접적으로 담당한다.

또한, 벤처캐피털은 정보 비대칭성이 높은 신시장에서 벤처기업 IPO를 주도적으로 수행하면서 명성을 확보하려 하는데, 이는 결국 벤처기업 IPO가 벤처금융시장에서의 비교우위를 확인해 주는 하나의 수단이기 때문이다. 따라서 신시장의 출현으로 벤처캐피털은 자신들이 수행하는 역할과 능력을 제도화된 자본시장에서 평가받을 수 있게 되었고, 이는 벤처금융의 시장구조를 발전시키는데 큰 밑바탕이 되었다.

3) 우리나라 신시장으로서의 코스닥시장

과거 우리나라에서 벤처기업이 IPO를 하기 위해서는 절차가 까다로운 KSE에 상장하는 방법 이외에 다른 대안이 없었다. 그러나 KSE의 실제 기업공개요건이 매우 엄격한 편이었기 때문에, 향후 수익성이 불분명한 벤처기업이 공개될 수 있는 여지는 거의 없었다. 이처럼 IPO에 오랜 시일이 걸리다 보니 벤처기업에 대한 투자는 주식투자보다는 대출과 같은 간접투자에 편중되었다. 이러한 상황에서 벤처캐피털도 일반 금융기관과 별반 다를 바 없는 자금운용 행태를 보였고, 결과적으로 벤처기업 관련 정보 비대칭을 해결해주는 역할을 수행하여야 하는 벤처투자의 전문성도 함양되지 못하였다.

<표 II-1> 코스닥시장의 시기별 정부정책

구분	시장성장기(1996. 7~1999. 12)	시장조정기(2000. 1~현재)
정책목표	-코스닥시장의 양적 성장	-코스닥시장의 질적 개선
정책방향	-코스닥시장 공급(발행)물량 확대	-시장의 건전성 제고 -투자자 보호기능 강화 -유통시장 공급물량 증가 억제 -감시기능 강화
주요 정책방안	-등록요건 완화(1997. 6) -벤처기업 범위 확대(1997. 11) -등록주선사의 부실분석 제재 완화(1998. 11) -코스닥 등록기업 세제 혜택(1999. 8) -대기업의 등록 허용(1999. 8)	-등록요건 개선(1999. 12) -등록심사기능 강화(1999. 12) -등록기업 관리제도 개선(1999. 12) -불공정거래 방지기능 강화(1999. 12) -공모가격 결정제도 변경(2000. 7) -유통물량 증가 억제(2000. 9) · 주요출자자 시장안정 책임 강화 · 유무상 증자 억제 · 일반대기업 등록요건 강화 -감시기능 제고(2000. 9)

출처: 나동민 외, 2001, 『벤처캐피탈 산업의 제도개선 방안』, 한국개발연구원.

이러한 사정은 1996년에 우리나라 최초의 신시장인 코스닥시장이 개설됨으로써 크게 바뀌게 되었다. 정부의 정책도 코스닥시장의 활성화를 통해 벤처기업의 자금조달시장을 구축하는 것으로 변경되었다(<표 II-1> 참조). 이로써 아직 성숙단계에 도달하지 못한 벤처기업도 코스닥시장에 등록하는 길이 열리게 되었고, 벤처기업에 대한 투자가 폭발적으로 증가하게 된 것이다.²¹⁾

21) 코스닥시장의 신시장적 성격, 성과, 그리고 위상에 대해서는 III장~V장, 그리고 부록에 걸쳐서 폭넓은 논의가 전개된다. 본 절에서는 한국의 벤처 산업과 신시장으로서의 코스닥시장간의 연관에 관해서만 간략하게 언급하

1999년 말에 시작된 벤처붐이 코스닥시장의 활황에 힘입은 바 크며, 또한 최근의 벤처위기론도 코스닥시장의 침체와 무관하지 않다는 사실에 이의를 달 사람은 많지 않을 것이다. 이는 불과 6~7년 사이에 코스닥시장이 한국의 벤처산업 및 벤처금융시장의 성장에서 매우 중요한 위치를 차지하고 있으며, 신시장으로서의 역할을 긍정적으로 수행하고 있다는 한 예라 생각한다. 앞에서 설명한 일반적인 신시장의 역할을 상기해볼 때, 신시장으로서의 코스닥시장이 벤처캐피털의 자금회수시장, 투자자의 새로운 투자시장, 그리고 벤처기업의 직접자금조달시장으로서 가지는 의미는 지대하다고 할 수 있다.

한편으로 신시장으로서의 코스닥시장이 위와 같은 긍정적인 경제적 역할을 수행하고 있지만, 다른 한편으로 현재까지 코스닥시장에서의 대부분 투자 행태는 경기순환에 따라 좌우되고 있는 듯 하다. 이러한 경우 벤처캐피털의 투자대상 기업 선정 요소로서 기업의 내용보다는 해당 기업이 IPO할 경우 경기국면과의 상관관계가 더 중요하게 된다. 이것은 국민경제가 지속적으로 성장하기 위해서는 시정되어야 할 한국 신시장의 한 측면을 보여주는 것이다.

2. 세계 신시장의 환경변화

가. 세계 자본시장의 급격한 변화와 신시장의 위기 심화

세계 자본시장은 2000년 이후 현재까지, 미국 대공황 이후 유례가 없는 격심한 변화의 시기를 맞고 있다. 9. 11 테러(2001. 9. 11)의 충격이 채 가시기도 전인 2001년 12월 2일 에너지회사인 Enron이 미국 역사상

고자 한다.

최대의 파산 규모인 310억 달러의 부채를 안고 파산하였다. 이를 시작으로 속속 드러난 미국과 유럽 기업들의 회계부정 사건들은 전 세계 증권시장 침체의 직격탄이 되었다. WorldCom, Tyco International 등 거대 기업들의 연쇄적인 도산이 발생하였으며, 동시에 국제적 회계법인인 Arthur Andersen도 해체되었다. 더욱이 Merrill Lynch, CitiGroup 등 월가의 우수한 투자은행들도 투자정보를 왜곡하여 시장에 내놓은 것이 밝혀지고 여기에 미국-이라크 전쟁, 북한 핵문제 등 국제적 긴장이 더해져, 전 세계 증권시장에 대한 신뢰성과 투자심리는 한층 더 심각하게 훼손되었다.

세계 자본시장과 관련된 이러한 일련의 사건으로 말미암아 각국의 금융회사 및 투자회사, 금융감독당국, 그리고 자본시장에 상당한 변화가 발생하였는데, 그 중에서도 특히 주목할 것은 기업개혁법인 「사베인스-옥슬리 법(Sarbanes-Oxley Act)」이 미국에서 새로이 제정되었다는 사실이다. 이 법에 따르면, 상장기업의 경우 이사회는 대부분을 해당 기업과 특별한 관계가 없는 독립적인 인사들로 구성해야 하며, 이들 이사들은 해당 기업의 실적이 잘못 공시되었을 때 책임을 부담하여야 한다. 이 법의 시행과 함께 미국 증권거래위원회(SEC)는 상장기업에 대해 더욱 강화된 기업지배구조와 공시를 요구하게 되었고, 이는 NYSE에 상장된 기업보다 주로 Nasdaq에 상장되어 있는 신형 벤처기업 및 중소형 기업들에게 심각한 비용 부담을 안겨 줄 것으로 전망되고 있다.

업력이 짧은 고성장 기업들로 구성된 각국의 신시장들도 세계 자본시장이 최근 겪고 있는 이러한 변화의 고통을 예외 없이 겪고 있는 중이다. 오히려 상기한 미국의 경우처럼 주시장보다 더 심한 영향을 받고 있는 듯 하다. 물론 “이론적”으로 살펴보면, 비슷한 사업 환경과 성격을 지닌 기업들로 구성된 소위 “동질적 시장”은 이러한 사업분야의 위험과 성격을 잘 이해하고 있는 투자자들에게 보다 매력적일 수 있다. 이 점이

신시장에 속한 기업들의 주식이 전통기업 중심의 주시장에 비해 보다 높은 유동성과 양호한 성과를 기대하게 만드는 하나의 요인으로 작용한다.²²⁾

그러나 “현실적”인 측면에서 볼 때 세계 주요 신시장에 상장되어 있는 대다수 기업들은 시장에서의 신뢰를 유지하는 것만으로도 힘겨워하고 있는 실정이다. 전세계적 경기불황, 주식시장의 거품 붕괴(특히 (신)성장형기업), 회계부정에 따른 신뢰도 추락, 스톡옵션의 부작용 등이 (대형) IT기업들로부터 촉발되었기 때문에, 대부분 신성장형(IT)기업으로 구성된 신시장은 “동질적 시장”으로서의 긍정적 효과보다는 부정적 효과가 증폭되어 부진을 면하지 못하고 있는 중이다.

신시장에 대한 이러한 부진과 관련하여 가장 많이 거론되는 구체적인 예로써 독일의 신시장인 Neuer Markt의 폐지 결정을 들 수 있다. Neuer Markt는 지난 1997년 3월 이동통신업체인 MobilCom의 등록을 시작으로 유럽 지역의 첨단 기술업체들이 시장에 대거 참여하면서, 지난 2000년 3월 주가지수가 8,000 포인트를 넘어서는 등 폭발적인 성장세를 보여주었다. 그러나 기술주들의 거품이 걷히기 시작한 2000년 3월 이후 급락하여, 2002년 9월 시장폐지 결정 당시 Neuer Markt의 시가총액은 최고치의 4%선에 불과하게 되었다. 특히 2000년과 2001년 사이에 133개 기업의 기업공개가 있었으나, 2002년에는 단 한 건의 기업공개만이 있었을 뿐이었다. Neuer Markt의 몰락은 등록업체들의 잇따른 내부자거래와 회계 부정 스캔들에 의해 보다 가속화되었다. 자동차 네비게이션 시스템 회사인 Comroad가 2001년 매출 실적을 허위로 조작한 사실이 드러나 퇴출당했으며, 컴퓨터 게임 개발업체인 Phenomedia도 비슷한 회계 부정으로 조사를 받았다. 여기에 Neuer Markt의 대표 기업인 MobilCom도

22) 신시장이 갖는 특징 중 고위험에 따른 고수익 기대 또한 하나의 중요한 요인이라는 것은 더 말할 나위가 없다.

3G(3세대) 서비스의 지연과 지주회사인 France Telecom의 지분매각 및 추가투자 중단으로 도산 위기에 빠지면서 Neuer Markt 상장기업에 대한 투자자들의 신뢰는 급격히 악화되었다. 이에, DB는 Neuer Markt라는 독립적으로 존재하는 신시장에서 DB 내의 한 부문((신)성장형기업 부문)²³⁾으로 신시장을 구성하는 것으로 시장운영 철학을 변경하였다. Neuer Markt는 2003년 말까지 독일증권거래소(Deutsche Börse, DB)에 완전히 흡수될 예정이다.

신시장의 대표격인 Nasdaq의 최근 현황도 세계 신시장이 겪고 있는 어려움을 대변해 주는 또 하나의 좋은 예이다. 최근 들어 Nasdaq은 세계화전략의 일환으로 미국 이외 여러 지역에 설립하였던 거래소(Nasdaq outpost)를 폐쇄하기 시작하였다. 2002년 6월 Nasdaq-Japan의 철수를 시작으로, 2003년 6월에는 Nasdaq-Europe을 2003년 말로 폐쇄하기로 결정하였으며, Nasdaq-Deutschland는 개설 5개월만인 2003년 8월에 운영 중단을 발표하였다. Nasdaq의 이와 같은 결정은 세계 자본시장의 침체로 인한 영업환경 변화에 대해, 세계화전략의 잠정적 철회와 미국내 점유율 강화로 대처하여 생존하려는 전략을 반영하는 것이다. 그러나 Nasdaq의 본 영역인 미국 내의 위상도 ECN의 성장 및 투자은행의 거래 내부화(internalization) 등으로 악화되고 있는 실정이다.

이 밖에 스위스는 자국의 첨단 기술주 시장을 정리하였으며, 이탈리아와 프랑스의 기술주 시장도 존립 위기를 벗어나지 못하고 있다. 오직 장외시장과 신시장의 중간 성격을 가지고 있는 영국의 AIM(Alternative Investment Market)만이 나름대로 선전하고 있는데, 이는 AIM이 다른 주요 신시장에 비해 IT기업에 대한 연관성이 적었기 때문에 발생한 현상으로 볼 수 있다.

23) 등록요건(General Standard 부, Prime Standard 부) 및 지수를 이용하여 구분관리하고 있는데, 이에 대한 자세한 내용은 부록을 참고하기 바란다.

나. 세계 거래소 산업의 지각 변동과 신시장에서의 경쟁 논리 심화

1) 거래소의 주식회사화: 신시장에 대한 시장체계구조의 유연화 촉발

유럽에서 시작된²⁴⁾ 거래소 소유구조의 주식회사화(demutualization)는 아시아를 거쳐 미국의 거래소를 총망라한 전세계적 현상이 되었다. O'Hara(2003)가 세계거래소연맹(FIBV)을 통해 세계 42개 주요 거래소를 대상으로 서베이한 연구결과에 따르면, 2002년 말 현재 이들 중 78%가 소유구조를 주식회사제로 전환하였거나(승인 포함) 이를 검토 중에 있는 것으로 나타났다.²⁵⁾ 이제는 주식회사제 소유구조를 채택하고 있지 않은 거래소가 오히려 구시대적 비효율의 상징처럼 된 것이다.

김형태 외(2003)는 이들 세계 주요국 (주시장) 거래소들이 주식회사로 전환하는 배경을 공통요인과 특수요인으로 구분하고 있다. 이들은 공통요인으로 ① 경쟁력 강화, ② 거래소 소유권의 분산 추구, ③ 자금조달의 용이성, ④ 의사결정의 합목적성 증대, ⑤ 거래소 가치평가 및 거래소 투자자(주주)에게 유동성 제공 등을, 특수요인으로 거래소 통합의 선행필수요건(HKEx), 거래소 운영기관과 자율규제기관의 분리(Nasdaq) 등

24) 형식적으로는 LSE(London Stock Exchange, 1986), Paris Bourse(1988), DB(1991)가 SSE(Stockholm Stock Exchange, 1993)에 앞서서 주식회사로 전환하였으나, 실질적 의미에서는 SSE의 경우가 거래소 주식회사화의 최초의 사례라고 할 수 있다. 실질적 의미에서의 거래소 주식회사화란 “거래권과 소유권의 분리(separation between membership and ownership)”로 정의되는데, 이에 대해서는 김형태 외(2003)를 참고하기 바란다.

25) O'Hara, M., 2003, “World Federation of Exchanges Trading Survey 2003,” FIBV paper.

을 제시하고 있다.

이와 같은 요인을 보다 일반적인 관점에서 정리해 보면, 주요 (주시장) 거래소의 경우 전세계적 또는 지역적으로 심화되고 있는 거래소간의 경쟁(잠재적 경쟁 포함)에 대한 경쟁력 강화를 위해, 외부적으로는 합병 및 연계, 업무제휴를 통한 규모 확대 전략과 더불어 내부적으로는 신속한 의사결정 및 조직 개혁을 위하여 소유구조를 주식회사제로 전환한다고 볼 수 있다. 또한 주식회사제로의 전환이 거래소의 전략적 포지셔닝(strategic positioning)을 기존의 회원(중개회사) 중심에서 투자자와 발행회사 중심으로 변모시켜²⁶⁾, 거래소가 갈수록 국제화되고 경쟁에 노출되고 있는 거래소 산업의 환경변화에 효율적으로 대응하는 출발점이기 때문인 것으로 판단된다.

이러한 거래소, 그 중에서도 주시장 거래소가 주식회사제로 소유구조를 변모한 최근의 큰 흐름이 신시장 거래소에 미치는 영향은 무엇일까? 이에 대해서는 신시장을 두 가지 존재 유형으로 나누어서 파악하여야 할 것이다. 첫 번째는 신시장 거래소가 주시장과 독립적으로 존재하는 유형이다. 이 경우 신시장 거래소도 주식회사로 전환하는 형태로 나타났는데, 이는 상기한 (주시장) 거래소의 주식회사화가 신시장 거래소에서도 예외가 아닌 중요한 이슈였음을 반영해 주는 것이다. Nasdaq이 이에 해당한다고 할 수 있다.

두 번째는 신시장 거래소가 주시장에 포함되어 존재(주시장의 한 소속부이든 자회사이든)하는 유형이다. 이 경우에는 당연히 주시장 거래소

26) 주식회사화된 거래소의 경우 회원제 당시에는 가격경쟁이 제한되고 수수료가 높은 수준에 고정되어 있었던 데 반해, 주식회사로 전환되어 자체 상장이 완료된 후에는 중개기관들의 시스템 이용료, 상장사의 자본비용, 그리고 투자자의 매매비용 등이 인하되었다는 Steil(2002)의 연구결과는 이에 대한 하나의 간접적 예라 할 수 있다.

의 주식회사화에 영향을 받게 된다. 즉, 일개 소속부인 경우에는 말할 것도 없고, 자회사 형태의 신시장 거래소 역시 주시장 거래소의 주식회사화와 더불어 주식회사제로 전환하게 되었다(TSX Venture Exchange 등). 결국, 세계의 주요 신시장의 경우 신시장의 독립적 존재 여부와 관계없이 거래소 주식회사화라는 시대적 흐름에 밀집하게 영향을 받게 되었고, 이에 따른 각국 시장구조체계(주시장)의 틀 속에 종속되어(미국 제외) 자신들의 운영구조를 유연화시켜야 하게끔 된 것으로 파악할 수 있다.

2) 세계 거래소간의 경쟁 심화: 신시장의 생존 및 위상 확보 필요성

가) 합병과 전략적 제휴의 증가

유럽 통합과 더불어 촉발된 거래소 시장간의 합병 및 연계, 또는 전략적 업무 제휴 또한 이제는 전세계적 추세로 활발히 진행되고 있다. Euronext를 제외한다면 2000년말까지 세계 주요 거래소간의 합병 및 제휴가 어느 정도 완료되었다고 볼 수 있고²⁷⁾, 이후에는 그보다 규모가 작은 (지역) 거래소의 생존전략 차원에서 합병과 전략이 이루어지고 있음을 알 수 있다. 2001년~2002년도에 이루어진 주요 상황을 보면, 국내시장간의 합병의 경우, 말레이시아는 자국 증권시장의 국제경쟁력 강화 차원에서 쿠알라룸푸르증권거래소(KLSE)와 신시장(장외시장)인 Mesdaq을 합병하였고, 스페인은 자국 내 4개 증권거래소를 합병하였다. 국가간 거래소의 합병으로는 Euronext와 리스본증권거래소(BVLP)의 합병과 헬싱키거래소(HEX)와 스톡홀름거래소(SSE)의 합병을 들 수 있다. 특히, OM

27) 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 한국증권연구원, 2001, 『증권시장 구조 연구』, mimeo, 6월.

Group이 소유하고 있는 헬싱키거래소(HEX)는 2003년 5월, 북유럽 및 발트해 연안 시장의 상장, 청산, 거래, 예탁 업무를 통괄하는 통합 거래소의 구축을 결정하였고, 2003년 9월 OMHEX로 재탄생하였다.

이러한 거래소간의 합병 및 제휴가 신시장에 미치는 영향 역시 거래소 주식회사화의 경우와 마찬가지로 세계 주요국이 가지고 있는 자국 주식시장체계의 틀 속에서만 평가될 수 있다. 거래소 주식회사화에서 언급하였듯이 코스닥시장을 제외하고 주시장과 독립적으로 존재하면서 일정 규모의 독자적인 시장규모를 갖는 신시장 거래소는 Nasdaq이 유일하다(2002년까지의 Neuer Markt도 해당됨). 따라서 최근 발생한 자국내 거래소간의 합병이 주시장과 신시장간에 이루어지는 것은 바로 이 때문으로 해석할 수 있다. 즉, 일정한 독자적인 시장규모를 가지지 못한 신시장을 보유한 국가의 경우, 이를 주시장에 포함시켜 자국 신시장의 역할을 확보하려 하는 것이다.

주시장과 신시장의 합병과 더불어 새로운 신시장도 계속해서 설립되고 있다. 중국정부는 상하이와 선전 양대 증권거래소를 상하이증권거래소(Shanghai Stock Exchange)로 통합하고, 첨단기술산업이 머지않아 회복하리라는 전망 하에 선전에 첨단기술주 중심의 신시장인 Chasdaq의 개설을 추진하고 있다. 스웨덴의 경우 (신)성장형기업의 상장 및 거래를 목적으로 설립된 Nordic Growth Market을 2003년 4월 스웨덴의 제2증권거래소로 승격시켜 강화하였다. 신시장의 위상에 대해 독립성을 부여한 이러한 움직임 역시 자국 주식시장체계의 큰 그림 속에서 신시장의 역할을 담보하고자 하는 노력의 일환인 것이다.

나) ECN의 성장

미국의 경우 1990년대에 접어들면서 전통적인 거래소의 역할을 대신

하는 다수의 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)이 등장하여 기존의 거래소, 특히 Nasdaq의 주요 경쟁자로 자리잡기 시작하였다.²⁸⁾ 이 중에서 ECN(Electronic Communications Network)은 기존 거래소의 거래방식과는 달리 전자동 순수경쟁매매 메커니즘(pure auction mechanism)을 사용하기 때문에, 투자자들에게 온라인을 통한 직접적인 주식거래를 가능하게 하였다. 이 결과 Nasdaq 종목의 경우 ECN을 통한 거래가 급증하면서 신시장인 Nasdaq을 강력히 위협하기 시작하였다(2001년 12월말 현재 Nasdaq 거래량의 40%가 ECN을 통해 이루어지고 있음).

이들 ECN은 최근의 증시침체와 거래소 산업의 경쟁심화로부터 살아남기 위해서는 규모의 경제를 확보하는 것이 필수 불가결하다고 판단하여 다각적인 합병전략을 구사하고 있다. 대표적인 예로써 Archipelago와 REDIBook의 합병, Instinet과 Island의 합병을 들 수 있는데, 이들은 이미 거래소 지위를 확보하였거나 신청 중에 있어, 미국에서 신시장을 놓고 Nasdaq과 치열한 경쟁을 벌일 것으로 예상된다.

28) 유럽에서는 ECN의 영향력이 아주 미미하다. 이에 대한 원인으로서는 거래 메커니즘과 주식문화의 차이 등이 거론되고 있다. ECN에 대한 자세한 논의는 다음을 참고하기 바란다. 변진호·엄경식·공경신·윤지아, 2002, 『주식거래 ATS의 의미와 전망: ECN을 중심으로』, 한국증권연구원, 조사보고서 02-06.

3. 코스닥 시장의 환경 변화

가. 증권 및 선물 시장의 통합 가시화

우리나라의 증권 및 선물 시장은 그동안 상당한 양적 성장에도 불구하고 거래비용(외국에 비해 2~3배나 높은 수준)²⁹⁾이나 이용자 편의 등의 운영 측면에서 상당한 비효율이 존재하였다. 이는 증권거래세와 같은 직접적인 거래비용에 연유하기도 하지만, 이외에 현·선물의 매매, 청산, 결제, 예탁, 전산 등의 기능이 분리되어 이루어지기 때문이라는 것이 사계(斯界)의 판단이다. 즉, 현·선물 및 주시장·신시장의 기능분리에서 오는 경쟁적 요소에 의한 효익보다는 기능 중복에 따른 비효율적 비용이 더 크게 나타나고 있다는 것이다.³⁰⁾ 그리고 세계의 주요 거래소간 또는 자국내 거래소간의 시장통합에 따른 세계적 또는 지역 권역별 거래소간의 경쟁에 노출된 경우, 현재와 같이 주시장, 신시장, 선물 거래소가 독립적으로 존재하는 것으로는 그 대응이 효율적이지 못하다는 것이다. 이러한 문제점을 인식하고 1990년대 후반부터 조심스럽게 제기되기 시작하던 한국증권시장의 통합 논의가 2003년 9월 정부에 의해 “한국증권선물거래소의 설립에 관한 법률(案)”으로서 마침내 그 모습을 드러내었

29) 1999년도 거래비용(basis point 기준)을 미국, 홍콩과 비교했을 때, 한국은 79, 미국은 25, 홍콩은 44 수준이었다. 재정경제부, 2003, “증권·선물시장 선진화를 위한 향후 추진계획(안)”, 보도자료(8. 20).

30) 현·선물, 주시장·신시장의 기능 중복에 따른 비효율성의 예로서, ① 청산·결제 및 전산 기능 측면에서 규모의 경제를 실현하기가 어렵고, ② 각 기능별로 제각기 전산투자가 이루어짐으로써 중복 및 과잉투자 문제가 발생하며, ③ 회원 가입, 증거금 관리 등이 개별 시장별로 이루어지고 있어 시장이용자 및 투자자의 중심의 운영 서비스가 매우 낮은 점 등을 들 수 있다.

다.

정부안의 기본 골격은 다음과 같다:

- 현재의 KSE, 코스닥시장, 한국선물거래소 등 3개 시장을 완전 통합하여 통합 거래소(가칭 한국증권선물거래소)를 설립하고, 통합 거래소의 본사는 부산에 설치함. 이 경우 개별 시장은 통합 거래소의 일개 사업본부(또는 자회사)가 될 것이고, 주요 자율규제기능은 독립적 성격을 갖는 시장감시위원회에서 수행할 예정임.
- 3개 시장 및 거래소 관련 기능을 수행하는 기관의 통합을 3단계에 걸쳐서 수행함. 먼저, 1, 2단계에서는 장내시장에 대한 기능(매매, 청산·결제, 예탁, 전산 기능)별 통합을 수행하고, 3단계는 이를 장외시장과의 기능별 통합으로 확장하여 추진하는 것을 기본방향으로 함.
- 따라서 궁극적으로 매매는 통합 거래소 산하 시장본부(또는 자회사), 청산은 별도 청산기구, 결제 및 예탁은 증권예탁원, 전산은 증권전산이 담당하게 됨

관련 법안들이 통과되어야 확정되겠지만, 시장통합에 대한 정부안에 의하면, 코스닥시장은 통합 거래소내 하나의 사업본부(또는 자회사)로서 기능할 것으로 예상된다. 또한 주요 자율규제기능은 시장과 독립하여 구성되는 시장감시위원회가 수행할 전망이다. 이러한 정부의 시장통합안은 본 보고서에서 다룬 코스닥시장의 위상 재정립과 효율적 실현 방안을 전개해 나가는데 있어서 일정 부분 제약요건으로 작용할 것이다. 그러나 본 보고서의 의의에서 언급하였듯이, 신시장으로서의 코스닥시장 위상 재정립은 시장통합 여부를 떠나 중요한 이슈임을 다시 한번 밝혀 둔다.

나. 벤처산업의 침체와 시장중심으로의 정부 벤처산업 정책 변화

1) 벤처산업의 침체

지난 5년간 우리나라에서 생산, 고용, 수출 등 국민경제에서 차지하는 벤처산업의 비중은 지속적으로 증가하였다. 2001년 기준으로 우리나라 벤처산업의 총생산액은 18조원(GDP대비 3.2%), 고용은 43만명(2.0%), 수출 56억달러(3.7%)를 차지하였다. 그러나 닷컴거품론과 동반하여 세계 IT 경기침체가 시작된 2000년 이후 만 3년여만에 국내 IT 벤처기업들은 IT 경기의 회복 지연과 코스닥시장의 침체로 자금난에 허덕이고 있다.

벤처산업의 침체는 관련 지표를 통해서도 쉽게 확인할 수 있다. 2001년 1만 1,392개로 최고를 기록하였던 벤처기업 수는 2002년 들어 월평균 200여 개씩 감소하여 2003년 10월 현재 7,897개로 줄어들었다. 물론 이는 정부가 벤처확인기업에 대하여 혁신능력평가를 수행하여 이를 바탕으로 부실벤처 600여 곳을 일괄 정리하였기 때문이기도 하지만, 무엇보다도 벤처경기의 침체로 창업의 열기가 가라앉았기 때문이다. 2002년 초 140여 개에 달했던 창업투자사 수는 2002년 11월 말 128개로 줄었고, 주요 벤처캐피털의 투자실적도 2001년의 50% 수준에 불과할 정도로 급감하였다. 2000년 한때 코스닥지수 300선을 바라보던 코스닥시장은 2003년 10월 현재까지 지수 50선을 회복하지 못하고 있어 벤처기업의 자금조달 시장이라는 신시장으로서의 역할을 제대로 수행하고 있지 못하고 있는 실정이다.

벤처산업의 심각한 침체에는 물론 전세계적인 닷컴기업의 거품 붕괴라는 외부적 요인이 크게 작용하였다. 그러나 벤처기업가들과 투자자들

의 도덕적 해이(예: 크고 작은 소위 벤처 게이트 사건, 주가조작 사건 등), 이를 구조적으로 규율할 수 있는 코스닥시장의 제도 미비와 운영상의 안이, 시장원리를 무시한 정부 주도의 일관성 없는 벤처정책 등이 한데 어우러진 결과라 할 수 있다.

이러한 벤처산업의 침체는 코스닥시장의 침체로 증폭되며, 이는 코스닥시장이 가진 신시장으로서의 역할에 심각한 영향을 끼치게 된다. 즉, 2002년도 코스닥시장에서 발생한 신규 등록기업의 급감은 벤처캐피털의 벤처기업 투자, 투자기업의 코스닥시장 등록, 투자자금의 회수, 재투자로 이어지는 벤처투자의 선순환 고리가 단절되었다는 증거로서, 한국에서 신시장의 역할을 재유미하게 하는 대목이라 할 수 있다.

2) 시장중심으로의 정부 벤처산업 정책 변화

지식, 기술 및 정보를 바탕으로 보다 더 심한 경쟁 시스템으로 변화하는 21세기 세계경제의 패러다임에서 벤처산업의 침체는 정부로서도 지켜만 보고 있을 수 있는 문제가 아니다. 왜냐 하면, 소위 “지식기반경제”에서는 지식, 기술 및 정보가 경제발전을 견인하고 산업의 융합을 강화하기 때문이다. IT에 이어 BT, NT(Nano Technology) 등 새로운 기술이 발전하여 지식, 기술 및 정보가 국부 창출을 선도하고 있는 것은 주지의 현상이다.

더구나 이러한 신산업의 발전은 국가간 미래기술 선점경쟁을 가속화시키고 있다. 이제는 신기술이 독립적으로 발전하던 단계를 넘어 산업간 융합이 가속화되면서 기술혁명의 중흥기를 맞이하고 있다. 이에 따라 국가간 지식 및 기술 경쟁이 치열하게 전개되고 있는데, 이러한 지식 및 기술의 극한경쟁에서 승리하는 국가가 세계경제의 우월적 지위를 확보하게 될 것이다. 따라서 핵심 원천기술(breakthrough technology)의 확보

와 산업화 여부가 국가 산업발전과 더불어 벤처산업 회생의 기반이 된다.

우리나라는 현재 외환위기 이후 구조조정을 통해 기업의 부실을 상당히 제거하였다. 기업의 재무구조 및 투명성이 제고되어, 1997년 말 제조업 부채비율 평균이 396.2%에서 2002년 상반기 135.6%로 호전되었다. 주력 산업의 수출경쟁력도 회복되어 1998년부터 2002년까지 5년간 950억달러의 무역흑자를 실현하였다. 한편 벤처산업의 근간이 되는 정보화 기반이 구축되고 미래 신기술의 산업화 기반도 조성되기 시작하였다. 초고속인터넷 보급율은 2002년 10월 1천만 명에 육박하여 세계 1위를 구가하고 있으며 국민의 58%가 인터넷을 사용하고 있다. 2001년 7월 IT·BT·NT 등 5대 신기술 발전계획이 수립되어, 2005년까지는 10조원의 예산이 투입될 전망이다. 그러나 여전히 전세계적인 산업간 경쟁을 헤쳐나갈 성장잠재력은 미흡하다는 평가를 받고 있다. 산업설비투자 증가율이 저조하여 장래 성장동력이 약화되고 있다. 연평균 설비투자 증가율이 1990년부터 1997년 사이에 9.4%이었던 반면, 1998년부터 2001년 사이에는 1/3 수준인 3.3%에 불과하다. IT산업을 융합하거나 접목하는 산업부문이 취약하여 IT발전의 외부경제효과는 매우 미흡한 실정이다. 이 때문에 우리나라의 e-business 수준은 세계 21위에 그치고 있다. 또한 원천·핵심기술 및 고급인력이 부족하여 신산업 창출능력이 미흡하다. 기술무역수지는 여전히 연간 약 20억달러 상당의 적자이며, 1인당 R&D 투자 규모 역시 미국과 일본에 비교하여 절반을 약간 상회하는 수준이다.³¹⁾

이와 같은 상황에서 정부는 지식, 기술 및 정보 중심의 혁신주도형 경제로의 도약기반을 마련하는 산업정책에 집중하고 있다. 노동, 자본

31) 우리나라의 기술무역수지 적자는 1997년 21.6억달러, 2000년 25.3억달러, 2002년 21.5억달러이다. 또한 1인당 R&D 투자 규모는 2000년을 기준으로 한국 403 달러, 미국 730 달러, 일본 774 달러이다.

등 생산요소보다는 기술혁신, 무형자산 확충, 기업하기 좋은 환경조성 등을 통하여 총요소생산성(TFP) 향상에 역량을 모으고 있는 것이다. 벤처산업정책은 과거 양적 성장의 부작용을 시정하면서 벤처 생태계 전반의 질적 재도약과 건전한 벤처산업의 활력 회복에 중점을 두고 추진할 방침이다. 또한 시장 중심의 벤처 생태계를 조성하기 위하여, 지금까지 정부가 벤처기업을 선별하여 직접 지원하던 법적 근거인 “벤처기업지원특별법”은 2007년까지 한시적으로 적용되는데, 벤처확인 유효기간이 2년 인 점을 감안하여 오는 2005년에 조기 종료될 예정이고, 정부는 벤처 인프라 확충 등 간접지원에 집중할 것이다. 이 경우 신시장으로서 코스닥 시장의 역할은 더욱 강조될 것으로 예상된다.

이 외에도 정부의 벤처기업에 대한 정책변화는 다음과 같다. 첫째, 정부는 벤처기업의 건전성 확보를 위하여 민간 벤처단체의 자율 추진역량을 제고하는 정책을 추진할 방침이다. 시장평가 주체인 벤처캐피털의 기업선별능력이 제고되도록 현행 주식회사형 투자회사를 미국과 같이 전문가가 중심이 되는 유한회사형 투자회사 제도로 전환하고 외국 벤처캐피털과의 공동펀드 운영 등 협력기회 확대를 통해 국제기준에 맞는 투자평가 역량을 갖추도록 할 예정이다. 둘째, 창업과 성장 그리고 퇴출이라는 벤처기업의 성장 사이클에 시장시스템을 구축하기 위하여 벤처창업대학(원)을 운영하여 혁신능력과 기업가정신을 갖춘 건전한 벤처기업가 양성을 도모하고, 연·기금 등의 벤처투자 확대를 유도하여 시장의 안정성을 제고하도록 할 예정이다.³²⁾ 셋째, 벤처기업의 M&A 활성화 방안을 마련하여 코스닥시장에만 의존하는 투자회수 시장을 다변화할 방침이다.

32) 1997년부터 2000년까지 미국의 경우 연·기금 등이 벤처산업에 투자하는 비중은 평균 45.8%이다. 이에 비해, 우리나라의 경우 1999년 0.1%, 2000년 2.4%, 2001년 5.2%, 2002년 12.3%로 미국에 비해 매우 낮은 수준을 기록하고 있다.

III. 코스닥시장의 현황 및 문제점

1. 코스닥시장의 특징 및 현황
2. 운영구조상 특성 및 자율규제
3. 소유·지배 구조
4. 수입·지출·자산 구조
5. 등록·등록유지·퇴출 제도
6. 매매체결·결제·공시제도

Ⅲ. 코스닥시장의 현황 및 문제점

1. 코스닥시장의 특징 및 현황

가. 코스닥시장의 특징

1) 개인투자자 위주의 시장

코스닥시장은 개인투자자의 거래 비중이 압도적으로 높은 시장이다. 코스닥시장의 거래 참여자 중 외국인투자자와 기관투자자가 차지하는 비중이 지속적으로 감소하고 있으며, 거래의 대부분이 개인투자자에 의해 이루어지고 있다. 개인투자자의 비중은 거래대금기준으로 1998년 55.0%에서 2002년에는 93.08%로 증가하여, 현재 코스닥시장에서의 거래는 거의 개인투자자들에 의해서 주도되고 있는 실정이다. 참고로, 동 기간동안 KSE의 개인투자자 비중은 거래대금기준으로 약 77.0%에서 약 71.7%로 감소하였다.

2) 거래회전율이 높은 시장

코스닥시장은 거래회전율(turnover)이 매우 높은 시장이다. 코스닥시장의 시가총액회전율은 1999년 200.2%에서 2002년 565.7%로 약 2.8배 증가하였는데, 이를 KSE의 시가총액회전율 변화³³⁾와 비교해보면 그 증가폭이 매우 크다는 사실을 알 수 있다. 이는 코스닥시장에 참여하는 개인투자자들이 장기투자자가 아닌 단기자본이득을 주로 추구하였음을 나타내

33) 1999년 349.7%에서 2002년 248.9%로 크게 감소하였다.

는 것이다. 이러한 행위가 큰 폭으로 등락을 거듭하고 있는 코스닥시장에 과도하게 집중되어, 코스닥시장에서의 합리적 투자 분위기를 저해하는 주요한 요인으로 작용하고 있다.

3) 주시장에 비해 변동성이 높고, 시장침체시 그 효과가 장기화되는 시장

1998년 이후 2003년 4월 현재까지 코스닥시장은 주시장인 KSE에 비해 양적으로 괄목할만한 성장을 이루었던 반면, 다른 한편으로는 과도하게 높은 시장변동성을 나타내고 있다. 또한 코스닥시장은 시장이 침체에 있을 때 주시장에 비해 그 효과가 보다 장기화되는 특징을 보여주고 있다.

시가총액 및 지수 데이터를 분석해 보면, 코스닥시장의 이러한 특징은 보다 명료해짐을 알 수 있다. 먼저 시가총액을 살펴보면, 코스닥시장은 1998년 이후부터 2003년 9월 30일까지 530% 성장하였으며, 특히 벤처기업 시가총액은 754% 성장하여, 동 기간동안 KSE 시가총액 성장률인 414%를 월등히 능가하고 있다. 그러나 이러한 코스닥시장의 시가총액은 2000년 3월 91조 8,836억 원으로 정점에 도달한 이후 급격히 하락하며 등락을 거듭하다가, 2003년 9월 30일 현재 정점 당시 시가총액의 약 59% 이상 가치가 감소하였다. 과도한 시장변동성(양적 팽창과 고도의 가격변동성에 의해 초래³⁴⁾)은 주가지수를 통해서도 명백히 확인할 수 있다. 코스닥종합지수의 경우, 2000년 3월 15일 기준으로 지수 최고치인 271.14를 기록하였으나, 2003년 9월 30일 현재 1/6 이하로 하락하여

34) 코스닥시장이 상대적으로 변동성이 높은 이유 중 하나로 등록기업의 발행 주식이 수가 많지 않고, KSE에 비해서 유동주식(free float) 비율이 낮은 것을 들 수 있다.

44.86을 기록하고 있다. 코스닥벤처지수의 경우는 이보다 더 심하여 2000년 3월 13일 기준으로 지수 최고치인 775.26을 기록하였으나, 2003년 9월 30일 현재 약 1/9 이하로 하락하여 81.8을 기록하고 있다.

다음으로 코스닥시장의 수익률을 살펴보자. 1998년 코스닥시장 출범 초기를 제외하고³⁵⁾ 1999년부터의 주가수익률을 살펴보면, KSE에 비해 “일반적으로” 낮은 수준을 나타내고 있다. 뿐만 아니라 한국(또는 세계) 주식시장이 침체에 접어든 2000년 이후 코스닥시장은 주시장에 비해 그 침체의 정도가 심화되는 것을 알 수 있다.

<그림 III-1> 코스닥시장 및 KSE의 주요 지수 일별 누적수익률



이를 확인하기 위해, 1999년 1월을 “시작 거래일(beginning day)”로

35) 1998년도 코스닥시장은 재무지표에서 여러가지 문제점을 드러내고 있다.

하고 2002년 12월을 “거래 마감일(ending day)”로 하여, 이 기간 동안 일별수익률의 누적치를 기준으로 코스닥종합지수, 코스닥벤처지수, KOSPI지수의 수익률 성과 차이를 비교해보면 코스닥시장과 KSE의 차이가 시기에 따라 명확하게 구별되는 것을 알 수 있다(<그림 III-1> 참조). 주가지수 누적수익률은 자연로그로 변환한 지수로부터 계산된 주가지수 일별수익률을 바탕으로 계산되었다. 코스닥종합지수의 누적수익률과 KOSPI지수 누적수익률을 비교해보면 1999년 5월부터 2000년 11월까지 코스닥종합지수의 누적수익률은 KOSPI지수 누적수익률에 비하여 양호한 성과를 보이고 있으나, 2001년 9월 이후부터 2002년 12월까지 KOSPI지수는 양(+)의 누적수익률을 보이는데 반하여, 코스닥종합지수의 성과는 매우 악화되기 시작하여 -48% 수준에 머무르고 있음을 알 수 있다.

4) 투명성과 시장참여자의 신뢰성이 약한 시장

코스닥시장은 등록·등록유지관리·퇴출 제도가 투명하지 않고 기준의 적용 또한 엄격하지 못하여 투자자들의 시장에 대한 불신이 가중되어 있는 시장이라 할 수 있다. 물론 등록제도의 경우 성장형기업에 대한 다양한 정의로 인해 신시장이 어느 정도 융통성을 갖는 것은 일면 타당하다고 할 수 있다. 그러나 코스닥시장의 경우 이러한 융통성이 일관되게 행사되고 있는지에 대한 의구심이 시장참여자들 사이에 광범위하게 확산되어 있다. 또한 기준미달 기업들에 대해서 “즉시 퇴출”과 같은 엄격한 제재가 뒤따르지 않고 있을 뿐만 아니라, 제대로 된 정보가 투자자들에게 정확하게 제공될 수 있는 인프라(infrastructure) 및 투자자보호장치가 상대적으로 미약하다.

나. 코스닥시장의 현황

1) 거래량

2002년 코스닥시장에서의 연간 거래량은 전년 대비 162억 1,100만주 감소한 781억 8,200만주로서 17.2%만큼 감소하였고, 거래대금 역시 전년 대비 131조 880억원이 감소한 294조 920억원으로 30.8%나 감소하였다. 일평균 거래량도 전년에 비해 16.5%(3억8,371만주) 감소세를 보였고, 일평균 거래대금, 거래량회전율 및 대금회전율도 유사한 감소세를 나타내었다.

<표 III-1> 2002년도 코스닥시장 거래실적: 거래량, 거래대금

(단위: 백만주, 십억원, %)

구분	2001		2002		증감율	
	거래량	거래대금	거래량	거래대금	거래량	거래대금
벤처기업	47,493	258,509	40,267	168,736	▽15.2	▽34.7
일반기업	46,871	166,517	37,905	125,311	▽19.1	▽24.7
증권투자회사	29	154	10	44	▽65.5	▽71.4
계	94,393	425,180	78,182	294,092	▽17.2	▽30.8
(일평균)	384	1,728	320	1,205	▽16.7	▽30.3
KSE	116, 417	491,365	209,168	742,150	79.7	51.0
(일평균)	473	1,997	857	3,042	81.2	52.3
외국인 순매수	▽56	1,264	▽99	187	▽76.8	▽85.2

a) 코스닥시장의 증권투자회사는 1999년 2월 18일부터 매매개시 되었음.

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회, 2003, "2002년도 코스닥시장 백서".

거래대금을 기준으로 볼 때, 개인투자자의 비중이 93.1%로 압도적으

로 크며, 기관투자자(3.2%), 기타법인(1.0%), 외국인(2.7%)의 비중은 미미한 실정이다. (주)코스닥증권시장에서 벤처기업과 일반기업의 거래량(거래대금) 비중은 각각 51.5(57.3)%와 48.4(42.6)%³⁶⁾이다.

<표 III-2> 2002년도 코스닥시장 거래실적: 회전율

(단위: %)

구분	2001	2002
거래량 회전율	1,274.9	811.8
대금 회전율	995.1	565.7

$$a) \text{ 거래량(거래대금) 회전율} = \frac{\text{총거래량(총거래대금)}}{\text{평균등록주식수(평균시가총액)}}$$

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회(2003)의 자료를 한국증권연구원이 정리

<표 III-3> 2002년도 거래대금기준 투자자별 거래비중

(단위: 백만원, %)

구분	2001	2002
개인투자자	95.8	93.1
기관투자자	2.2	3.2
외국인	1.2	2.7
기타 법인	0.8	1.0

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회(2003)의 자료를 한국증권연구원이 정리

코스닥시장에서의 거래량 감소는 코스닥시장을 둘러싼 대내외적 요인에 의한 결과로 볼 수 있다. 대외적으로는 미국의 엔론(Enron) 스캔들 등에서 시작한 회계부정 사건으로 인해 시장에 대한 투자자의 불신감이 커졌고, 이와 함께 향후 경기회복에 대한 불안감 및 IT 산업의 침체 등

36) 나머지 0.1%는 증권투자회사의 거래량(거래대금)이다.

외부적 요인이 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 대내적으로는 시장 내부적으로 끊이지 않는 주가조작 및 시세조종 등에 의한 불공정거래, 등록·등록유지·퇴출 등 전반적인 제도의 미흡 등으로 투자자들의 신뢰가 하락하였고 이에 따른 거래부진이 대외적 요소와 결합하여 극심한 침체장세를 나타냈기 때문이다.

<표 III-4> 2002년도 코스닥시장 자금조달 현황

(단위: 억원)

구분	1999	2000	2001	2002	전년 대비(%)
기업공개 (거래소)	21,082(109) 17,201(15)	25,686(182) -(-)	13,156(166) 1,402(2)	11,207(122) 13,007(8)	▽1,949(▽14.8) 11,605(827.7)
유상증자	32,859(171)	51,721(275)	15,718(149)	6,789(124)	▽8,929(▽56.8)
회사채	15,619(134)	31,532(142)	29,853(296)	21,321(157)	▽8,532(▽28.6)
합 계	69,560(414)	108,939(599)	58,727(611)	39,317(403)	▽19,416(▽33.1)

- a) ()는 건수.
- b) 기업공개는 경우 유가증권신고서상 납입일기준으로 작성. KSE 공모의 경우 코스닥시장에서 이전된 기업의 공모실적도 포함.
- c) 회사채는 경우 해외 발행분 및 자기자본의 10% 미만으로 발행된 사모사채를 제외한 CB, BW를 포함.

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회, 2003, "2002년도 코스닥시장 백서".

2) 자금조달

2002년도 코스닥시장에서의 기업공개를 통한 자금조달 총액은 1조 1,207억원(122개 기업)으로, 이는 전년도 같은 기간 1조 3,156억원(166개 기업)보다 14.8% 감소한 규모이다. 또한 2002년도 코스닥시장에서 유상증자를 통한 자금조달 금액은 6,789억원으로 2001년의 1조5,718억원에 비해 56.8% 감소하였다. 이는 코스닥시장이 2002년 1/4분기 이후 투자

심리의 위축, 거래실적 부진 등으로 시장 침체가 계속되었기 때문이다. 회사채 발행규모도 2조 1,321억원으로 전년 대비 28.6% 감소하였다.

3) 등록 및 퇴출

2002년 말 등록법인 수는 830개로 전년도의 702개에 비하여 128개(18%)가 증가하였다. 이 중 2002년에 신규 등록된 기업은 153개사(증권투자회사는 제외)이며 이를 지난해의 167개 사와 비교하면 소폭 감소하였으나 전반적인 주식시장 및 코스닥시장의 침체를 고려하면 부진했다고는 볼 수 없을 것이다. 2002년 코스닥시장의 신규 등록이 감소한 것은 시장의 침체 요인 외에도 코스닥시장에 대한 신뢰 회복을 위해 신규 등록기업에 대한 요건을 강화하는 등의 내부적인 규정 변화도 다소 작용한 것으로 보인다. 그러나 불황기에도 꾸준히 신규등록이 이루어지고 있다는 것은 코스닥시장에 대한 시장의 기대와 평가가 여전히 크고 높다는 것을 의미하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 III-5> 2002년도 코스닥시장 등록법인 현황

구분	2001	2002	증감
신규등록	167	153	▽14
등록취소	9	26	△16
등록법인	702	830	△128

a) 증권투자회사는 제외한 기업수임.

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회(2003)의 자료를 한국증권연구원이 정리

2002년의 퇴출 현황을 살펴보면 26개사(이중 7개사는 거래소로 이전)로 2001년에 비해 다소 증가하기는 했지만 신규등록에 비해 퇴출이 그

리 활발한 것은 아니다. 2002년에 일부 퇴출요건이 강화되었음에도 불구하고 여전히 신규등록에 비해 퇴출이 원활하지 못한 상황이며 이로 인해 부실기업이 코스닥시장에 장기간 잔존하는 문제점을 낳고 있다. 등록 취소된 법인의 현황을 살펴보면 인수·합병 등에 의한 것보다, 분산기준 미달, 자본잠식 및 회사정리 등과 같은 경영의 건전성 및 재무안정성 결여가 원인인 것이 대부분이다.

<표 III-6> 코스닥시장의 퇴출 현황(2002년도말 총 26개사)

사유	법인(건수)	사유	법인
주식분산미달	-	감사의견	3
최종부도	8	자진취소	1
자본전액잠식	1	피흡수합병	3
불성실공시	2	거래소상장	7
기타	1	총계	26

출처: 코스닥위원회, 2002a, "02 코스닥시장 등록취소 현황 분석", 보도 자료(12. 30)를 한국증권연구원이 정리

4) 문제점

코스닥시장의 현황과 관련하여 나타나는 문제점을 정리하면, 우선 거래규모 측면에서 보았을 때, (1) 코스닥시장이 국외적 충격에 매우 취약하고, (2) 극심한 침체장세 속에 거래 부진의 문제를 겪고 있으며 (3) 기관투자자가 거의 전무한 개인투자자 중심의 시장이라는 점이다.

그러나 자본조달 규모 측면에서 보았을 때는, 신규 등록이 감소한 것은 (위에서 지적하였듯이 내부적인 문제점도 있지만) 시장의 거시환경 변화와 매우 밀접하게 연관되어 있으므로 현재 코스닥시장에 대한 평가 및 코스닥시장의 운영 전반을 위협할만한 큰 문제점은 아닌 것으로 판

단된다. 비록 2001년에 비해 2002년의 신규등록이 감소하였으나, 최근 3년 연속 매년 150개사 이상이 신규등록을 하는 등 코스닥시장의 신규등록이 지속적으로 이루어지고 있음은 주목할 만 하다. 그러나 장기적으로 코스닥시장의 신뢰성 회복과 시장의 건전성 확보가 담보되지 않는다면, 투자자와 발행기업으로부터 궁극적으로는 외면될 수밖에 없다는 점을 주지하여야 할 것이다.

특히, 등록 및 퇴출의 경우, 현재 등록과 퇴출이 계속적으로 불균형을 이루어 “등록과 퇴출을 모두 ‘wide open’”한다는 코스닥시장의 설립 취지와 잘 맞지 않게 운영되고 있어, 시장의 건전성과 투자자보호에 문제를 유발하고 있다. 이는 결과적으로 부실기업이 장기간 코스닥시장에 잔존하게 되는 부작용을 발생시키고 있다.

2. 운영구조상 특성 및 자율규제

가. 구조적 특성

코스닥시장 운영구조의 특징은, 증권거래법에 의하여 코스닥시장이 증권업협회, 코스닥위원회³⁷⁾, (주)코스닥증권시장 등 3개의 조직으로 업무가 분장되어 시장이 운영되는 매우 특이한 구조를 가지고 있다는 점이다.

증권업협회(이하 협회로 표기)는 시장개설의 주체로서 코스닥시장의 관리 및 운영에 대해 “법적인” 책임과 권한을 갖는다. 따라서 코스닥시장을 운영주체를 기준으로 하여 “협회중개시장”으로도 부른다. 협회는

37) 코스닥위원회는 2001년 4월 1일에 개정된 증권거래법에서 “협회중개시장 운영위원회”로 개명되며 범제화되었다.

코스닥위원회를 설치하고 운영함으로써 코스닥시장을 관리·감독하며, 시장운영과 관련된 여러 규정³⁸⁾을 제·개정할 수 있는 권한을 가진다.

코스닥위원회는 협회의 독립적인 의사결정기구로서, 1998년 10월 12일 협회 이사회와는 독립된 별도의 조직으로 설치되었다. 코스닥위원회의 위원은 학계 등 분야별 전문가 11인으로 구성되며 총회를 통해 선출되고 임기는 3년이다. 코스닥위원회는 「협회중개시장 운영규정」에 의거하여 코스닥시장 운영에 관한 모든 업무 즉, 코스닥시장 규정에 대한 제·개정, 등록예비심사, 등록 및 등록취소, 주가감시, 매매심리, 불성실 공시법인 제재와 회원감리, 그리고 기타 제도개선 등을 담당한다.

(주)코스닥증권시장은 협회로부터 시장관련업무 중 일부(매매체결, 매매관련 공표, 기업공시, 거래정지 등의 시장조치, 전산시스템 개발 등)를 독점적으로 위임받아, 동 업무를 수행하는 증권회사이다. 따라서 (주)코스닥증권시장은 증권 관련 매매업무를 수행하고 있으나 증권거래법이나 금융감독위원회 규정상 지정된 업무수행자는 아니다.

나. 자율규제³⁹⁾

증권시장에 대한 규제는 크게 법적 규제와 자율규제로 나누어 볼 수

38) 「협회 정관」, 「협회중개시장운영위원회 운영규정」, 「유가증권증권협회 등록규정」, 「업무규정」, 「협회중개시장공시규정」, 「유가증권인수업무에 관한 규칙」 등이 이에 해당한다.

39) 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 한국증권법학회, 2001, “건전한 증시질서 구축을 위한 자율규제기관의 역할”. 금융감독위원회, 2001, “자율규제기능 제고방안: 한국증권업협회 사례를 중심으로,” mimeo. 정운모, 2001, “협회의 자율규제기능 정립방안,” 한국증권연구원, mimeo. 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정, 2003, 『거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용』, 한국증권연구원, 연구보고서 03-03.

있는데, 법적 규제에 비해 자율규제는 그 의미를 이해하기 어려울 뿐만 아니라 그 기능이나 당위성에 대해서도 정의가 모호하다. 원론적으로 자율규제는 법률적 위임 또는 피규제대상자들의 자율적 합의에 근거하여, 시장참여자들이 자율규제기관(self-regulatory organization, SRO)을 만들어 시장의 공정성 및 건전성을 확보하기 위하여 스스로 행하는 자발적인 규제라고 할 수 있다.

코스닥시장(또는 KSE)에서 영업활동을 하는 사업자(즉, 코스닥시장에서 거래권을 가지고 있는 회원 증권사)들은 장기적으로 시장이 제대로 운영되는지의 여부와 이해를 같이 하기 때문에 스스로 정한 일정한 규칙을 지켜나갈 유인이 있다. 따라서, 일반적으로 SRO로서 거래소의 자율규제기능은 회원의 영업활동에 관한 조사가 가장 핵심적이다. 이에 반해 공적 규제기관은 기본적으로 시세조정이나 내부자거래 적발에 중점을 두는 경향이 있다. 아쉽게도 우리나라에서는 자율규제가 이러한 인식을 바탕으로 하여 자발적으로 성립된 것이 아니기 때문에, 자율규제의 기능이 제대로 이행되지 못하고 있는 실정이다.

2002년 1월 증권거래법 개정[제162조의3(협회, 즉 코스닥증권시장)]을 통해 매매심리 및 회원감리 업무가 협회의 SRO 업무로 법제화되어 협회의 회원감리업무가 강화되었다. 아울러 코스닥시장에서 영업을 하는 사업자에게 이상매매심리 및 감리업무 수행에 필요한 자료 제출, 관계자 출석 및 진술을 요청할 수 있는 법적 근거 역시 마련되었다. 이로써 우리나라의 증권시장에서도 SRO와 관련된 규제 논리에 부응하여, 현재 협회의 자율규제기능이 법률적으로 일정 수준 그 역할이 담보되고 있다.

코스닥시장 관련 자율규제기능을 수행하는 코스닥위원회(협회중개시장운영위원회)는, 위원회의 사무국 역할을 하던 코스닥관리부에 대한 인사·예산권 등이 증권업협회장의 관장하에 있었기 때문에 업무수행의 실질적인 독립성 확보에 어려움을 겪었다.

<표 III-7> 코스닥시장의 업무 분장

업 무		증권업 협회	코스닥 위원회	코스닥
회원사 관리	회원에 대한 규칙 및 감독규정 제정 및 해석(수수료, 회원요건, 중재)	○		
	회원 및 그 종업원의 영업 및 판매관련 규정변경 및 정책에 관한 결정	○		
	시장에서 회원의 행위와 매매관련규정의 준수 의무 부과 및 감리		○	
	자격시험 및 사후 관리교육	○		
	회원 및 종업원에 대한 서비스 제공 수수료 및 이용료 부과	○		
분쟁 조정	조정, 중재, 기타 분쟁해결		○	
시장 감시	매매심리 및 감리(market surveillance)		○	
	장중 실시간 시장감시 (stock watch and trade watch)		○	
규정	거래 관련 규정의 개발 및 채택		○	
	시장의 신뢰, 효율성, 경쟁력 제고를 위한 규정, 정책, 절차 개발 및 채택		○	
상장 업무	상장요건 관련 규정의 개발 및 채택		○	
	상장심사 업무		○	
	상장기업 유치를 위한 마케팅 활동			○
공시 및 매매	정기, 수시, 조회공시			○
	매매체결 및 거래중지 등의 제반 시장운영업무			○

출처: 코스닥증권시장, 2003e, “코스닥시장 현안에 대한 견해”, mimeo.

그러다가 2001년 8월부터 협회내의 (독립)기구로서 인사권과 예산권을 보유하게 되어 이 문제는 어느 정도 해소되었다.⁴⁰⁾ 코스닥위원회의

40) 2001년 8월 1일부터 거래금액의 1만 분의 0.24가 코스닥위원회의 예산으로 직접 할당되기 시작하였다.

주요 업무⁴¹⁾는 시장감시, 제 규정의 개발 및 채택, 상장 및 퇴출요건 관련 규정의 개발 및 채택, 상장심사 등 시장규제에 관한 것이다(<표 III-7> 참조). 그러나 제도적·경제적 측면에서의 이러한 개선에도 불구하고, SRO로서 협회의 자율규제기능은 몇 가지 문제점과 한계를 가지고 있는데, 이에 대해서는 다음 절에서 언급하고자 한다.

다. 문제점

1) 구조적 특성

먼저 법적인 측면에서, (주)코스닥증권시장은 실질적인 거래소의 기능을 수행하고 있음에도 불구하고, 매매 중개업무만을 영위하는 조직화된 장외시장으로서의 중개회사 지위를 가지고 있을 뿐이다. 따라서 법적으로 (주)코스닥증권시장은 증권업협회로부터 위임받은 업무만을 수행하도록 규정되어 있어, 실질적 거래소로서 시장운영 및 관리를 포괄적·독립적으로 수행하지 못하고 있다.

조직구조 측면에서 보면, 코스닥시장의 업무가 현재 증권업협회, 코스닥위원회, 그리고 (주)코스닥증권시장 세 기관으로 분리되어 있기 때문에, 효과적으로 시장을 운영하기 힘든 구조를 가지고 있다. 장 중에서의 실시간 시장감시(stock watch and trade watch) 기능 및 상장심사에 대한 업무를 시장의 실제 운영기관인 (주)코스닥증권시장이 담당하지 못하고, 코스닥위원회가 담당하고 있는 것도 조직구조상의 난점을 잘 보여주고 있는 전형적인 예이다. 또한 (주)코스닥증권시장은 일상적 시장운영에 관한 세부규칙인 「협회중개시장 운영규정 시행세칙」에 대한 제

41) 코스닥위원회가 시장감리 기능을 수행할 때, 자신의 감리행위가 협회의 회원사까지 연관될 경우에 한해서 증권업협회 회원사 감리도 할 수 있다.

정 및 개정 권한을 보유하고 있지 못하여, 급변하는 시장의 요구변화에 탄력적으로 대응하기가 힘든 구조적 특성을 지니고 있다.⁴²⁾

2) 자율규제

협회는 상당한 비용을 지불하면서 협회중개시장 관련 업무를 수행하고 있으나, 동 비용의 원천은 (주)코스닥증권시장의 수익으로부터가 아닌 회원사의 회비와 협회 회원사의 코스닥시장 및 KSE 거래대금에 따른 수수료로 충당하고 있기 때문에 운영과 수익 구조가 일치하지 않아 합리적인 구조라고 할 수 없다.⁴³⁾

또한 이러한 수익구조의 난맥은 코스닥시장의 3분화된 구조적 특성과 맞물려 자율규제기능 수행시의 이해상충 가능성을 노정시키고 있다. 이러한 이해상충 가능성의 문제점은 후술하는 코스닥시장의 취약한 소유·지배 구조에 의해 증폭될 우려가 있다. 왜냐하면 최근 NYSE의 Richard Grasso 관련 사건의 경우에서 보는 것처럼, 거래소의 자율규제기능의 효율성은 소유·지배구조의 형태와 밀접한 관련이 있기 때문이다.⁴⁴⁾

42) 엄경식, 2002b, “코스닥 살릴 길 없나/전문가 진단: 시장 운영,” 매일경제신문, 기사(10. 8). 최운열, 2001, “증시환경변화와 코스닥시장 발전방안,” 2001년도 코스닥시장 발전방안 증권정책 심포지엄.

43) 미국 NASDR의 경우 Nasdaq 감독을 위해 행하는 업무에 소요되는 비용을 내부가격결정(internal pricing)을 통해 Nasdaq의 수익으로부터 충당 받았다.

44) Morgenson, G., 2003, “Big Board is far from Forefront When It Comes to Policing,” *The New York Times*, article (9. 22).

3. 소유 · 지배구조

가. 소유 · 지배구조 현황

(주)코스닥증권시장은 210억 3천만원의 자본금을 가진 주식회사로서, 주주는 협회, 27개 증권사, 증권전산, 증권예탁원, 증권금융, 중소기업진흥공단으로 구성되어 있다(<표 III-8> 참조). 중소기업진흥공단을 제외하면 협회가 직접 또는 증권유관기관의 협조 하에 (주)코스닥증권시장을 실질적으로 통제할 수 있는 지분구조이다. 또한 주주 중에서 증권사 이외의 주주는 시장이용자가 아니며 그렇다고 해서 영리를 목적으로 업무를 수행하는 회사도 아니라는 특징을 가지고 있다.

<표 III-8> (주)코스닥증권시장 소유구조(주주 구성)

자본금	210억 3천만원					
주주	증권업 협회	27개 증권사	증권전산	증권예탁원	증권금융	중소기업진흥공단
구성비	10.4%	32.4%	7.1%	9.7%	16.6%	23.8%

출처: (주)코스닥증권시장 웹페이지(2003. 10 현재)

<표 III-9> (주)코스닥증권시장 이사회 구성

상 임			비 상 임		
			주주대표		공익이사
사 장	전무이사	상무이사	증권사	중진공	-
1	1	1	2	1	2

출처: (주)코스닥증권시장 웹페이지(2003. 10 현재)

본 보고서에서는 소유권과 거래권의 분리로 거래소 주식회사화를 정의한다. 보다 구체적으로 말하면, 거래권과 분리된 소유권이 비록 상장에 의해 정규 시장에서 유통되지 않는다 하더라도 장외시장에서 자유롭게 소유권이 이전될 수 있어야 한다는 것이다.⁴⁵⁾ 코스닥증권시장은 중소기업진흥공단처럼 거래권이 없는 소유자가 존재하여 명목상으로는 소유권과 거래권이 분리되어 있다. 그러나 실질적으로는 장외시장에서 소유권의 자유로운 이전이 제한되어 있기 때문에 본 보고서에 의한 주식회사제 거래소는 아니라고 할 수 있다.

앞에서 지적하였듯이 코스닥시장의 조직은 3분화되어 있고 법적 운영주체가 협회이기 때문에, 코스닥시장에서 거래를 하고자 하는 중개회사들은 협회의 회원 또는 준회원의 자격을 갖추어야 한다. 협회의 회원과 준회원은 각각 12억원, 2억원을 일시불로 지불하여 코스닥시장에서의 거래권을 획득할 수 있다. 협회 회원의 경우 협회 총회에서 의결권을 가지게 되는데, 준회원의 경우는 이러한 의결권을 부여받지 못한다.⁴⁶⁾ 또한, 협회의 회원이든 준회원이든 간에 시장이용도(즉, 거래소 서비스 이용도)인 거래대금에 비례하여 정률회비를 지불하여야 한다.

(주)코스닥증권시장의 이사회는 사장, 전무이사, 상무이사의 상임이사와 증권사, 중소기업진흥공단 등 주주대표, 그리고 공익이사 등의 비상임이사로 구성되어 있다(<표 III-9> 참조). 2001년 6월의 주주총회 이전에는 공익이사가 없었으나, 이 주주총회 결과 증권사를 대표하는 이사는 3명에서 2명으로 감소한 대신에 2명의 공익이사가 새로이 선임되었고, 기존 증권금융에 할당되었던 이사 몫은 폐지되었다. 이에 따라 일시적으로 9명의 이사로 구성되었던 이사회가 증권금융을 대표하는 이사의 퇴

45) 거래소의 주식회사화에 관련된 정의는 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정(2003)을 참고하기 바란다.

46) ATS인 (주)한국ECN증권은 협회에 4억 원의 가입금을 일시불로 지불하고 코스닥시장에서의 거래권을 부여받았다.

임 이후에 2003년 10월 현재는 정관에 규정된 바와 같은 8명의 이사체
계로 회복된 상태이다.

나. 문제점

1) 소유구조

협회중개시장을 운영하는 (주)코스닥증권시장은 형식적으로는 주식회
사이나, 실질적으로는 회원제와 다를 바가 없다. 협회가 직접 통제 가능
한 지분이 43%(증권업협회 10.4%, 28개 증권사 32.6%)에 달하고, 다른
증권유관기관으로부터 손쉽게 협조를 구할 수 있어 코스닥시장은 협회
의 실질적 영향권 하에 있다고 볼 수 있다. 따라서 소유구조의 유연성
부족으로 인한 경쟁력 저하로 인해 코스닥시장 비즈니스가 경쟁환경에
놓이게 되면, (주)코스닥증권시장의 소유구조 문제가 생존의 문제로 대
두될 가능성이 매우 크다. 물론 한국증권시장이 통합될 경우에 이 문제
는 또 다른 차원에서 논의되어야 할 것이다.

증권사를 제외하고는 지분의 대부분을 보유하고 있는 기관들이 비영
리법인이며, 동시에 직접적인 시장이용자가 아니다. 뿐만 아니라, 비영리
법인들의 경우는 이익단체적인 성격이 강하여 시장참여자 특히 투자자
를 중심으로 한 코스닥시장의 운영에 소극적일 수밖에 없다. 따라서 투
자자보호, 기술발전과 서비스 개선을 위한 투자동기 및 경영 마인드가
미흡하다고 할 수 있다. 또한, 실질적 주식회사제 소유형태가 아닌 관
계로 전산 경쟁력 확보를 위한 신규 투자 및 기타 대규모 자금조달이
필요한 프로젝트를 수행할 경우 내부자금 이외의 추가자금 조달도 용이
하지 않을 것으로 판단된다.

2) 지배구조

현재 (주)코스닥증권시장의 이사 중 2명의 공익이사가 컨설팅회사 사장 및 IT업체 사장으로 구성되어 있어 어느 정도는 독립적인 시장전문가가 이사회에 참여하고 있다고 판단할 수는 있다. 그러나, 코스닥시장의 이사회 구성원 8인 중 오직 2인만이 공익을 대표하고 있어, 이러한 인적 구성으로 신시장으로서의 코스닥시장이 시장참여자와 공익을 대변할 수 있을지는 여전히 의문 사항이라 할 수 있다. 참고로 Nasdaq의 경우 이사회의 과반수가 공익이사로 되어 있으며, 최근 지배구조에 대한 심한 홍역을 치고 있는 NYSE의 경우에는 8명의 공익이사로만 구성된 이사회가 규정과 보상 관련 사안을 처리한다는 계획안을 공표하였다(2003. 11).

4. 수입 · 지출 · 자산구조

가. 수입구조

2002년도(7기) (주)코스닥증권시장의 수입구조를 살펴보면, 총수입 중 중개수수료가 80.8%, 정보판매수수료가 0.6%를 차지하고 있다(<표 III-10> 참조). 물론, 영업수익 중 중개수수료가 93.6%, 정보판매수수료가 0.2%였던 2001년도(6기)에 비하면 중개수수료 비중이 12.8% 감소하고 정보판매수수료는 다소 증가하였으나, 정보판매수수료의 증가보다는 이자 및 매매이익의 증가로 인해 중개수수료의 비중이 크게 줄어들었다는 점을 고려할 경우, 여전히 중개수수료에 전적으로 의존하는 열악한 수입구조를 가지고 있다고 할 수 있다.

<표 III-10> (주)코스닥증권시장 수입구조

(단위: 백만원, %)

구 분	7기		6기		5기	
		%		%		%
중개수수료	21,396	80.8	19,137	93.6	65,587	85.9
정보판매수수료	167	0.6	32	0.2	103	0.1
이자 및 매매이익 (채권, MMF 등)	4,911	18.6	1,274	6.2	10,701	14.0
합 계	26,474	100	20,443	100	76,391	100

a) 5기는 2000. 4. 1~2001. 3. 31, 6기는 2001. 4. 1~2002. 3. 31, 7기는 2002. 4. 1~2003. 3. 1 실적임.

출처: 코스닥증권시장의 2002, 2003년 감사보고서를 한국증권연구원이 정리

이는 세계거래소연맹(World Federation of Exchange: FIVB)의 회원거래소의 경우⁴⁷⁾에 2001년도 기준으로 상장관련 수입, 매매관련 수입, 정보판매수수료, 기타 수입이 평균적으로 각각 총수입에서 15.2%, 40.3%, 31.8%, 12.7%을 차지하는 것과 비교해 볼 때 그 취약한 모습이 더욱 두드러짐을 알 수 있다.⁴⁸⁾

47) 2001년 말 현재 56개 회원거래소를 대상으로 한 수익분석이다.

48) 참고로 KSE의 수입구조를 살펴보면, 2002년 총수입 기준으로 매매수수료(정률회비)가 67.29%, 상장수수료 3.93%, 정보이용수수료는 4.42%를 기록하였다.

나. 지출구조

지출구조의 경우, 일반관리비는 인건비(32%) 및 전산운영비(40%)의 비중이 큰데, 이 중 전산운영비는 매년 큰 폭으로 증가하다가 6기 이후 7기에는 2% 증가하여 증가폭이 다소 완화되었다. 업무의 성격상 전산운영비의 증가폭이 크다는 것을 알 수 있으며 향후 중개시장의 핵심역량인 전산매매 및 공시업무, 투자자 보호차원의 웹사이트를 이용한 정보개방 확대 등의 전산관련 인프라 확충과 실시간 백업 시스템 등의 시스템 안정성 확보를 위한 투자수요가 여전히 큰 상태이다.

