

코넥스(KONEX)시장의 재도약을 위한 제도개선 연구

김윤경 (인천대학교 동북아국제통상학부 조교수)*

신현한 (연세대학교 경영대학 경영학과 교수)**

조병문 (연세대학교 경영대학 경영학과 산학협력중점 교수)**

국문요약

본 연구는 중소 및 초기벤처기업이 간접금융과 정책금융에 의존하는 대신 자본시장을 통해 직접 자금을 조달하게 하는 코넥스시장의 재도약 방안을 제시한다. 코넥스시장에서 인적, 물적 상장인프라가 제한된 기업들은 성장하고 벤처투자자와 같은 모험자본은 투자의 조기 회수를 기대할 수 있다. 그러나 2013년 개설 당시부터 제기되어 온 유동성 부족과 거래량 부진은 수급의 문제에 그치는 것이 아니라 가격발견기능까지도 저해해왔다. 또한 코스닥시장의 적극적인 상장요건 완화와 장외시장인 K-OTC시장의 투자수요 흡수로 신규 상장기업이 급감하며 제도 개선이 더욱 요구되고 있다. 본 연구는 비상장기업이 코넥스시장에 상장하고, 이후 코스닥시장에 이전하기까지 작용하는 규제 또는 제도의 개선을 다섯 가지로 제시하였다. 먼저, 투기적 수요에 대한 우려가 적으므로 개인투자자에 대한 기본예탁금 규제를 폐지하여 투자자를 확대해야 한다. 둘째, 지정자문인이 신규 상장사를 발굴하고 지원하는 역할에 충실하도록 지정자문인이 공시를 대리하지 않고 기업이 직접공시하도록 전환하여야 한다. 셋째, 거래량을 증가시키기 위해 상장유지요건으로 도입된 지분분산 5% 의무화를 25%로 확대하되 인센티브 부여 방식으로 운영해야 할 것이다. 넷째, 코스닥시장이 상장요건으로 이익실현요건을 완화해가고 있으므로 신속이전상장에 과도하게 부과된 이익실현요건을 현실화해야 한다. 마지막으로 성실공시와 지분분산을 충족하고 투자자보호 장치를 마련한 코넥스기업들이 코스닥으로 자동이전상장한다면 시장참여자의 불확실성을 감소시키고 코넥스시장의 인큐베이팅 역할을 강화할 수 있을 것이다.

핵심주제어: 코넥스, 기본예탁금, 이전상장, 신속이전상장, 지정자문인, 기업공시

1. 서론

코로나19 팬데믹 발생 당시 위축되었던 한국 주식시장은 2021년 들어 회복에 그치지 않고 기록적 성장세를 보였다. 코스피 지수(KOSPI: Korean Composite Stock Price Index)는 2021년 1월 사상 최초로 3000시대를 열었으며 코스닥 지수(Korea Securities Dealers Automated Quotation) 역시 닷컴 버블이던 2000년 9월 이후 처음으로 2021년 4월 1000대를 다시 넘어섰다. 장외시장인 K-OTC(Korea Over-The-Counter)는 일평균거래대금과 시가총액 최대 기록을 경신하며 한국 주식시장이 재조명되고 있다. 외형적 성장과 저금리 시대의 투자처로서 주식시장의 역할이 강조되면서 신규 투자자의 진입이 증가하였다. 주식거래활동계좌 수는 2007년 1125만 9천개였으나 2020년 말 3548만 5천개, 2021년 9월에는 5244만 6천개로 증가하였으며 2019년 이후 경제활동인구를 크게 상회하고 있다(금융투자협회, 2021). 또한 한국예탁결제원(2021) 자료에 따르면 주식투자인구는 2015년 499만 명으로 전체 인구 대비 9.1%였으나 5년 만인 2020년에는 911만 명으로 비중이 17.6%으로

급증하였다. 특히 2020년 3월부터 10월까지 신규투자자의 구성은 30대 이하가 54%, 여성이 46%, 1000만원 이하 투자자가 77%로 나타나 새로운 투자자들이 진입하였다(김민기·김준석, 2021). 이와 같은 주식시장의 활황에도 코넥스(KONEX: Korea New Exchange)시장만은 위축이 지속되고 있으며 시장기능조차 약화되고 있다.

코넥스시장은 중소 및 초기 벤처기업의 자금조달을 위한 중소기업전용 시장으로 2013년 7월 개설되었다. 간접금융인 은행대출과 정책금융에 의존하는 창업단계 기업이 시장을 공개하며 성장해가는 인큐베이팅을 목표로하며 이는 코스닥으로 이전상장하는 기업의 증가를 통해 지지되고 있다. 사실 개설 초기부터 부진을 지적받았으며(이장우 외, 2014; OECD, 2016) 코넥스시장의 제도개선이 촉구되었다. 금융위원회는 2014년부터 2019년에 이르기까지 제도적 완비를 추진하였으나 동일한 문제점에 직면하고 있다. 상장기업이 감소하였으며 특히 코스닥시장과 장외시장에 비해 신규상장 수요가 급격히 감소하였다. 또한 시장참여자인 투자자, 기업, 지정자문인이 제도적 한계와 문제점을 지속적으로 제기하고 있어 시장의 기능을 회

* 주저자, 인천대학교 동북아국제통상학부 조교수, yunkim@inu.ac.kr

** 공동저자, 연세대학교 경영대학 경영학과 교수, hanshin@yonsei.ac.kr

*** 교신저자, 연세대학교 경영대학 경영학과 산학협력중점교수, bm.joe@yonsei.ac.kr

· 투고일: 2021-11-10 · 1차 수정일: 2022-01-11 · 수정일: 2022-02-13 · 게재확정일: 2022-02-20

복하고 활성화하기 위한 정책 개선이 필요하다.

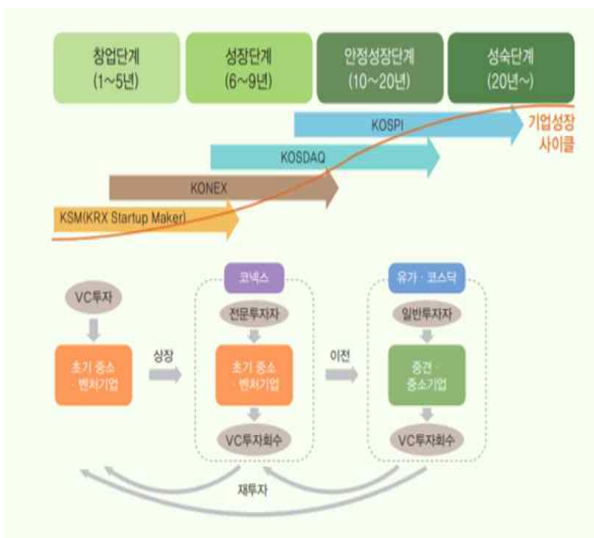
본 연구는 코넥스상장 단계에 따라 개선방안을 제시함으로써 문헌에 기여하고자 하였다. 비상장기업이나 장외시장 기업이 코넥스에 신규 상장하고, 이후 코넥스 상장기간 동안 투자자 확대와 거래 활성화를 통해 시장 내에서 성장하고 코스닥으로 이전한다. 단기 및 장기적 개선 방안으로 구분하고, 각 개선 방안의 대상인 투자자와 기업으로 나누어 설명한다. 이는 벤처기업의 성장 및 투자회수, 재투자자의 기회를 제공하는 플랫폼 연구로서 의미가 있다. 한국의 창업 벤처 생태계는 투자회수가 상대적으로 부진하여 벤처투자 정책대안이 지속적으로 제시되었다(김만수·장재원, 2021; 조병문·신현한, 2020; 최남희, 2017; 최원식 외, 2015). 코넥스시장은 기업의 자금조달 외에도 벤처캐피탈과 엔젤투자 등 모험자본이 코스닥 상장 전 회수의 기회를 제공하고 있으므로 제도개선을 통해 투자회수를 보다 원활히 하고, 재투자자와 같은 선순환을 일으켜 벤처생태계를 발전시킬 수 있기 때문이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장은 코넥스시장의 현황을 살펴보고 III장은 선행연구와 코넥스시장에 대한 과거 주요 개선사항들을 검토한다. IV장은 코넥스시장 제도약방안을 제시하고 V장은 논문을 마무리한다.

II. 코넥스시장의 현황

2.1. 창업기업

정부는 코넥스시장의 개설을 통해 기업성장 사이클에 맞추어 코넥스, 코스닥, 유가증권시장이 연계되며 기업과 자본시장을 연결하는 플랫폼의 역할을 담당하도록 하였다.



출처: 한국거래소(2019)

<그림 1> 한국 주식시장의 구조

<그림 1>과 같이 창업 1-5년의 초기 중소 및 벤처기업을 대상으로 하는 코넥스시장은 코스닥상장 이전에 벤처투자자에게 투자회수의 기회를 제공하는 한편 기업이 필요자본을 전문투자자들에게서 조달하게 된다(한국거래소, 2019). 이후 성장 단계(기업업력 6-9년)에 코스닥으로 이전하고, 안정성장단계(10-20년)와 성숙단계(20년 이상)에서는 유가증권 시장으로 다시 이전하는 지속적인 성장을 기대한다. Bin et al.(2020)은 과거 중소기업의 자금조달 역할을 담당했던 코스닥시장에서 투자자보호가 강화되며 그 역할이 코넥스시장과 P-CBO(Primary Collateralized Bond Obligation)로 대체되었다고 설명하였다. 이에 따라 코넥스시장을 통한 벤처생태계의 선순환을 강조하였다.

