

코스닥시장의 문제점과
제도적 보완과제

2000. 3.

이인실 · 최두열
한국경제연구원

목 차

I. 현황 / 1

1. 급변하는 주변 환경 / 1
2. 코스닥시장의 급성장 / 2
3. 벤처기업과 뮤추얼펀드 중심시장 / 5
4. 거래소의 경쟁시장 / 9

II. 문제제기 / 11

1. 낙후된 시장구조 / 11
2. 규모 확대의 긍정적 및 부정적 효과 / 12
3. 낙후된 인프라구조 / 14
4. 지배구조의 취약성 / 17
5. 코스닥시장 투자자의 성향 및 특징 / 19
6. 정부 정책의 한계 / 20

III. 발전 방안 / 22

1. 코스닥을 포함한 증권시장 전반적인 구조 개편 / 22
2. 건전한 시장환경 조성 / 25
3. 안정적인 자금조달원 역할 / 26
4. 코스닥시장의 인프라 구축 / 30
5. 코스닥시장의 지배 및 운영구조 개선 / 31
6. 코스닥시장의 자율규제기능 강화 / 32

표 차례

- <표 1> 코스닥시장 현황 / 3
- <표 2> Nasdaq · JASDAQ 및 코스닥시장의 비교 / 4
- <표 3> Nasdaq시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이 / 4
- <표 4> JASDAQ시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이 / 4
- <표 5> 코스닥시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이 / 4
- <표 6> 코스닥시장의 업종별 시장규모 및 주가지수 / 5
- <표 7> 코스닥시장의 월별 거래실적 및 지수 동향 / 6
- <표 8> 기업 구분에 의한 코스닥시장 등록요건 / 8
- <표 9> 벤처 및 일반 기업에 공통 적용되는 코스닥시장 등록요건 / 8
- <표 10> 코스닥시장의 거래내역 추이 / 9
- <표 11> 코스닥시장 등록법인 및 시가총액의 증가 추이 / 10
- <표 12> 코스닥시장의 전산시스템 확충 / 15
- <표 13> 각국의 증권매매거래 및 결제절차에 따른 담당기관 / 17
- <표 14> 코스닥시장 주주구성 현황 / 18
- <표 15> 세계 주요 거래소의 합병 및 업무제휴 현황 / 23
- <표 16> 외국의 주요 거래소의 전산시스템 운용 현황 / 30

요 약

현재 전세계의 증권거래소는 국제투자자금의 급격한 이동과 정보통신기술 혁명으로 새로운 패러다임이 형성되는 와중에서 치열한 생존의 길을 모색 중이다. 경쟁구도에도 변화의 물결이 일고 있는 바 국제적인 거래소간 경쟁 및 합병·통합은 물론 국내 거래소간 및 현물·선물거래소간의 합병 등도 변화를 재촉하고 있다. 미국에서는 전자증권거래네트워크인 **ECN**이 등장하여 거래소시장과 경쟁관계를 형성하고 있으며 경쟁력 확보와 대규모 투자비용의 분담을 위해 주식회사로의 전환을 시도하는 거래소들도 늘고 있다.

코스닥시장은 경기회복 및 유동성 증가 등 경제적 요인과 등록 요건 완화 및 세제 혜택 제공 등을 주요 골자로 하는 정부의 제3차 코스닥시장 활성화 방안(1999.5.4)의 발표로 유례없는 성장을 시현 중이다. 이제 코스닥시장은 아시아의 6대 시장 중 하나로 부상하였으며 거래소시장의 경쟁시장으로까지 급성장하였다. 과열 논란에도 불구하고 벤처 및 뮤추얼펀드의 중심시장으로서 코스닥시장은 벤처기업을 중심으로 한 기업군의 주요 자금조달원으로서 국가경제에 이바지할 수 있는 여지가 상당하나 이를 위해서는 현재의 제도적 장치에 대한 보완이 불가피하다.

규모상의 급성장에도 불구하고 투자자를 보호하여 안전한 투자를 유도할 수 있는 시장내의 인프라구조가 매우 취약하다. 대표적인 예가 전산 등 인프라 구축을 위한 증자 등이 불가피함에도 불구하고 코스닥 전산운용에 대한 뚜렷한 방향이 제시되지 못하고 임기응변식으로 대처하고 있다는 점이다. 코스닥시장은 증권업협회가 운영하는 제2의 증권시장으로 시작하였으며 증권업협회가 증권거래법에 의해 상장법인이외 법인 유가증권의 거래에 따른 제반사항을 관리하고 있다.