<표 Ⅲ-12>에서 7개의 자본지출 중 전산 부문보다 기타 부문의 비중이 월등히 큰 것은 당기의 본사 사옥 매입에 의한 일시적인 현상으로 볼 수 있다.

<표 Ⅲ-11> (주)코스닥증권시장 지출구조: 일반관리비

(단위: 백만원, %)

구 분	7기		6기		5기	
		%		%		%
인 건 비	6,292	32	5,932	33	3,931	31
전산운영비	7,629	40	6,888	38	4,592	37
기타 일반관리비	5,383	28	5,107	29	4,057	32
합 계	19,304	100	17,927	100	12,580	100

a) 감가상각비는 제외하였음.

b) 5기는 2000. 4. 1~2001. 3. 31, 6기는 2001. 4. 1~2002. 3. 31, 7기는 2002. 4. 1~2003. 3. 1 실적임.

출처: (주)코스닥증권시장

<표 III-12> (주)코스닥증권시장 지출구조: 자본지출

(단위: 백만 원, %)

구 분	7기		6기		5기	
		%		%		%
전산투자	2,558	7	5,648	97	24,009	95
기 타	35,342	93	170	3	1,159	5
합 계	37,900	100	117	100	25,168	100

a) 5기는 2000. 4. 1~2001. 3. 31, 6기는 2001. 4. 1~2002. 3. 31, 7기는 2002. 4. 1~2003. 3. 1 실적임.

출처: (주)코스닥증권시장

<표 III-13> (주)코스닥증권시장 자산구조

(단위: 백만원, %)

구 분	7기		6기		5기	
		%		%		%
유동 자산	52,138	38	108,629	74	92,350	71
고정 자산	84,682	62	38,978	26	37,965	29
투자 자산	41,455	30	17,752	12	17,637	13
유형 자산 (비품 등)	41,018	30	14,465	10	13,817	11
기타고정자산 (개발비등)	2,209	2	6,761	4	6,511	5
자산 총계	136,820	100	147,607	100	130,315	100

출처: 코스닥증권시장의 2002, 2003년 감사보고서를 한국증권연구원이 정리

다. 자산구조

2001년도(6기)의 유동자산과 고정자산이 각각 74%, 26%에서 2002년도(7기)에 38%, 62%로 크게 변화하였다. 이는 (주)코스닥증권시장이 본

사 이전을 위해 본사 사옥을 구입하면서 일어난 변화이다. 절대규모 면에서 투자자산, 유형자산 등은 모두 전년 대비 2배 이상 증가한 반면, 개발비 등을 포함한 기타고정자산은 감소하였다.

라. 수입 · 지출 · 자산구조의 문제점

시장을 운영하는 (주)코스닥증권시장의 수입구조는 중개수수료에만 의존하는 매우 기형적인 모습을 띄고 있다. 이는 코스닥시장이 3분화된 형태로 운영되는 조직구조의 특성과 어느 정도 맞물려 있다. KSE의 경우 2002년도 상장수수료 수입이 총수입 중 4.4%를 차지하지만 (주)코스닥증권시장의 경우는 거의 없다. 이것은 상장수수료 수입이 협회의 수익으로 배분되기 때문이다. 정보판매수수료가 미미한 것도 이 수입을 협회와 서로 일정 비율로 분배하기 때문인 것으로 보인다.

지출구조 측면에서 보면, 5기부터 6기까지 일반관리비 중 전산운영비가 차지하는 비중이 상당한 것은 꾸준한 전산 설비투자의 증설로 인한 관리비의 증가에 기인한 것으로 판단된다. 7기의 자본지출 중 기타 부분의 비중이 큰 것도 일시적인 것이므로 큰 문제점은 아닌 것으로 보인다.

자산구조 측면에서는, (주)코스닥증권시장의 자산 구성 중에서 고정자산의 비중 증가가 일시적인 현상인 것으로 보이기는 하지만 유동자산과 고정자산의 비율이 <표 Ⅲ-13>에서 나타나는 바와 같이 급격히 변화하는 것은 바람직하지 않다. 특히 등록수수료나 매매거래수수료 수입 비중이 적은 (주)코스닥증권시장의 특성상 고정자산의 비중이 너무 큰 것은 향후 문제가 될 수 있다.

5. 등록·등록유지·퇴출제도

가. 등록제도

현행 코스닥시장은 크게 “일반기업부”와 “벤처기업부”로 구분되어 그 등록요건이 서로 다르게 설정되어 있다. 일반기업의 등록요건은 주로 기업 규모에 따라 다시 “일반기업 선택1”, “일반기업 선택2”로 세분화된다. 벤처기업의 경우는 성장가능성이 있는 유망한 벤처기업의 코스닥시장 등록을 적극적으로 지원⁴⁹⁾하기 위해, “일반요건(<부록 표 I-1> 참고)”을 제외한 “공통요건”만을 요구하였으나 최근 유가증권등록규정 개정⁵⁰⁾을 통해 건설한 기업의 시장진입을 유도하기 위해 자본금요건, 수익성요건, 경영성과요건 등의 “일반요건”을 새로 도입하여 2004년부터 시행한다.

<표 III-14> 코스닥시장 소속부별 기업 현황

구분	2000년	2001년	2002년
벤처기업	248	348	380
일반기업	296	354	450
벤처기업비율(%)	45.6	49.6	45.8

출처: 머니투데이, 2003, “‘벤처’ 사라지는 코스닥”, 기사(3. 24)

벤처기업이 아닌 일반기업에게만 적용되는 “일반요건”으로는 업력,

49) 이는 업력과 담보력이 부족한 중소·벤처기업을 육성하기 위한 정책적인 고려 때문이었다.

50) 코스닥위원회, 2003d, “코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도개선,” 보도자료(9. 5).

자기자본요건, 자산총계요건, 부채비율요건 등이 있다. 일반기업 및 벤처기업에 공통적으로 적용되는 “공통요건”에는 주식분산요건, 자본상태, 증자제한요건, 최대주주 등의 지분변동 제한, 기타요건, 질적요건 등이 있다.

벤처기업으로서 코스닥시장에 등록하는 기업에 대한 특례의 내용을 등록요건과 심사특례로 나누어 살펴보면 다음과 같다. 앞서 지적한 바와 같이 벤처기업에게는 등록요건 중 업력, 자기자본, 자산총계, 부채비율 등 일반요건 4가지가 적용되지 않는다. 그러나 일반요건을 제외한 등록에 관한 다른 요건인 공통요건은 일반기업과 벤처기업의 구분 없이 동일하게 적용된다. 이외의 특례제도로 등록 심사대상 기업이 ① 서울, 인천, 경기도 외의 지역에 본점 및 주사업장을 둔 벤처기업이거나, ② 수출우량벤처(최근 사업년도말 수출액이 총매출액의 50% 이상인 벤처)인 경우에는 전체 심사 대상 기업의 20~30% 이내에서 우선 심사하는 심사 특례제도가 있다.

코스닥시장에서 벤처기업은 2002년 12월 현재 380개사로 2001년말의 49.6%에 비해 3.8%포인트 감소한 45.8%를 차지하고 있다. 이는 2002년말 전체 등록법인(830개사) 증가율이 18.2%인데 비해 벤처기업 증가율은 9.2%인데서 기인한다. 코스닥시장이 성장·기술주를 위시한 벤처기업의 자금조달 시장이라는 주요한 기능을 수행하고 있긴 하지만, 앞에서 언급한 바와 같이 코스닥시장에서 일반기업의 비중이 50%를 상회하고 있기 때문에 코스닥시장은 신시장과 전통시장의 중간적 성격을 가지고 있다고 볼 수 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 2003년도에 금융감독위원회와 코스닥위원회는, 기존의 낮은 등록요건으로 인해 자격미달의 기업이 등록됨으로써 코스닥시장에 머니게임 및 불공정거래가 만연하고 있다는 지속적인 문제 제기에 대응하여, 등록요건을 강화하기로 하였다.⁵¹⁾ 2004년부터 시행

되기로 한 변경된 코스닥시장 진입제도 개선방안은, 등록요건을 강화함으로써 부실한 기업의 시장진입을 원천적으로 봉쇄하려는 것이 핵심이다. 그 내용을 보다 자세히 들여다보면, 일반기업의 자본금을 10억 원으로 늘리고, 모든 기업에 대해서 자기자본이익률(ROE) 요건을 신설하였다. 즉, 코스닥시장 진입을 위해서는 일반기업은 ROE 10%, 벤처기업은 5%를 초과해야 한다. 2002년 등록 신청기업 247개 기업 중 이 기준에 미달하는 기업은 일반기업 6개사, 벤처기업 4개사에 그쳐 이 자기자본이익률 요건 신설이 등록을 준비중인 기업들에게 치명적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 그러나 향후 수익성이 검증되고 있는 기업들만을 등록 대상으로 하겠다는 점을 명확히 했다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있을 것이다. 2004년부터 강화되는 신규등록요건은 다음의 <표 III-15>와 같다.

<표 III-15> 코스닥시장의 등록요건 개선안

항목	개선안	
	일반기업	벤처기업
설립연수	3년 이상	-
자본금	10억원	5억원
경영성과	최근 사업연도 경상이익 실현	
부채비율	동업종 1.5배 미만	-
자본잠식	없을 것	
감사의견	최근사업연도 적정	
ROE(자기자본이익률)	최근사업연도 10%	최근사업연도 5%

a) 2004년 1월 2일부터 시행

출처: 코스닥위원회, 2003d, "코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도 개선," 보도자료(9. 5).

51) 금융감독위원회·금융감독원, 2003, "증권시장 진입제도 개선방안 마련," 보도자료(8. 22). 코스닥위원회, 2003d, "코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도개선," 보도자료(9. 5).

나. 등록유지제도

대표적인 등록유지관리제도로서 투자유의종목제도와 관리종목제도를 도입·운영하여, 투자자들에게는 사전적으로 투자에 대한 주의를 환기시키고, 해당 법인에게는 등록취소사유의 해소를 위한 시간을 제공하고 있다.

투자유의종목제도는 주식의 환금성 부족, 등록법인의 공시의무 해태(懈怠) 등으로 투자유의를 필요한 등록종목에 대하여 투자자의 주의를 환기시키기 위한 제도이며, 관리종목제도는 재무상태 악화 등으로 등록법인의 경영이 부실한 경우 해당 종목에 대한 조기퇴출 가능성 등의 투자위험을 투자자에게 제대로 인식시키기 위한 제도이다.

<표 III-16> 코스닥시장과 KSE의 규제기준 비교

항목	비교 평가
유무상증자 제한	- 두 기관의 규제 수준이 비슷하나, 코스닥시장이 KSE보다 "잉여금 자본 전입" 허용치가 더 큰 편임.
재등록제도	- 대부분의 경우 코스닥시장이 KSE보다 완화된 요건을 가지고 있음. • 예: 예비심사여부-증권거래소가 상장심사를 거쳐야 하는 반면, 코스닥시장은 등록예비심사 절차를 거치지 않음. - KSE가 코스닥시장보다 완화된 요건: 재등록요건이 코스닥시장이 3개, KSE가 4개의 범주로 되어 있어 이 부분은 KSE가 좀 더 완화된 요건이라고 생각됨.
우회등록방지제도	- 별 차이 없음.
보호예수제도	- 결정적으로 코스닥시장에 규제가 강하게 부여되어 있음. KSE의 경우 최대주주에게만 6개월 보유의무 부여 • 계속보유 의무자가 많고 각 보유의무자별 보호예수기간도 상이할 뿐 아니라, 예약매매도 금지하고 있음.

a) 코스닥위원회(2003a)를 참조하여 한국증권연구원이 정리

이 외에 “유무상증자 제한”, “재등록제도”, “우회등록방지제도”, “보호예수제도” 등을 이용하여 등록기업의 유지 관리를 도모하고 있다. 이들 규정의 경우 대부분 KSE와 비슷한 정도의 규제수준을 가지나, “보호예수제도”의 경우는 KSE에 비해 규제의 정도가 매우 높은 상태이다(<표 III-16>과 <부록 표 I -7> 참조). 이는 그만큼 코스닥시장이 등록을 통한 머니게임의 장이 되고 있었다는 것을 반증해 준다. “우회등록방지제도”의 경우 우회등록과 관련된 빈번한 스캔들로 인하여 부정적 인식이 강하여 이를 적극 방지하는 방향으로 운영되고 있다.

또한, 일반기업보다 훨씬 유리하고 완화된 등록요건에 의해 코스닥시장에 등록된 벤처기업이, 이후 벤처 자격을 상실하는 경우에 별도의 심사 없이 일반기업으로 자동 전환되어 관리되고 있는 문제점이 있다.

다. 퇴출제도

퇴출요건이 발생하는 경우, 코스닥시장 등록기업은 코스닥위원회의 심의와 결정에 의해 코스닥시장에서 퇴출된다. 물론 등록기업의 자발적 등록취소도 가능하지만, 투자자를 고려하지 않고 등록기업의 편의에 의한 등록취소의 남용을 막기 위해 코스닥위원회의 승인을 등록취소의 조건으로 두고 있다. 등록취소요건은 내용상 경영실패·중단, 재무요건, 투명성요건, 유동성요건, 기타요건 등으로 구분할 수 있으며, 항목별 등록취소요건은 <부록 표 I -8>과 같다.

2002년 12월 10일, 금융감독위원회·금융감독원은 실추된 시장의 신뢰를 회복하기 위해 “코스닥시장 신뢰회복 방안”을 제시하였다.⁵²⁾ 이 중 퇴출기준에 대한 방안을 살펴보면, 우선 기존의 퇴출기준을 강화하고 새

52) 금융감독위원회·금융감독원, 2002, “코스닥시장 신뢰회복 방안,” 보도자료 (12.10).

로운 퇴출기준을 신설하였고, 퇴출절차를 신속히 진행하기 위해 퇴출절차를 개선하였다. 강화된 퇴출요건들의 주된 특징은 “최소주가요건”의 강화, “시가총액요건”의 신설, “퇴출유예기간의 단축” 등으로 이는 시장적 요소를 보다 강화한 것이다.

퇴출요건들을 구체적으로 살펴보면, 우선 “최저주가요건(2003. 7. 1 시행)”을 강화하여 주가가 액면가의 30%(기존 20%) 미만으로 30일 지속될 경우 관리종목으로 정하고 이후 60일간 중 10일 연속 또는 20일(기존 30일)이상 주가가 액면가의 30%(기존 20%) 미만인 경우 퇴출된다. “사업보고서제출요건(2003. 1. 2 시행)”도 강화하여 제출시한 내에 미제출시 관리종목으로 지정되고 이후 10일(기존 30일) 경과시까지 미제출할 경우 퇴출된다. “영업활동정지요건(2003. 1. 2 시행)” 역시 영업활동 정지시 관리종목으로 지정하고 이 같은 상태가 3개월(기존 6개월) 지속시 퇴출시키는 것으로 강화되었다.

이와 함께 퇴출요건으로 신설된 요건을 살펴보면, “최저시가총액요건(2003. 7. 1 시행)”은 시가총액이 10억 원 미만으로 30일간 지속되는 경우 관리종목으로 지정하고 이후 60일간 중 10일 연속 또는 20일 이상 10억 원 미만일 경우 퇴출된다. “영업실적요건”은 사업보고서상 영업손실과 경상손실이 발생하고 부채비율이 동 업종 평균 3배 이상인 경우 관리종목으로 지정되고 2사업연도 연속시 퇴출된다. “반기보고서 검토의견 요건(2003. 1. 2 시행)”은 반기보고서에 대한 검토의견이 거절 또는 부적정인 경우 관리종목으로 지정된다.

또한, 개선된 퇴출절차(대부분 2003. 7. 1 시행)를 살펴보면, 신속한 퇴출절차 진행을 위하여 퇴출 사유가 명백한 경우⁵³⁾에는 이의신청 절차를 생략하도록 하였다. 퇴출예정기업의 정리매매기간을 15일에서 7일로 단축하였고 정리매매기간동안 정규매매와 동일하게 매매되던 방식을 가

53) 최종부도, 피흡수합병, 최소주가, 기한내 사업보고서 미제출 등

격제한폭을 해제하고 30분 단위의 동시호가방식으로 변경하였다. 퇴출 후 1년간 재등록을 제한하던 재등록 규정에서 재등록 제한기간을 폐지하고 2년내 재등록시 특례(유사증자 및 대주주 지분 변동제한)를 인정하던 것을 3년내로 기한을 연장하였다.

2003년 들어 코스닥위원회는 M&A 통한 코스닥등록기업의 경쟁력 강화를 유도하기 위해 “코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도개선” 방안⁵⁴⁾을 마련하여 9월 8일부터 시행에 들어갔다. 그 주요 내용 중 퇴출제도와 관련된 부분을 살펴보면, 관리종목 및 퇴출기준으로 경상이익 및 시가총액요건을 새로 도입하고, 이 요건과 유사한 기존의 영업손실, 경상손실, 부채비율요건을 폐지하였으며, 액면가액 일정비율 미달로 인한 관리종목 지정 기준을 현행 액면가의 30%에서 40%로 상향조정하였다. 따라서 최근사업연도말 기준으로 사업보고서상 경상손실이 있고, 사업보고서의 법정제출기한의 익일부터 60일 기간동안 시가총액 50억 원 미만인 상태가 10일 연속이거나 20일 이상인 경우 관리종목으로 지정되고, 관리종목 지정사유에 해당하는 상태가 2회 이상 연속되는 경우 등록이 취소된다.⁵⁵⁾

<표 III-17> 코스닥시장의 퇴출 현황

연도	1999년	2000년	2001년	2002년
퇴출기업 수	36개	33개	9개	26개

출처: (주)코스닥증권시장 웹페이지를 참조하여 한국증권연구원이 정리

54) 코스닥위원회, 2003d, “코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도개선,” 보도자료(9. 5).

55) 관리종목기준강화는 2004.1.2부터, 퇴출기준강화는 2004.7.1부터 시행된다.

코스닥시장은 2002년의 신규 등록기업 건수가 153개에 달했지만, 2002년에 퇴출된 기업수는 26개에 불과하며, 9개 기업이 퇴출된 2001년에 비해 17개사가 증가한 수준이다.

라. 문제점

1) 등록제도

현재 코스닥시장의 등록과 관련된 가장 큰 문제점⁵⁶⁾은, 벤처기업에 대한 낮은 등록요건이 코스닥시장의 건전성과 투자자의 시장에 대한 신뢰 약화의 원인으로 작용하고 있다는 것이다. 벤처기업에 대해서는 업력, 자본금, 경상이익, 부채비율 등의 일반요건(주로 재무요건)을 면제하여 코스닥시장에의 심사청구를 허용하고 있는데, 실증분석 결과 대부분의 벤처기업 성과가 일반기업에 비해 결코 나쁜 것은 아니었다. 오히려 일부 부적절한 벤처기업이 이를 악용하여 코스닥시장을 머니게임의 수단으로 삼는 등 코스닥시장의 건전성을 훼손하고 있는 것이 문제점으로 지적되었다. 이는 또한 미흡한 등록유지관리제도와 맞물려 코스닥시장에 우량기업과 비우량기업이 혼재하게 만들어 코스닥시장에 대한 투자자의 신뢰를 악화시키고 있다.

물론 벤처기업에만 국한되는 문제는 아니지만 코스닥기업의 대주주와 연관된 잇단 스캔들과 기업실적의 악화 등으로 투자자들의 신뢰가 악화되어 우량기업들이 코스닥시장을 이탈하는 현상이 발생하고, 이는 다시 코스닥시장에 대한 투자자들의 신뢰를 저하시키는 악순환이 거듭

56) 등록·등록유지관리·퇴출제도가 모두 매우 빈번하게 변경되어 벤처캐피털회사 등 코스닥시장 관련기관의 장기적인 계획수립이 어려워, 프리코스닥 기업의 자금조달이 단기화되는 점도 문제점으로 지적할 수 있다.

되고 있는 실정이다.

또 한 가지 주목해야 할 문제점은 낮은 등록요건에도 불구하고 벤처기업 중 많은 기업이 벤처기업 인증 유효기간이 만료된 후 벤처기업으로 재지정되지 못하는 경우가 발생하여 성장형기업 또는 IT기업에 대한 신뢰도를 약화시키고 있다는 것이다. 결국 벤처기업으로 재지정되지 못한 기업이, 보다 강화된 등록요건을 충족해야 하는 일반기업으로 코스닥 시장에 잔존함으로써 코스닥시장의 건전성을 해치는 것이다. 이는 한국 경제의 활력으로 작용하였던 코스닥시장이 신시장으로서의 기능을 제대로 수행하지 못하는 하나의 원인을 제공하게 된다.

이외에도 벤처기업 및 일반기업에 관계없이, 현행 등록요건 중 일부 기준이 미흡하여 비우량기업이 코스닥시장에 등록되어 시장의 신뢰가 저하되고 있어, 코스닥시장의 정체성에 대한 혼란을 가중시키고 있는 것도 문제점의 하나로 지적될 수 있을 것이다.

현재 “일반기업 선택1”, “일반기업 선택2”, “벤처기업” 등의 등록요건 구분은 코스닥시장과 시장특성이 유사한 Nasdaq에 비추어 볼 때 그 구체성이 매우 떨어진다. 내년부터 신규 등록기업에 적용하기로 한 ROE 요건의 경우에도 벤처기업은 ROE가 5% 이상이어야 하지만 모든 벤처기업에 동일한 ROE를 적용하는 것은 무리가 있을 수 있다. 따라서 현재 벤처기업과 일반기업으로 나뉘어져 있는 기업 분류를 다변화하여 각각의 등록요건을 달리할 필요가 있다.

이와 함께 현재 질적요건에 대한 심사비중이 높아, 등록심사의 투명성에 대한 의문이 제기될 수도 있다는 점이 코스닥시장 등록과 관련된 문제점으로 지적된다.

2) 등록유지제도

현재 코스닥시장에 벤처기업으로 등록된 기업이, 이후 벤처기업요건을 상실할 경우 별도의 심사 없이 일반기업으로 자동 전환되고 있다. 이 경우 대부분의 일반기업 전환 벤처기업은 부실화된 기업임에도 불구하고 강화된 요건에 의해 등록된 일반기업들이 있는 시장에 별도의 제재 없이 진입하기 때문에 시장의 질을 저하시키는 요인으로 작용하고 있다.

또한 등록유지관리제도의 두 축이라고 할 수 있는 투자유의종목제도와 관리종목제도가 퇴출제도와 효율적으로 연결되어 운영되지 못하고 있는 점이 등록유지관리의 문제점으로 지적된다. 투자유의종목제도의 경우, 코스닥시장의 침체가 계속되면서 거래실적 부진(월간 총거래량이 발행주식의 1%에 못 미치는 경우)에 따른 투자유의종목 지정은 증가하고 있으나, 실제로 퇴출되는 종목은 거의 없다. 관리종목의 경우도 기업갱신효과를 거두기 힘든 조건 미달의 기업이 시장에 장기간 체류되는 등 시장의 신뢰성 확보를 위한 효과를 거두고 있지 못한 실정이다.

코스닥시장의 운영기관은 “유무상증자 제한”, “재등록제도”, “우회등록방지제도”, “보호예수제도” 등과 같은 규제 수단을 등록기업의 수준에 따라 유연하게 적용하지 못하고 있는 등 투자자와 발행기업을 위한 적극적이고 적절한 등록기업 관리를 하지 못하고 있다. 따라서 이러한 제도는 오히려 벤처캐피털을 통한 효율적인 자금조달에 큰 제약으로 작용하게 될 소지가 많다.

3) 퇴출제도

현재 코스닥시장에서 채택하고 있는 등록취소제도는, Nasdaq 및 유럽의 신시장에서 채택하고 있는 적극적 시장관리방식인 등록기업으로서

의 적격성을 유지하도록 하는 퇴출제도가 아니라, 등록취소대상 업체를 선정하는 방식의 소극적인 시장관리방식이다. 따라서 아직도 적지 않은 투자부적격 종목들이 시장에서 신속하게 퇴출되지 않고 있다. 이는 투자자본 배분의 왜곡과 이들 종목들에 대한 무분별한 투기적 거래 등을 초래하여 코스닥시장의 질적 저하와 투자자로부터의 신뢰성 악화를 야기하고 있다.

이 때문에 시장 건전성을 높이기 위해 “자본잠식, 주가, 거래량” 관련 퇴출기준을 강화하여 2002년부터 시행하였으나, 아직도 부적격 기업의 퇴출은 가시화되고 있지 않은 실정이다. 감사의견에 관한 퇴출기준 이외의 기준에 대해서는 기업들이 강화된 기준을 교묘하게 회피할 수 있기 때문에 이러한 현상이 발생하는 것이다. 예를 들어 자본잠식요건의 경우, 감사, 유상증자, BW 행사, CB 전환 등으로 자본잠식을 탈피하거나 자본잠식률을 낮춰 퇴출기준을 벗어날 수 있다.⁵⁷⁾

코스닥시장 위기의 여러 이유 중 한 가지로 원활하지 못한 등록 및 퇴출 시스템의 운영으로 인한 시장의 수급불균형이 지적되고 있다. 닷컴 열풍으로 코스닥시장이 급성장하면서 대규모로 신규 등록을 받았지만 퇴출은 거의 이루어지지 않았던 것이다. 1999년 이후 2002년 12월말 현재 신규 등록기업은 591개에 달하는 반면, 퇴출 기업은 104개에 그치고 있다. 강화된 퇴출기준의 목표가 “시장의 건전성 확보를 통한 투자자 보호”임에도 불구하고, 현재까지 등록기업에 대한 퇴출기준 적용시 부실기업의 퇴출에는 미온적이었다.

57) 자본잠식요건으로 인해 퇴출된 기업이, 퇴출기준의 강화에도 불구하고 최근 3년 간 지속적으로 감소추세에 있는데, 이러한 현상을 개별기업이 자본확충 등을 통해 재무구조를 개선하려 한 자구노력의 결과로 해석하기도 한다. 그러나, 퇴출기준의 강화가 개별 기업의 자구노력을 유도했다고 단면적으로 평가하는 것은 코스닥시장의 건전성 확보 차원에서 문제가 있다고 생각한다.

물론 퇴출요건의 가장 큰 문제는 퇴출요건을 신속하고 엄격하게 적용하지 못한 점에 있다. 이를 위해 퇴출요건의 강화도 고려할 수 있으나 현행 체제 하에서 이를 채택하기에는 현실적으로 어려울 듯하다. 왜냐하면 등록요건이 매우 낮은 현행 체제 하에서 퇴출요건만을 강화할 경우, 등록관리 전체 체계에서 퇴출의 효율성을 높이기보다는 퇴출을 위한 퇴출강화로 작동되어 시장왜곡의 가능성이 높아지기 때문이다.

6. 매매체결 · 결제 · 공시제도

가. 매매체결제도

1) 매매체결 방법

코스닥시장은 출범부터 KSE와 마찬가지로 소위 순수경쟁매매 메커니즘(pure auction mechanism)을 채택하고 있다.⁵⁸⁾ 즉, 시장조성인(market maker)과 같은 시장 내부의 유동성 공급자 없이, 컴퓨터에 의한 자동매매체결 시스템을 통하여, 단일가격에 의한 개별경쟁매매(동시호가매매)와 복수가격에 의한 개별경쟁매매(접속매매)방식으로 가격을 결정하고 있다.

동시호가매매방식은 일반종목의 시가(8:00~9:00)와 종가(14:50~15:00)를 결정할 때와 신규등록종목과 재등록종목의 시초가를 결정할 때 사용한다. 동시호가간 매매체결 우선순위는 가격, 위탁매매, 수량, 시간의 순서이다. 동시호가에 의한 가격결정 이외의 모든 매매거래는 접속매매방

58) 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 선정훈·엄경식·정재만·한상범, 2003, “한국주식시장의 매매체결 메커니즘 효율화에 관한 연구 I: 유동성 증대를 위한 매매체결 메커니즘의 모색”, 한국증권연구원, mimeo.

식(9:00~14:50)으로 가격을 결정한다. 접속매매의 호가간 매매체결 우선 순위는 가격, 시간 순서이다.

<표 III-18> 코스닥시장의 동시호가(단일가)매매시 호가공개범위

기 존	2002. 9. 30	2003. 11. 3
매도·매수별 총호가수량 정보만 공개	예상체결가격·수량 및 예상체결 후 최우선호가(1단계)의 가격·수량 공개	예상체결가격·수량 및 예상체결 후 최우선, 차우선, 차차우선호가의 가격·수량(3단계) 공개

출처: 코스닥위원회, 2002d, “공정공시제도 도입 등 코스닥시장 규정 개정”, 보도자료(9. 13) 및 코스닥위원회, 2003b, “코스닥시장 자사주 취득·처분 등 제도 개선”, 보도자료(10. 31)를 한국증권연구원이 정리

2002년 9월 30일부터는 동시호가매매시 호가공개 범위를 조정하여 시행하고 있다. 동시호가매매를 위한 호가접수 시간 중 공개되는 호가정보를 확대함으로써 주문 체결가격에 대한 투자자들의 불확실성을 제거하는 한편 매도·매수별 총호가수량 정보만을 공개되는 점을 악용하여 자주 발생하고 있는 허수성 호가를 방지하기 위함이다. 이를 통해서 시장의 투명성(transparency)을 개선하였다. 구체적으로, 동시호가매매를 위한 호가접수 개시시점부터 신규호가 접수시 접수된 호가만으로 가체결하여 그 결과 형성되는 예상체결(또는 지표)가격(indicative price)·예상체결수량(indicative volume) 및 예상체결 후의 매도·매수별 예상최우선호가의 가격·수량을 공표(시가결정을 위한 경우에는 10분이 경과한 때부터 공표)한다.⁵⁹⁾ 이후 새로운 호가가 접수될 때마다 이를 반영해 당해 시점까지의 모든 호가를 대상으로 가체결을 실시하고 그 결과를 실

59) 접속매매시에는 기존 규정과 변동 없이 10단계 우선호가의 가격·수량 및 합계수량을 공개한다.

시간으로 공개한다.

<표 III-19> 코스닥시장의 시간외거래제도 개선

구분	현 행 ^{가)}	개 정
매매시간	15:10~15:40(30분)	15:10~16:00(50분)
시간외대량매매의 가격요건	증가±5%, VWAP ^{나)} 중 선택 (단, 당일의 고가와 저가를 한도로 함)	증가±7%, VWAP중 선택 (단, 당일의 상한가와 하한가를 한도로 함)
시간외대량매매의 수량요건	5억원 이상	1억원 이상

- a) “현행(시간외 대량매매)”은 2002년 4월 1일, 처음 도입되어 시행, “개정”안은 2002년 10월 14일부터 시행
 - b) VWAP(Volume Weighted Average Price)은 당일의 거래량가중평균가격을 나타냄.
 - c) 협회는 전산장애 등 중개시장의 관리상 필요하다고 인정되는 경우 시간외거래 시간을 임시로 변경할 수 있음.
- 출처: 코스닥위원회, 2002c, “시간외시장 매매관련 제도 개선”, 보도자료(10. 11)를 한국증권연구원이 정리

2003년 11월 3일부터는 호가공개 범위를 3단계로 확대하여 예상체결 가격·수량 및 예상체결 후 최우선, 차우선, 차차우선호가의 가격·수량을 공개하고 있다.

2002년 10월 14일부터는 투자자의 매매편의를 도모하고 시장운영의 효율성을 제고하기 위해서 시간외거래 시간을 20분간 연장하였다. 기존의 시간외거래 시간 15:10~15:40(30분)에서 15:10~16:00까지 20분을 연장하여 50분간 시간외거래를 허용하였고, 시간외 대량매매의 가격요건을 증가±5%에서 증가±7%로, 수량요건을 5억원 이상에서 1억원 이상으로 개선하였다(<표 III-19> 참조).

2) 호가 방법

2002년 7월 1일, 코스닥시장의 호가 유형에도 시장가호가[시장가주문 (market order)에 의한 호가]가 추가되었다. 시장가호가란 등록종목 및 수량은 지정하되 가격은 지정하지 않는 호가이며 시장가호가는 지정가 호가[지정가주문(limit order)에 의한 호가]에 대해 가격적으로 우선한다. 시장가호가는 투자자에게 매매편의를 제공하기 위해 도입한 호가형태이므로 다음의 경우를 제외하고는 별도의 제한을 두지 않는다:

- 가격제한이 있는 공매도 호가의 경우
- 정리매매기간 중 최초 매매일의 가격결정을 위한 호가접수시간 중
- 기타 협회가 코스닥시장의 관리상 필요하다고 인정하는 경우

기존 코스닥증권시장의 호가는 가격단계별로 총 5단계로 구분되어 있으며 최소매매수량단위는 1주이다. 그러나 2002년 4월 14일 기준으로, 5,000원 미만인 저가종목의 비중이 80%(703개사) 정도로 크게 증가하여 가격대비 호가단위가 너무 커지는 바람에 거래비용이 증가하는 요인으로 작용하였다. 이는 또 초저가주의 경우에 가격제한폭이 축소되는 효과를 유발하고 호가공개범위(10단계)의 의미가 축소되는 등의 문제를 초래하였다.⁶⁰⁾ 따라서 5,000원 미만인 저가주 종목에 대한 호가 가격단위를 5원으로 세분화하고 전체 호가단위를 간소화하여 총 4단계로 구분하는 방법이 2003년 7월 21일부터 시행되고 있다(<표 III-20> 참조).

60) 예를 들어, 가격이 210원인 종목의 경우 10원의 호가단위로 인해 가격제한폭이 12%가 아닌 9.52%로 축소된다. 또한 초저가주의 경우 10단계 호가공개범위가 가격제한폭을 벗어나게 됨에 따라 일부 호가만 공개되는 현상이 발생한다.

<표 III-20> 코스닥시장의 호가단위 개선

현행	개정
(신설)	5,000원 미만-5원
10,000원 미만: 10원	5,000원 이상~10,000원 미만: 10원
10,000원 이상~50,000원 미만: 50원	10,000원 이상~50,000원 미만: 50원
50,000원 이상~100,000원 미만: 100원	50,000원 이상: 100원
100,000원 이상~500,000원 미만: 500원	-
500,000원 이상: 1,000원	-

출처: 코스닥위원회·코스닥증권시장, 2003, “코스닥시장 제도개선”, 보도자료(5. 29)

나. 결제제도

코스닥시장에서는 매매체결 결과(matching)를 코스닥시장의 전산매매 시스템(KETRA)으로부터 (주)한국증권예탁원으로 보내 청산·결제를 수행한다. 결제는 매매체결일(T)로부터 기산하여 3일째 되는 날(T+2)에 이루어진다. 결제방식으로는 다자간 차감결제방식을 택하고 있는데, 주권 결제는 증권사별, 종목별로 총매도수량과 총매수수량을 차감한 수량을 계좌간 대체로 처리하고 있고, 대금결제는 증권사별 총매도대금과 총매수대금을 차감한 금액을 자금이체로 처리하고 있다.

다. 공시제도

1) 정기공시

정기공시 및 특수공시는 코스닥등록법인이 사업보고서(사업년도 종료 후 90일 이내), 반기보고서/분기보고서(사업년도 종료 후 45일 이내), 그리고 기타 보고서 등 관련 서류를 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 (주)코스닥증권시장 및 금융감독위원회에 제출하도록 하고 있다.

정기공시의 사업보고서에는 주로 회사의 개황, 사업의 내용, 재무 관련 사항, 감사의견, 기업구조 및 관계회사의 현황, 주식, 임직원 관련 사항, 이해관계자와의 거래내용, 부속명세서 등이 포함된다. 이외에도 “주식회사의 외부감사에 관한 법률에 의한 종속회사가 있는 경우” 원칙적으로 사업보고서 제출시에 연결재무제표를 함께 제출하여야 한다. 그러나 종속회사의 결산이 지연되는 경우 등과 같이 객관적으로 인정되는 사유에 한하여 사업보고서 제출일로부터 30일 이내에 제출할 수 있다. “공정거래위원회가 지정하는 대규모기업집단 소속회사로서 증권선물위원회가 지정하는 회사”는 사업년도 종료 후 6개월 이내에 기업집단결합 재무제표를 작성하여 제출하여야 한다.

2) 수시공시

투자자 입장에서는 등록법인의 결산 내용 등 과거정보를 정기공시를 통해 취득하는 것도 중요하지만, 수시로 주가에 영향을 미칠 수 있는 기업의 경영상태·사업계획 등에 대한 현재 또는 미래 정보의 적시 취득이 더욱 중요하다. 따라서 증권거래법과 협회중개시장공시규정 중 수시공시는 주요경영사항에 해당하는 사실 또는 결정이 발생하는 경우, 즉시(사유발생 당일 또는 익일까지) 공시하도록 함으로써 투자자가 합리적인 투자자료를 공정하게 취득할 수 있도록 돕는 동시에 기업의 미공개정보를 이용한 내부거래를 사전에 방지할 수 있도록 하고 있다.

2003년 1월 2일부터 수시공시의 일부 의무사항이 확대되었다. 즉, 감

사보고서상 감사의견이 부적정 또는 의견거절이거나 감사범위 제한으로 인한 한정이 확인될 경우에 공시신고하도록 규정하고 있던 수시공시의 무사항을 확대하여, 반기보고서상 검토의견이 부적정 또는 의견거절이거나 감사범위 제한으로 인한 한정인 경우도 공시신고하도록 하였다.

(주)코스닥증권시장 및 금융감독위원회 모두에 제출의무가 있는 수시공시의무사항(공통제출의무사항)은 금융감독원의 DART를 통하여 전자문서로 제출하며, (주)코스닥증권시장에만 제출의무가 있는 수시공시의무사항(독자제출의무사항)은 (주)코스닥증권시장 전자공시시스템(KEDIS)을 통해 전자문서로 제출한다.

3) 조회공시

수시공시의무사항 또는 이에 준하는 사항과 관련된 품문·보도 등의 사실여부를 확인해야 할 경우, 혹은 주식 시세의 급변 혹은 급변이 예상되어 중요정보의 유무에 대한 등록법인의 공시가 필요한 경우, 조회공시를 요구할 수 있다. (주)코스닥증권시장은 공시책임자에게 Fax 등의 방법으로 조회공시를 요구하며, 요구한 즉시 그 내용(조회공시요구내용 및 조회공시시한)을 시장안내사항으로 공표해야 한다. 해당 등록법인은 조회공시 요구시점이 오전인 경우 당일 오후까지, 오후 또는 토요일인 경우 익일 오전까지 관련 사실에 대해 (주)코스닥증권시장에 전자문서로 신고하여 공시하여야 한다. 이는 독자제출의무사항에 해당한다. 사실이 부재하거나 진행 중인 경우에는 “미확정공시”할 수 있으며 미확정공시를 한 경우 등록법인은 미확정공시일로부터 확정공시 시점까지 해당 의사결정과정에 대한 구체적인 진척 상황을 매 1개월마다 재공시하여야 한다(재공시의무).

4) 자진공시

등록법인은 장래계획의 구체적인 추진 일정, 장래계획의 애로사항 등을 자진하여 공시하여야 하며, 이러한 공시사항에 대한 추진실적은 사업 보고서 등에 구체적으로 기재해야 한다. 또한 등록법인은 수시공시, 조회공시 등의 사항 중 주가 또는 투자자의 의사결정에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대해서는 그 사실 또는 결정 내용을 그 사유발생일로부터 1일 이내에 자진공시해야 한다. 이는 (주)코스닥증권시장 및 금융감독위원회 모두에 제출의무가 있는 “공통제출의무사항”에 해당하므로 지체 없이 전자문서로 신고해야 한다.

5) 공정공시제도(fair disclosure)

2002년 11월 1일부터 법규상으로 규정된 정기, 수시⁶¹⁾, 조회, 자진공시 이외에도 중요정보에 대해서는 일반투자자에게 공시하도록 함으로써 공시범위를 확대하는 공정공시제도를 시행하고 있다. 공정공시제도는 기업이 애널리스트나 기관투자자 등 특정 집단에게만 기업의 중요정보를 제공하는 경우 기관투자자와 일반투자자 사이에서 발생할 수 있는 정보의 비대칭을 방지하기 위해 시행되었다.

공정공시의 정보제공자는 코스닥등록법인 및 그 대리인, 동 법인의 임원(이사, 사외이사, 감사 등), 기업 내부정보에 대한 접근이 가능한 직원 및 대리인이며 공정공시 대상정보는 ① 장래 사업 또는 경영계획⁶²⁾,

61) 수시공시의무와 공정공시의무가 중복되는 경우에는 대상정보가 수시공시의무사항(협회중개시장공시규정 제6조)에서 정하는 사항이고 확정적으로 발생한다면 공시시한은 공정공시시한을 준수하되, 수시공시 서식으로 신고하도록 한다.

62) 신규사업의 추진, 신시장의 개척, 주된 업종의 변경, 회사조직의 변경, 신

② 매출액, 영업손익, 경상손익, 당기순손익 등 영업실적에 대한 전망 또는 예측, ③ 정기(사업·반기·분기)보고서 제출 이전의 매출액, 영업손익, 경상손익, 당기순손익 등의 영업실적, ④ 수시공시 사항 관련 중요정보 중 공시의무시한이 미경과한 사항 등이다.

공정공시의 정보제공 대상자(특정 집단)는 증권회사, 투자자문사, 투신(자산)운용사, 증권투자회사, 선물업자 및 그 임직원, 이 이외의 기관투자자(외국 기관투자자 포함) 및 그 임직원, 방송사업자, 언론기관 및 그 임직원, 증권정보사이트 운영자 및 그 임직원, 정보를 근거로 유가증권을 매수·매도할 것으로 예상되는 유가증권의 소유자 등이다.

공정공시의무가 면제되는 대상(선별공시가 허용되는 자)는 변호사·공인회계사 등 코스닥등록법인과의 위임계약에 따라 수입업무의 이행관련 비밀유지 의무가 있는 자, 합법적·일상적 업무의 일환으로 제공된 정보에 대한 비밀을 유지하기로 명시적으로 동의한 자, 신용평가회사 등이다.

공정공시 정보제공자가 공정공시 대상이 되는 미공개 중요정보를 특정 집단에게만 선별 제공하는 경우 원칙적으로 동시에(정보제공 전까지) 신고해야 한다. 이러한 공정공시의 신고는 전자공시시스템에 전자문서의 형태로 제출함을 원칙으로 하되, 자료가 방대한 경우 핵심정보 위주로 요약하여 공시할 수 있으나 당해 법인의 홈페이지에는 원문 및 요약 자료를 모두 제시해야 한다.

코스닥등록법인이 공시 규정상의 공정공시의무를 위반하는 경우, 불성실공시법인에 대한 제재조치와 동일한 시장조치를 부과하는 것을 원칙으로 한다. 다만, 공정공시의무 위반에 대한 관리·투자유의종목 지정이나 등록취소의 경우, 일반공시의무 위반시 보다 다소 완화된 조치기준

제품의 개발 및 생산, 신기술의 개발, 국내외 법인과의 전략적 제휴에 관한 계약(의향서 등을 포함)체결, 기존사업의 변경(중단·폐업·매각 등) 등

(공정공시의무 2회 위반시 일반공시의무 1회 위반 간주)을 적용한다.

예측정보 또는 전망과 관련한 공정공시사항(soft information)이 다음의 요건에 해당할 경우 예측치와 결과치가 상이하더라도 불성실공시로 보지 않는다(safe harbour rule).

- 해당되는 기재(표시)가 예측정보라는 사실이 명시되어 있는 경우
- 예측과 관련된 가정 또는 판단의 근거가 명시되어 있는 경우
- 해당되는 기재 또는 표시가 합리적 근거 또는 가정에 기초하여 성실하게 행하여졌을 경우
- 해당되는 기재 또는 표시에 대하여 예측치와 실제 결과치가 다를 수 있다는 주의문구가 명시되어 있는 경우

6) 코스닥시장 공시 관련 업무 분장

코스닥시장에서 공시는 (주)코스닥증권시장이, 주가감시 및 감리는 코스닥위원회가 담당하도록 2원화 되어 있다(<표 III-21>를 참조).

<표 III-21> 코스닥시장 공시 관련 기관별 업무분장

증권업협회(코스닥위원회)	(주)코스닥증권시장
-특수공시 중 일부 • 공개매수신고 • 임원·주요주주 지분변동 신고 • 주식대량 보유상황 변동신고 -주가감시 -매매심리	-정기공시, 수시공시, 조회공시 -조회공시(증권업협회가 담당하는 일부 사항 제외) -불성실공시법인 지정 및 조치 -투자유의종목 지정 및 지정해제 -관리종목 지정 및 지정해제 -소속부 변경 -결산기 변경

라. 문제점

1) 매매체결제도

2003년 2월, 13개의 우선주가 코스닥시장에 등록되어 있는데 최근 유동성 및 배당 여력의 부족으로 투자자들이 외면해 우선주들의 주가하락율이 해당 종목의 보통주 주가하락율에 비해 상대적으로 큰 것으로 나타나 전체 시장에 부정적인 영향을 미치고 있다.⁶³⁾ 또한 코스닥시장 우선주들의 거래가 부진하여 등록주식으로서의 가치를 상실하고 있다. 2003년 9월 30일 기준으로 2002년 10월 1일부터 2003년 9월 30일까지 하루 평균거래량이 2,000주 미만인 종목이 5개에 이르며 동기간동안 단 한 주도 거래되지 않은 종목도 있는 실정이다. 그러나 시장에서 우선주만을 분리하여 퇴출시킬 수 있는 방법이 없기 때문에 별다른 대책이 없는 상황이다. 특히 우선주는 배당상의 이점에 의해 주가가 유지되어야 하지만 대부분이 배당 여력이 없기 때문에 가격이 지속적으로 하락하고 있는 것으로 보인다. KSE의 경우, 우선주는 5만주 이상이어야 상장 가능하지만 코스닥시장에는 이러한 규정이 없다.

또한, 최근 코스닥시장에서는 매매거래가 이루어지지 않음에도 불구하고 주가가 급등하는 현상이 빈번하게 발생하고 있다. 이러한 매매거래 비활발종목의 커다란 주가변동성은 불공정거래에 의한 것으로 판단되며, 이는 공정한 가격발견이라는 증권시장 고유의 기능을 위협할 뿐만 아니라, 코스닥시장의 시장관리에 부담을 주고 투자자 보호측면에도 부정적인 영향을 미치고 있다.

63) 의결권이 없는 우선주 가격은 보통주보다 30~40% 낮은 가격이 적정한 수준이라는 것이 일반적인 인식이다.

2) 공시제도

현행 증권거래법 제 186조(상장법인 등의 신고·공시의무 등)는 주요 경영사항이 발생한 경우 내부정보를 이용하는 불공정거래를 막기 위해 “지체 없이” 신고하도록 하고 있다. 그러나 동법 시행령 제83조에 근거한 금융감독위원회 규정, “유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정”은 이러한 수시공시 시한을 “사유 발생 당일 또는 익일”까지로 정하고 있다. 따라서 이것은 증권거래법상 “지체 없이”로 명기되어 있는 공시시한을 실질적으로 연장해 주는 것으로서 다분히 증권거래법 위반의 소지가 있으며, 내부자의 독점적 정보보유를 일정 시한까지 합법적으로 허용하는 결과가 되어 내부자거래의 유인을 제공할 수 있다.

수시공시의 경우, 수시공시 의무사항이 코스닥시장이나 KSE 구분 없이 동일하게 규제되는 체제를 취하고 있으며, 수시공시제도가 대기업, 전통기업 중심으로 운영되고 있어 중소기업·벤처기업 중심인 코스닥시장의 특성을 제대로 반영하지 못하고 있다는 문제가 있다. 현재, 수시공시사항은 개별기업의 규모 등을 고려하지 않는 일률적 기준을 사용하고 있다. 코스닥시장의 경우 자산총액 기준(2002년 12월 기준), 8조 322억 원부터 46억 원까지 매우 다양한 규모의 기업이 분포하고 있는데, 이 중에서 소규모 기업의 경우에는 공시의무에 대한 부담이 상당히 된다.

현행 사업보고서 등 정기공시가 수량으로 정형화된 표 위주로 되어 있어서 일반투자자들이 이를 통해 정보를 획득하고 투자 의사결정을 내리는 것이 용이하지 않다. 따라서 일반 투자자들이 보다 쉽게 이해하고 이용할 수 있는 서술적인 정보가 매우 필요한 실정이다. 그러나, 대부분의 기업이 공시업무의 과다한 비용과 경쟁기업에 대한 정보 노출 등의 문제로 최소한의 정보만을 공시하려는 유인을 갖게 되어 서술식 기재를 회피하고 있다. 이로 인해 투자자들의 투자 의사결정에 필요한 기업경영상의 중요 정보에 대한 공시량이 부족한 편이다. 또한 사업보고서의 공

시항목 자체도 SEC의 Form 10-K 등과 비교하면 부족한 면이 많다.⁶⁴⁾

이외에도 공시업무 분장에 관해서 코스닥위원회의 주가감시실과 (주)코스닥증권시장의 공시서비스팀으로 시장감시기능이 이원화되어 있기 때문에, 조회공시 등을 책임지고 추진할 주체가 없게 되어 (주)코스닥증권시장이 조회공시 등의 시장감시를 제대로 수행하지 못하고 있다는 지적도 나오고 있다.

64) 이에 대해 자세한 사항은 다음을 참고하기 바란다. 우영호·정윤모·김건식·김문현·엄경식·이준섭, 2002, 『공시제도 선진화방안』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.

IV. 코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안의 요체

1. 코스닥시장의 위상 재정립
2. 세계 주요국 신시장의 위상과 시사점
3. 코스닥시장 효율화 방안의 요체

IV. 코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안의 요체

코스닥시장이 국내외 금융환경 변화에 능동적으로 대처하여 “(신)성장형기업에 특화된 동북아의 핵심 신시장”으로서의 역할을 발휘하기 위해서는, 코스닥시장의 발전방안을 시장거시구조 및 시장미시구조 측면에서 심도 깊게 논의해야 할 것이다. 이를 위해서 본 장에서는 한국자본시장에서 코스닥시장은 존재하여야 하는지, 존재하여야 한다면 어떠한 패러다임(결국 이것이 효율화 방안의 요체가 됨)으로 존재하여야 하는지에 대해 비판적인 논의를 전개하고자 한다. 새로운 패러다임의 경우 본 장에서는 새롭게 정립된 위상과 바람직한 시장거시구조와 시장미시구조의 방향에 대해 간략히 기술하고, 보다 구체적인 방안에 대해서는 V장에서 기술하기로 한다.

1. 코스닥시장의 위상 재정립

가. 코스닥시장의 현재 위상과 문제점

1) 정부 주도에 의해 육성된 자율적 혁신이 약한 시장

코스닥시장은 정부 주도에 의해 육성된 벤처기업 중심의 시장이다. 1996년 설립 이후 현재까지 정책당국의 직접 개입을 통한 코스닥시장 육성정책이 코스닥시장의 급속한 성장에 결정적으로 작용하였다. 코스닥시장 육성과 관련된 제도 중 가장 대표적인 것이 “벤처기업지정제도”이

다. 1997년 11월 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법」에 의하여 도입된 이 제도는, 법적으로 벤처기업을 인증하고 인증된 벤처기업에 대해서 코스닥시장 등록시 특혜를 부여하는 제도이다. 이러한 제도에 힘입어, 시장원리가 아닌 방법에 의해 벤처기업으로 지정된 기업이 코스닥시장 신규등록기업의 대다수를 차지하게 되었다. 이외에도 ① 등록기업에 대한 각종 조세감면 및 지원책의 시행, ② 등록주선사에 대한 유인책, ③ 벤처기업 투자자에 대한 주식양도차익에 대한 비과세, ④ 배당소득의 분리과세 등과 같은 코스닥시장 활성화정책이 시행되고 있다.

이와 같은 정부의 역할은, 코스닥시장이 “발행기업 중심”으로 성장하는데는 일조하였지만, 투자자 보호를 우선시하는 “투자자 중심”의 시장으로 성장하는데는 일정 부분 저해요인이 되었다. 이는 또한 코스닥시장의 양적 성장을 도모하는데는 도움이 되었으나, 주식시장으로서 코스닥시장의 자율적 혁신을 통한 성장을 저해하여 코스닥시장이 한 단계 더 높은 수준의 시장으로 나아가는데 한계로 작용하고 있다.

2) KSE의 2부시장으로 인식된 시장

코스닥시장은 KSE와는 완전히 독립적으로 존재하여 상호 경쟁적인 시장으로서의 위상 정립을 목표로 하고 있으나, 실제로는 KSE의 2부시장이라는 인식이 투자자들이나 발행기업들에게 만연되어 있다. 즉, 투자자들이 코스닥시장을 KSE에 비해 고성장기업에 특화된 경쟁적 시장으로 인식하는데는 어려움이 있다는 것을 의미한다. 이는 그동안 코스닥시장에서 연이어 발생한 벤처기업들의 내부자거래와 도덕적 해이로 인해 투자자들이 등록기업에 대한 신뢰를 상실한 것이 주 요인이라 할 수 있다.

이를 반영하듯, 코스닥시장의 등록 예정기업이나 등록기업 중에는 코스닥시장을 KSE 상장을 위한 전 단계 시장으로 인식하는 기업들이 증가

하고 있으며, 현재 침체국면에서 벗어나지 못하고 있는 코스닥시장에서 KSE로의 이전을 추진하는 기업들도 증가하고 있다. <표 IV-1>은 KSE 상장을 이유로 코스닥시장에서 등록취소된 기업의 현황을 나타낸다.

**<표 IV-1> KSE 상장을 이유로 등록취소된 코스닥시장
등록기업의 연도별 현황**

연도	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003.1 ~2003.10
기업수	32	17	1	5	3	2	7	6

출처: (주)코스닥증권시장의 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

**<표 IV-2> 최근 1년 간 KSE로 상장이전을 공시한 코스닥시장
등록기업의 세부 현황**

(2003. 10 현재)

기업명	세부 현황
강원랜드	거래소 이전 완료
기업은행	거래소 심사 승인
엔씨소프트	거래소 이전 완료
SBS	거래소 이전 완료
이수페타시스	거래소 이전 완료
태경화학	거래소 이전 완료
대아건설	주주총회 승인
푸른저축은행	이사회 결의 (주주총회 승인 필요 없음)
삼우EMC	이사회 결의 (주주총회 승인 필요 없음)
국보디자인	이사회 결의 (주주총회 승인 필요 없음)
이스턴테크놀러지	이사회 결의 (주주총회 승인 필요 없음)
선광	이사회 결의 (주주총회 승인 필요 없음)
국민카드	국민은행과 합병을 통한 상장 완료

출처: (주)코스닥증권시장의 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

이를 살펴보면 코스닥시장이 본격적으로 궤도에 오르기 시작하기 전인 1996년과 1997년도에는 KSE로 이전한 기업이 각각 32개와 17개였으나, 1998년 이후 그 수가 급격히 감소하였다가 코스닥시장이 침체되기 시작한 2002년에 다시 증가하고 있다. <표 IV-2>는 최근 1년간 KSE로 상장이전을 공시한 코스닥시장 등록기업의 세부 현황을 나타낸 것이다. 이를 살펴보면 이미 5개 기업이 KSE 이전을 완료하였고, 6개 기업이 이사회 결의나 주주총회 승인을 통해 KSE로 이전을 도모하고 있음을 알 수 있다.

코스닥시장이 2부시장으로 인식되는 문제점은 현재 진행되고 있는 한국증권시장 통합 논의시 매우 중요하게 다루어져야 할 대목이다. 왜냐하면 증권시장의 통합구조가 탄탄하게 형성되지 않으면 통합 이후의 코스닥시장에 대한 투자자 인식이 변하지 않게 되어, 결국 문제가 더욱 악화될 가능성이 농후하기 때문이다. 이에 대해서는 후속 장에서 다시 언급할 것이다.

3) 기관투자자들이 기피하는 개인투자자 위주의 시장

코스닥시장은 개인투자자의 거래비중이 압도적으로 높은 시장이다. 코스닥시장의 거래참여자 중 외국인투자자와 기관투자자가 차지하는 비중이 최근 들어 조금씩 늘고 있으나, 거래의 대부분은 개인투자자에 의해 이루어지고 있다. 개인투자자의 비중은 거래대금기준으로 1998년 55.0%에서 2002년에는 93.1%로 증가하여, 현재 코스닥시장에서의 거래는 거의 개인투자자들에 의해서 주도되고 있는 실정이다. 참고로, 같은 기간 동안 KSE의 개인투자자 비중은 거래대금기준으로 약 77.0%에서 약 71.7%로 감소하였다.

코스닥시장에서 개인투자자들의 비중을 나타내는 지표는 거래회전율을 통해서도 볼 수 있다. 코스닥시장에서 개인투자자의 거래회전율은 매우 높다. 코스닥시장의 시가총액회전율은 1999년 200.2%에서 2002년 565.7%로 약 2.8배 증가하였는데, 이를 KSE의 시가총액회전율 변화(1999년 349.7%에서 2002년 248.9%로 크게 감소)와 비교해보면 그 증가폭이 매우 크다는 사실을 알 수 있다. 이는 코스닥시장에 참여하는 개인투자자들이 장기투자가 아닌 단기자본이득을 주로 추구하였음을 나타내는 것이다. 이러한 행위가 큰 폭으로 등락을 거듭하고 있는 코스닥시장에 과도하게 집중되어, 코스닥시장에서의 합리적 투자 분위기를 저해하는 주요한 요인으로 작용한다.

나. 코스닥시장 존재의 의의 및 그 당위성

“코스닥시장이 현재 위와 같은 정체성에 대한 문제점을 가지고 있음에도 불구하고 한국주식시장에 계속 존재해야 할 필요가 있는가?”라는 물음에, 그 동안의 성과와 향후 전망에 대한 아래의 실증분석을 통한 결론은 오히려 긍정적이라고 대답할 수 있다. 그러나 본 장에서 도출한 결론이 현재 진행되고 있는 시장통합과는 무관한 이슈라는 점임을 미리 강조해둔다. 존재의 당위성이 있는 코스닥시장을 누가 어떻게 운영해야 하는가는 또 다른 차원의 이슈이며, 이는 시장통합이 가시화되고 있는 현 시점에 비추어 볼 때 본 보고서 연구 범위를 벗어나는 것임을 재차 밝혀둔다.

이하에서는 코스닥시장 설립 이후 그 동안의 성과분석과 향후 전망에 대한 분석을 통해 코스닥시장이 한국주식시장에 존재하여야 할 당위성을 언급하고자 한다.

1) 코스닥시장의 존재 의의

가) 자본시장으로서 코스닥시장의 역할

코스닥시장은 법적으로 아직 거래소시장의 지위를 갖추지 못한 상태⁶⁵⁾이지만, 1996년 7월 설립 이래 외형적으로는 괄목할 성장을 이루며 실질적 의미에서 거래소시장으로서의 경제적 기능을 수행하여 왔다. 2003년 9월말 현재 등록법인 수는 벤처기업 389개를 포함하여 총 865개이며 시가총액은 약 37.9조원으로, 우리나라 자본시장에서 중소·벤처기업에게는 자금조달의 장을, 투자자들에게는 고위험·고수익의 투자대안을 제공하는 역할을 수행해 왔다.

<표 IV-3> 코스닥시장 자금조달 실적 추이

(단위: 백만원)

구분	기업공개(IPO)		유상증자		계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1997	66	197,645	1	1,500	67	199,145
1998	5	262,418	0	0	5	262,418
1999	105	2,111,347	90	2,420,041	195	4,531,388
2000	179	2,550,680	168	4,574,845	347	7,125,525
2001	166	1,309,958	116	1,259,107	282	2,569,065
2002	122	1,120,686	102	519,922	224	1,640,608
2003.9	46	348,493	191	838,782	237	1,187,275

출처: 금융감독원, 2003, 『금융통계월보』 각 월호와 (주)코스닥증권시장 홈페이지 자료를 한국증권연구원이 정리

65) 증권거래법 76조 “유사시설개설금지”조항을 해석함에 있어서 코스닥시장이 KSE와 동등한 거래소의 지위를 가지고 있는 것으로 유권해석하기도 한다. 그렇지만, 모든 면에서 명확하게 동등한 위치에 있는지는 보는 시각에 따라 매우 다른 실정이다.

1998년 이후 현재까지 코스닥시장의 전체 시가총액과 벤처기업의 시가총액은 각각 5배 이상, 6배 이상 성장하여, 양적인 측면에서는 세계 주식시장에서 유례를 찾아보기 힘든 성과를 이루었다. 코스닥시장은 2002년 12월말 현재 전세계적으로 시가총액기준 40위, 거래대금기준 18위, 등록기업수기준 16위, 신규 등록기업수기준 3위로 증권 주식시장에 해당한다.

<표 IV-4> 세계 주요국 신시장의 자금조달 실적 추이

(단위: 백만달러)

구분	2000. 12		2001. 12		2002. 12	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
Nasdaq ^{a)}	397	52,585.1	63	7,840.0	35	2,937.1
HKGEM	47	1,899.4	57	527.8	57	898.9
TechMARK(LSE)	65	6,399.6	14	613.6	6	112.4
AIM	220	2,615.9	123	863.2	88	772.2
Nouveau Marche (Euronext-Paris)	50	1,546.1	6	153.9	2	17.4
JASDAQ	97	1,888.0	97	1,062.3	68	439.8
TSX Venture Exchange (CDNX)	n.a.	84.5	132	63.4	72	46.0
KOSDAQ	182	2,030.5	166	1,001.6	122	935.8

a) 연말 환율로 환산

출처: (주)코스닥증권시장의 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

기업공개(IPO) 및 유상증자를 통한 자금조달시장으로서 코스닥시장의 양적 성장은, 특히 중소·벤처기업에 대한 직접자금을 조달하는 창구로서의 역할이 증대하고 있다는 측면에서 그 의미가 매우 크다. 코스닥시

장은 비록 자금조달이 가장 활발하게 이루어졌던 2000년에 비교하여 그 규모가 다소 축소되기는 하였으나, 세계의 주요 신시장 거래소와 비교하여 볼 때 상대적으로 매우 활발하게 직접 자금조달시장으로서의 역할을 수행하고 있다고 볼 수 있다. 이는 <표 IV-3>과 <표 IV-4>를 살펴보면 보다 구체적으로 알 수 있다.

첫째, IPO를 규모 측면에서 보면 2002년을 기준으로 코스닥시장은 세계 신시장 중에서 Nasdaq에 이어 두 번째로 큰 IPO 규모를 보이고 있다. 이를 추세 측면에서 살펴보아도, 2000년 이후 전세계적으로 신시장이 급격하게 침체된 상황에 비추어 볼 때 코스닥시장의 IPO 규모는 다른 신시장에 비하여 상대적으로 덜 감소하였다.

둘째, 2000년 3월 대비 2003년 9월 현재 코스닥종합지수는 1/6, 코스닥벤처지수는 1/9 수준으로 하락하였음에도 불구하고, 동 기간동안 코스닥시장의 시가총액 하락 규모는 상대적으로 크지 않아서 2000년 3월 92조 규모의 60% 정도 수준에 있다. 이는 해당 기간동안 코스닥시장을 통해 IPO와 유상증자가 많이 이루어져 그 하락을 일정 부분 저지하였기 때문이다. 당시의 기간이 한국을 포함하여 전 세계적으로 신시장의 침체 기간임을 감안할 때, 이는 침체된 경기국면에서도 한국 자본시장에서 코스닥시장을 통한 등록이 여전히 기업들에게 매력 있는 자금조달 수단으로서 받아들여졌다는 하나의 증거일 수 있다.

나) 신시장으로서 코스닥시장의 역할과 존재 의의

코스닥시장은 한국주식시장에서 중소·벤처기업을 위한 직접자금 조달기능을 수행하여, 성장형기업이 고부가가치를 새롭게 창출하고 이를 통해 한국경제 성장에 기여할 수 있는 새로운 토대를 마련하였다. 코스닥시장의 등록기업을 산업별로 살펴보면, 코스닥시장이 수행한 “신시장”

으로서의 역할을 어느 정도 엿볼 수 있다.

<표 IV-5> 코스닥시장 등록기업의 업종 구성

(2002년말 기준)

구분	벤처	일반	계
영상·음향·통신장비제조업	100	58	158
컴퓨터 및 사무용기기 제조업	19	9	28
의료·정밀·광학기기	16	3	19
기타전기기기	16	19	35
기타기계	48	24	72
화합물·화학약품	23	26	49
전통 제조업	39	145	184
제조업 소계	261	284	545
정보처리·컴퓨터운영	93	30	123
통신업	2	12	14
연구 및 개발업·전문과학기술서비스업	7	7	14
금융업	0	27	27
연예 및 문화산업	5	26	31
종합건설업	0	16	16
기타서비스업	13	57	70
서비스업 소계	120	175	295

출처: (주)코스닥증권시장의 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

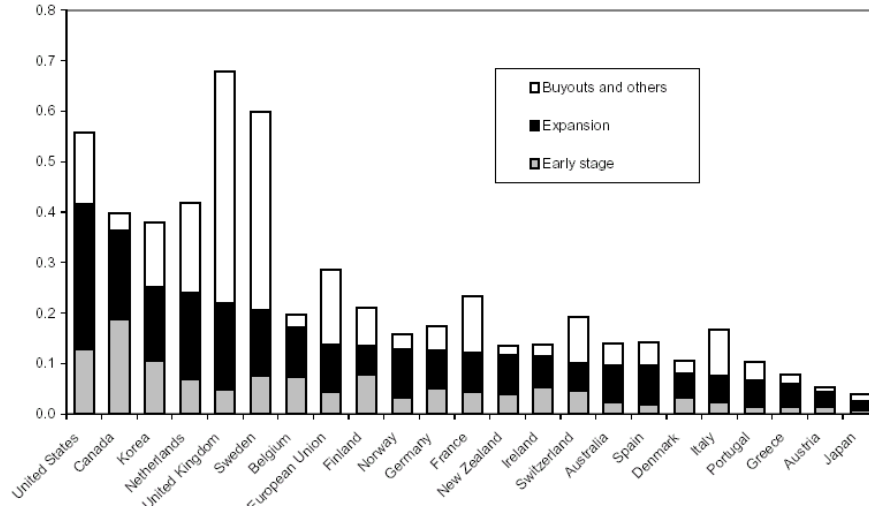
<표 IV-5>에서 코스닥시장 등록기업의 업종 구성을 보면, 2002년말 기준으로 “제조업”에 종사하는 기업 545개 중 261개 기업이 벤처기업으로 등록되었고, “서비스업”에 종사하는 기업 295개 중에서는 120개 기업이 벤처기업으로 분류되어 있다. 특히 제조업 중에서 “영상·음향·통신장비제조업”, “컴퓨터 및 사무용기기 제조업”, 그리고 “의료·정밀·광

학기기업”의 경우에는 벤처기업이 일반기업보다 2배 이상이나 많다. 서비스업 중에서도 “정보처리·컴퓨터운영”의 경우에는 벤처기업이 일반기업보다 3배 이상 많다. 또한, 상기한 세부 업종 이외의 코스닥시장 등록 일반기업의 경우에도 직·간접적으로 성장형기업과 연관성을 맺고 있는 기업이 많다. 따라서, 넓은 의미의 “(신)성장형산업”에 속하는 기업으로 분류될 수 있는 등록기업이 코스닥시장에서 차지하는 비중은 상당한 수준에 이른다고 볼 수 있다.

“(신)성장형기업(벤처기업)을 위한 지속적인 IPO 창구”라는 신시장으로서의 코스닥시장이 가지는 역할은 벤처캐피털시장의 성장과 맞물려 한국경제 및 한국자본시장의 성장 및 건전성에 매우 중요한 의미를 지닌다. (신)성장형기업에 대한 투자를 통해 고위험·고수익을 추구하는 벤처캐피털업자들이 원활하게 자금을 조성하고 회수하기 위해서는 자본시장의 인프라로서 안정적인 신시장의 존재를 전제하고 있다. 이는 결국, 신흥 성장형 기업들이 안정적으로 자신의 주식을 발행할 수 있는 시장(즉, 신시장)이 존재하면, 벤처캐피털시장의 건전성은 달성될 수 있다는 것을 의미한다. 왜냐하면, 벤처캐피털업자들은 수익을 창출하기 위해 미공개기업에 대해 예상되는 투자수익을 유동화할 필요가 있으며, 이를 위해 가장 유리한 방법은 IPO를 통한 투자회수이기 때문이다. 이러한 논리는 Jeng and Wells(2000)⁶⁶⁾의 연구를 통해서 어느 정도 확인할 수 있다. 이들은 21개 국가를 조사하여 벤처캐피털 자금조성에 영향을 주는 요인들을 분석하였는데, IPO 시장의 활력이 벤처캐피털 투자를 결정하는 데 있어 가장 중요한 요인이라는 것을 보여주고 있다.

66) Jeng, L. and P. Wells, 2000, “The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries,” *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp. 241-289.

<그림 IV-1> OECD회원국의 GDP대비 벤처캐피털 투자상황 (1998~2001)



주) 벤처캐피털에 대한 정의는 국가마다 다소 차이가 있음.

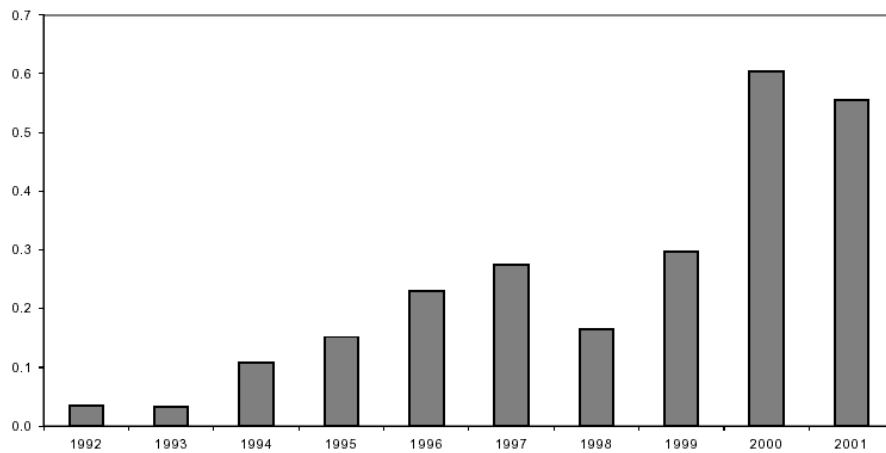
출처: OECD, 2002a, "Venture Capital Database."