<표 1> 코스닥(일반상장)과 코넥스 상장요건의 비교

구분	코스닥		코넥스
	일반기업(벤처 포함)		
	수익성·매출액	시장평가·성장성	
지분 분산 (택일)	① 소액주주 500명 & (a) or (b) (a) 소액주주 25% 미만 : 공모 10% 이상 & 소액주주 지분 25% 이상 (b) 소액주주 25% 이상 : 공모 5% 이상(10억 이상)		-
	② 소액주주 500명 이상 & 공모 10% 이상 & 공모주식수가 일정주식수(주)이상		
	③ 소액주주 500명 & 공모 25% 이상		
	④ 소액주주 500명 & 국내외 동시공모 20% 이상 & 국내공모주식수 30만주 이상		
	⑤ 청구일 기준 소액주주 500명 & 모집에 의한 소액주주지분 25% 이상(or 10% 이상 & 공모주식수가 일정주식수 이상)		
경영 성과 및 시장 평가 등 (택일)	① 법인세처감전계속사업이익 20억원(벤처:10억원) & 시총 90억원	① 시총 500억원 & 매출 30억원 & 최근 2사업연도 평균 매출 증가를 20% 이상	-
	② 법인세처감전계속사업이익 20억원(벤처:10억원) & 자기자본 30억원 (벤처:15억원)	② 시총 300억원 & 매출 100억원 (벤처:50억원)	
	③ 법인세처감전계속사업이익 20억원(벤처:10억원) & 자기자본 30억원 (벤처:15억원)	③ 시총 500억원 & 2배이상	
	④ 법인세처감전계속사업이익 50억원	④ 시총 1,000억원	
		⑤ 자기자본 250억원 이상	
감사 의견	최근 사업연도 적정		적응
지배 구조	사외이사, 상근감사 충족		-
기타 요건	주식양도제한 無, 액면가액 (100원, 200원, 500원, 1,000원, 2,500원, 5,000원)		적응

출처: 한국거래소(2019)

코넥스시장은 중소기업기본법에 따른 중소기업만이 상장할 수 있는 중소기업 전용시장이기 때문에 투자자의 자격을 제한하되 타 시장에 비해 진입이 보다 자유롭다. <표 1>은 코스닥 일반상장과 코넥스상장을 비교한다. 진입을 용이하게 하기 위해 타 시장에 비해 완화된 회계, 지배구조, 공시의무가

부여된다. 코스닥과 유가증권시장 상장기업은 K-IFRS만을 준용하나 코넥스기업은 K-GAAP과 K-IFRS에서 선택이 가능하다(한국거래소, 2019).

출범 이후 현재까지 코넥스시장은 상장기업과 시가총액 등 시장규모가 크게 확대되었다. 외형적 성장은 상장기업 수와 시가총액에서 나타나 2013년에서 2020년까지 각각 45개사에서 143개사로, 9200억 원에서 5.61조 원으로 크게 증가하였다(<그림 2>). 거래대금도 4억 원에서 80억 원으로 늘어났다. 그러나 최근 코넥스시장의 기능과 정체성에 대한 문제가 제기되었다(황의영, 2021). 2017년 154개사에 달했던 상장기업이 2021년 131개사로 감소하였고, 시가총액도 2018년 이후 감소하며 4년 내 최저치인 5.17조 원에 그쳤다. 그러므로 중소기업과 초기벤처기업의 성장사다리 역할과 시장의 필요성에 대한 우려가 증가하고 있다.



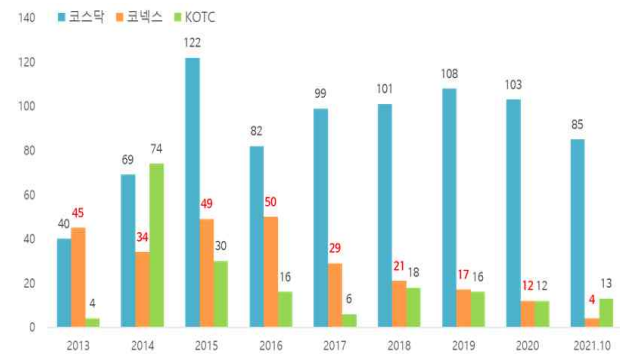
출처: 한국거래소(2022b)

<그림 2> 코넥스시장의 상장기업 수 및 시가총액 추이 (개, 조원)

신규상장의 급격한 감소는 코넥스시장의 위축을 단적으로 보여준다. 코스닥시장과 장외시장인 K-OTC에 비해 신규 상장기업의 감소세가 두드러진다(<그림 3>).

2013년 45개사로 출발하여 2016년 50사로 최대를 기록하였으나 2017년 29개사로 감소하였고, 이후 계속해서 감소하여 2020년에는 12개사에 불과하다. 2021년 10월 기준 4개사이므로 출범 이후 처음으로 한 자릿수를 기록할 가능성이 크다. 코스닥시장의 신규 상장기업은 2013년 40개사였으나 2015년 122개사로 정점을 보인 이후 감소하였으나 2017년 다시 99개사로 증가하고 이후에는 100개 이상의 기업이 공개되고 있다. 2014년을 제외하고 K-OTC의 신규 매매기업은 2017년까지 코넥스 신규상장기업보다 적었으나 2018년 18개로 크게 증가한 이후 코넥스와 유사한 수치를 보이고 있다. 2021년 10월까지 이미 13개사가 신규 매매를 시작해 동기간 코넥스 신규상장기업의 세 배에 이른다. 이는 타 시장 대비 코넥스시장의 경쟁우위 상실로 해석할 수 있다. 코스닥시장의 상장제도 개선이 이루어지고 장외시장 K-OTC에 대한 세제혜택이 부여된 시점과 코넥스상장이 감소한 연도가 일치한다. 2017년 코스닥 시장에서 성장성특례와 이익미실현특례를 도입하면서 상장요

건이 다양화되었고 2018년 진입요건을 완화하며 기업의 코스닥 직상장을 가속화하고 있다. 코스닥상장 요건 완화가 기업의 코스닥 직상장을 유인하는 한편 이로 인해 코넥스상장이 코스닥상장 실패로 오인되는 낙인효과가 발생하게 되었다. 코넥스상장으로 인한 자금조달 역시 거래량 부진으로 극히 제한적이어서 상장기업들이 코넥스상장을 기피하게 되었다. 또한 대체시장인 K-OTC 투자자 대상 증권거래세가 2017년과 2019년 두 차례 인하되고 양도세에서 중소 및 중견기업대상 거래를 면제하면서 코넥스시장에 대한 투자자의 수요가 더욱 감소하였다. 제 3시장인 코넥스시장은 장외시장인 K-OTC와 기업의 상장유치에 있어 경쟁관계에 있다(김성태, 2014; 황성수, 2017). 그러므로 시장참여자 자체의 문제로 여기기보다는 코넥스시장의 제도운영과 정책방향에 대한 고민이 필요하다.



출처: 한국거래소(2021b), 금융투자협회(2021)

<그림 3> 코스닥 및 코넥스시장의 신규상장기업과 K-OTC 신규매매기업 추이(개)

III. 선행연구와 기존 코넥스시장 제도개선 내용

3.1. 선행연구

신시장으로서 코넥스기업의 벤치마크 대상인 해외시장의 성과에 대한 연구가 존재한다. 영국의 AIM(Alternative Investment Market)시장의 성과를 분석한 Arcot et al.(2007)에 따르면 2005년 개설이후 성공적으로 발전해 중소기업의 자금조달 역할을 수행하며 주요 기관투자자의 투자를 유치하고 있다. 월평균거래량이 주시장에 상장한 유사한 규모의 기업과 비슷한 수준으로 주시장으로 이전하지 않고도 성장 목표를 달성하였다. 또한 한국의 지정자문인과 같은 Nomad(Nominated Advisors)의 명성이 높을수록 기업공개 이후 생존률이 높은 것으로 나타났다(Espenlaub et al., 2012). 싱가포르의 Catalist와 홍콩의 GEM(Growth Enterprise Market)을 비교한 Kitano(2015)는 주시장 상장이 어려운 성장기업(emerging growth companies)이 상장요건 수준이 낮고 스폰서 제도가 존재하는 신시장에 상장할 유인이 있고 이로 인해 두 신시장 모두 성장했음을 보였다.

코넥스기업은 유가증권 및 코스닥 상장기업에 비해 연구적 주목도는 낮다. 주로 코넥스시장의 제도에 관련된 연구가 다수이다. 먼저 코넥스시장의 제도 연구는 도입 초기 코넥스시장 설계와 관련되었으며 이를 위해 해외 신시장인 영국 AIM, 싱가포르 Catalist, 홍콩 GEM 등과의 비교연구가 이루어졌다(강동수 외, 2014; 김정주, 2013). 또한 코넥스와 타 시장의 비교, 코넥스시장의 발전과정을 통해 국내 코넥스시장의 정체성과 발전방안이 제시되기도 하였다. 김영주(2014)는 홍콩 GEM과의 비교를 통해 한국 코넥스시장을 코스닥의 하위시장으로 인식하기보다는 첨단기술주 시장으로 코스닥을 활성화하고 코넥스는 모험자본이 적극적으로 활동하는 보조시장의 역할로 강조하였다. 고재중(2014)은 대만 흥케시장과의 비교법적 검토를 통해 코넥스시장의 상장요건 완화, 상장절차별 기간 명시화, 기본예탁금 폐지, 가격협박 방식에 대한 거래를 인정해야 한다고 주장했다. 코넥스시장 초기 2013-2015년의 성장에 대해 OECD(2016)는 영국 AIM과 같은 급격한 성장에 이르지 못했다고 지적하였다. AIM은 출범 2년 만에 308개사가 거래되고 시가총액이 GDP의 0.6%를 보인데 비해 코넥스는 2년 동안 21개사가 상장하고 GDP의 0.2% 시가총액에 그쳐 정부의 활성화 조치 필요성을 나타냈다.