코스닥시장이 Nasdaq이나 JASDAQ과는 달리 딜러시장이 아닌 경쟁매매시장 구조이므로 그 명칭에도 불구하고 장외시장의 개념이 아닌 독립 거래소로서 시장관리 및 운영 업무 등을 주도적으로 수행하지 못함에 따라 코스닥시장의 관리 및 운영의 질이 양적 성장에 미치지 못하고 있다. 현재 진행되고 있는 세계 증권거래소의 변화에 대응하는 전략적 위치선정에도 어려움이 따르고 있고 자율감독기능도 효과적으로 발휘되지 못하고 있다. 내부 인력 및 지배구조 개선에 대해서도 설득력 있는 방향이 제시되지 못하고 있는 실정이다. 외국의 추세에 끌려 다니는 것이 아니라 주도면밀한 계획 하에 능동적으로 다양한 전략적 방안을 가지고 능동적으로 변화에 대처하기 위해 증권거래소와 코스닥시장 제도 전반에 대한 검토가 필요하다.

I. 현황

1. 급변하는 주변 환경

- 전세계의 증권거래소는 국제투자자금의 급격한 이동과 정보통신기술 혁명으로 새로운 패러다임이 형성되는 와중에서 치열한 생존의 길을 모색 중
 - 매매처리의 모든 과정이 전산화되고 있어 중개인의 역할이 감소하고 인터넷에 의한 세계시장의 통합으로 기업과 투자자 등 시장참여자 간의 관계가 크게 변화
 - 전자통신의 발달로 지역이나 거리에 관계없이 실시간으로 정보전달이 신속하고 저렴하게 이루어짐에 따라 기존 거래소들의 유동성과 경쟁구도에 심각한 변화를 초래
 - 투자자의 측면에서 포트폴리오 분산투자를 극대화하려는 동기와 더불어 글로벌 기업들의 원활한 자금조달 요구가 증권거래의 글로벌화를 가속화
- 경쟁구도에도 변화의 물결이 일고 있는 바 국제적인 거래소간 경쟁 및 합병·통합은 물론이거니와 국내 거래소간 경쟁 및 현·선물거래소간의 합병 등도 변화를 재촉
 - 미국에서는 전자증권거래네트워크인 ECN(Electronic Communication Network)이 등장하여 거래소시장과 경쟁관계를 형성
 - 일본에서는 금융 빅뱅의 근간이 된 금융시스템 개혁법에 의하여 증권거래의 거래소 집중 의무를 폐지

- 이에 따라 거래소시장과 장외시장(Over-the-counter(OTC) Markets)이 동등한 시장으로 경쟁해나가는 동시에 외국계 증권사라도 새로운 증권거래소 설립이 가능해져 NASD가 소프트뱅크와 합작으로 Nasdaq재팬의 설립을 추진
 - AMEX 및 PHLX와 합병을 한 Nasdaq은 최근 오사카거래소와 제휴를 하였으며 NYSE와 합병설이 나돌기도 하였음
- 경쟁력 확보와 대규모 투자비용의 분담을 위해 지배구조의 탈상호화(demutualization)를 시도하는 거래소들도 늘고 있음
- 거래소의 의사결정에 보다 많은 시장이용자가 참가하여 합리적인 의사결정과 효율적인 자금조달을 위해 많은 거래소들이 종전의 회원제 조직에서 주식회사 조직으로 소유형태를 전환하였거나 전환을 검토중

2. 코스닥시장의 급성장

- 우리나라의 코스닥시장은 1997년말 외환위기 이후 경기침체로 설립 이후 최대의 위기를 맞기도 하였음
- 최근에는 경기회복 및 유동성 증가 등 경제적 요인과 등록 요건 완화 및 세제 혜택 제공 등을 주요 골자로 하는 정부의 제3차 코스닥시장 활성화 방안(1999.5.4)의 발표로 코스닥시장은 유례없는 성장을 시현 중
- 1998년말 7조8,922억원에 불과하던 코스닥시장의 시가총액이 1999년말 현재 종가기준으로 106조원으로 증가하였으며 금년 2월 8일 이후에는 코스닥시장 거래대금이 거래소시장을 능가하기 시작하여 동 추세가 현재까지 지속 중

- 금년 2월 22일에는 코스닥시장 거래대금이 거래소시장 거래대금을 2.16배 상회하기도 하였음
- 1999년말 일일평균 거래대금은 4,291억원으로 전년대비 80배 가량 증가하고 주가지수는 1999년 연초대비 3배이상 상승하였음

<표 1> 코스닥시장 현황

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000.2
코스닥지수 ¹⁾	-	-	120.47	97.25	75.18	256.14	266.37
거래량 ²⁾ (천주)	4.2	110	121	162	710	34,857	144,621
거래대금 ²⁾ (백만원)	40	1,120	2,290	3,990	5,500	425,270	3,249,078
등록기업수(개)	66	340	331	359	331	474	469
상장주식 시가총액(10억원)	426	7,338	7,606	7,069	7,892	106,280	104,899

주 : 1) 기간말 기준임(기준시점: 1996.7.1=100)

2) 일평균 기준임

자료 : 증권거래소, 『증권통계연보』 및 『주식』, 각호.

