

## 中小企業의 資金調達과 場外市場의 役割 提高

李基煥\* · 崔範樹\*\*

### 요 약

최근 미국, 영국, 일본 등 세계의 主要國들이 침체 상태에 있는 자국의 경제에 활력을 불어 넣고 나아가 앞으로의 産業을 선도해 갈 技術集約的인 尖端産業을 육성하기 위한 각종 産業政策을 실시하고 있다. 특히 벤처형 중소기업의 자금조달을 용이하도록 하기 위한 방안의 일환으로 직접금융 자금의 조달 창구인 場外市場의 활성화를 중요 정책목표로 삼고 필요한 조치를 강구하고 있는 추세이다. 최근 유럽의 EASDAQ과 영국의 대체투자시장(AIM)이 개설되었고 또한 일본에서는 연구개발형 중소기업의 자금 조달을 보다 원활히 하려는 목적으로 장외등록 요건을 대폭 완화한 특칙제도를 마련하여 제2의 장외시장을 개설하기도 하였다. 우리나라도 최근 중소기업청의 발족과 더불어 중소기업의 직접금융시장 활용도를 제고하기 위해 장외시장의 활성화에 대한 정책 방안을 마련하여 시행하기로 하였다.

본고는 우리나라의 중소기업 자금조달 실태를 고찰하고 그 문제점을 살펴 보았는 바 지나치게 간접금융에 의존하고 있는 사실이 조사되었다. 따라서 본고에서는 중소기업의 자금조달 창구가 증권시장으로 移行되어 보다 원활하게 필요한 자금이 조달될 수 있는 방안을 제시하는 데 논의의 초점을 두었다. 무엇보다도 현행 우리나라의 증권시장에서 중소기업이 자금을 조달하기에는 기업공개 요건과 상장 요건의 제약으로 어려움이 많음을 지적하고 대신 요건이 대폭 완화되어 있는 장외시장의 활용이 앞으로 중요할 것임을 인식하여 우리나라에서도 장외시장의 발전이 필요함을 강조하였다.

---

\* 한국해양대학교 경상학부 전임강사

\*\* 한국개발연구원 연구위원

이러한 주장을 위해 우선 현행 장외시장의 문제점을 살펴보고 그 개선방안을 다각도로 검토하였다. 특히 투자자들의 적극적인 참여를 유도하기 위해서는 유망중소기업의 발굴과 이들 기업의 등록이 중요함을 우선 논의하고 등록된 증권의 유동성 제고와 또한 중요함을 제시하였다. 유동시장의 활성화를 위해 전산매매시스템의 구축과 장외시장 증권을 전문적으로 취급하는 전문증권회사의 양성이 필요함을 주장하였고 또한 투자자들이 안심하고 장외시장에서 투자활동을 할 수 있도록 투자자보호 제도를 강화할 필요가 있음을 제안하였다.

## I. 머리말

1990년대에 들어 金利自由化 및 金融市場의 開放化가 가속화되면서 기업의 資金調達行態가 은행대출에 크게 의존하던 間接金融 위주에서 점차 회사채발행이나 기업공개, 유상증자 등을 통한 直接金融市場에의 의존도가 점차 높아지고 있는 추세이다. 이러한 현상은 대기업의 資金調達에서 더욱 두드러지게 나타나는 것으로 밝혀지고 있다<sup>1)</sup>. 그러나 中小企業은 여전히 金融機關 借入依存도가 높은 것으로 나타나고 있어 앞으로 中小企業의 資金調達行態가 間接金融위주에서 直接金融 위주로 바뀌도록 하여 資金調達費用의 절감과 金融費用을 줄이고 장기적이고 안정적인 資金調達원의 확보가 가능하도록 정책적 방안을 강구하는 것이 필요한 것으로 판단된다. 특히 사업상 위험이 많이 따르는 벤처기업의 경영에는 벤처자본이 적극 활용될 수 있도록 정책당국은 中小企業 金融政策에 대한 방안을 마련하여야 할 것이다.

한편 1993年末 UR협정타결에 따라 WTO체제가 출범함으로써 中小企業 지원에 대

1) 1985년도에 있어 대기업(제조업)의 금융기관차입비중이 31.6%이던 것이 1993년에는 9.3%로 크게 줄어 들고 있으며, 중소기업(제조업)의 경우는 1985년에 금융기관차입비중이 대기업의 경우보다 낮은 26.0%를 시현했으나 1993년도에는 23.9%를 보이고 있어 대기업과 큰 대조를 이루고 있으며 또한 이는 여전히 간접금융 의존도가 높은 것으로 나타나고 있다 (김동린 (1995), pp.30-31).

한 제도도 크게 변화되어야 하는 상황에 직면하고 있다. 정부의 財政資金에 의한 지원은 앞으로 불가능하게 되며, 금융지원에 있어서도 많은 제약이 따를 것으로 보여 中小企業의 資金調達은 더욱 어려운 상황에 처할 것으로 사료된다. 이러한 시점에서 中小企業의 資金調達方案을 여러 측면에서 고찰해 보는 것은 의의가 있을 것으로 보인다. 특히 최근 중소기업의 자금조달의 어려움을 해소하기 위한 각종 정책방안이 제기되고 있다. 이러한 일련의 노력의 하나로 정책당국은 장외시장의 활성화를 위한 획기적인 정책방안을 제시하고 있기도 하다.

本稿는 벤처기업을 포함한 中小企業의 資本市場을 통한 직접금융의 이용도를 높이기 위한 정책방안의 제시에 초점을 두고 있다. 따라서 다음 절에서 우선 中小企業의 資金調達 現況을 資金調達源別로 살펴 보고 中小企業의 자금조달상의 어려움에 대해서도 간략히 언급할 것이다. 그리고 제 3절에서는 우리나라의 中小企業 資金調達窓으로서의 현행 資本市場의 역할과 한계를 논의할 것이다. 제4절에서는 벤처 및 中小企業의 直接金融 이용도를 높이기 위해 제3절에서 지적된 현행 우리나라 資本市場이 갖고 있는 문제점에 대한 改善方案에 대해 논의하고 있다. 이러한 논의는 우리나라에 있어 벤처 및 中小企業이 資本市場을 통해 자금을 조달하는 통로를 확대해 나가는데 도움이 될 것으로 생각된다.

## II. 中小企業의 資金調達 行態

본절에서는 中小企業의 資金調達行態를 은행차입 등에 의존하는 間接金融, 證券市場을 통해 자금을 조달하는 直接金融 그리고 벤처캐피탈의 이용으로 각각 나누어 살펴 보고 특히 최근 중소기업의 자금조달상의 문제점에 대해 중점적으로 고찰할 것이다.

## 1. 間接金融市場에서의 資金調達

현재 우리나라 中小企業의 資金調達行態는 여전히 銀行借入 등 間接金融에의 의존도가 높은 바, 이를 <표 1>에 의해 보다 자세히 살펴보면 1990년 이후 1993년말 현재까지 은행으로부터의 차입비중이 78% 이상 유지되고 있으며, 또한 비은행금융기관의 차입비중이 11% 이상을 시현하여 中小企業의 間接金融 依存度는 90% 수준에 이르는 것으로 조사되고 있다. 이렇게 지나치게 間接金融에 의존하게 되면 資金調達の 안정성이 저해되고 설비투자 등에 대한 장기적인 투자계획은 어렵게 되는 등의 문제점이 발생할 소지가 있으므로 直接金融市場을 통한 資金調達の 비중을 높여 자금의 안정적인 조달원을 확보함과 동시에 金融費用을 절감할 필요가 있을 것이다.

<표 1> 中小企業의 資金調達處別 構成比

(단위:%)

조달원	1990	1991	1992	1993
은행	78.5	78.9	78.3	78.7
은행이외 금융기관	11.7	11.4	11.9	11.7
회사채	7.0	6.7	6.9	6.9
사채	1.7	1.9	1.8	1.7
기타	1.1	1.1	1.1	1.0
합계	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 국민은행, 『중소기업 금융실태 조사』, 각년도.

한편 제조업을 영위하는 中小企業의 資金調達 추이를 한국은행의 기업경영분석에서의 통계자료를 이용해 작성된 <표 2>를 통해 살펴보면 외부금융비중이 1980년 이후 점차 줄어들고 있으나 1993년말 현재 62.1%에 이르고 있고 그중 間接金融 비중이 29.8%를 점하고 있으며 이중 금융기관차입이 23.9%를 차지하고 있다.