타 국가 신시장과의 비교연구 외에도 코넥스시장의 상장 및 투자 활성화 방안이 제시되었다. 기업의 투자정보 제공 확대, 우량기업 유치와 동시에 제도개선과 투자자에 대한 세제 혜택이 강조되기도 하였다(황성수, 2017). 이장우 외(2014)는 세제혜택보다는 코넥스시장의 매력을 높이는 방향으로 정부정책이 수립되어야 하며 중소기업 관련기관 평가에서 최상위 등급에 위치한 중소기업에게 상장기회를 제공하고 투자자를 확대하여야 한다고 주장했다. 고동원(2018, 2020)은 연속연구를 통해 국제회계기준의 적용과 사외이사 선임, 지정자문인 제도의 정비, 기본예탁금 폐지, 코넥스시장 대상을 중소기업으로 제한하지 않고 확대하는 한편 해외기업을 유치해야 한다고 주장하였다.

실증연구는 제도 또는 정책연구에 비해 제한적으로 존재한다. 코넥스기업과 기업특성이 유사한 비상장기업을 비교한 김문태·이선화(2016)에서 수익성, 성장성이 양호하고 연구개발비 비중이 높으며 기업규모가 작고 업력이 짧을수록 코넥스시장에 상장하는 것으로 나타났다. 이 결과는 중소·벤처기업의 자본조달을 위한 코넥스시장의 취지에 부합된다고 설명하였다. 기업공개 이전 높은 재무성과를 증명하기 위해 유가증권 및 코스닥기업들은 이익을 상향조정하는 것으로 보고되었는데 이는 코넥스기업에도 예외가 아니다(신승하·이유, 2017).

시장의 제도 변화가 미치는 영향을 분석한 실증연구는 김명애·우민철(2017)과 김학겸·안희준(2017)이다. 김명애·우민철(2017)은 2013년 7월 1일부터 2016년 12월 31일까지 기간내 발생한 제도변화인 기본예탁금 인하, 단일가매매 방식에서 접속매매방식으로의 전환, 소액투자 전용계좌 도입의 효과를 분석하였다. 기본예탁금 인하로 인한 시장유동성이나 정보비대칭 개선의 효과를 발견할 수 있었으나 소액투자 전용계좌 도

입은 이러한 효과를 찾을 수 없었다. 또한 접속 매매방식의 변경은 유동성에는 변화가 크지 않으나 투자자간 정보 비대칭성 완화에는 긍정적 영향을 가진다(김학겸·안희준, 2017). 코넥스시장의 문제점으로 지적되어 온 유동성 확대를 위해 실제 활용되지는 않지만 저위험 ETF(Exchange Trade Fund, 상장지수펀드)를 통한 패시브 투자(passive investment)전략이 검토되기도 하였다. 김성호·천세학(2020)은 수익률 분석결과 유가증권시장이나 코스닥에서 많이 활용되는 저변동성(Low Volatility) 틸팅 전략이 아닌 샤프지수(Sharpe Ratio) 최대화 전략이 가장 높은 수익률을 보여 ETF 도입 요구를 뒷받침하였다.

최근 코넥스기업의 코스닥 이전상장이 증가하며 실증적으로도 분석되었다. 이규성·정현철(2021)에 따르면 코스닥에서 코스피로 이전상장을 분석한 선행연구와 같이 코넥스에서 코스닥으로 이전상장한 기업의 공시효과는 주가에 긍정적이거나 실제 이전상장시에는 주가에 부정적이다. 조병문 외(2021)는 코스닥시장의 상장경로에 따라 기업을 비교한 결과 직상장이나 SPAC(Special Purpose Acquisition Company)상장에 비해 이전상장기업이 공모주 저평가수준이 낮으며 장기수익률도 높게 나타나 코넥스시장 경유의 긍정적 근거를 제시했다. 앞으로 코넥스 상장기업이 증가하고 시장의 연수가 증가할수록 코넥스기업에 대한 보다 폭넓은 연구가 가능할 것으로 기대되며 이를 위해서는 근본적으로 코넥스시장의 제도적 한계와 개선에 대한 연구가 필요하다.

3.2. 기존 코넥스시장 제도개선 내용

코넥스시장은 2013년 출범 이후 지속적으로 제도적 개선이 이루어졌다. <표 2>로 기존의 주요 제도개선 내용을 항목별로 정리하였다. 첫째, 상장요건은 코넥스시장의 설립목적에 따라 점차 완화되었다. 상장에 필요한 기업의 재무요건이 2015년 폐지되었으며 기술특례상장, 클라우드펀딩 특례상장이 신설되었다. 거래량 부진을 해소하기 위해 2019년 5% 주식분산요건이 도입되었고 이를 충족시키지 못하는 기업은 상장폐지에 이르게 된다. 둘째, 거래와 관련되어서는 매매 방식 및 수량기준의 개선을 통해 거래의 편의를 도모하게 되었다. 특히 개인투자자의 기본예탁금을 완화하였다. 전문투자자시장으로 출범하였기 때문에 기본예탁금은 최초 3억 원이었으나 2015년 1억 원으로 인하한 이후 2019년 3천만 원으로 다시 인하였다. 셋째, 지정자문인의 부담을 완화하는 제도 개선이 이루어졌다. 2019년 지정자문인에게 손실이 발생할 수 있는 LP(Liquidity Provider)의무 부담을 완화하였다. LP제도는 매 거래일 14:30전까지 거래가 체결되지 않은 종목의 경우 지정자문인이 10분 이내에 매수·매도 양방향으로 호가를 제출하도록 의무화하여 유동성을 공급하게 한 제도이다. 2019년 거래규모가 지나치게 적은 종목을 제외하고 3년이 경과한 기업에 대해서는 LP의무를 종료하도록 하였다. 또한 그동안 금지되

있던 지정자문인의 자문 코넥스기업 투자를 허용하였다. 지정자문인의 역할에 대해서만 강조되어 왔으나 지정자문인의 부담을 완화하고 본연의 업무인 상장사 발굴에 집중하도록 한 데 의의가 있다. 넷째, 중소기업이라는 투자대상에 대한 위험우려를 반영하여 투자자 보호체계를 지속적으로 확충하고 있다. 정보제공을 확대하고 보호체계를 코스닥 수준으로 올려 코넥스시장의 신뢰성을 높이고자 하였다. 이처럼 금융위원회는 상장요건을 완화하고 기업의 성장 인센티브를 제공하는 동시에 거래를 활성화하고자 하였다. 또한 기업의 금전적 부담을 줄여주기 위해 국가보조금을 활용하여 2020년과 2021년 코넥스의 상장 및 유지비용에 대한 정부예산 지원사업이 실시되었다.

<표 2> 기존 코넥스시장의 제도개선 요약

분류	연도	내용
상장 상장폐지	2014	전문엔젤투자자, 벤처캐피탈이 20% 이상 투자한 중소·벤처기업에 대한 상장 재무요건 완화
	2015	상장 재무요건 폐지, 기술특례상장 제도 신설
	2017	크라우드펀딩 특례상장 제도 신설, 지정기관투자자 및 기술특례상장 요건 완화
	2019	신규상장기업 외부감사 부담 완화, 주식 분산요건(5%) 도입
거래	2014	단일거래매에서 점속매매 변경, 매매수량단위 축소(100주→1주), 시간외대량매매 도입
	2015	개인투자자 기본예탁금 인하(3억원→1억원), 코넥스 소액투자전용계좌 도입
	2019	개인투자자 기본예탁금 인하(1억원→3천만원), 시간외대량매매 가격제한폭 확대
지정자문인	2019	LP(유동성공급)부담 완화, 자문기업 투자허용
신속이전 상장	2014	신속이전상장 요건 다양화 및 외형요건 완화
	2017	신속이전상장 요건 완화 및 보호예수 의무기간 단축
	2018	신속이전상장 성장성 요건(Track 5) 추가 신설
	2019	신속이전상장 질적심사(계속성) 면제 내실화
투자자 보호	2017	코넥스기업에 대한 투자정보 확충
	2019	코스닥시장에 준하는 투자자보호 체계 구축

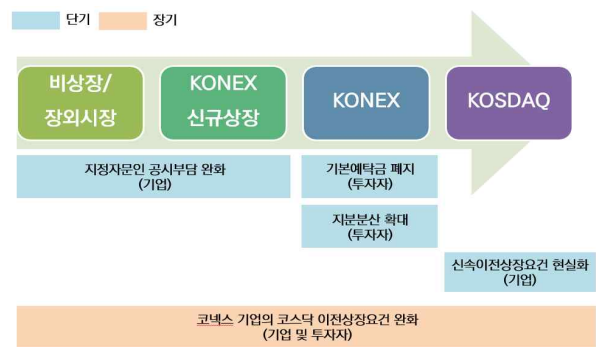
출처: 금융위원회·한국거래소(2019) 및 기존 보도자료 이용하여 저자 정리