경제적으로나 정책적인 측면에서 신시장으로서의 코스닥시장과 벤처캐피털시장은 서로 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 따라서, 향후 논의의 전개를 위해서 한국의 벤처캐피털시장에 대해서 조금 자세히 언급할 필요가 있다. 최근 4~5년 사이에 우리나라의 벤처캐피털시장은 괄목할 만한 정도로 성장하였는데, 이는 코스닥시장의 급속한 성장과 밀접한 연관을 맺고 있다. 특히, 정부의 벤처기업 육성정책의 일환으로 도입된 "벤처기업지정제도"는 벤처캐피털회사에 의해 투자된 기업이 벤처기업으로 지정될 수 있게 함으로써, 이러한 기업이 코스닥시장의 벤처기업 등록요건을 손쉽게 충족할 수 있도록 정책적으로 배려하였다. 이러한 정책에 힘입어 우리나라는 OECD 회원국 가운데서 "GDP 대비 벤처캐피털 투자부문"에서 미국에 이어 2위이자, 아시아 최대의 벤처캐피털시장

을 보유하고 있다.⁶⁷⁾

<그림 IV-2> 우리나라의 GDP 대비 벤처캐피털 투자(1992~2001)

(단위: %)



출처: OECD, 2002a, "SNA Database.", 2002b, "Venture Capital Database."

우리나라 벤처캐피털시장에서 벤처캐피털의 자금흐름은 1997년까지 원만하게 상승하다가 외환위기로 경제가 위축되었던 1998년에 다소 감소하였고, 그 이후 다시 크게 증가(2001년 제외)하였는데, 이는 코스닥시장의 성장과 그 궤를 같이 하고 있다(<그림 IV-2> 참조). 특히 2000년에는 벤처캐피털 투자가 1998년보다 4배나 증가한 2조80억 원(GDP의 0.63%)으로 역대 최고치를 기록하였으며, 이 기간 동안에 벤처캐피털이 투자한 기업 수는 약 3,000개에 달하였다. 2001년 벤처캐피털 투자는 세계적인 경기 불황으로 인해 다소 감소하였으나, 우리나라는 다른 OECD

67) <그림 IV-1>에서는 6위에 해당하지만, 이는 벤처캐피털에 대한 정의가 국가마다 다르기 때문에 발생한 현상이고, OECD 기준에 의하면 미국이 1위, 한국이 2위이다.

회원국에 비하여 그 감소폭이 작았다.⁶⁸⁾

결국, 벤처캐피털회사와 벤처투자조합 등에 의하여 투자를 받은 기업들이 코스닥시장의 양적 성장에 크게 기여를 하였는데, 이는 역으로 코스닥시장이 IPO를 통한 벤처캐피털 관련 기관의 투자자금을 회수하는 창구로서 상당한 역할을 수행하였기 때문이라고 할 수 있다. 이를 구체적으로 살펴보면, 벤처캐피털회사와 벤처투자조합 등으로부터 투자를 받은 기업은 1998년에서 2001년까지 코스닥시장에 신규 등록한 기업의 80% 이상을 차지한다. 같은 기간에 코스닥시장을 통한 IPO와 유상증자는 각각 6조 원, 11조6천억 원인데, 이 둘을 합치면 동 기간동안에 은행이 중소기업에 대출한 대출 순증가분의 36%에 해당하는 액수가 된다. 이러한 수치는 코스닥시장이 한국에서 신시장으로서 수행한 역할을 뚜렷이 보여주는 증거라 할 수 있다.

2) 코스닥시장 존재의 당위성

한 경제에서 시장이 존재해야 하는 당위성은 거래가 이루어질 물품에 대한 충분하고도 지속적인 수요와 공급 여부에 달려 있다. 그러므로, 코스닥시장이라는 거래장소가 지속적으로 존재해야 할 이유를 찾기 위해서는, 먼저 좋은 상품이 충분하게 지속적으로 공급될 수 있느냐와 더불어 좋은 상품에 대한 충분한 수요가 존재하는가를 살펴보아야 할 것이다.

코스닥시장의 공급 측면은, 무엇보다도 코스닥시장의 설립 당시 모토로 내세운 한국형 신시장의 발흥이라는 측면에서 살펴보고자 한다. 우리나라 경제에서 신성장산업의 현황과 경제에서 차지하는 비중, 그리고 현재 정부의 신성장산업 육성정책을 살펴보고, 벤처기업의 “공급”이 앞으

68) OECD, 2002a, “Venture Capital Database.”

로도 지속적으로 원활할 것인지에 대하여 논의한다.

코스닥시장의 수요 측면은 우리나라 자본시장의 성장 정도와 밀접하게 연관되어 있으므로, 자본 운영자 또는 공급자(즉, 주식 수요자인 투자자)의 주식 수요가 양적·질적 측면에서 충분하게 성장가능한가에 대하여 분석의 초점을 맞추고자 한다. 양질의 수요에 대한 긍정적인 예측 결과는 코스닥시장에 등록(또는 등록 예정)되어 있는 기업에 대한 잠재적 “수요”의 충분한 바탕이 된다. 따라서, 코스닥시장에서의 잠재적 “수요”와 “공급”에 대한 논의는 코스닥시장의 당위성에 대한 근거가 될 수 있을 것이다.

가) 한국경제에서 (신)성장형산업의 역할과 코스닥시장

새롭게 등장한 (신)성장형산업의 고도성장 잠재력과 이 산업에 속한 벤처기업들의 GDP 성장에 대한 높은 기여도, 그리고 중장기에 걸친 우리나라 산업구조의 재편 가능성 등을 종합하여 보면, 코스닥시장이 지닌 (신)성장형산업을 위한 지속적인 자금조달 창구로서의 역할은 향후 더욱 강조될 것으로 보인다.

<표 IV-6>과 <표 IV-7>은 (신)성장형산업에 속하는 IT산업의 부문별 생산액과 GDP에서 차지하는 비중, IT산업의 실질성장률을 나타내고 있다. IT산업 생산액 규모의 경우, 1995년 51조 5천억 원에서 2001년 147조 3천억원으로 그 규모가 3배 가까이 상승하였다. 또한 “총 경상 GDP”에서 차지하는 IT산업의 생산액 비중도 1995년 13.6%에서 2001년 26.7%로 꾸준히 상승하고 있으며, 이러한 경향은 앞으로도 상당 기간동안 지속될 것으로 예상된다(<표 IV-6> 참조). IT산업 실질성장률의 경우, 외환위기 이후 2000년까지 30%에 이르는 고속성장을 실현하였다(<표 IV-7> 참조).

<표 IV-6> IT산업 부문별 생산액

(단위: 조원)

부문	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
정보통신서비스	11.2	14.8	17.0	17.9	21.7	28.7	33.5
정보통신기기	38.6	42.0	55.0	65.6	86.8	105.9	99.1
S/W 및 컴퓨팅관련서비스	1.7	2.7	3.5	4.7	6.5	10.7	14.7
합계	51.5	59.5	75.5	88.2	115.0	145.3	147.3
경상 GDP	377.3	418.5	453.3	444.4	482.7	522.0	551.6
IT 산업 비중(GDP)	13.7%	14.2%	16.7%	19.9%	23.8%	27.8%	26.7%

출처: 한국정보통신산업협회, 1995~2001, 『정보통신산업통계연보』 .
한국은행, <http://www.bok.or.kr>.

<표 IV-7> IT산업 생산액 실질성장률

(단위: %)

구분	1996	1997	1998	1999	2000	2001	연평균 실질성장률 (1995~2001)
정보통신서비스	26.9	11.6	-0.2	24.1	33.6	14.0	20.1
정보통신기기	4.6	27.0	13.5	35.1	23.4	-8.7	17.0
S/W 및 컴퓨팅관련서비스	53.4	27.2	27.2	41.6	67.0	33.9	43.3
합 계	11.0	23.2	11.0	33.2	27.7	-1.1	19.1

출처: 한국정보통신산업협회, 1995~2001, 『정보통신산업통계연보』 .

2001년도 “정보통신기기 부문”에서 음(-)의 성장을 기록하여 전체 IT 산업의 성장률이 감소하였으나, 이는 “단말기 보조금 폐지정책”으로 발생한 일시적인 현상으로 해석되며, “S/W 및 컴퓨팅관련서비스 부문”은 여전히 6년 평균 실질성장률이 43.3%에 달하는 고속 성장을 기록하고 있다. 또한, “정보통신서비스 부문”도 20.1%에 달하는 고속성장을 기록

중이다.

<표 IV-8> IT산업의 부가가치 및 GDP 성장기여도

(단위: 조원)

구분		1996	1997	1998	1999	2000	2001	연평균 실질성장률 (1995~2001)
IT 산업 부가가치	경상 GDP	33.7	39.1	41.4	54.1	66.6	58.1	8.2%
	실질증가율	-	12.5%	0.8%	33.4%	25.0%	-14.9%	
전 산업 부가가치	경상 GDP	418.5	453.3	444.4	482.7	522.0	551.6	3.4%
	실질증가율	6.7%	5.0%	-6.7%	10.9%	9.3%	3.1%	
GDP 성장기여도 ^{a)}		-	20.1%	- ²⁾	28.6%	29.4%	-61.2%	-

a) GDP 성장기여도 = IT산업 부가가치증가분/GDP 실질증가분

b) 1998년에는 GDP가 감소(-)하였기 때문에 성장기여도를 계산하지 않았음.

출처: 한국개발연구원(2002)의 <표 IV-1-4>에 2001년도 자료를 추가하여 한국증권
연구원이 정리

“국민경제기여도” 측면에서 신성장형산업인 IT산업이 차지하는 비중을 “경상 GDP 계정”을 기준으로 살펴보면, IT산업의 부가가치는 1996년 33.7조 원에서 2001년 58.1조 원에 달하여 6년간 8.2%의 높은 연평균 성장률을 기록하였다(<표 IV-8> 참조). 이러한 IT산업의 고속성장은 지난 6년간 한국경제 실질 GDP 성장률이 3.4%임을 감안할 때 한국경제 성장의 주요한 견인차 역할을 하였음을 알 수 있다. 구체적으로 <표 IV-8>에 서 확인할 수 있듯이 IT산업의 성장 기여도는 1997년 20.1%에서 2000년 29.4%로 매년 큰 폭의 증가세를 실현하였다. 물론 전세계적으로 엄습한 IT산업의 불황으로 인하여, 2001년도에는 음(-)의 성장기여도를 나타내고 있지만 그렇다고 해서 IT산업의 한국경제 성장기여도의 중요성이 감소

된 것은 아니다. 왜냐하면 <표 IV-8>에서 보듯이 실질 GDP 증가율 또한 예년에 비해 현저하게 낮은 수준인 3.1%를 실현하였는데, 이는 IT산업의 위축에 의한 부분으로 해석할 수 있기 때문이다.

위에서의 논의를 모두 종합해 보면, 우리나라에서 (신)성장형산업을 위한 자본시장의 성장은 더욱 절실히 요구된다고 할 것이다. 따라서 현재 이러한 역할을 수행하고 있는 코스닥시장의 경제적 존재 의의는 향후 더욱 강조될 것으로 전망된다.

여기에 더하여 정부는 최근 IT산업의 침체에도 불구하고 “(신)성장형 산업 육성”을 위한 변함 없는 확고한 의지를 천명하고 있다. Jeng and Wells(2000)의 연구에 의하면, 정부정책이 벤처캐피털산업의 현재와 미래의 생존 여부에 중요한 영향을 주는 요소로 나타났다. 이를 감안할 때 정부의 이러한 강력한 의지는 (신)성장형산업의 발전과 코스닥시장의 성장에 중요한 촉매제가 될 것이다. 이미, 정부는 중소기업청을 통해 2003년 벤처투자액의 목표를 1조 원으로 설정하고 이를 추진하고 있다(참고로 벤처투자 규모가 가장 많았던 해인 2000년의 벤처투자 규모는 1조 4,341억 원이었음). 따라서 이와 같은 정부의 정책방향 측면으로부터 유추해 볼 때도, 향후 벤처캐피털의 확대 및 이들의 투자자금 회수를 위한 IPO 시장으로서의 코스닥시장은 그 성장을 지속적으로 실현할 것으로 전망할 수 있다.

나) 한국금융시장의 발전과 코스닥시장의 잠재적 성장규모 전망⁶⁹⁾

여기서는 한국경제의 중장기 성장 전망을 바탕으로 한국금융시장의 규모를 예측함으로써 코스닥시장의 향후 잠재적 성장규모를 가늠해 보

69) 이 절의 내용은 김형태·김근수·정재만(2003)의 분석방법과 결과를 이용하였다. 따라서, 보다 자세한 논의는 이를 참조하기 바란다.

고자 한다.

코스닥시장의 시가총액 규모를 예측하기 위하여 일차적으로 “(금융자산/GDP) 비율”과 “로그 변환된 1인당 GDP”와의 양(+)의 선형관계를 이용하여, “1인당 예상 GDP” 수준에 상응하는 미래 금융자산의 규모를 추정한다. 이를 위하여, 통계청에서 발표한 “인구예측자료”를 사용하여 “미래의 1인당 GDP”를 예측하고, 예측된 미래의 1인당 GDP를 선형회귀식에 대입하여 “금융연관비율”을 추정한다. 추정한 금융연관비율에 미래의 GDP를 곱하여 “미래 금융자산”을 계산한다. 한국은행에서 발표한 거시지표 예측자료와 최근 경제동향을 고려하여 <표 IV-9>에서 기술한 “실질 GDP 성장률” 및 “GDP 디플레이터 증가율”을 가정한다. 이러한 방법을 사용하여 우리나라 금융자산 규모를 예측한 결과가 <표 IV-10>에 정리되어 있다. 이로부터 2007년도 우리나라의 금융자산규모는 약 7,000조 원 정도로 예상된다.

이렇게 예측된 금융자산규모로부터 주식시가총액 규모를 예측하기 위해서 금융자산 대비 주식시가총액 비율을 추정한다. 1991년부터 2002년까지 자료를 사용하여 추정된 금융자산 대비 “주식시가총액 비율(주식시가총액/금융자산)”은 10년간 총평균값이 6.8%이며, 최근 4년간의 평균은 8.1%로 나타났다.

<표 IV-9> 한국경제의 중장기 전망 및 가정

	가정	한국은행의 전망
실질 GDP 성장률	연평균 5.0%	연평균 3.5~5.6%
GDP디플레이터 증가율	연평균 2.3%	연평균 2.3~3.2%

출처: 한국은행, 2002, “한국경제의 중장기 전망과 과제”, mimeo.

<표 IV-10> 우리나라 금융자산규모의 예측

	2003	...	2005	...	2007
명목 GDP(조원)	640.60	...	852.80	...	872.42
명목 GDP(억달러)	5,004.30	...	5,517.24	...	6,082.76
인구(백만)	47.93	...	48.46	...	48.95
1인당 GDP(달러)	10,441.94	...	11,384.91	...	12,426.98
(금융자산/GDP)	7.34	...	7.83	...	8.10
금융자산(조원)	4,852.52	...	5,790.11	...	6,904.18

<표 IV-11> 미래 주식시가총액의 예측

(단위: 조원, %)

	2003	...	2005	...	2007
금융자산	4,852.5	...	5,517.2	...	6,904.2
최대 시가총액 비율	8%	...	8%	...	8%
최대 시가총액	388.2	...	463.2	...	552.3
최소 시가총액 비율	7%	...	7%	...	7%
최소 시가총액	339.7	...	405.3	...	483.3

97년 외환위기로 인한 표본의 특이치 및 최근 4년간의 주식시가총액 비율의 추세를 고려하여 “미래 주식시가총액 비율”의 최대치와 최소치를 각각 8%와 7%로 가정한 후, 이 비율을 미래 금융자산에 곱하여 미래 주식시가총액을 예측하였다. <표 IV-11>에 그 결과가 정리되어 있는데, 2007년도 우리나라의 KSE와 코스닥시장에 상장 또는 등록된 주식의 시가총액은 최대 약 552조원, 최소 약 483조원 정도가 될 것으로 나타나고 있다. 최근 통계를 기준으로 2007년도 KSE의 시가총액규모가 코스닥시장에 비하여 6배 정도로 유지될 것으로 가정한다면, 코스닥시장의 시가총액은 대략 최대 78조원에서 최소 68조원이 되리라 예상할 수 있다.

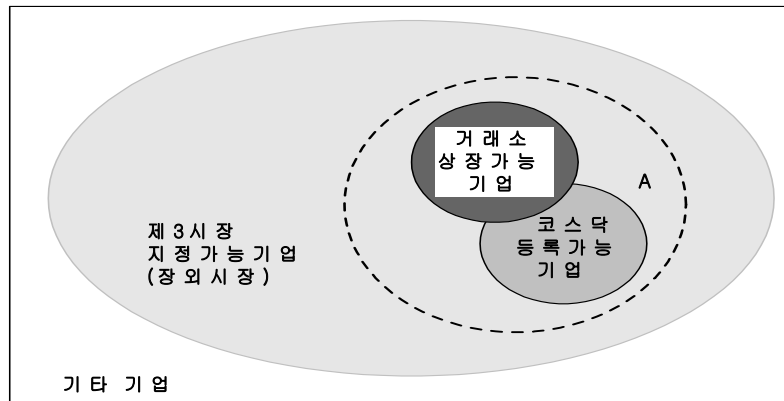
이런 방식으로 구한 예측자료를 2002년말 현재의 코스닥시장 시가총액인 약 37조원과 비교해 보면, 최소 약 130%에서 최대 약 140% 정도의 증가를 의미한다. 따라서 이로부터 코스닥시장이 미래 한국경제에서도 그 규모면에서 견조한 성장을 지속할 여력이 충분하다고 예측할 수 있다.

다. 왜 위상 재정립인가?

지금 시점에서 코스닥시장의 위상에 대한 재정립이 필요한 이유는 무엇인가? 이에 대한 답을 도출해내기 위해서 먼저 거시경제적인 차원에서 앞에서의 논의를 요약하여 보자. 그 동안 노정된 많은 문제점에도 불구하고 과거 그리고 향후 한국경제에서 코스닥시장이 차지하는 중요성은 간과될 수 없다. 따라서 한국경제, 특히 한국자본시장의 발전을 위해서는 코스닥시장을 문제점이 적은, 그리고 보다 효율적인 시장으로 변화시켜야 할 필요성이 있다. 그런데 이러한 문제점이나 발전 가능성에 영향을 미치는 요소는 코스닥시장을 둘러싼 역동적으로 변하는 대·내외적 환경과 밀접하게 관련되어 있다. 따라서 코스닥시장만을 분리하여 부분균형(partial equilibrium) 차원의 문제 해결을 추구하는 것은 바람직한 방법이 아니다. 이 경우, 최선의 방법은 KSE, 코스닥시장, 제3시장을 모두 한꺼번에 아우르는 일반균형(general equilibrium) 차원의 문제해결 방식이 택해져야 한다. 따라서 이를 위해서는 정책당국자에 의해 한국주식시장의 통합안이 가시화되고 있는 지금, 무엇보다도 코스닥시장의 위상재정립이 선결적으로 요구되는 것이다. 특히, 질적으로 우수한 제3시장 기업들의 정규시장인 KSE와 코스닥시장으로의 진입과 정규시장 퇴출 기업의 제3시장으로의 진입을 원활하게 유도하여, <그림 V-3>에서와 같이 한국주식시장에서의 유기적 연관성을 효과적으로 달성할 수 있도록

하여야 한다.⁷⁰⁾

<그림 IV-3> 한국주식시장을 구성하는 세 시장의 위상



a) 그림에서 점선으로 표시된 A부분은 제3시장 기업 중 KSE 또는 KOSDAQ에의 진입을 준비하는 기업과, KSE와 KOSDAQ에서 퇴출되어 제3시장으로 이전된 기업을 표시함. 코스닥시장 등록가능기업과 KSE 상장가능 기업 중 겹치는 부분은 두 시장의 보완적 경쟁 관계를 의미함.

출처: 우영호·엄경식·한상범·최원근, 2002, 『제3시장 개선방안: 위상 재정립과 거래제도 개선을 중심으로』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.

두 번째로 들 수 있는 코스닥시장의 정체성에 대한 논의 필요성은 시장구조의 조직적인 차원에서 코스닥시장이 현재 직면하고 있는 문제점을 극복하고 향후 경쟁력 있는 시장으로서 도약하기 위해서이다. 시장의 침체와 투자자로부터의 신뢰 약화로 대표되는 코스닥시장의 현상은 일시적인 것이 아니라 구조적인 것이라는데 문제의 심각성이 있다. 이에 대해 정책당국을 비롯한 시장 관련 기관들이 인식을 함께 하고, 현 시점

70) <그림 IV-3>에 대한 자세한 설명은 우영호·엄경식·한상범·최원근(2002)을 참고하기 바란다.

에서 코스닥시장의 정체성과 위상, 그리고 이를 효율적으로 구현할 수 있는 새로운 패러다임을 정립하기 위한 노력을 모색하여야 할 것이다.

세 번째, 자본시장의 역할분담 차원에서 전통적 시장과 대비되는 코스닥시장의 역할과 개념을 명확히 재정립해야 하는 것은 한국경제에서 (신)성장형기업(벤처기업)이 차지하는 비중을 고려할 때 더 이상 미룰 수 없는 당면과제이다. 자격을 갖춘 성장형기업들이 시장에서 용이하게 자금을 직접 조달할 수 있고 투자자들은 고위험·고수익의 새로운 투자 기회를 가질 수 있게 하는 것은, 한국경제의 건전한 성장을 위하여 매우 중요한 과제이다. 현재 코스닥시장의 위상은 앞서도 살펴보았듯이, 중소 성장형기업을 위한 자금조달시장으로 정책당국의 주도에 의해 육성된 시장으로서 많은 사람들에게 KSE의 하류시장이나 보조적 시장으로 인식되고 있다. 이는 최근 일련의 스캔들로 인하여 더욱 증폭되어 있는 상태이다. 따라서 한국경제에서 성장형기업이 차지하는 중요성에 합당한 위상의 재정립을 통하여, 코스닥시장은 이러한 부정적인 시장 이미지를 시급히 개선하여 한국주식시장의 성장에 이바지하여야 한다.

네 번째, 논의의 성격은 조금 다르지만, 우리나라 경제의 성장 차원에서 코스닥시장의 정체성을 논의할 경우, 우리나라의 경제규모와 향후 경제발전에 따른 코스닥시장의 역할에 대해서 명확히 인식하는 것이 필요하다. 우리나라는 세계 주요국들 중에서 GDP 대비 벤처캐피털 투자 규모와 성장형기업의 GDP 성장기여도가 매우 큰 국가이다. 따라서 위상 재정립시 이러한 상대적 중요성과 향후 전망을 고려하여야 할 것이다. 우리나라 코스닥시장의 경우는 전통적인 거래소시장으로서의 역할과 신시장으로서의 역할이 공존하고 있다. 이러한 코스닥시장의 특성과 한국경제의 특수한 상황을 적절하게 반영하여 위상을 재정립하는 것이 바람직하다.

2. 세계 주요국 신시장의 위상과 시사점

본 절에서는 코스닥시장의 위상 재정립에 대한 시사점을 구하기 위하여, <부록 II장>에서 주요국의 신시장을 개별적으로 파악한 객관적 내용을 유형화하고 그 의미를 파악하고자 한다. 따라서 보다 자세한 논의는 <부록 II장>을 참조하기 바란다. 유형화는 세계 주요국의 신시장이 주시장과의 관계에서 (1) “어떠한 시장구조체계를 가지고 있는가?”, (2) “상호간의 상장범위는 어떻게 구분하고 있는가?”로 구분하여 기술하도록 한다.

가. 세계 주요국 신시장의 구조체계별 유형

먼저 “시장거시구조(market macrostructure)”별 유형분석을 통해 세계 주요국이 신시장을 어떠한 방식으로 운영하는지를 살펴보고, 신시장이 해당 국가에서 어떤 위치를 차지하고 있는지에 대한 시사점을 파악하고자 한다.

1) 주시장과 독립적으로 존재하는 신시장 유형

주시장과 독립적인 시장으로 존재하지만 주시장과 밀접하게 연계되어 있는 시장구조의 예로서, 캐나다의 TSX Venture Exchange와 일본의 Jasdax을 들 수 있다. TSX Venture Exchange의 경우 회계 및 세제 측면에서는 TSX의 자회사이나, 사실상으로는 한 부서처럼 운영되고 있다. 이는 투자자의 신뢰가 높은 TSX의 한 부문으로 기능함으로써 신시장에 대한 신뢰성을 제고하기 위한 것이다. TSX Venture Exchange의 “Tier 1”

에서 성숙된 기업은 (암묵적이지만) 거의 예외 없이 주시장적인 TSX로 이전한다. Jasdaq의 경우 매년 일정 요건이 충족되는 상위 10~20여 개 기업들은 보다 풍부한 유동성을 확보하기 위해 (거의 자동적으로) 주시장인 TSE로 상장을 이전하고 있다. 그러나, Jasdaq은 상장기업들 중 성장형기업의 수가 매우 적어 신시장으로서의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있는 것으로 평가받고 있으므로, 신시장으로 구분하여야 하는지에 대해 의문의 여지가 있다.

주시장과 연계되어 있지 않는 시장구조의 예로서 Nasdaq-Japan의 실패한 실험을 들 수 있다.⁷¹⁾ Nasdaq은 Nasdaq-Japan을 통해 TSE를 비롯한 일본의 기존 증권거래소들이 제공하지 못하는 성장형기업에 대한 자본조달기능을 일본경제의 규모와 성격에 합당한 신시장을 구축하여 달성하고자 하였고, 이를 바탕으로 아시아의 다른 증권시장(또는 신시장)을 연결하고자 하였다. 그러나, Nasdaq-Japan은 2002년 8월에 IT 산업 부문의 부진으로 폐쇄되었다.

이 유형의 마지막으로 Nasdaq의 사례를 들 수 있다. 엄밀한 의미에서 Nasdaq은 신시장으로 구분되기가 어렵기 때문에 “주시장에 독립적으로 존재하는 신시장”의 범주에 포함시킬 수는 없을 듯하다. 그러나, 미국이라는 한 나라의 시장구조체계 측면에서 보면, 그 성격상 NYSE를 주시장으로, 그리고 Nasdaq은 신시장으로 간주할 수는 있다. 이 경우 Nasdaq은 주시장에 독립적으로 존재하는 신시장에 포함되게 된다.

2) 주시장에 포함되어 존재하는 신시장 유형

독립적으로 운영되다가 주시장에 포함된 신시장 사례로는 DB(Neuer

71) 엄경식, 2002a, “건전성 확보 안되면 위기온다”, 『2003 대예측』, 매일경제신문사, pp. 282-285.

Markt)와 Euronext를 들 수 있다. 독일 Neuer Markt의 경우 2002년 7월 “Fourth Financial Markets Promotion Act”가 제정되기 이전에는, 독일 사법(私法, private law)에 의해 성장형기업 및 IT기업을 중심으로 운영되었다. 따라서 Neuer Markt는 독일 공법(公法, public law)에 의해 운영되는 주시장인 FWB(Frankfurter Wertpapier Börse)와 독립적으로 존재하였다. 그러나 IT 부문의 부진과 연이은 회계부정 스캔들로 인해 시장에 대한 투자자들의 신뢰 상실 등으로 시장가치가 급격하게 감소하면서 2003년 말까지 Neuer Markt는 폐쇄되어 FWB에 편입될 예정으로 있다.⁷²⁾

Euronext의 신시장은 Euronext-Paris의 Nouveau Marché와 Marché Libre 그리고 Euronext-Brussels의 NM Brussels 등으로 구성되어 있다.⁷³⁾ 이들 중 대표격인 Euronext-Paris의 Nouveau Marché는 유럽 최초의 신시장으로 1996년 2월에 개설되었고 설립 초기에는 유동성 부족으로 폐쇄까지도 검토되었으나, 이후 1998년부터 활성화되기 시작하였다. 설립 당시에는 “고위험·고수익”의 특성을 갖는 신시장이 주시장에 포함될 경우 주시장의 안정성과 평판이 훼손될 수 있다는 우려 때문에 위험관리 차원에서 두 시장을 분리·운영하였으나, 1999년 신시장이 성공적인 면모를 갖출 무렵 Paris Bourse의 내부조직으로 흡수·합병되었다. 그러나 최근 (주로) 중소기업을 대상으로 하여 경영 투명성을 기준으로 시장을 “NextEconomy”와 “NextPrime”으로 구분하여 운영하고 있기 때문에, 기존의 주시장과 신시장으로 시장을 구분하는 의미가 차츰 사라져

72) Neuer Markt의 FWB로의 편입은 법체계가 바뀐에 따라 가능하게 되었는데 이를 전적으로 신시장의 문제점 때문이었던 것으로 파악하여 “신시장의 붕괴”라고 표현하는 것은 무리가 있다고 판단된다. 이에 대해서는 다음을 참조하라: 엄경식, 2002a, “건전성 확보 안되면 위기온다”, 『2003 대예측』, 매일경제신문사, pp. 282-285.

73) 이외에 NM Amsterdam과 Novo Mercado도 포함되나, 본 보고서에서는 Euronext -Paris와 Euronext-Brussels에 한정한다.

가고 있다.

주시장의 자회사 형태의 신시장 사례로는 AIM을 들 수 있다. 영국의 AIM(Alternative Investment Market)은 IT기업 또는 신생기업의 자금조달을 원활하게 하기 위하여 LSE의 자회사의 형태로 1995년에 설립되었다.⁷⁴⁾

스웨덴의 Stockholmsbörsen은 신시장이 주시장과 별도로 구분되어 존재하는 것이 아니라, “A-list”, “O-list”와 같이 소속부의 형태인 “-list”로 구분되며, O-list가 신시장에 해당한다.

나. 세계 주요국 신시장의 상장(Entry) 범위: 주시장과의 상장요건 비교를 중심으로

상장요건은 세계 주요국 신시장의 미시구조 중에서 위상과 직접적으로 연결되어 있는 핵심적 요소이다. 따라서 세계 주요국 신시장들은 기업들이 신시장에서 원활하게 자금을 조달하고 이를 통해 효과적으로 성장할 수 있도록, 주시장과는 차별화된 다양한 상장요건을 갖추고 있다. 신시장의 상장요건 중 주시장보다 요건을 보다 완화한 형태나, 다수의 선택 범주(category)로 유연하게 선택할 수 있도록 한 형태 등이 대표적인 유형이다.

1) 주시장보다 상장요건이 (확연히) 낮은 경우

영국의 AIM과 일본의 Mothers⁷⁵⁾가 여기에 해당하는 대표적인 경우

74) 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 서아론, 2001, “런던증권거래소의 AIM 규칙에 관한 보고서”, 코스닥증권시장, mimeo.

인데, 신시장에는 아예 적용되지 않는 상장요건이 주시장에만 존재하거나, 또는 신시장을 위한 별도의 특혜조건이 있는 경우이다.

신시장인 AIM과 주시장인 LSE의 주요 상장요건을 비교하여 보면, AIM에는 LSE 상장요건으로 규정되어 있는 주식분산, 업력, 거래에 대한 기존주주의 승인, 상장심사, 스폰서, 최소시가총액 등에 관한 요건이 존재하지 않는다(<부록 표Ⅱ-32> 참조). 이외에도 자금조달의 비중에 관한 제한과 수익성 요건도 없다.

2) 주시장의 상장요건에 비해 부분적으로 요건이 완화되어 있고 항목별로 세분화되어 있는 경우

신시장의 상장요건이 주시장의 상장요건과 유사하지만, 그 수준이 (매우 낮지 않은 범위 내에서) 일정부분 완화되어 있으며, 신시장 내에서도 다수의 선택 범주(또는 항목)가 존재하는 경우이다.

가) Nasdaq⁷⁶⁾

Nasdaq은 Nasdaq National Market(이하 NNM)과 소규모 기업을 대

75) Mothers의 경우는 일본의 다른 신시장과 함께 기술하기 위하여 다음 항에서 다루도록 한다.

76) 앞서서도 언급하였듯이 Nasdaq을 신시장으로 구분하고 NYSE를 주시장이라고 하는 것은 무리가 있으나, Nasdaq과 NYSE에 상장된 기업의 성격이, 다른 주요국의 주시장과 신시장에 상장된 기업의 성격과 어느 정도 유사하다고 판단되어 본 절에 포함시킨다. 하지만 코스닥시장이 그 특성에 있어서 유럽의 신시장보다는 Nasdaq과 유사하고 Nasdaq의 경우 시장을 NNM과 SmallCap으로 구분하고 있으므로, 본 연구의 목적상 NYSE와의 비교보다는 NNM을 중심으로 상장범위의 특성을 살펴보고자 한다. NNM과 SmallCap의 비교는 부록을 참고하기 바란다.

상으로 하는 Nasdaq Small-Cap Market(이하 SmallCap)으로 구분된다. SmallCap의 경우 단일 상장요건이 존재하는 반면, NNM은 자기자본, 시가총액, 세전 소득, 업력 등에 따라 상장요건이 “범주 1”, “범주 2”, “범주 3”으로 기업의 특성에 맞게 세분되어 있다(상장요건의 구체적인 사항은 <부록 표Ⅱ-5>, <부록 표Ⅱ-6>를 참조하라.). 그러나 실질적으로는 “기업규모”가 NNM과 SmallCap의 주요 구분 기준이다.

Nasdaq NNM의 상장요건을 코스닥시장의 등록요건과 비교했을 때, (예를 들면 현행 코스닥시장처럼) 벤처기업부 등의 특정 기업군에 대한 특례는 없는 것으로 판단된다. 물론 Nasdaq의 경우도 신성장형 및 IT 기업 중심으로 특화하여 NYSE와의 차별화에 성공함으로써 세계 최대의 기술주 시장으로 성장하였으나, 특정 부문의 기업에 대한 특례는 없고 대신 기업의 규모 및 특성에 따른 범주(category)만 존재한다. “기업규모”가 가장 중요한 기준으로 고려되고 있으며 이에 따라 세 가지 선택 가능한 상장요건을 세 가지 범주로써 제공하고 있다. 주주의 자기자본이나 유동주식의 시장가치 요건을 보면, “범주 1”부터 “범주 2”, “범주 3”으로 갈수록 기준이 상향조정되고 있다. 물론, 세 가지 범주에 공통적으로 적용되는 요건도 존재한다. 유동주식수 110만주, 주주 400명, 주당최저주가 5 달러, 적절한 기업지배구조 등의 요건은 “범주 1, 2, 3”에 공통적으로 적용되는 상장요건이다.

Nasdaq은 NYSE에 비해 상장요건이 덜 엄격함에도 불구하고 상장유지요건은 NYSE와 거의 대등할 정도이다. 양적 상장요건의 경우 Nasdaq은 NYSE의 75%~80% 수준에 해당한다. 상장유지요건의 경우, “주당최소주가요건,” “분산요건,” “시가총액요건” 등은 서로 동일하며, Nasdaq에는 NYSE가 채택하고 있는 “월평균거래량(10만주)요건”이 없다.

나) TSX Venture Exchange

TSX Venture Exchange는 “Tier 1”과 “Tier 2”로 시장을 구분하여, 벤처 또는 신생기업 가운데서도 보다 우수한 기업은 Tier 1로, 기타 기업은 Tier 2로 분류하고 있다. 현재 “Tier 3”도 존재하고 있으나, 이 곳에 소속된 기업의 규모도 작을 뿐더러 세제혜택 등의 목적에 의해서 운영되고 있기 때문에 가까운 미래에 “Tier 1, 2”로 흡수될 예정이다. “Tier 1, 2”에 속하는 기업의 상장요건은 순자산, 광산소유권 또는 매장량, 과거 지출, 운전자본과 재무상태, 순이익, 주식분산의 정도 등으로 구체적인 요건은 각 산업별로 상당한 차이를 보이고 있다(자세한 것은 <부록 II장> 참조). Tier 1에 비하여 Tier 2의 상장요건이 훨씬 낮다. TSX는 TSX Venture Exchange의 “Tier 1”에 속한 기업이 어느 정도 성장하는 경우 TSX로의 (상승)이동을 “암묵적”으로 권장하고 있다.

다) Jasdac과 Mothers

일본에는 3개의 신시장이 존재하는데, TSE(Tokyo Stock Exchange) 산하의 Mothers(Market Of The High-growth and EmeRging Stocks), Jasdac, 그리고 Hercules⁷⁷⁾ 등이다. 만일 신시장을 “(신)성장형기업(벤처기업)과 같은 첨단기술을 바탕으로 하는 회사의 주식이 거래되는 시장”으로 정의한다면, 일본의 경우에는 Mothers만이 유일한 신시장이라 할 수 있다. Jasdac의 경우에는 (신)성장형기업의 등록이 매우 부진한 실정이다. Jasdac이나 Mothers 모두 주시장이라고 할 수 있는 TSE와 연계를 가지고 있다. Jasdac이나 Mothers의 상장범위는 TSE에 비해 구체성이

77) Nasdaq-Japan의 철수로 OSE가 이를 대체한(2002. 12. 16) 신시장으로, 아직 활발하게 거래가 이루어지고 있지는 않다. 주식회사로 전환한 OSE도 2003년 내로 자신의 주식을 Hercules에 상장할 예정이다.

떨어질 뿐만 아니라 공통요건의 경우도 그 수준이 높지 않다.

Jasdaq과 Mothers를 우리나라의 코스닥시장과 비교하는 것은 무리가 있으므로 이들 시장에서 시사점을 도출하는 것은 큰 의미가 없는 듯 하다. 현재 Jasdaq은 TSE가 자리매김한 주시장으로 갈 것인지 아니면 성장형기업을 유치하는 신시장 영역으로 갈 것인지, 궁극적인 사업방향에 대하여 중요한 의사결정을 해야 하는 시점에 놓여 있다. Mothers의 경우도 상장된 기업의 수와 규모, 그리고 일본경제에서 차지하는 비중이 코스닥시장에 비해 현저히 낮다.

3) 주시장과 신시장의 구분 없이 소속부 또는 지수로 시장을 구분하여 관리하는 것을 지향하는 경우⁷⁸⁾

이 유형에 속하는 신시장들은 법률적으로는 주식시장을 주시장과 신시장으로 구분하고 있으나, 실질적으로는 이를 더 이상 구분하지 않고 하나의 시장으로 구성한 후, “재무요건이 아닌 경영상의 투명성을 기준”으로 하여 시장을 일차적(또는 이차적)으로 구분하고 다양한 지수를 이용하여 시장을 이차적(또는 일차적)으로 다시 구분한다. 이는 “경영상의 투명성을 상장된 기업들 스스로가 드러내고(self-revealing)”, “투자자는 이를 보고 자신의 위험에 대한 선호에 따라 투자할 시장을 스스로 선택(self-selecting)하도록” 시장을 운영하기 위함이다.

78) 제목에 구태여 “지향”이라는 표현을 사용한 것은 이 경우에 속하는 증권 시장들이 “법적”으로 아직도 “Official Market” 및 “Regulated Market”, “Premier Marché” 및 “Second Marché” 등으로 구분되어 있으나, 최근 들어 시장을 소속부 및(또는) 지수로 구분하여 관리하고 있어 점차 법적인 시장구분이 사라지고 있기 때문이다.

가) DB(Deutsche Börse)

2003년 1월 1일 이전까지 DB는 법률적으로 중층적인 시장체계를 가지고 있었는데, 먼저 “거래소법(Exchange Act, 독일 공법에 근거)”과 “FWB 규정(Exchange Rule, 독일 공법에 근거)”에 근거한 시장체계에 의해 ① 대기업을 위한 공식시장(Amtlicher Markt(Official Market), 1부시장에 해당), ② 중기업을 위한 규제시장(Geregelter Markt(Regulated Market), 2부시장에 해당), 그리고, ③ 이외의 기업을 위한 등록기준이 느슨한 장외시장(Freiverkehr)의 세 시장으로 구분되었다.

이와 함께, FWB(독일 공법에 근거)의 운영주체인 DB(독일 사법에 근거)가 “신시장 규정(Neuer Markt + SMAX Rule and Regulation, 독일 사법에 근거)”에 근거하여 신흥기업을 위한 Neuer Markt(Regulated Market에 상장된 기업을 대상)와 소형주를 위한 SMAX(Official and Regulated Markets에 상장된 기업 대상)의 두 시장으로 구분되었다.

이러한 중층적인 시장체계를 1개의 공법상 시장체계로 통일하기 위하여, 2003년 1월 1일, FWB는 Official Market과 Regulated Market의 시장구분 하에, 국제적으로 통용될 수 있는 투명성 요건을 기준으로 시장을 “General Standard 부(segment)”와 “Prime Standard 부”로 이원화하였다(<부록 그림 II-3> 참조).

Official Market, Regulated Market은 DB에 상장하기 위한 시장구분인데 반하여, General Standard 부와 Prime Standard 부는 일단 DB에 상장한 기업에 대하여 이를 효율적으로 관리하기 위한 구분이다. 법에서 정하는 (기본적) 상장요건이 General Standard 부에 속하기 위한 상장요건이 된다. Prime Standard 부에 상장을 원하는 기업은, General Standard 부에 상장하기 위한 요건에 추가하여 국제적으로 통용될 수 있는 투명성요건을 충족하도록 하였다. Prime Standard 부에 속한 기업

만을 대상으로 DB의 지표지수인 DAX, MDAX, SDAX, TecDAX, NEMAX 등을 산정한다.⁷⁹⁾ General Standard 부에 속하는 기업은 이와 같은 특정 지수산정에서 배제되는데, 이는 이들 기업이 기관투자자들의 투자를 유치하는데 큰 약점으로 작용한다. 기존의 Neuer Markt의 상장요건의 대부분은 Prime Standard 부의 상장요건에 포함되어 있다.

결국, DB의 경우 실질적인 측면에서 주시장과 신시장이라는 구분은 일차적인 상장요건에서 이미 없어졌으며, 단지 기업의 규모, 유동성, 그리고 특성에 따른 지수를 산정함으로써 시장을 구분한다.

나) Euronext

Euronext는, 2000년 9월 Paris, Amsterdam, Brussels 세 거래소의 합병으로 탄생할 당시(이후 Lisbon 참여), 국적, 상장거래소, 규모 등과 관계없이 상장된 모든 종목을 모아 놓은 “Euronext List”를 만들었다(<부록 그림 II-4> 참조).⁸⁰⁾

Euronext List에 있는 종목들을 기반으로 Euronext는 실질적으로 특별한 소속부 없이 지수(Euronext 100, Next 150 등)로 시장을 구분하여 운영하였다. 2002년 1월부터는 이에 더하여 중소형 종목들을 위해 일종의 산업분류인 NextEconomy와 NextPrime을 고안하였다.⁸¹⁾ 시장을 재편한 것이 아니기 때문에 Euronext 100, Next 150에 속하는 기업들도 NextEconomy와 NextPrime에 포함될 수 있다. NextEconomy는 첨단기술분야를 핵심사업으로 영위하는 기업을 대상으로 하며, NextPrime은

79) DB에서의 지수를 통한 시장구분에 관한 자세한 사항은 부록을 참조하기 바란다.

80) Euronext-Paris, Euronext-Amsterdam, Euronext-Brussels, Euronext-Lisbon은 물론 자국의 법률체계에 의한 각각의 시장체계를 가지고 있다.

81) Euronext에서의 시장구분에 관한 자세한 사항은 부록을 참조하기 바란다.

전통기업을 대상으로 한다. 그러나 결국에는 NextEconomy와 NextPrime으로 Euronext시장을 일차적으로 구분한 다음, 기업의 규모와 유동성을 기준으로 하여 Euronext 100, Next 150과 같은 다양한 지수로 시장을 이차적으로 구분·운영하게 될 것으로 전망된다. 현재 Euronext는 일차적으로 Euronext 100과 Next 150의 지수로 시장을 구분하고, 이차적으로 NextEconomy와 NextPrime으로 시장을 구분한다.

다) Stockholmsbörsen

스웨덴의 경우 주시장과 신시장이 구분되어서 존재하는 것이 아니고, Stockholmsbörsen을 “A-list”와 “O-list”로 구분하여, 이들 각각이 주시장과 신시장의 역할을 담당한다. 따라서 O-list에 상장된 기업은 A-list에 상장된 기업보다 기업의 규모가 적고 위험도가 높다. A-list와 O-list 모두 거래가 가장 활발하게 이루어지는 종목들을 각각 “Most Traded Segment”와 “Attract40”으로 따로 구분하여 운영한다. O-list의 상장요건은 A-list의 상장요건에 비해 그 수준이 낮다.

다. 시사점

1) 시장구조체계

각 국의 신시장이 채택하고 있는 시장구조는 제각기 다른데, 세계 주요 국가들이 신시장을 효율적으로 운영하기 위하여 채택하고 있는 방식을 다시 한번 정리해보면 다음과 같다.

첫째, 주시장과 독립적으로 존재하는 신시장의 유형 중에, 주시장과

자동적으로 연계되는 시장구조로 TSX Venture Exchange와 Jasdac이 있으며, 주시장과 연계되어 있지 않는 시장구조로 Nasdaq-Japan의 예가 있다. 독립적인 신시장의 특별한 사례로 Nasdaq을 들 수 있다. Nasdaq은 비록 엄밀한 의미에서 신시장으로 구분하기 어려운 면이 있지만, 미국의 시장구조체계에서 보면 그 성격상 Nasdaq을 신시장으로 간주할 수 있다.

둘째, 주시장에 포함되어 존재하는 신시장 유형으로는 DB(Neuer Markt)와 Euronext를 들 수 있다. 또한, 주시장의 자회사 형태의 사례로서 AIM을 들 수 있으며, 신시장과 주시장이 “-list”로만 구분되어 관리되는 형태로서 Stockholmsbörsen을 들 수 있다.

신시장 형태의 두 가지 유형 중에서 코스닥시장이 어떠한 방식을 따르는 것이 더 바람직한가는 크게 중요한 문제가 아니라고 판단된다. 위에서와 같이 비록 두 가지 유형으로 신시장을 구분하였으나, 현재 세계 주요 국가들은 지금까지의 시행착오와 자국이 처한 금융환경에 따라 자국 신시장의 효율적 운영방안을 여러 차원에서 모색 중에 있기 때문이다. 즉, 세계 주요국 신시장 모두에게 적합한 하나의 방식(유형)은 존재하지 않는다.

따라서 중요한 것은 우리나라도 우리의 경제환경에 맞는 신시장 구축에 힘을 쏟아야 한다는 것이다. 이는 존재방식과 무관하게 신시장의 성격을 가지고 있는 코스닥시장은 한국경제의 발전을 위해서 앞으로도 존재해야 할 필연성이 있기 때문이다. 물론 지금까지 세계 주요 신시장, 특히 유럽의 신시장에 대한 평가에서 “주시장에 독립적으로 존재하는 신시장”의 유형에 대해 상대적으로 부정적인 시각이 존재한다.⁸²⁾ 그러나 이는 IT기업에 대한 버블이 사라지면서 Neuer Markt와 Nasdaq-

82) Schmid, J., 2003, “Menu Is Meager at ‘New’ Exchange,” *International Herald Tribune*, article(3. 12).

Europe(과거 Easdaq) 등과 같이 독립적으로 존재하는 유럽 신시장이 몰락함으로써 비롯된, 즉 단 한번의 역사적 결과에 의해서 내려진 결론에 불과하다.

주시장, 신시장이라는 시장구조체계와 관련된 최근의 움직임에서 주목해야 할 점은, 최근 DB와 Euronext에서 채택하고 있는 경영 투명성을 기준으로 시장을 구분하여 운영 관리하고 있는 방식이다. 두 경우 모두 아직도 “1부”, “2부” 또는 “주시장”, “신시장”에 해당하는 법률적 시장구분이 존재하고는 있으나, 경영 투명성을 기준으로 한 시장구분을 채택하면서 실질적으로 이러한 구분에 대한 중요성(또는 의미)은 미약해지고 있다.

2) 주시장과 비교하여 본 신시장의 상장(Entry) 범위

한국경제에서 코스닥시장이 차지해야 하는 위상을 재정립하기 위해서, 세계 주요국 신시장의 상장범위가 주시장과 비교하여 어느 정도인지를 분석하는 것은 의미 있는 작업이다.

주시장의 상장범위와 비교하여, 세계 주요국들이 자국 신시장의 상장범위를 정하는 유형은 다음과 같다. 첫째, 주시장보다 (확연히) 낮은 수준의 상장요건을 가지는 경우로 AIM과 Mothers를 들 수 있다. 둘째, 신시장의 상장요건이 주시장에 비해 부분적으로 완화되어 있고 항목별로 세분화되어 있는 경우로서 Nasdaq, TSX Venture Exchange, 그리고 Jasdaq이 있다. 셋째, 주시장, 신시장의 구분 없이 소속부 및(또는) 지수로 관리하는 사례로 DB, Euronext, (Stockholmsbörsen) 등을 들 수 있다.

세계 주요 국가들이 채택하고 있는 신시장의 상장범위 역시 시장구조체계에서의 시사점과 마찬가지로 각 국의 경제에서 성장형기업이 차지하는 비중과 그 외의 경제환경에 따라 유형을 달리하고 있다. 첫째 유

형인 AIM과 Mothers에서는 코스닥시장에 의미 있는 시사점을 도출하기가 어렵다. 이는 상장범위의 구체성과 규모 면에서 코스닥시장과 비교하기 어렵기 때문이다. 이러한 측면에서 볼 때 Stockholmsbörsen도 이에 해당한다. Nasdaq의 시장특성이 (신)성장형기업을 위한 신시장의 역할을 위주로 하고 여기에 전통적인 거래소로서의 역할을 보조적으로 수행하기 때문에 Nasdaq의 상장범위를 주목할 필요가 있다. NYSE와 비교하여 볼 때 Nasdaq의 상장범위는 75~80%에 해당한다.

이를 위해 Nasdaq은 상장요건을 세 가지 범주로 구분하여 가급적 (신)성장형기업과 전통기업에 걸쳐있는 다양한 유형의 기업을 포괄하고자 한다. TSX Venture Exchange의 경우도 Nasdaq과 마찬가지로 상장요건을 5개의 범주로 구분하여 신시장의 특성을 살리고자 하고 있다. TSX Venture Exchange의 경우 광산업, 연구·개발업 등과 같이 이익을 실현하는데 시간이 오래 걸리는 산업에 대해서는 “운전자본” 확보 요건만으로 단순화시킨 범주를 만들어 이들이 쉽게 신시장을 통해 자금을 조달할 수 있는 창구를 마련해 주고 있다.

코스닥시장의 경우에는 전통적 시장으로서의 역할과 신시장으로서의 역할이 공존하고 있기 때문에, 위상 재정립을 위하여 이와 유사한 시장 특성을 지닌 Nasdaq의 상장범위를 참고하는 것도 하나의 방법이라 할 수 있다. 따라서 전통기업의 양적인 상장요건을 KSE의 75~80%에 해당하게 만드는 것도 고려해 볼 만하다. 또한 (신)성장형기업과 전통기업의 다양한 기업 유형을 효과적으로 반영하기 위해서 Nasdaq과 TSX Venture Exchange가 채택하고 있는 범주별 상장요건을 한국경제 및 코스닥시장의 특성에 맞게 구비하는 것도 좋은 방법이라 판단된다.

3. 코스닥시장 효율화 방안의 요체

코스닥시장이 직면한 불리한 시장상황을 타개하고 벤처산업을 육성하는 기업 “공급”의 장으로서, 다른 한편으로는 자본시장의 건전한 성장을 위한 고성장·고수익 자본에 대한 “수요”의 장으로서 코스닥시장이 가져야 하는 새로운 패러다임을 살펴보도록 한다. 이를 위하여 첫째, 코스닥시장의 새로운 위상에 대해서 살펴보고, 둘째, 이러한 새롭게 정립된 코스닥시장의 위상을 구현하기 위해서는 어떠한 포괄적(총체적) 방안이 있는지에 대하여 논의한다. 코스닥시장의 총체적 개선 방안(또는 방향)에 대해서는 ① 시장거시구조 측면에서의 개선 방안(또는 방향)과 ② 시장미시구조 측면에서의 개선 방안(또는 방향)으로 구분하여 논의를 전개한다(<표 IV-12> 참조).

가. 새롭게 정립되어야 할 코스닥시장의 위상

본 항에서는 코스닥시장이 갖추어야 할 위상을 대내적 위상과 대외적 위상으로 나누어 살펴본다. 먼저 코스닥시장의 대내적 위상으로서는 첫째, 세분화된 자본시장의 역할분담 차원에서 신시장으로서의 역할을 지속하여야 하며, 둘째, 한국주식시장 구조의 조직적 측면에서 현재 논의되고 있는 시장통합에 관계없이 KSE와의 보완적 경쟁관계가 유지되어야 하며, 셋째, 다양화된 투자자의 욕구(needs)를 충족하는 차원에서 자율적인 고객(수요자) 중심의 시장을 형성하여야 한다.

코스닥시장의 대외적 위상으로서, 현재 외형적인 IT선진국으로서의 한국경제를 보다 내실 있게 선도할 수 있도록 벤처(신성장형)산업을 육성하는 동시에, 동북 및 동남아시아의 벤처자금시장에서 핵심적인 국제

거래소시장으로 발돋움하여야 할 것이다.

1) 신시장으로서의 역할 지속

코스닥시장은 신생 중소 (신)성장형기업(벤처기업)에 대하여 지속적으로 안정적인 자금조달기능을 수행함으로써 “신시장”으로서의 역할을 다하여야 한다. 이는 성장형기업이 한국경제의 성장에 기여하는 정도가 높아지면서 한국경제의 성장에서 중소기업의 중요성이 갈수록 커지고 있기 때문이다. 현재 중소기업, 특히 벤처기업들은 자신이 가지고 있는 유연성과 신속한 첨단기술 개발능력으로, 급변하는 세계시장에서 높은 경쟁력을 가지고 고부가가치를 창출하여 한국경제발전의 한 축을 담당하고 있다. 한국경제의 성장엔진으로서 중소 성장형기업이 원활하게 발전하기 위해서는, 기술개발을 위한 자금조달창구로서 “신시장”의 역할이 지속적으로 코스닥시장에 요구된다.

2) KSE와의 보완적 경쟁관계(시장통합과 무관)

코스닥시장은 KSE와 보완적 경쟁자로서의 위상을 정립하여야 한다. 코스닥시장은 법적으로는 아직 거래소시장의 지위를 갖추지 못한 상태이지만 실질적 의미에서는 거래소시장의 경제적 기능을 수행하고 있다. 그러나 아직 코스닥시장은 거래소시장의 실질적 경쟁시장으로서 자리매김하지 못하고 있는 상태이며, 아직 거래소시장의 보완적 시장이나 KSE 상장을 위한 전단계적 시장으로의 인식이 강하다. 따라서 신시장으로서 (신)성장형기업에 대한 직접금융 기회를 효과적으로 제공하는 특화된 시장으로 기능하는 동시에, 일반 전통기업에 대한 자금조달기능을 수행함에 있어서도 KSE와 지속적인 “보완적 경쟁관계”를 유지하도록 그 위

상이 정립되어야 한다.

이러한 측면에서의 위상 정립은 앞으로 한국 주식시장의 통합과 관계없이 매우 중요한 사항이다. 자본시장의 수요를 구성하는 투자자들은 위험회피적인 안정적 수익위주의 투자자와 높은 수익을 위하여 위험을 감수하는 고수익 위주의 투자자로 분류할 수 있다. 앞서 살펴보았듯이, 미국의 Nasdaq을 필두로 하여 신성장 산업을 위한 새로운 시장이 나타나게 된 것은, 투자자의 스펙트럼이 충분히 넓어져서 고성장 고수익산업에 대한 체계적인 접근이 가능하도록 하는 새로운 거래소시장이 자연스럽게 나타날 수 있을 정도로 자본시장이 성숙했다는 지표이다. 또한, 위험이 높은 고수익기업에 대한 자본의 “수요”가 그러한 특성을 갖는 기업만을 위주로 하는 시장을 필요로 하고 있다는 근거이기도 하다.

한국 주식시장의 성장도 세계 자본시장의 이러한 경향을 동일하게 추구하고 있으며, 현재 코스닥시장은 그 발현을 위한 초기 단계의 시장으로서 자리매김하고 있다고 볼 수 있다. 각 국가별로 신시장에 속하는 산업들은 국가경제의 지속적 발전에 추진력 역할을 하는 전략적인 산업으로서 이들을 위한 다양한 육성방안이 마련되고 있다. 따라서 한국경제에서 신성장 산업이 국가경제에 차지하는 현재의 기여도와 그 성장 가능성에 비추어 볼 때, 앞에서 살펴 본 투자자의 다양하고 확장된 “수요”를 감당해낼 수 있는 “공급” 측면에서의 성장 가능성이 더욱 높아지고 있음을 알 수 있다.

그러므로 비록 한국주식시장이 통합된다고 할지라도, 앞에서 설명한 이유들로 인해서 코스닥시장은 하나의 시장으로서 자신만의 정체성을 가져야 함을 알 수 있다. 이러한 코스닥시장의 정체성을 만일 KSE가 떠맡는다면, 이는 독점성의 가중, 그리고 전문성의 결여라는 결과를 초래할 가능성이 크다. 그러나, 다른 한편으로는 시장의 통합으로 규모의 경제, 또는 시장운용 및 조직의 효율화 등은 충분히 달성될 수 있을 것이

다. 즉, 조직의 한 울타리 안에 KSE와 코스닥시장을 두는 것만으로도 중요한 규모의 경제는 달성이 될 수 있다는 뜻이다. 그런데 여기에 만일 KSE가 코스닥시장의 영역까지 합해서 시장을 운영한다면, 이는 앞에서 언급한 독점성 가중으로 인한 폐해와 더불어, 전혀 성격을 달리하는 시장을 하나로 혼합하여 운영하는데서 오는 전문성 결여의 문제가 발생하여 시장통합으로 인한 긍정적 효과를 대폭적으로 감소시킬 것으로 보인다.

코스닥시장이 KSE와 보완적 경쟁관계를 유지하여야 한다는 것은, 이상과 같은 한국주식시장의 거시적인 틀 속에서 파악해도 그 내포하는 의미가 중요함을 알 수 있다. 다시 한번 강조하지만, 우리 모두는 이것이 한국주식시장의 통합이라는 것과는 다른 차원이라는 것을 명확히 인식하여야 한다.

3) 자율적인 고객(수요자) 중심의 시장

코스닥시장은 투자자들과 중소 (신)성장형기업(벤처기업)이 자율적으로 주도하는 고객(수요자) 중심의 시장이어야 한다. 자본시장을 둘러싼 금융환경이 급격하게 변화하면서 고객의 욕구가 다양해지고 복잡화됨에 따라, 이에 제대로 부응하지 못하는 거래소는 그 경쟁력을 상실할 수밖에 없게 되었다. 따라서, 코스닥시장은 지금까지의 양적인 성장에 걸맞게 자신의 고객인 투자자와 등록기업, 그 중에서도 특히 중소 (신)성장형기업(벤처기업)의 고도의 요구에 적극적으로 대응할 수 있는 고객 중심의 시장으로의 전환되어야 한다. 코스닥시장은 저렴한 자본비용(cost of capital)으로 자금조달을 원하는 중소·벤처기업과 높은 수익률을 원하는 투자자들이 주도하는 고객 중심의 시장으로 자리매김되어, 시장참여자들의 다양하고 높은 수준의 욕구를 충족시켜줄 수 있는 시장으로서

의 위상 정립이 필요하다.⁸³⁾

이러한 수요자(소비자) 중심 시장의 위상을 갖추기 위해서는 거래소의 주식회사화가 속히 이루어져야 한다. 현재 코스닥시장의 소유구조는 주식회사이기는 하나, 소유권과 거래권이 완전히 분리된 실질적 의미의 주식회사는 아니다. 따라서, 코스닥시장은 실질적 의미의 주식회사화를 통해 영리를 추구하는 기업으로서 소비자의 요구에 적극적으로 부응하는 조직으로 탈바꿈할 필요가 있다.

또한, 지금까지 정부 주도에 의해 정책적으로 육성된 시장으로서의 위상을 탈피하여 자율적인 시장으로서의 정체성을 확립하여야 한다. 이 경우 코스닥시장에 대한 정부의 역할은 투자자보호와 참여자들의 “유인 합치적(incentive comparable)”인 간접지원에 머물러야 할 것이다. 이러한 점에서 비록 여전히 “육성”이라는 표현을 강조하고는 있지만, 현 “참여정부”의 벤처정책 기조가 벤처업계가 점진적으로 시장중심 체제로 전환할 수 있도록 하는 간접지원 형태의 정책 변화를 고려 중인 것은 매우 다행스러운 일이라 하겠다.⁸⁴⁾

83) 기술혁신과 경제발전, 그리고 국제화에 따른 거래소의 기능과 시장참여자 [투자자, 발행회사, 회원(또는 거래소가 주식회사일 경우 거래권이 있는 회원)]와의 동태적 관계 변화에 대해서는 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정(2003)을 참고하기 바란다.

84) 정부의 이러한 벤처정책의 방향 전환에 따라 현행 벤처확인제도는 2005년 까지만 유효하다. 따라서, 제도적 지원대상으로서의 벤처기업은 2005년 말 까지 벤처확인을 받은 업체들에 대한 2년의 지원기간이 경과하면(2007년도 말) 모두 사라지게 될 전망이다. 이렇게 되는 경우 그동안의 양적 성장에 따른 부작용을 시정하면서, 시장평가에 의한 (신)성장형기업의 선별 육성이 가능하여 벤처 생태계 전반의 질적 재도약을 달성할 수 있을 것으로 보인다.

4) “선진 IT 한국”을 선도할 수 있는 동북아 핵심 신시장 지향

코스닥시장이 앞으로 갖추어야 할 대외적 위상으로서, 코스닥시장은 한국의 IT산업을 전세계적으로 선도할 수 있는 역량을 가진 국제적 시장으로 거듭나야 한다는 것이다. 즉, 현재 외형적 IT 선진국으로서의 한국경제를 내실이 있는 IT 선진국으로 선도할 수 있도록 벤처산업을 육성하는 시장인 동시에 동북 및 동남아시아의 벤처자금시장의 핵심적인 신시장으로 발돋움하여야 할 것이다.

나. 코스닥시장의 효율성 증대 방안

본 항에서는 코스닥시장의 새로운 패러다임을 구체적으로 실현하기 위해 필요한 총체적 방안(시장거시구조 및 미시구조)의 기본 골격에 대해서 간단하게 방향제시를 한다. 각 항목별 구체적인 논의 전개는 후속 장인 V장에서 자세히 기술한다.

1) 시장거시구조(Market Macrostructure)의 합리적 개선

가) 시장구조체계

한국주식시장의 통합에 대한 정부의 방침은 이미 정해져 있고 이를 관철시키려는 의지 또한 매우 강하여, 매우 특별한 사정이 없는 한 이를 번복하지는 않을 것으로 보인다. 논란이 있을 수 있고 또 논란이 되고 있지만, 이는 정부의 경제적·정치적 판단이었으므로 선택의 여지가 없는 듯하다. 이러한 시장통합 형태(시장통합이나 아니면 현상유지나)에

대한 논의는 이제 본 보고서의 연구 범위를 벗어난 것이다.

그러나 다시 한번 강조하고 싶은 것은 시장통합 여부가 본 보고서에서 제시하는 새롭게 정립된 코스닥시장의 위상을 달성하는데 있어서 크게 영향을 미치지 않는다는 점이다.⁸⁵⁾ 왜냐하면 한국주식시장에서 신시장(코스닥시장)이 중요하고 이를 육성·발전시켜야 한다면 그 의지가 중요한 것이지 그 시장구조 형태가 현 상황 하에서 중요한 것은 아니다. 즉, 이러한 의지는 시장구조라는 형태로 나타나기보다는 소유·지배 구조, 특히 지배구조가 효율적이나 아니냐의 형태로 표출된다는 것이다. 따라서 본 보고서에서 시장구조체계에 대한 논의는 코스닥시장 존재의 당위성을 확인하고 지배구조의 확고한 개선 방안을 제시하는 것으로써 충분하다고 판단된다.

나) 운영구조상의 특성 및 자율규제: 시장운영의 단일화 및 규제·감독의 유연화

현재 코스닥시장이 직면하고 있는 3분화된 운영구조상의 문제점에 대한 본 보고서의 바람직한 개선 방안(시장운영의 단일화)은 한국주식시장의 통합 논의와 밀접하게 연결되어 있다. 이는 시장통합의 논의가 가시화되고 있는 현 시점에서 실현될 가능성이 매우 낮다. 하지만, 논의의 핵심 사항은 통합 후에도 여전히 유효하므로 본 보고서에서는 시장운영의 단일화 및 시사점에 초점을 맞추어 기술할 것이다.

85) 물론 시장구조 형태가 새롭게 정립된 코스닥시장의 위상을 효율적으로 달성하는데 조금이라도 유리한 방향으로 전개된다면 이는 금상첨화이다. 하지만 정책당국자의 시장통합에 대한 판단이 이미 확고하고, 시장통합의 논리가 합리적이며, 시장구조 형태가 코스닥시장의 위상 재정립에 주요한 결정요인이 아닌 상황 하에서 이에 대한 가상의 논의는 그 의미가 매우 약하다.

코스닥시장의 운영체제와 밀접하게 연관되어 있는 규제·감독(특히 자율규제) 수준도 시장의 건전성과 투자자의 신뢰성 제고를 위해 보다 “유연하게” 적용될 수 있도록 개선하여야 한다. 이는 시장에 대한 규제·감독은 해당 시장의 조직화·체계화 정도, 투명성 정도, 투자자보호에 대한 수요 정도 등에 따라 결정되기 때문이다.

규제·감독의 유연화에 대한 논의를 하기에 앞서, 먼저 거래 운영기능과 자율규제기능이라는 거래소의 두 핵심기능이 NYSE와 같은 단일 조직에 의해 운영되는 것에 대한 장·단점을 파악하는 것이 필요하다. 거래 운영기능과 자율규제기능을 동시에 수행하는 단일 조직이 시장규율(SRO 기능)을 잘 수행하면 할수록 투자자에게 시장에 대해 보다 큰 신뢰를 심어주게 되어 자격을 갖춘 발행회사가 보다 용이하게 자금을 조달할 수 있게 된다. 즉, 상호 기능간에 상승작용이 발생하여 투자자, 발행자, 거래소 모두에게 바람직한 동태적 시장효율성을 달성할 수 있다.

그러나 이러한 이중적인 역할(dual role)을 수행하는 데는 언제나 잠재적인 이해상충 문제가 내재되어 있다. 단일 조직은 자신이 운영하는 거래소에 등록된 회사 및 증권회사들로부터의 수수료(fee: 거래수수료, 상장수수료, 연회비 등)가 주 수입원이기 때문에 그들을 너무 엄격하게 규율할 경우 수입원 감소 등 자신의 이익에 반하는 결과를 초래할 수 있다. 특히 이러한 단점이 결정적으로 부각되는 대부분의 경우는, 이해상충에 의한 단점의 가능성 그 자체보다, 이를 운영하는 단일 조직의 지배구조가 부실하게 설계되어 운영되고 있는 경우이다.

이와 같은 자율규제에 대한 개선 방안 또한 시장통합의 이슈와 그 맥락이 닿아있다. 앞서서도 언급하였지만, 시장통합과 관련한 문제 해결 방안은 “원칙적으로” 본 보고서의 연구 범위에 해당하지 않는다. 따라서 자율규제에 관해서는 코스닥시장이 실질적 의미의 주식회사로 전환할

경우 바람직한 자율규제기능은 무엇인가에 초점을 맞출 것이다. 이 경우도 시장통합의 문제와 얽히는 부분(예: 주식회사제 통합 거래소와 통합 자율규제기관의 관계)이 있는데 이에 대해서는 참고하는 수준에서 의견을 개진할 것이다.⁸⁶⁾

다) 소유·지배구조의 개선: 실질적 주식회사화와 투자자 중심의 지배구조 확립

코스닥시장의 효율화를 위해 보다 시급한 것은, 코스닥시장의 소유구조와 지배구조를 개선하는 일이다. 첫째, 소유구조 측면에서, 본 보고서는 현재의 형식적 주식회사제를 실질적 의미의 주식회사제로 소유구조를 전환하는 것에 대해 논의할 것이다. 코스닥시장은 진정한 의미의 영리 목적(for-profit) 조직으로 탈바꿈함으로써, 회원인 업계의 이익보다는 시장참여자들의 욕구를 능동적으로 반영하도록 하여야 하며, 이를 통해 점차 심화될 가능성이 높은 대내외적 경쟁에서 우위를 확보해야 할 것이다.

둘째, 영리 목적의 주식회사제 거래소가 회원제(형식적 주식회사제) 거래소에 비해 가지고 있는 장점을 발휘할 수 있으려면, 시장의 건전성과 운영의 효율성, 그리고 투자자보호를 균형 있게 유지할 수 있는 효율적 지배구조가 필수적이다. 이러한 효율적 지배구조를 갖추기 위해서, 본 보고서는 코스닥시장의 이사회 구조의 개선에 초점을 맞추어 논의를

86) 한국 주식시장 통합논의에서 시장통합 여부 및 방식에 대한 논의와 거래소 주식회사화 및 통합 후 자율규제기능의 수행은 논의된 연륜이 사뭇 다르다. 전자는 1990년대 후반부터의 주요(어떤 의미에서 유일한) 이슈였지만, 후자는 비교적 최근에 논의되기 시작하였다. 따라서 후자의 경우, 전자처럼 사회적 의견형성이 구체화되어 있지 못하다고 판단되어, 본 보고서에서는 시장통합과 관련된 이슈이지만 “예외적으로” 이를 다룰 것이다.

전개할 것이다. 이 또한 현재 가시화되고 있는 시장통합 논의와 맞물리게 되나, 시장통합 논의와 무관하게 코스닥시장을 하나의 시장으로 파악하는 부분균형적인 시각에서 얻은 본 보고서의 핵심 사항은 통합 후의 지배구조 확립에 대한 논리에서도 계속 유효하다고 판단된다.

2) 시장미시구조(Market Microstructure)에 대한 사고 전환

시장미시구조 측면에서 코스닥시장의 효율화를 추진하기 위해서는 코스닥시장 등록관리제도 전반의 프로세스에 대한 획기적인 개선이 필요하다. 이는 코스닥시장의 재정립 위상과 등록관리제도가 직접적으로 연관되어 있기 때문이다. 코스닥시장의 새로운 패러다임을 구현하기 위해 본 보고서에서 논의하는 등록유지관리제도 개선 방안은 다음 두 가지 사항에 초점을 둘 것이다: ① 코스닥시장의 등록대상기업의 자격수준을 조정하기 위해 등록제도를 현실화(강화)하고, 등록유지관리 및 퇴출제도를 일관성 있게 유지할 것. ② 등록제도는 현재와 같이 일반기업과 성장형기업 모두에게 코스닥시장에의 접근을 허용하지만, “기업특성 자율선택 시스템(案)”을 적용할 것. 이상의 두 가지 사항은 기존에 시행되었던 코스닥시장의 개선 방안에 대해 시각을 달리하는 것으로써, 우리들에게 코스닥시장의 거시구조와 미시구조의 통일적 시각을 요구하고 있다.

이외 증개수수료에 지나치게 의존하고 있는 수입·지출 구조의 개선, 코스닥시장의 특성에 맞는 공시제도의 개선(공정한 거래를 위해 투자자들의 정보비대칭 정도가 심하지 않게 제도 정비), 그리고 거래 메커니즘의 효율적 개선(“유동성 제공자”제도 도입 고려 등 메커니즘의 유연화) 방안에 대해 논의를 개진할 것이다.