&lt;표 2&gt; 중소기업 자금조달비중 추이

(단위: %)

	1980	1985	1990	1991	1992	1993
내부금융	11.9 (9.1)	36.9 (39.7)	27.5 (32.3)	25.8 (35.1)	33.7 (43.4)	37.9 (56.0)
외부금융	88.1 (90.9)	63.1 (60.3)	72.5 (67.7)	74.2 (64.9)	66.3 (56.6)	62.1 (44.0)
· 직접금융	11.3 (13.5)	12.9 (22.2)	10.6 (16.9)	9.0 (16.0)	8.1 (10.8)	7.8 (21.4)
(회사채)	0.7 (6.5)	6.4 (15.4)	1.8 (12.3)	2.8 (12.7)	1.4 (6.2)	1.4 (15.5)
· 간접금융	37.2 (45.5)	29.0 (32.9)	38.2 (30.2)	37.1 (29.1)	46.2 (34.9)	29.8 (13.8)
[금융기관]	29.7 (28.8)	26.0 (31.6)	32.1 (22.3)	25.3 (18.2)	36.0 (21.7)	23.9 (9.3)
[차입금]						
· 매입채무	27.1 (19.7)	13.7 (2.8)	12.9 (9.4)	14.8 (9.2)	6.6 (4.9)	16.5 (△1.5)
· 기타	12.4 (12.1)	7.5 (2.5)	10.8 (11.2)	13.3 (10.6)	5.4 (6.2)	8.0 (10.3)
계	100.0 (100.0)	100.0 (100.0)	100.0 (100.0)	100.0 (100.0)	100.0 (100.0)	100.0 (100.0)

주: ( ) 안의 수치는 대기업에 관한 통계치임.

자료: 한국은행, 『기업경영분석』, 각년도.

中小企業의 從業員 規模別 借入金의 조달원별 비중을 <표 3>에서 보면 종업원수가 적은 기업일수록 私債依存比率이 높아 1993년말 현재 14%에 이르고 있어 소규모 기업일수록 상대적으로 금리부담이 높은 私債를 많이 이용하고 있어 자금압박이 더욱 심각할 것으로 판단된다.

**<표 3> 종업원 규모별 차입금잔액의 조달원별 구성비**

(단위:%)

종업원 규모	1992년말					1993년말				
	은행	비은행	회사채	사채	기타	은행	비은행	회사채	사채	기타
5 - 9	76.1	11.3	0.0	11.4	1.2	78.7	6.4	0.0	13.6	1.3
10-19	79.0	13.3	0.0	6.7	1.0	84.1	10.8	0.0	4.5	0.6
20-49	80.1	8.8	7.7	2.1	1.3	80.6	11.8	4.3	1.9	1.4
50-99	83.4	12.1	3.4	0.4	0.7	80.1	10.2	7.4	0.4	1.9
100-199	75.7	13.3	9.5	0.1	1.4	76.6	13.1	9.8	0.2	0.3
200-299	72.0	13.4	13.5	0.1	1.0	72.5	13.8	13.5	0.1	0.1
계	78.3	11.9	6.9	1.8	1.1	78.7	11.7	6.9	1.7	1.0

자료: 국민은행, 『중소기업 금융실태 조사』, 1994.

일반적으로 中小企業이 은행에서 자금을 대출받을 때 은행으로부터 담보를 요구받는데 <표 4>에서 보는 바와 같이 대개 은행들이 不動産擔保를 요구하고 있어 상대적으로 부동산이 적은 소규모中小企業은 더욱 더 대출받기가 어려울 것으로 보이며 이는 종업원수가 적은 소규모中小企業의 私債依存을 높이는 요인으로 작용할 것이다.

**<표 4> 은행차입금의 담보조건별 자금조달 구성비**

(단위: %)

담보조건	1991	1992	1993
부 동 산	57.8	57.9	57.1
신 용	19.8	19.7	20.4
신용보증	18.3	18.5	20.0
지급보증	3.6	3.7	2.2
기 타	0.5	0.2	0.3
계	100.0	100.0	100.0

자료: 국민은행, 『중소기업 금융실태 조사』, 각년도.

## 2. 直接金融市場에서의 資金調達

앞에서 본 바와 같이 대기업에 비해 中小企業의 直接金融市場으로부터의 자금조달 비중은 매우 낮은 것으로 알려져 있다. <표 5>는 대기업과 中小企業 즉 기업규모별로 直接金融市場의 활용도를 보여주고 있는 바, 1994년을 기준으로 볼 때 中小企業의 證券市場에서의 資金調達 규모는 2조 9,772억원으로 대기업의 23조 141억원에 비해 13% 수준에 그치고 있는 것으로 나타나 中小企業의 直接金融市場에서의 資金調達は 극히 미미하고 제한되어 있는 것을 알 수 있다. 直接金融의 활용도를 <표 5>에서 구체적으로 살펴보면 1994년도의 경우 회사채발행을 통한 資金調達規模는 2조 5,834억원으로 中小企業의 증권시장을 통한 總資金資金調達金額의 87%를 점하고 있다. 이렇게 회사채발행에 크게 의존하는 경우 우리나라의 회사채발행시 신용에 의해서 보다는 부동산 담보등 보증에 의해 발행되는 경우가 일반적이므로 中小企業의 경우 담보력에 한계가 있게 된다. 따라서 기업의 신용평가 결과에 의한 무보증사채발행이 활성화되도록 신용평가제도의 확립을 강구하여야 할 것이다. 證市에서의 資金調達が 다음으로 큰 비중을 점하고 있는 것은 유상증자를 통한 資金調達이며 그리고 기업공개를 통한 資金調達 비중은 아주 미미한 것으로 나타나고 있다. 특히 企業公開를 통한 자금조달비중은 매우 낮는데 이는 企業公開요건이 엄격하여 公開要件을 충족시키는 中小企業은 그리 많지 않기 때문으로 풀이.

&lt;표 5&gt; 기업규모별 직접금융 조달현황

(단위: 百萬元)

년 도	대 기 업				중 소 기 업				합 계
	기업공개	유상증자	회사채	소계	기업공개	유상증자	회사채	소계	
87	223,285 (27)	1,632,647 (162)	2,728,000 (509)	4,583,932 (698)	20,478 (17)	22,303 (16)	461,617 (510)	504,398 (543)	5,088,330 (1241)
88	940,428 (63)	6,630,977 (271)	3,674,030 (582)	11,245,435 (916)	109,003 (49)	89,667 (7)	570,290 (481)	768,960 (537)	12,014,395 (1453)
89	2,799,069 (47)	9,739,709 (171)	5,713,290 (551)	18,252,068 (769)	251,901 (79)	1,384,829 (103)	1,245,745 (666)	2,882,475 (848)	21,134,543 (1617)
90	283,330 (19)	2,200,788 (72)	8,343,355 (687)	10,827,473 (778)	52,693 (17)	381,019 (97)	2,740,199 (1,089)	3,173,911 (1,203)	14,001,384 (1981)
91	177,243 (6)	2,027,657 (91)	9,151,486 (1,342)	11,356,386 (1,439)	49,651 (15)	152,521 (45)	3,589,193 (1,455)	3,791,365 (1,515)	15,147,751 (2954)
92	74,060 (6)	1,604,610 (104)	9,370,470 (1,427)	11,049,140 (1,537)	7,620 (2)	106,578 (29)	1,766,790 (955)	1,880,988 (986)	12,930,128 (2523)
93	163,636 (3)	2,486,864 (122)	13,100,690 (1,587)	15,751,190 (1,712)	17,609 (4)	301,997 (49)	2,498,174 (1,094)	2,817,780 (1,147)	18,568,970 (2859)
94	403,210 (12)	5,161,198 (131)	17,449,740 (1,757)	23,014,148 (1,900)	176,314 (13)	217,478 (30)	2,583,420 (953)	2,977,212 (996)	25,991,360 (2896)

주: ( )안의 수치는 기업공개, 유상증자 및 회사채발행을 실시한 기업의 수임.

자료: 증권감독원, 「증권조사월보」, 1995.5.

### 3. 벤처캐피탈의 이용

벤처캐피탈에 의한 中小企業 자금지원 현황을 보면 1995년 3월까지 5조 1,018억원에 달하고 있으며, 이중 신기술금융회사에 의해 지원된 금액이 3조 7,909억원으로 총지원 금액의 74.3%를 점하고 있다. 창업투자회사에 의한 지원금액은 1조 3,109억원으로 신기술금융회사의 1/3 수준에 머물고 있다. 신기술금융회사의 지원금중 84.7%는 융자에 집중되고 있어 실제 투자에 지원되는 금액은 매우 적은 것으로 나타나고 있다. 창업투자회사에 의한 지원은 주로 주식인수와 전환사채 인수등을 위해 주로 지원되고 있



다 (<표 6>참조) 그의 약정투자, 자금대여 등에 자금이 지원되고 있기도 하다. 신기술금융회사에 비해 여러 제약으로 금융활동 범위가 제한되어 있는 창업투자회사는 자본규모면에서 영세하여 충분한 투자재원을 마련하지 못하여 벤처기업이 필요로 하는 자금을 적절하게 제공하지 못하고 있는 실정이다. 그런데 여기서 신기술금융회사에 의한 자금의 지원은 대기업의 신기술개발에도 상당한 금액이 배정되는 점을 고려하면 실제 중소기업에 지원되는 금액은 더 적을 것이다.

**<표 6> 벤처캐피탈의 중소기업 지원**

(단위: 억원, %)

	창업투자회사(1987-95.3)	신기술금융회사(1974-95.3)
투 자	7,138(54.5)	2,732(7.2)
자 금 대 출	5,971(45.5)	-
음 자	-	32,122(84.7)
팩 토 링	-	1,266(3.4)
리 스	-	1,738(4.7)
합	13,109(100.0)	37,909(100.0)

주 1. 투자는 주식인수, 전환사채, 신주인수권부사채, 약정투자 포함 및 투자조합분도 포함한 수치임.