위와 같이 코넥스시장 활성화를 위해 제도적 개선을 지속적으로 시행해왔으나 수치적 증감에 그치거나 중소 및 벤처기업의 역량에 비해 과도하거나 시장변화를 반영하지 못한 제도들이 여전히 존재한다. 상장요건을 완화하였으나 코스닥시장이 이익미실현 기업의 상장기회를 제공하고 장외시장이 활성화되며 코넥스시장 상장유인이 축소되었다. 또한 기본예탁금으로 3억 원에서 두 차례 인하한 3천만 원을 개인투자자에게 요구하고 있으나 이는 장외시장에도 존재하지 않는 진입장벽으로서 투자자의 수를 한정시키고 있다. 지정자문인의 부담이 과도하다는 비판에 따라 유동성공급 부담을 완화시켰으나 여전히 기업공시 등의 부담을 가지고 있으므로 기업발굴 및 관리 역할이 제한적일 수밖에 없다. 더욱이 성장사다리로서 코넥스 상장기업에게 코스닥으로 신속이전상장 기회를 제

공하고 있으나 신속이전상장에서 요구하는 이익 기준 등이 신생벤처 또는 중소기업에게 비현실적으로 높게 책정되어 있다는 비판에 직면하고 있다. 이에 따라 코넥스를 경유하는 대신 코스닥 직상장을 추진하는 기업이 증가하고 있으며 무용론도 대두되고 있다. 따라서 중소 및 초기 벤처기업의 자본조달이라는 설립목적에 부합하기 위해 시장참여자인 기업, 투자자, 지정자문인의 참여를 제약하는 요인들에 대한 근본적 개선이 필요하다. 나아가 단기적인 문제해결만이 아니라 장기적으로 코넥스시장의 차별화 및 경쟁력 강화가 이루어지도록 제도가 마련되어야 할 것이다.

IV. 코넥스시장 제도약을 위한 제도개선 방안

II장에서 서술한 코넥스시장의 상장과 거래량 위축은 제도적 한계에 따른 기업, 투자자, 지정자문인의 참여 인센티브 축소에 기인한다. III장과 같은 정책당국의 제도개선에도 부진이 지속되며 개선의 효과가 미미하였다. 그러므로 코넥스시장의 설립목적에 부합하도록 참여자의 인센티브를 고취시키는 근본적 제도개선이 필요한 시점이다. 현 제도 하에서 참여자에게 부여된 과도한 부담을 현실화하는 동시에 징벌적 규제보다는 인센티브를 부여하는 방식으로 개선방향이 전환되어야 한다. 또한 시장거래의 활성화에 그치는 것이 아니라 상장기업이 경쟁력을 강화하면서 코넥스시장이 발전하도록 해야 할 것이다. 이에 따라 본 장에서는 <그림 4>와 같이 코넥스상장에 따른 기업성장을 반영하여 5가지 제도개선 방안을 제시한다. 비상장 또는 장외시장 거래기업의 코넥스 신규상장, 코넥스 상장유지, 코스닥으로의 이전상장으로 구분하여 단계별 문제점에 대한 개선안을 마련하되 단기 및 장기로 분류하였다.



<그림 4> 코넥스시장의 제도약을 위한 제도개선 제안

단기적으로는 기본예탁금의 폐지, 지정자문인의 공시부담 완화, 지분분산의 확대, 신속이전의 이익요건 완화를 제시한다. 나아가 코넥스상장의 불확실성을 감소시켜 기업 및 투자자의 코넥스시장 참여를 확대하기 위한 근본적 대안으로서 코스닥으로의 이전상장 요건 완화방안을 논의한다.

4.1. 기본예탁금의 폐지

코넥스시장은 전문투자자시장으로 개설되어 개인투자자 보호를 목적으로 기본예탁금이 도입되었으나 일반투자자의 진입을 제한하는 역할을 한다. 일반투자자는 3천만 원 이상의 기본예탁금을 예치(업무규정 제62조)하거나 3천만 원 이하의 소액투자전문계좌를 개설한 경우(업무규정 제62조의2)에만 코넥스시장에서 투자가 가능하다. 2013년 코넥스시장 출범 당시 3억 원이던 기본예탁금은 2015년 1억원, 2019년 3000만원으로 두 차례 인하되었다. 기본예탁금의 인하를 통해 시장의 유동성이 증가하고 투자자간 비대칭성이 완화된 연구 결과가 존재하나(김명애·우민철, 2017) 투자의 위험이 크다는 인식으로 인해 현재까지 유지되고 있다. 기본예탁금제도 정비에 대한 주장은 코넥스시장 설립부터 존재했다. 중소기업 전용시장으로서 영국의 AIM과 싱가포르의 Catalist를 벤치마크하여 제도를 정비하였으나 두 시장에 존재하지 않는 기본예탁금을 추가규제로 도입했기 때문이다. 더욱이 국내 장외시장인 K-OTC조차 기본예탁금으로 투자자 참여를 제한하지 않는다. 코넥스시장에서 거래되는 기업은 유가증권이나 코스닥시장만큼 높은 수준의 상장요건은 아니지만 거래소에 규정된 상장요건을 충족하고 지정자문인의 관리 및 감시를 받고 있으므로 장외시장에서 거래되는 기업에 비해 투자위험이 높다고 보기 어렵다.

최근 다른 금융상품의 기본예탁금 정책 변화들을 바탕으로 코넥스시장의 기본예탁금 필요성이 재검토되어야 할 것이다(<표 3>). 현재 국내에는 코넥스시장 외에도 파생상품 및 레버리지 ETF와 ETN(Exchange Traded Note)에 기본예탁금이 존재한다. 코넥스시장의 기본예탁금은 3천만 원인데 비해 파생상품 거래에는 1천만 원으로 책정되어 있다. 레버리지 ETF와 ETN은 2021년 1월부터 기본예탁금 규제가 도입되었고 조건 충족 여부에 따라 면제에서부터 3천만원까지이다. 세 가지 요건이 제시되었는데 1. 국내상장파생 ETF 또는 ETN 거래신청일 90일 경과, 2. 직전 3개월 평균 500만 원 이상 3. 레버리지 ETP 투자경험 충족(직전월 매수금액 1,000만 원 이상)이다. 모든 조건을 충족할시 기본예탁금은 면제, 1과 2 두 개의 조건을 모두 만족하면 기본예탁금 500만원, 1 또는 2의 조건을 만족하면 1000만원, 1과 2 어느 조건도 만족하지 못한다면 3000만원이 거래에 필요하다. 금융위원회는 레버리지 ETF와 ETN의 기본예탁금을 도입하면서 투기적 수요의 무분별한 시장진입을 차단하는 효과를 위한 것이라고 설명하였다(금융위원회, 2020). 이에 비해 2019년 파생상품의 기본예탁금을 3000만원에서 1000만원으로 완화하며 시장위축에 따른 진입규제 합리화 조치임을 밝혔다(금융위원회, 2019). 코넥스시장은 투기적 수요가 존재할 가능성이 낮고 파생상품과 달리 원금손실 가능성이 존재하지 않는데도 상대적으로 높은 기본예탁금을 요구하고 있어 과잉규제적 측면이 존재한다. 기본예탁금을 추가적으로 인하한다 해도 기본예탁금이 존재하는 한 투자자

의 진입장벽이 유지되므로 전면적 폐지가 필요하다. 지정자문인 제도를 통해 투자자를 보호하는 장치를 마련하였으므로 거래를 통한 시장 활성화를 위해 기본예탁금을 폐지하는 것이 바람직할 것이다.

<표 3> 금융상품별 기본예탁금 및 손실가능규모

금융상품	기본예탁금	원금이상손실
코넥스	3천만원	X
장외시장	X	X
파생상품	1천만원	○
레버리지 ETF/ETN	면제-5백만원	X
	1천만원	
	1.5-3천만원	

출처: 금융위원회(2019; 2020), 한국거래소(2019) 및 기사 이용하여 저자 정리

4.2. 지정자문인의 공시부담 완화

코넥스시장이 다른 증권시장과 차별화되는 특징은 지정자문인 제도이다. 해외 신시장에도 존재하며 영국 AIM의 Nomad, 싱가포르 Catalist의 Sponsor와 유사하다. 코넥스 상장요건이 타 시장에 비해 엄격하지 않으므로 보완장치로 도입되었다(고동원, 2018; 2020). 지정자문인은 상장적격성 심사 업무부터 유동성 공급, 공시 및 신고 업무 등을 대리하며 상장기간 전반에 코넥스기업을 지원하는 동시에 투자자 보호의 핵심적인 역할을 담당한다. 고동원(2018)은 지정자문인에 대한 규정 강화를 통해 코넥스시장을 개선하고자 하였으나 이는 지정자문인과 기업 모두 효용대비 높은 부담에 대한 개선이 되지 못한다. 지정자문인의 책임이 지나치게 강조되어 증권사가 기업 상장을 유치하지 않고 이로 인해 시장이 결국 폐쇄된 도쿄 AIM의 사례를 상기할 필요가 있다(금융투자협회, 2013). 그러므로 지정자문인이 기업발굴과 같은 본연의 역할에 충실하기 위해서는 추가적인 부담으로 작용하는 공시제도 개선이 필요하다.