<p><표 IV-12> 새롭게 정립된 코스닥시장의 위상</p>	<p>코스닥시장 효율화 방안의 요체(새로운 패러다임)</p> <ul style="list-style-type: none"> - (신생) 중소 (신)성장형기업(벤처기업)에 대한 지속적이고 안정적인 자금조달기반 향상을 통한 신시장으로 패러다임 - KSE와의 “보완적 경쟁관계” 정립 <ul style="list-style-type: none"> • 신시장은 (신)성장형기업(벤처기업)에 대한 직접금융 기회를 효과적으로 제공하는 특화된 시장으로 기능하는 동시에, “일반기업”에 대해서도 자금조달기능을 수행함에 있어서 KSE와 지속적인 보완적 경쟁관계를 유지 - 투자자들과 중소 (신)성장형기업(벤처기업)이 자율적으로 주도하는 고객(수요자) 중심의 시장 - “선진 IT 한국”을 선도할 수 있는 동북아의 핵심적 신시장 지향
<p>코스닥시장의 효율성 증대방안</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 코스닥시장의 거시구조의 합리적 개선 <ul style="list-style-type: none"> • 시장구조체계: 시장통합이 가시화되고 있는 현 상황 하에서 코스닥시장의 존재의 당위성과 효율적 지배구조의 확립에 대한 논의로 충분 • 운영구조상의 특성 및 자율규제: 시장운영을 단일화하고, 규제·감독 수준을 시장의 건전성과 투자자의 신뢰성 제고를 위해 “유연하게” 적용할 수 있도록 개선 • 소유·지배 구조의 개선: 실질적 의미의 주식사회와 투자자 중심의 지배구조 확립 - 시장미시구조에 대한 사고의 전환이 필요 <ul style="list-style-type: none"> • 등록·등록유지관리·퇴출 제도: ① 코스닥시장의 등록대상 기업의 자격수준을 조정하기 위해 등록제도를 현실화(강화)하고, 등록유지관리 및 퇴출 제도를 일관성 있게 유지할 것. ② 등록제도는 현재와 같이 일반기업과 성장형기업 모두에게 코스닥시장에의 접근을 허용하지만, “기업특성 자율선택 시스템(案)”을 적용할 것. • 수입·지출 구조: 중개수수료의 편중에서 탈피 • 공시제도: 공정한 거래를 위해 투자자들의 정보비대칭 정도가 심하지 않게 제도 정비 • 거래 매매체결제도: “유동성 제공자”제도 도입 고려 등 메커니즘의 유연화

주) 이에 대한 구체적인 논의는 V장을 참고하기 바란다.

V. 코스닥시장 효율화를 위한 구체적 발전 방안

1. 시장거시구조 및 관련 사항 개선 방향
2. 시장미시구조 개선 방안

V. 코스닥시장 효율화를 위한 구체적 발전방안

1. 시장거시구조 및 관련 사항 개선 방향

가. 시장구조체계

1990년대 후반부터 조심스럽게 제기되어 오던 한국증권시장의 시장 통합 문제가 최근 점차 가시화되기 시작하여, 금년 8월에는 정책당국이 「증권·선물시장 선진화 방안」을 담은 시장통합안을 제시하였고, 이에 대한 이해 관련 기관과의 의견수렴과정을 가졌다.⁸⁷⁾ 2003년 11월 8일 현재, 시장통합과 관련된 법안⁸⁸⁾들이 규제개혁위원회 및 법제처 심사와 차관회의를 통과한 상태이며, 연내에 이 법안들이 국무회의를 거쳐 국회를 통과하게 된다면, 늦어도 2004년 말까지는 시장통합이 완료될 것으로 예상된다.

따라서 한국 주식시장에서 코스닥시장이 ① 지금처럼 KSE, 한국선물거래소와 독립하여 존재하는 것이 바람직한지, 아니면 ② 가칭 “한국증권선물거래소”의 사업부문(또는 자회사)으로 통합되어 존재하는 것이 바람직한지에 대한 논의는 본 보고서의 영역을 넘어서는 것으로 판단된다. 따라서, “시장통합과 코스닥시장의 시장구조체계 문제”에 대해서는 본

87) 이에 대한 관련 기관 및 연구기관들의 문헌은 이제 상당수에 이른다. 현재 까지 진행된 상황에 대한 논의는 다음을 참고하기 바란다: 재정경제부·한국증권연구원, 2003, “증권·선물시장 선진화 방안 공청회”, 공청회 자료 (8. 20), 코스닥위원회, 2003c, “증권시장 통합 관련 코스닥의 입장”, 보도 자료.

88) 현재 시장통합과 관련하여 제·개정 대상이 되는 법률은 「한국증권선물거래소법(제정)」, 「증권거래법(개정)」, 「선물거래법(개정)」 등이다.

보고서의 연구 범위 내에서 얻은 시사점에 한정하여 그 의견을 개진하고자 한다.

코스닥시장의 구조체계에 대한 이러한 외적인 정치·경제적 제약 요소는 논외로 한다 할지라도, IV장에서의 연구 결과에 따르면 신시장(코스닥시장)이 주시장(KSE)과 독립적으로 존재해야 하는지 아니면 두 시장이 통합되어 존재해야 하는지는 그다지 중요한 문제가 아니라고 판단된다. 왜냐하면 일반적으로 세계 주요국 신시장이 이와 같은 두 가지 유형으로 구별된다 할지라도, 이들 국가들은 현재 지금까지 자신들이 경험한 신시장 관련 시행착오와 자국이 현재 처한 금융환경을 포괄적으로 고려하여, 자신들에게 가장 적합한 신시장의 운영방안을 다각도로 모색하고 있기 때문이다. 2000년 초부터 혹독한 시련기를 겪었음에도 불구하고, 세계 주요국 신시장이 공통적으로 보여주고 있는 현실은 시장구조체계가 어떠한 자국의 자본시장의 성장을 위해서 신시장은 반드시 존재하여야 한다는 것이다.

IV장의 연구 결과에 의하면, 설립 이후 코스닥시장은 한국 경제 및 한국 자본시장의 성장에 상당한 기여를 해왔으며, 이러한 중요성은 향후에도 지속 또는 강화될 것으로 예상된다. 본 보고서의 연구 범위에 한정하여 얻은 시사점을 가지고, 이와 같이 한국 경제의 발전을 위해서 향후 계속 존재해야 할 필연성이 있는 코스닥시장을 효율적으로 운영할 수 있도록 시장구조체계를 디자인할 때, 고려해야 하는 사항을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 세계 주요 신시장, 특히 유럽의 신시장을 평가할 때 “주시장에 독립적으로 존재하는 신시장”의 유형에 대해 상대적으로 부정적인 시각이 큰데, 이는 어느 정도 과장된 측면이 강하다는 점이다. 따라서 시장 통합에 대해 세부적인 논의를 할 경우, 코스닥시장이 사업부문으로 존재하든, 아니면 지주회사 형태로 존재하든 간에 신시장이라는 기능 측면에

서 최대한 독립성을 부여하는 것에 대한 보다 깊은 고려가 바람직하다고 판단된다.

둘째, 주시장(KSE)과 관련하여 신시장(코스닥시장)의 구조체계를 살펴볼 때, 최근 DB와 Euronext에서 채택하고 있는, 경영 투명성을 기준으로 시장을 구분하여 운영 관리하고 있는 방식은 우리가 가장 주목해야 할 사항이다. 그것은 양 거래소의 경우 아직도 법률적으로는 시장을 “1부”, “2부” 또는 “주시장”, “신시장”으로 구분하고 있으나 실질적으로는 경영 투명성을 기준으로 하여 시장을 구분하고 있기 때문에, 법률적인 시장구조체계는 이미 그 의미를 상실하였기 때문이다. 또한 경영 투명성을 기준으로 한 새로운, 그리고 실질적인 시장구분이 시장의 건전성과 투자자보호로 대표되는 시장의 효율성을 달성하는데 훨씬 더 효과적인 것으로 나타나고 있다. 결국, 이는 코스닥시장의 형식적인 시장구조체계보다는 운영에 있어서의 실질적인 독립성 확보가 한국에서 신시장의 성공에 보다 중요한 요소임을 다시 한번 확인해주는 것이라고 할 수 있다. 또한 이는 시장거시구조체계가 시장미시구조체계와 직접적으로 연결된다는 것을 보여주는 것으로서, 본 장 2절에서 제시하는 등록·등록 유지관리·퇴출 제도 개선의 중요성을 강조해주고 있다.

나. 운영구조 및 자율규제

1) 운영구조

현재 협회, 코스닥위원회, (주)코스닥증권시장으로 3분화되어 있는 코스닥시장의 운영체계에 대한 개선이 절실하다. III장에서 살펴보았듯이, 코스닥시장의 거래기능을 담당하고 있는 (주)코스닥증권시장은 시장개설의 주체인 협회로부터 매매와 공시업무만을 위임받아 수행하고 있고, 등

록심사에서부터 퇴출에 관한 나머지 업무는 코스닥위원회가 수행하도록 되어 있다. 따라서 현재의 코스닥시장은 실질적 거래소로서 1개 시장이 해야 하는 일을 3개 기관이 나누어서 운영·관리하고 있다. 이와 같은 조직구조상의 난점 때문에 모든 업무처리가 유기적이며, 효과적이고, 신속하게 이루어지지 못하고 있는 실정이다.

이를 개선하기 위해서는 코스닥위원회와 (주)코스닥증권시장을 “병렬적 지위”의 기구로 만들고 담당 업무를 법에 명기하여 책임과 권한을 명확히 구분함으로써, 두 조직의 완전한 독립성을 확보하는 것을 고려해 볼 필요가 있다. 이 경우 (주)코스닥증권시장은 등록, 공시, 매매체결, 주가감시 등 집행기능적 성격의 모든 시장운영업무를, 코스닥위원회는 규제의 제·개정 업무, 증권사 관리, 분쟁 조정 등 규제적 성격의 모든 업무를, 협회는 양 기관의 현안에 대한 조정 업무를 담당하게 될 것이다.

그러나 한국 주식시장의 통합이 가시화되고 있는 현 시점에서 이와 같은 조직운영상의 개선방안이 현실적으로 시도될 가능성은 매우 적다. 그러나 논의의 핵심 사항은 통합 후에도 여전히 유효하다. 정부안을 예로 들면, 통합 후의 코스닥시장은 하나의 사업부문(자회사라도 상관없음)이 될 것인데, 이 사업부문이 위에서 언급한 코스닥시장의 집행기능적 성격의 모든 시장운영업무를 담당하게 되는 것이다. 그리고 나머지 코스닥시장의 규제적 성격의 모든 업무는 통합 거래소의 자율규제기능을 담당하는 가칭 “시장감시위원회” 중 코스닥 전담 소위원회가 담당하면 될 것이다.

2) 자율규제

현재 형식적 주식회사제 형태의 소유구조(따라서 회원제와 별로 다를바 없음)를 가지고 있는 코스닥시장의 자율규제는 실질적 주식회사제 거

래소가 갖는 자율규제의 장점을 살리지 못하고 있다. 회원제 거래소와 주식회사제 거래소의 자율규제 역할을 상장·공시, 거래감시, 회원사 감리, 공정하고 정당한 투자자 대우 등 네 가지 기능을 중심으로 비교해보면, 상장·공시와 회원사 감리 기능에 있어서는 일반적으로 양자의 차이점이 거의 없다. 반면에, 거래감시 기능과 공정하고 정당한 투자자 대우 측면에서는 주식회사제 거래소가 회원제 거래소보다 유리하다.⁸⁹⁾ 물론 여기에는 거래소의 지배구조가 효율적으로 확립되어 영리목적의 주식회사 형태가 거래소의 준공공적 성격을 침해하지 못해야 한다는 전제가 필요하다. 이상과 같이 자율규제의 네 가지 기능별 비교에서 알 수 있듯이 코스닥시장의 자율규제는 실질적 주식회사화⁹⁰⁾를 통해 달성하는 것이 보다 바람직하다고 할 수 있다.

코스닥시장의 자율규제기능이 어떠한 방식으로 수행되어야 하는지에 대한 본 보고서의 논의는 두 단계에 걸쳐 이루어진다. 첫 번째 단계는 시장통합의 논의와 무관한 독립적인 사항이며, 두 번째 단계는 시장통합과 관련이 있다. 시장통합과 관련된 논의는 본 보고서의 연구 범위에서 벗어나는 사항이므로 “원칙적으로” 언급을 회피하여야 하나, 논의의 중요성 때문에 저자들이 수행한 이전의 연구 결과를 바탕으로 참고사항 정도로 언급하고자 한다.

먼저 첫 번째 단계에 대한 논의이다. 코스닥시장의 실질적 주식회사화를 전제로 자율규제기능을 담당하는 운영구조로서는 Nasdaq시장⁹¹⁾의

89) 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정(2003)을 참조하기 바란다.

90) 본 보고서에서 전제하는 코스닥시장의 주식회사화는 한국 주식시장의 통합을 통해서 이루어지든 또는 현재의 형식적 주식회사 형태를 실질적 형태로 전환하여 이루어지든, 그 방법의 선택과는 아무런 상관이 없다.

91) <부록 II장>의 각주110)에서처럼 Nasdaq시장은 코스닥시장처럼 추상적 주식시장을 의미하고, Nasdaq은 (주)코스닥증권시장처럼 구체적으로 거래를 담당하는 시장을 의미한다.

사례를 참고할 수 있다. Nasdaq시장의 구조는, NASD가 회원사인 증권 회사의 규제, 회원감리, 분쟁조정, 그리고 투자자 교육 등의 자율규제기능을 수행하며, Nasdaq시장의 운영은 NASD와는 독립하여 존재하는 Nasdaq(엄밀히 말하면 Nasdaq Market Inc.)이 담당한다(시장운영과 직접적으로 관련된 장중감시 등과 같은 자율규제기능은 Nasdaq이 담당). 그동안 회원사의 영업행위 및 시장 규율 등의 자율규제기능은 NASD에서 자회사로 분리한 NASDR이 수행하였는데 최근 NASDR은 NASD에 다시 흡수합병되었다. NASD의 NASDR 흡수합병으로 인해서, Nasdaq의 주식회사화와 맞물려 NASDR을 독립적인 자율규제기관으로 만들려던 당초의 계획은 완전히 철회되었다. 이러한 흡수합병의 근본적 배경에는 NASD가 자신에게 자율규제기능을 부여한 Maloney Act(1937)의 법정신으로 돌아가, Nasdaq을 통한 시장운영의 관여보다는 자율규제기능에 충실하기를 원하는 SEC의 정책적 판단이 크게 작용하였다. 또한 이를 통하여 준공공적 자율규제기관인 NASD가 영리목적 자회사인 Nasdaq을 소유함으로써 발생하는 이해상충의 소지를 사전에 제거할 수 있게 되었다(이는 물론 효율성 측면에서의 비용이 수반되는 것임).⁹²⁾

Nasdaq시장의 예에서 중요한 시사점은 첫째, Nasdaq시장의 자율규제기능을 법적규제기관인 SEC가 주도적으로 수행하는 것이 아니라, Nasdaq 시장이라는 추상적 시장의 한 축을 담당하고 있는 NASD가 수행한다는 것이다. 둘째는 그 방법에 있어서 NASD는 시장운영기관인 Nasdaq과 독립적으로 자율규제기능을 수행하고 있다는 것이다. 그러나 이러한 방법은 Nasdaq시장이라는 하나의 주식시장이 자신의 시장 건전성과 효율성을 담

92) NASD, NASDR, Nasdaq의 조직구조에 대한 보다 자세한 내용은 다음을 참고하기 바란다. NASD, 1995, “시장구조와 이사회 지배구조에 대한 NASD 특별위원회의 요약보고서: Rudman Committee Report 요약본”. NASD와 NASDR의 합병 배경에 관한 내용은 다음을 참고하기 바란다: 엄경식, 2003, “NASD, Nasdaq, NASDR의 상호관계와 관련한 증권업협회 질의에 대한 소고”, University of California at Berkeley, mimeo.

보하기 위하여 채택한 하나의 수단일 뿐이지, 모든 시장에 당위성을 갖는 보편타당한 방법은 당연히 아닌 것이다.

이러한 Nasdaq시장의 예를 지금의 코스닥시장에 참고하여 적용해 보면, 이는 현재의 법적규제기관인 금융감독원에서 하고 있는 코스닥시장에 대한 실질적 자율규제업무를 “코스닥시장 내”의 “자율규제 담당 부문(또는 기구)”이 수행하도록 하는 것을 의미한다. 이 경우 현행 법적으로 그리고 실질적으로 모호하게 되어있는 코스닥위원회와 협회의 역할은 당연히 재조정되어야 할 것이다. 그러나 “코스닥시장 내”의 “자율규제 담당 부문(또는 기구)”이 Nasdaq시장의 경우처럼 시장운영기관과 자율규제기구로 독립하여 존재하여야 할 필요는 없을 것으로 판단된다. 왜냐하면 앞에서 언급한 것처럼 심지어 코스닥시장이 실질적 주식회사제로 소유구조를 전환하여 영리를 추구하게 된다 하더라도, 경제적 측면에서 볼 때 자율규제기능은 그 효율성에 있어서 큰 문제점이 없기 때문이다(재차 강조하지만, 이를 위해서는 “효율적 지배구조”가 뒷받침이 되어야 한다). 단지, 주식회사제로 소유구조를 전환할 경우, 자율규제기능 중 상장기능은 신시장의 역할을 담당하는 코스닥시장의 특징을 반영하여, 신시장의 특성과 현황을 전문적으로 평가하는 “상장평가회사” 등의 설립을 허용함으로써 상장기능을 경쟁적으로 수행할 수 있도록 하는 방안을 모색하는 것도 바람직하다고 생각한다.

그러나 현재의 코스닥시장의 운영구조와 관련하여 자율규제기능을 논하는, 이상의 개선 방안은 시장통합과 연관된 다른 개선 방안과 마찬가지로 실현될 가능성이 매우 낮다. 하지만 이상의 개선 방안에 담겨져 있는 핵심 철학은 규범적 성격을 가지고 있으므로 신시장으로서의 코스닥시장의 발전을 위해 항상 견지되어야 하며, 시장통합의 구체적 논의 사항에 반영되어야 할 것이다. 이를 위해 다음에서 다루는 코스닥시장의 자율규제기능 개선 방안의 두 번째 단계는 시장통합시 숙고해야 할 사항이므로 본 보고서의 연구 범위에서 약간 벗어나지만 사안의 중요성

때문에 참고용으로 제시한다.

두 번째 단계의 논의는 시장통합으로 탄생할 가칭 (주식회사) “한국 증권선물거래소”에 자율규제기능(코스닥 담당 포함)을 설치하는 방식에 관한 것이다. 이에 대해 본 보고서는 영리추구가 목적인 거래소의 주식회사화 자체가 준공공적 자율규제기능을 침해할 가능성이 있기 때문에, 자율규제기능을 독립된 기구로 분리해야 한다는 것은 최소한 “경제학적인 측면”에서는 근거가 없다는 점을 강조하고자 한다.⁹³⁾ 즉, 거래기능과 규제기능을 서로 독립적인 조직으로 구분하여 NASD처럼 비영리 독립 자율규제기관이 자율규제를 전담(규정의 선정 및 집행)한다면, ① 거래소가 거래소 서비스의 수요에 영향을 주는 새로운 규정의 채택으로 획득하는 혜택을 내부화할 수 없기 때문에 단일조직(통합 거래소)의 비효율성은 개선되지 않을 뿐만 아니라 오히려 악화될 수도 있다. 또한 이러한 혜택의 내재화 측면에 관한 분석적 결과 이외에도, ② 비영리 독립 자율규제기관은 주어진 규정을 집행하기 위한 직접비용을 통제하려는 유인이 매우 적고, ③ 규제라는 산출물의 질적 수준을 개선하기 위한 혁신을 추구할 유인도 적으며, ④ (좋은 의미든 나쁜 의미든 간에) 독점성으로 인해 비효율적으로 될 수도 있다.

여기서 강조해야 할 사항은 거래소 소유구조를 주식회사제로 전환하는 그 자체가 반드시 시장운영기관과 자율규제기구의 분리를 수반하는 것은 아니라는 점이다. 시장의 운영구조와 자율규제에 영향을 미치는 가장 중요한 요인은 단일조직의 지배구조가 어떻게 설계·운영되고 있는가이며, 이는 최근에 발생한 NYSE의 Richard Grasso 관련 사건에서도 잘 나타나고 있다. 따라서 한국의 경우 현재 시장통합이 구체화되고 이에 따라 통합 거래소의 자율규제기능에 대한 기구설립 여부가 논의되고

93) 이에 관한 경제학적 논의에 대해서는 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정(2003)을 참조하기 바란다.

있는데, 이러한 시점에서 Nasdaq시장의 예는 하나의 예일 뿐이며 실제로 Nasdaq시장의 자율규제와 관련한 효율성 문제는 그 논의가 해마다 되풀이되고 있다.

따라서 코스닥시장의 경우에 한국 주식시장이 통합되더라도 자율규제기능을 갖는 기구(가칭 “시장감시위원회”)는 통합 거래소 외부에 독립적으로 존재하는 것보다는 통합거래소 내부에 존재하되, 지배구조의 독립성을 최대한 보장하는 형태가 되는 것이 가장 바람직하다고 생각한다.⁹⁴⁾ 현재 논의되고 있는 시장감시위원회는 시장간 연계감시, 매매심리, 회원감리 및 회원징계를 통하여 통합 거래소의 주식회사 전환에 따른 공익성 담보의 역할을 수행할 것이다. 이 경우 통합 거래소 내에 시장감시위원회를 두고 산하에 “코스닥 전담 소위원회”를 구성하여, 코스닥시장 자율규제기능을 수행하는 것이 바람직하다고 판단된다. 물론 효율적인 지배구조를 확립하여 위원회의 공정성과 독립성을 제도적으로 보장하는 것은 더 언급할 필요도 없는 중요한 선결사항이다.

다. 지배구조

2) 지배구조

영리 목적의 주식회사제 거래소가 회원제 거래소에 없는 장점을 발휘할 수 있으려면, 시장의 건전성과 운영의 효율성, 그리고 투자자보호를 균형 있게 유지할 수 있는 효율적 지배구조가 필수적이다. 이러한 효율적 지배구조를 갖추기 위해서는 두 가지 요소를 고려하여야 하는데,

94) 자율규제와 관련하여 호주증권거래소(Australia Stock Exchange, ASX)가 채택하고 있는 구조 및 운영은 시장통합을 추진하고 있는 한국 주식시장에 많은 시사점을 제공하고 있다고 판단된다.

첫 번째는 급속하게 변화하는 시장 환경에 탄력적으로 대응할 수 있도록 의사결정구조가 구축되어야 한다는 것이다. 두 번째는 규제를 담당하는 거래소의 준공공적 요소를 담보하기 위해서 주주와는 독립적으로 임명되는 이사의 수가 “적어도” 이사회의 과반수를 넘어서야 한다는 것이다.⁹⁵⁾

Ⅲ장에서 살펴보았듯이, (주)코스닥증권시장의 이사회는 총 8인의 이사 가운데 6인이 실질적으로 증권업협회의 영향력 안에 있는 구조로 되어 있다. 또한 앞에서 지적한 소유구조 측면에서도 (주)코스닥증권시장의 (형식상의) 주주들은 증권시장의 참여자가 아니고 비영리기업인 경우가 대부분이기 때문에, 이사회가 코스닥시장의 보다 적극적인 발전 전략을 구상하는데 있어서 많은 한계가 있다. 따라서 소유 및 지배구조의 개선을 통하여, 한편으로는 동북아 신시장의 핵심으로서의 위상을 확립하려는 노력에 부합하고, 다른 한편으로는 광범위한 시장 참여자의 이익을 대변할 수 있도록, 증권사, 해외 투자자, 신산업 종사자 등을 포함하는 공익대표 위주로 이사회를 개편할 필요성이 있다. 물론 공익성을 대표하는 이사가 이사회의 과반수 이상이 되도록 개선하여야 할 것이다.

한국 주식시장이 통합된다 하더라도 지배구조에 대한 이러한 일반적 논의는 여전히 유효하다. 정부안에 의하면 시장이 통합될 경우 코스닥시장은 가칭 “한국증권선물거래소” 산하의 일개 시장사업본부가 되며, 가칭 “시장위원회”가 설치되게 된다. 따라서 위에서 전개한 논의의 핵심

95) 최근 진행되고 있는 NYSE의 Richard Grasso 관련 사건으로 임시회장인 John Reed가 잇달아 제시하고 있는 NYSE 개혁안에 의하면 이사회의 인원구성이 기존의 27인에서 8인으로 대폭 감소하였으며, 이들 “모두”는 발행회사, 스페셜리스트 및 중개회사와는 전혀 무관한 이사로 구성되어 이해상충의 여지가 상당 부분 제거되고 있음을 알 수 있다(물론 이것도 충분하지 않다는 비판이 여기저기에서 나오고 있지만). 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. Norris and Thomas, 2003, “Big Board Head Offers Detailed Overhaul Plan,” *The New York Times*, article(11. 6).

사항인 이사회는 독립적 운영은 “시장위원회”의 독립적 운영과 일치하는 것이다.⁹⁶⁾ 여기에 더하여 산하의 “코스닥시장 전담 소위원회”가 주시장인 지금의 KSE와 보완적 경쟁관계를 가질 수 있는 신시장의 위원회로서의 역할을 다하기 위하여 코스닥시장의 특성을 충실히 대변할 수 있는 위원으로 위원회가 구성되어야 할 것이다.

라. “선진 IT 한국”을 선도하는 동북아 핵심 신시장으로서의 위상 확립

IV장에서 살펴보았듯이 한국경제에서 (신)성장형기업은 세계 주요국과 비교할 때 그 비중이 매우 크며 발전 정도도 크게 앞서 있다. 이러한 역량을 가지고 있는 한국의 신성장형 산업을 지속적으로 발전시키기 위하여, 대내적으로는 코스닥시장을 효율적으로 운영하고 대외적으로는 한국의 신시장이 주변부 시장이 되지 않도록 하는 것이 중요하다.

우선 우리 주변 국가들의 주시장을 살펴보면, 중국의 상하이증권거래

96) 재차 강조하지만 시장통합과 밀접하게 관계 있는 개별 사항에 대한 논의는 본 보고서의 연구 범위를 벗어나는 것이다. 단지 참고 사항으로 지배구조와 관련한 정부안을 살펴보면 시장위원회는 통합 거래소 이사회에서 위임한 사항을 심의·의결하고, 시장의 운영과 관련된 규정의 제·개정권을 가진다. 특히, “코스닥 시장사업본부”가 독립적으로 사업계획을 수립하고 업무를 집행할 수 있도록 하기 위하여 예산과 인사에 대한 권한을 일정한 한도 내에서 보장받도록 하고 있다. 이와 함께 코스닥시장이 하나의 독립적 사업본부로서의 기능을 원활히 수행하도록 하기 위해서 상장, 공시, 제도개선, 신상품 개발 및 일상적 시장감시 등의 시장관리업무와 매매체결, 시장조치와 같은 시장운영업무 그리고 마케팅과 조사·연구 등의 기타 업무를 수행하도록 하고 있다. 이에 더하여 코스닥시장은 시장본부장에 대한 각자 대표권 부여 및 시장위원회 소관업무의 정관 적시를 시장사업본부의 실질적 독립성 확보 차원에서 추가적으로 요구하고 있다.

소(Shanghai Stock Exchange)는 그 목표를 세계 1위 시장에 두고 있으며, 홍콩과 싱가포르의 HKEx, SGX 또한 세계화를 추구한 것이 이미 오래 전의 일이다. 일본의 TSE는 말할 필요조차 없이 이미 세계적이다. 따라서 주시장을 비교할 경우 KSE의 움직임은 많이 뒤쳐지고 있다는 느낌을 지울 수 없다.

그러나 신시장을 돌아보면 상황은 달라진다. 일본, 홍콩, 싱가포르의 신시장들은 국지적 성격이 강할 뿐만 아니라 그 활약상이 미미하며, 중국의 차스닥(Chasdaq)시장은 아직 논의만 무성할 뿐 운영되고 있지 않다. 따라서 여기에 우리가 코스닥시장을 동북아의 핵심 신시장으로 키워 나갈 수 있는 가능성이 잠재해 있다. 즉, Nasdaq이 Nasdaq-Japan을 통해 구현하고자 했던 것을 우리의 코스닥시장이 실현해야 한다는 것이다.

혹자는 Nasdaq도 실패한 것을 코스닥시장이 실현할 수 있을까라고 의심할 수 있지만, 우리에게서 커다란 가능성이 있다고 판단된다. 먼저 Nasdaq-Japan의 시도가 실패한 것은 경제 및 문화에 대한 이해 부족과 부적절한 시기(전세계적 주식침체에 개설) 등과 같은 문제점에서 비롯된 것이지, 그 시도 자체가 의미 없었던 것은 아니다(Nasdaq은 비록 시일이 걸리겠지만 다시 돌아온다고 했음). 앞서서도 언급하였듯이 한국은 주변 국가들에 비해, 신성장형 산업의 인프라가 월등히 앞서 있을 뿐만 아니라 신성장형 산업에 대한 정서 및 문화가 훨씬 유연하고 개방적이라는 장점을 가지고 있다. 또한 무엇보다도 향후 한국경제에서 신성장형 산업이 차지하는 중요성이 매우 커질 것이고, (신)성장형기업들의 경우 주변 경제 강국들과의 경쟁에서도 우위를 점할 수 있는 가능성이 매우 높다.⁹⁷⁾ 따라서 코스닥시장을 동북아의 핵심 신시장으로 가꾸어 나아가

97) 코스닥시장이 동북아의 핵심 신시장으로 자리를 잡기 시작하면 Nasdaq의 동북아 시장 접근도 변화될 수 있을 것으로 판단된다. 이로 인해 코스닥 시장과 Nasdaq과의 전략적 제휴가 이루어질 수 있다면 이는 한국의 주시장 및 한국 주식시장에도 크나 큰 긍정적 효과를 가져올 것이다.

는 것이 코스닥시장이 한국 경제 및 한국 자본시장의 육성을 확보할 수 있는 하나의 비전일 수 있다.

2. 시장미시구조 개선 방안

가. 수입·지출 및 자산구조

현재 대부분의 수입을 중개수수료에 의존하고 있는 코스닥시장의 수입구조를 장기적으로 상장수수료의 증대, 특히 다양한 정보서비스 개발 등을 통한 정보판매수수료 수입의 증대 등으로 다변화해야 할 필요가 있다. 거래시스템의 개선 등 향후 전산 관련 대규모 투자비용의 소요가 예상되는 바 잉여자금의 지속적 확보 또한 필요한 실정이다. 현재 유동자산의 비중이 비교적 높은 상태이나, 잉여금 적립은 자산구조 측면을 살펴볼 때에도 필수적이다. 왜냐하면 실시간 백업 시스템 등 전산인프라의 지속적 확충, 공시 오류, 전산장애 등 각종 위험에 대비한 배상책임 위험적립 등 대규모 자금적립이 요구되기 때문이다.

나. 등록법인 관리제도

재차 강조하지만 등록법인 관리제도는 코스닥시장의 새로운 패러다임을 구현하기 위한 시장미시구조 개선 방안 중에서 “가장 핵심적인 부분”이다. 왜냐하면 코스닥시장의 거시구조를 포괄하는 명제인 위상 재정립과 등록법인 관리제도의 등록 및 퇴출 요건이 직접적으로 맞물려 있기 때문이다.

1) 코스닥시장의 시장관리 방향

가) 코스닥시장의 새로운 등록 방안

코스닥시장은 전통적인 시장(traditional market)으로서의 역할과 신시장으로서의 역할이 공존하고 있는 시장이다. 따라서 전통적인 시장의 가장 중요한 기능인 풍부한 유동성을 바탕으로 한 “가격발견기능”(price discovery function)과 신시장의 주요한 역할인 “가격형성기능”(시장에서 적절한 기업가치 평가)을 동시에 “효율적으로” 수행하여야 한다.

이를 위해 가장 바람직한 방안은 코스닥시장의 등록요건을 “범주(category)”로 구분하여 성장형기업과 일반기업 모두에게 보다 유연한 “개방형진입(open entry)” 방법을 제공하는 것이다. 이는 새로이 정립되어야 할 코스닥시장의 위상이 신시장과 전통적인 시장의 역할을 아우르는 것이므로, 이에 근거한 매우 다양한 특성을 지닌 등록기업(물론 자격을 갖춘 기업임)에게 코스닥시장의 접근을 가급적이면 용이하게 하기 위해서이다. 이를 위해서는 현행 벤처기업과 일반기업에 적용되고 있는 등록요건을 일정 부분 강화하여 이를 현실화하여야 한다. 등록요건을 현실화하면 어느 정도 코스닥시장의 질적 수준은 통제될 수 있을 것이다. 그러나 범주별로 등록요건을 현실화(강화)한다 하더라도 등록초기부터 기업의 질적 수준이 완전히 통제될 수는 없다. 따라서 코스닥시장의 운영기관이 소위 “기업의 옥석(玉石) 구분”을 위하여 아래에서 기술하는 “기업특성 자율선택 시스템(案)”을 이용하여 시장을 구분⁹⁸⁾한다면 보다 효과적으로 시장의 질적 수준을 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 등록요건을 범주별로 현실화하여 이를 강화하고, 여기에 코스닥시장의 운

98) “시장구분”과 “소속부제도”라는 용어를 코스닥시장의 등록 개선방향에 사용하는 것은 바람직하지 않은 듯하다. 왜냐하면 용어의 뉘앙스가 마치 코스닥시장 등록법인을 우등기업과 열등기업으로 구분하는 것 같기 때문이다. 따라서 새로운 용어가 필요하다고 판단된다.

영기관이 소위 “기업특성 자율선택 시스템(案)”을 이용하여 시장을 구분함으로써 투자자가 등록기업의 질적 수준을 판단할 수 있는 관리방법을 제공하게 되면, 앞에서 새로이 정립한 코스닥시장의 위상을 구현하는데 큰 도움이 될 뿐만 아니라 투자자의 코스닥시장에 대한 신뢰회복 및 투자자보호에 매우 긍정적인 효과가 있을 것으로 예상된다.

이 경우 퇴출제도는 범주별로 “등록유지요건”을 준수하는 것으로 전환하여 관리하는 것이 바람직하다. 범주별로 등록을 허용하기 때문에 등록유지요건을 등록 당시의 범주별로 만드는 방법과, 아니면 가급적이면 공통요건으로 하고 나머지는 특별로 하는 방법이 있을 수 있다.

나) 코스닥시장의 “기업특성 자율선택 시스템”에 의한 시장구분

등록관리의 효율성 제고와 등록기업의 옥석을 구분하기 위해서는, 코스닥시장 등록법인의 질적 수준을 시장 내에서 구분해주는 것이 바람직하다. “기업특성 자율선택 시스템(案)”과 관련된 개선방향은 “규정”의 제·개정이 수반되는 “등록·등록유지관리·퇴출 제도”의 개선이 아니라, 코스닥시장 운영기관(또는 운영주체)에 의해 발행기업과 투자자를 위한 시장브랜드를 제공하는 마케팅 수단으로서의 등록관리제도의 개선을 의미한다. 이는 또한 시장의 질적 수준을 유지하고, 운영의 편의(또는 효율성)를 확보하기 위한 방법을 의미하기도 한다.

현재 코스닥시장은 우량기업과 비우량기업이 혼재하고 있고, 이에 대한 시장관리기능도 미비함에 따라, 투자자들에게는 코스닥시장이 비우량기업에 의해 압도당하는 시장이라는 믿음을 주어 우량기업조차도 제대로 평가를 받지 못하고 있는 실정이다. 따라서 이를 해결하기 위한 방안으로 3단계로 이루어지는 다음의 개선방향을 생각해 볼 수 있다.

즉, ① 등록요건을 범주로 구분하여 보다 유연한 “개방형진입(open

entry)” 방법으로 등록할 수 있도록 한 다음, ② 발행기업과 투자자들이 위험에 대한 선호에 따라 시장과 투자를 스스로 선택(self-selecting)할 수 있도록 하는 것이다. 이를 위해서는 DB(또는 Euronext)에서 채택하고 있는 General Standard 부 및 Prime Standard 부와 유사한 방식⁹⁹⁾을 이용하여, 기업 “경영 투명성을 위주”로 시장의 질적 수준을 구분하는 것이 바람직하다. ③ 일단 발행기업과 투자자들이 자신들의 무대를 선택한 후에는 다양한 지수를 통하여 등록관리를 수행하도록 한다. 이러한 등록유지관리 방식은 코스닥시장을 개인투자자 위주에서 기관투자자 위주로 변모시키는데 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

코스닥시장에 상기한 “기업특성 자율선택 시스템”의 도입을 위해서는 DB와 Euronext의 “Prime Standard 부”와 “NextPrime 부”에 해당하는 부서를 갖추어야 한다. 물론, 이러한 부서는 등록기업의 경영 투명성을 주요 내용으로 하여 코스닥시장 등록기업의 질적 구분을 하기 위해 필요한 것이다. 그러나 무엇보다도 강조해야 할 사항은, 이러한 시장구분이 등록기업을 “우등 또는 열등” 기업으로 “직접적으로” 구분하는 것이 아니라는 것을 시장에 인식시켜야 한다는 점이다.

따라서 이에 대한 명칭으로 코스닥시장을 “K-Class(案)”(Prime Standard 부에 해당)와 “S-Class(案)”(General Standard 부에 해당)로 구분하는 것을 제안하고자 한다. 여기서 “K-Class”와 “S-Class”는 우열에 대한 어떠한 의미도 함축하고 있지 않은 용어이다.

일례로써 “K-Class”와 “S-Class”로 시장의 질적 수준을 구분하는 가이드라인을 제시하면 다음과 같다. 현재 코스닥시장의 모든 등록기업에게 요구되는 등록유지관리에 관한 규정이 “S-Class”에 해당된다. 이 경우 “형식적”으로 코스닥시장의 “S-Class”는 DB의 “General Standard 부”와 어느 정도 비슷한 수준이다(내용적으로는 DB의 “Prime Standard

99) Euronext의 경우에는 NextEconomy 부와 NextPrime 부로 구분하고 있다.

부”의 약 80% 수준에 해당함).

코스닥시장의 “K-Class”는 “S-Class”의 요건에 다음 사항이 추가적으로 요구된다. 첫 번째로, 기업지배구조 요건을 들 수 있다. 기업지배구조가 높으면 기업가치(또는 기업의 성과)가 높다.¹⁰⁰⁾ 물론 좋은 기업지배구조의 채택이 좋은 기업가치와 인과관계를 갖는지, 아니면 좋은 성과(또는 투자기회)를 가진 기업이 좋은 지배구조를 선택하는지는 아직 실증적으로 규명된 바가 없다. 그러나 최근의 연구를 보면 기업지배구조라는 변수가 기업의 성과를 나타내는 변수(Tobin’s q를 포함)와 인과관계를 갖는다는 Black, Jang, and Kim(2003)의 연구결과는 이에 대한 많은 시사점을 제공한다.

기업지배구조를 시장구분에 적용하기 위한 구체적인 예로서 다음을 고려해 볼 수 있다(구체적인 사항은 향후 검토가 필요함).

- 현재 자산규모 2조 원 이상의 기업에 요구되는 기업채무구조 규정에 해당하는 요건을 자산규모와 상관없이 모든 기업에 대하여 요구함(이는 결과적으로 “S-Class”보다는 높은 기업채무구조를 요구하는 것임).
- 독립성을 확보한 감사위원회 설치
- 대주주와 기업과의 거래에 관한 높은 투명성 요건

둘째, 해당 기업에 대한 애널리스트의 분석(analysts’ coverage following)을 들 수 있다. 애널리스트의 분석은 투자자의 해당 기업에 대한 정보비대칭 정도를 감소시키는 역할을 수행한다. 이를 적용하기 위한 구체적인 예로써는 다음을 고려해 볼 수 있다(구체적인 사항은 향후 검

100) 매일경제신문, 2003, “기업 지배구조 고치려면 분배보다 성장정책 펴야”, 매경-미시간MBA 특별세미나, 기사(4. 29). Black, Jang, and Kim, 2003, “Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence from Korea,” working paper, Stanford University.

토가 필요함).

- ㉠ 해당 기업을 분석하는 애널리스트의 최소 수
- ㉡ 해당 기업에 대한 애널리스트의 등급 등

셋째, 주요 보고서들을 영문으로 작성하고, 이를 웹사이트에 게시한다. 현재도 등록기업의 주요 보고서는 영문으로 작성하여야 하나, 이들의 웹사이트 게시는 요구사항이 아닐 뿐더러, 실제로도 이를 수행하는 기업이 드문 형편이다. 그러나 코스닥 유망종목에 대한 해외 기관투자자들과 해외 거래소의 관심이 있기 때문에, 투자유치의 다양화를 위해 영문 보고서의 웹사이트 게시는 바람직하다고 생각한다.

그밖에, 만일 코스닥시장이 “매매거래 비활발종목”에 대해 지금과는 다른 거래메커니즘을 사용한다면, “K-Class”에 속하는 기업은 현재와 같은 “연속적인 접속매매” 형태의 거래메커니즘을 유지해야 할 것이다.¹⁰¹⁾

2) 등록·등록유지관리·퇴출제도의 개선방향

코스닥시장의 현행 등록제도, 등록유지관리제도, 퇴출제도의 개선방향에 대해서 “원칙”과 “다소의 구체성”을 중심으로 제시하고자 한다. 코스닥시장의 등록·등록유지관리·퇴출제도에 대하여 제안하는 방향을 “실제로 적용하기 위한 모든 세부사항에 대해서는 추후에 독립적인 연구가 필요”하다.

101) 매매거래 비활발종목의 경우 현재의 연속적인 접속매매보다는 동시호가 방식(call auction)이나, 소위 “유동성제공자(liquidity provider)”의 도입이 바람직하다. 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 엄경식·윤지아, 2001, 『매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안: 한국증권거래소를 중심으로』, 한국증권연구원, 이슈페이퍼 01-08.

가) 등록제도

앞에서 논의한 바대로, 코스닥시장의 “등록요건을 ‘범주(category)’로 구분하여 성장형기업 및 일반기업 모두에게 보다 유연한 ‘개방형진입(open entry)’ 방식을 도입”하는 것을 코스닥시장의 새로운 “시장등록제도의 방향”으로 제안한다. 이를 위해서는 새로운 등록제도로 ① 몇 개의 범주를 어떠한 방식으로 만들어야 하는지, ② 각 범주는 어떠한 등록요건을 갖추어야 하는지에 대한 원칙과 구체적인 요건이 필요하다.¹⁰²⁾ 각 범주에 해당하는 등록요건들은 코스닥시장의 새롭게 정립된 위상을 바탕으로 “기본적으로” “일정 수준” 이상으로 강화될 것이다. 또한 새롭게 재정립된 코스닥시장의 위상을 보다 확실히 달성하기 위해서는, 위에서 언급한 “기업특성 자율선택 시스템(案)”의 도입이 수반되어야 한다.

본 보고서의 IV장에서 제시된 코스닥시장이 가져야 할 위상 또는 정체성을 바탕으로 하여, 등록범주를 ① “일반기업 1”, ② “일반기업 2”, ③ “성장형기업 1”, ④ “성장형기업 2” 등의 4가지 범주로 구분하여 코스닥시장에 등록하고자 하는 기업들이 시장에 진입할 수 있게 하는 것이 바람직하다. 이렇게 함으로써 코스닥시장에 등록시 일반기업과 성장형기업 모두 자신의 기업 특성에 따라 유연한 선택을 할 수 있게 되기 때문이다.

범주 중 “일반기업 1”과 “일반기업 2”에 해당하는 등록요건들은 가급적 동일한 질적 수준을 유지하도록 하였으나, “성장형기업 1”과 “성장형기업 2”의 경우는 그 특성이 매우 상이하야 이 원칙을 유지할 수가 없었다. 만일 위의 네 범주를 질적으로 동일한 수준의 등록요건으로 하

102) 위에서도 지적하였지만 본 보고서에서는 등록제도 개선방향의 원칙과 함께 “어느 정도의 구체적인” 요건만을 제시한다. “적용할 수 있는 단계의 구체성”을 갖춘 요건은 향후 별도의 연구가 필요할 것으로 보인다.

려면 결국 “성장형기업 1”이나 “성장형기업 2”에 맞추어야 하는데, 이는 코스닥시장의 구조적 문제점인 등록기업의 옥석(玉石) 구분을 포기하자는 것과 마찬가지로이다. 여기에서, 범주의 명칭은 하나의 예로써 제시하는 것이므로, 이를 다른 이름으로 불러도 무방하다.

코스닥시장의 새로운 위상에 적절한 등록방법으로는, 원칙적으로 “기업의 특성”을 가지고 범주(“일반기업 1, 2” 및 “성장형기업 1, 2”의 구분)를 구성하나, “성장형기업 2”의 경우에는 “업종”을 가지고 범주를 구성하는 것이 바람직해 보인다. 각 범주에 대해 보다 자세하게 논의하면 다음과 같다.

(1) “일반기업 1” 범주

이 범주의 경우, 일반기업의 특성을 드러낼 수 있는 요건을 구체적으로 등록요건에 포함시켜야 한다. 일반기업을 위주로 상장요건을 구성하고 있는 KSE의 상장요건(요건 1)을 코스닥시장의 “일반기업 1”의 특성에 대한 구체적 요건을 수립하는데 준거로 삼는 것도 하나의 방법이다.

예를 들어, KSE 상장기준 중 수량으로 어느 정도 측정할 수 있는 요건의 경우 해당 요건의 3/4(또는 80%) 수준을 코스닥시장 “일반기업 1” 범주의 등록요건으로 구성한다. KSE 상장요건(요건 1) 중 코스닥시장에는 없는 “매출액” 및 “이익”, “자산가치” 등의 요건을 신설하는 것도 바람직하다(<표 V-1> 참고). 코스닥시장의 경우 등록비용 및 등록유지비용도 충당하지 못할 정도의 매출액을 갖는 기업이 존재하므로 등록요건에서 이를 여과하는 것도 바람직하다고 생각한다. 물론 양적인 기준을 KSE의 3/4(또는 80%) 수준으로 조정할 필요가 있으며, 현행 코스닥시장의 일반요건보다는 높지만, 너무 복잡하게 세분하지 않도록 한다. 그리고 3년 이상의 업력을 등록 요건으로 신설하여 이를 명확히 하는 것이

바람직하다.

<표 V-1> KSE 상장요건과 코스닥 등록요건(일반요건)의 비교

항목	KSE 상장요건(요건 1) ^{a)}	코스닥 등록요건(일반기업) (선택1, 2 중 높은 기준)	비고
규모요건	상장할 주식수	—	
	자본금	5억 원 이상	
	자기자본	100억 원 이상	
	매출액	—	★
	—	※ 선택2의 경우 자산총계 500억 원 이상	
분산요건	소액주주의 소유주식수 등	유사함	
	의무 공모	유사함	
	소액주주의 수	500인 이상	
	최대주주등의 총 지분율	유사함	
채무요건	부채비율	동종업계의 1.5배 미만 요건 이외에 부채비율 100%도 가능함.	
	이익 등(영업이익, 경상이익, 당기순이익 중 적은 금액을 기준으로 산출)	—	★
	자산가치		
	수익가치		
안정성 및 건전성 요건	자본잠식	없을 것	
	설립경과 연수	유사함.	
	유상증자 한도	100% 이하	
	무상증자 한도	100% 이하	
	감사 의견	유사함.	
최대주주 등의 지분변동 제한	최대주주 및 5% 이상 소유주주의 지분변동이 없을 것		
기타요건	경영의 계속성	—	
	경영의 투명성	상근감사를 들 것, 거래소 요건에 비해 낮은 수준임.	
	기업공시 및 주주이익 보호	—	

a) KSE 상장요건의 구체적인 사항은 기술하지 않음. KSE 상장요건의 “항목”에 해당하는 사항은 KSE에 상장시 구체적으로 요구되는 요건임.

b) ★: 코스닥시장 “일반기업 1”범주 등록요건으로 신설을 고려하는 것이 바람직.

“일반기업 1”에 해당하는 기업이 KSE 대신 코스닥시장에 진입하게끔 하려면, 코스닥시장이 매력적인 시장으로서의 유인이 존재해야 한다. 이는 코스닥시장에 새로이 “기업특성 자율선택 시스템(案)”을 도입하여 스스로 “K-Class”에 진입하는 등록기업에 대하여 향후 코스닥시장의 마케팅 지원을 집중적으로 받을 수 있도록 함으로써 가능해진다. 또한 “규제 없이(또는 매우 약한 규제를 가지고), 다양한 방식으로 이 기업들이 자본을 조달 할 수 있도록 하는 방안”을 코스닥시장이 제공하여야 할 것이다.

(2) “일반기업 2” 범주

“일반기업 2” 범주의 등록요건도 “일반기업 1” 범주의 등록요건과 마찬가지로 일반기업의 특성을 드러낼 수 있는 요건을 구체적으로 등록요건에 포함시켜야 하지만, “일반기업 1” 범주의 등록요건보다는 모든 면에서 낮은 수준이어야 한다. 현행 일반요건과 비교해볼 때, 현행 수준을 유지하거나 또는 조금 낮은 수준으로 만드는 것도 가능하다.

그러나 여기에 반드시 “수익성요건”을 신설하여 포함시켜야 하며, 그 “수익성요건”은 KSE보다 높아야 한다. 2002년도를 기준으로 예를 들어 제시해 보면, 직전 년도 “자기자본수익률(ROE)”이 10~15%이고 최근 3년간 누적 ROE는 25%인 것이 적절하다고 판단된다. 이는 2002년 기준으로 코스닥시장 상위 100대 기업의 직전 년도 ROE가 10% 이상인데, 적어도 상위 100대 기업 정도 수준으로 진입하여야 코스닥시장의 질적 수준 향상에 기여할 수 있다고 판단되기 때문이다. 현재와 같이 수익성요건이 없는 상태에서 진입해도 상위 100대 기업의 ROE가 10% 정도이므로, 이러한 기업보다 더 양호한 기업이 코스닥시장에 진입하도록 해야 할 것이다.

최근 2003년 9월에 개정된 “유가증권협회등록규정”은 새로이 자기자본이익률(ROE) 요건을 추가하여 “현 등록기준에서의 일반기업 1”에 대해서만 최근사업연도말 10% 이상일 것을 요구하고 있고, “현 등록기준에서의 일반기업 2”에 대해서는 아무런 등록요건 변화가 없다. 따라서 이러한 등록요건 개정은 본 보고서에서 목표로 하는 코스닥시장의 바람직한 위상을 달성하는 방안과는 거리가 멀다고 할 수 있다.

또한 수익성 요건과 함께, 최근 3년 중 2년 동안의 영업현금흐름이 양(+)이어야 한다는 “영업현금흐름요건”을 신설하는 것이 바람직하다. 이 또한 “일반기업 2” 범주로 등록하는 기업을 적어도 현행 코스닥시장의 100대 기업 수준에 맞추기 위해서이다. 이 외에도 등록·등록유지관리 제도에 부채비율 및 배당과 관련된 유인책을 고려해 볼 만하다. 비록 영업성과는 양호하지 않지만 부채비율이 낮은 기업은 건전한 재무구조를 통해 코스닥시장 전체에 긍정적인 영향을 미친다. 코스닥시장의 특성상 배당을 너무 강조할 필요는 없지만, 장기투자자를 확보한다는 측면에서 이를 활용하는 것도 하나의 방법이다.

(3) “성장형기업 1” 범주

“성장형기업 1” 범주의 경우, 현행 벤처기업요건이 새로운 등록요건에 충분히 반영되어, 코스닥시장이 한국경제에서 신시장으로서의 역할을 충분히 수행할 수 있게 하여야 한다. 물론 현행 요건 중 객관적 실효성이 없는 벤처기업지정요건은 제거해야 한다. 현행 벤처기업지정요건 중 ① 벤처캐피털투자기업, ② 연구개발기업, ③ 신기술기업 중 “특허권”에 의한 요건 등은 “성장형기업 1” 범주를 위한 등록요건으로 계속적으로 고려되어야 한다. 그러나 신기술기업 중 “특허권” 이외에 벤처기업 평가기관에 의한 평가 요건에 대해서는 반드시 “우수성에 대한 객관화 작

업”이 선행되어야 할 것이다.

상기한 세 가지 요건(① 벤처캐피털투자기업, ② 연구개발기업, ③ 신기술기업 중 “특허권”에 의한 요건)의 수준은 지금과 비교해 보다 “양적(量的)으로” 객관화하여 강화하여야 할 것이다. 예를 들어, 현행 벤처캐피털투자기업으로 분류되기 위한 양적 기준¹⁰³⁾은 “자본금의 10% 이상이고 그 비율을 벤처기업확인 요청일의 직전 6월 이상(연속하여) 유지하여야 함”인데, 이 기준을 보다 강화하여 “성장형기업 1” 범주의 등록요건으로 할 수 있다. 또한, 연구개발기업 및 신기술기업도 벤처캐피털투자기업과 동일한 방법으로 객관적으로 그 기준을 강화할 수 있다. 그리고 이들 세 가지 요건의 경우 현재 ① 벤처캐피털투자기업, “또는” ② 연구개발기업, “또는” ③ 신기술기업으로 되어 있는데, 이를 “또는”이 아니라 “그리고”로 강화하는 것을 고려해 볼 수 있다

현행 벤처기업의 등록시 일반기업과 동일하게 적용되는 공통요건¹⁰⁴⁾이 있는데, 이를 본 장에서 새로이 정의되는 “일반기업 1” 범주의 등록요건 중 “공통요건”에 해당하는 것과 비교하여, 둘 중 강화된 요건을 “성장형기업 1” 범주의 새로운 등록요건으로 채택하는 것이 바람직하다.

(4) “성장형기업 2” 범주

“성장형기업 2”의 범주는 성장형기업 중에서 투자회수기간(회임기간)이 매우 긴 기업들을 대상으로 한다. “성장형기업 2”는 앞에서의 세 범

103) 창업투자회사(조합), 한국벤처투자조합, 신기술사업금융업자(조합), 다산벤처(주)의 주식(신주에 한함) 인수총액 또는 출자총액이 자본금의 10% 이상이고, 그 비율을 벤처기업확인 요청일의 직전 6월 이상(연속하여) 유지한 기업을 벤처캐피털투자기업으로 정의한다.

104) 공통요건은 주식분산요건, 자본상태, 증자제한요건, 최대주주 등의 지분변동제한, 기타요건, 질적요건 등이다.

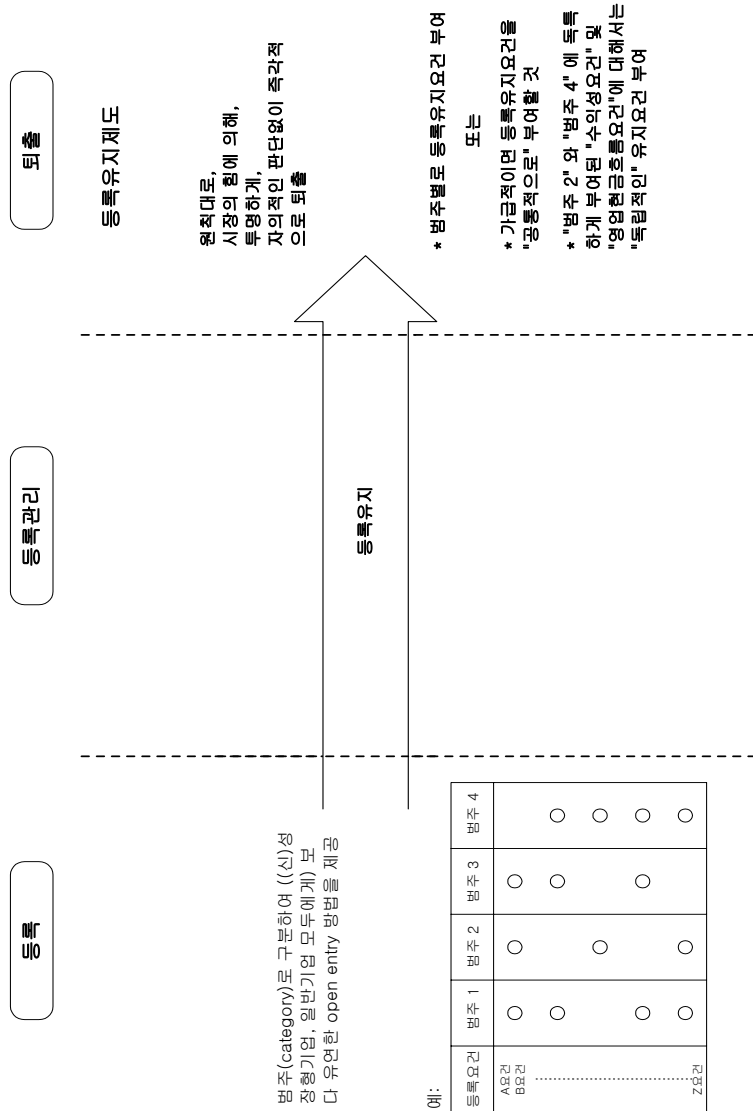
주와는 달리 기업의 특성이 아니라 “업종”으로 구분하는데, 이 범주에 포함될 수 있는 업종으로는 “생명공학”, “항공우주산업” 등이 있다.

“성장형기업 2”의 범주에 해당하는 등록요건은 투자회수기간이 매우 긴 기업이 속하는 업종의 특성을 최대한 살릴 수 있도록 해야 한다. 이 범주에 포함되기 위해서는 “성장형기업 1” 범주에 요구되는 현행 세 가지 벤처기업지정요건(① 벤처캐피털투자기업, ② 연구개발기업, ③ 신기술기업) 중에서 첫 번째 요건인 “벤처캐피털투자기업”만이 중요한 요건으로 작용할 것으로 판단된다. 다른 두 가지 요건은 “성장형기업 2” 범주에 속하는 기업이 코스닥시장에 등록된 후에나 갖출 수 있는 요건이라 할 수 있다.

“벤처캐피털투자기업”의 요건이 “성장형기업 2” 범주의 등록요건에 적용될 경우, 양적인 요건인 벤처캐피털의 자본금 참여 비율은 “성장형기업 1” 범주의 등록요건보다 강화하는 것이 바람직하다. 왜냐하면 “성장형기업 2”의 범주에는 다른 등록요건이 거의 없기 때문에, 벤처캐피털이 사업성 판단을 확실하게 하는 경우 원칙적으로 이 범주에 포함될 수 있도록 하자는 것이다. 그 밖의 요건으로 업력과 영업현금흐름에 대한 요건을 고려해야 할 것이다. 예를 들어, 핵심 기술의 임상실험 바로 전 단계이거나 업력이 7~8년 일 것, 향후 3년 동안의 “예상 영업현금흐름”이 양(+)-일 것, 과거 3년 동안의 “영업현금흐름” 또한 양(+)-일 것 등이다. 이는 TSX Venture Exchange의 예를 참고하면 도움이 될 듯하다.

“성장형기업 1”이 채택하고 있는 소위 현행 “공통요건”의 경우, 불공정거래의 가능성을 미리 차단하기 위한 “주식분산요건”을 제외하고는 “성장형기업 2” 범주의 등록요건에서는 제거하는 것이 바람직하다.

<그림 V-1> 등록유지관리제도 및 퇴출제도 개선방향:
등록유지제도로의 전환



나) 등록유지관리제도

현재 코스닥시장의 등록유지관리제도 및 퇴출제도에 관한 철학을 소위 “등록유지제도”로 전환한다. 등록유지제도는 퇴출제도보다 등록유지관리제도의 일부분을 포함한다는 점에서 보다 포괄적인 의미를 갖지만, 기능에 있어서는 퇴출제도와 동일하다. 단지, 퇴출을 위한 예비단계가 매우 짧고, 주식시장에서 수요자(발행기업, 투자자) 중심의 운영을 지향한다는 점에서 퇴출제도라는 용어보다는 보다 수요자 친화적인 용어라 할 수 있다.

위에서 언급한 범주별로 등록유지요건을 부여하지만, 가급적으로 상기한 네 가지 범주에 “공통으로” 적용할 수 있는 등록유지제도를 운영하는 것이 바람직하다. 예로써, 주식분산요건, 감사의견, 부도, 저가주요건, 거래량요건 등의 경우는 네 가지 범주 모두에 “공통적으로” 적용할 수 있는 등록유지제도로 운영될 수 있을 것으로 생각한다. “일반기업 2” 범주와 “성장형기업 2” 범주에 각각 독특하게 적용되는 등록요건인 “수익성요건”과 “(예상)영업현금흐름요건”은 이들 범주에만 “독립적으로” 적용되어야 할 것이다. 물론 등록요건보다는 조금 낮은 수준으로 등록유지제도를 운영해야 할 것이다.

다) 퇴출제도

위에서 언급하였듯이 현재 코스닥시장의 퇴출제도가 지닌 철학을 등록유지제도로 전환한다. 기본적으로 새로 채택되는 등록유지제도는 해당 기업이 ① 원칙대로 엄격하게, ② 시장의 힘(market power)에 의해, ③ 투명하게(in transparency), ④ 자의적인 판단 없이 즉각적으로(즉, 문제가 되는 사건이 완료되는 즉시), 시장에서 퇴출될 수 있도록 운영되어야

한다. 이 경우 현재 비교적 긴 퇴출 유예기간과 퇴출시 소송으로 인하여 퇴출이 지연되는 것과 같은 문제점을 해결할 수 있을 것이다.

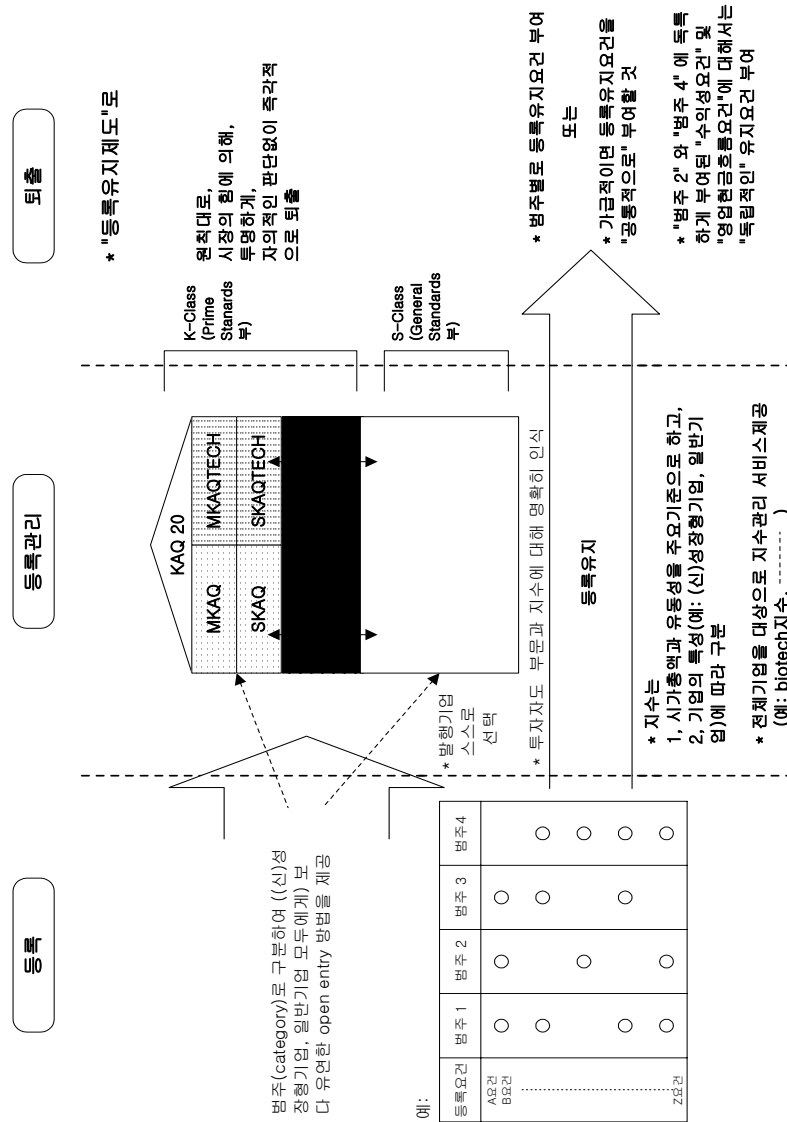
상기한 네 가지 범주 내에서 등록기업의 범주전환문제가 발생할 경우에는, 다음과 같은 방식을 따르는 것이 바람직하다. 첫째, 반드시 재심사를 하도록 하여야 하며, 둘째, 재심사를 하는 경우 양적인 요건, 즉 객관적인 요건만을 심사 대상으로 하여 이 요건이 충족되면 가고자 하는 범주로의 전환을 허용해야 한다.

벤처기업의 자격이 상실되는 등의 이유로 인해서 기존의 범주에 더 이상 적용될 수 없는 기업의 경우에는 다른 범주로 전환하여야 하는데, 다른 범주에서 요구하는 양적인 요건을 충족하지 못하면 관리종목지정 후 짧은 유예기간을 거쳐 “즉시 퇴출”시켜야 한다. 이와 같은 방법을 이용하면, 현재 벤처기업요건을 충족하지 못하게 된 벤처기업이 아무런 심사절차를 거치지 않고, 보다 높은 수준의 등록요건이 요구되는 일반기업부로 전환되어 시장의 건전성을 해치는 경우가 발생하는 현상을 방지할 수 있을 것으로 판단된다.

라) 기타 사항

이상의 “협회규정”과 관련한 “등록·등록유지관리·퇴출제도” 개선 방향과 더불어, 코스닥시장 운영기관에 의한 “시장구분을 통한 등록관리제도”를 종합하면 <그림 V-2>와 같다. 앞서서도 설명하였듯이 “기업특성 자율선택 시스템(案)”의 소위 “K-Class”와 “S-Class”에 의한 시장구분은 “규정”에 의한 등록유지관리제도가 아니고, 코스닥시장 운영기관이 수요자인 투자자와 발행기업에게 시장 브랜드를 제공하는 것이다. 이 경우 투자자는 자신의 선호에 의해 투자대상을 선택할 수 있고, 발행기업 또한 자신의 여건에 맞는 마케팅 수단을 갖게 되는 것이다.

<그림 V-2> 규정 및 시장의 힘에 바탕을 둔 코스닥시장의 등록, 등록유지관리, 퇴출 제도에 관한 개선방향



3) 등록유지제도 관련 기타 사항에 관한 제도 개선 방향

가) 규제 관련 사항

“유·무상증자 제한”, “재등록제도”, “우회등록방지제도”, “보호예수제도” 등과 관련한 코스닥시장의 현재 등록유지관리제도는, 보호예수제도를 제외하면 KSE와 거의 비슷한 정도의 규제수준을 가지고 있다(<표 III-16> 참조). 본 보고서가 제안하고 있는 가칭 K-Class 및 S-Class와 관련하여 K-Class를 선택한 기업에게는 상기 등록유지관리제도의 규제수준을 KSE보다 훨씬 낮게 적용하는 것이 바람직한데, 이는 코스닥시장의 발전을 위한 일종의 유인체계라 할 수 있다. 이 경우 현행법상 등록규정에서부터 시장구분과 관련한 규제 문제를 다루어야 하나, 본 보고서가 제안하고 있는 코스닥시장의 소위 “기업특성 자율선택 시스템(案)”은 시장운영기관이 자신의 브랜드를 제고하기 위한 마케팅 수단¹⁰⁵⁾이므로, 보다 효율적인 등록기업 관리가 이루어지기 위해서는 양 방식간에 조정이 필요할 것으로 보인다.

나) 투자유의종목제도와 관리종목제도

현재 코스닥시장에서는 재무상태 악화 등으로 등록법인의 경영이 부

105) (주)코스닥증권시장은 내년 2월부터 코스닥시장의 새로운 대표지수로 “스타지수”를 도입할 예정이다. 스타지수는 기업가치 및 시장대표성이 우수한 기업 30개를 대상으로 코스닥시장을 대표하는 지수를 위해 개발, 2003년 1월 2일을 기준으로 지수 “1000”에서 시작한다. 이 경우 “스타지수”가 “코스닥종합지수”보다 10배 이상 높은 괴리가 생길 가능성이 높으므로, 코스닥종합지수의 조정이 필요한 실정이다. 또한 새로운 지수가 도입되지만 앞에서 언급한 투자자와 발행기업에 대한 소위 “self-selection” 기능이 없어 등록기업의 옥석 문제는 여전히 남을 가능성이 높다.

실하게 된 경우 해당 종목의 퇴출 가능성에 대한 투자위험을 환기시키기 위해 관리종목제도가 시행되고 있다. 그러나 이 제도와는 별도로 공시 의무의 해태(懈怠) 등 불성실 행위를 따로 구분하여 이를 투자자들에게 공지하는 투자유의종목제도가 시행되고 있는데, 구태여 이 둘을 구분할 필요성과 실익은 그리 크지 않다고 생각한다. 오히려 이러한 분리는 투자자의 혼란을 가중시킬 가능성이 있으므로, 관리종목제도로 단일화하여 운영하는 것이 바람직하다.

다) 우회상장제도 관련 사항

현행 코스닥시장의 우회상장제도는 제도의 도입 취지와는 달리 악용되는 경향이 많다. 따라서 본래의 취지를 살릴 수 있도록, 현재 TSX Venture Exchange에서 사용하는 CPC(Capital Pool Company) 프로그램과 RTO(Reverse Take Over)와 같은 형식으로 보완하는 것을 고려해 볼 수 있다. CPC를 이용한 상장방법은 TSX Venture Exchange의 독특한 상장방법인데, 유능한 경영능력과 검증된 자금조달 능력을 가진 외부의 전문경영인이 설립초기 단계에서 자본과 경영기술이 필요한 신생기업과 만나 서로의 장점을 취해 상장할 수 있도록 하는 방법이다.

영업을 영위하는 일반회사와는 달리 자체적으로 자산 및 사업의 실체나 운영이 없는 기업(CPC)을 먼저 TSX Venture Exchange에 상장시키고 거래되도록 한 뒤, 설립단계의 성장가능성이 있는 기업을 인수하는 기법을 사용하여, IPO를 이용한 방식보다 좀 더 빨리 자금을 조달할 수 있는 기회를 부여한다.

다. 매매체결 · 공시제도

1) 매매체결제도

매매가 이루어지지 않으면서 주가가 급등하는 등 매매거래 비활발종목을 이용한 불공정거래가 속출하고 있다. 이러한 주식에 대하여 등록 관련 정책을 효율화함으로써 코스닥시장의 신뢰성과 건전성을 향상시켜 궁극적으로 투자자보호 및 효율적인 투자환경을 조성해야할 것이다.