2. 창업투자회사는 실행기준이며 신기술금융회사는 승인기준임.

3. ( )안의 수치는 구성비임.

자료: 종합기술금융 및 한국투자회사협회

### III. 中小企業 資金調達과 現行 證券市場의 限界

앞에서 살펴 본바와 같이 우리나라의 중소기업이 증권시장을 통해 자금을 조달 하는 비중은 매우 낮은 것으로 밝혀지고 있는 데 이는 우리나라 증권시장(특히 거래소시장)의 엄격한 규정이 규모가 영세한 벤처 및 중소기업이 기업공개를 하는 데에 상당한 제약을 가하고 있기 때문으로 풀이된다. 이러한 어려움을 덜어 주기 위해 정책당국은 장외시장을 개설하여 운영해 오고 있으나 아직 제대로 원래 기대했던 기능을 다

수행하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 여기서는 거래소시장과 장외시장이 중소기업의 자금조달 창구로서 제 역할을 다 하지 못하는 원인을 분석하고 있다. 이러한 분석은 다음 절에서 논의될 중소기업의 자금조달 창구로서의 증권시장의 역할 제고 방안을 제시하는 데 도움이 될 것이다.

## 1. 現行 去來所市場의 企業公開要件과 資本調達의 限界

### 1) 企業公開 推移

우리나라의 企業公開政策은 資本市場 육성정책<sup>2)</sup>과 더불어 1970년대 이후 우량기업이 증권시장상장을 통해 투자자에게 다양한 투자기회를 제공함과 동시에 기업의 재무구조개선을 꾀하고 나아가 기업의 자금조달행태를 은행 등 금융기관에 지나치게 의존하던 간접금융 조달방식에서 직접금융방식에서의 전환을 유도하여왔다. 이러한 정책전환을 통해 기업이 시설투자 등에 필요한 자금을 장기적이고 안정적으로 조달하게 함으로써 기업이 지나친 금리부담이나 단기자금의 상환에 따른 지금압박에서 벗어날 수 있도록 하여 기업의 경쟁력을 제고하는 데도 기여하기도 한 것으로 평가되며 또한 증권시장의 발전을 가져오기도 하였다. 1968년 이후의 企業公開를 통한 자금조달 추이를 보이고 있는 <표 7>에서 보는 바와 같이 1970년대 중반 이후 1970년대 말까지 정부의 적극적인 企業公開유도정책과 증시의 활황으로 상장기업의 수가 급격히 증가하였으나, 1980년대에 들어서는 企業公開가 다소 부진하였다. 그런데 정책당국은 1980년대 초반까지 지속된 기업공개 부진을 극복하고 많은 기업의 공개를 유도하기 위하여 企業公開要件을 완화하는 등 각종 企業公開 誘引政策을 적극 실시한 결과, 1980년대 후반의 證市活況과 더불어 많은 기업들이 증시에 상장하게 되어 우리나라의 기업공개에 있어 절정에 이른 시기였다. 그러나 1988~89년에 절정을 이루었던 기업공개 추이는, 1990년대 들어서는 증시의 침체와 함께 다소 주춤한 상태를 보이고 있다. 즉 증시가 활황을 이루었던 시기에는 企業公開를 통한 자금조달이 비교적 용이하였으나 증시의 침체시에는 企業公開를 통한 기업의 소요자금을 조달하기는 매우 어려운 것으로 나타났다.

2) 1968년의 자본시장육성에 관한 법률제정 이후 정부는 자본시장의 발전을 위하여 일련의 정책을 추진하였다.

&lt;표 7&gt; 우리나라의 企業公開 推移

(단위: 사, 억원)

연도	회사수	금액	연도	회사수	금액
1968	2	1.6	1982	-	-
1969	12	22.1	1983	2	30.8
1970	9	20.7	1984	13	813.9
1971	4	8.5	1985	10	350.6
1972	7	10.8	1986	12	430.6
1973	45	207.6	1987	40	2,437.6
1974	19	143.4	1988	98	10,494.3
1975	63	400.6	1989	110	30,509.7
1976	87	740.1	1990	33	3,360.2
1977	49	441.1	1991	21	2,268.9
1978	33	415.2	1992	8	816.8
1979	5	48.8	1993	7	1,812.5
1980	1	3.5	1994	25	5,795.2
1981	2	30.5	계	717	61,615

## 2) 엄격한 공개기준과 자금조달의 한계

한편 1980년대 후반에 공개된 기업들이 상장후 얼마되지 않아 부도를 내면서 투자자들에게 손실을 끼치는 경우가 다소 발생하게 되자 정책당국은 1990년 3월 29일과 1991년 9월 1일 2차례에 걸쳐 企業公開要件을 강화하게 되었으며 이는 中小企業의 거래소 상장을 더욱 어렵게 한 결과를 초래하였다. 1989년 하반기부터 시작된 증시침체로 신규공개기업의 수가 급격히 감소하였고 1990년부터 1990년 사이 42개사가 부도를 냈으며 그 중 26개사는 1988-1989년 사이 공개된 기업이었다<sup>3)</sup>. 이러한 대량의 부도기업 발생으로 정부의 企業公開政策에 대한 기준이 대폭 강화되어, <표 8>에서 보는 바와 같이 현재 우리나라의 去來市場에의 상장요건은 상당히 엄격하여 中小企業이

3) 1970년대에도 이와 유사한 경험을 한 바 있는데 즉 1973-78년 기간 중 276개의 기업이 상장되었으며 이 중 46개 기업이 도산되자 정부는 다시 기업공개요건을 강화하는 조치를 취하기도 하였다.

증권시장 특히 去來所市場을 통해 자금을 조달하기는 더욱 어려운 실정이다. 한편 우리나라와 일본 동경증권거래소에서의 상장요건을 비교해 보면 일본의 경우도 여러 요건에서 우리나라보다 엄격한 것을 알 수 있다. 그런데 일본에서는 상장심사시 이러한 요건에 대한 심사도 엄밀하게 수행하지만, 경영기반의 안정성 및 수익성, 경영관리조직의 상태, 기업내용의 공시체계, 기업과 특수이해 관계에 대한 상황 심사 등에도 큰 비중을 두고 심사가 이루어지고 있다.

<표 8> 한국 증권거래소와 동경증권거래소의 상장요건 차이점

심사기준	한국 증권 거래 소	동 경 증 권 거 래 소
발행주식수	- 30만주 이상 (액면가 5000원)	- 동경주변회사 400만주 이상 - 동경주변 이외 소재회사 및 타증시 복수 상장회사: 2000만주 이상(액면 가 50엔)
설립경과년수	- 5년	- 5년
주식분포	- 모집, 매출한 주식의 수가 발 행주식수 및 의결권주식수의 30% 이상	- 소수특정자* 지분 80% 이하 (첫 결산시까지 70% 이하) - 소액주주의 수(상장주식수 기준) · 천만주 미만: 800명 · 천만주 이상 2천만주 미만: 1200명 · 2천만주 이상: 2000명 + 천만주당 100명 (최대 3000명)
납입자본금	- 자본금: 30억원 - 자기자본: 50억원	- 10억엔 이상
주당자산	- 주당 총자산가치가 액면가의 1.5배 이상	- 주당 순자산 100엔 이상
납입자본 이익율 (정기예금 금리기준)	- 최근 사업년도: 1.5배 이상 - 최근전 2개년도: 1.0배 이상	- 상장 3년전: 2억엔 이상 - 상장 2년전: 3억엔 이상 - 상장직전년: 4억엔 이상 - 주당이익: 최근 3년간 평균 15엔 이 상

자료: 李永琪 외 (1994).

우리나라와 일본이 去來所市場에의 企業公開要件이 매우 엄격한데 비해 미국이나 유럽각국의 경우는 기업설립년수, 기업규모 등이 대체로 우리나라보다 덜 엄격한 것으로 조사되어 (<표 9>참조) 앞으로 우리나라의 企業公開政策은 정량적 기준을 엄격하

게 정하기보다는 공시기준을 강화함과 동시에 경영능력, 성장가능성 등을 엄밀히 분석하여 상장 여부를 심사하는 질적 심사에 보다 많은 비중을 두는 방향으로 정책을 수립해 나아가야 할 것이다.

<표 9> 世界 主要 證券市場의 上場要件 比較

기준요건	미국(NYSE)	영국 (LSE)	프랑스(1부)	독일(1부)
설립후 경과년수	3년	3년	3년	3년
기업규모	1,800만달러	70만 파운드	-	25만 마르크
주식분산	110만주*	25%	25%	25%
제출서류	사업설명서	사업설명서	사업설명서	사업설명서

주: \* 유통주식수임.