먼저 증권사에게 지정자문인 수행은 수익대비 고비용 사업이므로 증권사의 신규 코넥스 상장사 발굴과 상장지원의 인센티브가 낮다. 기업상장에 따른 자문수수료는 코스닥 상장시 일반적으로 3억 원인데 비해, 코넥스 상장에서는 5천만 원의 수익에 그친다. 코넥스기업의 지정자문인으로 선임되면 추가적으로 연 5천만 원의 상장유지수수료가 발생하나 이에 비해 업무가 과중하다. 또한 지정자문인은 3년 동안 유동성 공급(Liquidity Provider) 의무에 따라 매 거래일 거래가 체결되지 않은 종목에 대해 매수·매도 양방향으로 호가를 제출해야 한다. 이로 인한 손실에 대한 부담도 크다. 더욱이 수시업무로 공시, 재무, 경영투명성 등에 자문하고 있으므로 지정자문인으로 시장참여 자체에 대한 증권사의 회의감이 만연하다. 실제로 일부 대형증권사는 지정자문인 업무를 중단하고 있으며 특정 증권사들에게 쏠림현상이 발생하고 있다. 신규상장 기업

의 지정자문인 증권사는 2016년 19개였으나 2020년에는 9개로 감소하였다(<표 4>). 특히 2개 또는 3개 이상의 기업을 담당한 증권사는 더 크게 감소하였다. 그러나 제도운영에 있어 증권사만이 아니라 중소기업 역시 애로를 호소한다. 지정자문인에 대한 지출이 증권사에게는 적은 금액이라 하더라도 투자 및 자본조달이 시급한 성장 초기단계 기업에게는 부담으로 작용하기 때문에 수수료인상이 대안이 될 수 없다.

<표 4> 코넥스 신규상장기업의 지정자문인 지정(개)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
증권사	11	13	15	19	12	9	10	9
2개사 이상	10	9	9	10	9	5	3	2
3개사 이상	8	5	8	8	4	2	2	1

출처: 한국거래소(2021b) 이용하여 저자 정리

그러므로 지정자문인이 대리하는 공시의무를 기업의 직접공시 원칙으로 전환해야 할 것이다. 지정자문인은 상장기업 관리에 대한 부담을 완화하고 기업은 상장유지수수료의 일정부분 인하를 기대할 수 있다. 또한 적극적이고 신속하게 공시업무를 수행하게 되므로 투자자의 효용도 증가하게 된다. 이를 위해서는 한국거래소의 교육 및 컨설팅 기능이 동시에 강화되어야 한다. 기업규모에 따른 공시규정에 차이가 존재하며, 유가증권이나 코스닥기업에 비해 중소기업과 벤처기업은 공시 관련 전문지식과 인력이 부족하기 때문이다(서완석, 2015). 기업 역량의 한계로 인한 공시 미비 등의 문제점을 방지하기 위해 거래소의 적극적 노력이 필요하다. 나아가 2년간 성실공시를 실시한 기업이 코스닥 이전상장을 추진할 경우 일부 심사생략과 같은 인센티브도 함께 부여된다면 기업뿐만 아니라 코넥스시장 전반의 경쟁력 강화와 공시수준의 향상을 기대할 수 있다.

4.3. 지분분산 확대 인센티브 부여

코넥스시장이 부진한 데 대한 근본적 원인으로 거래 부족으로 지적되어 왔다(최정우, 2019). 거래부진으로 인한 가격의 신뢰성에 대한 문제는 원활한 투자 회수와 재투자자를 제약한다. 가격발견이 이루어지지 않으므로 다시 거래부진으로 이어져 악순환이 된다. 코넥스시장의 시가총액 매매회전율과 상장주식회전율은 코스닥시장에 비해 현저히 낮으며 이는 발행주식 중 유통되는 주식의 수가 적은데 있다(이보미, 2016). 정부는 거래량 부진에 대응해 2019년 4월 코넥스 상장유지조건으로 5% 분산의무를 도입하였다. 최대주주와 특수관계인 등의 지분이 상장일부터 1년 경과할 때까지 95%미만이 되도록, 전체지분의 5%이상을 분산하여 유통물량을 확보하고자 하였다. 분산의무를 충족하지 못한 기업은 거래가 중지되고 1년의 개선기간이 부여된다. 즉시 시행예정이었으나 기업의 분산노력

을 감안하여 2020년으로 유예하였다.

코넥스기업은 상장 이후 지분분산을 확대하고 있다. 상장 당시 13.5%에 불과한 평균 소액주주 지분율은 코넥스시장 상장 2년 후 23.9%로 증가하는데 특히 이전상장기업의 지분분산은 큰 폭으로 증가한다(한국거래소, 2021a). <표 5>에서 보듯이 이전상장기업의 상장시기에 소액주주지분율이 14.2%로 일반기업의 11.9%에 비해 낮았으나 1년 후부터 두 배에 이르는 20.4%로 증가하고 2년 후에는 34.2%에 이른다. 코스닥 상장요건에 주식분산이 포함되어 있어 코넥스상장을 중간단계로 활용하고 있음을 나타낸다. 그러나 단기에 주식분산이 어려운 기업이 존재하며 분산실패에 따른 상장폐지 우려도 증가하였다(심수진, 2020). 분산의무 도입 당시 한국거래소는 최대 26개사가 지분분산이 시급하다고 추정했다(정해용, 2020). 실제 상장요건에 없는 주식분산을 강제하기 때문에 사실상 또다른 상장요건으로 작용하므로 상장 인센티브를 약화시킬 것으로 예상된다. 그러므로 주식분산 요건을 현재의 페널티 방식으로 운영하기 보다는 주식분산비율을 상향하되 인센티브를 부여하는 방식으로 전환하는 것이 바람직할 것이다. 즉, 코스닥 상장요건인 25%이상으로 지분분산을 실시하는 기업에 대해서는 코스닥 이전상장의 심사 일부를 생략하게 하는 것이다. 코넥스 상장기간동안 점진적 지분분산으로 자본조달을 극대화하고 코스닥 이전 시점의 공모주 저평가 가능성을 낮출 수 있으므로 기업의 지분분산을 사전에 유도할 수 있기 때문이다.

<표 5> 상장 이후 연도별 평균 소액주주 지분율 현황 (%)

구분	상장연도	1년 후	2년 후
전체	13.5	18.7	23.9
일반기업	14.2	17.9	19.0
이전상장기업	11.9	20.4	34.2

출처: 한국거래소(2021a)

4.4. 신속이전상장요건의 현실화

코넥스시장은 기업들이 상장을 통해 자금을 조달하고 성장하여 코스닥시장으로 이전상장을 유도한다. 이는 초기 중소기업들에게 코넥스상장의 인센티브로 작용하며 상장기간 내 우수한 재무적 또는 기술적 성과를 보여 실제 이전상장 기업이 증가하고 있다.

<표 6>은 코넥스 신규상장 및 이전상장의 추이를 나타낸다. 이전상장 기업수는 2020년까지 68개사로 2014년 6개사였으나 2018년부터는 3년 연속 12개사에 달해 증가세를 보였다. 한국거래소는 이같은 유인을 확대하기 위해 코넥스 상장 후 1년이 경과한 기업들에게 패스트트랙이라 불리는 신속이전상장 제도를 도입하여 운영하고 있다. 질적 심사 중 기업계속성 심사 면제, 일정요건을 충족하는 경우 경영안정성 심사 면제, 45영업일에서 30영업일로 심사기간의 단축 등 혜택을 제공한

다. 그러나 코스닥 상장에 특례상장들이 차례로 도입되며 코넥스시장을 경유하여 코스닥 시장으로 이전상장하는 것에 대한 의문이 제기되고 있다. 실제로 비상장기업이 겪지 않는 회계처리, 공시의무들이 부과되는 코넥스 상장임에도 이전상장의 혜택이 부족하고 신속이전상장의 요건이 지나치게 높다는 지적이 존재한다. SPAC합병 등을 포함해 코스닥으로 이전한 98개 사 중에 신속이전상장 제도를 활용한 기업은 15개사에 불과하므로 신속이전상장 요건의 재정비가 필요하다(한국거래소, 2021a).

<표 6> 코넥스 신규상장과 이전상장 기업 추이(개)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
신규상장	45	34	49	50	29	21	17	12
이전상장	-	6	8	11	7	12	12	12
상장기업수	45	71	108	141	154	153	151	143

출처: 한국거래소(2021b) 이용하여 정리

<표 7> 코넥스 신속이전상장 요건

	공통요건	개별요건
TRACK 1	① 코넥스시장 상장후 1년 경과 ② 지정자문인추천 ③ 기업경영의 건전성 등 충족	①최근사업연도영업이익 ②최근사업연도매출100억원이상 ③기준시가총액 300억원 이상
TRACK 2		①(직전사업연도)ROE10%이상 ②(최근 사업연도) ROE 10% & 법인세비용차감전계속사업이익 20억원 이상
TRACK 3		①최근사업연도법인세비용차감전계속사업이익 20억원 ②최근 사업연도 ROE 20% 이상
TRACK 4		①최근 사업연도매출액 200억원이상 ②최근 사업연도 매출액이 직전사업연도 대비 20%이상 증가 ③최근 사업연도 영업이익 10억원 이상
TRACK 5		①소액주주지분율10%이상 ②시가총액이 2천억원이상 & 자본금규모초과 ③기준시가총액 3천억원 이상

출처: 한국거래소(2019)

신속이전상장은 <표 7>과 같이 기업특성에 따라 5가지 트랙 중에서 선택할 수 있다. 트랙에 관계없이 코넥스시장 상장 이후 1년 경과하고 지정자문인의 추천을 받아야 하며 기업경영의 건전성을 충족해야 한다. 각각의 트랙은 이익, 성장성, 분산 등을 요구하고 있다. 현 제도의 가장 큰 문제점은 초기 중소벤처기업을 대상의 제도임에도 이익요건이 과도하다는 데 있다. 2019년 도입된 트랙 5를 제외하고 모든 트랙에 이익실현 요건이 존재하고 영업이익과 일정수준 이상의 자본수익률을 충족해야 한다고 명시하고 있다. 그러나 초기투자 특히 연

구개발 투자가 중요한 기업은 이익을 실현하기 어려우며 10~20%에 이르는 ROE(Return on Equity)는 현 코스닥 상장기업에게도 과도한 수치이다. NICE신용평가정보의 KISVALUE DB에서 과거 2개년도의 재무정보가 존재하는 2021년 코스닥 비금융 상장기업은 1242개이다. 이들 기업 중 2020년 자기자본순이익률이 10%와 20%이상인 기업은 각각 292개, 109개로 비중은 23.5%와 8.8%에 불과하다. 코로나19 이전인 2019년의 자기자본순이익률에 있어서도 그 비중은 25.5%와 9.7%에 그친다. 특히 기업의 성장성과 기술을 강조하며 코스닥시장은 기술특례 상장과 이익미실현요건을 도입하였다. 상위시장인 코스닥에서조차 기업이 적자를 내고 있더라도 성장 잠재력이 있다면 주식시장 상장의 기회를 주는 것에 비추어 이익요건 대신 기술력과 소액 투자자확보 등을 반영한 트랙을 추가적으로 신설할 필요가 있다. 신설 트랙의 성과에 비추어 이익요건에 대한 점진적 폐지도 고려할 수 있을 것이다.