- 코스닥시장은 이로써 아시아의 6대 시장 중 하나로 부상하였으며 과열 논란에도 불구하고 금년에도 시가총액이 증가할 전망이다
 - 향후 코스닥시장은 벤처기업을 중심으로 한 기업군의 주요 자금조달원으로서 발전할 수 있는 여지가 상당하다고 판단됨
 - 그러나 안정적인 공급원으로서의 역할을 위해서는 몇 가지 제도적 장치의 보완이 불가피

<표 2> Nasdaq-JASDAQ 및 코스닥시장의 비교

	거래량 (십억주)	시가총액 (십억불)	거래대금 (십억불)	등록회사수	신규등록회사수
Nasdaq	272.6	5,204.6	11,013.2	4,829	485
JASDAQ	4.1	268.5	119.4	868	73
코스닥	8.8	92.7	93.2	453	160

주 : 시가총액과 등록회사수는 1999년말 기준이며 거래량과 거래대금은 연간 누적액임.

자료 : Nasdaq은 <http://www.fibv.com/statt.asp>

JASDAQ은 <http://www.jasdaq.co.jp/web/JQMarket.nsf/vwFMNOAllInfo/F-4-2-0>

코스닥은 <http://www.kosdaq.co.kr/kosdaqinfo/firm.html>

<표 3> Nasdaq시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이

	거래량 (십억주)	시가총액 (십억불)	거래대금 (십억불)	등록회사수	신규등록회사수
1995				5,127	459
1996	138.1	1,517.1	3,301.8	5,556	716
1997	163.9	1,834.8	4,481.7	5,487	457
1998	202.0	2,588.8	5,758.6	5,068	287
1999	272.6	5,204.6	11,013.2	4,829	485

주 : 시가총액과 등록회사수는 각 연말 기준이며 거래량과 거래대금은 각 연간 누적액임.

자료 : <http://www.fibv.com/statt.asp>

<표 4> JASDAQ시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이

	거래량 (백만주)	시가총액 (억엔)	거래대금 (백만엔)	등록회사수	신규등록회사수
1995	2,431	145,354	5,884,229	678	137
1996	2,412	149,044	5,899,601	762	114
1997	1,375	92,276	2,657,458	834	105
1998	1,244	77,424	1,552,739	856	62
1999	4,142	274,108	12,193,876	868	73

주 : 시가총액과 등록회사수는 각 연말 기준이며 거래량과 거래대금은 각 연간 누적액임.

자료 : <http://www.jasdaq.co.jp/web/JQMarket.nsf/vwFMNOAllInfo/F-4-2-0>

<표 5> 코스닥시장의 연간 거래내역 및 시가총액 추이

	거래량 (천주)	시가총액 (십억원)	거래대금 (백만원)	등록회사수	신규등록회사수
1995	32,173	7,338		340	
1996	35,416	7,606	534,967	331	31
1997	47,191	7,059	1,166,203	359	83
1998	205,653	7,892	1,607,221	331	8
1999	8,773,101	106,208	106,742,883	453	160

주 : 시가총액과 등록회사수는 각 연말 기준이며 거래량과 거래대금은 각 연간 누적액임.

자료 : <http://www.kosdaq.co.kr/kosdaqinfo/firm.html>

3. 벤처기업과 뮤추얼펀드 중심시장

- 코스닥시장의 또 다른 특징은 정부의 벤처시장 및 자본시장 육성정책에 힘입어 벤처기업과 뮤추얼펀드의 중심시장으로 급부상하였다는 점
 - 1999년말 현재 코스닥시장에 등록되어 있는 벤처기업은 종목 수 기준으로 180개나 되어 전체 시장의 40%이며 전체 거래대금의 70%(98년 27%), 전체 시가총액의 29%를 기록
 - 1999년말을 기준으로 할 때 Nasdaq에서의 첨단·지식기반 업체의 시가총액 비중은 52% 정도이나 코스닥의 경우에는 33.9% 정도
 - 그러나 등록수를 기준으로 할 때 코스닥시장에서의 정보통신 제조 및 서비스 등 지식기반 기업은 전체의 33%이며 신규등록 예정 기업의 경우에는 동 비율이 50% 수준이라는 점에서 추가적인 발전의 여지 존재