## 2. 場外市場의 役割 및 限界

### 1) 우리나라 場外市場의 役割

우리나라의 場外市場도 높은 성장성과 수익성이 기대되나 자본조달이 원활하지 못해 지속적인 성장에 한계를 갖는 벤처 및 中小企業이 자본시장을 통해 부족한 자금을 저렴한 비용으로 보다 용이하게 조달할 수 있게 하기 위하여 1987년 4월에 설치되었다. 우리나라의 場外市場은 去來所市場과 경쟁관계에 있기보다는 去來所市場의 전단계적 그리고 보완적 관계에 머물고 있는 바 그 주요 기능으로는 다음과 같다.

첫째, 去來所市場에의 상장을 위한 전단계적 역할을 수행한다. 場外市場은 去來所市場의 상장기준을 충족시키지 못한 벤처 및 中小企業의 비상장 유가증권에 대하여 시장성을 부여하는 한편 場外市場 등록 후 재무구조개선 등을 통해 상장기준에 도달하는 기업의 주식에 대하여는 去來所市場에 상장을 유도하는 기능을 담당한다.

둘째, 去來所市場의 보완적 기능을 수행하고 있다. 즉 去來所市場에서 거래가 불가능한 단주나 상장폐지주식, 매매거래정지종목 주식 등에 유동성을 부여함으로써 去來所市場의 기능을 보완하고 있다.

셋째, 자본시장의 유통시장 기능을 확대시키는 역할을 수행하고 있다. 컴퓨터와 통

신수단을 이용해 특정한 장소에 구매받지 않고 거래가 이루어지는 場外市場은 거래시기, 장소, 대상 등에 제한을 두고 있는 去來所市場의 제약성을 보완함으로써 유가증권의 유통성을 강화시키고 있다.

넷째, 場外市場은 증권가격의 형성에 있어 去來所市場과 상호 견제하는 위치에 있으면서 종국적으로 증권가격의 공정화 기능을 담당하고 있다.

우리나라 場外市場은 이러한 주요 역할 외에 일반적으로 場外市場이 갖는 中小企業의 자금조달의 기회확대, 벤처캐피탈회사의 투자자금의 조속한 회수, 등록기업의 대외 신인도 제고, 투자자들에게 다양한 투자기회를 제공하는 등의 주요한 기능을 수행하고 있기도 하다.

## 2) 場外市場의 現況과 資金調達市場으로서의 限界

中小企業 및 벤처기업의 직접금융조달 기능을 수행하고 있는 場外市場은 위에서 살펴본 바와 같이 場外市場 본래의 역할을 다 수행하고 있지는 못한 실정이다. 현행 場外市場의 문제점을 몇 가지로 정리하면 다음과 같다.

첫째, 去來所市場의 예비적 단계에 위치해 있는 우리나라의 場外市場은 그 등록기준이 엄격하여 벤처기업 등 中小企業의 주식을 일반투자자에게 매각함으로써 필요한 자금을 적기에 조달하기엔 현실적으로 어려움이 많다.

둘째, 場外市場에 등록된 기업의 수는 상당히 증가했으나 이들 주식의 거래량이 극히 미미하여 유동성이 매우 부족한 현상을 보이고 있다. 이는 투자자들의 인식 부족과 등록주식분산의 부진 그리고 증권회사의 場外市場 매매증개에 대해 소극적이었기 때문이다.

셋째, 성공적인 中小企業 및 벤처기업의 부재, 등록된 주식의 빈번한 부도 그리고 공시제도의 미비 등으로 場外市場에 참여하는 투자자들에게 높은 위험을 감수하는 데 상응하는 收益率을 제공하지 못하고 있을 뿐만 아니라 신뢰도에 있어서도 문제가 있다는 점이다.

넷째, 中小企業의 기업주들의 입장에서 볼 때 場外市場의 등록에 따른 세제 등에 있어서의 실익보다는 외부감사의무와 공시의무에 대한 부담 등으로 場外市場 등록을

기피하고 있다.

마지막으로 매매체결제도의 미비 및 투자자보호 장치의 미비를 지적할 수 있으며 이는 결국 투자자들의 場外市場 참여를 저해하게 되는 요인으로 작용할 것으로 생각된다. 이러한 각종 문제점의 상존으로 인해 場外市場이 투자자들이나 기업주들에게 신뢰를 받지 못하고 있다고 비판을 받고 있는 현실이지만 최근 등록회사 수의 급격한 증가 추세 등을 감안하여 볼 때 앞으로 中小企業의 자금조달창구로서 기능을 수행할 수 있도록 미국, 영국, 일본 등의 場外市場 운용현황을 참고하여 현행제도의 문제점에 대한 개선방안을 마련하는 것이 필요한 것으로 판단된다.

다음에서는 현재 우리나라의 場外市場이 갖고 있는 문제점을 지금까지의 운용결과에 대한 자료를 활용하여 보다 구체적으로 살펴보기로 한다.

#### (가) 엄격한 등록기준

우리나라의 場外市場은 벤처 및 中小企業이 去來所市場에의 상장이 어려운 점을 감안하여 등록요건을 대폭 완화함으로써 中小企業의 直接金融市場 이용도를 제고하는데 목적을 두고 개설되었다. 그런데 우리나라 場外市場의 등록요건은 <표 10>에 요약되어 있는 바 去來所市場에 비해서는 모든 요건이 완화되어 있는 것을 알 수 있다. 그런데 최근 정책당국은 場外市場의 등록기준을 매우 완화하고 있는 세계적인 추세와는 반대로 투자자보호 명목아래 설립경과년수, 자본금, 자산가치, 경영상태 등에 대한 요건을 보다 강화하였다. 즉 설립년수가 전에는 2년이던 것이 최근에 3년으로 바뀌었는데 이는 영국의 제1부시장인 Official List, 미국의 뉴욕증권거래소에의 상장요건과 같아 벤처기업이나 中小企業이 창업후 제품생산, 판매 단계에 접어들면서 소요되는 자금을 場外市場을 통해 적기에 조달하기는 현실적으로 거의 불가능한 조건이다.

&lt;표 10&gt; 우리나라 場外市場의 登錄基準

심사요건	일반법인	V.B(벤처비즈니스)
설립경과년수	3년	-
자본금	납입자본금 5억원 이상	-
주식분산	10% 혹은 5% (소액주주수가 50명이상인 경우)	-
자본상태	자본잠식 없을 것	좌동
자산가치	주당 자산가치 및 수익가치 액면가 이상일 것	-
경영상태	영업이익, 당기순이익 있을 것	-
부채비율	동업종 평균부채비율의 1.5배 미만일 것	좌동
감사의견	적정 또는 한정	좌동

이러한 등록기준에 따라 1987년 場外市場 개설 후 등록된 기업수의 추이를 <표 11>에서 보면 1994연말까지 총 362개의 기업이 신규등록되어 52개의 기업이 상장, 합병, 부도 등으로 등록이 취소되어 1994연말 현재 등록기업의 수는 310개사에 이르고 있다. 등록 추이를 보다 자세히 보면 1990년대 초반까지는 場外市場에 등록되는 기업의 수가 미미하였으나, 1992년 이후 매년 50여개 이상의 기업이 신규등록을 하고 있고 그 중 벤처기업도 매년 10개 이상 場外市場에 등록되고 있다. 1994연말 현재의 등록 기업수 310개사는 1987년 개설 당시의 등록기업수 19개사에 비해 16배 정도 증가한 것으로 짧은 기간내에 상당히 급증한 것으로 보인다. 이는 1990년 이후 주식시장의 침체와 상장요건의 강화로 企業公開가 어려워지면서 場外市場을 통한 자금조달이 증가하였고 그리고 中小企業의 경우 去來所市場 상장 전에 의무적으로 場外市場에 등록하도록 한 의무조항 등의 영향을 받은 것으로 판단된다. 총 310개의 등록기업 중 벤처기업이 50개에 이르고 있어 모험자본의 지원을 받은 기업중 일부가 場外市場을 통해 자금을 조달하고 있어 벤처캐피탈회사의 자금회수에도 기여하고 있는 것으로 평가된다.



**<표 11> 중소 및 벤처기업의 장외시장 등록 추이**

년도	신규등록			등록취소			등록현황		
	일반법인	VB	계	일반법인	VB	계	일반법인	VB	계
1987	18	3	19	2	-	2	16	3	19
1988	8	4	12	4	-	4	20	7	27
1989	19	5	24	4	-	4	35	12	47
1990	12	10	22	3	-	3	44	22	66
1991	16	5	21	5	5	10	55	22	77
1992	42	13	55	2	4	6	95	31	126
1993	79	10	89	5	1	6	169	40	209
1994	106	12	118	15	2	17	260	50	310

자료: 한국증권업협회, 『증권』, 1995.3.

1987년의 場外市場 개설 후 많은 中小企業이 場外市場의 등록을 통해 자금을 조달하고 있는 것을 알 수 있으나 일부 기업이 去來所市場으로 옮겨가거나 부도로 인하여 52개의 기업이 場外市場에서 사라지고 있어 場外市場의 투자자에게는 그 만큼 투자 기회가 줄어드는 결과를 가져와 시장의 지속적인 발전에 장애가 될 것으로 판단된다 (<표 12>참조). 이는 우리의 場外市場을 去來所市場의 보완적 내지 전단계로서 기능에 만족할 것인지 아니면 去來所市場에 버금가는 독립적 경쟁적 관계에 이르는 수준으로 발전시킬 것인지에 대한 입장정리가 있어야 할 것이다.