이를 위하여 매매체결방식에 대해 검토할 필요가 있다. 첫째, 매매거래 비활발종목에 대해서는 정규거래시 현재 채택하고 있는 접속매매방식보다는 동시호가방식인 “일중 집중경쟁매매방식(intra batch auction)”에 의해서만 거래가 이루어지도록 고려할 필요가 있다. 일중 집중경쟁매매의 횟수는 현재 KSE 관리종목의 거래방법에서처럼 매 30분마다 거래가 이루어지게 할 수도 있고, 또는 독일의 경우처럼 하루 4번만 거래가 이루어지도록 할 수도 있다.¹⁰⁶⁾

둘째, 매매거래 비활발종목(illiquid stock)에 한하여 유동성제공자(liquidity provider)제도의 도입을 신중히 고려할 필요가 있다. 물론, 매매거래 비활발종목을 제외한 기존의 다른 종목에 대해서는 현행 경쟁매매방식을 유지하므로 일종의 혼합형 거래 메커니즘을 채택하는 것으로 볼 수 있다. 유동성제공자는 거래가 잘 형성되지 않는 종목의 유동성을 확충하기 위해서 “한 종목의 거래형성”을 일정한 스프레드 내에서 책임지며, 시장조성인과는 달리 시장에 대한 특수한 권리가 없이 매우 기본적인 역할만을 수행한다. 따라서 이러한 혼합형 거래 메커니즘은 현행 순수경쟁매매 메커니즘의 긍정적 효과를 유지하면서 가격효율성을 제공

106) 한상범 · 이은정, 2001, 『각국의 증권거래제도 및 거래시스템 비교분석』, 한국증권연구원, 조사보고서 01-03.

할 수 있다는 장점이 있다.¹⁰⁷⁾ 유동성제공자제도를 도입할 경우에는 Euronext와 같이 시장조성이 충분한 경제적 유인을 가지고 시장조성업무를 할 수 있도록 시장조성인에게 수수료와 같은 거래비용의 감면혜택 등이 부여되어야 할 것이다. 또한 유동성제공자를 Nasdaq의 시장조성인과 혼동하여, 이미 시장규제 및 관리가 체계화되어 있고 매매체결방식 또한 완전 전산화된 순수경쟁매매 메커니즘을 채택하고 있는 코스닥시장을 딜러시장으로 완전히 전환하려고 한다는 시대착오적 발상의 오해도 불식시켜야 할 것이다

매매거래 비활발종목과 연관된 불공정거래를 방지하고, 가격발견기능 및 유동성을 제고하기 위해 상기한 두 가지 방법을 채택할 경우, 무엇보다 중요한 점은 유동성의 정도에 의하여 분할된 시장(즉, 매매거래 활발종목 및 비활발종목)간의 종목 이동이 양적 조건만 충족하면 자동적으로 이루어지도록 하여야 한다는 것이다.

매매체결제도와 관련하여 추가적으로 언급할 만한 것은 “시장일시중단제도(circuit breakers)”이다. 급격한 가격변동을 방지하기 위하여 현재 주요 거래소에서 채택하고 있는 시장일시중단제도 중 코스닥시장은 “사이드카(sidecar)”만 시행하고 있는데, “거래정지(trading halt)” 또는 “콜라(collar)” 등의 도입도 고려할 만 하다.¹⁰⁸⁾

107) 이에 대한 자세한 논의는 선정훈·엄경식·정재만·한상범(2003)을 참고하기 바란다.

108) 시장일시중단제도는 “circuit breakers”라는 이름으로 2001년 10월 15에 시행되었다. 미국에서 채택하고 있는 “콜라(collar)”란 Dow Jones Index가 전일에 비하여 50 포인트 이상(또는 이하)으로 움직일 때, NYSE 규칙 80A에 의하여 index arbitrage 주문의 경우 소위 “tick test”를 통과해야 하는 것을 의미한다. “tick test를 통과한다”는 것은 주가가 하락(상승)할 경우, 앞선 주문보다 높은(낮은) 가격의 팔자(사자)주문만이 거래가 체결 되도록 하는 것을 의미한다.

2) 공시제도

증권거래법 제186조 규정(상장법인 등의 신고·공시 의무 등)의 취지에 맞게 금융감독위원회 규정 및 협회중개시장 운영 규정상의 수시공시 시한을 “지체 없이”로 개선하여야 한다. 그리고 사유발생시 “지체 없이” 공시를 하지 않았고 이것이 불성실공시 및 내부자거래와 연관이 있다고 판단될 경우, 관련 입증 책임이 해당 기업에 귀속되도록 해야한다. 이는 증권 관련 매체의 다양화(Internet, HTS, 증권방송 등)에 따른 환경변화에 적극적으로 대응하는 것이며, 이를 통하여 공시정보 전달기간의 단축, 정보의 비대칭성 감소, 내부자의 독점적 정보보유기간 최소화로 불공정거래 가능성 축소 등의 효과를 기대할 수 있다. 2002년 11월 이후 공정공시제도가 도입되었는데, 이는 기관투자자 및 애널리스트 등에게 제공되던 정보를 동시에 일반투자자에게도 제공하고자 하는 취지에서 시행되었다. 따라서 사유발생시 “지체 없이” 공시되어야 하는 수시공시 시한의 문제가 해결된 것이라고는 볼 수 없다.

사업보고서 등 정기공시를 개선하여 질적 충실화 및 양적 간소화가 이루어질 수 있도록 한다. 투자자보호, 투명성 제고 등의 질적 충실화를 위해서 주요 영업·재무의 변동사항에 대한 경영진의 설명을 기재하도록 하고, 연결재무제표 위주의 분기보고서에 대하여서도 외부감사인의 검토를 받도록 하는 제도를 조속히 도입할 필요가 있다.¹⁰⁹⁾

109) 또한 예상되는 경영환경의 변화, 투자기회 및 위험요인, 예상 매출, 순이익, 주당순이익 등 소위 예측정보(soft information)의 공시도 고려해 볼 필요가 있다. 그러나 이 경우 기재내용의 검증이 매우 어렵고, 허위 또는 부실 기재가 쉽게 이루어질 수 있기 때문에 먼저 이에 대한 대비책을 철저히 강구해야 할 것이다. 공정공시제도 시행 이후 잠정 매출액 및 순이익 등의 예측정보가 공시되고 있다. 코스닥증권시장, 2003b, “공정공시제도 시행 1주년(’02.11.1~’03.10.31) 평가”, 보도자료(11. 6).

그러나 앞서서도 언급했던 바와 같이 자격을 갖춘 기업에 대해서 등록은 다양하고 용이하게 하는 대신 퇴출요건을 강화하여 코스닥시장의 건전성 및 효율성을 제고하기 위해서, 무엇보다 중요한 것은 (장기적으로) 완전공시의 원칙이 지켜지는 것이다. 정확하고 충분한 공시, 적시에 이루어지는 공시는 그 기업의 정보사용자인 투자자를 보호하고, 투자자간의 정보불균형 문제를 해결함으로써 궁극적으로 코스닥시장의 신뢰성과 효율성을 제고시킬 것이다. 등록기업으로서의 기본적인 업무인 공시를 불성실하게 진행하는 기업은 결국 투자자에게 손실을 입히게 된다. 따라서 그 기업의 경영자에게 대한 일벌백계로 완전공시의 원칙이 지켜질 수 있도록 개선해야 한다.

공시 및 주가감시, 감리 및 그에 따른 조치에 대하여 (주)코스닥증권시장과 코스닥위원회의 역할도 재정립하여야 할 것이다. 예컨대, 장중 주가감시와 공시기능이 일체화된다면 시황급변 종목 및 불공정거래 개연 종목을 매매거래정지 및 조기 조회공시 요구가 용이하게 될 뿐만 아니라, 투자자보호가 진전되고 이상매매 현상을 통하여 유추가능한 미공개정보에 대한 조회공시 요구를 적기에 할 수 있게 될 것이다.

현재 자산 2조 이상 또는 증권거래법 시행령에서 정하는 금융기관의 경우, 분기보고서에 외부감사인의 검토를 받게 되어 있다. 그러나 외부감사인의 검토는 중·소기업에 비용 부담이 크기 때문에 제공되는 정보의 효익과 비용을 대비하여 보다 효율적인 방안을 강구할 필요가 있다.

참고문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 곽판규, 2003, 『한국벤처의 현실과 미래』, 전자신문사.
- 국민일보, 2002, “코스닥 붕괴 위기 45.83 사상 최저”, 기사(10. 9).
- 금융감독원, 2003, 『금융통계월보』 각 월 호.
- , 2002a, “공정공시제도의 실효성 확보대책”, 보도자료(9. 18).
- , 2002b, “공정공시제도의 도입”, 보도자료(9. 9).
- 금융감독위원회, 2001, “자율규제기능 제고방안: 한국증권업협회 사례를 중심으로”, mimeo, 7월.
- 금융감독위원회·금융감독원, 2003, “증권시장 진입제도 개선방안 마련”, 보도자료(8. 22).
- 김근수·강창윤, 2000, 『디지털경제와 주식시장』, 한국증권연구원, 이슈페이퍼 200-03.
- 김건식·스티브 최, 2002, “기업지배구조 개선과 코스닥의 역할”, 한국기업지배구조개선지원센터, 기업지배구조 세미나(9. 11).
- 김광수, 2001, “세계자본시장의 발전과 통합결제제도”, 예탁 39호.
- 김석중·민천홍·송성훈, 2003, 『벤처캐피털@사이클』, 국일경제연구소.
- 김용환, 1999, “한국벤처산업의 발전방향과 모델”, 흥륜벤처벨리사업단.
- 김철교·조준희, 1999, 『벤처기업 창업과 경영』, 삼영사.
- 김춘열, 1996, 『벤처경영전략이야기』, 한솔미디어.
- 김한원, 1998, 『중소기업론』, 학문사.
- 김한원·박원규, 1999, “국내 벤처기업 육성정책의 변천 및 활성화방향”.
- 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정, 2003, 『거래소 주식회사화: 한

- 국주식시장에의 적용』, 한국증권연구원, 연구보고서 03-03.
- 나동민·신인석, 2001, 『벤처캐피탈 산업의 제도개선 방안』, 한국개발연구원.
- NASD, 1995, “시장구조와 이사회 지배구조에 대한 NASD 특별위원회의 요약보고서: Rudman Committee Report 요약본”, 9월.
- 대통령자문정책기획위원회, 2003, “2002년 국민의 정부 개혁정책 종합평가: 벤처 중소기업부문”.
- 디지털타임즈, 2002, “벤처정책토론회: 자율 경쟁체제 확립, 비리유착 없애야”, 기사(1. 28).
- 매일경제신문, 2003, “기업 지배구조 고치려면 분배보다 성장정책 펴야”, 매경-미시간MBA 특별세미나, 기사(4. 29).
- 매일경제신문, 2002, “코스닥 살릴 길 없나/전문가 진단,” 시리즈 기사, 10월.
- 머니투데이, 2003, “‘벤처’ 사라지는 코스닥”, 기사(3. 24).
- 문화일보, 2003, “중기·벤처지원 3년내 폐지”, 기사(4. 10).
- 박경민, 1997, “벤처비즈니스 활성화를 위한 정책”, LG경제연구원, 연구보고서 97-16.
- 박용규·강신겸, 1997, “벤처기업 육성을 위한 입지지원방안”, 11월.
- 변진호·엄경식·공경신·윤지아, 2002, 『주식거래 ATS의 의미와 전망: ECN을 중심으로』, 한국증권연구원, 조사보고서 02-06.
- 배광선·주현·송하율·박린, 1999, 『정부의 벤처기업 육성정책 평가와 개선방안』, 산업연구원
- 산업자원부, 2003a, 『차세대 성장동력 발전전략』, 7월.
- , 2003b, 『참여정부의 산업정책방향과 과제』, 4월.
- 산업경제정보, 2003, “벤처투자, 장기·단계별 투자가 되도록 유도해야”, 산업경제연구원, 제151호(3. 31).
- 서아론, 2001, “런던증권거래소의 AIM 규칙에 관한 보고서”, 코스닥증권

- 시장, mimeo, 6월.
- 선정훈·엄경식·정재만·한상범, 2003, “한국주식시장의 매매체결 메커니즘 효율화에 관한 연구 I: 유동성 증대를 위한 매매체결 메커니즘의 모색”, 한국증권연구원, mimeo.
- 양현봉 외, 1997, “벤처기업 실태 및 육성전략”, 산업연구원.
- 엄경식, 2003, “NASDAQ, Nasdaq, NASDR의 상호관계와 관련한 증권업협회 질의에 대한 소고”, University of California Berkeley, mimeo.
- , 2002a, “건전성 확보 안되면 위기온다”, 『2003 대예측』, 매일경제신문사, pp. 282-285.
- , 2002b, “코스닥 살릴 길 없나/전문가 진단: 시장 운영”, 매일경제신문, 기사(10. 8).
- 엄경식·윤지아, 2001, 『매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안: 한국증권거래소를 중심으로』, 한국증권연구원, 이슈페이퍼 01-08.
- 엄경식·최원근, 2001, 『코스닥 등록취소제도에 관한 연구』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.
- 엄경식·한상범·정재만, 2003, 『코스닥등록법인 관리 개선방안』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.
- 연합뉴스, 2002, “코스닥 기업의 망가진 자화상”, 기사(8. 28).
- 우영호·엄경식·한상범·최원근, 2002, 『제3시장 개선방안: 위상 재정립과 거래제도 개선을 중심으로』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.
- 우영호·정윤모·김건식·김문현·엄경식·이준섭, 2002, 『공시제도 선진화방안』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.
- 윤택, 1999, “디지털 경제의 실체와 논점”, 한국경제학회/정보통신정책연구원 공동주최, 디지털 경제정책토론회 발표자료(11. 15).
- 이우광·김범식·유용주, 1997, “새로운 활로 - 벤처기업”, 삼성경제연구소.
- 이인실·최두열, 2000, “코스닥시장의 문제점과 제도적 보완과제”, 한국경제연구원.

- 이장우, 1997, 『벤처경영』, 매일경제신문사.
- 이장우·김세형, 1999, 『실리콘밸리에서 배우는 벤처기업의 성공비결』, 중앙 M&B.
- 이재희, 2000, “벤처기업, 재벌, 한국의 산업정책”, 「세계자본시대의 한국경제발전의 전략과 전망」, 한국경제발전학회·한국사회경제학회 공동 심포지엄 발표자료(6. 22).
- 재정경제부, 2003, “증권·선물시장 선진화를 위한 향후 추진계획(안)”, 보도자료(8. 20).
- 재정경제부·한국증권연구원, 2003, “증권·선물시장 선진화 방안 공청회”, 공청회 자료(8. 20),
- 전자신문, 2002, “새 정부의 IT비전: (4) 벤처 재도약”, 기사(12. 27).
- 정윤모, 2001, “협회의 자율규제기능 정립방안”, 한국증권연구원, mimeo, 6월.
- 중소기업청, 2003, “새해 벤처투자 1조원”, 보도자료(1. 1).
- 중소기업특별위원회, 2003, 『2003년도 업무보고: 주요 현안 및 정책과제』, (4. 10)
- 코스닥위원회, 2003a, “코스닥/거래소 시장간 규제기준 비교”, mimeo.
-----, 2003b, “코스닥시장 자사주 취득·처분 등 제도 개선”, 보도자료(10. 31).
-----, 2003c, “증권시장 통합 관련 코스닥의 입장”, 보도자료, 9월.
-----, 2003d, “코스닥시장 진입 및 M&A활성화 관련 제도개선”, 보도자료(9.5).
-----, 2003e, “코스닥시장 현안에 대한 견해”, mimeo.
-----, 2003f, “호가가격단위 개선 및 지배구조 우수기업에 대한 인센티브 부여”, 보도자료(5. 29).
-----, 2002a, “02 코스닥시장 등록취소 현황 분석”, 보도자료(12. 30).

-----, 2002b, “코스닥시장 안정화 방안”, 보도자료(10. 21).

-----, 2002c, “시간외시장 매매 관련 제도 개선”, 보도자료(10. 11).

-----, 2002d, “공정공시제도 도입 등 코스닥시장 규정 개정”, 보도자료(9. 13).

코스닥위원회·코스닥증권시장, 2003, “코스닥시장 제도개선”, 보도자료(5. 29).

코스닥증권시장, 2003a, 『2003년 감사보고서』.

-----, 2003b, “공정공시제도 시행 1주년(’02.11.1~’03.10.31) 평가”, 보도자료(11. 6).

-----, 2003c, “코스닥시장 2003년 1월~9월 조회공시 운영 현황보도자료”, 보도자료(10. 10).

-----, 2003d, 『국제증시동향보고서(2003년 4월~6월)』.

코스닥증권제도연구팀, 2003a, 『독일 Neuer Markt의 시장폐쇄와 그 원인』, (주)코스닥증권시장, 9월.

-----, 2003b, “Nasdaq Deutschland 시장운영 중단 결정”, (주)코스닥증권시장, 보도자료(8. 13).

-----, 2003c, “Nasdaq Europe의 시장폐쇄 사례 연구”, (주)코스닥증권시장, 보도자료(7. 4)

파이낸셜뉴스, 2003, “증시통합 悔心曲”, 데스크칼럼(7. 14).

-----, 2002, “부실기업 인수 후 주가조작, 거액 시세차익 사채업자·기업사냥꾼 적발”, 기사(10. 30).

프레시안, 2002, “스위스, 일본 이어 독일 벤처시장도 폐쇄”, 기사(9. 30).

최인규, 1997, “주요국의 벤처기업 지원제도”, 중기조사월보, 중소기업은행, 5월.

최운열, 2001, “증시환경변화와 코스닥시장 발전방안”, 2001년도 코스닥시장 발전방안 증권정책 심포지엄, 8월.

최종수·김성은, 2002, “「벤처기업육성에관한특별조치법」의 문제점에

관한 연구”, 한국해양대학교.

한국개발연구원, 2002, 『금융환경변화와 Kosdaq시장의 발전방안연구』.

한국벤처캐피탈협회, 2002a, “한국 벤처캐피탈 시장”, mimeo.

-----, 2002b, “「국민의 정부」 4년 간의 벤처투자 현황 및 성과 발표”, 보도자료(4. 21).

한국은행, 2003, 『조사통계월보』, 각 월호.

-----, 2002, “한국경제의 중장기 전망과 과제”, mimeo.

한국정보통신산업협회, 1995~2001, 『정보통신산업통계연보』, 각 연호.

한국증권거래소, 2003a, 『2002년 세계 증권시장의 변화』, 4월.

-----, 2003b, 『2002년도 연간 증권시장 동향』, 주식 제414호.

-----, 2002, 『주요국의 주식시장제도』, 업무 02-09, 12월.

한국증권법학회, 2001, “건전한 증시질서 구축을 위한 자율규제기관의 역할”, 12월.

한국증권연구원, 2003, “증권시장구조의 현황분석과 전망(假題)”, mimeo.

-----, 2001, “증권시장 구조 연구”, mimeo, 6월.

한국증권업협회·코스닥위원회, 2003, 『2002년 코스닥시장 백서』.

-----, 2002, 『해외 신흥증권시장 연구』, 5월.

한국증권예탁원, 2002, 『주간 증권·금융시장 동향』 각 호.

한상범·이은정, 2001, 『각국의 증권거래제도 및 거래시스템 비교분석』, 한국증권연구원, 조사보고서 01-03.

한정화, 2000, “한국 벤처생태계의 진화과정과 미래전망”, 삼성경제연구소 주최 심포지엄, 『한국의 벤처생태계진단』 (3.30).

<외국문헌>

- 岩谷賢伸, 2003, “歐洲主要取引所の市場區分見直し,” *Capital Market Quarterly*, Spring.
- Aggarwal, R. and J. J. Angel, 1999, “The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace,” *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp.257-289.
- AIM, 2003, *Market Statistics*, June.
- Aoki, M., 1990, “The Participatory Generation of Information Rents and the Theory of the Firm,” in eds. by Aoki, M., Bo Gustafsson & Oliver E. Williamson, *The Firm as a Nexus of Treaties*, SAGE Publications.
- Bank of Canada, 1997, “Clearing and settlement systems and the Bank of Canada,” *Bank of Canada Review*, Autumn.
- Baygan, G., 2003, “Venture Capital Policy Review: Korea,” *OECD STI working paper*.
- Black, B. and R. Gilson, 1998, “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets,” *Journal of Financial Economics*, vol. 47, pp.243-277.
- Black, B. S., H. Jang, and W. Kim, 2003, “Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence from Korea,” working paper, Stanford University.
- Bottazzi, L. and M. Da Rin, 2002, “European Venture Capital,” *Economic Policy*, vol. 34, pp.231-269.
- , 2002, “Europe’s ‘New’ Stock Markets,” *Center for Economic*

Policy Research Discussion paper, No. 3521.

Commission des Operations de Bourse, 1998, "The Regulation No. 98-07 relating to public disclosure requirements."

Christie W., and P. H. Schultz, 1994, "Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd Eighth Quotes?," *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 1813-1840.

Christie W., J. Harris and P. H. Schultz, 1994, "Why did NASDAQ Market Makers Stop Avoiding Odd-Eighth Quotes?," *Journal of Finance*, vol. 49, pp.1841-1860.

DeLong, J. and A. Froot, 2000, "Speculative Microeconomics for Tomorrow's Economy," *First Monday*, vol. 5, No. 2.

Deutsche Börse, 2003a, "Guide to the Equity Indices of Deutsche Börse," Version 5.0

-----, 2003b, Presentation Material(3. 12).

-----, 2002a, *Annual Report*.

-----, 2002b, "Reshaping Cash Markets and Adaptation of the Index Framework," Press Release.

Euronext, 2003a, Presentation Material(3. 14).

-----, 2003b, "Euronext after Two Years," mimeo, March.

-----, 2002a, *Annual Report*.

-----, 2002b, "Rules for the Euronext 100 Index and Euronext 100 Total Return Index."

-----, 2002c, "Rules for the Next 150 Index and Next 150 Total Return Index."

-----, 2002d, "Euronext: organization and procedures."

- , 2001, "Rule Book I: Harmonized Market Rules."
- Euronext-Brussels, 2001, "Rule Book II: Specific Rules For Euronext Brussels."
- Euronext-Paris, 2001, "Rule Book II: Specific Rules Applicable to the French Regulated Markets."
- Friedman, B. M., 1995, "Economic Implications of Changing Share Ownership," *NBER working paper*, No. 5141.
- Frankfurt Wertpapier Börse, 2003, "Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange."
- , 2002, "Rules and Regulations Neuer Markt."
- The German Securities Trading Act of 1994
- Glassman, J. K., 2003, "Yes, Tech Stocks Have a Future," *International Herald Tribune*, article(3. pp. 15-16).
- Grant Thornton, 2003, "Global New Markets Guide 2003."
- Jeng, L. and P. Wells, 2000, "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries," *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp.241-289.
- Japan Securities Dealers Association, 2003, *FACT BOOK: Securities Industry Performance and Market Overview*, September.
- , 2002, *Annual Report*.
- Kelly, K., 1998, *New Rules for the New Economy*, Penguin Books.
- Kichoff, B. and B. Phillips, 1988, "The Effect of Firm Formation and Growth on Job Creation in the United States," *Journal of Business Venturing*, No. 3.
- Kukies, Jorg, 2001a, "The Effect of Introducing New Equity Markets

- on the IPO Process; University of Chicago, *Ph. D. dissertation*.
- , 2001b, "Stock Markets for High-Technology Firms and Venture Capital Financing: Evidence from Europe," University of Chicago, *Ph. D. dissertation*.
- Harris, Jerry, 1995, "From Das Capital to DOS Capital," *A Journal of Cybernetic Revolution, Sustainable Socialism & Radical Democracy*, Issue No. 3.
- Liebowitz, S. and S. Margolis, 1999, *Winners, Losers & Microsoft*, The Independent Institute.
- London Stock Exchange, 2002a, "RNS User Guide."
- , 2002b, "Rules of the London Stock Exchange."
- Market Regulation Services Inc., 2003, "Universal Market Integrity Rules for Canadian Marketplaces."
- Mondo Visione, 2003, "World Exchanges: Global Industry Outlook and Investment Analysis," June.
- Morgenson, G., 2003, "Board is far from Forefront When It Comes to Policing," *The New York Times*, article(9. 22).
- Nasdaq, 2003, "Summary of Nasdaq Corporate Governance Proposals," Press release (9. 10).
- , 2002a, The Nasdaq Stock Market, Inc. Form 10-K.
- , 2002b, "SEC Approves New Nasdaq Disclosure Rules," December 9.
- Norris, F. and L. Thomas, Jr., 2003, "Board Head Offers Detailed Overhaul Plan," *The New York Times*, article(11. 6).
- OECD, 2002a, "Venture Capital Database."

- , 2002b, "SNA Database."
- O'Hara, M., 2003, "World Federation of Exchanges Trading Survey 2003," FIBV paper.
- OM Stockholm Exchange, 2002, *Annual Report*.
- , 2001a, "Guide to the Exchange Rules."
- , 2001b, "Exchange Rules 2001: Listing Agreement Manual."
- Pirrong, C., 2001, "Third Markets and the Second Best," *working paper*, Oklahoma State University.
- Rajan R. G. and L. Zingales, 2003a, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance," *NBER working paper*, No. 9595.
- , 2003b, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business, New York.
- Schmid, J., 2003, "Menu Is Meager at 'New' Exchanges," *International Herald Tribune*, article (3. 12).
- SEC, 2002, "Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934: The Nasdaq Stock Market, Inc," Commission file number 000-32651.
- , 2001, "Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited," December.
- Shapiro, C. and H. Varian, 1998, "Versioning," University of California, Berkeley, September.
- Steil, Benn, 2002, "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences," *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, eds. Litan, R. and Herring R.,

Washington D.C.: Brookings Institution Press.

Stockholmsbörsen, 2003, Presentation Material(3. 13).

Tokyo Stock Exchange, 2003a, *Annual Report*.

-----, 2003b, *Fact Book*.

-----, 2002, *Annual Report*.

TSX Group Inc., 2002, *Annual Report*.

TSX Venture Exchange, 2003, "Your Guide to Listing on TSX Venture Exchange."

-----, 2002a, *TSX Venture Monthly Review*, December.

-----, 2002b, "Changes of Business and Reverse Take-Overs," Policy 5.2 (August).

-----, 2002c, "Capital Pool Companies," Policy 2.4(6. 15).

World Bank, 1998, *Knowledge for Development*, World Development Report.

-----, 1997, *The State in a Changing World*, World Development Report.

World Federation of Exchanges, 2003, "Cost & Revenue Survey 2002," August.

-----, 2002a, "Forum on Managing Exchanges in Emerging Economics," December.

-----, 2002b, *Annual Report and Statistics*, February.

<웹사이트>

Nasdaq <http://www.nasdaq.com/>

도쿄증권거래소 <http://www.tse.or.jp/>

런던증권거래소 <http://www.londonstockexchange.com/>

런던증권거래소 IR 사이트 <http://www.londonstockexchange-ir.com>

스톡홀름증권거래소 <http://www.stockholmsborsen.se/>

일본증권업협회(JSDA) <http://www.jsda.or.jp/>

(주)코스닥증권시장 <http://www.kosdaq.com/>

(주)Jasdaq시장 http://www.jasdaq.co.jp/index_e.html

코스닥위원회 <http://www.kosdaqcommittee.or.kr/>

한국증권거래소 <http://www.kse.or.kr/>

한국증권업협회 <http://www.ksda.or.kr/>

OM 그룹 <http://www.om.com/>

Euronext <http://www.euronext.com/>

Deutsche Börse <http://deutsche-boerse.com/>

TSX Venture Exchange <http://www.tsx.ca/>

부 록

부록 I : 코스닥시장의 등록요건, 등록유지관리제도 및
등록취소요건

부록 II : 세계 주요국 신시장의 현황

부록 I: 코스닥시장의 등록요건, 등록유지관리제도 및 등록취소요건

1. 등록요건

가. 일반요건

일반기업과 벤처기업에 공통으로 적용되는 소위 “공통요건(부록 I의 나. 이하)”을 제외하고, 일반기업에만 적용되는 요건을 본 보고서에서는 “일반요건”으로 칭한다. 일반요건은 아래의 <부록 표 I -1>과 같다.

<부록 표 I -1> 코스닥시장의 등록요건 중 일반요건

등록요건	일반기업-선택1	일반기업-선택2	벤처기업 ^{a)}
설립년도	3년 이상	—	—
자본금	10억 원 이상	—	5억 원 이상
자기자본	—	100억 원 이상	—
자산총계	—	500억 원 이상	—
경영성과	경상이익 시현	—	경상이익 시현
부채비율	부채비율 100% 이하 또는 동 업종 평균 1.5배 미만	동 업종 평균 미만	—
ROE	최근사업연도말 10%		최근사업연도말 5%

- a) 벤처기업 중 벤처캐피탈투자기업의 경우는 벤처금융출자 후 1년이 경과한 후부터 벤처기업요건을 적용한다.
- b) 이탤릭체로 표시한 부분은 2003년 9월 “협회등록규정”의 개정으로 2004. 1. 4.부터 새로 시행되는 내용임.

설립한 후 경과년수는 합병이나 분할 또는 분할합병에 의하여 설립

된 법인에 대해서는 “실질적인 영업활동기간”을 고려할 수 있다. “실질적인 영업활동기간”이란 영업의 동일성이 유지되기 시작한 시점으로부터 산정한다.

나. 분산요건(택1)

분산요건은 <부록 표 I -2>를 참고하라.

<부록 표 I -2> 코스닥시장의 등록요건 중 분산요건

공모 분산	<p>1. 등록예비심사청구일 현재 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수가 발행주식총수의 30% 미만인 경우 : 등록예비심사승인후 본등록신청일까지 등록신청일 현재 발행주식총수의 20% 이상에 해당하는 보통주식을 모집하여 등록신청일 현재 500인 이상의 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수는 30% 이상이어야 함. ※ 우리사주조합은 주주1인으로 간주</p> <p>2. 등록예비심사청구일 현재 소액주주가 소유하고 있는 주식의 총수가 발행주식총수의 30% 이상(모집만으로 이루어진 경우 제외)인 경우 : 모집한 주식의 총수가 10% 이상으로서 등록신청일 현재 소액주주의 수가 500인 이상일 것 ※ 우리사주조합은 주주1인으로 간주</p>
대형 법인 공모 분산	<p>등록신청일 현재 소액주주의 수가 500인 이상이고 등록예비심사후 등록신청일까지 모집한 주식의 총수가 등록신청일 현재 발행주식총수의 10% 이상으로서 등록예비심사청구일 현재 자기자본기준으로 다음의 요건을 충족할 것</p> <p>1) 자기자본 500억원이상 1,000억원 미만인 법인: 100만주 이상 2) 자기자본 1,000억원이상 2,500억원 미만인 법인: 200만주 이상 3) 자기자본 2,500억원이상인 법인: 500만주 이상 ※ 우리사주조합은 주주1인으로 본다.</p>
기분산	<p>등록예비심사청구일 현재 소액주주(우리사주조합원은 제외)의 수가 500인 이상이고, 그 소액주주가 모집에 의해 소유하고 있는 주식의 총수가 발행주식총수의 30% 이상이거나, 10% 이상으로서 등록예비심사청구일 현재 자기자본을 기준으로 다음의 요건을 충족할 것</p> <p>1) 자기자본 500억원이상 1,000억원 미만인 법인: 100만주 이상 2) 자기자본 1,000억원이상 2,500억원 미만인 법인: 200만주 이상 3) 자기자본 2,500억원이상인 법인: 500만주 이상 ※ 다만, 주금납입일을 기준으로 등록예비심사청구일전 6개월 이내에 모집 또는 매출한 경우 소액주주의 수 및 당해 주주의 소유주식수 산정시 이를 제외</p>

다. 자본상태

자본상태는 최근사업연도말 현재 자본잠식이 없어야 한다. 자본전액 잠식은 자기자본이 영이거나 부(-)인 상태이다. 자본잠식률은 아래와 같이 계산한다.

$$\text{자본잠식률} = \{(\text{자본금} - \text{자기자본}) / \text{자본금}\} \times 100$$

여기서 자기자본은 아래와 같이 계산한다.

$$\begin{aligned} \text{자기자본} = & \text{최근사업연도말의 자산총액} - \text{최근사업연도말의 부채총액} \\ & \pm \text{최근사업연도말 경과후 자본금 및 자본잉여금의 증감액} \end{aligned}$$

라. 증자제한요건

<부록 표 I -3>을 참조하라.

<부록 표 I -3> 코스닥시장의 등록요건 중 증자제한요건

유상 증자	<p>다음의 증자총액(1+2)이 심사청구일 2년 전 사업연도말 자본금 대비 100% 이하일 것</p> <ol style="list-style-type: none"> 등록예비심사청구일 전 1년 이내에 실시한 유상증자금액 <ul style="list-style-type: none"> · 합병으로 증가된 자본금 및 CB, BW의 권리행사로 인한 자본금 증가액 합산 · 모집으로 인한 자본금 증가액 제외 심사청구일까지 전환되지 아니한 CB, BW로 인하여 증가될 자본금 합계액(단 100% 초과분에 대하여 보호예수시 동 요건 적용 제외)
무상 증자	<ol style="list-style-type: none"> 예비심사청구일 전 1년간 <ul style="list-style-type: none"> · 자본전입 총액이 2년 전 자본금의 100% 이하 · 자본전입 후 자본금에 대한 자기자본 비율(자기자본/자본금)이 200% 이상 유지

마. 최대주주 등의 지분변동 제한

심사청구일 전 1년 이내에 최대주주 및 특수관계인(발행주식총수의 5% 이상 소유)의 소유주식비율 변동이 없어야 한다. 이에 대한 예외 사항은 다음과 같다.

- 모집의 경우(매출은 예외 사유가 아님)
- 우리사주조합에 가입한 조합원이 취득한 경우
- 유상증자시 주주가 주식대금을 납입하지 아니한 경우(단, 다른 주주가 그 실권주식을 취득하지 아니한 경우에 한정한다.)
- 상속, 유증, 합병 등에 의한 경우, “외국인투자촉진법”의 규정에 따라 외국투자가가 그 소유주식의 양도 등을 한 경우(단, 국내 최대주주 등이 변경되지 아니한 경우에 한정한다.)
- 심사청구일로부터 3년 전에 발행한 CB, BW의 행사에 의한 경우
- 벤처금융 또는 기관투자자가 제3자 배정 유상증자를 통하여 주식을 취득하는 경우(신설 2002. 12. 13.)
- 법령상 의무의 이행 등으로 불가피하다고 협회가 인정하는 경우

최근 개정된 “유가증권협회등록규정”에서는 코스닥시장의 M&A 활성화 방안의 후속조치로 최대주주의 지분변동 금지기간을 단축하고 상법상 소규모 합병시 합병요건을 완화하여 2003년 9월 8일부터 시행하고 있다.

- 최대주주 등의 지분변동 금지기간 단축
 - 코스닥기업과 비공개법인과의 합병시 비공개기업의 최대주주등

및 5%이상 주주의 지분변동금지기간을 1년에서 6월로 단축.

* 신규등록의 경우 현행 지분변동금지 요건(1년)을 유지

· 소량 지분변동의 예외적 허용 : 합병 및 신규등록시 최대주주의 특수관계인과 5% 이상 주주에 대해서는 발행주식총수의 0.1% 미만(1,000주 한도)변동을 허용.

* 최대주주에 대해서는 현행 수량변동금지 요건을 유지

— 상법상 소규모합병시 합병요건의 완화

· 상법상 소규모합병의 경우 비공개기업의 최대주주 등(5% 이상 주주포함)의 지분변동 제한요건 적용배제

· 비공개기업이 코스닥기업과 합병 등을 하기 전 다른 비공개법인과 합병 등을 한 경우에는, 당해 비공개기업과 코스닥기업이 소규모합병을 하는 경우에 한하여 결산재무제표 확정요건의 적용을 배제

— 합병후 단기분할시 심사요건 완화

· 상법상 소규모합병을 하여 3년내 분할하는 경우에는 일반분할 수준으로 요건완화

· 지분변동제한, 경상이익 및 결산재무제표 요건 적용배제

바. 기타요건

<부록 표 I -4>를 참조하라.

<부록 표 I -4> 코스닥시장의 등록요건 중 기타요건

감사의견	적정 의견
명의개서 대행 위탁	체결할 것
통일규격 유가증권	사용할 것
합병 등	1. 합병, 분할, 분할합병, 중요한 영업의 양도 및 양수 발행시 당해 사업연도 결산재무제표가 확정되어 있을 것 2. 단, 합병 등의 기일로부터 사업연도 말까지 3월 미만인 경우 다 음사업연도의 결산재무제표가 확정되어 있을 것
소송, 부도	1. 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 소송 등 분쟁이 없을 것 2. 부도는 심사청구일 6월 이전에 해소되었을 것
양도제한	정관 등에 양도제한이 없을 것
액면가	1주당 액면가액이 세칙에서 정하는 금액일 것
상근감사	자산총액 1천억 이상 법인의 경우 상근감사를 둘 것
사외이사	· 이사 총수의 1/4이상일 것(단 자산총액 1000억 미만의 벤처 기업 제외) · 자산총액 2조 이상인 경우: 3인 이상이고 이사 총수의 1/2

사. 질적요건

질적요건은 다음과 같다.

- 예비심사청구서 및 첨부서류에 허위 기재 또는 누락사항이 없을 것
- 유동비율, 당좌비율, 차입금의존도 또는 금융비용부담율 등이 동 업계 평균비율보다 우량하여 재무적 안정성이 인정될 것
- 벤처캐피탈의 임직원, 협회등록업무 관련 등록주선인 임직원이 자기의 계산으로 당해 등록예정 벤처기업의 주식 등에 투자한 사실이 없을 것(단, 모집 매출에 의한 경우에는 “① 상속, 유증 등 불가피한 사유에 의한 경우”, “② 주식 처분후 2년 이상 경과한 경우”는 제외함)
- 감사보고서 등 회사경영과 관련된 주요 자료가 주주에게 적법하게 공시될 것
- 재무상태, 경영실적, 특수관계인에 관한 중요사항 등을 적시에 공시할 수 있는 관리조직이 구비될 것
- 기타 다음에 해당하지 않을 것: 관련 법령의 위반으로 정상적인 영업활동이 어려운 경우, 부도 발생가능성으로 재무상황에 위해요인이 있는 경우

2. 등록유지관리제도

가. 투자유의종목제도

1) 투자유의종목 지정요건 및 지정·해제 시기

<부록 표 I-5>를 참고하라.

<부록 표 I-5> 코스닥시장의 투자유의종목 지정 및 지정해제 시기

지정요건	지정시기	해제시기
거래실적 부진	익월 초일	거래요건 충족일의 익월 초일
사외이사·감사위원회 미구성 등	협회중개시장공시규정 “제13조제1항”의 규정에 의한 사업보고서 법정제출기한이 속한 월의 익월 초일	사유해소일의 익일
불성실공시 또는 신고의무위반	불성실공시 또는 고의, 중과실에 의한 신고의무위반으로 인한 불성실공시법인 지정 회수가 최종 불성실공시법인 지정일 이전 2년의 기간 중 발생한 건수를 합산하여 2회 확인 즉시	최초 불성실공시법인 지정일로부터 2년이 경과한 날의 익일
주식분산기준미달	협회중개시장공시규정 “제13조제1항”의 규정에 의한 사업보고서 법정제출기한이 속한 월의 익월 15일	“등록서식 2”에 의한 협회등록법인주주명부요약표와 실질주주명부 등에 의하여 분산이 확인된 날의 익일
사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서의 미제출	법정제출기한의 익일. 단, 증권거래법 제186조의2제1항 단서의 규정에 의하여 사업보고서 제출면제 대상법인인 경우에는 제외함.	사유해소일의 익일. 단, 지정일로부터 2년 내 투자유의종목으로 지정된 사실이 있는 경우 당해 지정일로부터 2년이 경과한 날의 익일
정기주주총회 개최최 및 정기주주총회에서 재무제표 미승인시	사업보고서의 법정제출기한 익일. 단, 법원으로부터 회사정리(화의제외)계획 인가결정을 받은 법인의 경우에는 제외함.	차기 사업보고서의 법정제출기한까지 정기주주총회가 개최되어 재무제표가 승인된 것이 확인된 날의 익일
관계상호저축은행의 자기자본비율 하락	자기자본의 100분의 6미만으로 하락 확인 즉시	과점주주로서의 지위를 양도한 후 3년이 경과하는 날의 익일 또는 “자기자본의 100분의 6”이상으로 상승이 확인된 날의 익일

2) 투자유의종목 지정에 대한 이의신청제도

투자유의종목으로 지정된 등록법인은 지정통보를 받은 날로부터 7일 이내에 (주)코스닥증권시장에 이의신청할 수 있다.

(주)코스닥증권시장은 이의신청 청구일로부터 10일 이내에 심의위원회의 심의를 거쳐 이의신청에 대한 결정을 하고 그 결과를 당해 법인에 통보한다.

이의신청이 투자유의종목 지정을 정지하는 효력은 없다. 이의신청에 대한 결정에 대하여 재차 이의신청 불가하다.

3) 투자유의종목에 대한 제재

투자유의 종목에 대한 제재는 다음과 같다.

- 투자유의종목 지정사실을 전산 및 코스닥시장지에 공표
- 위탁증거금융 대용증권지정 대상에서 제외
- 상속 및 증여를 위한 유가증권을 평가할 때 시세불인정(“상속세 및 증여세법 제63조, 동법 시행령 제54조”)
 - 시장시세를 인정받지 못하는 경우는 (순자산가치+순손익가치)/2 등의 방법으로 주식을 평가한다.
- 기간경과 등 일정요건 충족시 등록취소

나. 관리종목제도

1) 관리종목 지정요건 및 지정·해제시기

<부록 표 I -6>을 참조하라.

<부록 표 I -6> 코스닥시장의 관리종목 지정 및 지정해제 시기

지정요건	지정시기	해제시기
회사정리절차(화의포함)의 개시신청	확인 즉시	사유해소가 확인된 날의 익일
자본잠식률이 100분의 50 이상인 경우	사업보고서 등에 의하여 확인된 날의 익일	차기 사업보고서에 의하여 확인된 날의 익일
주된 영업활동의 정지 또는 양도	확인 즉시	사유해소가 확인되거나 업종이 변경된 날의 익일
액면가액 일정비율 미달 ^{a)}	확인된 날의 익일	지정일을 포함하여 60일(매매일 기준)이 경과한 날의 익일
시가총액 미달 ^{b)}	확인된 날의 익일	등록취소 사유가 발생하지 않는 한 지정일을 포함하여 60일(당해종목의 매매기준일)이 경과한 날
반기보고서 검토의견 부적정 등	확인 즉시	감사보고서에 의하여 감사인의 감사의견이 적정 또는 한정(감사범위제한은 제외)으로 표명된 사실이 확인된 날의 익일
기타 투자유의종목 지정사유 및 “제28조제1항제4호·제14호” 이외의 등록취소의 사유가 발생한 경우	확인 즉시	사유해소가 확인된 날의 익일

- a) 액면가액 일정비율 미달: 의결권 있는 주식의 당일종가가 액면가액 100분의 40 미만인 상태로 연속하여 30일(매매일 기준)간 지속되는 경우(2004.1.2 시행)
- b) 최근사업연도말 기준으로 사업보고서상 경상손실이 있고, 사업보고서의 법정제출기한의 익일부터 60일(매매일기준)기간동안 시가총액이 50억원 미만인 상태가 연속하여 10일간 지속되거나 20일 이상인 경우(2004.1.2 시행)

2) 관리종목 지정에 대한 이의신청제도

관리종목 지정에 대한 이의신청제도는 투자유의종목 지정에 대한 이의신청 제도를 준용한다.

3) 관리종목에 대한 제재

관리종목에 대한 제재는 투자유의종목과 동일하다. 관리종목 지정사유(외국기업 및 증권투자회사의 경우에는 등록취소사유에 해당되는 경우)에 해당되는 경우에는 3일간(단, 기간연장 가능) 매매거래를 정지시킬 수 있다.

다. 보호예수제도

<부록 표 I-7>을 참조하라.

<부록 표 I-7> 코스닥시장의 보호예수제도 중 계속보유기간 기준

최대주주 등	1. 등록 후 2년간 · 단 M&A 등 코스닥위원회가 불가피하다고 인정하는 경우는 예외로 인정 · 인수, 합병 등으로 주식을 취득하는 경우 최대주주 등의 계속보유 의무 잔여기간 동안 동 의무를 이행해야 함. 2. 등록 후 1년후 부터 매월마다 보유주식의 5% 이내에서 매각 허용
벤처금융	1. 적용대상: 등록신청일 현재 자본금기준 10% 이하 2. 매각제한기간: 투자기간이 2년 미만인 경우, 등록일로 부터 1개월간
등록주선인	등록 후 6월간
유상증자 초과분 보유자	등록 후 1년간(단 100주 미만의 주식 등은 제외)

3. 퇴출요건

<부록 표 I -8>를 참조하라.

<부록 표 I -8> 코스닥시장의 퇴출요건

항목	요건
서류의 부실기재	등록과 관련한 신청서 및 첨부서류의 내용 중 중요한 사항의 허위기재 또는 누락의 경우
부도 등 영업활동의 정지	1. 발행한 어음 또는 수표가 거래은행에 의하여 최종부도로 결정되거나 거래은행에 의하여 거래가 정지되는 경우 2. 주된 영업이 3월 이상 정지되거나 영업 전부가 양도되는 경우
법인 소멸 또는 소멸 개연성 증대	1. 타법인에 피인수 합병되는 경우 2. 회사정리절차(화의 포함) 개시 신청을 하는 경우 ※ 정리절차 진행 중인 기업은 유예기간 부여 후 정리절차를 벗어나지 못하는 경우 퇴출
유동성 부족	1. 다음의 월간 거래실적 부진상태가 3월간 계속되는 경우 1) 최근 사업연도말 현재 자기자본이 1천억원 미만~발행주식총수의 1% 2) 최근 사업연도말 현재 자기자본이 1천억원 이상 2천5백억원 미만~발행주식총수의 0.5% 3) 최근 사업연도말 현재 자기자본이 2천5백억원 이상~발행주식총수의 0.3% 2. 다음의 주식분산기준 미달이 1년 이내에 해소되지 않는 경우 1) 최근 사업연도말 현재 소액주주가 200인 미만 2) 최근 사업연도말 현재 소액주주의 소유지분이 20% 미만 (300인 이상 소액주주가 발행주식총수의 10% 이상으로서 100만주 이상을 소유하는 경우 예외)
자본전액 잠식	다음의 경우 자기자본 산정에 있어 자본금 및 자본잉여금의 증감액은 사업보고서 법정제출기한까지 이를 반영 1. 사업연도말을 기준으로 자본잠식률이 50% 이상인 상태가 2회 이상 연속되는 경우 2. 최근 사업연도말 현재 자본전액 잠식상태인 경우
의견거절 등의 감사의견	최근 사업연도의 재무제표에 대한 감사인의 감사의견이 부적정 또는 의견거절이거나 감사범위제한으로 인한 한정인 경우
불성실공시	1. 신고 또는 공시의무를 위반하여 투자유의종목으로 지정된 후 1년 이내에 불성실공시법인으로 지정되는 경우 2. 최근 2년간 3회 이상 불성실공시법인으로 지정되는 경우

<부록 표 I -8> 코스닥시장의 퇴출요건(계속)

사업보고서 등의 미제출	<ol style="list-style-type: none"> 1. 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서 제출의무 위반, 또는 사업보고서의 법정제출기한까지 정기주주총회의 미개최, 정기주주총회 재무제표의 미승인 등으로 인하여 투자유의종목으로 지정된 법인이 다음에 해당하는 경우 <ol style="list-style-type: none"> 1) 제차 등 보고서의 제출의무를 위반하는 경우 2) 사업보고서의 법정제출기한까지 정기주주총회를 미개최하거나 정기주주총회에서 재무제표를 승인하지 아니하는 경우 2. 정기공시서류 제출 관련 다음 각 1에 해당하는 경우 <ol style="list-style-type: none"> 1) 최근 2년간 3회 이상 사업보고서, 반기보고서 또는 분기보고서를 법정 제출기한 내에 제출하지 않은 경우 2) 법정제출기한까지 사업보고서 미제출시 관리종목 지정후 법정제출기한 일로부터 10일 이내 사업보고서를 제출하지 않은 경우
주식양도의 제한	정관 등에 주식양도에 관한 제한을 두는 경우(단, 법령에 의한 경우 및 협회가 인정하는 경우 제외)
거래소 상장	한국증권거래소에 상장되는 경우
액면가 일정비율 미달 (최저주가) (2004. 7. 1)	<p>당일종가가 액면가액의 40% 미만인 상태로 연속 30일(매매일)간 지속되어 관리종목으로 지정된 후, 60일(매매일 기준)동안 다음에 해당하는 경우</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 10일 이상 연속 액면가액 일정비율 미달 2. 60일 중 20일 이상 액면가액 일정비율 미달
합병 등 기업지배구조 미충족	<ol style="list-style-type: none"> 1. 합병에 관한 규정을 위반하는 경우 2. 사업연도 2년 연속 사외이사 또는 감사위원회 구성요건 미충족시
경상이의 및 최저 시가총액 (2004. 7. 1)	최근사업연도말 기준으로 사업보고서상 경상손실이 있고, 사업보고서의 법정제출기한의 익일부터 60일(매매일기준)기간 동안 시가총액이 50억원 미만으로 10일간 지속하거나 또는 20일 이상인 관리종목으로 지정, 2사업연도 연속시
기타	법령 위반 등 협회가 취소할 필요가 있다고 인정하는 경우

a) 이탤릭체로 쓰여진 부분은 2003년 9월에 개정된 내용임.

부록 II: 세계 주요국 신시장의 현황

1. Nasdaq

가. 개요 및 현황¹¹⁰⁾

1971년 당시 장외시장에서 거래되는 비상장 주식들의 호가를 종합 공표하기 위해 미국증권업협회(NASD)가 전자시스템을 운영하는 형태로 시작한 Nasdaq은 첨단 기술주 중심의 신흥시장으로서 그 이전에 존재하고 있었던 전통적인 거래소들과는 매우 차별적인 특성을 갖는다.

Nasdaq은 1990년대 광풍같이 휘몰아쳤던 닷컴 붐을 타고 첨단기술주 중심의 시장으로 성장하여 1994년에 이미 전통산업 중심의 NYSE를 연간 거래량에서 앞설 정도가 되었다. 그러나 미국 경기의 하락 여파로 실업이 증가하고 회계부정 스캔들로 인한 투자자 불안과 기업에 대한 신뢰 감소로 Nasdaq도 2000년 1월을 정점으로 하여 침체되기 시작하여 현재까지 이어지고 있다.

전반적인 주식시장의 침체는 Nasdaq의 주요 서비스이자 수입원인 증권거래, 시스템 접속, 시장정보 서비스에 대한 수요를 감소시켰다.

110) SEC, 2002, "Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934: The Nasdaq Stock Market, Inc," Commission file number 000-32651. 본 보고서에서 Nasdaq시장은 코스닥시장처럼 추상적 주식시장을 의미하고, Nasdaq은 (주)코스닥증권시장처럼 구체적으로 거래를 담당하는 시장을 의미한다. 또한 Nasdaq을 보다 구체적으로 언급하여야 할 경우에는 Nasdaq Stock Market Inc.와 병행하여 사용한다.

2002년 Nasdaq의 일평균 거래량은 2001년과 비교하여 거의 변화가 없었으나, 일평균 거래금액은 2002년 동안 증가하락으로 인해 34%나 하락하였다.

<부록 표 II-1> Nasdaq의 주요 시장통계량

(단위: 십억달러)

구분	2001. 12.	2002. 12.
상장종목수	4,109.0	3,659.0
신규상장종목수	61.0	51.0
거래금액	10,934.6	7,245.3
시가총액	2,899.9	1,997.6

출처: Nasdaq, 2002a, The Nasdaq Stock Market, Inc., Form 10-K.

경기침체와 전반적인 증가하락은 미국에서 주식시장을 통한 기업의 자금조달 활동도 위축시켰다. 특히, Nasdaq을 통한 (신)성장형기업들의 자금조달은 더욱 어려워졌는데, Nasdaq에서의 IPO는 2002년 51개에 불과하였다. 이는 2001년 61개, 2000년 397개와 비교되는 매우 저조한 수치이다. 이러한 IPO의 감소는 Nasdaq의 상장수수료 수입감소 및 그에 따른 거래 및 시장정보 서비스 수입의 감소로 이어졌다. Nasdaq의 침체는 또한 많은 기업의 상장폐지로 이어졌는데, 2002년 571개의 기업이 다양한 이유로 인해 상장이 폐지되었다. 상장폐지된 기업의 약 82%는 Nasdaq 상장유지기준에 미치지 못하거나 인수·합병 등의 이유로 상장폐지되었다.

나. 운영구조상 특성과 자율규제

1) 구조적 특성

현재 Nasdaq의 시장운영은 Nasdaq Stock Market, Inc.이 담당하고 있으며, 규정의 제·개정, 회원감리, 시장감시 등의 자율규제기능은 NASD가 수행하고 있다. 그리고 NASD와 Nasdaq의 규정 변경에 대한 승인권, 심사권, 징계처분권 등 전반적 감독기능은 미국증권거래위원회(SEC)가 맡고 있다.

Nasdaq은 기업규모를 주요 기준으로 Nasdaq National Market(이하 NNM)과 Nasdaq SmallCap Market(이하 SmallCap) 등 두 개의 시장으로 구분되어 있다. NNM은 Nasdaq에서 기업규모가 일정 수준 이상인 기업이 상장되어 활발하게 거래가 이루어지는 주식시장으로 2002년 말 현재 2,824개 기업이 상장되어 있다. 이 곳에서 거래되기 위해서는 Nasdaq의 엄격한 재무기준과 기업지배구조기준이 충족되어야 한다. SmallCap은 중소 성장형기업들을 위한 시장으로 2002년 말 현재 835개의 기업이 상장되어 있다. SmallCap의 재무 관련 등록요건은 NNM보다 엄격하지 않으며, 기업지배구조기준은 NNM과 동일하다. SmallCap에 상장된 기업들은 기업의 규모가 커지면서 종종 NNM으로 이전하기도 한다.

장외시장에서 출발한 Nasdaq시장은, 그 거래규모가 커지고 시장이 성숙됨에 따라 시장규제와 상장요건 등이 (주시장의 성격을 갖는) NYSE 등의 정규 거래소 수준으로 강화되고 있다.

2) Nasdaq시장 관련 기관별 업무분담 체계 및 자율규제

가) 미국증권거래위원회(SEC)¹¹¹⁾

미국유가증권시장의 통합성 유지와 투자자보호를 주된 목적으로 하는 증권시장 감독기관인 SEC는 기업재무국, 시장관리국, 투자관리국 등으로 조직되어 있는데, 시장관리국에서 NASD와 Nasdaq 규정 변경에 대한 심사와 승인, 그리고 징계처분을 담당하고 있다.

SEC는 Nasdaq시장의 매매와 시장규율을 감독하며, 상장기업의 공시 감독, 상장·신고의무 등에 관한 요건을 결정한다. 또한, 불공정거래의 감독 및 징계, 내부자거래와 특수관계인의 매매 및 이해상충을 감시하고, 연방법원 판결 이전에 증권 관계법 위반사항에 대한 제재 조치 등의 업무를 수행한다.

나) 미국증권업협회(NASD)

NASD는 1934년 미국 증권거래법의 개정안인 Maloney Act가 1938년에 승인됨에 따라, 1939년에 설립된 미국 증권업자들의 자율규제기구(Self-Regulatory Organization, SRO)이다. 미국의 유가증권시장에서 매매를 중개하고자하는 증권회사(broker, dealer)는 반드시 NASD에 등록하여야 한다. NASD는 협회 회원 및 증권회사에 대한 규제, 회원감리, 분쟁 조정, 그리고 증권 관련 교육 등의 투자자보호를 위한 기능을 담당한다. 또한, NASD는 장외시장을 포함한 Nasdaq과 이들 시장에서 거래되는 상품들에 대한 거래운영 및 자율규제기능을 수행한다.

NASD는 1990년대 중반부터 불거진 Nasdaq 딜러들의 담합 스캔들¹¹²⁾로 인해 투자자들로부터 신뢰가 약화되자, NASD의 구조조정 필요

111) SEC는 독립연방행정기관으로서 증권규제와 관련한 입법·행정·사법의 총괄적 기능을 수행한다.

성을 언급한 Rudman 위원회의 권고를 따라 조직 개편을 단행하였다. 그 결과, 1996년에 자율규제를 전담하는 자회사인 NASD Regulation, Inc. (NASDR)가 설립되어, Nasdaq과 장외시장에서 활동하는 NASD 회원사들의 영업행위 및 시장을 규율하는 역할을 수행하였다.

그러나 NASD의 자회사였던 Nasdaq Stock Market, Inc.의 영리추구 주식회사화가 마무리되어 감과 동시에 Nasdaq시장의 법적 지위가 장외 시장(over-the-counter market)에서 거래소(exchange) 지위로의 전환이 가까워짐에 따라, 준공공적 기능인 자율규제기능을 담당하는 기관과 상업형 기업이 한 조직 아래에 놓는다는 것이 큰 부담이 되게 되었다. 이에 SEC는 NASD가 Maloney Act의 법 정신에 의한 자율규제기구로 돌아가 오직 시장의 건전성(market integrity)과 투자자보호에만 전념하기를 원하게 되었다. 이로 인해 NASD는 Nasdaq과 완전히 결별하는 절차를 밟아서, 2002년 3월에 NASD가 보유하고 있는 Nasdaq Stock Market, Inc. 보통주 매각이 완료되었고, 이로써 거래운영기능을 수행하는 Nasdaq Stock Market, Inc.은 NASD로부터 독립하였다.¹¹³⁾

따라서 NASD 산하에는 NASDR만이 주요한 자회사로 남게 되었는데, 동일한 내용의 자율규제업무를 수행하는 기관을 굳이 자회사로 둘

112) 이에 대한 자세한 내용은 Christie and Schultz(1994)와 Christie, Harris and Schultz(1994)를 참조하기 바란다.

113) Nasdaq은 2002년 3월, NASD가 보유중인 Nasdaq 보통주 3,380만 주를 주당 13 달러에 매수 완료하였다. Nasdaq의 자사주 매수는 양 기관이 지난 2년 동안 추진해왔던 분리계획의 일환이며, 이러한 주식재매입은 Nasdaq이 NASD로부터 분리되기 위한 중요한 단계를 지난 것을 의미한다. NASD가 아직 보유 중인 나머지 4,320만 주는 NASD가 사모를 통해 발행한 신주인수권(warrant)이다. NASD가 나머지 신주인수권 매각을 완료하고, Nasdaq이 SEC로부터 전국 증권거래소(national securities exchange)로 등록을 허가받는 2003년 말이나 2004년 초쯤에 두 기관의 분리가 완료되리라 예상된다.

필요가 없어 조직효율성을 위해 하나의 조직으로 2002년 6월 NASDR을 흡수·합병하게 되었다. 이러한 일련의 일들은 단일조직으로서 NASD가 지닌 이해상충의 문제 등과 같은 단점의 여파가 너무 커서 시장에 대한 신뢰가 악화된 것에 대한 자구책으로 볼 수 있다. 이제, NASDR이 담당 하던 자율규제업무는 NASD의 시장규제(market regulation)·회원규제(member regulation) 부서 그리고 회원등록·회원공시(registration and disclosure) 부서로 각각 흡수되었다.

NASD의 시장·회원규제 부서의 주요 업무는 시장감시와 회원감리 업무이다. 그 주요 내용을 보면, 회원사의 유가증권 관련 법규나 NASD 규칙·규정의 준수 여부 조사 및 위반시 징계 또는 제재조치, Nasdaq Stock Market, Inc.에 의해 운영되는 시장을 규율하기 위한 규칙 및 규정의 제정과 해석, 불공정거래와 관련된 주가감시, 시장에서의 회원사 업무행위 및 매매 관련 규정의 집행을 통한 시장통제, 회원사 및 그 관련자와 고객간의 분쟁조정, 회원사 임직원과 관련된 자격관리, 유가증권 발행과 관련한 회원사의 광고 및 광고문구 검토 등이다.

NASD의 회원등록·회원공시(registration and disclosure) 부서에서는 약 50만 명에 달하는 회원사 임직원(증권산업 종사자)들에 대한 다양한 정보를, 웹(web)에 기반한 중앙등록(Central Registration Depository: CRD) 시스템을 통하여 관리하고 이를 공시하는 업무를 담당한다. NASD의 분쟁조정(dispute resolution) 부서에서는 회원사와 고객간 분쟁을 중재하거나 조정하고, 분쟁조정과 관련된 규정의 제정 및 해석 업무를 수행한다.

다) Nasdaq Stock Market, Inc.

Nasdaq Stock Market, Inc.은 Nasdaq시장을 직접 운영하고 관리하는

회사로 원래는 NASD의 자회사였으나, 앞에서 언급한 이유로 2002년 3월 NASD로부터 독립하였다. 이로써 Nasdaq은 시장경쟁력 제고를 위한 용이한 자금조달과 신속한 의사결정 체제를 확보할 수 있게 되었다.

흔히 우리가 줄여서 “Nasdaq”이라고 부르는 이 회사는 Nasdaq시장에서의 신규상장과 상장폐지 업무를 수행하며, 상장되어 있는 주식의 거래를 위한 자동매매시스템을 운영한다. 이와 함께, NASD의 시장감시와 회원감리를 위해 필수적인 시장정보를 수집하고 이를 가공·통합하여 NASD에 제공하며, 시장정보 서비스로 Nasdaq시장에서 체결된 증권의 매매 호가 및 가격 관련 정보 등을 수집하여 배포한다. 또한, Nasdaq 상장기업에 대한 공시업무를 수행하며, Nasdaq시장의 신뢰성·공정성·효율성·경쟁력을 제고하기 위한 규정이나 상장정책 등을 연구·개발한다. 그 밖에 상장수수료, 정보이용료, 시스템이용료 등의 책정, 공시 및 시장조치를 위한 주가감시 시스템 운영 등의 업무를 수행한다.

다. 소유·지배구조

2001년 1월, NASD 이사회는 Nasdaq을 영리목적의 실질적 주식회사제 거래소로 전환할 것을 만장일치로 결의하였다. 현재 2차에 걸친 사모(private placement)를 완료한 단계이며, IPO만을 남겨두고 있다. 그러나 2001년 이후 Nasdaq의 대내외적 여건이 악화되어 현재는 IPO를 미루고 있는 형편이다. 현재 비상장주식인 Nasdaq보통주는 장외시장인 OTCBB에서 거래되고 있다.

Nasdaq의 지배구조는 이사회와 6개의 위원회로 구성되어 있다. 이사회는 의장 1명과 이사 19명으로 구성되며, 현재 의장과 이사 가운데 10명은 공익대표로, 9명은 산업대표로 구성되어 있다. 산업대표 가운데 1

인은 Nasdaq의 임원이다. 6개의 위원회는 집행위원회, 감사위원회, 재정위원회, 보상위원회, 임명위원회, 정책위원회로 구성되어 있다.

Nasdaq이 2003년 2월 제출한 Nasdaq 기업지배구조 개선안이 SEC의 심의를 통과하여 2004년 1월(늦어도 2004년 10월)부터 발효된다. 기업지배구조 개선안의 주요 내용은 이사회와 독립성 및 감사위원회의 권한 강화, 스톡옵션 및 기타 주식보상 계획에 대한 주주의 승인 요망, 그리고 기업윤리강령의 제정 등을 들 수 있다.

이사회와 독립성 강화를 위하여 이사회 정원의 과반수 이상을 사외이사로 구성해야 하며, 정기적으로 사외이사 회의를 개최하여야 한다. 또한, 대주주, 경영진의 친인척, 외부감사의 고용인 등은 사외이사로서의 자격이 제한된다. 감사위원회는 외부감사의 고용 및 해임, 그리고 모든 비감사관련 서비스의 승인에 대한 독점적 권한을 가지고 있어, 그 권한이 상당히 강화된다.

기업지배구조 개선을 위한 그 밖의 조치로, 감사위원회 위원에 대한 독립성 기준 강화, 보상 및 경영진 선임에 대한 사외이사의 독립성 및 권한 강화, 지속적인 이사 교육, 50% 이상 출자한 관계회사의 경우 보상 및 선임 위원회에서 사외이사 또는 위원으로의 자격 제외, 10만 달러 이상의 내부자거래는 2영업일 이내에 공시해야 하는 등의 내부자거래 공시 강화 등을 들 수 있다.

라. 수입 · 지출 및 자산구조

Nasdaq의 사업부문은 매매서비스, 시장정보서비스, 기업고객서비스 등의 3 부문으로 나누어진다. Nasdaq의 핵심기능인 매매서비스에는 Nasdaq에 상장되어 있는 증권의 거래호가의 게시, 매매체결, 매매보고,

기록서비스 등이 포함된다. Nasdaq은 OTCBB 및 NASD 회원이 운영하는 장외시장에서 거래되는 증권의 매매서비스도 제공한다.

시장정보서비스는 Nasdaq에서 거래된 증권의 매매호가 및 가격, 거래량 관련 정보 등을 수집하고 이를 배포하는 업무이다. Nasdaq시장 참여자들은 실시간으로 호가 및 거래 정보를 이용할 수 있다. Nasdaq시장의 직접적인 시장참여자가 아니라 할지라도 시장정보서비스 상품을 통해 실시간으로 거래 정보를 받아 볼 수 있다.

기업고객서비스는 IPO 및 유상증자 등을 통하여 기업들의 자금조달을 돕기 위한 사업부문이다. Nasdaq시장은 전통적으로 중소 벤처기업 및 고성장사업을 영위하는 기업에 대하여, 전통산업 중심의 다른 거래소에 비해 낮은 등록 및 유지요건으로 해당 기업의 사업기회를 활발하게 제공하는 역할을 수행하여 왔다.

<부록 표Ⅱ-2> Nasdaq의 각 사업부문별 수입

(단위: 백만달러)

구분	2000. 12	2001. 12	2002. 12
매매서비스	398.5	412.1	380.7
시장정보서비스	261.7	243.9	202.4
기업고객서비스	149.3	156.1	176.7
기타	23.2	45.1	39.4
합계	832.7	857.2	799.2

출처: Nasdaq, 2002a, The Nasdaq Stock Market, Inc., Form 10-K.

<부록 표Ⅱ-2>는 Nasdaq시장의 각 사업부문별 수입을 나타내고 있는데, 2001년 이후에는 경기침체의 영향으로 기업고객서비스 부문을 제외한 각 사업부문의 수입이 감소하였음을 알 수 있다.

<부록 표 II-3> Nasdaq의 지출구조

(단위: 백만달러)

구분	2000. 12	2001. 12	2002. 12
인건비 및 보상	137.3	183.4	192.4
광고 및 마케팅 비용	45.9	28.0	27.1
감가상각비	65.6	93.4	97.9
자문 및 법률 비용	61.5	76.0	71.4
컴퓨터 운영 및 자료 교환 비용	138.2	174.9	147.3
부실채권 상각	5.6	15.5	8.4
임대료	14.8	27.2	34.4
Nasdaq-Japan 손실 상각	-	-	15.2
기타	38.6	95.9	51.0
직접비 합계	507.5	694.3	645.1
후원비	128.5	101.8	75.0
합계	636.0	796.1	720.1

출처: Nasdaq, 2002a, The Nasdaq Stock Market, Inc., Form 10-K.

<부록 표 II-4> Nasdaq의 자산구조

(단위: 백만달러)

구분	2001. 12	200. 12
유동 자산	815.2	697.0
투자 자산	28.6	9.8
고정 자산	378.8	361.2
컴퓨터 장비 및 소프트웨어	441.9	452.3
기타 고정자산	273.5	286.6
감가상각	377.7	336.5
자산 총계^{a)}	1,175.9	1,326.3

a) 자산 총계에는 영업권 등 자산이 포함되어 있다.

출처: Nasdaq, 2002a, The Nasdaq Stock Market, Inc., Form 10-K.

Nasdaq의 지출은 크게 직접비 항목과 후원비(support costs) 항목으로 나눌 수 있다. 후원비 항목은 NASD, NASDR, Amex 등과 같이 특수한 관계에 있는 기관과의 거래를 통하여 지출되는 비용이다(<부록 표Ⅱ-3> 참조). Nasdaq의 자산구조는 <부록 표Ⅱ-4>에 나타나 있다.

마. 상장법인 관리제도

Nasdaq시장은 Nasdaq National Market(NNM)과 보다 소규모 기업을 대상으로 하는 Nasdaq Small-Cap Market으로 구분된다. SmallCap의 경우 단일 상장요건이 존재하는 반면, NNM은 자기자본, 시가총액, 세전소득, 업력 등 기업의 특성에 맞추어 상장요건이 “범주 1”, “범주 2”, “범주 3”으로 세분되어 있다. 그러나 실질적으로는 “기업규모”가 NNM과 SmallCap을 구분하는 주요 기준이다(<부록 표Ⅱ-5>, <부록 표Ⅱ-6> 참조).

NNM과 SmallCap 두 시장 모두 ① 연방과산법의 절차에 따른 신고서를 제출한 기업의 경우, ② 회계사가 재무제표에 대한 감사의견을 거절한 기업의 경우, 그리고 ③ Nasdaq이 공정거래, 투자자 및 공익보호를 위해 필요하다고 판단할 경우에는 상장이 취소된다. 또한, ① 규정에 대한 외국발행인의 임의 이용가능성(applicability) 관련 사항, ② 사업보고서 및 반기보고서의 배포, ③ 사외이사요건, ④ 감사위원회요건, ⑤ 주주총회, 정족수, 주주의 승인 관련 사항, ⑥ 의결권 대리행사의 권유 및 이해상충 관련 사항, ⑦ 상장계약서 및 동료집단 검토(peer review) 관련 사항 등과 같은 질적 상장요건도 NNM과 SmallCap 모두에게 동일하게 적용된다.

Nasdaq은 “상장폐지요건(de-listing standards)”이 아닌 “상장유지요

건(listing maintenance standards)"을 제정·운영함으로써 상장법인으로 하여금 시장관리에 보다 능동적으로 대응하도록 유도하고 있다. 예를 들어, "주식의 시장가치(주당최소주가)요건"은 이 요건에 해당하는 상장법인들이 가능한 모든 적법한 수단을 이용하여 적극적으로 주가를 관리할 유인으로 작용하는데, 이는 결국 시장을 통해서 투자자를 보호하는 것이기도 하다.

또한 Nasdaq은 투명성 제고를 위한 질적요건으로 기업지배구조요건을 엄격하게 강화하고 있다. 특히, 이사회에 최소 2명 이상의 사외이사를 선임하도록 하고 있다. 이 외에도 과반수 이상의 사외이사로 구성된 "감사위원회"를 구성하여, 이를 통하여 회사의 경영 및 재무 상태에 관한 독립적인 평가를 하도록 요구하고 있다.

이와 함께 시장의 건전성 유지에 충실하기 위하여, 유예기간을 최소화하여 시장을 운영한다. 따라서 유동주식의 "시가총액"과 "주당최소주가"가 30영업일(business days) 연속하여 기준액에 미달할 경우 상장유지요건을 충족시키지 못한 것으로 간주한다. 이는 즉시 기업에게 통고되고 90일간의 유예기간 동안 10영업일 이상을 연속하여 기준액을 상회하여야 상장유지 된다.

NNM과 SmallCap의 규모를 간단히 비교해 보면 <부록 표II-7>과 같다. 2002년 12월 현재, NNM과 SmallCap의 상장종목 수를 비교하면 SmallCap이 NNM의 29.6% 수준에 이르지만, SmallCap의 실제 거래량 및 거래금액은 NNM의 거래량 대비 2.7%, 거래금액 대비 0.3%일 정도로 거래규모가 미미하다. 이로 미루어 볼 때 Nasdaq이 비록 NNM과 SmallCap으로 구분되어 있지만, 상장요건을 세분화한 NNM으로의 진입이 원활한 상태이기 때문에 어느 정도의 수준을 넘어서는 기업들은 대부분 SmallCap이 아닌 NNM에 진입하는 것으로 보인다.