<표 8> 코스닥상장의 외형요건 비교

일반상장 (이익실현 상장)	성장성특례	이익미실현특례 (테슬라 요건)
①법인세차감전 계속사업이익 20억원 이상 & 시총 90억원 이상 ②법인세차감전 계속사업이익 20억원 이상 & 자기자본 30억원 이상 ③시총 200억원 및 매출 100억원 이상 & 계속사업이익이 있을 것 ④법인세차감전 계속사업이익 50억원 이상	①자기자본 10억원 ②시가총액 90억원 *성장주선인이 성장성을 평가하여 추천한 중소기업에 한정	①시총 500억원 & 매출액 30억원 & 2년 평균 매출액증가를 20% ②시총 500억원 & PBR 200% ③시가총액 1천억원 이상 ④자기자본 250억원 이상 ⑤시가총액 300억원 이상 & 매출액 100억원 이상

주. 각 상장에 따라 요건 중 하나를 충족할 것
출처: 한국거래소(2022a)를 활용하여 정리

증권거래소의 국제 경쟁이 격화되며 국내 증권거래소의 상장요건에 대한 전체적 변화가 필요한 시점이다. 2021년 4월 해외 나스닥과의 상장 경쟁을 위해 유가증권시장은 시가총액이 1조원만 넘으면 재무적 요건 없이도 상장을 허용하며 코스닥시장의 위축이 예상되고 있다(임근호, 2021). 상장요건의 완화는 다른 시장에 예상하지 못한 파급효과를 불러오고 있다. 코스닥의 상장요건 완화가 코넥스시장의 신규상장 부진을 불러왔으므로 이익요건 외에도 전반적 재검토가 필요하다. 이익요건이 존재하지 않는 신속이전상장요건 Track 5는 성장성 트랙이지만 시가총액 2천억 원 기준은 코스닥시장의 성장성 특례와 이익미실현특례에서 요구하는 시가총액에 비해 크므로 이에 대한 개선이 필요하다(<표 8>). 나아가 자본시장의 성장사다리 역할을 위해서는 코넥스기업의 신속이전상장요건 완화와 함께 신속이전상장의 혜택을 확대하는 개선이 이루어져야 할 것이다.

4.5. 코스닥 이전상장 요건 완화

코넥스시장의 불확실성은 수요와 공급 중 어느 한 측면에만 존재하는 것이 아니라 양 측면에 존재하고 불확실성이 증대되며 현재의 위축을 불러왔다. 투자자는 초기 벤처 및 중소기업의 미래와 성장가능성이 담보되지 않으므로 투자수익에 대해 우려하는 한편 기업은 코넥스 상장으로 인한 금전적, 비금전적 비용에 대비해 상장을 통한 자본조달 등 효과가 명확하지 않아 상장자체에 미온적일 수 있다. 그러므로 불확실성을 근본적으로 해소하고 수요와 공급의 선순환을 위해 코스닥 자동이전상장을 도입할 필요가 있다. World Federation of Exchanges(2016)에 따르면 현재까지 중소기업 대상 시장의 사례에 조건없는 자동이전상장 제도는 존재하지 않는다. 그러나 베이징증권거래소 SME는 2년 이상 상장기업이 자본금의 추가 요건을 만족할 때에 이전상장이 가능하다. 또한 2020년 중국 신삼판은 상장이후 1년 이상 경과한 우량기업들에 대해 과장판 또는 창업판 상장이 가능하도록 허용하기도 하였다(손미경, 2021). 따라서 국내에서도 일정 기간 이상 코넥스상장을 유지한 우수기업의 이전에 대해 더 적극적인 논의가 필요하다. 더욱이 코스닥시장과 장외시장 사이에서 코넥스상장의 긍정적 효과를 극대화하고 상장인센티브를 강화하는 제도적 혁신방안이 마련되어야 하기 때문이다.

코넥스시장은 중소기업 전용시장이므로 상위시장인 코스닥에 비해 기업의 건전성과 안정성이 부족하다는 인식이 크지만 그렇지 않다. 코넥스기업은 공시를 통해 투자자와의 소통을 증가시키고 있으며 이는 비상장기업에게 기대할 수 없는 역량강화이다. 한국거래소(2021a)에 따르면 공시 관련 인프라 및 인력이 부족한 상장 당시에는 수시공시가 연평균 1건이나 상장 5년 후에는 6건으로 상향되었다. 코넥스시장 출범 이후 불성실공시법인으로 지정된 건수는 총 36건이고 2020년 상장기업 대비 불성실공시법인 지정건수는 5.1%로 코스닥시장의 8.2%에 비해 크게 낮은 것으로 나타났다. 또한 경영진과 기업의 건전성을 평가할 수 있는 횡령 및 배임 혐의로 두 시장을 비교하였을 때에도, 코넥스시장은 1건이나 코스닥시장은 2020년에만 43건에 달한다. 이전상장, 회흡수합병, 자진상폐를 제외하고 기업부실로 인한 코넥스기업의 퇴출은 14건인데 파산, 부도, 사업보고서 미제출은 각각 1, 2, 1건으로 대부분 감사의견 비적정에 의한 것이다. 코스닥시장에서 감사의견 비적정으로 퇴출된 사례는 102건으로 그 비중이 코넥스시장과 유사하므로 코넥스시장의 기업부실 위험이 높다고 볼 수 없다.

코넥스기업의 이전상장의 효과를 분석한 조병문 외(2021)의 연구는 코넥스시장의 유의미성을 보완한다. 코스닥기업의 상장경로에 따라 단기 및 장기 효과를 비교하였다. 상장 당일에서 3일까지 공모주 저평가에 있어 직상장이나 SPAC상장에 비해 공모주 저평가 현상이 낮은 것으로 나타났다. 또한 코스닥 지수 대비 매입보유초과수익률은 상장이후 2년까지 지속적으로 양으로 나타나 음을 보인 직상장보다 높은 수익률을

보였고 이는 상장기간이 경과함에 따라 확대되었다. 위의 연구 및 통계현황은 코넥스상장의 효과를 반영하므로 보다 장기적 대안으로서 기존에 고려되지 않았던 자동이전상장 도입을 논의할 수 있을 것이다. 제도적 규제를 최소화하고 시장의 평가로 기업이 성장할 수 있도록 상장기간 내 투자자보호 조건을 충족한 코넥스기업이 코스닥으로 별도의 심사없이 이전할 수 있도록 하는 것이다. 코스닥으로 이전상장이 보장된다면 투자자와 기업이 감수해야하는 불필요한 불확실성을 감소시킬 수 있기 때문이다. 다만 그 대상은 일정수준 이상의 거래량을 유지하고, 코스닥 수준의 분산요건을 충족하고 성실공시를 통해 투자자보호의 책임을 다한 기업에 한정해야 할 것이다. 또한 이전상장을 위한 특정 시점 또는 일시적 성과가 아닌 기업의 성실성과 지속가능성을 유지하기 위해 2년 이상의 상장경험이 전제될 필요가 있다. 더불어 기업과 경영진의 불법행위와 같은 예외요건을 추가하여 제도적 완비성을 높인다면 코넥스시장의 목표인 인큐베이팅 역할을 보다 강화하게 될 것이다.