<표 6> 코스닥시장의 업종별 시장규모 및 주가지수

업종	회사수 (사)	종목수 (개)	주가지수 (p)	주가평균		등록주식수 (주)	시가총액 (백만원)	점유율 (%)
				단순평균	가중평균			
총합	453	474	256.14	31,547	29,300	4,089,874,897	106,280,524	100.00
벤처	173	180	608.18	45,489	24,409	1,260,163,805	30,760,058	28.94
제조업	274	286	529.72	28,685	15,922	1,446,889,603	23,037,753	21.68
유통서비스	38	38	324.69	31,698	64,820	835,312,440	54,145,709	50.95
건설업	22	24	11.06	9,907	3,734	218,921,346	817,515	0.77
금융업	90	94	64.29	14,383	14,575	1,357,353,447	14,700,980	13.83
기타	29	32	912.56	92,491	58,680	231,398,061	13,578,568	12.78

주: 1999년 12월말 기준임.

자료 : (주)코스닥증권시장

- 코스닥시장이 벤처중심의 시장으로 자리잡아 가고 있음은 코스닥시장의 월별 누적거래실적 및 누적거래대금 면에서도 잘 나타나고 있음.

<표 7> 코스닥시장의 월별 거래실적 및 지수 동향

	거래량(천주)	거래대금(백만원)	종합지수	벤처지수
1998년 12월	55,908	292,976	75.18	70.49
1999년 1월	64,324	329,556	76.18	79.24
1999년 2월	64,431	287,576	72.30	78.13
1999년 3월	76,968	355,517	79.79	77.26
1999년 4월	162,278	1,352,557	119.10	103.35
1999년 5월	164,895	2,040,173	145.48	185.18
1999년 6월	329,499	5,107,998	179.55	233.44
1999년 7월	405,066	6,667,906	192.97	256.99
1999년 8월	457,539	4,769,467	200.96	235.85
1999년 9월	401,427	3,080,531	157.12	170.51
1999년 10월	1,158,745	8,655,244	179.38	258.20
1999년 11월	2,863,739	31,421,502	229.20	430.28
1999년 12월	2,525,482	42,674,856	256.14	608.18
2000년 1월	2,036,014	43,699,487	190.37	386.17
2000년 2월	3,748,823	86,293,647	266.37	749.09

자료 : (주)코스닥증권시장

— 외환위기 이후 대기업이 구조조정과 더불어 정부의 적극적인 벤처기업 육성 정책으로 벤처기업이 급성장함에 따라 벤처기업에 대한 자금원으로서 코스닥시장이 활성화¹⁾)

○ 이러한 코스닥시장의 활성화는 우리나라 중소기업의 수출이 1999년 35%나 증가하였으며 1999년에만 65만개의 일자리 창출로 실업률을 크게 하락시키는데도 일정 정도 기여

— 코스닥시장이 벤처 및 뮤추얼펀드의 중심시장으로 부상한 데는 정부정책에 힘입은 벤처기업 및 뮤추얼펀드 시장의 급성장과 여건변화가 커다란 기여

1) 정부는 벤처기업 육성을 위해 코스닥시장 등록 요건을 완화하였음.

- 원래 벤처기업은 고수익·고위험의 신규사업을 의미하며 미국의 경우 벤처캐피탈이 투자한 기업을 벤처기업으로 지칭
- 우리나라의 벤처기업의 정의는 1997년에 제정된 『벤처기업 육성에 관한 특별조치법』에 의해 지정한 요건을 충족하여 지정·등록된 기업을 의미하며 다음의 4가지 요건 중 하나를 충족한 기업임.²⁾
 - 1) 벤처캐피탈이 자본금의 20%이상(신주에 한정된 주식의 경우는 자본금의 10%이상)을 투자한 기업
 - 2) 직전 사업연도의 매출액 대비 연구개발비가 5%이상인 기업
 - 3) 신기술(특허권 실용신안권)에 의해 생산된 제품이 직전 사업연도 매출액의 50%이상 혹은 신기술개발제품의 수출이 총매출액의 25%이상인 기업
 - 4) 창업중인 기업으로서 평가기관이 사업화 능력이나 기술이 우수하다고 평가한 기업