<부록 표Ⅱ-5> Nasdaq National Market 상장 및 상장유지 기준

요건	상장			상장유지	
	범주 1	범주 2	범주 3	범주 1	범주 2
자기자본 ^{a)}	\$15mil	\$30mil	-	\$10mil	-
시가총액			\$75mil 또는		\$50mil 또는
총자산	-	-	\$75mil 그리고	-	\$50mil 그리고
총이익 ^{b), c)}			\$75mil		\$50mil
세전소득 ^{d)} (최근 회계연도 또는 최근 3년 중 2회계연도)	\$1mil	-	-	-	-
유동주식수 ^{e)}	1.1mil	1.1mil	1.1mil	0.75mil	1.1mil
업력	-	2년	-	-	-
유동주식의 시장가치	\$8mil	\$18mil	\$20mil	\$5mil	\$15mil
주당최소주가	\$5	\$5	\$5	\$1	\$3
주주수 ^{f)}	400	400	400	400	400
시장조성인 ^{g)}	3	3	4	2	4
기업재배구조	요건 충족	요건 충족	요건 충족	요건 충족	요건 충족

a) 2001년 6월 29일 기준으로 상장이 되어 있는 발행기업은 2002년 11월 1일까지 새로운 기준에 맞추어 최소 \$10mil의 자기자본요건(등록유지기준 1)과 최소 \$4mil의 과거 순무형자산요건 중 하나만을 충족시켜도 됨. 그러나 이후에는 새로운 등록유지기준만 유효함.

b) 상장기준 “범주 3”(혹은 상장유지기준 “범주 2”)에 근거하여 초기 상장하는 회사는 ①시가총액요건 또는 ②총자산과 총이익 요건 중 하나를 충족시켜야만 함.

c) 신주발행자는 매매일을 기준으로 90일 이상의 시가총액요건과 최소호가요건을 만족시켜야 함.

d) 비경상, 특별 항목을 제외함.

e) 유동주식수란 총발행주식에서 이사, 10% 이상의 주식 소유자, 사원이 직·간접적으로 소유한 주식을 제외한 것을 지칭함.

f) 여기서 주주란 100주 이상의 주식을 소유한 이를 지칭함.

g) ECN은 시장조성인으로 간주되지 않음.

출처: <http://www.nasdaq.com/about/listing.stm>.

<부록 표 II-6> Nasdaq SmallCap Market 상장 및 상장유지 기준

요건	상장	상장유지
자기자본 ^{a), b)}	\$5mil 또는	\$2.5mil 또는
시가총액 ^{c)}	\$50 mil 또는	\$35 mil 또는
순이익(최근 회계연도 혹은 최근 3년 중 2 회계연도) ^{d)}	\$750,000	\$500,000
유동주식수 ^{e)}	1mil	500,000
유동주식의 시장가치	\$5mil	\$1mil
주당최소주가 ^{c), f)}	\$4	\$1
시장조성인	3	2
주주수 ^{g)} (round lot holders)	300	300
업력 ^{h)}	1년 또는	-
시가총액 ^{h)}	\$50 mil	
기업지배구조	요건 충족	요건 충족

- a) 초기 상장, 혹은 상장을 유지하기 위해서는 자기자본요건 또는 시가총액요건 또는 순이익요건을 충족시켜야 함.
- b) 2001년 6월 29일 기준으로 상장이 되어 있는 발행기업은 2002년 11월 1일까지 새로운 기준에 맞추어 최소 \$2.5mil의 자기자본요건과 최소 \$2mil의 과거 순무형자산요건 중 하나만을 충족시켜도 됨. 그러나 이후에는 새로운 등록유지기준만 유효함.
- c) 신주발행자는 매매일을 기준으로 90일 이상의 시가총액요건과 주당최소가요건을 만족시켜야 함.
- d) 비경상, 특별 항목을 제외함.
- e) 유동주식수란 총발행주식에서 이사, 10% 이상의 주식 소유자, 사원이 직·간접적으로 소유한 주식을 제외한 것을 지칭한다. ADR의 경우 초기 상장시에는 최소 10만 주가 발행되어야 함.
- f) 非캐나다 외국주식과 ADR에는 적용되지 않음.
- g) 여기서 주주란 100주 이상의 주식을 소유한 이를 지칭함.
- h) 만일 업력이 1년 미만인 경우 초기 상장시 \$50mil의 최소시가총액이 필요하다. 非캐나다 외국주식과 ADR에는 적용되지 않음.

출처: <http://www.nasdaq.com/about/listing.stm>.

<부록 표 II-7> NNM과 SmallCap시장의 비교

구분	NNM		SmallCap		NNM 대비 SmallCap의 규모 비중(%)	
	2001. 12.	2002. 12.	2001. 12.	2002. 12.	2001. 12.	2002. 12.
거래량(10억 주)	465.5	429.9	5.7	11.7	1.2%	2.7%
시가총액(10억 달러)	2,837.8	1,943.6	62.1	54.0	2.2%	2.8%
거래금액(10억 달러)	10,913.8	7,232.5	20.8	21.8	0.2%	0.3%
상장기업수	3,351	2,824	758	835	22.6%	29.6%

상장기업수의 변동폭이 <표 III-5>의 코스닥시장과 비교했을 때 상대적으로 큰 데, 이는 NNM과 SmallCap으로의 진입 및 퇴출이 매우 원활하기 때문인 것으로 보인다. 2001년 12월부터 2002년 12월까지 12개월 동안 NNM 상장기업은 3,351개에서 2,824개로 527개 감소하였고, SmallCap 상장기업은 758개에서 835개로 77개 증가하였다. 이는 다음 3가지로 해석할 수 있다. ① 불황기(2000년 3월을 정점으로 계속 불황임)일수록 NNM을 대신하여 상장요건이 낮은 SmallCap을 통한 시장진입이 활발해진다. ② NNM의 변동폭이 더 큰 것은 불황기인 경우 NNM의 상장(예정)기업은 감소하는 반면 퇴출기업은 증가하기 때문이다. ③ Nasdaq 상장기업들이 저가주(penny stock)가 되어 OTCBB로 이전하고 나서 일정 기간 지난 다음, 대부분의 기업들은 최소한의 상장요건을 요구하는 SmallCap으로 재진입한다.

Nasdaq시장의 대부분을 NNM이 차지하기 때문에, Nasdaq시장이 침체되는 경우 상대적으로 SmallCap의 비중이 약간 커지는 경향이 있다. 2001년 12월부터 2002년 12월까지 NNM 대비 SmallCap의 비중은 모든 부문에서 증가하였음을 알 수 있다. 이러한 경우에도 SmallCap의 절대

적 시장규모는 물론 감소한다.

Nasdaq NNM의 상장요건을 코스닥시장의 등록요건과 비교했을 때, 현행 코스닥시장에서의 벤처기업부 등과 같은 특정 기업군에 대한 특례는 없는 것으로 판단된다. 물론 Nasdaq시장의 경우도 신성장형 및 IT 기업 중심으로 특화하여 NYSE와의 차별화에 성공함으로써 세계 최대의 첨단 기술주 시장으로 성장하였으나, 특정 부문 기업에 대한 특례는 없고 대신 기업의 규모 및 특성에 따른 범주(category)만 존재한다. “기업 규모”를 주요 기준으로 고려하고 있으며, 이에 따라 세 가지 선택 가능한 요건을 범주(“범주 1, 2, 3”)로서 제공하고 있다. 주주의 자기자본이나 유동주식의 시장가치 요건을 보면, “범주 1”부터 “범주 2”, “범주 3”으로 갈수록 기준이 상향조정되고 있다. 물론, 세 가지 범주에 공통적으로 적용되는 요건도 존재한다. 유동주식수 110만주, 주주 400명, 주당최저주가 5달러, 적절한 기업지배구조 등의 요건은 “범주 1, 2, 3”에 공통적으로 적용되는 상장요건이다.

“범주 1”의 경우, 기업규모가 가장 적고 또한 업력에 대한 요건도 없어 최소 규모의 기업이 선택가능한 상장요건으로 볼 수 있다. 그러나 비록 구체적인 업력요건은 없지만 최근 3개년도 중 2개년도는 1백만 달러의 “영업이익”이 발생하여야 하는 이익요건을 통해볼 때, 최소 3년 이상의 업력이 필요함을 미루어 짐작할 수 있다. 이는 최소 규모의 기업의 경우, 시가총액이나 총자산, 총수익 요건 등에는 특혜를 부여하더라도 최소한 최근에 영업이익은 내고 있어야 시장에서 정상적으로 거래될 수 있을 것으로 판단하여 이러한 상장요건을 적용한 것으로 보인다.

“범주 2”의 경우는 가장 기본적인 형태의 기업들이 선택할 수 있는 상장요건으로 판단된다. 이익요건 없이 2년 이상이라는 업력요건을 필요로 한다. “범주 3”에도 업력요건이 없기 때문에 Nasdaq에서의 업력요건은 2년으로 볼 수 있다. 시장조성인(market maker)은 3명으로 이는 “범

주 1”과 동일하며, 따라서 Nasdaq에서의 시장조성인요건은 3명으로 볼 수 있다.

“범주 3”의 경우, Nasdaq 상장에 앞서 이미 분산이 이루어진, 상당히 큰 규모의 기업을 위한 상장요건이다. 시장조성인 수도 4명으로 세 범주 중 최대이다.

Nasdaq은 NYSE에 비해 상장요건이 보다 덜 엄격함에도 불구하고 상장유지요건은 NYSE와 거의 대등할 정도로 엄격한 편이다. 양적인 상장요건의 경우 Nasdaq은 NYSE의 75%~80% 수준에 해당한다. 상장유지요건의 경우, “주당최소주가요건,” “분산요건,” “시가총액요건” 등은 두 시장이 서로 동일하며, Nasdaq에는 NYSE가 채택하고 있는 “월평균 거래량(10만주)요건”이 없다.

바. 매매체결·결제·공시제도

1) 매매체결제도

가) 거래시스템

Nasdaq 매매제도의 특징은 시장이 필요로 하는 거래 성격에 따라 다양한 매매체결시스템을 도입하였다는 것이다. 초기 Nasdaq은 까다로운 상장조건을 충족시키지 못하는 유동성이 작은 주식들을 위한 시장으로서, 구체적인 매매장소 없이 시장조성자간 전화와 컴퓨터를 통해 호가와 주문을 전달하여 매매가 체결되는 호가주도형 시장이었다. 그러나 전자 거래시스템의 발전으로 소액결제 위주의 매매가 증가하자 Nasdaq은 1984년 SOES(Small Order Execution System)로 불리는 소액주문체결 시

시스템을 도입하였다. SOES는 1987년 블랙먼데이(Black Monday) 사건을 계기로 1988년 6월부터 NNM의 모든 주식에 의무적으로 사용되었으며, SelectNet이라는 대량주문 매매체결시스템도 함께 이용되었다. 2001년 7월말, SOES의 한계를 극복하는 SuperSoes가 개발되어 2002년부터 NNM 전 종목에 대해 채택되었다. 이에 비하여 SelectNet은 대량주문 전달 시스템으로서, 시장조성인은 대량의 특정 주식 주문을 SelectNet을 통해 특정 시장조성인 또는 시장조성인 모두에게 전송할 수 있다. SelectNet을 통해 주문을 받은 시장조성인은 확정호가규칙에 따라 자신이 게시한 호가로 주문에 응해야 하는 의무가 생긴다. Nasdaq에는 SOES와 SelectNet을 이용한 거래 이외에 ECN 거래, 기관투자자들간에 중개인 없이 이루어지는 대량매매 등이 있다.

매매체결시스템의 발전에도 불구하고 2001년까지 Nasdaq시장은 호가 위주의 시장으로서 주문이 전송되는 중앙 거래장소도 없었고, 가격·시간 원칙과 같이 거래 체결의 우선순위를 정하고 그에 따라 통제하는 시스템도 사실상 존재하지 않았다. 따라서 Nasdaq시장은 시장조성인들이 호가, 거래량, 거래처리의 질적 수준 등 다양한 방식으로 서로 경쟁하는 경쟁적 딜러시장이지만, 이러한 경쟁이 가격·시간 등의 공정한 시장 규칙을 따르지는 않았으며 이에 따라 시장 원리에 역행하고 있다는 논란을 불러 일으켰다.¹¹⁴⁾ 그러나 이와 같은 Nasdaq시장의 거래관행은 오래 가지 못하였다. 1997년 SEC의 주문처리규정(Order Handling Rule)에 따라 다수의 ECN이 Nasdaq시장의 주식 거래를 처리하게 되면서 시장 분

114) 시장원리에 위배된다는 논란을 일으킨 Nasdaq의 관행으로는 선호행위(preferencing)와 거래의 내부화(internalization)가 있다. “선호행위”란 가격·시간의 우선순위를 어기고 주문을 특정 시장조성인에게 전달하는 관행을 말한다. 한편 거래의 “내부화”란 선호행위의 하위개념으로 브로커·딜러가 그와 제휴한 딜러에게 주문흐름을 보내는 것, 혹은 브로커·딜러가 시장조성인으로서 주문을 매매체결하는 것을 의미한다.

열(market fragmentation)이 가속화되자, Nasdaq은 유동성을 효율적으로 제공하는데 어려움을 겪게 되었다. 또한, 호가의 제시가 십진법 체계로 전환되어 동일한 주식에 대해서 더욱 많은 거래가 이루어지게 됨에 따라, 매매처리 능력과 신뢰성이 향상된 주문주도형 방식의 시스템이 필요하게 되었다.

이에 따라 Nasdaq은 시장 참여자에게 주문선택의 폭을 보다 넓게 제공하기 위해서 새로운 매매체결시스템인 SuperMontage를 2002년 10월 도입하였다. 단일 시스템인 SuperMontage로 매매가 이루어지게 됨으로써, 기존에 SOES와 SelectNet을 통한 이원적 운영으로 발생하였던 문제가 대부분 해결되었다. 즉, SuperMontage의 도입으로 모든 가격대에서 단 한번의 주문으로 매매 처리가 가능하게 되었고, 다양한 가격대의 호가를 제시하고 최선의 가격에서 주문체결이 이루어지는 것이 가능하게 된 것이다. 이러한 포괄적인 거래시스템을 도입함으로써 Nasdaq은 호가·주문의 공개, 호가·주문의 수집, 거래체결 서비스 측면에서의 개선을 바탕으로 시장의 효율성과 투명성이 제고되는 효과를 이룩하여, 매매체결제도에 관한 한 실질적인 거래소로서의 기능을 수행하게 되었다는 평가를 받고 있다.

나) 호가

달러 중심의 Nasdaq시장은 시장조성인에게 호가제시를 의무로서 규정하고 있다. Nasdaq을 이용하는 NASD 등록 시장조성인들은 해당 유가증권의 매수·매도에 대한 쌍방호가(two-sided quotations)를 자신들의 계산으로 반드시 유지해야 한다. 만일 시장조성인이 수량변경 없이 매수·매도 가격만을 변경하는 경우, 갱신된 매수·매도수량은 이전의 수량과 동일한 것으로 간주된다. Nasdaq에 등록된 시장조성인은 지정가주문

을 제외한 모든 주문에 최소 하나 이상의 호가를 제시해야 한다. 최소호가단위는 0.01 달러이며 이에 미달하는 호가는 일반적으로 받아들여지지 않는다. 수량의 경우에는 Nasdaq NNM 종목은 200주, 500주, 1,000주 단위로, Nasdaq Small-Cap 종목은 100주, 500주 단위로 호가가 제출된다. 개별 주식에 대한 수량표시요건은 NASD가 정하는 바에 따라 고유한 환경에 근거하여 변경될 수 있다.

시장조성인이 Nasdaq 시스템을 통해 특정 종목, 특정 수량에 대해 호가를 제시한 경우, 시장조성인은 해당 주식에 대해 다른 시장 참여자로부터 주문 요구가 있으면 반드시 응해야 할 의무가 있다. 시장조성인은 시장의 현재호가를 반영한 합리적 판단으로 호가를 입력하고 이를 유지해야 한다. 또한 시장조성인이 시장의 최우선호가보다 더 우량한 지정가주문을 접수하면 해당 호가를 갱신된 최우선호가로 모든 시장참여자들에게 공개하여야 한다(지정가주문 공개 원칙). 시장조성인은 고객으로부터 접수받은 지정가주문이 자기가 제시한 호가와 같은 경우에도 고객의 지정가주문을 공개하여야 한다.

다) 기타

Nasdaq에서의 주문은 체결되는 가격조건에 따라 시장가주문과 지정가주문으로, 매도 주식의 소유 여부에 따라 일반주문과 공매도주문으로, 주문의 크기에 따라 소액주문, 일반주문, 대량매매주문으로 일반적으로 구분된다.

Nasdaq시장은 공식적으로 오전 9시 30분에 개장하여 오후 4시에 폐장하며, 개장 전(오전 9시~오전 9시 30분) 및 폐장 후(오후 4시~오후 5시 15분)에는 Nasdaq 거래단말기 상에서 매매가 가능하다. 만일 시장조성인이 오후 4시 이후까지 매매를 연장하기를 원한다면, Nasdaq 터미널

을 통해 Nasdaq시장의 추가 운영을 공지하여야 한다.

Nasdaq에서는 시장조성인의 개입을 통해 비정상적인 가격변동을 어느 정도 막을 수 있기 때문에 따로 가격제한폭을 정해놓고 있지 않다. 단지, 관련 정보가 일반투자자에게 공정하게 배포될 수 있는 상황이 마련될 때까지 해당 주식의 거래를 정지하는 것으로써 투자자보호를 도모하고 있다.

2) 결제제도

Nasdaq의 시장조성인은 일반적으로 등록된 청산대리인을 통해 결제를 수행하고 있으나, 거래의 쌍방 당사자가 동의하는 경우 “사전결제” 방식으로 결제를 수행할 수도 있다. 또한 SOES를 통한 모든 거래는 등록된 청산대리인이 사용하는 연속적인 네트워크 결제시스템으로 결제된다.

Nasdaq의 청산·결제 관련 기관으로는 지주회사인 DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)의 자회사들인 NSCC(National Securities Clearing Corporation) 및 DTC(Depository Trust Company)가 있다. NSCC는 주식, 공·사채 거래에 있어서 미국 전역의 증권거래소 및 장외시장의 브로커·딜러를 위한 통합결제기관이다. DTC는 중앙예탁기관으로 지역별 증권예탁기관을 흡수, 단일화하여 국채를 제외한 주식, 사채, 지방채 등 모든 증권을 집중예탁하고 있다.

3) 공시제도

직접공시제도를 택하고 있는 미국은 개별 상장기업이 공시사항에 대

해 자발적으로 언론매체를 통해 공시할 것을 요구하고 있다. 이에 따라 개별 기업이 공시에 대한 의무를 이행하지 않아 투자자가 손해를 입게 될 경우 자율규제기구가 직접 개입하기보다는 소송을 통하여 문제를 해결하게 된다(공시의무를 위반한 상장회사에 대하여 거래소는 원칙적으로 제재권한이 없음).

직접공시제도를 따르는 이러한 미국공시체계의 원칙 하에, Nasdaq시장은 발행기업이 유가증권의 가치나 투자자의 투자 결정에 영향을 미칠 것으로 예상되는 모든 중요한 정보¹¹⁵⁾를 즉각적으로 언론매체를 통해 공시할 것을 규정하고 있다. 또한 2001년 말 SEC가 중요 정보에 대해서 일반투자자에게도 공시하도록 함으로써 공시범위를 확대하는 공정공시제도(Regulation FD)를 시행하자, Nasdaq도 이에 입각한 공시제도 개선안을 2002년 11월부터 시행하고 있다.¹¹⁶⁾

Nasdaq시장의 공시 요구 주체는 Nasdaq Stock Market, Inc. 내부의 시장 및 주가 감시를 담당하는 부서이다. 해당 기업의 유가증권에 대해 비정상적인 시장활동이 있거나 유가증권 거래에 중요한 영향을 미칠 수 있는 사건이 있는 경우, Nasdaq시장의 주가감시 담당부서는 주가조작의 의혹이 있는 해당 기업에 조회공시를 요구할 수 있다.

115) 중요한 정보(material information)란 합리적 기준에서 기업의 유가증권 가치나 투자 결정에 영향을 미칠 수 있는 정보를 의미한다. 주요 사업 관련 정보, 상품 관련 정보, 경영상 주요 정보 등이 이에 해당한다 (Nasdaq 시장규칙 4310(c)(16)).

116) Nasdaq, 2002b, "SEC Approves New Nasdaq Disclosure Rules," Bulletin (November 25).

2. TSX Venture Exchange

가. 개요 및 현황

캐나다의 신시장인 TSX Venture Exchange의 모태는, 1999년 11월 캐나다 증권산업 개편에 따라 앨버타증권거래소(ASE)와 밴쿠버증권거래소(VSE)가 합병하여 (신)성장형기업의 자금조달을 지원하기 위해 새로이 개설된 중소벤처자본시장 CDNX(Canadian Venture Exchange)이다.

2001년 8월, CDNX는 주식회사화한 토론토증권거래소(당시 TSE, 지금은 TSX)¹¹⁷에 인수되어 100% 자회사가 되었다. 그 후 2002년 4월 조직재정비를 통해 지주회사인 TSX Group의 자회사가 되면서 현재의 TSX Venture Exchange로 사명을 변경하였다. 지주회사인 TSX Group은 2002년 11월 12일, IPO를 통해 TSX에 상장되었다.

미국에서 시작된 회계부정 스캔들과 2001년부터 이어진 세계적인 경기 침체의 여파에도 불구하고 캐나다 벤처시장은 2001년에 비하여 다소 회복되고 있다. <부록 표Ⅱ-8>은 TSX Venture Exchange와 TSX의 주요 시장통계량을 보여주고 있다. TSX Venture Exchange의 2002년 시가총액 수준은 2000년에 미치지 못하지만, 2001년에 비하여 약 10% 정도 상승하였다. 그러나 시가총액 수준의 상승에도 불구하고 거래활동지표는 이

117) TSE라는 약어를 사용하는 증권거래소는 이 외에도 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange)가 있다. 이와외 혼동을 피하기 위하여 대만증권거래소는 TSEC(Taiwan Stock Exchange Corporation)라고 표기하고, 태국증권거래소는 SET(Stock Exchange of Thailand)라고 표기한다. 토론토증권거래소도 주식회사로 전환 이후 타 거래소와 합병하면서 TSE를 TSX로 개칭하였다.

에 미치지 못하고 감소하는 경향을 보였다. 2002년의 연간 거래량 수준은 2001년에 비해 1.6% 정도 하락하였고, 거래금액은 10.3% 하락하였다.¹¹⁸⁾

TSX Venture Exchange의 산업구성은 신시장에 해당하는 IT, BT, CT 등 첨단기술산업보다는 광물자원 개발과 관련된 산업의 비중이 월등히 높다는 특징이 있다. 광물자원과 관련된 기업의 비중이 절반 수준인 51%를 차지하고 있으며, 첨단기술과 관련된 산업은 15%에 불과하다. 세부적인 산업별 기업구성을 보면 광산업 38%, 첨단 기술관련 산업 15%, 석유·가스산업 13%, 제조업 7%, Capital Pool Company¹¹⁹⁾ 7%, 기타 21%로 구성되어 있다.

<부록 표 II-8> TSX 및 TSX Venture Exchange 주요 시장통계량 비교

(단위: 십억주, 십억 캐나다달러)

구분	2000		2001		2002	
	TSX	TSX V ^{a)}	TSX	TSX V	TSX	TSX V
상장종목수	1,398	2,598	1,316	2,688	1,304	2,504
신규상장종목수	58	475	56	277	75	88
거래금액	944.3	16.0	712.5	3.6	637.7	3.2
거래량	40.8	13.8	37.2	8.9	46.4	8.7
유상증자금액	23.1	2.4	20.9	1.1	25.8	1.4
시가총액	1,433.9	14.9	1,246.7	10.3	1,045.2	11.1

a) TSX V: TSX Venture.

출처: TSX Group, Inc., 2002, *Annual Report*.

118) TSX Venture Exchange, 2002a, *TSX Venture Monthly Review*, December.

119) CPC 방식으로 상장된 기업을 의미한다. 자세한 논의는 후술한다.

나. 운영구조상 특성 및 자율규제

1) 구조적 특징

TSX Group의 자회사인 TSX Venture Exchange는 캐나다의 증권시장 관리·감독기구인 온타리오주(州) 증권위원회로부터 권한을 위임받아 시장운영규칙의 제·개정, 상장심사, 투자자들의 규정준수 감시 및 감리업무 등을 수행한다. TSX Group의 또 다른 자회사들인 TSX Market과 TSX Datalinx는 TSX와 TSX Venture Exchange의 국내외 매매체결과 정보판매를 각각 담당한다.

TSX와 TSX Venture Exchange에서는 산업을 광산업, 석유·가스업, 기술·제조업, 연구개발업, 부동산업 등 5개 산업으로 분류하여 상장기업을 관리한다. 이와 같이 분류를 하는 이유는 캐나다가 남아공화국과 함께 자원산업을 경제에서 차지하는 비중이 세계에서 가장 큰 국가이기 때문이다.

TSX Venture Exchange는 크게 “Tier 1”과 “Tier 2”로 시장이 구분되는 “two-tiered market”이다. “Tier 1, 2”는 모두 주문주도형 시장으로, 회사의 자산이나 자원이 많고 업력이 오래된 기업이 “Tier 1”의 주요 상장대상 기업이 되며, “Tier 2”는 중소 신생벤처기업을 대상으로 한다. 따라서 대다수의 TSX Venture Exchange에 상장된 기업은 “Tier 2”기업들이다. “Tier 2”의 상장요건은 “Tier 1”에 비하여 훨씬 낮으며, “Tier 1”의 최소상장요건이 충족되면 “Tier 2”기업들은 “Tier 1”로 이전을 신청할 수 있다. 반면, “Tier 1”기업이 “Tier 1”의 상장유지조건을 충족시키지 못하면, “Tier 2”로 옮겨지게 된다.

이 외에 “Tier 3”이 있는데, 이는 우리나라의 제3시장과 같이 조직화

된 장외시장(organized OTC)이었던 CDN(Canadian Dealing Network)이 TSX Venture Exchange의 전신인 CDNX와 2000년 합병되면서 이 곳에서 호가가 게시되던 기업들을 위해 마련한 시장이다. 따라서 “Tier 3”은 장외시장의 비상장기업을 대상으로 한 호가주도형 시장으로, 소속 기업의 규모도 작을 뿐만 아니라 세제혜택 등의 목적에 의해서 운영되고 있기 때문에 가까운 미래에 “Tier 1, 2”로 흡수될 예정으로 있다.

“Tier 1, 2”에 속하는 기업의 상장요건 항목은 순자산, 재산권 또는 자원(매장량) 규모, 과거 지출액, 자원개발계획(work program), 운전자본과 재무상태, 순이익(또는 수익), 주식분산의 정도 등인데, 구체적인 최소 요건들은 각 산업별로 상당히 차이가 난다.

TSX Venture Exchange의 “Tier 1”에 속한 기업이 어느 정도 성장하는 경우, 주시장인 TSX로의 (상승)이동(graduation)을 “암묵적”으로 권장하고 있다.

2) 자율규제

2002년 3월, TSX와 TSX Venture Exchange의 거래를 규제하고 이 시장들을 감시·감독하는 독립적인 규제기관으로서 Market Regulation Service, Inc.(RS)가 첫 업무를 개시하였다.

RS가 생기기 전에 TSX Venture Exchange의 전신인 CDNX는 시장 감독과 거래 규제를 직접 수행하였다. 그러나 토론토증권거래소(당시 TSE)가 2000년 4월 이윤추구를 목적으로 하는 주식회사로 전환되고 2001년 12월 1일에 ATS 거래가 허용됨에 따라, 시장 규제상의 공정성을 보장하고 시장운영간의 이해상충 문제를 해결할 목적으로, 거래소와 분리된 자율규제기관인 RS가 설립되었다. RS는 TSX와 캐나다증권업협회

(Investment Dealer Association: IDA)가 50대 50의 지분으로 공동 설립하였으며, 거래소와 관련된 규제기능을 일임하여 담당하도록 하였다. RS는 2002년 2월, 캐나다 주(州) 증권위원회들로부터 자율규제 서비스 제공기관(SRO)으로 인정받았다.

RS는 TSX Venture Exchange에 시장규제 규정인 UMIR(Universal Market Integrity Rules)의 제·개정 및 적용, UMIR 위반사항 조사, 기소 및 징계, 시장 감시 및 감리, 이상매매 조사와 제재, 기업 임원 및 주요 주주의 조사 등과 같은 규제 서비스를 제공한다.

RS가 시장과 관련된 증권사의 거래활동을 규제하는데 반하여, 또 다른 SRO인 캐나다증권업협회(IDA)는 회원사인 증권사의 영업행위나 재무건전성 등 증권산업 전반을 규제한다.

다. 소유·지배구조

TSX Venture Exchange는 주식회사인 TSX Group Inc.가 지분 100%를 소유하고 있으며, 캐나다 주식시장에서 중소벤처기업을 위한 거래소 역할을 담당하고 있다. TSX Group은 4개의 자회사로 구성되는데, 상위 거래소(senior exchange)와 하위 거래소(junior exchange)의 역할을 각각 담당하는 TSX와 TSX Venture Exchange, 두 거래소의 매매체결을 담당하는 TSX Markets, 두 거래소에 상장된 기업의 시장 데이터와 정보를 수집하고 이를 제공하는 TSX Datalinx 등이다. IDA와 합작하여 50%의 지분을 갖고 있는 RS는 TSX Group과는 독립된 자율규제기관이다.

TSX Venture Exchange는 주식회사화한 모기업인 당시 TSE에 합병되어 자동적으로 주식회사가 된 사례이다. 당시 TSE는 NYSE, Nasdaq과

동일 시간대에서 거래소시장을 운영하기 때문에 이들과의 경쟁에서 생존하기 위해서는 신속한 의사결정과 책임경영을 할 수 있는 소유·지배 구조가 필요하였다. 또한, 대규모 투자가 필요한 경우 TSE는 회원으로부터 자금을 조달하는 방법과 수수료를 인상하는 방법 외에는 달리 대안이 없었기 때문에 주식회사제로의 전환으로 문제를 타개하고자 하였다.

2000년 4월, 당시 TSE는 거래권과 소유권이 분리된 주식회사로 전환하였다. TSE는 이사회나 주주총회의 동의 없이는 2년 동안 이 주식을 거래할 수 없도록 제한하였고, 단독 혹은 공동으로 5% 이상의 주식을 소유할 수 없도록 하였다. TSE의 거래시스템에 대한 접근(거래권)은 소유권이 아닌 계약에 의하여 이루어질 수 있으며, 기존 주주가 거래권을 가지고 있는 한 주권을 상실하더라도 거래를 수행할 수 있고, 새로운 거래권의 승인을 받은 거래자는 반드시 주주가 될 필요는 없게 하였다. 2002년 4월 조직재정비를 통해 두 거래소를 자회사로 둔 지주회사 TSX Group을 출범시키고, 그 해 11월 기업을 공개하였다.

TSX Group은 캐나다 거래소로서는 유일하게 기업이 공개되어 자체 상장되어 있다. 따라서, 캐나다 증권감독당국은 TSX Group 이사회 구성원 중 50% 이상이 사외이사 또는 증권사와는 무관한 인사로 구성되도록 하는 등 매우 엄격한 기업지배구조를 요구하고 있다. 2003년 5월 현재 TSX Group의 이사회는 13명의 이사로 구성되어 있는데, 이 중 11명이 사외이사이다. 온타리오주 증권위원회는 TSX Group의 지배구조와 컴플라이언스에 대해서 이를 지속적으로 감시·관리하는 업무를 수행한다.

또한, TSX Venture Exchange는 소액주주들을 보호하기 위해서, TSX Venture Exchange의 이사 중 25% 이상을 캐나다 벤처캐피털시장 종사자들로 임명하도록 하고 있다.

라. 수입·지출 및 자산 구조

TSX Venture Exchange의 회계는 TSX Group의 연결재무제표 형태로 결산보고서에 발표되기 때문에 개별 수입과 지출을 파악하는 것이 쉽지 않다. 그러나 TSX Group에 속한 4개의 자회사가 각각의 영업부문을 담당하고 있다고 볼 때, TSX Group 결산보고서 상의 상장수수료는 TSX와 TSX Venture Exchange의 수입이라고 볼 수 있다. 실제로 2002년도 TSX Group의 결산보고서에 나타난 수입구성을 살펴보면, 상장수수료가 37%로 가장 높은 비중을 차지하였고, 이어서 매매 및 관련 수수료 31%, 시장정보판매수수료 26%, 기타 6% 순으로 나타나고 있다. <부록 표Ⅱ-9>는 TSX Group의 1998년 이후 사업별 수수료 수입을 나타내고 있다. 앞에서의 <부록 표Ⅱ-8>를 참조하여 TSX Group 전체에서 TSX Venture Exchange의 비중이 어느 정도인지를 가늠해 볼 수 있다.

<부록 표Ⅱ-9> TSX Group Inc.의 각 사업부문별 수수료 수입

(단위: 천 캐나다달러)

구분	1998	1999	2000	2001	2002
상장수수료	37,778	34,876	41,046	54,185	80,504
매매 및 관련 수수료	77,179	89,577	124,748	65,882	67,650
시장정보판매수수료	26,820	28,756	35,223	43,447	55,457
기타	7,358	2,710	17,073	16,438	12,274
합계	149,135	155,919	218,090	179,952	215,885

출처: TSX Group Inc., 2002, *Annual Report*.

<부록 표 II-10> TSX Group Inc.의 지출구조

(단위: 천 캐나다달러)

구분	2001. 12	2002. 12
인건비 및 보상	64,472	65,295
정보 및 거래시스템	21,233	20,327
일반관리비	30,295	39,339
감가상각비	11,119	14,420
합계	127,119	139,381

출처: TSX Group Inc., 2002, *Annual Report*.

<부록 표 II-10>에는 TSX Group의 부문별 지출총액이 나타나 있다. 2002년 TSX Group의 지출총액은 139.4백만 캐나다 달러로 2001년에 비하여 10% 정도 상승하였음을 알 수 있는데, 지출 증가의 주요 요인은 TSX Venture Exchange가 2001년 8월에 합병되어 그 합병비용이 2002년 회계연도에 포함되었기 때문이다.¹²⁰⁾ 이로부터 TSX Venture Exchange의 지출총액은 TSX Group 전체의 1/10 정도일 것이라고 추정할 수 있다.

마. 등록법인 관리제도

1) 시장구분에 대한 개요

TSX Group은 각각 주시장과 신시장 역할을 수행하는 TSX와 TSX Venture Exchange로 구성되어 있다. TSX Venture Exchange는 2개의 소

¹²⁰⁾ TSX Group Inc., 2002, *Annual Report*.

속부(tier)로 구성되는데, 회사의 자원이 많고 업력이 오래된 기업들은 “Tier 1”로, 벤처 또는 신생기업들은 “Tier 2”로 시장을 구분하여 관리하고 있다.

2) 시장구분별 규제 현황 및 특징

TSX Venture Exchange에 상장하는 방법으로는 IPO, CPC(Capital Pool Company Program), RTO(Reverse Takeover), 그리고 직상장 등의 4가지 방식이 있으며, 상장요건은 ① 광산업, ② 석유·가스업, ③ 기술·제조업, ④ 연구개발업, ⑤ 부동산업 등의 다섯 개 산업으로 구분되어 있다(<부록 표Ⅱ-11>, <부록 표Ⅱ-12> 참조).

“Tier 1, 2”의 상장요건은 순자산, 재산권 또는 자원(매장량) 규모, 과거 지출액, 자원개발계획(work program), 운전자본과 재무상태, 순이익(또는 수익) 및 주식분산의 정도 및 기타로, 상기한 다섯 산업에 대해 각각 구체적인 상장요건이 정해져 있다. 이 중에서 주식 분산의 정도는 “Tier 1, 2” 모두 다섯 산업에 공통적으로 적용된다. 이 외 추가적으로 상장기업들은 TSX Venture Exchange의 분류에 따른 적합한 기업지배구조를 갖추어야 한다.

TSX Venture Exchange “Tier 1, 2”의 상장요건의 특징은 “Tier 1”의 상장요건 수준이 “Tier 2”에 비해 높은 대신, “Tier 1”에 상장을 신청하는 기업들은 “Tier 2”에 비해 보다 적은 수의 서류를 제출하도록 하는데 있다. “Tier 2”기업들은 “Tier 1”의 최소상장요건이 충족되면 “Tier 1”로의 이전을 신청할 수 있다. 반면, “Tier 1”기업이 “Tier 1”의 상장유지조건을 충족시키지 못하면, “Tier 2”로 옮겨지게 된다.

<부록 표 II-11> TSX의 “Tier 1” 상장요건

요건	광산업	석유·가스업	기술·제조업	연구개발업	부동산업
순자산	범주 1: 200만 달러 범주 2: 없음	—	범주 1: 100만 달러 범주 2: 500만 달러 범주 3: 없음	500만 달러	500만 달러
재산권 또는 매장량	범주 1: 진척된 탐사권에 대한 실질적인 권리 범주 2: 3년간 채굴 가능 또는 증명된 매장량에 대한 실질적인 권리	200만 달러의 증명된 매장량	—	—	—
과거 지출액	—	—	—	최소 1백만 달러	—
추천 자원개발 계획	범주 1: 50만 달러의 진척된 탐사권[“지질 보고서”에서 추천] 범주 2: 없음	—	—	최소 100만 달러	—
운전자본과 재무상태	범주 1: 할당되지 않은 10만 달러, 자격을 갖춘 소유권과 “주요 소유권”을 좋은 상태로 유지하기 위하여, 작업중인 프로그램과 일반관리비를 18개월간 유지하고 재산세를 지출할 수 있는 충분할 정도 범주 2: 일반관리비(+10 만 달러)와 18개월간 사업계획을 수행할 수 있을 정도의 운전자본과 재정상태 유지	최소 50만 달러	범주 1: 18개월 간 재정 유지 범주 2: 운전자본과 일반관리비를 18개월간 유지할 할 수 있는 자금과 10만 달러	작업중인 프로그램과 일반관리비를 18개월간 유지하고 할당되지 않는 10만 달러	18개월 간 유지할 수 있는 재무 상태

<부록 표Ⅱ-11> TSX의 “Tier 1” 상장요건(계속)

요건	광산업	석유·가스업	기술·제조업	연구개발업	부동산업
순이익 또는 수익	—	—	범주 1: 작년에, 또는 최근 3년 중 마지막 2년간 10만 달러 이상의 세전 순이익 범주 2: 없음 범주 3: 작년에, 또는 최근 3년 중 마지막 2년간 20만 달러 이상의 세전 순이익	—	—
기타	범주 1: 작업중인 프로그램의 완료를 추천하는 “지질 보고서” 범주 2: 필요한 경우, 스폰서에 의한 긍정적인 사업 타당성 연구보고서	필요한 경우, 스폰서에 의한 “지질 보고서”	범주 1: 필요한 경우, 스폰서에 의한 보고서 범주 2: 향후 24개월 간 적절하게 수행된 이익예측을 제시하는 경영계획안	스폰서에 의한 인적 또는 기술적 효익 에 대한 보고서	투자산업의 경우, 투자가능한 자금의 50%가 최소한 2개의 투자처에 분산되어 있다는 투자 정책 및 전략에 대한 공시를 기술하는 스폰서가 작성한 보고서가 요구될 수도 있음.

a) 달러는 캐나다달러를 의미함.

출처: <http://www.tse.com/en/pdf/Going Public on TSXVenture.pdf>.

<부록 표 II-12> TSX의 “Tier 2” 상장요건

요건	광산업	석유·가스업	기술·제조업	연구개발업	부동산업
순자산	—	—	범주 1: 50만 달러 범주 2: 75만 달러 범주 3: 75만 달러	75만 달러	2백만 달러
재산권 또는 매장량	“자격을 갖춘 재산권(qualifying property)” 및 운영자로서의 지위에 대해 중요한 권리를 가지고 있고, “자격을 갖춘 재산권”에 대한 권한을 보호하기 위한 조인트벤처 계약에서 만족스러운 권리를 보유한 경우	범주 1: 50만 달러의 증명되고 생산 가능한 매장량 범주 2: 75만 달러의 증명되고 생산 가능한 매장량 범주 3: 없음	—	—	—
과거 지출액	지난 3년간 10만 달러 이상의 “자격을 갖춘 재산권”에 대한 지출, 또는 “자격을 갖춘 재산권”이 진척된 탐사권이라는 것을 증명할 수 있을 정도의 충분한 지출	—	범주 1과 2: 없음 범주 3: 지난 12개월간 상업화하기 위해 기술 또는 상품 개발과 관련되어 지출된 25만 달러	50만 달러	—
추천 자원개발 계획	“지질보고서”에서 추천된 것으로서 20만 달러 이상의 “자격을 갖춘 재산권”	범주 1: 없음 범주 2: 30만 달러 이상의 작업중인 프로그램 범주 3: 만족할 만한 분산된 개발 프로그램(벤처 또는 작업중인 프로그램에 최소 150만 달러 이상 할당되어야 함)	—	최소 50만 달러	—

<부록 표 II-12> TSX의 “Tier 2” 상장요건(계속)

요건	광산업	석유·가스업	기술·제조업	연구개발업	부동산업
운전자본과 재무상태	할당되지 않은 10만 달러와 “자격을 갖춘 소유권”과 “주요 소유권”을 좋은 상태로 유지하기 위하여 작업중인 프로그램과 일반관리비를 12개월간 유지하고 재산세를 지출하기에 충분할 정도	범주 1: 12개월간 운전자본과 재정 유지 범주 2와 3: 할당되지 않은 10만 달러와 12개월간 작업중인 프로그램과 일반관리비를 유지할 수 있을 정도의 운전자본과 재정 유지	범주 1: 12개월간 운전자본과 재정 유지 범주 2와 3: 할당되지 않은 10만 달러와 일반관리비를 포함한 12개월간 운전자본과 재정 유지할 수 있을 정도	할당되지 않은 10만 달러와 일반관리비를 포함한 작업중인 프로그램을 12개월간 유지할 수 있을 정도	12개월간 유지할 수 있는 운전자본과 재정
순이익 또는 수익	—	—	범주 1: 작년에, 또는 최근 3년중 마지막 2년간 5만 달러 이상의 세전 순이익 범주 2: 25만 달러의 영업 수익 범주 3: 없음	—	—
기타	필요한 경우, 작업중인 프로그램의 완료를 추천하는 “지질 보고서”	필요한 경우, 스폰서에 의한 “지질 보고서”	범주 1: 필요한 경우, 스폰서에 의한 보고서 범주 2: 필요한 경우, 스폰서에 의해 향후 24개월 내에 수익창출 가능성을 증명하는 경영계획안 범주 3: 범주 2 조건에 추가하여 상업적 성과를 보증할 만한 기술 또는 상품으로 진행중인 시제품	필요한 경우, 인적 또는 기술적 효익에 대한 타당성 보고서, 또는 스폰서에 의해 실시된 만족할만한 실질심사	투자산업의 경우, 투자가 가능한 자금의 50%가 최소한 2개의 투자처에 분산되어 있다는 투자 정책 및 전략에 대한 공시를 기술하는, 스폰서가 작성한 보고서가 요구될 수도 있음.

a) 달러는 캐나다달러를 의미함.

출처: <http://www.tse.com/en/pdf/Going Public on TSXVenture.pdf>.

따라서 TSX Venture Exchange “Tier 1”기업은 “Tier 2”보다 규제의 정도가 약하고, 규정의 적용에 있어서도 보다 “유연하다”. 또한 주시장인 TSX가 TSX Venture Exchange보다 규제의 정도가 약한데, “Tier 1”기업도 경우에 따라서는 TSX에 적용되는 보다 완화된 규제를 받을 수 있다. 그러나 기본적으로 TSX Venture Exchange에 상장된 기업들은 TSX에 상장된 기업보다 자산도 적고 위험도 크기 때문에, 그 규제의 정도도 강하다.

또 다른 특징은 TSX Venture Exchange의 상장요건이 특히 중소신생 벤처기업을 위해 설계되었다는 점이다. 따라서 TSX Venture Exchange에 상장되어 있는 기업들은 대부분이 “Tier 2”에 속한다. 또한 투자자들의 참여를 촉구하는 신뢰성 있는 시장을 형성하기 위하여, 각각의 상장요건은 상장기업의 규모와 질에 따라 각기 다른 기준을 요구한다.

3) CPC(Capital Pool Company) 프로그램을 이용한 상장방법

CPC 프로그램은 성장가능성이 있는 기업이 기존의 공모를 통한 IPO 상장보다 설립초기 단계에서 좀 더 빠르게 자금을 조달할 수 있는 기회를 부여하고, 쉽게 상장이 가능하도록 하는 TSX Venture Exchange의 독특한 상장방법이다.

이 방식은 먼저 자금을 조성(Capital Pool)해서, 자산과 사업 및 영업 활동은 없고 자본만 있는 공동출자회사(CPC)를 설립하고 CPC만을 위한 상장요건이 충족되면, 이를 TSX Venture Exchange에 상장시키고, 상장을 통해 조달된 자금으로 합병 또는 인수할 자산이나 사업체를 찾고 평가한다. 상장된 CPC는 18개월 이내에 유망한 초기 설립단계의 기업이나 자산을 인수하여야 하는데, 이를 “Qualifying Transaction(QT)”이라고 한

다. 따라서 CPC 프로그램은 크게 두 단계로 나뉘어지는데, 첫 번째 단계는 CPC를 설립하는 것이고, 두 번째 단계는 QT를 통해 성장가능성이 있는 기업을 초기설립 단계에서 선별하여 인수하는 것이다. QT가 끝나게 되면, 이제는 더 이상 CPC가 아니라 인수된 사업을 영위하는 정상적인 기업으로서 “Tier 1”이나 “Tier 2”시장에서 거래할 수 있게 된다.

TSX Venture Exchange의 전신인 CDNX가 1999년 CPC 프로그램을 도입한 이래 통합 전인 2001년까지 총 1,000여 개의 회사가 이 방식에 의해 상장되었는데, 이는 IPO를 통한 상장보다도 많았다. 또한 이 방법은 현재에도 여전히 IPO에 버금가는 상장방법으로 널리 이용되고 있다.

3) RTO(Reverse Takeover) 상장과 직상장(Direct Listing)

TSX Venture Exchange에 상장하는 방법으로 우회상장(Reverse Take Over: RTO)방식이 있다. 이 방식은 TSX Venture Exchange에 상장하고자 하는 회사가 이미 시장에 상장되어 있는 기업을 인수 또는 합병하여 상장하는 방식이다. 대개 이 방식은 현재 상장되어 있기는 하지만 특별한 영업활동이 없는 상장휴면기업(shell company)을 역합병을 통해서 인수하는 방법으로 이루어진다.

직상장(direct listing)은 다른 증권거래소에 이미 상장되어 있는 기업이 TSX Venture Exchange의 상장요건을 충족할 경우, 유가증권신고서를 새로 작성할 필요 없이 TSX Venture Exchange로 이전하여 상장할 수 있도록 한 것을 말한다.

바. 매매체결·결제·공시 제도

1) 매매체결제도

TSX Venture Exchange의 매매는 영업일 오전 9:30부터 오후 4:00 사이에 이루어지며, 각 회원증권사들이 매매주문을 입력함으로써 주문이 접수되고, 가격·시간·수량 우선의 원칙에 따라 호가가 처리된다. 주문 처리가 완료되면 각 회원증권사의 단말기에 처리 내용이 통보된다.

TSX Venture Exchange에서 거래되는 주식은 주가에 따라 최소호가단위가 결정되는데, 기준주가가 0.50 캐나다달러 미만이면 최소호가단위는 0.005 캐나다달러이며, 기준주가가 0.50 캐나다달러 이상이면 최소호가단위는 0.01 캐나다달러이다.

거래정지는 상장유지요건이나 거래소 규정을 위반한 경우, 주가에 심각한 영향을 미칠만한 중요 변동사항이 있음에도 이를 공시하지 않거나 부정확하게 공시한 경우, 감사부의 조사에 의해 주주의 이익이 심각하게 왜곡될 우려가 있는 경우, 주가가 짧은 시간내에 급등락하여 투자자보호를 위하여 해당 종목에 대한 조사가 실시되는 경우에 이루어진다.

2) 결제제도

캐나다 증권시장에서의 청산과 결제는 1996년에 시행된 「지불청산결제법(Payment Clearing and Settlement Act)」에 의해 캐나다 중앙은행의 감독을 받는다. 채권, 주식, 외환, 파생상품 매매에 관련된 전자거래시스템의 비약적인 발전에 맞추어, 캐나다 금융시장의 안정적인 발전을 위하여 캐나다 의회는 지불청산결제법에서 청산 및 결제에 관한 감독기능을 캐나다 중

양은행에 위임하였다.¹²¹⁾ 청산 및 결제업무는 중앙예탁기관인 캐나다증권예탁원(Canadian Depository for Securities: CDS)에서 관할하고 있다.

3) 공시제도

캐나다 거래소 규정 및 증권거래법은 그 기본원칙으로서, 기업이 합리적인 투자결정을 내리기 위해 사용하는 중요한 정보사항은 모든 투자자가 동등하게 알 권리가 있음을 규정하고 있다. TSX Venture Exchange의 수시공시와 수시공시에 대한 위반행위 감시 및 위반행위에 대한 제재조치가 RS에 의해 취해진다.

수시공시의 내용은 주식의 가치 또는 경영 및 소유권에 심각한 영향을 미칠만한 정보와 같이 주식 투자에 영향을 미칠만한 중요한 사항으로 간주되는 것들이다. 수시공시는 위와 같은 중요한 정보를 인지한 즉시 공표하여야 한다. 또한, 특이 거래현상이 있는 경우, 시장감리부는 해당 원인을 파악하고 기업의 경영자를 면담하여 공시가 필요하다고 인정되는 경우, 즉시 공시를 행하도록 하고 있다.

121) Bank of Canada, 1997, "Clearing and settlement systems and the Bank of Canada," *Bank of Canada Review*, Autumn.

3. Deutsche Börse(DB)

가. 개요 및 현황

독일의 신시장인 Neuer Markt는 지난 1997년 3월 설립되었다. 유럽 지역의 첨단 기술주들이 시장에 대거 참여하면서 폭발적인 성장세를 보였으나, 기술주들의 거품이 걷히기 시작하면서 2002년 9월 시가총액이 최고치의 4%선으로 감소하였고, IPO는 2002년 동안 단 1건만 이루어졌다. 이에 Neuer Markt의 지주회사인 독일증권거래소(Deutsche Börse: DB)는 신시장의 개념을 버리고, DB 내의 한 부문[(신)성장형기업 부문; 등록요건(General Standard 부, Prime Standard 부) 및 지수를 이용하여 구분관리]으로 신시장을 구성하는 것으로 시장운영 철학을 변경하였다(2003. 1. 1). Neuer Markt는 2003년 말에 프랑크푸르트증권거래소(FWB)와 완전히 통합되어 더 이상 존재하지 않게 된다.

<부록 표 II-13> Deutsche Börse의 주요 시장통계량

(단위: 십억유로)

구분	2001. 12	2002. 12
상장종목수	983	934
신규상장종목수	21	6
거래금액	1,594.3	1,279.9
유상증자금액	2.8	0.2
시가총액 ^{a)}	1,203.7	658.6

a) 시가총액은 상장회사 가운데 독일 국내 회사만을 합산하였음.

출처: World Federation of Exchanges, 2002b, *Annual Report and Statistics*

2002년 말 현재, DB의 상장주식수는 934개이며, 2002년 단지 6개 기업이 신규로 상장되었다. 시가총액은 2001년에 비해 절반 정도 줄었는데, 이는 독일 주식시장의 장기적 침체를 반영한다.

나. 구조적 특성과 자율규제

1) 구조적 특성

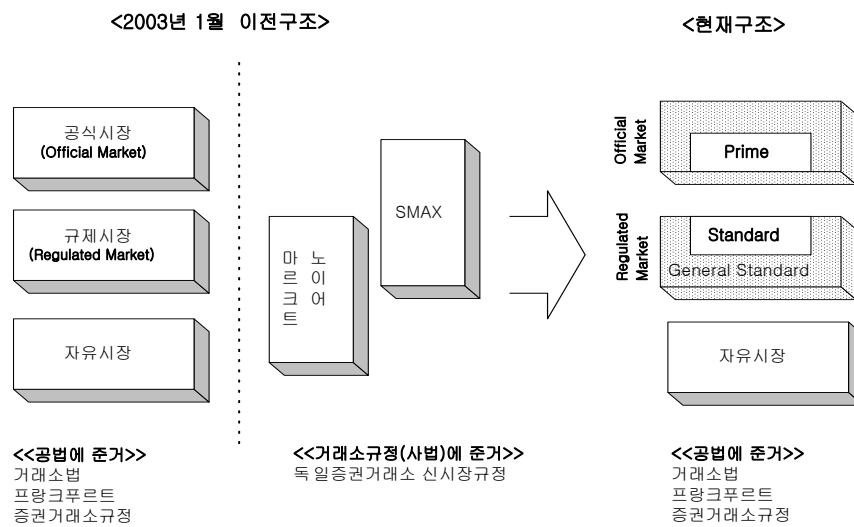
DB는 2003년 1월 1일 이전까지 법률적으로 중층적인 시장체계를 가지고 있었다. 먼저, 거래소법(Exchange Act, 공법에 근거)과 DB의 자회사인 FWB 규정(Exchange Rule, 공법에 근거)에 근거하여 다음의 세 개 시장으로 구분되는 시장체계가 있다. ① 대기업을 위한 공식시장[Amtlicher Markt(Official Market), 1부시장에 해당], ② 중기업을 위한 규제시장[Geregelter Markt(Regulated Market), 2부시장에 해당], ③ 이외의 기업을 위한 상장기준이 느슨한 장외시장(Freiverkehr) 등이다.

다음으로 FWB(공법에 근거)의 운영주체인 DB(사법에 근거)가 신시장 규정(NM+SMAX Rule and Regulation, 사법에 근거)에 근거하여 조직한 다음의 두 시장으로 구분된 시장체계가 있다. ① 신생 벤처기업을 위한 Neuer Markt(Regulated Market에 상장된 기업을 대상으로 함)과 ② 소형주를 위한 SMAX(Official and Regulated Markets에 상장된 기업을 대상으로 함)가 이에 해당한다.

2003년 1월 1일, 복잡한 중층적 시장체계를 1개의 공법상 시장체계로 통일하기 위하여, FWB는 Official Market과 Regulated Market의 시장구분 하에, 국제적으로 통용될 수 있는 투명성과 관련된 요건을 기준으로 시장을 “General Standard 부(segment)”와 “Prime Standard 부”로 이원

화하였다(<부록 그림 III-1> 참조).

<부록 그림 II-1> Deutsche Börse의 시장체계



a) Official Market, Regulated Market은 DB에 상장하기 위한 시장구분인데 반하여, Prime Standard 부와 General Standard 부는 일단 DB에 상장한 후 효율적 시장관리를 하기 위한 구분임.

출처: DB 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

Official Market과 Regulated Market은 DB에 상장하기 위한 시장구분이다. 상장을 원하는 기업이 일단 이 두 시장 중 어느 한 곳의 상장요건을 충족하여 DB에 상장된 뒤에는, 어느 시장으로 상장되었는가에 관계 없이 General Standard 부와 Prime Standard 부로 다시 나뉘어 효율적인 시장관리가 이루어진다. 법률에서 정하는 상장요건을 충족하여 일단 DB에 상장된 기업들은 모두 General Standard 부에 속하게 된다.

General Standard 부에 속하는 기업 중에서 Prime Standard 부에 속하기를 원하는 기업들은 추가적으로 국제적으로 통용될 수 있는 투명성 관련 요건들을 충족하여야 한다.

DB는 Prime Standard 부에 속한 기업들만을 대상으로 하여 기업의 규모, 유동성, 그리고 기업의 특성에 따라 다양한 지수를 만들어 시장에 제공하고, 이 지수들로 시장을 구분하여 운영한다. 전통기업에 대해서 규모 및 유동성 기준으로 DAX, MDAX, SDAX, 등으로 구분하며, 첨단 기술주들을 대상으로 TecDAX와 NEMAX 지수를 구성해 전통기업과 구분하고 있다. 이처럼 DB는 TecDAX 등으로 구분된 시장을 운영하면서 과거 Neuer Markt가 일정 역할을 수행하였던 신생 벤처기업들을 위한 자본조달기능을 수행하게 된다. 결국, DB에서는 주시장과 신시장이라는 구분이 일차적인 상장요건에서 완전히 사라지고, 상장된 기업을 대상으로 단지 지수로서만 이를 구분하여 주고 있음을 알 수 있다.

General Standard 부에 속하는 기업은 위와 같은 특정 지수를 산정하는데 포함되지 않는다. 이는 이들 기업이 기관투자자들의 관심을 끌어 투자 등을 유치하는데 부정적으로 작용하고 있다.

2) 자율규제

DB가 영리를 추구하는 실질적인 주식회사로 전환됨에 따라 공익성 훼손과 시장독점에 따른 폐해에 대한 우려가 고조되었다. 이와 같은 우려를 불식시키기 위하여 DB는 연방 및 주 정부의 감독 하에, 증권거래 감독자로서의 자율규제기능을 강화하여 공익성을 보장하고자 노력하고 있다. DB는 일상적인 거래활동에 대한 감시, 거래자료의 수집 및 분석, 증권회사의 자기계정거래에 대한 감독 등 증권거래 전반에 대한 감독자

로서의 기능을 수행하고 있다.

주 정부 감독당국은 DB가 수행하는 시장감시와 관련된 기준 승인권을 가지고 있으며, 연방 감독당국은 내부자거래 등에 대한 감독과 외국 감독기관의 협력 문제 등에 대한 역할을 수행하고 있다.

DB는 투명성과 관련된 기준을 사용하여 “General Standard 부”와 “Prime Standard 부”로 시장을 구분하고 그 자율규제 내용을 차별화하고 있다. Prime Standard 부 소속 기업은 General Standard 부에서 요구하는 규제내용 뿐만 아니라, 국제적인 회계기준(US GAAP)에 따른 회계처리 등과 같은 높은 수준의 투명성을 요구하고 있다.

다. 소유·지배구조

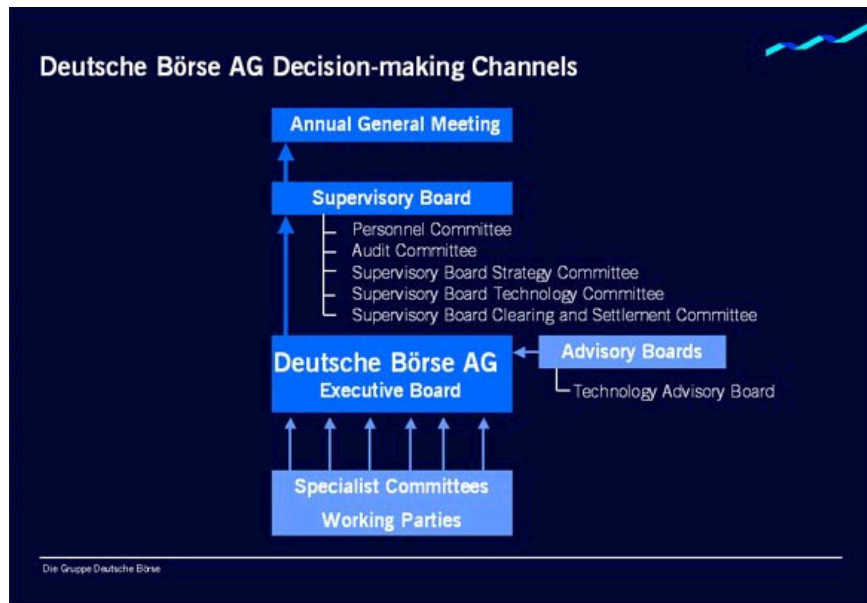
1990년 FWB는 거래소의 내적 소유구조를 회원제에서 주식회사제로 전환하였다. 이후 FWB는 1992년 12월 설립된 지주회사인 DB에 흡수·통합되었다.

2002년 2월, IPO를 하여 자체 상장한 DB의 지분분포는 2002년 말 현재 기관투자자 76%, 전략적 투자자 22%, 개인투자자 2%로 이루어져 있다. 또한, 해외보유지분이 53%에 달해 국내지분 47%를 능가하고 있다. 해외지분의 보유국별 분포는 영국 23%, 미국 22%, 그 외 유럽국가 6%, 기타 2%로 나타난다.

DB의 기업지배구조는 크게 집행이사회(Executive Board)와 감독이사회(Supervisory Board)로 나뉜다. 집행이사회에 속한 임원들은 DB를 경영하고 관리하는 책임을 지며, 통상의 이사회에 해당하는 감독이사회는 최고의사결정기구로서 집행이사회를 감독하고 경영의 최종적인 책임을

지며, 또한 집행이사회는 집행임원을 선임한다. 집행임원은 감독이사회
의 이사를 겸임할 수 없는데, 2003년 10월 현재, 감독이사회에 소속된
이사의 수는 21명이며, 이 중에서 14명은 주주들이며, 7명은 DB에 현재
종사하는 종업원들을 대표한다. 따라서 감독이사회 전원이 독립된 사외
이사로 구성됨을 알 수 있다. 감독이사회 이사의 임기는 3년이다.

<부록 그림 II-2> Deutsche Börse의 기업지배구조



출처: <http://deutsche-boerse.com>

<부록 그림 II-2>는 DB의 기업지배구조를 나타내는데, 주주총회를 정
점으로 하여 5개의 소위원회를 가진 감독이사회, 그리고 전문가들로 구
성된 경영자문위원회를 둔 집행이사회가 있다. 감독이사회 산하 소위원

회는, 인사위원회(personnel committee), 감사위원회(audit committee), 전략위원회(strategy committee), 기술위원회(technology committee), 청산·결제위원회(clearing and settlement committee) 등이다.

2002년 2월에 독일 정부는 “독일기업지배구조준칙(German Corporate Governance Code)”을 제정하여 발표하였는데, DB는 여기서 제시된 기업지배구조의 원칙과 가이드라인을 모두 반영하여 자체 조직을 정비하고, 행위규범과 공시요건 등을 개선하였다. 특히, DB의 집행이사회와 감독이사회는 “독일기업지배구조준칙”에 따라 작성된 경영적합성 선언문(declaration of conformity)을 매년 사업보고서와 인터넷을 통하여 발간하고 있다.

라. 수입·지출 및 자산구조

DB는 매매, 청산, 결제, 보관, 정보 및 거래소 기간시설 서비스 등의 통합서비스 제공을 지향하고 있다. DB의 사업부문은 Xetra(장내거래 및 전자거래시스템), Eurex(파생상품거래), 정보상품(가격정보 및 그 외 정보 매출), 정보기술(시스템 및 컨설팅서비스 제공), Clearstream(청산·결제 및 증권보관) 부문으로 나누어져 있다. DB의 수입은 2001년 760.3백만유로였으며, 2002년에는 1,106.5백만유로를 기록하였다. 주요 사업부문별 수입규모를 보면 <부록 표Ⅱ-14>와 같다.

DB의 핵심사업은 자본시장의 기간설비서비스(infrastructure services)를 개발하고 이에 필요한 기술적 시스템을 운영하는 것이다. 거래상품의 다양화와 지속적인 거래 및 결제 시스템의 연구개발은 DB의 중요한 성공 요인이다. DB의 각 사업부문인 Xetra, Eurex, 정보상품, 정보기술, Clearstream에서의 개발비 지출규모는 <부록 표Ⅱ-15>에 나타나 있다.

<부록 표Ⅱ-14> Deutsche Börse의 주요 사업부문별 수입규모

(단위: 백만유로)

사업부문	2001	2002
Xetra	243.1	210.8
Eurex	268.8	331.6
정보상품부문	109.9	121.5
Clearstream	-	277.0
정보기술부문	138.5	165.6

출처: Deutsche Börse, 2002a, *Annual Report*.

<부록 표Ⅱ-15> Deutsche Börse의 주요 사업부문별 개발비규모^{a)}

(단위: 백만유로)

사업부문	2001	2002
Xetra	23.3	57.8
Eurex	58.3	38.5
정보상품부문	21.2	12.3
Clearstream	-	38.2
정보기술부문	4.1	4.2
합계	106.9	151.0

a) 자본화하지 않은 직접지출비용으로서 개발비용임.

출처: Deutsche Börse, 2002a, *Annual Report*.

연결손익계산서상 DB의 지출규모는 <부록 표II-16>에 나타나 있으며, 연결대차대조표상의 자산규모는 <부록 표II-17>과 같다.

<부록 표 II-16> Deutsche Börse의 지출구조

(단위: 백만 유로)

구분	2001. 12	2002. 12
은행 업무 관련 수수료	0.0	66.3
인건비	112.0	245.3
감가상각비	83.3	223.6
기타 운영비	471.6	500.0
금융자산대손상각	13.2	6.2
합계	680.1	1,041.4

출처: Deutsche Börse, 2002a, *Annual Report*.

<부록 표 II-17> Deutsche Börse의 자산구조

(단위: 백만유로)

구분	2001. 12	2002. 12
유동 자산	1,380.4	3,865.8
이연 자산	754.7	2,678.4
고정 자산	737.2	2656.4
무형자산(소프트웨어, 영업권 등)	259.8	1,696.4
토지 및 건물, 장비	57.3	320.9
비유동 금융자산 ¹⁾	420.1	639.1
자산 총계	2,135.1	6,544.2

a) 우리나라의 투자자산과 유사하나 자회사 및 출자관계 회사 지분도 포함함.

출처: Deutsche Börse, 2002a, *Annual Report*.

마. 상장법인 관리제도

1) 시장구분에 대한 개괄

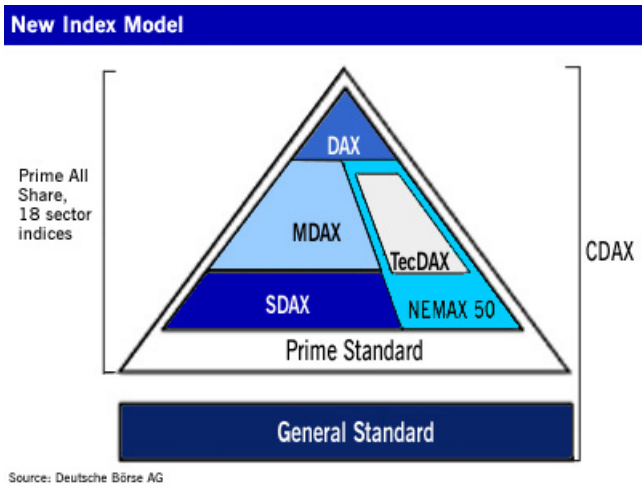
DB는 시장운영 측면에서 다양한 국제 수준의 기준을 채택하면서 최근 몇 년 동안 상당히 긍정적인 변화를 보이고 있는데, 이는 투명성, 유동성, 법적 정확성, 시장 건전성 등의 측면에서 DB 참여자들의 요구에 부합하기 위한 변화였다.

이러한 변화의 중심에는 법적 환경의 변화, 신시장인 Neuer Markt의 존립 변화, 소속부제도의 도입, 지수의 단순화와 유연화 등과 같은 일련의 조치들이 자리잡고 있다.

2002년 7월, “Fourth Financial Markets Promotion Act”가 제정되어 사법(私法, private law)에 근거한 계약에 의해 운영되던 Neuer Markt의 법적 성격이 공법(公法, public law)에 의해 운영되는 시장으로 변화되었다. 이로써 다수의 부실기업이 존재하던 Neuer Markt가 과감한 퇴출정책을 감행할 수 있는 근거가 마련되었고, 이어 DB 시장구조 변화의 토대가 되었다.

2003년 1월 1일에 FWB는 투명성만을 기준으로, 전통기업(classic), 또는 IT기업 등과 같은 기업 특성에 상관 없이 시장을 “General Standard 부”와 “Prime Standard 부”로 이원화하였다. General Standard 부는 Official Market, 또는 Regulated Market에서 규정된 최소한의 법률규정이 적용되는 소속부이다. Prime Standard 부는 General Standard 부의 규정에 추가하여 국제적 수준의 투명성 기준을 채택하고 이를 적용하는 소속부이다. 기존의 Neuer Markt와 SMAX의 규제기준은 Prime Standard 부에서 채택된 규제기준에 모두 포함되어 있다.

<부록 그림 II-3> Deutsche Börse의 새로운 시장구분과 지수구성



출처: Deutsche Börse, 2002b, "Reshaping Cash Markets and Adaptation of the Index Framework," Press Release.

Prime Standard 부에서 제공하는 지수구성은 다음과 같다.

- ① DAX는 Prime Standard 부에서 시가총액과 유동성이 가장 높은 30대 기업의 주식으로 이루어진 "독일" 우량주 지수이다(DAX 종목의 경우에는 전통산업과 기술산업을 모두 포함함. <부록 그림 III-3> 참조).
- ② MDAX는 전통산업에 종사하는 기업 중 DAX 다음으로 시가총액과 유동성이 높은 50대 종목 지수이다.
- ③ SDAX: 전통기업 중 MDAX 이하 순위에서 선택한 50대 종목 지수이다.
- ④ TecDAX: 신규 지수로서, 첨단기술주만을 대상으로 30개 종목이

선정되며, 여기에 해당하는 기업은 DAX에 포함되지 않는다.

⑤ NEMAX 50: TecDAX 이하 순위에서 선택한 50대 종목 지수이다.

DAX를 제외하고는 외국기업의 지수편입도 허용된다. 2003년 3월 현재, DB에 상장된 900여 개의 기업 중에 380여 개 기업이 Prime Standard 부에 소속되어 있다. 따라서, 210개 기업만이 지수에 편입될 수 있으므로, 나머지 170여 개 기업은 Prime Standard 부에 속하지만 지수에는 편입되어 있지 않고 대기 중에 있는 상태이다.

Prime Standard 부를 대상으로 산정되는 이 특정 지수들은 기관투자자를 주요 대상으로 하고 있으며, 이들은 각 지수의 특성을 명확하게 인식하고 투자를 하는데 참조한다.

2) 시장구분에 대한 규제 현황 및 특징

법적으로 DB에 상장될 수 있는 요건인 Official Market과 Regulated Market의 상장요건을 비교해 보면, “기업규모(자본금)요건”이 주요 역할을 하고, 여기에 “업력”과 “분산요건”이 보조적으로 작동하고 있음을 알 수 있다. 일단 두 시장 중 어느 경로를 통해서 상장되든지, 상장을 유지하기 위한 요건은 거의 동일하다. 앞서서도 언급한 바와 같이, 일단 두 법적 시장을 통해서 상장이 되면, 법적 상장시장이나 기업의 특성 등에 상관 없이 하나의 상장기업 풀(pool)인 General Standard 부에 속하게 된다. 여기에서 보다 높은 투명성 기준을 충족할 수 있는 기업은 Prime Standard 부에 속할 것을 스스로 선택할 수 있다.