V. 결론

최근 국내 주식시장의 투자인구가 증가하면서 대부분의 증권시장이 외형적으로 크게 성장하였으나 코넥스시장은 부진이 지속되고 있다. 그러나 코넥스시장의 위축이 시장의 가치를 부정할 수는 없다. 영국의 AIM, 싱가포르의 Catalist 등 신시장을 벤치마킹하여 출범한 코넥스시장은 중소기업과 초기 벤처기업의 자금조달 플랫폼 역할을 담당한다. 인적, 물적 인프라가 제한된 기업들은 코넥스시장 상장을 통해 외적 질적 성장을 기대할 수 있다. 또한 벤처투자자와 같은 모험자본은 코넥스상장을 투자 회수의 기회로 활용할 수 있다. 그러나 코넥스시장 개설당시부터 제기되어 온 유동성 부족과 거래량 부진은 수급의 문제에 그치는 것이 아니라 가격발견기능을 저해해왔다. 이를 위해 제도개선이 지속적으로 진행되었으나 코스닥시장의 적극적인 상장요건 완화와 장외시장인 K-OTC 시장의 투자수요 흡수로 신규 상장기업이 급감하며 시장의 역할에 의문이 제기되었다. 그러므로 제도개선을 통해 시장의 기능과 역할을 강화하여야 한다. 본 연구는 비상장기업이 코넥스시장에 상장하고 이후 코스닥시장에 이르기까지 작용하는 규제 또는 제도의 개선을 단기 및 장기로 나누어 제시하였다. 먼저, 일반투자자의 참여를 확대하기 위해 투기적 수요에 대한 우려가 적은 코넥스시장의 개인투자자에 대한 기본예탁금 규제를 폐지하여야 한다. 둘째, 지정자문인이 신규 상장사를 발굴하고 지원하는 역할에 충실하도록 공시대리업무를 기업이 직접공시하도록 전환하여야 한다. 셋째, 거래량을 증가시키기 위해 상장유지요건으로 도입된 지분분산 5% 의무화를 25%로 확대하는 대신 인센티브 부여 방식으로 운영해야 할 것이다. 넷째, 코스닥이 이익실현을 완화해가고 있으므로 신속이전상장에 과도하게 부과된 이익실현요건을 현실화하여

야 한다. 마지막으로 시장참여자의 불확실성을 감소시키기 위해 일정기간 상장을 유지하고 투자자보호 장치를 마련한 기업들이 코스닥으로 자동이전상장한다면 코넥스의 인큐베이팅 역할을 강화할 수 있다. 본고는 정책당국자가 시장참여자의 개선요구에 대해 항목의 당위성에 함몰되기 보다는 타 시장과의 비교 등을 통해 수용하지 않아야 하는 이유들을 검토한다면 보다 합리적인 정책을 수립할 수 있음을 시사한다.

금융위원회는 2021년 말 코넥스시장의 제도개선을 발표할 것으로 알려졌다(김현경, 2021). 향후 발표되는 제도와 기존 정책의 효과에 대해 실증연구로 검증이 필요할 것이다. 본 연구는 코넥스시장의 재도약 방안에 중점을 가진데 한계가 존재한다. 코넥스시장은 코넥스-코스닥-유가증권으로 이어지는 한국 주식시장의 한 축이기 때문에 타 시장의 제도개선과 투자자의 변화는 다른 시장에 의도하지 않은 부정적 파급효과를 발생시킨다. 코스닥-유가증권 시장의 발전방향과 연계해 보다 종합적이고 총체적인 한국 증권시장에 대한 정책연구가 이어지기를 기대한다.

REFERENCE

강동수·황세운·남창우·구자현·김진호·전소영·김갑래·김준석·이인형 (2014). *코넥스(Konex) 활성화 방안에 대한 연구(경제인문사회연구회 미래사회 협동연구총서 14-13-01)*. 세종: 경제인문사회연구회.

고동원(2018). 코넥스(KONEX)시장의 지속 성장을 위한 법제도적 개선 방안. *증권법연구*, 19(1), 307-339.

고동원(2020). 코넥스(KONEX)시장 지정자문인 제도의 개선 방안. *증권법연구*, 21(1), 107-143.

고재중(2014). 한국 대만의 중소기업 전용 주식시장의 비교법적 검토. *법학연구*, 22(1), 1-28.

금융위원회(2019). *혁신성장과 실물경제 지원을 위한 파생상품시장 발전방안 보도자료* Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.

금융위원회(2020). *ETF/ETN 시장 건전화 방안 보도자료* Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.

금융위원회·한국거래소(2019). *중소기업 지원과 회수시장 역할 강화를 위한 코넥스시장 활성화 방안*. Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.

금융투자협회(2013). *코넥스 관련 해외사례 및 시사점*. Retrieved from http://www.kofia.or.kr/brd/m_48/list.do.

금융투자협회(2021). *종합통계포털*. Retrieved from <http://freesis.kofia.or.kr>.

김민수·강재원(2021). 정책 패러다임 관점에서 살펴본 창업정책 변화. *벤처창업연구*, 16(3), 43-58.

김명애·우민철(2017). 코넥스(KONEX: Korea New Exchange) 시장 활성화 조치: 효과 및 시사점. *벤처창업연구*, 12(3), 191-202.

김문태·이선화(2016) KONEX 신규상장 결정요인에 대한 연구. *국제회계연구*, 66, 335-354.

김민기·김준석(2021). *코로나19 국면의 개인투자자 투자행태와 투자성패 이슈보고서 21-11*. 서울: 자본시장연구원.

김성태(2014). 코넥스의 중장기적 발전방향에 대한 연구: 상장승인 평가가액을 중심으로. *무역연구*, 10(1), 699-722.

김성호·천세학(2020). 코넥스(Korea New Exchange) 시장에서 ETF 투자전략에 관한 연구. *상업교육연구*, 34(2), 53-72.

김영주(2014). 홍콩 자본시장의 상장제도와 규제. *성장기업시장(GEM)을 중심으로*. *경영법률*, 24(2), 307-361.

김정주(2013). *코넥스시장의 현황 및 개선방향NARS 현안보고서 213*. 서울: 국회입법조사처.

김학겸·안희준(2017). 코넥스시장의 거래방식 변경이 유동성 및 가격효율성에 미치는 영향. *한국증권학회지*, 46(3), 523-557.

김현경(2021.11.5.). *거래소 코넥스 기본예탁금 3000만원 폐지한다*. 헤럴드경제, Retrieved from <http://biz.heraldcorp.com/view.php?ud=20211105000314>.

손미경(2021.10.21.). *베이징 증권거래소에 상장할 반도체 기업은?*. 디일렉, Retrieved from <http://www.thelec.kr/news/articleView.html?idxno=14284>.

서완석(2015). 회사의 규모에 따른 자본시장법의 공시규제 완화. *사법*, 1(33), 145-195.

신승하·이유(2017). 코넥스 상장기업의 이익조정에 관한 실증연구. *무역연구*, 13(2), 533-549.

심수진(2020.12.18.). *'주식분산 미달' 기업들 상장폐지 위기*. 뉴스토마토, Retrieved from <https://www.newstomato.com/RealNews.aspx?no=1013592>.

이규성·정현철(2021). 투자자인지(Investor Recognition)와 기업가치와의 관계 연구: 코넥스기업의 코스닥 이전상장 효과를 중심으로. *경영학연구*, 50(2), 383-404.

이보미(2016). 금융포커스: 코넥스시장의 기능점검. *주간금융브리프*, 25(11), 12-13.

이장우·홍재범·정희준(2014). 정보비대칭 해소를 통한 코넥스 활성화 방안. *한국증권학회지*, 43(1), 305-325.

임근호(2021.4.15.). *코스피 상장요건 완화...난감한 코스닥*. 한국경제, Retrieved from <https://www.hankyung.com/finance/article/2021040576681>.

조병문·신현한(2020). 스타트업관련 정책의 현황분석과 정책제안: 창업, 성장, 회수 등 단계별 시사점을 중심으로. *벤처창업연구*, 15(2), 97-110.

조병문·신현한·이승철·김윤경(2021). *코넥스시장을 통한 이전상장과 코스닥 다른 상장경로 간 비교분석*. Retrieved from <http://www.konex.or.kr>.

정해용(2020.8.18.). *다음달부터 코넥스 시간 외 거래 물량 늘어난다*. 조선비즈, Retrieved from https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/08/18/2020081802417.html.

최남희(2017). 창업생태계의 성장과 한계에 대한 피드백 구조분석. *한국시스탬다이내믹스연구*, 18(4), 117-145.

최원식·James Manyika·김주완·임정수·오세운·김수호·이국환·안진형 (2015). *벤처산업 선순환 구조 구축: 한국 벤처기업 생태계 조성을 위한 지속가능한 장기성장 경로 모색*. 서울: McKinsey & Company.

최정우(2019.1.30.). *코넥스 덩치 커졌지만 가격발견 기능 약해...유동성 높여야*. 연합뉴스포맷, Retrieved from <https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4014420>.

한국거래소(2019). *코넥스시장의 이해*. 서울: 한국거래소.

한국거래소(2021a). *코넥스시장의 성공적인 재도약을 위한 세미나*. 서울: 한국거래소.

한국거래소(2021b). *KIND 전자공시 홈페이지*. Retrieved from <https://kind.krx.co.kr>.

한국거래소(2022a). *한국거래소 홈페이지*. Retrieved from <http://www.krx.co.kr>.

한국거래소(2022b). *KRX 정보데이터시스템*. Retrieved from <http://data.krx.co.kr>.