**<표 12> 연도별 등록취소 현황**

(단위: 사)

	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	계
상장		3	4	1	2	1	2	13	26
합병	1				1		2		4
부도	1	1		2	7	5	1	3	20
기타							1	1	2
계	2	4	4	3	10	6	6	17	52

자료: 한국증권협회 場外市場관리실

### (나) 미미한 자금조달실적

1987년 場外市場의 개설후 1994년말까지 場外市場에서 조달된 자금은 1조7,454억원에 그치고 있는 바, 中小企業이 필요로 하는 자금을 공급하는 시장으로서의 역할을 만족스럽게 수행하였다고 보기 어렵다. <표 13>에서 보는 바와 같이 1991년, 1993년, 1994년도에는 비교적 많은 자금이 場外市場을 통해 조달되었는데 이는 일부 금융기관과 현대그룹 계열사가 場外市場의 등록을 통해 자금을 조달했기 때문으로 보인다. 아직 벤처 및 中小企業은 場外市場을 통한 자금조달이 미미한 상태에 머물고 있는데 앞으로 場外市場의 자금조달시장으로서의 기능을 증대시키기 위해 場外市場의 제도적 보완과 투자자유인책 등이 강구되어야 할 것이다.

<표 13> 자금조달 연도별 추이

(단위: 억)

	'87-89	'90	'91	'92	'93	'94
유상증자	297	203	2,956	386	538	3,209
회사채	333	284	353	653	2,771	5,470
장외시장계(A)	630	487	3,309	1,039	3,309	8,680
거래소(B)	37,744	31,212	37,417	18,734	28,002	28,009
A/B	1.7%	1.6%	8.8%	5.5%	11.8%	31.0%

- 주: 1. 1991년 유상증자에는 외환은행 공모분 (2,800억원)이 포함되어 있음.  
 2. 1994년 유상증자에는 中小企業은행 공모분 (1,980억원)이 포함되어 있음.  
 3. 거래소에서의 자금조달 통계도 기업공개를 제외한 유상증자와 회사채발행을 통한 중소기업 자금조달 금액만을 고려했음.

자료: 한국증권업협회 및 증권감독원, 『증권조사월보』, 1995.5.

### (다) 유동성의 부족

<표 14>에서 현재 우리나라의 場外市場의 거래현황을 보면 1994년도말 현재 등록회사수는 310개사로 去來所市場의 699개에 비해 44% 수준에 머물고 있다. 발행주식수 등에 관한 통계치를 去來所市場과 대비하여 살펴보면 발행주식수는 去來所市場의 9.5%, 자본금은 13.7%, 시가총액은 10.1%, 그리고 거래량 및 거래대금은 각각 0.1% 수준에 머물고 있다. 특히 다른 비교기준에 비해 거래량과 거래대금은 극히 저조해

場外市場에서의 유통이 상당히 제한되어 있어 추가적인 신규등록을 어렵게 할뿐만 아니라 투자자금의 회수를 저해하여 일반투자자들의 場外市場에의 참여를 저하시키고 있다.

<표 14> 우리나라 株式場外市場의 去來 實績

년도	등록회사수	발행주식수 (천주)	납입자본금 (백만원)	시가총액 (백만원)	거래량 (천주)	거래대금 (백만원)
87	19	4,263	21,945	-	121	1,261
88	27	6,312	32,411	57,646	486	4,258
89	47	20,671	105,623	215,332	1,624	12,387
90	66	39,655	203,385	426,055	1,216	11,737
91	77	169,669	857,739	1,340,090	911	8,843
92	126	291,681	1,470,101	2,212,192	14,627	101,528
93	209	536,089	2,711,127	3,579,986	20,743	140,620
94	310 (699)	651,992 (6,880,511)	3,308,105 (23,981,636)	7,958,024 (79,019,676)	4,647 (3,162,092)	65,403 (53,454,517)

주: 94년도 ( )안의 수치는 거래소에 상장된 주식에 관한 통계치임.

자료: 한국증권업협회, 『증권』, 1995.3.

한국증권거래소, 『주식』, 1995.3.

場外市場 등록 기업 증권의 유동성이 매우 낮은 현상은 <표 15>의 종목별 거래형성일수의 분포에서도 나타나고 있다. 즉 연중 거래형성이 1일에 거치고 있는 기업이 43.1%나 되고 5일 이하인 기업도 38.3%나 되어 거래형성일이 5일 이하인 기업이 전체의 80%이상이나 되어 場外市場의 유동성이 저하되고 있다.

<표 15> 거래형성 일수별 기업 분포

(단위: 종목)

1일	2~5일	6~10일	11~30 일	31~50 일	51~ 100일	101 ~200일	201일 이상
98 (43.1%)	87 (38.3%)	179 (7.5%)	11 (4.9%)	3 (1.3%)	2 (0.9%)	4 (1.8)	5 (2.2)

주: ( )의 수치는 거래형성일수에 따른 기업의 분포비율임.

자료: 한국증권업협회

현재 우리나라의 場外市場에서의 주식거래는 증권회사의 창구를 통한 거래(창구매)와 증권업협회의 주식장외거래중개실에 호가를 전달하여 매매상대방을 탐색하여 거래를 성립시키는 매매로 구분되어 있는 바 증권사의 창구를 통한 거래가 60-70% 이상을 차지하고 중개실에서의 거래비중은 낮은 편이다 (<표 16>참조).

<표 16> 연도별 거래창구별 추이

구분		'92	'93	'94
거래량 (천주)	중개실	5,465 (37.4)	6,838 (33.0)	5,637 (24.0)
	창구	9,163 (62.6)	13,905 (67.0)	17,887 (76.0)
	합계	14,627 (100.0)	20,743 (100.0)	23,524 (100.0)
거래대금 (백만원)	중개실	35,986 (35.4)	45,404 (32.3)	63,073 (19.0)
	창구	65,542 (64.6)	95,216 (67.7)	268,964 (81.0)
	합계	101,528 (100.0)	140,620 (100.0)	332,037 (100.0)

자료: 한국증권업협회

우리나라 場外市場에서의 유동성이 크게 떨어지고 있는데 이는 우리나라의 장외거래제도가 미비한데서 기인하기도 한다. 현재 두가지의 거래방법이 있으나 사실상 중개실을 통해 매매상대방과 다시 유선 연락을 통해 매매협상을 통해 최종거래를 성립시키는 원시적인 상대매매만이 존재하여 등록종목의 유동성을 저하하고 있다고 지적되고 있다. 또한 매매결과의 공시도 각 증권회사의 입력지연, 입력누락 등 불성실 입력이 많아 시세정보의 신뢰성이 저하되고 있다. 가장 발달된 場外市場을 운영하고 있는 미국의 경우 매매체결, 매매감리, 결제처리를 위한 매매자료제공까지도 전산시스템을 이용하여 일괄적으로 처리하고 있으며, 매매협상도 컴퓨터화면(Select Net Workstation)을 통해 리얼타임(real time)으로 이루어지고 있다.

#### (라) 투자자보호의 미비

場外市場 등록회사의 기업공시현황이 <표 17>에 정리되어 있는 바, 1992년 이후 공시 건수가 급격히 증가하고 있다. 그런데 1994년의 경우 1,534건의 기업공시중 226건

의 불성실 공시가 있어 투자자들에게 투자판단을 하는데 정확한 정보를 제공하지 못하고 있는 것으로 보인다. 불성실공시를 공시내용별로 보면 주로 주주총회 개최 및 결과와 관련해 많이 발생하고 있으며, 회사채 발행 및 유상증자와 관련한 불성실공시도 많은 것으로 조사되고 있다.

**<표 17> 연도별 기업공시 현황**

	'91	'92	'93	'94
유상증자	16	29	40	79
유상증자	1	3	9	25
회 사 채	2	27	98	187
기 타	109	820	834	1,241
계	128	879	981	1,532

자료: 한국증권업협회

<표 18>의 1994년도에 있어 불성실 공시회수별 회사분포를 보면 129개사가 1회 이상 불성실 공시를 행하고 있는 데 이는 310개의 등록기업의 42%에 해당하는 것으로 종국적으로 이러한 불성실 공시로 인하여 투자자들로부터 장외등록기업의 주식은 투자수단에서 외면될 수도 있다. 따라서 이러한 불성실 공시가 발생하지 않도록 정책당국은 제도를 보완하는 한편 엄격한 조치를 취해서 시장의 신뢰성을 유지하도록 하여야 할 것이다. 최근 불성실 공시 기업에 대한 조치를 1994년 기준으로 보면 주의촉구를 받은 기업이 111개이고 명단공개는 18개 기업에 그치고 있다.