Prime Standard 부에서 제시하는 요건은 General Standard 부의 규정(즉, Official Market과 Regulated Market에 상장 및 상장유지 요건)에 추가적으로 국제적 수준의 투명성 기준을 만족하는 수준이다. 그 주요

내용을 살펴보면 다음과 같다. 분기보고서의 제출, IAS 또는 US GAAP 등의 국제적 회계 기준에 입각한 재무보고서 작성, 주요 기업 일정을 나타내는 재무 일정(financial calendar) 공표, 매년 1회 이상의 애널리스트 컨퍼런스 개최, 영문판 보고서의 작성, 독일 증권거래법이 요구하는 특별 공시사항의 준수 등이다. 상기의 추가적 요구사항은 Euronext의 NextEconomy와 NextPrime에서 요구하는 사항과 유사하다.

<부록 표 II-18> 독일 정규시장의 주요 상장요건

구분	Official Market	Regulated Market
기업 업력	3년	—
자본금	125만유로 이상	최소 25만유로
최소 주식수	—	—
주식 종류	보통주, 우선주	보통주, 우선주
분산요건	25% 이상	—
인가 서류	“상장사업설명서” (주식평가, 발행주체, 주식을 포함한 3년간의 대차대조표와 손익계산서, 최근 사업연도 경영보고서)	“제안사업설명서” (Offering Prospectus Directive에 의거) (1년 미만일 경우 현재 상태를 반영한 대차대조표와 중간보고서, 당기와 차기 손익예측 및 3년간 기업의 목표치 포함)
사용 언어	독일어/영어	독일어/영어
기존 주주에 대한 유지 의무 (retention obligation)	—	—
의사결정 주체	상장위원회	상장위원회
기타	거래감시(거래감시국)	거래감시(거래감시국)

a) Official Market과 Regulated Market은 각각 1부, 2부에 해당한다고 할 수 있음. 이것은 법적인 시장구분으로서 이러한 두 시장으로 상장한 기업들 중에서 보다 강화된 투명성요건을 충족하는 기업은 Prime Standard 부로, 그렇지 않은 기업은 General Standard 부로 새로이 구분됨.

출처: DB 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

<부록 표Ⅱ-19> 독일 정규시장의 주요 상장유지요건

요건	Official Market	Regulated Market
연간 재무제표	작성	작성
중간보고서	작성(최소 6개월)	작성(최소 6개월)
특별공시(publicity)	작성	작성
의결권 주식수 변동	작성	—
공시규정에 해당하는 증권거래	—	—
사용 언어	독일어 또는 영어	독일어 또는 영어

출처: DB 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

바. 매매체결 · 결제 · 공시 제도

1) 매매체결제도

DB에서의 매매시간은 오전 9시부터 오후 8시까지이며, 기본적으로 시초가를 결정하는 전장, 단일가격으로 경쟁매매되는 본장, 종가를 결정하는 후장으로 나뉜다. 이 시간은 거래소 및 Xetra에서 거래되는 모든 증권과 신주인수권(warrants) 뿐만 아니라, Eurex에서 거래되는 주식파생상품 및 주가지수파생상품에도 해당한다.

매매는 장내거래와 전자거래시스템을 이용하는 경우 각기 다르게 규정된다. 주문의 경우 장내거래와 전자거래시스템 거래 모두 지정가주문과 시장가주문을 인정하고 있지만, 전자거래시스템을 이용한 시장가주문의 경우에는 장내거래와는 달리 다양한 조건을 주문에 포함시킬 수 있다.

거래정지는 해당 종목이 일시적으로 거래위험에 노출되거나 투자자 보호를 위하여 필요하다고 판단되는 경우 시행되며, 원인이 규명되어 해결되지 않는 한 해당 종목에 대한 매매정지는 지속된다.

2) 청산·결제 제도

DB는 2002년 7월 청산·결제 및 보관 서비스기관인 Clearstream을 인수하였다. 이로서 DB는 증권의 매매, 청산·결제, 예탁 등 수직적 기능을 모두 망라하는 통합 거래소로서의 면모를 갖추게 되었다. Clearstream은 2002년 8월 독일 유가증권 거래에 대한 국제결제 서비스를 개선하였다. 이 서비스는 독일내 예탁결제플랫폼(CASCADE)과 Clearstream의 국제간 예탁결제플랫폼(Creation)을 연계한 것으로, 이를 통하여 독일 유가증권을 거래하는 국제투자자의 실시간 결제 서비스 이용이 가능해지게 되었다.

3) 공시제도

DB의 공시제도는 General Standard 부와 Prime Standard 부에 따라 다르게 적용되고 있다. General Standard 부의 경우 정기공시의 대상으로 연차보고서 및 반기보고서만을 규정하고 있으나, Prime Standard 부의 경우에는 분기보고서의 작성까지 요구한다. 회계기준에 있어서도 Prime Standard 부는 국제적 기준에 맞는 보고서 제출을 의무화하고 있다. 수시공시는 가격에 영향을 주는 중대한 정보의 경우 투자자보호를 위하여 필요한 내용을 적시에 공시하도록 규정되어 있다. General Standard 부는 독일어로, Prime Standard 부는 독일어와 영어 두 언어로 공시하여야 한다.

4. Nouveau Marché(Euronext-Paris)

가. 개요 및 현황

Euronext-Paris의 신시장인 Nouveau Marché는 1996년 2월 프랑스의 파리거래소(Paris Bourse)가 개설한 유럽 최초의 첨단기술주 중심의 시장으로, 2002년 말 현재 프랑스 기업 143개, 외국기업 10개로 총 153개의 기업이 상장되어 있다. 상장기업 중 70% 정도가 IT기업과 BT기업 등의 첨단기술을 보유한 기업들로 이루어져 있다. Euronext-Paris는 1부시장인 Premier Marché, 2부시장인 Second Marché, 그리고 Nouveau Marché와 장외시장으로 이루어져 있다.

2002년 12월말 기준으로 Nouveau Marché의 시가총액은 70억 유로인데, Euronext-Paris의 시가총액이 9,280억 유로이므로, Euronext-Paris에서 Nouveau Marché가 차지하는 비중이 0.75%에 불과함을 알 수 있다. 2002년 말 현재 Nouveau Marché에서의 거래금액은 246억 유로이며, 이 역시 Euronext 전체 거래대금과 비교하면 매우 미미한 수준이다.

<부록 표Ⅱ-20> Nouveau Marché의 주요 시장통계량

(단위: 십억유로)

구분	2000. 12	2001. 12	2002. 12
상장종목수	158	164	153
거래금액	20.1	7.9	4.6
시가총액	24.0	15.0	7.0
주가지수	2,904.4	1,082.9	509.5

출처: Euronext Paris 웹사이트자료를 한국증권연구원이 정리

<부록 표 II-21> Euronext-Paris의 주요 시장통계량

(단위: 십억유로)

구분	2000. 12	2001. 12	2002. 12
상장종목수	966	936	874
거래금액	-	1,201.7	1,165.3
시가총액	1,541.0	1,319.0	928.0
주가지수	5,926.4	4,624.6	3,063.9

출처: Euronext Paris 웹사이트자료를 한국증권연구원이 정리

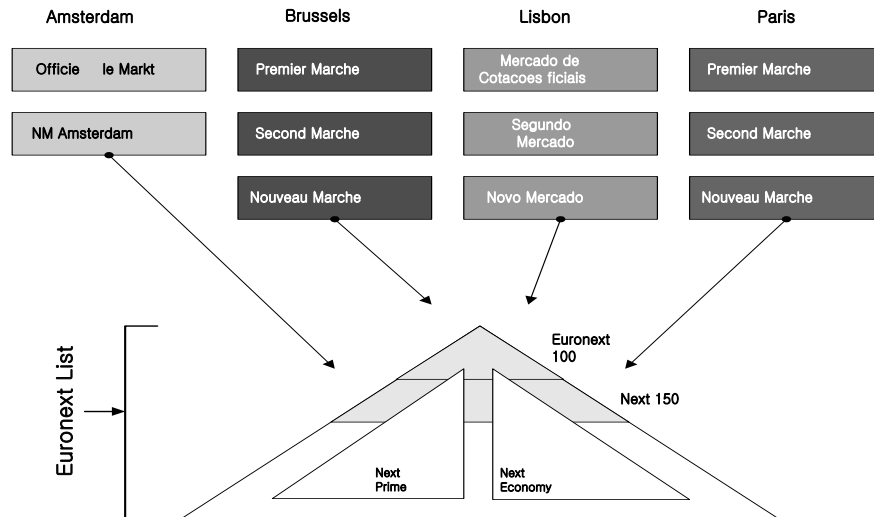
나. 구조적 특성과 자율규제

1) 구조적 특성

Euronext는 2000년 9월 Paris, Amsterdam, Brussels 등 세 거래소의 합병으로 탄생하였으며, 이후에 Lisbon거래소와 런던의 파생상품거래소인 LIFFE가 참여하였다. 비록 통합을 하였지만, Euronext의 자회사들인 Euronext-Paris, Euronext-Amsterdam, Euronext-Brussels, Euronext-Lisbon 등은 자국의 법률체계에 의해 각각의 시장체계를 가지고 있다.

각 국의 법적 구분에 의해 해당 기업들이 상장이 되면, 이들은 국적이나 상장된 거래소, 규모 등에 관계없이 “Euronext List”라는 단일 상장 풀(pool)에 포함된다 (<부록 그림II-4> 참조). Euronext는 “Euronext List”를 기초로 실질적으로 특별한 소속부 없이 4개의 거래소를 망라하여 지수(Euronext 100, Next 150 등)만으로 시장을 구분하여 관리한다. 2002년 1월 이에 더하여 중소형 종목들을 위해 일종의 산업분류인 NextEconomy와 NextPrime을 고안하였다. 시장을 재편한 것이 아니기 때문에 Euronext 100, Next 150에 속하는 기업들도 NextEconomy와 NextPrime에 포함될 수 있다.

<부록 그림 II-4> Euronext의 시장체계



a) 각 국의 법적 구분에 의해 상장이 되면 “Euronext List”라는 단일 상장 풀(pool)에 포함됨. Euronext List는 지수로 구분되고, 경영투명성기준에 의해 NextEconomy, NextPrime으로 구분되어 관리됨. NextEconomy, NextPrime은 중소형 기업을 위해 고안되었으나, 점차 Next 150, Euronext 100으로 확장되고 있음.

출처: Euronext 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

NextEconomy는 신기술 분야를 핵심사업으로 영위하는 기업을 대상으로 하며, NextPrime은 소위 전통산업에 속한 기업을 대상으로 한다. 현재 Euronext는 일차적으로 Euronext 100과 Next 150의 지수로 시장을 구분하고, 여기에 이차적으로 NextEconomy와 NextPrime을 도입한 상태이다. 그러나 결국에는 NextEconomy와 NextPrime으로 Euronext시장을 일차적으로 구분한 다음, 기업의 규모와 유동성을 기준으로 하여 Euronext 100, Next 150과 같은 다양한 지수로 시장을 이차적으로 구분·운영하는 형태가 될 것으로 전망된다.

2) 자율규제

거래소의 통합과 주식회사화를 이룬 후에, Euronext 산하의 각 거래소들은 각자의 시장에 상장되어 있는 기업들에 대해 자율규제기능을 수행하는 별도의 감독기구인 금융시장위원회(CMF: Conseil des Marchés Financiers)를 설립하였다.¹²²⁾ 각각의 금융시장위원회는 증권회사 대표 10인, 상장회사 대표 1인, 종업원 대표 1인, 정부 대표 1인으로 구성되어 있고 다음과 같은 기능을 수행한다.

- 증권시장 운영제도 및 증권회사 통제규정의 제정
- 회원사 인가 및 취소 규정과 업무감리규정의 제정
- 상장 및 퇴출 규정과 거래중지규정의 제정
- 시장운영규정의 제정
- 증권업종사자 자격규정의 제정 등

Euronext-Paris를 비롯한 Euronext 산하 각 거래소들은 금융시장위원회의 위임을 받아, 시장운영, 거래권을 가진 증권회사의 회원 승인 및 감리, 상장·퇴출 심사, 거래 중지 등과 같은 자율규제기능을 수행한다.

다. 소유·지배구조

1988년 Euronext-Paris의 전신인 Paris Bourse는 주식보유를 당시의 회원으로만 제한하는 형식상의 주식회사화를 단행하였다. 이후 2000년 3

122) Euronext 산하 각 중간감독기구들은 상호간에 MOU를 체결하여(2002. 3) 규제의 조화를 추구하고 있다.

월, 파리, 브뤼셀, 암스테르담 세 거래소의 통합으로 Euronext가 설립되었는데, 이들 거래소들은 Euronext의 자회사로 존속하고 각 거래소들의 회원들은 신규 지주회사인 Euronext의 주주가 되었다. 그리고 2001년 7월 IPO를 통해 실질적인 주식회사화가 마무리되었다. 주식회사화된 Euronext의 총 주식수는 122,111,972 주이며, 그 지분분포는 <부록 표Ⅱ-22>와 같다.

<부록 표Ⅱ-22> Euronext 지분분포(2003. 7. 2)

구분	주식수	백분율(%)
벨기에	2,537,541	2.08
프랑스	34,723,386	28.44
네덜란드	8,971,387	7.35
거주지역 지분 ^{a)}	46,232,314	37.86
비거주지역 지분	51,630,239	42.28
기타 ^{b)}	21,539,798	17.64
합계	122,111,972	100.00

a) 거주지역은 벨기에, 프랑스, 네덜란드를 의미함.

b) 기타는 거주지가 식별되지 않는 지분을 의미함.

출처: Euronext, 2002a, *Annual Report*.

네덜란드 상법에 근거하여 암스테르담에 설립된 Euronext는 벨기에, 프랑스, 네덜란드, 포르투갈, 그리고 영국 각각에 현·선물 거래소를 자회사로 둔 지주회사이다. 자회사가 설립된 국가마다 기업지배구조에 대한 법과 규제가 다르기 때문에, Euronext는 이 중에서 가장 엄격한 규제 기준을 적용하고 있다.

Euronext는 네덜란드 법에 따라서 감독이사회(Supervisory Board)와 집행이사회(Managing Board)로 나뉜 이원화된 지배구조를 가지고 있다. 감독이사회의 이사들과 외부감사인으로서 구성된 위원회에서 감독이사회의 독립성을 보장하는 기업지배구조준칙을 마련하였고, Euronext는 이 기준을 따르고 있다.

감독이사회는 사외이사들로 구성된 독립기관이며, 감독이사회 이사는 동시에 집행이사회 이사가 될 수 없으며 감독이사의 임기는 4년이다. 감독이사회는 집행이사회에 경영정책 및 관리업무와 Euronext의 일반적인 영업활동 등을 감시한다. 감독이사회 산하에는 감사위원회와 보상위원회의 두 소위원회가 있다. 네덜란드 법과 Euronext 규정에 의거하여 감독이사회는 감독이사회의 이사 및 집행이사회에 집행위원을 선출한다. 감독이사회 이사의 보수는 정기주주총회에서 결정하며, 집행이사회 임원의 보수는 감독이사회가 보상위원회와 함께 결정한다. Euronext 규정에 따르면 감독이사회 이사를 3명에서 12명을 둘 수 있는데, 2002년 말 현재 감독이사회의 구성원은 12명이다. 집행이사회는 감독이사회의 감독 아래 전반적인 Euronext의 영업활동을 관장한다. 감독이사회는 연간재무제표를 최종적으로 결정하며, 감독이사회와 집행이사회는 각 위원들은 여기에서 결정된 재무제표에 서명하여야 한다.

라. 수입 · 지출 및 자산구조

Euronext의 사업부문은 현물시장거래, 상장, 파생상품거래, 청산, 결제 및 예탁, 정보판매서비스, 기술 라이선스 등의 일곱 부문으로 나눌 수 있다.

현물시장거래 부문의 수입은 주식, 채권, ETF, 신주인수권 등의 거래

수수료로 구성되는데, 2002년 이 수입은 190.5백만유로로 전체 수입의 19.6%이다. 상장수수료의 경우는 38.4백만유로로 3.9%를 차지한다. 주식 옵션, 지수옵션, 이자율선물 및 옵션, 상품파생상품 등으로 이루어지는 파생상품거래수수료 수입은 290.1백만유로로서 총수입의 29.8%를 차지해 가장 높은 수입원을 기록하였다. 청산수수료 수입의 경우 183.7백만유로로 18.9%를 기록하였고, 결제 및 예탁수수료 수입은 29.1백만유로로 3.0%를 차지하였다. 로이터, 블룸버그 등에 시장데이터를 제공하고 받는 정보서비스 이용료의 수입은 92.1백만유로로 총수입의 9.5% 정도를 차지하였으며, Euronext가 개발한 매매체결시스템인 NSC-VE 등과 같은 독자적인 IT시스템에 대한 기술 라이선스를 통해 벌어들인 수입은 148.5백만유로로 총수입의 15.3%에 이른다.

<부록 표Ⅱ-23> Euronext의 지출구조

(단위: 백만유로)

구분	2001. 12.	2002. 12.
인건비	199.0	296.6
감가상각비	36.7	74.1
기타 비용 ¹⁾	344.1	388.0
합계	579.8	758.7

출처: Euronext, 2002a, *Annual Report*.

2002년 연결손익계산서상의 Euronext 지출규모는 <부록 표Ⅱ-23>에 나타나 있다. 기타 비용 388.0백만유로 중에서 가장 많이 지출된 항목은 IT비용으로 176.5백만유로이며, 그 다음으로 사무실, 전화, 컨설턴트 비용이 100.5백만유로, 대부비용(accommodation) 52.4백만유로, 마케팅비용

16.1백만유로 등이다. 2002년 연결대차대조표상의 자산 규모는 <부록 표 II-24>와 같다.

<부록 표 II-24> Euronext의 자산구조

(단위: 백만유로)

구분	2001. 12	2002. 12
유동 자산	3,968.1	3,865.8
고정 자산	575.5	1,445.6
토지 및 건물	57.3	112.2
무형자산(소프트웨어,영업권 등)	324.1	1,011.7
투자자산	25.2	31.6
기타 투자자산	128.9	244.8
기타 받을 어음(receivables)	15.7	13.2
이연법인세	24.2	32.2
자산 총계	2,135.1	6,544.2

a) 투자자산과 유사하며 자회사 및 출자관계 회사 지분도 포함함.

출처: Euronext, 2002a, *Annual Report*.

마. 상장법인 관리제도

1) 시장구분에 대한 개괄

Euronext에 소속된 4개국¹²³⁾(프랑스, 네덜란드, 벨기에, 포르투갈)은 각각 자국의 규정에 의해서 구분된 시장이 존재한다. 예를 들어,

123) 현물거래소가 아닌 파생상품거래소인 런던의 LIFFE는 논의에서 제외한다.

Euronext-Paris의 경우 Premier Marché, Second Marché, Nuoveau Marché가 있고, Euronext-Brussels의 경우 Premier Marché, Second Marché, NM Brussels 등으로 구분된 시장이 있다. 일단 자국의 상장규정에 의해 상장된 기업들은 상장 경로나 국적, 규모에 상관없이 단일 상장풀(pool)인 “Euronext List”를 구성하게 된다.

그러나 조만간 기업과 투자자를 위한 Euronext 단일의 상장규정(one single Euronext Rule Book)이 제정되면, 자국의 법에 근거한 Euronext 산하 각 거래소의 상장(상장유지)규정은 사라지게 된다.¹²⁴⁾ 또한, 거래권을 가진 증권회사를 위한 단일규정[one single Euronext Rule Book (Admission Criteria for Members)]이 제정되면, 거래권을 가진 증권회사는 국적에 상관없이 자신의 활동무대를 선택할 수 있다.

Euronext는 실질적으로 특별한 소속부 없이 다양한 지수를 통하여 시장을 구분하고 있다. “Euronext 100”은 Euronext List에서 시가총액을 주요 기준으로 하여 상위 100대 기업으로 구성되어 있다. “Next 150”은 Euronext List에서 시가총액을 주요 기준으로 상위 101위에서 250위 기업으로 구성된다.

이러한 구분에 더하여, 2002년 1월부터 국제적 수준의 재무투명성 기준에 맞추어 Euronext List를 “NextEconomy 부”와 “NextPrime 부”로 시장을 구분하여 운영하고 있다. NextEconomy 부는 첨단 신기술분야를 핵심사업으로 하는 기업을 대상으로 하며, NextPrime 부는 전통적 사업을 영위하는 기업을 대상으로 한다. 투자자의 투명성과 유동성 요구에 부응하기 위하여 국제적 수준의 공시와 유동성에 대한 추가적인 규정을 이행하도록 되어 있다. NextEconomy 부와 NextPrime 부는 중소형 종목을 위해서 고안되었지만, Euronext 100, Next 150 지수에 포함된 기업들

124) Euronext, 2003b, “Euronext after Two Years,” mimeo, March.

도 Euronext와 협정을 맺어, NextPrime 부와 NextEconomy 부에 참여할 수 있다.

중요한 것은 영리목적의 주식회사제 거래소인 Euronext가 투자자와 발행기업을 위한 경영전략적 포지셔닝을 추구하는 “마케팅 수단” 차원에서 일종의 “시장브랜드”로서 NextEconomy 부와 NextPrime 부를 만들었으며, 기업들이 이들 부문에 속하는 것은 강제사항이 아니라 철저하게 “기업의 자발적인 선택”에 의한 것이라는 점이다.¹²⁵⁾ 즉, 상장기업들이 해당 소속부에 참여할 것인지를 자발적으로 결정하여 그 결정에 따라 거래소와 소속협정(inclusion agreement)을 맺도록 하고 있다. 따라서 소속부 참가를 위해서 이를 신청한 기업은 “소속부위원회(segmentation committee)”의 심사를 거쳐 거래소와 소속협정 계약을 체결하게 된다. 많은 기업들이 “Next-” 소속부에 들어오기를 희망하고는 있으나, 여기에 들어오는 경우 추가적으로 부담해야 하는 투명성요건 때문에 망설이는 것으로 보아(신청 기업의 10% 정도가 소속협정 계약을 신청하고도 체결을 하지 않음), 이 투명성요건이 어느 정도 구속력이 있는 것으로 판단된다. NextEconomy 부와 NextPrime 부 소속기업의 경우 비소속기업에 비해 투자자들의 관심(visibility)을 훨씬 강하게 불러일으킬 수 있으며, 투자자의 경우 정보투명성이 훨씬 높아지게 된다.

2) 시장구분별 규제 현황 및 특징

“Euronext 100 지수”는 다음의 유동성요건을 충족시켜야 한다. 즉,

125) 거래소의 경영전략적 포지셔닝과 소유구조의 관계에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. 김형태·엄경식·한상범·윤지아·이은정, 2003, 『거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용』, 한국증권연구원, 연구보고서 03-03.

각 구성종목 주식들의 연간 거래회전율이 20% 이상¹²⁶⁾이어야 하며, 거래가 10일 이상 연속적으로 이루어지지 않는 경우에는 제외된다. 한편 신규 상장종목을 지수에 포함시킬 경우, 최소 20일 이상 거래가 이루어진 다음이어야 한다. 각 주식의 가중치는 현재 시가총액으로 계산되고, 시가총액지수와 총수익률지수가 함께 계산된다.

“Next 150 지수”의 경우에도 유동성요건을 비롯하여 가중치 및 지수 계산방법은 Euronext 100의 경우와 동일하다.

NextEconomy 부와 NextPrime 부에서 요구하는 투명성요건은 다음과 같다. 재무투명성 규제 사항으로는 분기보고서 발간, 국제적 수준의 회계기준(IAS 또는 US GAAP) 채택, 영문 공시, 기업의 주요 일정 공표, 매년 최소 2인 이상의 애널리스트 분석 및 회의 개최, 웹사이트를 통한 주요 재무정보 공개 등이다.

유동성 규제 사항으로는 NextEconomy 부와 NextPrime 부에 소속된 모든 주식은 연속매매(continuous trading)가 이루어져야 하며, “유동성제공자(Liquidity Provider: LP)”가 존재하여 필요한 경우 유동성을 적절히 제공하여야 한다. LP는 거래가 잘 형성되지 않는 종목의 유동성을 확충하기 위하여 일정한 혜택을 받고, “1종목”의 거래형성을 일정한 스프레드 내에서 책임지는 자(증권회사)를 말한다. LP에게 주어지는 혜택은 주문 또는 거래에 대한 수수료 면제(fee holiday)와 광고효과를 들 수 있는데, 시장에 대한 특수한 권리가 없다는 점에서 시장조성인과는 다르다. Euronext는 NextEconomy부와 NextPrime 부에 대하여 소속부위원회를 통해 상기 사항에 대한 지속적인 감독을 수행하고 있다.

Euronext는 NextEconomy 부와 NextPrime 부에 소속된 기업에 대하

126) Euronext 거래시스템에서 효과적으로 거래되는 회전율기준 상위 50대 종목은 거래량회전을 규정 대상에서 제외된다.

여 적극적인 투자 홍보와 함께 추가적인 서비스의 수행을 계획하고 있다. Euronext는 웹사이트에서 NextEconomy와 NextPrime 소속 기업에 대한 자세한 기업 소개와 재무정보를 제공하고 있으며, 광고, 특별 로드쇼, 투자자안내서 발간 등도 계획하고 있다. 이는 Euronext 소속부가 풍부한 유동성을 바탕으로 한 효율적 가격발견기능을 확보하게 함으로써, 투자자와 발행기업에 저렴한 비용으로 거래 및 자본조달을 할 수 있도록 하는, 거래소 본연의 기능을 효율적으로 수행하기 위한 마케팅 수단이기 때문이다(또한, NextEconomy와 NextPrime 이외의 다른 전문 지수를 고안하는 것 등을 통해서 투자자의 관심을 끌기 위해 노력하고 있다).

<부록 표 II-25> Euronext-Paris의 주요 상장요건 및 관련 규정

요건	Premier Marché	Second Marché
주식 종류	같은 종류의 주식은 동일한 권리를 가지고 있어야 함	
분산요건	25% 이상	10% 이상
인가 서류	법정 감사인이 공증한 3년간 법정 및 결합 재무제표	법정 감사인이 공증한 2년간 법정 및 결합 재무제표
특별 요건	—	아래 항목에 대한 3년간의 검토 필요 <ul style="list-style-type: none"> • 보고된 정보의 질 • 회계 및 법정 감사 절차 • 분산 수준과 시장의 성숙도 및 시장 거래량과 거래 빈도 (본 규정의 검토 결과에 따라 상장폐지와 Premier Marché로 이동 가능)
사용 언어	프랑스어	프랑스어
의사결정 주체	Euronext-Paris 이사회	Euronext-Paris 이사회

출처: Euronext 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

앞에서 언급하였듯이, Euronext 소속 거래소에는 자국의 법에 따른 시장구분이 존재하고 있다. 참고로 Euronext-Paris의 경우 주시장 (Premier Marché, Second Marché)의 구분은 분산요건과 특별요건(상장 폐지 및 시장이전 요건)을 제외하고는 별 차이가 없다(<부록 표Ⅱ-25> 참조). 이는 DB의 경우와 유사하다.

성장형기업을 위한 신시장인 Nouveau Marché의 상장 키워드는 유연성(flexibility)이다(기타 구체적인 상장요건은 <부록 표Ⅱ-26>을 참조). 상장예정기업의 수익이나 이익에 대한 최소 요건이 없으며, 회계기준은 French GAAP, IAS, US GAAP 중 하나만 충족하면 된다.

주시장에서의 상장폐지는 동일한 기준에 의거하여 적용되는데, 다음 요건을 기준으로 Euronext-Paris 이사회에서 결정한다. ① 유로화로 표시된 일평균 거래량 및 거래주식수와 연간 거래일수, ② 분산정도, ③ 상장규정 준수 (특히, 공시규정 준수) 여부, ④ 그 외 규정 준수 여부 등이다. 신시장인 Nouveau Marché의 경우 유동성, 상장시 발행기업에게 주어진 의무의 수행 여부(예: lock-up요건 등), 시장규정 준수 여부 등이 상장폐지 요건이다.

<부록 표Ⅱ-26> Nouveau Marché 상장요건

요건	상장
상장 전 자기자본	1천 5백만 유로
공개유통주식수	10만 주 이상
시가총액	5백만 유로 이상
유상증자	발행물량의 50% 이상
공모 지분	20% 이상

출처: Euronext 웹사이트 자료를 한국증권연구원이 정리

바. 매매체결·결제·공시 제도

1) 매매체결제도

Euronext의 매매시간은 DB와 마찬가지로 기본적으로 시장종목의 시초가(opening price)를 결정하는 전장, 단일가격(single price)으로 경쟁매매되는 본장, 종가를 결정하는 후장으로 나눌 수 있으며, 연속매매를 하는 본장의 경우 매매시간은 오전 9시에서 오후 5시 30분까지이다. 주문의 집행은 연속매매와 집중경쟁매매방식이 있으며, 교차매매와 교차매매를 가능하게 하기 위한 회원간의 당사자매매(principal trades)가 이루어질 수 있다. 또한 주식, 채권 등 상품의 성격에 따라 대량매매가 가능하다.

2) 청산·결제 제도

Euronext에서 이루어진 거래는 Euronext-Paris의 자회사인 Clearnet의 Clearing 21이라는 청산시스템을 통한 집중차감방식에 의해 청산된다. Clearnet은 Euronext의 독점 청산기구인 동시에 집중차감기구(CCP)이다. 현물거래의 통합결제는 예탁결제기관인 Euroclear France에서 이루어지며 파생상품에 대한 결제는 Clearnet이 담당한다.

3) 공시제도

Euronext의 공시제도는 NextEconomy 부 및 NextPrime 부와 이에 속하지 않는 종목군을 나누어 차등적으로 공시의무를 부과하고 있다. DB와 마찬가지로 Euronext는 정기공시에 있어 “Next-” 부에게 정기공

시 종류로 연차보고서, 반기보고서 및 분기보고서의 작성을 요구하고 있으며, 아울러 국제적 기준에 맞는 보고서 제출을 의무화하고 있다.

또한 수시공시의 경우 가격에 영향을 주거나 기업의 재무상태나 영업조건에 큰 변동을 가져올 수 있는 정보에 있어, 투자자보호를 위하여 필요한 내용을 적시에 공시하도록 규정하고 있다(단, 공시의무자의 적법한 이해관계가 존재하는 경우에는 공시를 연기할 수 있다). “Next-”는 자국어와 영어로 공시하여야 하며, 수시공시는 보도기관을 통하여 공시하여야 한다. 공시의무자는 공시할 내용을 효과적으로 성실하게 보도기관을 통하여 배포하여야 하며, 증권위원회(Commission des Opération de Bourse: COB)에 사본을 제출해야 한다.

5. AIM과 techMARK(LSE)

가. 개요 및 현황

런던증권거래소(LSE)는 1995년 소규모 첨단기술주 중심의 장외시장인 AIM(Alternative Investment Market)을 자회사 형태로 개설하였다. 2003년 현재 AIM은 IPO가 주축했던 최근 영국 자본시장의 분위기에도 불구하고 신주 발행이 꾸준하게 증가하고 있으며, 해외 기업의 상장도 조금씩 늘어나는 등 소규모 기업의 자금조달 창구로서 그 역할을 충실히 하고 있다는 평가를 받고 있다. 1990년대 말 기술혁신기업(innovative enterprise)의 폭발적인 증가로 이들에 대한 자금조달 수요가 크게 증가하게 되자, LSE는 1999년 11월 AIM과는 별도로 주식장에 이미 상장되어 있는 기업들 중에서 기술집약기업을 위한 시장으로 코스닥시장과 유사한 성격의 techMARK¹²⁷⁾를 만들었다.

AIM에서는 2003년 6월 현재 영국기업 650개, 외국기업 51개로 총 701개 기업의 주식이 거래되고 있다. AIM의 연간 거래량은 2000년 39,510.3백만주, 2001년 28,166.6백만주, 2002년 24,791.8백만주로 계속 감소하였으나, 2003년 상반기에는 17,927.0백만주를 기록하며 다소 회복세

127) techMARK는 LSE에 상장된 전 산업부문의 기업에게 모두 개방되어 있지만, 기술혁신(technology innovation)이라는 핵심 속성을 갖춘 기업을 주요 대상으로 한다. techMARK를 영국의 신시장에 포함해야 한다는 견해도 있으나, 엄밀한 의미에서 이를 신시장이라고 보기는 힘들다. techMARK는 주식장의 기업 중에서 첨단기술을 가진 기업들을 따로 구분함으로써 투자자들에게 투자의 편의성을 제공하기 위해 만들어진 “시장내 시장”이기 때문에, 이미 당연히 주식장에 소속되어 존재하고 있는 것이다.

를 보이고 있다(<부록 표 II-27> 참조).

2002년 이후로 영국내 시장이 전반적으로 침체되어 있는 것이 사실 이기는 하지만 AIM에서는 여전히 많은 기업들이 신규로 상장되고 있다. 2002년 AIM의 등록기업수는 2001년에 비해 629개사에서 704개사로 75개사가 증가하였다. 반면에 techMARK은 243개사에서 210개사로 33개사가 감소하였다(<부록 표 II-28> 참조).

<부록 표 II-27> AIM과 techMARK의 거래대금 및 거래량

(단위: 백만파운드, 백만주)

	AIM		techMARK	
	거래대금	거래량	거래대금	거래량
2000	13,605.6	39,510.3	718,900	141,158
2001	4,854.8	28,166.6	602,600	217,502
2002	3,517.6	24,791.8	406,400	252,768
2003. 6. 19	1,817.2	17,927.0	-	-

출처: AIM, 2003, *Market Statistics*, June.

<부록 표 II-28> AIM과 techMARK의 상장기업 수

	AIM			TechMARK
	국내기업 (UK)	해외기업 (International)	총계	
2000	493	31	524	246
2001	587	42	629	243
2002	654	50	704	210
2003. 6. 19.	650	51	701	-

출처: AIM, 2003, *Market Statistics*, June.

나. 운영구조상 특성 및 자율규제

1) 구조적 특성

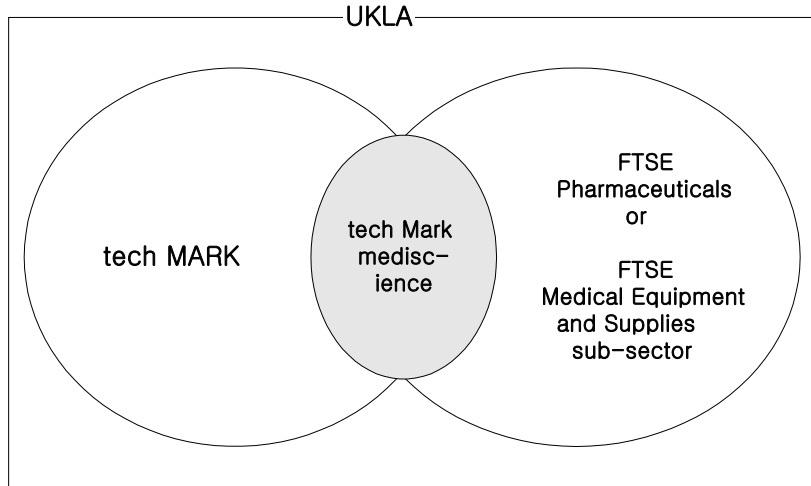
AIM은 그 성격상 소규모 성장형기업을 주 대상으로 한다는 점에서 코스닥시장과 유사하지만, 상장심사를 전혀 받지 않는다는 점에서는 우리나라의 제3시장과 유사하다. 따라서 AIM은 우리나라의 코스닥시장과 제3시장의 중간적 성격을 갖는다고 볼 수 있다. techMARK는, KSE와 독립적으로 상호경쟁하고 있는 코스닥시장과는 달리, 주시장의 부수 시장(sub-market) 개념의 시장이다. LSE가 techMARK를 개설한 것은 주시장에 상장되어 있는 기업들 중에서 기술혁신기업들을 돋보이게 함과 동시에 이들을 지수¹²⁸⁾로서 분리하여 관리하기 위함이었다.

techMARK의 개설 이후, 시장의 유동성이 증가하고 techMARK 기업이 소속된 FTSE 지수의 부양에도 긍정적인 영향을 미쳤다는 점에서 techMARK는 AIM의 대체시장으로서 어느 정도 성공을 거두었다는 평가를 받고 있다. 2002년 말 기준, LSE에 상장된 2,272개 기업 중 techMARK에 속한 기업의 수는 210개사이다. techMARK는 국제 시장(international market)을 지향하고 있는데, 2002년 말 현재 기업구성을 보면 이미 외국기업이 국내기업에 비해 그 숫자가 두 배 이상이 된다.

LSE는 techMARK에 속한 기업 중에서 또 다시 건강·의료 관련 사업(health care)에 특화된 기업을 techMARK mediscience 시장으로 구분하고 있다(<부록 그림 II-5> 참고). techMARK mediscience 해당 기업은 2001년 말 47개, 2002년 말 44개로 다소 감소하였으며, 시가총액도 2001년 말 191,716(£M)에서 2002년 말 기준 117,013.2(£M)으로 감소하였다.

128) LSE는 techMARK All-Share와 techMARK 100을 도입하였다.

<부록 그림 II-5> techMARK와 techMARK mediscience의 관계



a) techMARK mediscience 시장은 techMARK에 속한 기업 중에서 FTSE Pharmaceuticals 또는 FTSE Medical Equipment and Supplies에 속하는 기업들을 별도로 구분한 시장임.

<부록 그림 II-6>는 LSE의 AIM과 techMARK에 대한 시장 운영구조를 나타낸다. 영국의 금융감독청(Financial Service Authority: FSA)은 ① 거래소 및 시장의 감시감독(시장감리 및 제재 등), ② 기업의 상장(감독청내의 UKLA¹²⁹)에서 담당), ③ 규정위반 기업에 대한 조사 및 처벌권한 등을 갖는다.

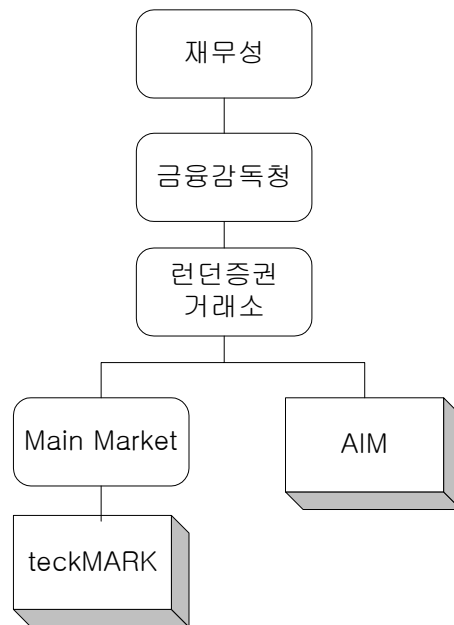
LSE는 공인투자거래소(Recognised Investment Exchange: RIE)¹³⁰로

129) UK Listing Authority(UKLA)는 유가증권의 공식 상장허가 권한을 가지고 있다.

130) LSE는 공인투자거래소(RIE)로서 시장질서 유지, 투자자보호 및 거래의 공정성 유지 등을 수행해야 할 책임이 있다. 공인투자거래소의 주요업무는 ① 신규회원의 상장심사, ② 회원의 규정 준수여부의 감시 및 규정 적용,

서 시장에 대한 일차적인 규제기관의 역할을 수행하며, 주시장과 신시장인 AIM의 운영 및 관리, 유가증권의 거래 허가, 시장 규정의 제정 및 시행, 시장감시 및 불공정거래 예비조사, 상장기업 및 AIM과 관련한 공시업무, 매매시스템 개발, 운영 및 매매 관련 정보서비스를 제공한다.

<부록 그림 II-6> AIM과 techMARK시장의 운영구조



출처: 한국증권업협회·코스닥협의회, 2002, 『해외신용증권시장 연구』를 한국증권연구원이 정리

AIM에서 2년 이상된 기업이 주시장인 LSE로의 이전을 원할 경우, LSE는 특별속성과정을 통한 주시장으로의 진입 기회를 제공하고 있다.

- ③ 매매감시, ④ 매매거래를 위한 서비스의 제공, ⑤ 내부자거래 및 주가 조작 등에 대한 일차적인 조사 수행 등이다.

2) 자율규제¹³¹⁾

LSE는 「FSMA¹³²⁾(Financial Service and Market Act 2000: 금융서비스시장법)」 제286조에 의해 영국 재무성이 정한 공인투자거래소¹³³⁾의 공인요건 규정을 충족하여 FSA로부터 공인투자거래소로 승인을 받았기 때문에, 자율규제의 책임이 부과된다. LSE는 내부규정을 제정하여 회원¹³⁴⁾에 대한 자율규제 업무를 수행하고 있는데, 내부규정의 대략적인 내용은 다음과 같다.

- 회원의 가입심사 및 자격유지 요건
- 회원의 보고 의무사항
- 가격에 관한 허위 시세표시 및 오해유발 행위, 시세조종행위 금지

131) 참고로, LSE는 주식회사화한 이후 상장담당 부서인 UKLA를 FSA로 이관함으로써, 시장규제의 이해상충 문제를 해결하였다. 이후 LSE 상장예정기업은 UKLA의 상장심사와 LSE의 거래허가로 이루어지는 두 과정을 거치게 되었다.

132) FSMA는 모든 형태의 금융기관을 감독하고 규제할 수 있는 통합된 입법 체계를 구축함으로써, 금융산업간의 형평성을 도모하기 위해 제정되었다. 2001년 12월 1일에 발효된 FSMA는 지난 1997년 이미 출범된 단일감독 기구인 FSA(Financial Service Authority)에 법적 근거를 부여하였다.

133) 2002년 7월 현재, LSE(AIM 포함), LIFFE, Virt-X, 런던파생상품거래소(OM London Exchange Limited: OMLX), 런던금속거래소(The London Metal Exchange Limited: LME), 국제석유거래소(The International Petroleum Exchange of London Limited: IPE), 전자 채권거래소인 CoredealMTS 등 총 8개의 거래소가 공인되어 있다. 2000년 11월 1일 공인거래소로 인정받은, OM이 운영하던 Jiway market은 2003년 1월 31일 문을 닫았다.

134) LSE는 이미 주식회사화했기 때문에 여기서 말하는 회원이란 LSE에서 거래하기를 원하는 증권회사(member firm)들이 구성한 회원권(또는 거래권, membership) 참여자들을 지칭한다.

- 회원에 대한 자료제출 요구권, 조사권, 징계조치권 및 징계조치의 종류 및 징계절차 등에 관한 내용

회원은 LSE가 정한 내부규정을 준수하여야 하며, 회원이 제 규정을 위반한 경우에는 그 사실이 LSE의 집행이사회(Executive Panel) 또는 규율위원회(Disciplinary Committee)에 회부되며, 규정의 위반사실이 인정되는 경우에 제재조치를 받게 된다.¹³⁵⁾

다. 소유 · 지배구조

AIM은 신생 벤처기업의 자금조달을 원활하게 하기 위하여 주시장인 LSE의 100% 자회사로 설립되었기 때문에 LSE에 의해 운영되고 있으며, 시장감시와 규제도 LSE가 수행하고 있다.

2003년 3월 말 현재, LSE의 이사회는 12명으로 구성되어 있는데, 그 중 9명이 사외이사이고, 나머지 3명이 집행이사이다. 이사회는 1년에 정기적으로 6번 개최되고, 비공식적으로는 더 자주 모임을 갖는다. 이사회 의장과 대표이사는 겸임하지 않으며, 서로의 책임 영역이 명확히 구분된다. 이사회 산하에는 보상위원회, 감사위원회, 그리고 인사선임위원회 등의 3개의 소위원회가 있다.

LSE는 회원제 소유구조를 탈피하고 영리목적 주식회사로 변신할 것을 1999년 7월 선언하고 2000년 3월 회원총회의 승인을 얻어 소유구조

135) 규제를 담당하는 임원은 25,000 파운드까지 벌금을 부과할 수 있는데, 사안이 중대하다고 판단되는 경우에는 규율위원회가 이를 다룬다. 규율위원회는 무제한의 벌금부과와 회원권의 정지, 손해배상 등을 명령할 수 있으며, 또한 회원권 박탈 등의 제재조치를 취할 수 있다.

의 전환을 최종적으로 결정했다. 이미 1986년에 LSE는 주식회사화하였지만 거래소 주식이 회원에게만 한정되어 있는 회원제 형태의 회사였다. IPO는 2001년 7월에 시행되었고, 1인 소유지분의 상한은 4.9%로 책정되었다. 주식은 회원, 기관투자자 및 상장기업에 분배되었다. <부록 표Ⅱ-29>는 LSE 대주주 현황을 보여주고 있는데, 대부분의 대주주들은 전세계적으로 영업활동을 수행하는 투자은행이다.

<부록 표Ⅱ-29> LSE의 대주주 분포

주주	주식수	비중(%)
Fidelity International Ltd.	26,537,354	8.94
Threadneedle Investments	11,884,825	4.00
UBS AG	11,558,928	3.89
Legal & General Group Plc.	9,164,431	3.29
Scottish Widows Investment Partnership	9,429,843	3.18

a) 2003년 10월 1일 기준

출처: <http://www.londonstockexchange-ir.com/lse>.

라. 수입 · 지출 · 자산구조¹³⁶⁾

LSE의 사업부문은 크게 주식매매서비스, 주식발행 및 상장서비스, 정보판매서비스의 세 부문으로 구성된다. LSE의 수익구조에서 특이할 만

136) AIM 및 techMARK는 독립적인 기관이 아니라 LSE에 의해 운영되는 부속시장이므로 수입 · 지출 및 자산구조가 독립적으로 존재하지 않기 때문에 LSE의 수입 · 지출 및 자산구조를 통해 미루어 볼 수밖에 없음을 양지하기 바란다.

한 사항은 정보판매서비스 부문에서의 수익이 주식매매서비스 부문의 수익을 5%p 이상 초과한다는 사실이다.

<부록 표 II-30> 2002년 LSE의 수익구조

(단위: 백만파운드)

항목	금액(총수익 중 비중)
주식매매(broker service)	87 (37%)
주식발행 및 상장서비스(issuer service)	36 (15%)
정보판매서비스(information service)	102 (43%)
기타 수익(other revenue)	12 (5%)

a) 2003년 3월 31일 기준

출처: <http://www.londonstockexchange-ir.com/lse>.

<부록 표 II-31> LSE의 자산구조

(단위: 백만파운드)

	2002. 3. 31	2003. 3. 31
(순)유동자산	174.0	211.3
고정자산	129.0	152.0
부채성 충당금	(21.7)	(41.6)
(순)자산	281.3	321.7

출처: <http://www.londonstockexchange-ir.com/lse>.

LSE의 자산구조를 간단히 살펴보면 <부록 표Ⅱ-31>과 같다. LSE의 지출구조에 대한 자료는 입수의 어려움 때문에 제시하지 못하였으나, 2002년 운영비용은 총 144.3백만파운드에 달하였다.

마. 상장법인 관리제도

1) 상장제도

AIM에 상장하고자 하는 기업은 지정자문회사(Nominated Adviser: Nomad)와 지정중개회사(nominated brokers)를 선정하여야 한다. 지정자문회사는 해당 기업이 AIM 상장에 적합한지를 검토하고 해당 기업임원에게 AIM 규정을 숙지시키는 등 기업의 AIM 상장과정에서 자문역할을 수행하는데, 이 역할은 상장 이후에도 지속되어 상장기업의 AIM 규정 준수를 위한 자문에 응하고 있다. 지정중개회사는 해당 기업주식의 원활한 거래를 보장하는 역할을 수행하며, 지정자문회사와 같은 회사일 수도 있다.

AIM과 주시장인 LSE의 주요 상장요건을 비교하면 <부록 표Ⅱ-32>와 같다. <부록 표Ⅱ-32>를 통해 알 수 있듯이 AIM에는 LSE 상장요건으로 규정되어 있는 주식분산, 업력, 거래에 대한 기존 주주의 승인, ULKA의 상장심사, 최소 시가총액 등에 관한 요건이 존재하지 않는다. 이 외에도 자금조달에 관한 제한과 수익성요건도 없다. AIM에서의 거래를 허가받기 위해서는 단지 기업이 주식회사 형태이어야 하며, 주식 양도에 제한이 없어야 한다.

<부록 표 II-32> AIM과 LSE의 주요 상장요건 비교

	AIM	LSE
주식분산	없음	최소 25%
업력	없음	3년간의 거래기록 필요
거래에 대한 기존 주주의 승인	거래에 대한 기존 주주의 동의 필요 없음.	실질적인 주식의 획득 및 처분에 관한 기존 주주의 승인 필요
상장심사	없음	UKLA에 의한 상장서류의 사전심사
지정자문회사	항상 지정자문회사(nominated adviser, NOMAD)가 요구됨.	특정 거래에 한해 지정자문회사가 필요
최소 시가총액	없음	700,000 파운드

출처: 엄경식·한상범·정재만, 2003, 『코스닥등록법인 관리 개선방안』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.

이미 AIM에 상장되어 거래되고 있는 주식을 LSE에 상장하려고 하는 경우, 해당 기업의 주식이 AIM에서 최소 2년 이상 거래되었어야 하고, 투자자에게 제공되는 정보가 UKLA의 요건을 만족해야 하며, 상장신청과 동일한 시기에 주식매출이 없어야 한다. 이러한 요건이 충족되는 경우, LSE는 이 AIM 기업의 원활한 상장을 위해 별도의 상장규정(<부록 표 II-33>)을 적용한다.

2003년 5월 28일부터 LSE는 해외 9개 지정 거래소¹³⁷⁾에 이미 상장되어 있는 중소 규모의 상장기업들의 경우 기존의 연차보고서 등을 이용하여 보다 간소한 절차를 통해 AIM에도 상장할 수 있도록 하였다.

137) 호주증권거래소(ASX), Euronext, Deutsche Börse, 남아공증권거래소(JSE), Nasdaq, NYSE, Stockholmsbörsen, 스위스거래소, 토론토증권거래소(TSX).

<부록 표Ⅱ-33> AIM 상장기업의 주시장 상장요건

주요 상장요건
— 최소 2년 이상 AIM에서 거래되었을 것 — 투자자의 이용가능정보가 UKLA 요건에 만족할 것 — 상장 신청과 동일한 시기에는 주식 매출이 없을 것 — 감사인의 회계감사 의견이 적정일 것
상장서류의 주요기재 사항
— 최근 3년의 기말보고서 — 최근 12개월의 사업보고서 및 안내서 등 — 가장 최근의 회계연도 이후 발생한 발행기업의 재무상태 및 시장점유율 등에 대한 변동 사항 — 감사일 이후 42일이 경과한 후 상장서류를 제출할 경우, 채무 및 운전자본에 관한 진술서 첨부

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회, 2002, 『해외신용증권시장 연구』를 정리

AIM과 비교할 때 techMARK에도 신생기업이 상장될 수는 있으나, techMARK는 기본적으로 이미 어느 정도 기반을 갖춘 회사가 상장되는 것을 권장하고 있다. techMARK에 진입하기 위해서는 다음의 요건이 충족되어야 한다.

- UKLA의 상장규정을 충족시킨 후, LSE에 일단 상장되어야 함.
- UKLA 상장규정을 충족시킨 기업은 LSE에 거래승인을 신청, 거래소의 진입 및 공시규정(Admission & Disclosure Standards)을 충족하여야 함.

**<부록 표 II-34> 과학적 연구기반형기업과 혁신기술
고성장형기업의 상장요건 비교**

상장요건	과학적 연구기반형기업 (Scientific Research Based Company)	혁신기술 고성장형기업 (Innovative High Growth Companies)
공통요건	— 설립 후 3년 미만일 것 — 전문투자기관이 투자할 것임을 증명할 것 — 기업의 임원 및 경영진이 당해 기업의 경영(기술, 제조, 판매촉진, 재무 등) 상태에 관한 전문지식을 보유하고 있을 것	
상장목적	기초 실험 및 연구를 수행하거나 제약업, 농업, 식료품업 등과 관련된 화학 또는 생물학적 생산품이나 원료를 개발하는 기업의 자본조달과 상장을 목적으로 함. 상장 후 기업의 생산품이 이윤을 창출할 수 있는 단계가 되도록 하는 것이 상장의 주목적임.	혁신적 기술을 이용해 개발한 신규상품, 서비스 또는 경영기법으로 이윤을 창출할 수 있는 기업의 자본조달·상장을 목적으로 함.
자본금	최소 20백만파운드	—
상장주식의 가치	최소 10백만파운드 이상	최소 20백만파운드(신규 혹은 기존 주식을 상장)
시가총액	—	50백만파운드

a) 보다 자세한 사항은 UKLA Listing Rules, Chapter 20, 25를 참고하기 바람.

- 마지막으로 techMARK에서 거래허가를 받아야 하는데, 그 거래허가요건은 일반적으로 다음의 세 가지 범주에 대하여 각기 다른 요건을 가짐.

- ① 주시장(main market)요건
- ② 과학적 연구기반형기업(scientific research based companies) 요건

③ 혁신기술 고성장형기업(innovative high growth companies)
요건

(②와 ③에 해당하는 기업에 대해서는 <부록 표Ⅱ-34>를 참고)

- 다음 여섯 가지 산업부문 중 하나에 속하면 techMARK에 보다 간단한 절차로 신속하게 진입이 가능함: 컴퓨터 하드웨어산업, 컴퓨터 서비스산업, 인터넷산업, 반도체산업, 소프트웨어산업, 통신장비산업

techMARK로 진입이 허가되어 이 시장에서 거래가 될 경우, 유럽의 다른 거래소에 (교차)상장되기 위해서 공통적으로 적용되는 “과거 3년간의 재무제표의 제출”을 면제받을 수 있는 혜택이 있다.

2) 퇴출제도

AIM 기업의 경우, 6개월 이상 매매거래가 이루어지지 않으면 해당 주식의 거래허가를 취소(cancellation for lack of trading)하게 되며, “거래허가의 취소”는 거래소의 공지에 의해서 그 효력이 발생하게 된다. 다음의 경우 거래소가 AIM 기업의 매매거래를 정지할 수 있다.

- 정상적인 방법에 의한 주식거래가 이루어지지 않은 경우
- AIM 규정을 위반한 경우
- 투자자 보호를 위해 필요한 경우
- 주식의 거래로 인해 시장의 투명성 및 신뢰성이 손상될 수 있다고 판단되는 경우

techMARK에서 거래중지 상태가 6개월 이상 지속되는 등 정상적인

주식거래가 가능하지 않다고 판단되는 경우에 UKLA는 해당 주식의 상장을 폐지할 수 있다. 반면 상장기업이 상장폐지를 원하는 경우에는 기업공시실에 이를 고지하고, 주주에게 안내장을 발송하여야 한다. 이 모든 과정은 적어도 상장취소 예정일 20일(거래일수 기준) 이전에 이루어져야 한다.

이 외에 techMARK에는 상장중지제도(suspension of listing)가 있다. 이 제도에 의하면 시장의 안정적인 운영이 일시적으로 불가능하거나 투자자보호를 위해 필요한 경우, UKLA는 해당 주식의 상장(또는 매매)을 중지할 수 있으며 이는 발행기업 또는 발행기업 대리인의 요청에 의해서도 가능하다. 상장중지 사유가 발생하면 해당 기업 및 스폰서에게 이를 통보하고 사유를 해명할 기회를 부여한다. 상장중지 상태라 할지라도 UKLA가 동의하지 않는 한 발행기업은 모든 상장규정을 계속 준수해야 한다. 만일 발행기업이 주권의 상장중지를 요청하는 경우라면 UKLA의 승인이 필요하다.

바. 매매체결 · 결제 · 공시제도

1) 매매체결제도

LSE에서는 거래되는 주식의 종류 및 소속 시장에 따라 서로 다른 매매체결시스템을 이용하여 거래가 이루어진다. <부록 표II-35>에는 LSE 내의 시장 구분과 해당 매매체결시스템이 정리되어 있다.

AIM에서의 주식매매는 SEATS PLUS 시스템을 통해 이루어진다. SEATS PLUS 시스템은 호가주도형 매매시스템과 주문주도형 매매시스템이 혼합된 매매체결시스템으로서, 시장조성인이 양방향 호가를 제시함

으로써 유동성을 제공한다. SEATS PLUS 시스템에서는 AIM 종목뿐만 아니라, SETS 또는 SEAQ에서 거래되지 못하는 일부 유동성이 낮은 영국 주식이 거래된다.

SEATS PLUS 시스템에서의 매매는 경쟁적 호가(competing quote)와 확정주문(firm order), 또는 이 둘의 복합적인 형태를 통해서 이루어진다. SEATS PLUS 시스템이 제공하는 서비스는 시장조성인의 호가(AIM 주식의 경우 둘 이상의 시장조성인이 필요함), 회원사의 주문내용, 기업 정보, 각 주식에 대한 과거 거래실적, 거래중개인(AIM 주식의 경우 지정자문회사)에 관한 정보 등이다.

<부록 표Ⅱ-35> LSE의 시장 구분과 매매체결시스템

시장 구분	시장구조						
	주문주도형 (Order-driven)		호가주도형 (Quote-driven)		혼합형 (Hybrid)		
	매매서비스(Trading service)						
시장	SETS	IOB	IRS Orders	SEAQ	SEAQ Int'l	SEATS PLUS	Bulletin Board
내국주 시장	◎			◎		◎	
외국주 시장		◎	◎		◎		◎
AIM						◎	

- a) SETS: Stock Exchange Electronic Trading Service
- b) IOB: International Order Book
- c) IRS: International Retail Service
- d) SEAQ: Stock Exchange Automated Quotation system
- e) SEAQ Int'l: SEAQ International
- f) SEATS: Stock Exchange Alternative Trading Service

출처: 한국증권거래소, 2002, 『주요국의 주식시장제도』 업무 02-09.

techMARK의 매매시스템은 당연히 LSE의 매매체결시스템과 동일하다. 따라서 techMARK 주식은 해당 주식의 종류 및 소속 시장에 따라 LSE가 채택하고 있는 해당 매매체결시스템을 통해서 거래가 이루어진다.

다양한 매매체결시스템 중에서 코스닥시장에서 사용되는 매매시스템과 유사한, 주문주도형 순수경쟁매매 메커니즘을 수행하는 SETS를 살펴보면 다음과 같다. SETS에서는 오전 7시 50분~오전 8시에 주문을 접수하여 단일가 매매방식에 의해 시초가를 결정한다. 이후 오후 16시 30분까지 접속매매방식으로 거래하다가 오후 16시 30분~오후 16시 40분에 주문을 접수하여 종가를 결정한다. 단일가 매매시 주문 종료시간은 허수 주문 방지를 위해 임의로 종료("Random End 방식"¹³⁸⁾된다. 단일가 매매시에는 지정가주문과 시장가주문만이 가능하지만, 접속매매시에는 시장가주문을 제외한 모든 주문이 가능하다.¹³⁹⁾

SETS에는 접속매매 중 개별종목의 가격이 급변하는 경우, 일정시간 매매를 정지할 수 있는 "가격안정화장치"를 두고 있다. 이 제도에 의하면 접속매매시 주문이 접수되어 결정된 가격이 직전에 형성된 가격 등 참고가격보다 5% 이상 괴리될 경우 매매거래가 일시적으로 중단된다. 매매거래가 중단된 후 5분간 주문을 접수하여 단일가 매매에 의해 추가적인 매매거래가 이루어진다.

138) 한국에서는 2003년 6월 (주)한국ECN증권이 "Random End" 방식을 처음으로 도입하였고, 2004년 1월 26일부터 KSE에서도 단일가 매매시 이를 도입될 예정이다.

139) SETS에서 이용가능한 주문은 지정가주문, 시장가주문, "At Best", "Fill or Kill", "Execute and Eliminate Order" 등 5개 종류가 있다. 시장참여자는 매매체결수요를 감안하여 자신의 목적에 따라 주문을 선택할 수 있다.

2) 결제제도

중앙예탁기관인 CrestCo.¹⁴⁰)가 모든 현물 증권에 대한 예탁 및 결제 업무를 수행하고 있다. 결제방식은 동시결제(Delivery Versus Payment: DVP)이며 내국주의 표준결제기간은 T+3일이다.

3) 공시제도

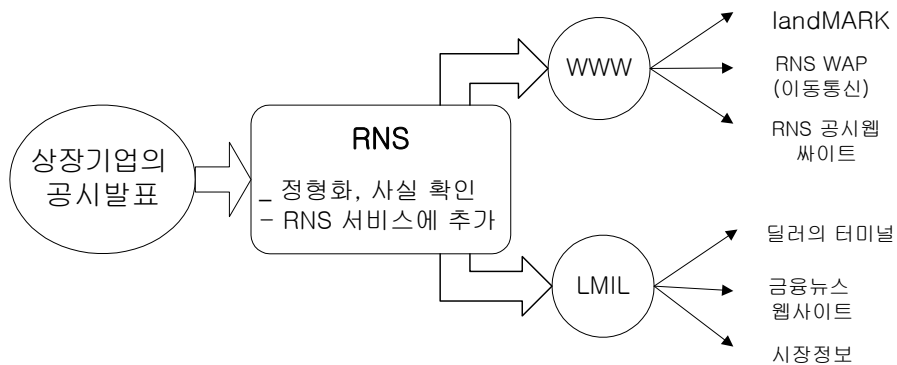
LSE의 상장업무가 2000년 FSA로 이관됨에 따라, LSE의 상장 및 공시 관련 규정은 UKLA 상장규정과 LSE의 진입 및 공시 규정으로 양분되었다. 따라서 기업의 공시는 UKLA 상장규정에서 요구하는 “정기공시”와 LSE의 진입 및 공시 규정의 상장 후 의무사항인 “수시공시”로 구분되며, 규정의 중복을 피하기 위해서 최대한 UKLA의 상장규정을 준수하도록 하고 있다.

LSE는 기업공시실(Company Announcement Office)을 두어 전자공시 시스템인 RNS(Regulatory News Service)를 운영하고 있으며, 이를 통해서 LSE 및 AIM 상장기업의 정기보고서, 반기보고서, 임원변동 사항, 경영 관련 주요결정 사항, 기업의 인수 및 주요 계약에 관한 정보 등과 같은 규제 사항 및 기업의 주가에 영향을 줄 수 있는 모든 공시사항을 일반투자자에게 배포한다. 특히, LSE 상장기업은 RNS를 이용해 공시내용을 LSE로 즉시 전달할 수 있는데, 이는 다시 RNS Internet Services(2000년 개설)를 통해 즉각 일반에게 공개된다. 현재 공시의 약 70% 이상이 인터넷으로 공개되고 있다.

140) 1994년에 설립되었으며 영국 및 아일랜드 주식, 외국 주식, 국채 등의 결제는 CREST가, 기타 금융상품의 결제는 CMO(Central Moneymarket Office)가 담당하고 있다.

AIM 상장기업은 거래신청일을 포함하는 결산일 말부터 6개월 및 매 6개월마다 반기보고서를 제출해야 하며, 모든 보고서는 결산일로부터 3개월 이내에 기업공시실에 공시되어야 한다. 또한, 분기 말에는 UK GAAP 혹은 US GAAP 및 ISA(국제회계기준)에 준해 작성된 분기감사보고서를 발간하여야 하며, 이 회계감사의 결과를 결산일 기준 6개월 이내에 AIM 당해 기업의 주주에게 발송해야 한다. Class test¹⁴¹⁾에서 0.25%를 초과하는 관계회사와의 거래와 관계회사에 대한 세부사항도 포함되어야 한다.

<부록 그림 II-7> RNS를 통한 공시



- a) LMIL(London Market Information Link): RNS와 주가지수 등 LSE의 시장정보를 실시간으로 전달하기 위한 체계
- b) RNS 서비스: RNS, RNS Reach, RNS Alter, RNS Mideastream, Ciry Media Center

출처: London Stock Exchange, 2002a, "RNS User Guide."

141) 기업과 관련한 거래를 분류하기 위한 기준이며, 주로 관계회사와의 거래를 구분하기 위한 것으로 보인다.

AIM 상장기업은 ① 미공개정보나 공개될 경우 주가에 영향을 미칠 수 있는 기업 경영에 관련된 정보, ② 중요한 거래("Schedule 3"의 class test 결과 10%를 초과하는 거래)¹⁴²⁾, 중요한 거래와 관련한 "Schedule 4"의 세부 정보, ③ 관계인 거래(Schedule 3의 class test 결과 5%를 초과하는 관계인과의 거래), 이와 관련한 Schedule 4의 세부 정보 등을 지체 없이 기업공시실에 알려야 한다.

이 외에도 임원의 거래 및 주요 주주와 관련된 변동에 대한 "Schedule 5"의 세부 정보 및 기타 사항의 공시가 필요하다. 대표적인 기타 사항 공시내용으로는 회계기준일의 변경, AIM기업의 배당 관련 사항, AIM기업의 주식발행 및 취소 사유, 지정자문회사 또는 지정중개회사의 사임, 퇴임 또는 임명 등이 있다(<부록 표Ⅱ-36> 참조).

techMARK 상장기업의 공시는 LSE의 "진입 및 공시 규정" 3.1~3.12를 따르는데, 이는 UKLA 상장기준 9.1~9.9(상장기업의 일반적인 공개 의무)와 거의 유사하다. AIM 상장기업 및 techMARK 상장기업이 공시 규정을 위반하였을 경우, UKLA는 해당 기업 또는 임원에 대한 견책 또는 해당 임원의 재직이 투자자보호에 불리하다는 의견 공표를 할 수 있으며, 공시 위반사항이 중대한 경우에는 해당 기업의 상장중지 또는 상장폐지 조치를 취할 수 있다.

142) 중요한 거래의 대부분이 관계회사와의 거래이거나 기업이나 자산의 매입·매각을 의미한다.

<부록 표 II-36> Schedule 3, 4, 5에 해당하는 항목

<p style="text-align: center;">Schedule 3</p> <p>거래규모를 결정하기 위한 class test 항목은 다음과 같음.</p> <ol style="list-style-type: none">1. 총자산: (자산총액/AIM기업의 자산총액) × 100%2. 회전율: (거래대상 자산에 기인하는 회전율/AIM기업의 회전율) × 100%3. 구입가격: (구입가격/AIM 기업의 보통주 시가총액) × 100%4. 총자본: (인수기업 또는 인수영업의 총자본/AIM기업의 총자본) × 100% <p style="text-align: center;">Schedule 4</p> <ol style="list-style-type: none">1. 기업명을 포함한 세부거래 내역2. 거래를 통해 취득한 자산의 세부적 사용내용3. 취득자산으로 인해 발생하는 이익4. 자산의 가치5. 총취득가액 및 지불방법6. AIM 기업에 미치는 효과7. 임원의 계약 관련 세부사항8. 자산 처분의 경우, 매각 절차9. 자산 처분시, 주식 및 유가증권의 형태로 처분가액의 일부를 받은 경우, 증권의 매각 또는 보유 여부10. 기타 AIM 기업의 거래효과를 투자자들이 평가하는 데 필요한 정보 <p style="text-align: center;">Schedule 5</p> <ol style="list-style-type: none">1. 임원 및 관련 주요 주주의 신상명세2. 공시일자3. 지분보유 현황 및 변동 일자4. 관련 주식의 가격, 수량 및 종류5. 거래의 성격6. 거래된 임원 및 주요 주주 지분현황7. 보호예수기간 이내의 거래일 경우, 거래일자 및 그 세부사항 또한 거래소가 이를 허용한 경우 그 날짜
--

출처: 한국증권업협회·코스닥협의회, 2002, 『해외신흥증권시장 연구』상의 표를 한국증권연구원이 정리

6. Stockholmsbörsen의 O-list

가. 개요 및 현황

스웨덴의 스톡홀름증권거래소(Stockholmsbörsen)는 주시장과 신시장이 명확하게 서로 다른 시장으로 구분되어 있지 않으며, 하나의 거래소 조직 하에서 주시장 역할을 하는 “A-list”와 신시장 역할을 수행하는 “O-list”로 나뉘어 운영되고 있다. O-list에서 거래되기 위해서 필요한 상장요건의 수준은 A-list에 비해서 그 정도가 낮으며, 따라서 일반적으로 O-list에 상장된 기업이 A-list에 상장된 기업보다 규모가 작고 위험도도 높은 편이다.

2000년 말 현재, A-list와 O-list에 상장되어 있는 기업의 수는 각각 62개와 235개로 O-list에 상장되어 있는 기업의 수가 A-list에 비해 약 4배 정도 더 많다. 2002년도 말 시가총액은 A-list의 경우 13,591억 SEK였으며, O-list는 4,206억 SEK를 기록하였다. 따라서 O-list 시장이 상장기업 수 측면에서는 A-list를 월등히 능가하고 있지만, 시가총액 측면에서는 A-list의 30% 정도 수준에 머무르고 있음을 알 수 있다.

<부록 표 II-37> 스톡홀름증권거래소의 상장기업 수

연도	2000	2001	2002
A-list	83	70	62
O-list	228	235	235
계	311	305	297

출처: <http://www.om.com>

<부록 표 II-38> 스톡홀름증권거래소의 시가총액과 거래대금

(SEK 백만, SEK 십억)

	A-list		O-list	
	일평균 거래대금	연말기준 시가총액	일평균 거래대금	연말기준 시가총액
2000	15,197.0	3,056.4	2,456.2	527.0
2001	14,410.0	2,330.1	1,567.5	525.6
2002	9,571.0	1,359.1	1,236.0	420.6

출처: <http://www.om.com>**나. 운영구조상 특성 및 자율규제**

스톡홀름증권거래소는 거래소이면서 청산기구의 역할을 하고 있으며, 스웨덴 금융감독위원회의 감독을 받고 있다. 스톡홀름증권거래소는 거래소와 회원간에 계약을 체결한 후, 내부규정에 따라 거래소를 운영하고 있다. 거래소 규정을 어겼다고 판단되는 회원이 발생하는 경우, 이 문제는 거래소의 징계위원회(Disciplinary Committee)에서 처리한다. 그 결과에 따라, 벌금이 부과되거나 상장이 폐지된다.

다. 소유·지배구조

스톡홀름증권거래소는 지주회사인 OM이 자회사로 소유하고 있는 여러 거래소¹⁴³⁾ 중 하나이며, OM의 주식은 스톡홀름증권거래소의 A-list에

143) OM은 헬싱키거래소의 최대 주주이며, LSE와 함께 EDX London(파생상

서 거래되고 있다. OM의 이사회는 8명의 이사로 구성되어 있으며, OM의 집행임원은 OM 사장, 영업·재무·전략 최고경영자, 스톡홀름증권거래소의 사장 등 5명으로 구성되어 있다.

OM의 소유구조를 보면, 그 주식 지분이 상당히 잘 분산되어 있음을 알 수 있다. 우선 주요 대주주를 보면 다음의 <부록 표II-39>와 같다. 이 표에는 17.1%부터 4.5%를 소유한 5대 주주와 7.5%를 보유한 외국인 지분, 그리고 26.2%를 차지하는 기타 스웨덴 주주들의 분포가 나타나 있다.