- 한국예탁결제원(2021). 증권정보포털 SEIBro. Retrieved from <https://seibro.or.kr>.
- 황성수(2017). 코넥스(KONEX)시장의 발전과정과 활성화 방안에 관한 고찰. *경영사연구*, 32(2), 75-96.
- 황의영(2021.6.7.). 파리 날리는 '코스닥 등용문'..코넥스 올 상장 고작 1곳뿐. 중앙일보, Retrieved from <https://www.joongang.co.kr/article/24075370>.
- Arcot, S., Black, J., & Owen, G.(2007). From Local to Global: the Rise of AIM as a Stock Market for Growing Companies: a Comprehensive Report Analysing the Growth of AIM. *LSE Research Online Documents on Economics*, 23110, London School of Economics and Political Science.
- Bin, K., Jhang, H., Park, D., & Ryu, D.(2020). Capital Markets for Small- and Medium-sized Enterprises and Startups in Korea. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 195-210.
- Choi, J. W.(2019.1.30.). *KONEX has Grown in Size, but the Price Discovery Function is Weak*. Yonhap Infomax, Retrieved from <https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4014420>.
- Choi, N. H.(2017). An analysis on the Feedback Structures of the Limitation and Growth of Korean Entrepreneurial Ecosystems. *Korean System Dynamics Review*, 18(4), 117-145.
- Choi. W. S., James, M., Kim, J. W., Lim, J. S., Oh, S. W., Kim, S. H., Lee, K. H., & An, J. H.(2015). *Build a Virtuous Cycle Structure for Venture Industry: Seeking Sustainable Long-term Growth Path for Creating Ecosystem in Korean Venture Business*. Seoul: McKinsey & Company.
- Chung, H. Y.(2020.8.18.). *After-Hours Trading Volume in KONEX will Increase Next Month*, Chosun Biz, Retrieved from https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/08/18/2020081802417.html.
- Espenlaub, S., Khurshed, A., & Mohamed, A.(2012). IPO Survival in a Reputational Market. *Journal of Business Finance and Accounting*, 39(3-4), 427-463.
- Financial Services Commission(2019). *FSC Introduces Deregulatory Measures to Boost Korea's Derivatives Market*. Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.
- Financial Services Commission(2020). *Measures to Improve ETF and ETN Markets*. Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.
- Financial Services Commission-Korea Exchange(2019). *Revitalizing Measures for the KONEX to Support SMEs and Strengthen Exits*. Retrieved from <https://www.fsc.go.kr/no010101>.
- Hwang, E. Y.(2021.6.7.). *Konex, the Market for Start-ups, is Slowly Vanishing*, JoongAng Daily. Retrieved from <http://www.joongang.co.kr/article/24075370>.
- Hwang, S. S.(2017). The Review on the History and Vitalization of the KONEX(Korea New Exchange). *Market Review of Business History*, 32(2), 75-96.
- Im. G. H.(2021.4.15.). *Easing KOSPI Listing Requirement puts KOSDAQ in Trouble*. Korea Economic Daily, Retrieved from <https://www.hankyung.com/finance/article/2021040576681>.
- Joe, B. M., & Shin, H. H.(2020). Analysis and Proposal of Startup Policy: Focusing on step-by-step Implications such as Startup, Growth, and Recovery. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 15(2), 97-110.
- Joe, B. M., & Shin, H. H., Lee, S. C., & Kim, Y. K.(2021). *A Comparative Study of Transfer Listing from KONEX to KOSDAQ with Other Listing Channels*. Retrieved from <http://www.konex.or.kr>.
- Kang, D. S., Hwang, S. W., Nam, C. W., Koo, J. H., Kim, J. H., Jeon, S. Y., Kim, G. R., Kim, J. S., & Lee, I. H.(2014). *On the Development of KONEX Market(NRC 14-13-01)*. Sejong: National Research Council.
- Kim, H. K., & Ahn, H. J.(2017). The Effects of the Change in the KONEX Trading Mechanism on Liquidity and Price Efficiency. *Korean Journal of Financial Studies*, 46(3), 523-557.
- Kim, H. K.(2021.11.5.). *KRX Abolishes Minimum Deposit Requirement of Thirty Million KRW for KONEX*. Herald Economy, Retrieved from <http://biz.heraldcorp.com/view.php?ud=20211105000314>.
- Kim, J. J.(2013). *Current Situation of KONEX Market and Directions for Improvement(NARS Issue Brief 213)*. Seoul: National Assembly Research Service.
- Kim, M. S., & Kang, J. W.(2021). Entrepreneurship Policy Changes from the Perspective of Policy Paradigm. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 16(3), 43-58.
- Kim, M. K., & Kim, J. S.(2021). *Individual Investors during COVID-19 pandemic: Investment Behavior and Performance(Issue Report 21-11)*. Seoul: Korea Capital Market Institute.
- Kim, M. T., & Lee, S. H.(2016). A Study of Determinants of Initial Public Offerings(IPOs) in the KONEX market. *Korean Accounting Review*, 66, 335-354.
- Kim, M. A., & Woo, M. C.(2017). Regulation Changes to Boost KONEX: Effects and Implications. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 12(3), 191-202.
- Kim, S. H., & Chun, S. H.(2020). A Study of ETF Investment Strategies for the Korea New Exchange Market. *Journal of Business Education*, 34(2), 53-72.
- Kim, S. T.(2014). A Research on Directions for Mid and Long Term Development of KONEX Market -Focusing on Appraisalment of Approved Listings-. *Journal of International Trade & Commerce*, 10(1), 699-722.
- Kim, Y. J.(2014). A Study on Regulations and Systems of Growth Enterprise Market(GEM) in Hong Kong. *Journal of Business Administration & Law*, 24(2), 307-361.
- Kitano, Y.(2015). A Comparison of the Singapore and Hong Kong Emerging-Company Markets. *Nomura Journal of Capital Markets*, 6(4), 1-13.
- Ko, D. W.(2018). Improvements for Sustainable Growth of the KONEX Market in Korea. *Korean Journal of Securities Law*, 19(1), 307-339.
- Ko, D. W.(2020). Improvements for a Nominated Advisor System in the KONEX Market in Korea. *Korean Journal of Securities Law*, 21(1), 107-143.
- Koh, J. J.(2014). A Comparative study on Stock Market of on

- ly Med-Small sized enterprise in Korea and Taiwan. *Journal of Legal Studies*, 22(1), 1-28.
- Korea Exchange(2019). *Understanding KONEX market*. Seoul: Korea Exchange.
- Korea Exchange(2021a). *Seminar for Revitalizing KONEX market*. Seoul: Korea Exchange.
- Korea Exchange(2021b). *KIND, Korea Investor's Network for Disclosure System*. Retrieved from <https://kind.krx.co.kr/main.do?method=loadInitPage&scrnmode=1>.
- Korea Exchange(2022a). *Korea Exchange official website*. Retrieved from <http://www.krx.co.kr>.
- Korea Exchange(2022b). *KRX Market Data System*. Retrieved from <http://data.krx.co.kr>.
- Korea Financial Investment Association(2013). *Overseas Cases related to KONEX and Implications*. Retrieved from http://www.kofia.or.kr/brd/m_48/list.do.
- Korea Financial Investment Association(2021). *FreeSis: Free Statistics and Info Services*. Retrieved from <http://freesis.kofia.or.kr>.
- Korea Securities Depository(2021). *SEIBro*. Retrieved from <https://seibro.or.kr>.
- Lee, B. M.(2016). Financial Review: Key Considerations in Launching KRX Startup Market(KSM). *Financial Research Brief*, 25(11), 12-13.
- Lee, J. W., Hong, J. B., & Jeong, H. J.(2014). Vitalizing KONEX through Reducing Informational Asymmetry. *Korean Journal of Financial Studies*, 43(1), 305-325.
- Lee, K. S., & Chung, H. C.(2021). Study on the Relationship Between Investor Recognition and Firm Value: Based on the Effect of Switching of Stock Listing from KONE X to KOSDAQ Market. *Korean Management Review*, 50(2), 383-404.
- OECD(2016). *OECD Economic Surveys: Korea*. Paris: OECD.
- Shim, S. J.(2020.12.18.). *Companies with Concentrated Ownership are at Risk of Delisting*. NewsTomato, Retrieved from <https://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1013592>.
- Shin, S. H., & Yi, Y.(2017). An Empirical Study on Earnings Management in KONEX. *Journal of International Trade & Commerce*, 13(2). 533-549.
- Son, M. K.(2021.10.21.). *Which Semiconductor Companies will be Listed on the Beijing Stock Exchange?*. THEELE C, Retrieved from <http://www.thelec.kr/news/articleView.html?idxno=14284>.
- Suh, W. S.(2015). Softening of Disclosure Standards based on Company Size. *Juris*, 1(33), 145-195.
- World Federation of Exchanges(2016). *WFE Report on SME Exchanges*. London: World Federation of Exchanges.

A Study on Improvement of the KONEX, the Emerging Exchange for SMEs and Startups

Yun Kyung Kim*
Hyun-Han Shin**
Byoung-Moon Joe***

Abstract

This study proposes policy recommendations for the Korea New Exchange (“KONEX”), which is a financial platform for SMEs and startups that relied on indirect and policy financing in the past. SMEs and venture firms with limited human and physical listing resources can grow through market incubation, and venture capitalists expect an early exit or return on investment. However, the lack of liquidity and sluggish trading volume have weakened the function of the market. Despite prior policy efforts, the number of newly listed companies has decreased while listing demand for KOSDAQ and K-OTC has increased. This study aims to suggest short- and long-term improvements in regulations and throughout the KONEX firms’ listing life cycle. First, the minimum deposit requirement on individual investors should be abolished to increase the number of investors. Second, information disclosure should be conducted by firms so that the nominated advisor can focus on discovering and supporting new listed companies. Third, in order to increase trading volume, the 5% dispersion rule should be changed to 25% dispersion incentive principle. Fourth, a new track without profit condition in expedited transfer listing should be introduced because the KOSDAQ relaxes the profit realization requirements for listing. Lastly, transfer listing without additional review for firms that fulfill ownership dispersion, information disclosure, and investor protection will strengthen the incubating role of the KONEX.

KeyWords: KONEX, Minimum Deposit Requirement, Transfer Listing, Expedited Transfer Listing, Nominated Advisor, Information Disclosure

* First Author, Assistant Professor, School of Northeast Asian Studies, Incheon National University, yunkim@inu.ac.kr

** Co-Author, Professor, School of Business, Yonsei University, hanshin@yonsei.ac.kr

*** Corresponding Author, Industry-University Cooperation Concentration Professor, School of Business, Yonsei University, bm.joe@yonsei.ac.kr