**<표 18> 불성실 공시 회수별 분포**

불성실공시회수	회사수
1회	70(54.3%)
2회	41(31.3%)
3회	8(6.2%)
4회	8(6.2%)
5회	2(1.5%)
계	129

자료: 한국증권업협회 장외시장관리실

#### (마) 專門化된 證券會社의 부족

場外市場에 업무영역을 특화하고 있는 증권회사가 없다는 문제는 일본의 場外市場에서도 지적되고 있는 것으로 우리나라의 경우 場外市場의 등록주선 및 거래 등에서의 대형증권회사의 시장점유율이 매우 높은 것을 알 수 있다. <표 19>는 場外市場 개설 후부터 1994년까지의 증권회사별 등록주선 실적을 보이고 있는 바 대우, 한신, 동서, 대신, 현대 등이 각각 30개 이상의 기업등록을 주선하여 대형 증권사의 場外市場에서의 등록주선업무에 대한 점유율이 매우 높은 것을 알 수 있다. 미국의 경우 대형 증권회사 보다는 중견증권회사가 주로 NASDAQ시장에 대해 특화되어 있는 것과는 대조적이다.

또한 <표 20>의 場外市場에서의 거래실적별 증권회사의 시장점유율 보아도 대우를 비롯한 5대 증권사의 시장점유율이 87.6%에 이르고 있다. 이러한 현상은 한편으로 대형증권회사가 비교적 규모가 작은 중소 및 벤처기업이 참여하고 있는 場外市場에 적극적으로 참여함으로써 투자자들에게 신뢰도를 제고할 수 있는 긍정적인 면도 있으나 종국적으로 벤처 및 中小企業의 증권이 등록되어 유통이 이루어지는 場外市場은 중견 증권회사가 場外市場의 등록종목에 대한 분석 등에 전문화하여 場外市場을 활성화하는 것이 보다 바람직할 것으로 판단해 볼 때 중견증권사의 장외시장에 대한 업무를 특화할 필요가 있다고 보여진다.

&lt;표 19&gt; 증권회사별 등록주선 실적 추이

	'87		'88		'89		'90		'91		'92		'93		'94		합계		
	신규	취소	신규	취소	신규	취소	신규	취소	신규	취소	신규	취소	신규	취소	신규	취소	등록	취소	계
교보							1				1	1		1		3	1	2	
쌍용투자	1				1		2		2		2	2		7	1	17	1	16	
한신	4	1	2		1	1	2	1	4	2	12		8		6	2	39	7	32
대신	2		1	1	4		1		2	1	2		6		13	2	31	4	27
대우	1		1		5		3	2	1	1			16	1	20	1	47	5	42
신영	2			1	2				1		1		5			1	11	2	9
장은				1	1		1			1			2		1		6	1	5
서울					1										2		3		3
한양	1		1		1	2			1	1	1		1	1	1		6	4	2
한진투자											1		1		1		3		3
럭키	2		1		1		7		6			2	1	2	5		23	4	19
부국															2		2		2
신한															2		2		2
대유					1										2		3		3
보람											1		1				2		2
현대	1		2		1		1				7	1	6		10	2	28	3	25
고려	3		1	2			1		2	1	8		5	1	6	2	26	6	20
한일	1	1	1								1	1	2		2		7	2	5
동서	1				2		2			2	4		7		16	1	32	3	29
제일									1		1		4		1		7		7
유화			1			1							2		1		4	1	3
동양	2						1		2	1	7		8		3	5	23	6	17
선경					3						3	1	6	1	9		21	2	19
한국산업											2		2		2		6		6
조흥													1		1		2		2
동아															1		1		1
일은															1		1		1
삼성											1		1		1		3		3
동부											1				1		2		2
동방페레													1				1		1
합계	21	2	12	4	24	4	22	3	21	10	55	6	89	6	118	17	362	52	310

자료: 한국증권업협회

&lt;표 20&gt; 증권회사별거래실적

(단위: 천주, 백만원)

증권사	거래량	점유율	거래대금	점유율
대신	3,491	14.84	58,640	17.66
대우	3,544	15.06	23,491	7.07
럭키	1,799	7.65	12,410	3.74
현대	5,157	21.92	168,400	50.72
동서	3,175	13.50	27,881	8.40
소계	17,167	72.97	290,822	87.59
기타	6,358	27.03	41,215	12.41
합계	23,525	100	332,037	100

자료: 한국증권업협회

### 3. 우리나라 場外市場의 현위치

<표 21>에서 보는 바와 같이 우리나라의 場外市場은 미국이나 일본의 場外市場에 비해 여러 가지 면에서 매우 미미한 수준에 머물고 있다. 1993년말 기준으로 볼 때 우리나라의 場外市場에의 등록회사수는 일본의 절반, 미국의 20분의 1 수준이고 거래량은 일본의 20% 수준, 미국의 0.03% 수준에 머물고 있다. 그런데 지금까지 대기업에 많은 비중을 두고 실시되어 왔던 우리나라의 산업정책도 앞으로는 하이테크, 지식집약형 산업 등을 육성하는 방향으로 산업정책을 실시해야 산업의 활성화가 이루어지고 특히 최근 산업구조가 급격히 변화되고 있는 추세를 고려해 볼 때 미래산업을 이끌 벤처형 中小企業을 정책적으로 육성할 필요가 있을 것이다. 특히 이들 벤처형 기업이 성장단계에서 필요한 자금을 용이하게 조달할 수 있는 통로를 마련하기 위해서는 여러 면에서 미미한 수준에 머물고 있는 場外市場을 활성화하도록 정책적 배려를 강구해야 할 것이다.



&lt;표 21&gt; 韓美日 場外市場 規模 比較

년도	한국			미국			일본		
	등록 회사수	시가총 액(억원)	거래량 (천주)	등록 회사수	시가총액 (억불)	거래량 (백만주)	등록 회사수	시가총액 (억엔)	거래량 (백만주)
1987	19	-	121	4,706	3,255	37,890	151 <172>	112,281 <->	181 <352>
1988	27	576	486	4,451	3,387	31,070	196 <216>	79,432 <80,080>	290 <477>
1989	47	2,153	1,624	4,293	3,863	33,530	263 <279>	128,809 <130,019>	529 <664>
1990	66	4,260	1,216	4,132	3,108	33,380	342 <357>	118,249 <119,722>	1,066 <1,263>
1991	77	13,404	911	4,094	5,803	41,311	430 <446>	122,315 <125,087>	1,035 <1,135>
1992	126	22,122	14,627	4,113	6,151	48,455	436 <451>	40,682 <42,708>	437 <507>
1993	209	35,800	22,743	4,611	7,996	66,540	477 <491>	23,527 <24,894>	1,076 <1,216>

주: < >내는 일본 점두관리종목 포함.

일본 주식점두시장의 시가총액은 日銀除外

자료: 한국증권업협회

#### IV. 中小企業 및 벤처기업의 場外市場 活用 提高方案

벤처기업을 포함한 中小企業의 직접금융시장의 활용도를 높이기 위해서는 현행 우리나라의 기업공개요건의 완화와 場外市場의 활성화에 대한 제도적 보완이 이루어져야 하며 나아가 현행 거래소시장의 제1부 및 2부 시장의 역할에 대한 검토도 동시에 이루어져야 할 것이다. 그리고 최근 유럽 각국과 일본이 연구개발, 지식집약형의 벤처기업이 직접금융시장을 용이하게 이용할 수 있도록 하고 있으며, 이들 기업을 미래산업을 선도하는 핵심산업부문으로 키우기 위해 상장 내지 등록 요건을 대폭 완화한 새로운 시장 내지 제2의 벤처 및 中小企業 전용 場外市場을 개설하고 있는 추세이다. 우리나라에서도 이러한 동향을 고려해 새로운 제 3의 시장 개설을 고려해 볼 수 있을

것이다. 따라서 본 절에서는 이러한 여러 요소를 감안하여 벤처 및 中小企業이 필요한 자금을 저렴한 자본비용으로 적기에 조달할 수 있게 하기 위하여 현행의 시장제도에 대한 개선방안과 새로운 시장의 개설 가능성 등에 대해 논의할 것이다.

## 1. 去來所市場의 上場基準 緩和

벤처자본의 지원을 받는 벤처기업은 대개 中小企業에 해당하므로 이들 기업이 증권시장을 통해 필요한 자금을 원활히 조달할 수 있기 위해서는 무엇보다 발행시장의 활성화와 더불어 流通市場에서 이들 기업의 주식에 대한 인지도가 높아 투자자들에게 관심의 대상이 되도록 당해 기업 및 벤처캐피탈리스트는 동시에 적극적인 IR을 전개해야 할 것이다. 이와 동시에 정책당국에서 中小企業의 직접금융시장 활용도를 높이기 위해 우선 취할 수 있는 정책적 조치로는 현행 去來所市場의 상장요건중 일부 특히 자본금규모에 대한 규제 등의 완화를 고려할 수 있을 것이다. 지나치게 양적규제에 엄격하기보다는 경영진의 경영능력 그리고 해당 기업의 성장성, 기술수준 등에 보다 비중을 두고 기준을 마련하는 것도 고려해 볼 수 있을 것이다.