<부록 표 II-39> OM의 지분 분포

(2002년 12월 31일 기준)

주요 대주주	주식수	보유지분 비중(%)
Investor AB	14,350,507	17.1
Swedish state	7,993,466	9.5
AMF Pension	6,340,000	7.5
Robur Fonder	4,068,113	4.8
Alecta	3,792,644	4.5
...
Other Foreign owners	6,334,842	7.5
Other Swedish owners	22,034,900	26.2
총 주식수	84,041,118	100

출처: OM Stockholm Exchange, 2002, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

폼거래소)을 공동소유하고 있고 오슬로거래소, 코펜하겐거래소, 아이슬란드거래소, 스톡홀름거래소 등과 함께 "NOREX거래소연합"을 운영하고 있다.

<부록 표 II-40>은 주식보유 규모별 주주 분포를 나타낸다. 1천주 미만을 소유한 소액주주의 수는 15,909명에 달하여 전체 주주 수 중 86.9%를 차지하나 총주식 수에서 차지하는 비중은 5.2%에 불과하다. 이와는 대조적으로 1백만주 이상을 소유한 대주주의 수는 13명(0.1%)에 불과하지만, 전체 주식의 59.7%를 소유하고 있음을 알 수 있다.

<부록 표 II-40> OM의 주식보유 규모별 주주 분포

(2002년 12월 31일 기준)

보유주식(주)	주주수(명)	전체주주 중 비중(%)	총 보유주식(주)	총주식수 중 비중(%)
1~1천	15,909	86.9	4,415,579	5.2
1,001~1만	2,136	11.6	6,112,361	7.3
10,001~10만	199	11.0	5,682,427	6.8
10만~1백만	55	0.3	17,686,571	21.0
1백만~	13	0.1	50,144,180	59.7
총 계	18,312	100	84,041,118	100

출처: OM Stockholm Exchange, 2002, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

라. 수입 · 지출 · 자산 구조¹⁴⁴⁾

스톡홀름증권거래소의 2002년도 총수입은 9억 6천 5백만 SEK인데,

144) O-list는 독립적인 시장이 아니라 스톡홀름거래소의 일부인 소속부의 형태로 존재하고 있고, 스톡홀름거래소도 OM 지주회사의 자회사인 관계로 독립적인 수입 · 지출 및 자산구조 자료를 구하기가 어려워 OM 지주회사의 지출 및 자산구조를 통해 미루어 볼 수밖에 없었다.

주식시장의 침체로 인한 주식거래량 및 거래회전율의 감소로 매매 부분의 수익이 감소하였다.

<부록 표 II-41> 스톡홀름증권거래소의 수익구조

(2002년 회계연도)

항목	비율	비 고
매매 및 청산 수수료	60%	이 중 44%는 주식거래, 56%는 파생상품의 거래와 청산에서 나옴.
상장 수수료	18%	1년에 약 4.6백만 SEK 정도
정보판매 수수료	12%	스웨덴 및 해외의 50여 개 이상 기업에 정보를 판매함.
기타 수입	10%	—

출처: http://www.hex.com/merger/data/om_arsredo_eng_1-881.pdf.

<부록 표 II-42> OM의 자산구조

(단위: SEK 백만, 2002년 회계연도)

	2000	2001	2002
고정자산	2,470 (45%)	3,312 (55%)	2,574 (52%)
유동자산	3,035 (55%)	2,673 (45%)	2,346 (48%)
총자산	5,505(100%)	5,985(100%)	4,920(100%)

출처: OM Stockholm Exchange, 2002, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

스톡홀름증권거래소의 주된 수입은 ① 거래 및 청산 서비스, ② 상장 서비스, ③ 정보판매서비스 등 주식 및 채권 관련 서비스 제공으로부터

발생한다. <부록 표Ⅱ-41>을 보면, 거래소 수입 중 가장 큰 부분을 차지하는 것이 거래 및 청산 서비스 수수료인데 수익의 60%를 차지한다. 이중 44%는 주식거래, 56%는 파생상품거래로부터 발생한다. 파생상품의 거래 및 청산 수수료가 주식의 거래 및 청산 수수료보다 12%p 이상 크다는 것은 주목할 만하다. 상장 수수료와 정보판매 수수료는 각각 총수입의 18%와 12%를 차지한다.

스톡홀름증권거래소를 소유하고 있는 OM의 자산구조를 살펴보면 <부록 표Ⅱ-42>와 같다. 고정자산의 비중이 2000년도 45%에서 점차 증가하여 2001년부터 50% 이상을 차지하고 있음을 알 수 있다.

마. 상장법인 관리제도

A-list와 O-list는 법률적인 측면에서 스톡홀름증권거래소의 등록 여부 [A-list: 등록(registered), O-list: 비등록(not registered)]로 명확히 구분되는데, 등록 여부에 따라 세금혜택 등에서 차이가 있다.

스톡홀름증권거래소는 2001년부터 새로운 상장기준을 제정하여 적용하고 있다. 스톡홀름증권거래소에 상장되기 위해서 가장 중요한 것은 사업설명서(prospectus)이다. A-list에 상장할 기업은 스톡홀름증권거래소의 승인을 받아야 하지만, O-list에 상장하려는 기업은 스웨덴 금융감독당국(Financial Supervisory Authority)으로부터 해당 기업의 사업계획서에 대한 승인만 받으면 된다. 물론 A-list, O-list에 관계없이 모든 기업은 상장을 하기 위해서 거래소와 상장계약을 체결해야 한다.

O-list의 경우 상장시 업력이나 수익성 요건이 부과되지 않으며, 상장 초기부터 재무요건을 충족시킬 필요가 없다. 다만 상장 직전 최소 12개

월 내에 추가적인 주식발행이 없어야 하며, 경영상태, 이사회 구성, 주식시장에의 정보제공 등은 A-list의 상장요건을 충족해야만 한다. 이는 O-list에 상장을 원하는 기업들이 업력이 짧고 규모가 작은 경우가 많으므로 이를 감안한 것이다. O-list의 구체적인 상장요건은 <부록 표Ⅱ-43>을 참고하기 바란다.

<부록 표Ⅱ-43> O-list의 상장요건

구분	O-list
주가	최소 25 SEK 이상일 것
주주 수	주주수가 300인 이상일 것
업력	없음
재무적 요건	1년 이내 A-list 수준을 충족할 것
최대주주 제한	10% 이상의 지분이나 의결권보유를 제한
상장계약서	완비할 것

출처: OM Stockholm Exchange, 2001b, "Exchange Rules 2001: Listing Agreement Manual"을 한국증권연구원이 정리

스톡홀름증권거래소의 A-list는 거래량을 주요 기준으로 하여 "Most Traded Segment"와 "Others"로 구분하고, O-list는 거래회전율을 기준으로 하여 "Attract40"¹⁴⁵⁾과 "Others"로 구분하여 운영하고 있다(<부록 표Ⅱ-44> 참조). O-list 중에서 Attract40의 진입요건은 다음과 같다.

145) 스톡홀름증권거래소는 A-list와 O-list, OTC-list로 분류되어 운영되다가 2000년 7월 3일, OTC-list와 O-list가 일원화되면서 O-list 기업 중에 유동성이 가장 높은 40개 기업을 "Attract40"이라는 새로운 부문(segment)으로 구분하여 지수로 관리하고 있다.

- O-list의 기업 중 최근 6개월을 측정기간으로 하여 “거래회전율”이 상위 40위에 들 것
- 거래회전율요건이 충족되지 못하는 경우, 과거 A-list에서 거래된 적이 있어야 하고 A-list의 “Most Traded Segment”의 요건을 충족할 것
- 측정기간 말, 유동주식의 시가가 최소 500만 SEK 일 것
- 공시를 영어로 작성하여 제공할 것

<부록 표 II-44> A-list와 O-list의 비교

구분	A-list: Most Traded Segment		O-list: Attract40		
기간	12개월		6개월		
선정기준	a.거래량	60억 SEK 이상	선택 1	a. 회전율 b 유통주식수	상위 40개 기업, 5억 SEK 이상
	b.시가 총액	측정기간 말 기준, 80억 SEK 이상	선택 2	a, b가 충족 되지 않는 경우	A-list(Most Traded Segment)의 요구조건을 충족할 것
심사간격	매 6개월		매 6개월		
심사위원	—		투자자		

출처: Stockholmsbörsen, 2003, Presentation Material(3. 13).

바. 매매체결 · 결제제도

1) 매매체결제도

스톡홀름증권거래소는 1990년부터 전산화된 거래시스템인 SAX를 사

용하다가 현재는 SAXESS(Stockholm Automated eXchange) 거래시스템을 이용하고 있다. SAXESS는 주문주도형 거래시스템으로 시장의 움직임이 SAXESS상에 실시간으로 제공되기 때문에 모든 거래자들이 동시에 그 정보를 획득할 수 있다.

시장은 대량주문을 소화하는 대량매매시장(lot market)과 소량주문을 처리하는 단주시장으로 나뉜다. 대량주문의 경우 주문량이 대량주문 단위 이하로 떨어질 경우 그 나머지 주문량은 자동적으로 단주시장으로 유입되는 방식을 통해 결국 하나의 시장으로 기능하고 있다. 소량주문 시장인 단주시장에서의 매매체결은 대량주문 시장에서의 증가로 자동적으로 이루어진다.

SAXESS에서 거래가 완결되기 위한 방식에는 자동매매체결방식과 장외등록거래방식(off exchange registration)의 두 가지가 있다. 기본적으로 SAXESS는 시장의 집중성, 유동성, 투명성, 효율성 등을 유지하기 위해 자동매매체결방식을 이용하고 있다. 장외등록거래는 두 거래상대방이 전화를 통해 계약조항에 합의함으로써 거래를 하는 방식이다. 거래가 이루어진 경우 트레이더는 반드시 거래 당일에는 5분 이내에, 이미 장이 끝난 후라면 다음날의 거래 시작 15분 전까지 SAXESS에 보고해야 한다. 주식 거래시간은 9시30분~17시30분이다.

스톡홀름증권거래소는 유동성이 낮은 주식의 원활한 거래를 위해서 “유동성제공자(LP) 제도”를 도입했는데, 이는 LP로 하여금 거래소의 유동성을 창출하고 투자자의 비용을 감소시키기 위함이다. 자사 주식의 유동성을 제고시키고자 하는 기업은 양방향 호가를 제공함으로써 유동성 촉진을 책임지는 LP를 이용할 수 있는데, 이 때 LP는 스톡홀름증권거래소의 회원만이 가능하다. LP를 보유한 상장기업은 종목명에 “LP”라고 표시한다. 스톡홀름증권거래소에는 장외시장으로서 SAXESS를 이용하여 거래하는 “Nya Marknaden”이라고 하는 시장이 존재하며, 이외에도 외국기업

주식의 원활한 거래를 위해서 A-list, O-list 이외에 Xternal List¹⁴⁶⁾를 새로이 개설하였다.

2) 결제제도

중앙예탁기관으로 VPC(Swedish Central Securities Depository)¹⁴⁷⁾가 존재하며, 모든 결제 관련 업무를 처리한다. 실시간총량결제(RTS)방식으로 결제가 진행되며 T+3일날 결제가 이루어진다.

146) 2003년 5월부터 시작되었으나 해당 기업은 아직 1개에 불과하다.

147) VPC의 대주주는 98% 지분을 소유한 스웨덴 중앙은행이다.

7. Jasdaq과 Mothers

일본¹⁴⁸⁾에는 세 개의 신시장이 존재하는데, Jasdaq(Japan Association for Securities Dealer Automated Quotation)과 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE)의 신시장인 Mothers(Market Of The High-growth and Emerging Stocks), 그리고 Nasdaq-Japan의 후신인 Hercules가 바로 그들이다. 그러나 만일 신시장을 “성장형기업(벤처기업)과 같은 첨단기술을 바탕으로 하는 회사의 주식이 거래되는 시장”으로 정의한다면, 일본의 경우 Mothers만이 유일한 신시장이라고 할 수 있다. Jasdaq의 경우에는 성장형기업의 상장이 매우 부진한 실정이다. Jasdaq이나 Mothers 모두 주시장이라 할 수 있는 TSE와 연계를 가지고 있다.

가. JASDAQ

1) 개요 및 현황

일본증권업협회(JSDA) 산하의 장외시장(1976년 6월 1일 설립)이었던 JASDAQ은 1983년 현재의 모습으로 재조직되어 주시장의 보조시장 성격의 역할을 수행하였다. 그러다가, 1998년 12월 일본증권거래법의 개정으로 도쿄증권거래소(TSE)나 오사카증권거래소(OSE) 등과 동등한 거래소

148) 일본에는 JASDAQ과 Mothers 이외에도 Nasdaq과 Softbank가 2000년 6월에 개설한 Nasdaq-Japan이 존재하였으나 증시 침체 및 시장운영을 담당하던 오사카증권거래소(OSE)와의 시장운영에 대한 의견대립으로 2002년 10월 15일 폐쇄되었다. OSE는 2002년 12월 16일 Nasdaq-Japan의 명칭을 Nippon New Market-Hercules로 변경하여 재출범시켰고, 이는 기존시장과 동일하게 벤처지향적 시장으로 운영되고 있다.

로 승격되었다.

2003년 6월말 현재, 2002년말 대비 주요국 주식시장의 지수 변화를 보면 전통시장에 비해 신시장의 지수 상승폭이 큰 것으로 나타났는데, Jasdak은 상승률이 33%를 넘어 이 중에서도 가장 큰 폭의 상승률을 실현하였다. Jasdak index는 2002년말 38.49, 2003년 6월말 51.26, 2003년 10월 16일 77.89를 기록하며 지속적인 상승세를 기록하고 있다. 2002년도 증시가 전반적으로 약세였음에도 불구하고 Jasdak의 거래량은 전년도 대비 약 28% 증가한 약 42억 5천만주를 기록했다. 이에 비해 거래대금은 약 26% 감소한 3조 6천 6백 8십억엔을 기록하였다.

2002년도에 31개 기업이 Jasdak에서 주시장으로 이전하였고, 14개 기업이 상장폐지 되었다. 이와 함께 전반적인 증시의 약세로 IPO도 원활하지 않아 Jasdak의 시가총액은 전년대비 21.8% 감소한 6조 9천 8백 3십억엔이었다.

<부록 표 II-45> Jasdak의 거래량 및 거래대금

(단위: 백만주, 십억엔)

	2000	2001	2002
총 거래량	3,507	3,307	4,256
총 거래대금	11,424	5,012	3,668
일평균 거래량	14.1	13.4	17.3
일평균 거래대금	46.0	20.3	14.9

출처: Japan Securities Dealers Association, 2003, *FACT BOOK: Securities Industry Performance and Market Overview*.

<부록 표Ⅱ-46> Jasdaq의 상장기업 수

연도	2000	2001	2002
상장기업수	886	926	939
신규 상장기업수	97	98	70

출처: Japan Securities Dealers Association, 2003, *FACT BOOK: Securities Industry Performance and Market Overview*.

2) 구조적 특성과 자율규제

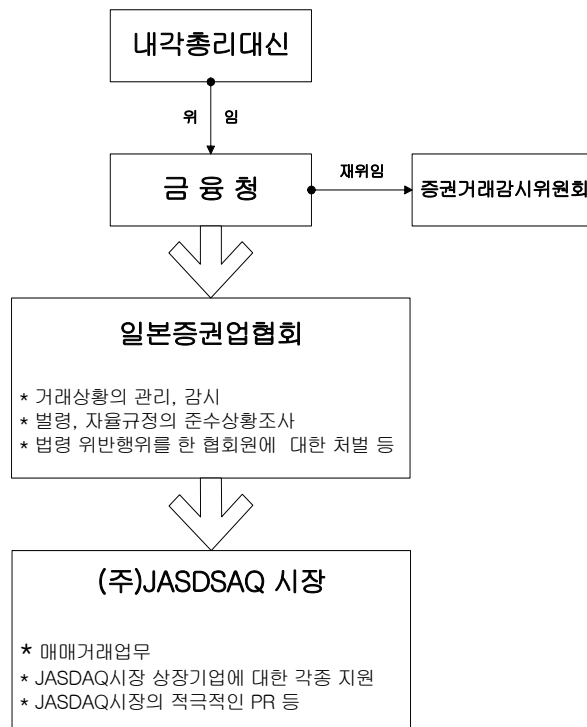
Jasdaq에 상장되어 있는 기업들 중 성장형기업의 수가 그리 많지 않아 Jasdaq은 신시장으로서의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있는 것으로 평가되고 있다. 특히, 일정 요건을 충족하는 Jasdaq의 상위 10~20여 개 기업들이 매년 보다 풍부한 유동성을 찾아 TSE로 이전하는 것이 큰 문제점으로 지적된다. Jasdaq에는 첨단 산업, 서비스업, 유통업뿐만 아니라 상품선물거래업, 환경위생관리업, 학원 등 다양한 업종이 상장되어 있으며, 개인투자자의 비율이 전체 거래의 50%에 가까운 것이 특징이다.

Jasdaq의 운영구조를 보면, 자율규제 및 시장감독과 관련하여 내각총리대신이 증권시장관리업무를 금융청에 위임함으로써 금융청이 관련 업무를 수행하게 되는데, 이 중 일부 업무는 증권거래감시위원회로 다시 위임된다. 증권거래감시위원회는 금융청의 증권시장에 대한 검사권한 내에서 거래의 공정성확보에 관한 업무를 위임받아 이를 수행한다.

Jasdaq의 창설자인 일본증권업협회가 Jasdaq의 운영을 관리하는데, 주 업무로는 상장심사(최종 상장승인), 거래정보의 제공, 주가와 거래에 대한 감시 및 관련 조치의 집행, Jasdaq의 제도 개선, 우리나라의 제3시장과 그 기능이 비슷한 “Greensheet 시장”의 정비와 확충 등이 있다.

실질적으로 Jasdaq을 운영하는 (주)Jasdaq시장은 JASDAQ 상장을 위한 등록심사의 확인업무(주간사의 등록심사과정을 확인한 후 증권업협회에 보고), 매매주문의 접수, 거래의 체결, 지급결제 및 청산 업무 등을 수행한다. 이 외에도 JASDAQ에 대한 적극적인 홍보와 JASDAQ 상장기업에 대한 기업홍보(IR) 지원, 그리고 공시·매매 관련 시스템의 관리 등도 이들의 업무에 포함된다.

<부록 그림 II-8> JASDAQ시장의 운영구조



출처: 한국증권업협회·코스닥협의회, 2002, 『해외신용증권시장 연구』를 한국증권연구원이 정리

3) 소유·지배구조

1976년 6월, 장외주식의 가격 변동성을 줄이고 그 유통을 원활하게 하기 위해 전국 187개 증권회사가 출자하여, 증권회사간 장외주식매매 중개를 전문으로 하는 Jasdaq의 전신인 “(주)일본점두증권”이 설립되었다. 이후 이 회사는 1998년 12월 일본 금융시스템 개혁에 따라 일본증권업협회로부터 Jasdaq시장에서의 매매체결업무 및 수탁체결업무를 위탁받아 JASDAQ Service Inc.로 바뀌었다. 이후 2001년 2월, 일본증권업협회로부터의 위탁업무 범위가 확대되면서 JASDAQ Market Inc.((주)Jasdaq시장)로 다시 사명이 바뀌었으며, 2001년 4월부터는 JASDAQ의 청산업무도 위탁받아 현재 수행 중에 있다.

(주)Jasdaq시장의 자본금은 10억 3,040만엔, 발행주식수는 100만주(1주당 500엔)이며, 일본증권업협회가 70.8만주를 보유하여 전체주식수의 70.8%를 차지하고 있고, 증권회사(일본계 145사) 등이 나머지 29.2만주(1주당 2,000주)를 보유하고 있다.

4) 상장법인 관리제도

Jasdaq에 상장하고자 하는 기업은 최근 2개 사업년도의 재무제표와 감사보고서 등을 준비하여야 하며, 일본증권업협회가 정하는 상장기준을 충족하여야 한다. 상장기준은 기업의 성장성에 따라 “유가증권 등록 등에 관한 규칙”에서 다음의 2개의 기준을 선택적으로 적용할 수 있도록 하고 있다.(<부록 표Ⅱ-47> 참조)

- 과거의 경영 성적을 중시하는 기준: 규칙 제5조1항1호
- 장래의 성장성을 중시하는 기준: 규칙 제5조1항2호(1), 5조1항2호(2)

<부록 표 II-47> Jasdaq의 상장 관련 규정

요건	규칙 제5조1항1호	규칙 제5조1항2호(1)	규칙 제5조1항2호(2)
대상기업	-	주된 사업력이 10년 이하 또는 사업의 기업화에 필요로 하는 비용의 매출액에 대한 비율이 3% 이상	-
이익	직전 사업연도에 있어서의 당기순이익의 액수가 연결·단체 모두 양(+)을 가짐(회계기준의 신설, 변경 등에 의해 발생한 비용 또는 손실을 가감할 수 있음).	-	해당 사업이 수익성, 성장성, 장래성 등 사업의 향후 발전에 기여하는 특징을 가지고 있으며, 이익액, 순자산가치 및 시가총액을 종합적으로 감안하여 규칙 제5조1항1호의 기준이 요구하는 기업 가치와 동일한 정도의 수준으로 전망되어야 함.
순자산	직전 사업연도 말에 있어 연결·단체 모두 2억엔 이상	-	
시가총액	10억엔 이상		
주주수	등록신청시 1단원 ^{a)} 이상 소유하고 있는 주주수 -1만단원 미만: 300명 이상 -1만단원~2만단원: 400명 이상 -2만단원 이상: 500명 이상		
감사의견	직전 2사업연도의 감사의견을 첨부, 직전 사업연도의 감사의견이 적정일 것		
기타	-“공개전 규칙”에 적합하지 않은 제3자배정증자 및 특별이해관계자 등의 주식이동 등이 없을 것 -최근 3개년 이내의 등록취소 기업이 아닐 것(단, 주주수·거래량, 거래형성을 등의 사유로 등록취소된 종목은 제외) -등록일 당일 증권거래소에 상장되어 있지 않을 것		

a) 단원(trading unit)은 일본증권시장의 주식거래시 이용되는 거래단위라 할 수 있음. 자세한 사항은 본문 p.319(각주 151)를 참고하기 바람.

출처: Japan Securities Dealers Association, 2002, *Annual Report*.

규칙 제5조1항1호는 상장예정기업에게 일정 수준의 이익 및 순자산 규모의 충족을 요구하는 반면, 규칙 제5조1항2호(1)은 사업년수, R&D 비

을 및 시가총액 기준을, 규칙 제5조1항2호(2)는 사업의 향후 발전가능성 기준을 충족시킬 것을 각각 요구하고 있다. 상장을 희망하는 기업은 각 회사의 상황에 따라 이상의 세 가지 상장기준 중 하나를 선택할 수 있다. 구체적인 상장기준은 <부록 표Ⅱ-47>을 참고하기 바란다.

<부록 표Ⅱ-48> Nasdaq 상장폐지기준

Nasdaq 상장폐지기준		
주주수	150인 미만이 됨	그 후, 1년간 150인 이상으로 증가하지 못할 경우
채무초과	최근 3년간 채무초과 상황인 경우	
월평균 거래주식수 /거래형성률	최근 6개월 월평균거래주식수가 10 단원 ^{a)} 미만이며, 또한 월평균 거래형성률이 20% 미만	그 후, 6개월간 월평균거래주식수가 10 단원 이상, 월평균 거래형성률이 20% 이상으로 회복되지 못하는 경우
기타	-흡수합병되는 경우 -주식양도를 제한한 경우 -어음 부도로 인해 은행거래가 중지된 경우 -파산, 기업정리절차에 처한 경우 -영업활동을 정지하거나 그에 준한 경우 -재무제표를 정해진 기간 경과 후 1개월 이내에 제출하지 않는 경우 -감사 종합의견이 부적정 또는 의견보류인 경우 -적시공시업무를 해태한 경우	

a) 단원(trading unit)은 일본증권시장의 주식거래시 이용되는 거래단위라 할 수 있음. 자세한 사항은 본문 p.319(각주 151)를 참고하기 바람.

출처: 엄경식·최원근(2001)과 한국증권업협회·코스닥위원회(2002)를 참고하여 한국증권연구원이 정리

Nasdaq 상장기업의 상장취소는 크게 기업의 자발적인 상장취소와 일

반 규정에서의 상장취소기준에 의한 상장취소로 구분될 수 있다. 먼저, Jasdak 상장종목에 대한 시장조성인 자격을 신청한 해당 회원사가 모두 없어지거나 시장조성인 신청회원이 1개 사가 된 상태에서 6개월 이내에 2개 사로 증가하지 않는 경우¹⁴⁹⁾, 또는 대표 시장조성인 신청회원이 없어지는 경우에 해당 기업은 상장이 취소된다. 이 외에도 주간사 증권회사(신청회원)의 연대서명에 의한 상장취소 신청에 의해서도 상장취소가 이루어질 수 있다.

일반 규정에서의 상장취소기준으로 대표적인 것은 경영부실, 흡수합병, 재무제표 제출시한 및 공시 위반, 월평균 거래량 또는 월평균 거래형성률의 부진 등이다. 상장취소기준에 대한 구체적인 사항은 <부록 표 II-48>에 나와 있다. 일단 상장취소가 진행된다면 일본증권업협회는 등록원부에 기재되어 있는 사항을 말소함으로써 상장종목의 상장을 취소한다. 이 경우, 일본증권업협회는 미리 그 내용을 금융청장관에게 신고하고, 해당 종목의 주간사 및 해당 발행회사에 통지함과 동시에 일반투자자에게도 이를 공표하여야 한다.

5) 매매체결·결제·공시 제도

가) 매매체결제도

Jasdak에서의 주요 거래상품은 상장회사의 주식, 장외(OTC) 전환사채, Green Sheet¹⁵⁰⁾에 소속되어 Jasdak이 관리하는 비상장 개인보유주식

149) 2002년 4월부터 Jasdak은 4개사 이상의 복수 시장조성인을 의무화하고 있다. 이는 시장조성인간의 가격경쟁을 촉진하기 위해서 최저 시장조성인 수를 기존의 2개사에서 4개사로 증가시킨 것이다.

150) Green Sheet에 소속된 주식은 Emerging Stocks, Regional Stocks, Phoenix Stocks(Jasdak 또는 다른 거래소에서 퇴출된 후 재상장을 노리

등이며, “기본적으로” 경쟁매매방식을 사용하고 있다. 기관투자자들의 투자를 유인하고 유동성이 작은 소형벤처기업의 주식 거래를 활성화시키기 위해, 1998년 12월부터 시장조성인제도가 부분적으로 도입되었다. 따라서 현재 Jasdaq시장의 매매체결제도는 혼합형이라고 할 수 있다.

2002년 2월 7일 기준, Jasdaq에 등록되어 있는 928개의 등록기업 중 36.3%인 337개 주식이 시장조성인에 의해 거래되고 있으며, 나머지 591개 주식은 TSE와 같이 경쟁매매방식으로 거래되고 있다. Jasdaq 상장종목 중 시장조성인 종목이 차지하는 비중을 다음의 <부록 표Ⅱ-49>에서 볼 수 있다.

<부록 표Ⅱ-49> Jasdaq의 시장조성인 종목

(단위: 개사)

구분	2000. 12	2001. 9	2002. 2. 7	2003. 3
Jasdaq 상장종목수	886	N/A	928	941
시장조성인 종목수(비중)	238(26.9%)	314	337(36.3%)	331(35.2%)

Jasdaq 종목의 주문 및 매도·매수 그리고 호가단위는 <표 IV-50>과 같다. 매매단위는 “단원주제도”¹⁵¹⁾를 채택하고 있는 발행회사의 경우에

는 주식)의 3가지로 구분된다.

151) 원칙적으로 각 회사가 정관에 정한 일정 수량, 즉 1단원의 정수배 수량으로 매매가 이루어진다. 이는 2001년 10월의 상법개정을 통해 도입된 제도로 “회사가 정관에 일정 수량의 주식을 1단원 주식으로 정할 수 있도록” 하였다. 단원주제도를 사용하는 회사는 1단원의 주식 수에 상당하는 주식에 하나의 의결권을 부여한다. 1단원의 주식 수를 변경하기 위해서는 이

는 해당 발행회사가 정한 1단위의 주식이며, 단원주제도를 채택하지 않은 경우에는 1주이다.

<부록 표 II-50> Jasdaq의 주문가격단위

상장종목 및 장외관리종목		장외 전환사채
1,000엔 이하	1엔	액면 100엔 당 10전
1,000엔~1만엔	10엔	
1만엔~10만엔	100엔	
10만엔~100만엔	1,000엔	
100만엔~1,000만엔	1만엔	
1,000만엔 이상	5만엔	

출처: 한국증권업협회·코스닥위원회, 2002, 『해외신흥증권시장 연구』.

Jasdaq에서의 경쟁매매 주문방식은 지정가주문만이 가능하다. 이는 Jasdaq에 상장된 기업들이 기본적으로 자본금과 발행주식수가 적은 기업들이 대부분으로 유동주식수가 많지 않기 때문에, 이로 인한 가격 급등락의 폐해를 막기 위함이다. 주문접수 시간은 8시~11시, 12시5분~15시이며 半휴일(개장일, 폐장일)의 경우 8시~11시까지만 주문을 접수한다. 일본증권업협회는 상장종목의 가격이 급등락할 것이 예상되는 경우, 제한가격폭 이외의 가격 주문은 받지 않도록 규정하고 있다.

Jasdaq의 시장조성인제도는 1998년 12월에 시험적으로 도입되었으며, 이후 2000년 3월 “Jasdaq시장조성인시스템”이 본격적으로 가동됨으로써 시장조성 종목에 대한 소액주문도 자동으로 매매집행이 가능하게 되었다. 시장조성인은 해당 종목의 매도·매수 호가 및 주식수를 항상 공시

사회의 결의에 의해 정관을 변경해야 한다.

하여야 하고, 자사가 공시한 호가의 매매에 적극 응해야하는 책임이 있다. 매매가 이루어진 경우에는 체결된 가격을 신속하게(현재 운용체계상 통상 5분) 일본증권업협회에 보고해야 한다. 일반투자자에게는 정보제공업체의 단말기 등을 통해 이러한 정보가 전달되기만 하면 된다. 시장조성 종목의 경우 가격제한폭은 없으나, 시장조성인이 제출한 매도·매수 호가가 기준가격에 근거가 되므로 가격제한폭과 같은 의미를 가지는 것으로 간주될 수 있다.

나) 결제제도

일본의 경우 주식거래의 청산 및 결제가 각 거래소 내에서 이루어졌으나, 2003년 1월 14일부터 일본 증권시장에서 거래되는 주식의 청산은 모두 JSCC(Japan Securities Clearing Corporation)¹⁵²⁾를 통해 이루어진다. 이는 Nasdaq도 마찬가지이다. 결제의 지급과 수취는 JSCC 계좌와 청산참가자의 JASDEC(Japan Securities Depositor Center, Inc) 계좌 사이에서 T+3일로 이루어진다. 대금의 지급은 지정 은행(designated bank)의 계좌에 대금을 입금하면 된다.

다) 공시제도

유통시장에서는 다수의 투자자의 판단에 근거하여 가격이 형성되기 때문에 가격형성이 공정하게 이루어지기 위해서 해당 종목에 대한 적절한 투자판단 자료가 적시에 제공되어야 한다. 이를 위해서 일본증권업협회는 해당 유가증권의 투자판단에 중요한 영향을 미치는 정보가 발생한

152) JSDA와 일본내 모든 증권거래소들이 공동으로 설립하였다.

경우, 주간사 증권회사를 통해 (주)Jasdaq시장에 보고하고 이를 신문, 방송, 통신 등 전국적인 보도망을 통해 일반투자자에게 공정하고 신속·정확하게 공시(timely disclosure rules)할 것을 요구하고 있다. 그러나 공시방법이나 공시시기가 특별히 한정되어 있는 것이 아니므로, 정보의 성격이나 구체적인 상황에 따라 적시 공시의 취지를 살릴 수 있도록 공시가 이루어지게 하고 있다.

Jasdaq 기업이 제출한 공시자료는 1998년 11월부터 가동되기 시작한 일본증권업협회 인터넷공시시스템(Japan Dealer Association Internet Disclosure System: JDS)을 통해 각 회원, 일반투자자, 애널리스트, 정보제공회사 및 보도기관 등에 제공되며, 인터넷공시시스템에 등록된 공시자료를 데이터베이스화하여 별도 계약한 이용자에게도 서비스하고 있다. 또한 전국의 증권거래소가 공동으로 운영하고 있는 전자공시시스템인 TDnet(Timely Disclosure Network)과도 연계되어 있다.

나. Mothers

1) 개요 및 현황

도쿄증권거래소(TSE)는 1999년 11월 11일, 성장형기업을 위한 신시장인 “Mothers(Market Of The High-growth and Emerging Stocks)”를 개설하였다.¹⁵³⁾ 신생 벤처기업이 성장 초기 단계에서도 자금조달을 쉽게 할 수 있도록 하고, 투자자들에게도 보다 다양한 투자상품을 제공할 것이라는 것이 Mothers의 설립 동기였으며, 따라서 Mothers에는 외국의 신생

153) TSE는 그 당시 설립이 추진되고 있던 Nasdaq-Japan에 대항하기 위해 서둘러 Mothers를 설립한 측면이 있다.

벤처기업들도 상장이 가능하도록 하였다.

TSE는 2003년 9월 12일을 기점으로 하는 Mothers지수를 산출하여 발표하고 있다. 시작 포인트를 1,000으로 한 Mothers지수는 2003년 10월 16일 1486.07을 기록하였다. Mothers 상장기업 수는 2002년 이후로 꾸준히 증가하고 있는 반면, 거래대금은 2002년도의 증시침체로 인해 다소 감소하였다(<부록 표Ⅱ-51>,<부록 표Ⅱ-52> 참조).

<부록 표Ⅱ-51> TSE(Mothers)의 상장기업 수

거래소		2002. 3. 31	2003. 3. 31	2003. 10. 17
TSE	1부	1,495	1,516	1,525
	2부	581	569	560
	Mothers	43	47	62
총계		2,119	2,132	2,147

출처: <http://www.tse.or.jp/english/listing/companies/breakdown.html>
 및 Tokyo Stock Exchange, 2002~2003, *Annual Report*를 한국증권
 연구원이 정리

<부록 표Ⅱ-52> Mothers의 누적거래대금 및 시가총액

(단위: 백만달러)

구분	2001	2002
누적거래대금	2,681	2,074
시가총액	5,312	N/A

출처: 코스닥증권시장, 2003d, “국제증시동향보고서(2003년 4월~6월)”를 한국증권연구원이 정리

2) 구조적 특성과 자율규제

Mothers는 시장구분이 없으며, 상장 이후 어느 정도 기업이 성숙되면 TSE의 2부시장으로 이동하는 pre-market적인 성격을 가지고 있다. 이는 Mothers가 TSE 내의 일부분으로 설치되어, 상장, 매매, 감리, 공시 등 모든 시장관리업무를 TSE가 담당하여 시장의 관리가 주시장과 동일한 방식으로 진행됨으로써 신시장으로서의 특성을 살리지 못했기 때문이다. 결과적으로 Mothers의 운영실적은 부진해졌고, 이 때문에 상장기업 수(현재 45개)와 상장기업의 규모, 일본경제에서 차지하는 비중 등이 현재 매우 미약한 상태이다.

3) 소유 · 지배구조

Mothers를 소유한 TSE의 자본금은 115억엔, 유동주식수는 230만 주이며 주주의 수는 119명이다. TSE의 이사회는 이사 11명과 감사 4명의 임원진으로 구성된다.

4) 수입 · 지출 · 자산 구조¹⁵⁴⁾

Mothers를 운영하고 있는 TSE의 운영수입구조를 살펴보면 <부록 표 II-53>과 같다. <부록 표 II-53>에 의하면 전반적인 증시침체 등의 이유로 2003년 3월 기준 TSE의 총운영수입이 2002년 3월에 비해 다소 줄어들었다. 전체 수입에서 거래수수료가 차지하는 비중은 거의 변한 바가

154) Mothers는 독립적인 기관이 아니라 TSE에 의해 운영되는 하부시장이므로 수입 · 지출 및 자산구조가 독립적으로 존재하지 않기 때문에 TSE의 수입 · 지출 및 자산구조를 통해 미루어 볼 수밖에 없다.

없으나, 상장 수수료 및 정보판매서비스 부문은 비중이 다소 증가하였고, 시스템개발 및 판매, 증권결제, 기타 운영수입은 감소하였다.

<부록 표 II-53> TSE의 수입구조

항목	금액(Million of Yen)		
	2002. 3. 31	2003. 3. 31	증감
거래 수수료	19,141(42.8%)	17,340(42.2%)	-1,801
상장 수수료	8,328(18.6%)	8,766(21.3%)	438
정보서비스	6,466(14.5%)	6,657(16.2%)	191
시스템개발 및 판매	3,843 (8.6%)	1,973 (4.8%)	-1,870
증권결제	2,888 (6.5%)	2,793 (6.8%)	-95
기타 운영수입	4,067 (9.0%)	3,536 (8.7%)	-531
총운영수입	44,733(100%)	41,065(100%)	-3,668

출처: Tokyo Stock Exchange, 2002~2003, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

<부록 표 II-54> TSE의 지출구조

항목	금액(Million of Yen)		
	2002. 3. 31	2003. 3. 31	증감
인건비	16,261(37.8%)	12,009(31.1%)	-4,252
부동산임대료	6,703(15.6%)	5,685(14.7%)	-1,018
시스템 관련 비용	3,951 (9.2%)	3,867(10.0%)	-84
아웃소싱비용	2,424 (5.6%)	3,921(10.2%)	1,497
감가상각비	7,897(18.4%)	7,523(19.5%)	-374
기타 운영비	5,748(13.4%)	5,600(14.5%)	-148
총운영지출	42,984(100%)	38,605(100%)	-4,379

출처: Tokyo Stock Exchange, 2002~2003, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

<부록 표Ⅱ-54>에서는 같은 기간동안 운영수입의 감소분이 운영지출의 감소분보다 더 큼을 알 수 있다. 이는 TSE가 2001년 11월 1일 주식회사화한 이후 비용구조 개혁(Cost structure reform)을 통해 지출을 감소시키려 노력해 온 것이 가시적인 성과를 보인 듯 한다. 업무를 아웃소싱한 비용만 유의미하게 증가하였고, 그 이외의 모든 지출은 감소하였다. 이중 특히 인건비가 가장 크게 감소하였음을 알 수 있다.

다음의 <부록 표Ⅱ-55>에서 보는 바와 같이 TSE의 총자산은 2002년도에 비해 다소 감소하였으나, 유동자산 대 고정자산의 비중에는 큰 변화가 없다. TSE 유동자산의 비중이 월등히 높은 것은 주목할 만하다.

<부록 표Ⅱ-55> TSE의 자산구조

항목	금액(Million of Yen)	
	2002. 3. 31	2003. 3. 31
유동자산	1,319,987(95.6%)	1,159,208(95.1%)
고정자산	60,160 (4.4%)	59,251 (4.9%)
총자산	1,380,147(100%)	1,218,459(100%)

출처: Tokyo Stock Exchange, 2002~2003, *Annual Report*를 한국증권연구원이 정리

5) 상장법인 관리제도

Mothers에 상장을 원하는 기업에게는 TSE의 1부 또는 2부시장보다 낮은 상장기준이 적용된다. Mothers의 상장요건의 구체적인 내용은 <부록 표Ⅱ-56>과 같다. TSE는 Mothers에서 성장성이 없다고 평가되거나 사업모델이 약하다고 판단되는 기업들을 효과적으로 퇴출시키기 위하여, Mothers의 퇴출요건을 점점 강화하는 추세에 있다. Mothers의 퇴출요건은 다음의 <부록 표Ⅱ-57>과 같다.

<부록 표 II-56> Mothers 상장요건

구분	상장요건
상장주식수	상장시에 1,000단위 이상을 공모로 증자해야 함. 이중 500단위는 반드시 primary offering 해야 함.
주주수	상장시 공모 및 매출에 의해 최소 1단위 이상을 보유한 신규주주가 300인 이상
시가총액	10억엔(상장주식수×공모가) 이상
매출	핵심사업이 효율적으로 운영되고 있을 것
재무제표	감사보고가 '적정'할 것 '허위기재 없음' 판정을 받을 것
기타	주식 양도에 제한이 없을 것 등

출처: Tokyo Stock Exchange, 2003b, Fact Book.

<부록 표 II-57> Mothers의 퇴출요건

구분	퇴출요건
주주수	-주주수가 150인 미만인 경우, 이후 1년 이내에 150인이 되지 못하는 경우
초과부채	-최근 2년간 채무초과 상태인 경우, 단, 상장 후 3년 간은 해당하지 않음.
거래량	-최근 1년간 거래량이 월평균 10단위 이하인 경우 -3개월간 거래가 미성립한 경우
시가총액	-4개월간 5억엔 이하인 경우
매출액	-직전 사업연도의 매출액이 1억엔 이하인 경우(경상이익(ordinary profit)이 있는 경우는 제외)
기타	-은행거래정지 -파산·화의·워크아웃 또는 사업정리 -영업활동의 정지 -부적당한 합병, 완전자회사화 -재무제표의 허위기재 등 상장계약 위반 -주식의 양도제한 -공익 및 투자자보호의 필요

a) 초과부채(excess liability): 자산을 초과하는 부채가 존재함을 의미

출처: Tokyo Stock Exchange, 2003b, Fact Book.

Mothers 상장기업은 2002년에 TSE 2부시장으로 1개사가 이전하였으며, 2003년에는 6월 현재까지 TSE 1부시장으로 2개사, 2부시장으로는 1개사가 이전하였다.

6) 매매체결·결제·공시 제도

가) 매매체결제도

기본적으로 Mothers에 상장된 종목은 주시장과 동일한 매매제도를 이용하여 거래된다. 즉, Mothers에서의 거래는 TSE의 시장매매시스템인 CORES(Computer-assisted Order Routing and Execution System)를 통한 순수경쟁매매 메커니즘으로 이루어진다. 매매시간은 오전 9시~오후 11시와 오후 12시 30분~오후 3시이며 시초가 결정이나 매매중단 이후 최초가 결정 등을 위해서는 동시호가방식이 이용되고 있다. 장 중에는 연속경쟁매매방식을 이용하며, 가격·시간 우선원칙으로 주문이 처리된다.

<부록 표 II-58> TSE의 거래단위별 상장기업의 분포

(2002년말 기준)

구분	1주	10주	50주	100주	500주	1,000주	3,000주	총계
1부	33	5	4	410	32	1,010	1	1,495
2부	16	-	-	148	25	392	-	581
Mothers	36	-	-	2	-	5	-	43
총계	85	5	4	560	57	1,407	1	2,119

출처: Tokyo Stock Exchange, 2003b, *Fact Book*.

호가는 기준가격 수준에 따라 미리 정해진 가격단위로 이루어지며 당일 기준가격에 의해 산출된 제한가격폭이 적용된다. 앞에서 언급하였듯이, 일본 주식시장에는 “단위(trading unit)”이라는 개념이 존재하는데, 단위는 상장기업이 자사의 주식이 원활히 거래되도록 하기 위해 각 기업의 상황에 맞게 설정된다. 현재 TSE에 상장된 대다수 주식의 경우, 1 단위는 1,000주를 의미한다. 참고로 TSE 상장기업별 거래단위의 분포를 살펴보면 <표 IV-58>과 같다.

나) 결제제도

Mothers에서의 결제는 TSE의 1부 및 2부시장과 동일한 결제방식으로 이루어진다. Mothers를 운영하는 TSE 역시 앞서 Jasdaq에서 언급한 바와 같이 2003년 1월 14일부터 JSCC를 통해 청산하고 있다. TSE는 TSE의 주식거래에 있어서 CCP 역할을 함으로써 거래상대방위험을 제거한다. DVP방식을 이용하며 결제일은 T+3일이다.

2001년 11월부터는 거래와 결제를 행하는 주체가 달라도 거래가 가능한 “청산참가자제도”를 도입하였다. 통상적인 거래의 결제는 청산참가자의 매도수량과 매수수량을 상쇄하고 그 차액을 수령하는 차감결제방식으로 이루어진다.

다) 공시제도

Mothers는 상장기준을 기존 TSE의 1부 및 2부시장보다 완화하여 신생 벤처기업이 원활하게 자금을 조달할 수 있도록 편의를 제공한다. 반면, Mothers 상장 후에는 상장종목에 대한 공시를 기존 거래소시장보다

더욱 강화함으로써 투자자들에게 투명하고 공정한 투자기회를 제공하려고 하고 있다. Mothers는 과거의 성과와 업력보다는 장래의 사업성 및 영업계획의 명확성을 중요시하고, 상장심사의 엄격성보다는 상장 후 공시를 통한 투명성 확보에 중점을 두고 있기 때문에, 최근 들어 공시에 대한 규제가 더욱 강화되고 있다. 이는 Mothers에 상장되어 있는 주식들이 고위험·고수익의 특성을 지니고 있으므로 투자자의 책임을 강조하되 상장사들의 투명한 정보공개를 유도해 투자자보호와 시장의 신뢰성을 동시에 확보하겠다는 의지의 표명으로 볼 수 있다.

이러한 취지에서 TSE는 Mothers 상장종목의 경우, 기존의 1부 및 2부 시장 상장종목에 적용하는 적시공시(한국의 수시공시에 해당) 이외에 1분기 및 3분기의 “업적개황보고서(대차대조표 및 손익계산서를 첨부)”와 IR 개최(상장 후 3년 간 년 2회 이상) 등을 공시하도록 규정하고 있다.

적시공시의 내용을 간략히 정리해 보면 다음과 같다.

- 상장유가증권에 관한 권리 등 주요 사항에 대한 결의 및 결정사항에 대한 정보
- 경영에 중대한 영향을 미치는 사실의 발생에 관한 정보
- 중요한 회사 정보로 인정되는 결산 정보 및 기타 정보

Mothers를 비롯하여 TSE에 상장되어 있는 종목들의 공시는 TDnet을 통해 이루어진다. TDnet은 상장회사의 적시공시에 관한 정보를 보다 공정하고 신속하게 광범위한 대상에게 전달하는 것을 목적으로, 적시공시에 관한 공개자료를 이미지 데이터화하여 보도기관에 공개함과 동시에 TSE 홈페이지 등에 게재하는 시스템이다. TDnet을 거친 공개자료는 데이터베이스화하여 인터넷을 통한 검색과 열람이 가능한 “TDnet 데이터베이스” 서비스를 통해 제공된다. 1998년 4월 이후, TDnet에 등록된 모든 데이터는 자유로운 검색 및 열람이 가능하다.

8. 시사점

가. 운영구조상 특성 및 자율규제

“시장거시구조체계(market macrostructure)”별 유형분석을 통해 세계 주요국이 신시장을 어떠한 방식으로 운영하는지를 살펴보면 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 첫째는 주시장에 독립적으로 신시장이 존재하는 경우이다. 이는 다시 주시장과 자동으로 연계되는 시장구조(TSX Venture Exchange, Jasdaq)와 주시장과 자동으로 연계되지 않는 시장구조(Nasdaq-Japan의 실험, Nasdaq)로 구분할 수 있다. 둘째는 주시장에 포함되어 신시장이 존재하는 경우로서, 이는 다시 독립적으로 운영되다가 주시장에 포함된 시장구조(DB, Euronext)와 주시장의 자회사 형태로 존재하는 시장구조(AIM), 그리고 단지 동일 시장에서 “-list”로 구분되는 시장구조(Stockholmsbörsen)로 세분할 수 있다.

이들 신시장의 체계별 유형분석을 통해 얻을 수 있는 시사점은 IV장에서 보다 심도 있는 논의가 수반되어야 하지만, 신시장이 주시장에 독립하여 존재하여야 하는지 아니면 포함되어서 존재하여야 하는지는 그다지 중요한 문제가 아니다. 왜냐하면 비록 일반적으로 세계 주요국 신시장이 이와 같이 두 가지 유형으로 구별된다 할지라도, 현재 이들 국가들은 지금까지 자신들이 경험한 신시장 관련 시행착오와 자국이 현재 처한 금융환경을 포괄적으로 고려하여 자신들에게 가장 적합한 신시장의 운영방안을 다각도로 모색하고 있는 중인 것으로 판단되기 때문이다.

위에서 언급한 주시장과 신시장의 존재방식 이외에 시장구조체계의 유형별 분석을 통해서 살펴볼 수 있는 것으로, (신시장) 거래소의 자율규제기능이 있다. 세계 주요 신시장 거래소의 자율규제기능은 거래소의

자율규제기능에 대한 권한의 분리 정도에 따라 크게 다음의 세 가지 형태로 구분할 수 있다.

첫 번째 유형은 거래소가 자율규제기능에 대한 권한을 가지고 직접 시장을 규율하는 형태이다. 이러한 유형의 거래소는 자율규제기능을 거래소 내에 둬으로써 규제 유연성과 전문성을 발휘할 수 있다는 장점을 가진다. 여기에 속하는 거래소로는 Mothers가 속해 있는 TSE, DB, O-list가 속해 있는 Stockholmsbörsen, Euronext 등을 들 수 있다.

두 번째 유형은 자율규제기능을 담당하는 별도의 전담기구를 마련하여 자율규제기능에 대한 권한을 거래소로부터 완전히 배제한 형태이다. 이는 회원제 거래소가 주식회사제 거래소로 전환될 경우, 거래소의 시장 운영과 자율규제가 한 조직 내에서 이루어지게 되면 규제기능이 약화되거나 남용될 가능성이 있으므로, 이를 배제하고자 하는 목적에서 비롯된 것이다. 이 유형의 특징은 자율규제기능이 거래소와 분리되어 존재하고 있기 때문에 시장이 성장함에 따라 발생할 여지가 있는 이해상충 문제가 근본적으로 발생하지 않는다는 점이다. 그러나 이 유형은 다른 유형과 비교할 때 비용면에서 비효율적이라는 단점을 보이고 있다. 여기에 속하는 예로는 TSX-Venture Exchange가 속해 있는 TSX와 Nasdaq 등을 들 수 있다.

세 번째 유형은 상기 두 유형의 절충적인 형태로서 자율규제 권한의 일부를 이관하는 것으로, 여기에 해당하는 사례로는 AIM과 techMARK가 소속되어 있는 LSE를 들 수 있다.

이상과 같이 본 보고서는 신시장 거래소의 자율규제기능을 중심으로, 신시장을 세 가지 유형으로 구분하였지만, 이는 주시장과 관련하여 신시장이 어떤 방식으로 존재하고 있는지와도 어느 정도 관계가 있다. 따라서 조만간 한국에서 전개될 것으로 예상되는 시장통합의 형태와도 물론

연결되어 있다.

하지만 본 장에서의 연구 결과에 의하면 (신시장) 거래소의 주식회사화는 거래소의 자율규제기능에 대한 또 하나의 중요한, (신시장의 존재 방식보다 더 중요한) 요인으로 작용하는 것으로 판단된다. 즉, 주시장에의 포함 여부와 관계없이, (신시장) 거래소와 자율규제기능의 관계는 불특정 다수를 대상으로 공정한 주식거래를 수행하는 거래소의 준공공적 기능을 영리목적의 주식회사제 거래소가 수행하는데서 발생할 수 있는 이해상충에 따른 사회적 비용을 어떠한 방식으로 최소화하느냐에 달려 있다는 점이다.

현재, 코스닥시장은 증권업협회, 코스닥위원회, (주)코스닥증권시장 등 3개의 조직이 업무를 분리하여 시장을 운영하는 매우 특이한 구조를 가지고 있으며, 운영기관인 (주)코스닥증권시장은 형식적 주식회사제(실질적 회원제) 소유구조를 가지고 있다. 증권시장의 통합과 주식회사화를 정부의 기본 정책방향으로 설정한 현 상황에서 코스닥시장에 있어 향후 운영구조상의 특징과 자율규제기능 수행은 위에서 논의한 두 가지 시사점에 대해 심사숙고하여 결정해야 할 것이다.

나. 소유·지배구조

신시장을 포함한 거래소 소유구조의 최근 흐름을 요약하면, 회원제(또는 형식적 주식회사제)에서 (실질적) 주식회사제로의 전환이라 할 수 있다. 앞서 살펴본 주요 거래소의 사례에서 알 수 있듯이, 세계 주요국 신시장들은 ① 주시장의 주식회사화와 함께 자동적으로(Euronext, AIM, techMARK, DB 등), ② 주시장과 독립되어 존재하다가 주시장의 주식회사화와 더불어(TSX-Venture Exchange), 또는 ③ 자체적으로(Nasdaq)

주식회사 소유구조로 전환되었다. 하지만 본 보고서의 연구 목적을 위해서는 이들 신시장의 주식회사로의 전환방식의 형태보다는 전환배경이 훨씬 더 중요하다.

세계 주요 거래소가 주식회사로 전환하게 된 배경은 각자가 처해 있던 경제적 상황에 따라 매우 다양하게 나타나고 있는데, 이는 다음의 몇 가지 범주로 유형화할 수 있다. 첫째, 비록 너무 포괄적인 듯하지만 경쟁력(잠재적 경쟁을 포함하여) 강화를 위해 주식회사제 형태로 전환하는 경우이다. 이 유형에는 국내에 또는 동일 지역에 (잠재적) 경쟁 거래소가 있거나, 또는 향후 교차상장(cross listing)의 활성화로 인한 자국내 시장 잠식을 우려하고 있는 거래소들이 해당한다. 즉, 자신의 경쟁력을 강화하기 위해서 최근 급속하게 전개되고 있는 거래소 산업과 증권시장의 변화에 보다 신속하고 유연하게 대처할 수 있는 지배 및 경영 구조를 구축하여, 이를 통해 유동성 확보를 강화하고 거래소 위상을 재확립하고자, 필수적인 첫 단계로서 주식회사화를 단행하는 것이다.

둘째, 거래소 스스로의 발전을 위한 전략적 포지셔닝(positioning)에 대해 가해지는 회원들(중개기관, 특히 지역중개기관)의 통제로부터 벗어나기 위해서 주식회사화를 추구하는 경우이다. 이는 세계 주요 (신시장) 거래소 주식회사화의 대부분에 해당된다고 할 수 있다. 거래소가 하나의 조직으로서 자신의 기능을 효율적으로 수행하기 위해서는 조직목적에 맞는 전략을 수행하여야 한다. 그러나 정보통신기술의 발전으로 거래소의 이해관계가 거래소 참여자 중 소유주인 회원으로부터 투자자와 발행기업으로 이동하고 있음에도 불구하고, 회원제 거래소의 경우 거래소의 지분과 이익이 회원에게만 독점되어 있다. 따라서 회원제 거래소의 회원들은 거래중개로부터 자신의 이익을 극대화하기 위하여, “발행기업과 투자자에게 최대한의 효율성을 가지고 봉사”하려 하는 거래소의 능력, 거래소 본래의 기능에 반대되는 입장을 취할 수 있다. 이 때문에 거래소

자체와 소유주인 회원간의 역할에 관한 이해상충이 발생한다. 거래소 주식회사화는 이를 개선하기 위한 가장 효율적인 방법인 것이다.¹⁵⁵⁾

셋째, 거래시스템의 현대화 등 회원제 하에서는 수행하기 어려운 대규모 자금을 조달하기 위하여 주식회사로 전환한다. 거래소 소유구조를 주식회사제로 전환할 경우, 주식회사화 초기 한 번에 대규모 자금조달을 할 수 있고, 향후에도 자금조달을 용이하게 할 수 있다는 장점이 있다. DB, Euronext, Nasdaq 등이 대표적인 거래소라 할 수 있고, TSE도 향후 대규모로 자금을 조달할 필요성을 예상하여 주식회사로 전환하였다.

넷째, 거래소 투자자에게 자신들의 투자에 대한 정확한 가치평가와 유동성을 제공하기 위한 목적으로 주식회사로 전환한다. 물론 이 경우 거래소 가치에 대한 평가도 중요한 요인으로 작용한다. 시장에서 형성된 거래소의 주식가격은 타 거래소와 전략적 제휴 또는 M&A를 시도할 경우 합병비율 산정에 필수적인 가치평가 측정치이다. DB의 경우가 이에 해당하는 대표적인 거래소이다.

현재, 코스닥시장을 운영하는 (주)코스닥증권시장이 형식적으로는 주식회사이나 실질적으로는 회원제 소유구조와 별로 다를 바 없다는 것은 주지의 사실이다. 이러한 (주)코스닥증권시장의 상황을 세계 주요 (신시장) 거래소의 주식회사화 동인과 비교해 보면, (주)코스닥증권시장은 위에서 언급한 네 가지 주요 요인 모두에 해당된다고 볼 수 있다. 즉, 첫 번째 요인은 코스닥시장의 비전과 관계되며, 두 번째 요인은 코스닥시장이 주식거래소로서 당연히 추구해야 하는 기능과 관계되고, 세 번째 요인은 코스닥시장이 상시 당면하는 문제와 연결되어 있으며, 네 번째 요인은 현재 진행되고 있는 한국주식시장의 통합과 연관성이 있다. 따라서

155) 타 거래소와의 전략적 제휴, M&A 수단으로써 주식교환의 필요성, 유동성 강화를 위한 핵심 시장참여자의 주주 영입 등도 모두 여기에 해당한다 할 수 있다.

(주)코스닥증권시장의 주식회사화는 매우 긴요한 현실적 차원의 과제가 된 것이다.

다. 수입 · 지출 · 자산구조

세계 주요 (신시장) 거래소의 수입구조를 살펴보면(<표 IV-59> 참고), 운영수입 중 각 거래소의 가장 중요한 수입원인 중개수수료의 비중은 31.3%(TSX Venture Exchange)~60.0%(Stockholmsbörsen)이고, 다음으로 중요한 상장수수료의 비중도 15.0%(LSE)~37.3%(TSX Venture Exchange)으로 나타나고 있다.

이에 비해 (주)코스닥증권시장은 총 수입 중 중개수수료가 차지하는 비중이 80.8%(<표 III-10> 참고)에 이르고 있어, 다른 주요 (신시장) 거래소에 비해 수입구조가 다양하지 않음을 알 수 있다. 또한 최근 각 거래소의 사업부문에서 그 중요성이 증가되고 있는 시장정보 서비스 측면을 살펴보면, 세계 주요 (신시장) 거래소의 경우 총 수입 중에서 이 부문이 차지하는 비중이 11.0%(DB)~43.0%(LSE)인데 반해, (주)코스닥증권시장은 0.6%에 불과한 실정이다.

특히 주식회사화한 세계 주요 (신시장) 거래소의 경우, 거래소의 전통적인 사업 수입원인 매매서비스, 상장수수료 이외의 부문(시장정보서비스, 청산·증권결제 등 자회사 관련 부문)에서 획득하는 수입의 비중이 점점 커지고 있는 추세이다(이는 향후 거래소가 미디어회사로 진화될 것이라는 논쟁에 비추어 볼 때 그 시사하는 바가 큼). 예로써, LSE의 경우 시장정보서비스가 전체 수입의 43.0%를 차지하여 매매서비스(37.0%)를 제치고 LSE 수입원 중 최고를 차지하고 있다.

이는 결국 세계 주요 (신시장) 거래소들이 이제는 거래소의 전통적인 사업부문 위주의 경영에서 벗어나 다양한 수입원을 발굴해 내기 위해 많은 노력을 기울이고 있음을 보여주고 있는 것이다. 따라서 (주)코스닥 증권시장의 경우에도 현재의 중개수수료에 치중한 경영에서 벗어나 운영 수입원의 다양화를 모색해야 할 것으로 사료된다.

<부록 표Ⅱ-59> 주요 거래소의 운영 수입 구조(2002년)

(단위: %)

구분	Nasdaq	TSX(TSX Venture Exchange)	DB	LSE	Stockholms -börsen	TSE (Mothers)
중개수수료	47.6	31.3	49.0 ^{a)}	37.0	60.0	42.2
상장수수료	-	37.3	-	15.0	18.0	21.3
시장정보 서비스	25.3	25.7	11.0	43.0	12.0	16.2
기업고객 서비스	22.1	-	-	-	-	-
청산·결제	-	-	25.0 ^{b)}	-	-	6.8
시스템개발 및 판매(IT)	-	-	15.0	-	-	4.8
기 타	4.9	5.7	-	5.0	10.0	9.0
총 계	100.0					

a) Xetra, Eurex의 수입 합계임.

b) Clearstream의 수입임.

c) 세부 항목별로 약간의 차이가 있을 수 있음.

다음으로 주요 (신시장) 거래소의 자산구조를 살펴보면(<표 VI-60> 참고), 유동자산이 고정자산보다 4.0% 낮은 비중을 차지하는 스톡홀름증권거래소(OM)를 제외하고는, 분석 대상 거래소 대부분의 유동자산 비중이 고정자산 비중보다 월등히 높은 편이다(TSX Venture Exchange, TSE, Nasdaq 등은 유동자산이 고정자산의 2배 이상이며, LSE 경우만 이 보다 적은 차이를 보임). 이를 (주)코스닥증권시장과 비교하면(<표 III-13> 참고), (주)코스닥증권시장의 경우도 2001년 회계연도까지는 이상의 주요 (신시장) 거래소와 비슷한 추이를 나타내고 있었다. 그러나 2002년도에 신사옥을 매입하는 관계로 고정자산의 비중이 유동자산의 비중보다 커지게 되었다. 이는 충분히 근거가 있는 사안이므로 굳이 이를 문제시할 필요는 없다고 생각하나, 향후 경영에 있어서 주요 거래소의 현재 추세를 감안해야 할 것으로 판단된다.

<부록 표 II-60> 주요 거래소의 자산구조(2002년)

(단위: %)

구분	Nasdaq	TSX(TSX Venture Exchange)	LSE	OM (Stockholmsbörsen)	TSE (Mothers)
유동자산	66.0	73.4	58.0	48.0	95.1
고정자산	34.0	26.6	42.0	52.0	4.9

a) 유동자산과 고정자산만을 합산하여 100%로 보고 그 중 유동·고정자산의 비중을 표기하였기 때문에 실제 대차대조표에는 이외의 자산이 더 있을 수 있음.

라. 상장·상장유지관리·퇴출제도

세계 주요국 신시장은 보다 효율적으로 상장기업을 관리하기 위하여 각자의 환경에 적합한 자신들만의 소속부제도(또는 시장구분)를 운영하고 있다.

전통적으로 주요 (신시장) 거래소들은 해당 시장의 질적 수준을 고르게 유지하여 상장관리의 효율성(편의성)을 확보하기 위한 하나의 수단으로서 소속부제도를 운영하고 있다. 그러나 앞서의 연구 결과, 최근 이러한 전통적 운영 방법에 중요한 변화가 발생하고 있음을 감지할 수 있다. 즉, 상장기업에게는 자신의 질적 수준을 스스로 구분하여 제시하도록 하고, 이를 투자자, 특히 기관투자자들에게 보다 명확하게 보여 주려는, 시장 운영기관의 마케팅 전략의 일환으로 소속부제도를 채택하고 있는 것이다(예: DB, Euronext 등).

이는 최근 들어 신시장의 상장기업 수가 급속히 증가하고 이들 중 많은 기업이 불건전화 되어 상장기업의 특성을 파악하기가 어렵게 됨에 따라, 시장참여자, 특히 기관투자자들의 시장이탈(또는 불참가) 현상에 대해 시장운영기관이 보다 능동적으로 대처하기 위한 타개책인 것으로 보인다. 현재, 코스닥시장의 경우도 벤처기업부와 일반기업부로 시장을 구분하여 운영하고 있으나, 소위 등록기업의 옥석(玉石)을 구분하는데 많은 한계점을 노출하고 있어, 세계 주요 (신시장) 거래소의 이러한 변화의 흐름을 좀 더 자세히 고찰하여 볼 필요가 있다.

세계 주요국이 주식시장을 효율적으로 운영하기 위하여 채택하고 있는 시장구분의 “유형”을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 상장할 때 해당 기업의 소속부를 구분하고 상장유지관리도 이를 바탕으로 수행하는 방법으로, 기업규모(또는 기업규모와 유동성)를 시장구분의 주요건으로 한

다. 이와 같은 제도를 운영하는 거래소로는 Nasdaq, Stockholmsbörsen, TSX Venture Exchange 등을 들 수 있다.

둘째, “2원적 소속부제도”를 통하여 상장과 상장유지관리를 수행하는 방법이다. 이 유형은 시장의 규정에 근거하여 상장과 상장유지관리를 수행한다는 점에서는 1차원적(또는 기본적)으로 첫째 유형과 동일한 방식이지만, 여기에 하나의 차원을 더 설정하여 시장운영기관이 상장기업의 경영투명성에 대한 마케팅 차원에서 독특한 방식의 소속부제도를 실시하는 방식이다. 이를 좀 더 구체적으로 논의하면 다음과 같다. 일단 기업이 상장되면 시장운영기관은 이를 하나의 상장 풀로 일원화하여 기업 스스로 자신의 경영 투명성에 따라 소속부를 택하도록 하고, 시장운영기관은 높은 수준의 경영 투명성을 지닌 상장기업을 위해 지수으로써 이들을 관리하여 (기관)투자자의 가시성을 제고하여 준다. 이와 같은 제도를 실시하는 거래소로는 DB, Euronext 등을 들 수 있다.

셋째, 상장 후 특별한 성격을 갖춘 기업(예를 들어 기술 또는 혁신 기업)을 위한 시장을 별도로 관리하는 방법이다. LSE가 techMARK와 techMARK Mediscience 등을 이용하여 시장을 구분하는 것이 대표적인 예라 할 수 있다.

넷째, 첫째 유형과 유사하나, 상장유지제도보다 조금 경직적인 퇴출 제도를 사용하는 방법으로서, 기업규모와 재무요건을 주요 기준으로 하여 시장을 “1, 2부”로 구분한다. 이와 같은 제도를 시행하는 거래소로는 TSE를 들 수 있다.

상기 유형 중에서 두 번째 유형은 코스닥시장의 고질적인 문제점인 등록기업의 옥석을 구분하기 위한 방법을 모색하는데 많은 시사점을 제공하고 있다. 현재 코스닥시장의 등록기업에 대한 투자자의 신뢰가 매우 약해진 상태에서 해당 기업이 보다 높은 수준의 경영 투명성을 준수하

고 있다고 스스로 명확히 제시한다면, 이는 투자자에게 그 자체만으로도 매우 중요한 시그널(signal)인 셈이다. 이러한 기업들에게 시장운영기관인 (주)코스닥증권시장이 지수로서 특화된 브랜드를 하나의 인센티브로 제공하는 것은 일종의 “유인합치적” 방법으로서 시장의 질적 수준을 유지할 수 있는 매우 효과적인 방법이라 생각한다. 시장운영기관의 입장에서 다음과 같은 장점이 있다. 기업과 투자자 스스로가 자신의 선호에 대해 스스로 선택할 수 있는 시장과 이를 자동적으로 반영하는 지수를 함께 제공하여 시장을 운영관리하기 때문에, 시장운영 자체가 합리적으로 매우 단순화될 수 있을 뿐만 아니라 시장운영기관이 시장환경의 변화에 민첩하게 대응하여 시장의 질적 수준도 유지할 수 있게 된다.

하지만 코스닥시장에 이러한 소속부제도를 도입할 경우 선행적으로 시장참여자들의 시장구분에 대한 편견을 불식시켜야 할 것이다. 대부분의 우리나라 투자자들은 아직도 과거 KSE가 시행하였던 1·2부제도에 대한 실망감을 가지고 있다. 그러나 두 번째 유형에 의한 시장구분은 1·2부제도와 전적으로 다른 방법이기 때문에 이의 성공적 도입을 위해서는 이에 대한 투자자들의 이해가 필수적이라고 생각한다.

이와 함께 Nasdaq의 경우처럼 시장진입단계(상장)에서부터 시장을 구분하는 것에 대한 논의가 분분한데, 본 보고서의 연구 결과에 의하면, 이는 신시장의 다양한 특성을 규정에 의해 상장단계부터 고정시켜 놓는 것이므로 바람직하지 않다고 생각한다.

마. 매매체결·결제·공시제도

기본적으로 대부분의 주요 (신시장) 거래소는 매매체결제도로써 자동화된 주문주도형 거래메커니즘을 채택하고 있다. 이는 코스닥시장도 마

찬가지이다. 그러나 이들 거래소는 코스닥시장과는 대조적으로 이러한 거래메커니즘을 한 가지로 고수하는 것이 아니라, 메커니즘의 효율성을 높이기 위해 자신들의 상황에 적합하게 다양한 방식을 접목시키고 있다. 예를 들면, LSE의 경우는 자체적으로 구분한 시장의 종류별로 호가주도형, 주문주도형, 혼합형 등 다양한 매매 방식을 제공하고 있으며, Jasdaq, 스톡홀름증권거래소의 O-list 등은 주식거래의 유동성을 제고하기 위해 부분적으로 시장조성인제도 및 LP 제도를 도입하고 있다. 특히 Jasdaq의 경우 전체 상장종목 중 시장조성인에 의해 거래되는 종목이 30%를 차지하며 시장조성인간의 가격경쟁을 활성화시키기 위해 최근 종목당 최저 시장조성인 수를 2개사에서 4개사로 증가시켰다. 스톡홀름증권거래소의 O-list의 경우에도 LP가 있는 종목에는 특별히 LP가 있다는 표시를 하여 구분함으로써 거래 효율화를 도모하고 있다.

세계 주요 (신시장) 거래소의 대부분은 결제를 위해 중앙예탁기관이 존재하며, 청산 및 결제 방식으로 RTGS 방식(다자간 집중차감방식)을 주로 채택하고 있으며 T+3일을 표준결제기간으로 하고 있다. 코스닥시장도 이와 동일한 방식으로 결제제도를 운영하고 있다. 하지만 결제를 담당하는 중앙예탁기관과 (신시장) 거래소와의 법적인 관계는, 본 연구 결과에 의하면, 각국의 시장체계 특성에 따라 모습을 달리 하고 있음을 알 수 있다.

세계의 모든 주요 (신시장) 거래소는 “가격에 중대한 영향을 미치거나 기업의 재무상태 또는 영업조건에 큰 변동을 가져올 수 있는 정보”를 중요 정보(material information)라 하여, 투자자보호를 목적으로 수시공시할 것을 규정하고 있다. 단지, 이러한 비정기공시체계를 임시보고서와 수시공시로 이원화하느냐(미국, 일본의 거래소), 아니면 수시공시로 일원화하느냐(영국, 독일 등의 거래소) 하는 것이 서로 다른 점인데, 이는 각국이 가지고 있는 법률적 환경에 영향을 받는 것이므로 코스닥시

장의 공시체계를 위해 주목할 필요는 없을 것으로 판단된다(본 보고서의 연구 범위가 아님). 하지만 KSE, 코스닥시장을 막론하고 우리나라 공시 제도가 세계 주요 자본시장과 비교해서 미흡한 점은 기본적인 공시구조 체계에 있는 것이 아니라 공시의 세부사항이나 집행에 있다는 지적¹⁵⁶⁾을 유념하면서, 세계 주요 (신시장) 거래소의 공시제도의 구체적인 내용을 살펴보는 것이 바람직하다고 생각한다.

156) 우영호·정윤모·김건식·김문현·엄경식·이준섭, 2002, 『공시제도 선진화방안』, 한국증권연구원, 학술용역보고서.