## 2. 場外市場의 活性化 方案

벤처 및 中小企業의 直接金融市場 이용도를 높여 경영자의 자금부담을 줄이기 위해 그리고 투자자에게 다양한 투자기회를 제공할 목적으로 우리나라의 場外市場은 개설되었다. 그런데 앞에서 살펴 본 바와 같이 우리나라의 현행 場外市場은 개설 본래의 기능을 제대로 발휘하지 못하고 있는 것으로 평가되고 있다. 여기서는 앞에서 지적된 현행 우리나라 場外市場의 문제점을 개선하기 위한 몇 가지 방안을 간략히 제시하기로 한다.

### 1) 登錄基準의 緩和

1994년 12월에 등록기업의 공신력을 제고할 목적으로 장외등록기준을 대폭 강화하였는데 이는 최근 일본이나 유럽 각국에서 등록기준을 크게 완화시킨 새로운 場外市場

을 개설하는 추세와는 상이한 것으로 과연 바람직한 정책결정이었는지는 의문이 간다. 이러한 정책결정은 결국 우리나라의 場外市場을 증권시장에서 어떤 역할을 담당하며 거래소시장과의 관계를 어떻게 설정할 것인지에 대한 명확한 입장이 없었기 때문으로 풀이된다. 그런데 場外市場을 거래소시장의 보완적 예비적 시장이 아닌 경쟁적 독립적 시장으로 발전시키기 위해서는 우선 場外市場의 정체성을 확보하도록 해야 할 것이다. 즉 벤처 및 中小企業이 성장단계에서 가장 어려움을 겪는 자금조달문제를 해결해줄 수 있는 기능을 수행하는 시장으로서의 이미지를 구축하는 것이 필요할 것이다. 이를 위해 현재의 엄격한 등록기준을 특히 정량적 기준을 완화하면서 질적 요건을 강화하여 場外市場이 벤처 및 中小企業 전용시장이라는 正體性을 확립하여 많은 中小企業이 본 시장에 주식을 등록함으로써 필요한 자금을 적기에 조달할 수 있게 하여 場外市場의 발행시장 기능을 활성화할 필요가 있다. 이는 결국 많은 中小企業의 등록을 유도하여 투자자들에게 다양한 투자기회를 제공할 수도 있을 것이다.

## 2) 有望中小企業의 발굴과 등록유도

투자자들에게 우량의 투자종목을 제공하기 위해 먼저 유망 中小企業의 場外市場 등록이 활발하게 이루어져야 한다. 이러한 목적을 달성할 수 있도록 場外市場 등록기업의 전환사채발행의 허용, 부채비율이 높은 유망 中小企業의 신주발행 유도, 경영권 보호 장치의 마련 등이 필요하다. 이러한 제도적 보완과 더불어 무엇보다도 미래의 산업을 주도해 갈 분야로 벤처형 中小企業이라는 사실을 정책당국이 인식을 하여 첨단산업을 비롯한 소비재 및 유통산업 분야를 비롯한 여타 산업분야에서 많은 벤처형 中小企業의 창업을 유도하여 앞으로 場外市場에 등록 가능한 예비기업을 육성할 필요가 있을 것이다.

## 3) 登錄株式의 流動性 提高

등록주식의 미진한 유동성을 제고하기 위한 방안이 마련되어야 하는 바, 이를 위해 현행 주식분산 의무비율의 점진적인 확대, 현행 총발행주식수의 30%이내에서 가능한 공모증자제도의 탄력적 운영, 그리고 場外市場의 투자수요 확대를 위해 기관투자자의

적극적인 참여와 아울러 각종 年基金의 운용에 대한 규제완화를 통해 연기금 운용시 場外市場의 종목에 대한 투자를 가능하도록 하여야 할 것이다. 또한 등록주식의 거래 활성화를 위해서는 시장조성자 (market maker)제도를 보장하여 투자자들의 환금성을 보장하도록 하고 전산매매제도의 완전한 구축도 뒷받침되어야 할 것이다.

#### 4) 전산시스템의 구축

場外市場에 등록되어 있는 주식의 呼價 및 거래상황 등 去來情報에 대한 정보전달이 신속히 이루어질 수 있도록 전산조회시스템을 구축하는 등 거래시스템을 강화하여 투자자가 주가 및 거래정보에 쉽게 접근할 수 있도록 하여야 할 것이다. 특히 場外市場거래중개실에서의 호가의 입력행위자체가 바로 매매체결로 이루어지는 제도적 장치의 마련과 동시에 매매가격의 공정화 및 매매체결의 신속화를 보장하기 위하여 미국의 NASDAQ이나 일본의 점두증권(주)과 유사한 기능을 가진 독립된 場外市場 전문 중개기구의 설립을 고려할 필요가 있다.

#### 5) 전문증권회사의 양성

場外市場의 적정한 수요와 공급을 창출하여 場外市場의 지면을 확대하는 데 중요한 역할을 수행하는 것은 시장중개자로서의 기능을 담당하고 있는 증권회사이다. 미국의 場外市場이 활성화되어 성공할 수 있었던 것은 많은 시장조성자가 참여하고 있었고 또한 업무영역을 場外市場에 특화한 많은 중견증권회사가 존재했기 때문으로 평가되기도 한다. 특히 이들 중견증권회사는 場外市場의 예비후보가 될 수 있는 높은 위험을 가진 첨단산업분야에 대한 연구, 조사를 전문화하고 또한 기관투자자의 참여를 유도하는 데도 일조를 담당하고 있기도 하다. 따라서 우리나라의 경우도 場外市場 등록 가능기업을 발굴하고 이들 기업을 연구하여 투자자들에게 소개함과 아울러 이들 증권회사가 시장조성자로서의 기능도 수행할 수 있도록 제도적 장치가 강구되어야 할 것이다.

## 6) 투자자 보호 강화

場外市場 투자자의 피해를 줄이기 위해 등록기업의 기업정보에 대한 신속하고 정확한 공시가 가능하도록 전산시스템을 구축하는 등 공시제도를 강화할 필요가 있다. 場外市場의 활성화를 위해서는 무엇보다도 등록기업에 대한 정보가 효율적으로 시장참여자에게 전달되어 투자결정에 정확히 반영될 수 있어야 투자자들의 신뢰를 얻을 수 있고 시장이 계속적으로 발전할 수 있을 것이다. 많은 기업의 등록과 아울러 다수 투자자의 참여는 場外市場의 力動性을 유지하면서 점차 시장의 정체성(identity)을 확립해 나가는 데 필수적인 요소로 생각된다. 따라서 場外市場에서 투잡들이 자기책임원칙하에 위험에 상응하는 수익률을 달성할 수 있도록 하기 위해서는 기업공시제도를 강화하여 투자자의 기업정보에 대한 미비로 인한 피해는 막아야 할 것이다.

## 3. 새로운 시장의 개설 검토와 거래소시장의 통합

벤처 및 中小企業의 자금조달을 위한 새로운 시장의 개설에 대한 논의는 먼저 벤처 및 中小企業을 위한 증권시장으로 기능을 담당하고 있는 현행의 場外市場을 거래소시장의 보완적 관계 내지 예비적 단계로 유지시킬 것인지 아니면 거래소시장과는 독립적이고 경쟁적인 시장으로 발전시킬 것인지에 대한 정책적 판단이 결정되어야 할 것으로 생각된다. 전자의 예로는 한국, 미국, 일본의 場外市場의 위치와 기능, 발달과정, 시장관리 등에 대해 간략히 정리하고 있는 <표 22>에서 보는 바와 같이 일본의 場外市場과 현행 우리나라의 場外市場을 들 수 있을 것이다. 앞으로 우리나라와 일본은 場外市場이 명실상부한 中小企業 자금조달 창구로서의 기능을 제대로 수행하기 위해서는 지속적인 제도보완과 더불어 투자자의 인식에 있어서 획기적인 변화가 있어야 할 것이다. 한편 후자의 대표적인 형태는 미국의 NASDAQ시장으로 본시장은 中小企業의 자금조달 창구로서 그리고 기업의 신규공개시장으로서 거래소시장에 버금가는 시장으로 발전하여 거래소시장과 경쟁관계에 있는 상태이며 오히려 첨단기술관련 기업은 뉴욕시장으로 옮겨갈 수 있는 요건을 갖추고서도 시장이 갖고 있는 이미지로 인해 NASDAQ시장에 계속 머물고 있다. 특히 AMEX에 설치되었던 中小企業 전용 시

장이 최근에 본래의 목적을 달성하지 못하여 폐장되기도 하였다. 이러한 미국의 中小企業 전용 내지 場外市場의 발달 배경에는 우리와 다른 여러 요인이 내재해 있을 것으로 판단되며 우리나라의 경우 場外市場을 어떠한 위치에서 어떠한 역할을 수행하는 것이 자본시장의 발전 나아가 산업계에서 요구되는 산업자금을 조달하는데 용이한지 등을 면밀히 검토해 볼 필요가 있을 것이다.

현재 일부에서는 벤처기업에 투하된 자본의 원활한 회수를 위해 거래소내에 제 3부시장의 개설을 주장하고 있으나 새로운 시장을 개설하기 보다는 현행 운용되고 있는 거래소시장의 제 1부시장과 제 2부시장은 거래기간에 대한 조건을 제외하고는 동일한 조건을 갖고 있으므로 제 2부시장을 제 1부시장에 통합하고 대신에 거래소시장의 제 2부시장을 中小企業의 주식이 거래될 수 있도록 제반 상장요건을 조정하는 것이 한 방안이 될 수 있을 것이다. 이렇게 함으로써 투자자들이 거래소시장에 대해 갖고 있는 신뢰도를 적극 활용할 수 있고 특히 아직 투자자들에게 상대적으로 하위의 시장으로 인식되어 있는 場外市場이 본래의 기능을 수행할 수 있을 수준에 이르기까지 中小企業의 자금조달창구로서의 역할을 담당할 수 있을 것으로 생각된다. 한편 제3부시장을 개설하였다 폐장시킨 경험이 있는 영국의 사례를 보더라도 새로운 시장의 신설에는 신중을 기할 필요가 있다.

최근 유럽과 일본에서는 등록기준을 대폭 완화시킨 새로운 場外市場을 개설하고 있는 추세인 바, 우리나라의 경우도 거래소시장과 場外市場의 관계를 어떤 위치에서 정립시켜 나아갈 것인지에 대한 정책적 결정을 한 후 현행 場外市場의 발전방향을 마련할 수 있거나 새로운 시장의 창설을 생각할 수 있을 것이다. 그런데 현재 우리나라의 여건을 고려해 볼 때 새로운 시장을 개설하기 보다는 현행 場外市場을 제도적으로 보완하여 실질적으로 벤처 및 中小企業 전용시장으로서의 역할을 수행할 수 있는 방향으로 정책적 방안을 마련함과 아울러 투자자들의 場外市場에 대한 인식을 제고시킬 필요가 있다고 보여진다.

<표 22> 韓·美·日 株式場外市場 制度의 比較

	미국(NASDAQ)	일본(JASDAQ)	한국
기업공개	- 공개법인 인정	- 공개법인 인정	- 공개법인과 구분
거래소시 장과의 관계	- 경쟁적인 관계	- 전단계적·보완적 관계	- 전단계적인 관계
등록목적	- 자금조달 - 유동성부여를 통한 창업 자 및 모험자본의 자금회수	- 공개법인 지위 획득 - 인재확보	- 상장하기 위한 전단계로 장외시장 경유 요건 충족 - 세제상 혜택
매매방법	- 브로커간의 자기매매가 일반적이며 매매단위가 큼. - 소액매매의 경우(1,000주 이하)에는 자동적으로 체결 시켜줌으로서 일반투자자의 환금성이 보장되는 시장임.	- 원칙적으로 증권사간 Dealer마켓이나 증권사간 거 래를 중개하는 일본점두 증 권(주)가 있어 경쟁매매적인 거래가 일반적임. - 일반투자자의 소액주문이 일반적임	- 증권회사의 창구매매가 일반적이거나 매도하고자 하 는 대주주와 매수하고자 하 는 일반투자자 모두 소극적 임. - 장외거래중개실이 매매체 결 기능을 갖고 있지 않아 매매부진의 한 요인이 되고 있음.
발달동기	- 초기에는 위탁수수료의 자율화(1975) 및 증시의 기 관화진전과 고도의 컴퓨터 기술발전이 크게 기여 - 1980년대 이후에는 SEC 의 NMS 구상에 따른 NASDAQ시 장의 위상제고와 NASD의 지속적인 매매시스템 개선	- 1977.7월 일본점두증권(주) 의 매매거래 업무 개시에 따 라 장외시장의 조직화가 추 진되었음. - 1991 미국의 NASDAQ를 원형으로 JASDAQ을 운용하 며 거래가 더욱 활기를 띠기 시작함.	- 1992년 부실기업의 상장 에 따른 보완으로 증소기업 의 경우 일정기간 장외시장 을 경유하여 상장을 추진토 록함에 따라 장외시장의 참 여기업은 대폭증가하고 있 으나 거래는 아직 부진함.
주식분산	- 기업공개를 통해 일정수 이상의 주식분산과 소액주 주를 확보	- 기업공개를 통해 일정주주 수를 확보	- 기업공개를 통해 등록을 할 수 있는 제도는 마련되 어 있으나 공모규모제한 (30%이하), 세제혜택 미비등 으로 선례가 없으며, 등록주 선증권회사에 일정주식을 양도하는 것으로 분산의무 가 충족됨.
시장관리	- NASDAQ/NMS, NASDAQ Small Cap으로 이원화된 시장 운용	- 일반점두종목과 상장 및 등록폐지종목으로 구성된 점 두관리종목으로 이원화	- 우량법인과 부실법인을 구분관리하고 있지 아니함.

## V. 맺음말

미국, 영국, 일본 등 세계의 주요 선진공업국은 침체 상태에 있는 자국의 경제를 살리고 나아가 미래의 국가 경제를 선도해 갈 기술집약적인 첨단산업을 육성하기 위한 각종 경제정책을 실시하고 있다. 특히 벤처형 중소기업의 자금조달을 용이하도록 하기 위한 방안의 일환으로 최근 유럽의 EASDAQ과 영국의 대체투자시장(AIM)이 개설되었고 또한 일본에서는 연구개발형 중소기업의 자금조달을 보다 원활히 하려는 목적으로 장외등록 요건을 대폭 완화한 특칙제도를 마련하여 시행하기도 하였다. 우리나라도 최근 중소기업청의 발족과 더불어 중소기업의 직접금융시장 활용도를 제고하기 위해 장외시장의 활성화에 대한 정책 방안을 마련하여 시행할 단계에 이르고 있다.

이러한 시점에서 본고는 우리나라의 중소기업 자금조달 실태를 고찰하고 그 문제점을 살펴 보았는 바 지나치게 간접금융에 의존하고 있는 사실이 조사되었다. 따라서 본고에서는 중소기업의 자금조달 창구가 증권시장으로 이행되어 보다 원활하게 필요한 자금이 조달될 수 있는 방안을 제시하는 데 논의의 초점을 두었다. 무엇보다도 현행 우리나라의 증권시장에서 중소기업이 자금을 조달하기에는 기업공개 요건과 상장 요건의 제약으로 어려움이 많음을 지적하고 대신 요건이 대폭 완화되어 있는 장외시장의 활용이 앞으로 중요할 것임을 인식하여 우리나라에서도 장외시장의 발전이 필요함을 강조하였다. 이러한 주장을 위해 우선 현행 장외시장의 문제점을 살펴보고 그 개선방안을 다각도로 검토하였다. 특히 투자자들의 적극적인 참여를 유도하기 위해서는 유망중소기업의 발굴과 이들 기업의 등록이 중요함을 우선 논의하고 등록된 증권 의 유동성 제고가 또한 중요함을 제시하였다. 유통시장의 활성화를 위해 전산매매시스템의 구축과 장외시장 증권을 전문적으로 취급하는 전문증권회사의 양성이 필요함을 주장하였고 또한 투자자들이 안심하고 장외시장에서 투자활동을 할 수 있도록 투자자보호 제도를 강화할 필요가 있음을 제안하였다.



## 참 고 문 헌

- 국민은행, 『중소기업 금융실태 조사』, 각년도.
- 金東燐, 「最近 中小企業 資金調達의 現況과 特徵」, 『기은조사월보』, 1995.4, pp.29-45.
- 金潤昌, 「中小企業 直接金融 活性化 方案」, 『증권조사월보』, 1993.12, pp.3-46.
- 南相祐 외, 『벤처캐피탈 産業의 現況과 發展方向』, 韓國開發研究院, 1991.
- 李永琪 외, 『國際競爭力確保를 위한 韓國證券市場의 課題』, 한국개발연구원, 1994.
- 張有喆, 「한국 場外市場의 육성에 관한 연구」, 1989년도 한국증권연구발표회, 한국증권학학회
- 鄭閔模·李挽奎, 『株式場外市場 관련 稅制의 改善과 中小企業育成』, 한국증권협회, 1994.
- 證券監督院, 『證券調査月報』, 各號.
- 한국은행, 『기업경영분석』, 각년도.
- 韓國證券業協會, 『證券』, 各號.
- 韓國證券業協會, 『美國 株式場外市場 調査 報告書』, 1994.
- 韓國證券學會, 『證券政策의 中長期計劃』, 1993.
- 韓國投資會社協會, 『벤처』, 各號.
- 日興リサーチセンター, 「NASDAQ 中心とした米國店頭市場」, 『投資月報』, 1994.5.
- 日興リサーチセンター, 「米國ベンチャービジネス. 벤チャーキャピタル의 實態」, 『投資月報』, 1994.11. 1994.11.
- 日興リサーチセンター, 「歐洲의 新規公開市場と 벤チャーキャピタル」, 『投資月報』, 1995.5.
- Gladstone, D., *Venture Capital Investing*, Prentice Hall, 1989.
- Sutton, D. P. and Benedetto, M.W., *Initial Public Offerings: A Strategic Planner for Raising Equity Capital*, Probus Publishing Co., 1988.