— 이 같은 정의에 의한 우리나라의 벤처기업은 1999년 12월말 현재 4,934개로 1998년 2,042개에 비해 143% 증가하는 등 코스닥시장이 벤처기업의 중심시장으로 자리잡는데 기여

- 벤처기업으로 지정되는 경우 코스닥시장 등록에 많은 혜택이 부여됨
- 벤처기업은 자본 상태·부채·이익 등 재무 내용에 있어서 코스닥 상장시에는 규제가 없음

2) 1999년 11월 25일 개정된 중소기업청 고시 제1999-23호 '벤처기업 확인요령 개정안'에 의하면 벤처기업에 대한 확인 및 절차요령이 나와 있음.

<표 8> 기업 구분에 의한 코스닥시장 등록요건

	벤처기업	일반기업		
		선택1	선택2	선택3
설립경과년수	-	-	3년 이상	-
자 본 금	-	자기자본100억원이상	자본금 5억원이상	자기자본 1,000억원이상
자 산 총 계	-	500억원이상	-	-
재무내용	부채비율	-	동업종평균 미만	동업종평균 1.5배미만
	이익	-	-	경상이익 시현
	자본상태	-	자본잠식 없을 것	자본잠식 없을 것
				잠식비율 50% 미만

<표 9> 벤처 및 일반 기업에 공통 적용되는 코스닥시장 등록요건

구 분	벤처기업 및 일반기업 공통
주식의 분산	·분산방법 : 신주모집 ·분산정도 : 소액주주 500인이상에게 발행주식총수의 30%이상 또는 10%이상으로서 500만주(다만, 등록 1년전에 벤처금융이 10%이상 출자한 벤처기업은 10%이상이거나 소액주주 500인 이상에게 발행주식총수의 30%이상 또는 10%이상으로서 500만주(액면가액 5,000원 기준) 이상이 이미 분산되어 있는 경우
잉여금의 자본전입	- 예비심사청구일전 1년이내 자본전입액이 2년전 사업년도말 자본금의 100%이하 - 자본금에 대한 자기 자본비율이 200%이상
유상증자 등	예비심사청구일전 1년이내 유상증자액(공모분 제외)과 미행사된 CB.BW의 권리행사로 증가될 금액의 합계액이 2년전 사업년도말 자본금의 100%이하
최대주주 등의 소유주식비율 변경 제한	예비심사청구일전 6월전의 날 현재 최대주주 등의 소유주식비율이 예비심사청구일전 6월이내에 변동이 없을 것
감사의견	외부감사인의 감사의견이 적정 또는 한정일 것
합병·영업의 양수도	합병 등의 기일이 속한 사업년도의 결산재무제표 확정. 단, 합병 등의 기일로부터 사업년도말까지의 기간이 3월 미만인 경우에는 다음 사업년도의 결산재무제표 확정
소송 및 부도발생	소송 등의 중대한 분쟁사건이 없고, 부도의 경우 6월 전에 그 사유가 해소되었을 것
주권양식	증권예탁원의 유가증권취급규정에 따른 통일규격유가증권일 것
명의개서 대행위탁	명의개서대행회사(증권예탁원, 서울은행 및 국민은행)와 명의개서 대행계약을 체결. 다만, 은행법에 의한 은행은 제외

4. 거래소의 경쟁시장

- 코스닥시장은 원래 거래소시장과 등록 및 상장 요건 상에서 상호보완관계로 출발
 - 외국의 사례를 보면 증시 발전 초기에는 증권시장이 거래소 중심의 시장으로 운영
 - 그러다가 증시 수요 저변 확충과 상장 요건에 미달한 중소기업 등의 증시 이용 기회를 제공하기 위한 목적으로 거래소의 전단계 시장 내지 보완 시장으로 협회 중개 시장이 태동
 - 우리나라의 경우에도 이와 유사한 과정을 거쳐 발전
 - 최근 코스닥시장의 인기가 높아지고 동시장의 거래량과 거래대금이 거래소시장을 능가함에 따라 거래소시장의 경쟁시장으로 부상
 - 1998년말 등록기업수 기준 거래소시장의 44%에 불과하였으나 2000년 2월 현재에는 거래소시장의 65%를 기록
 - 일평균 거래대금 기준으로는 지난 2월 8일 거래소시장을 앞지른 이후 2000년 2월말 현재 거래소시장 대비 128%를 기록

<표 10> 코스닥시장의 거래내역 추이

구 분	등록기업수	일평균 거래대금	거래소 대비	
			등록기업수	일평균거래대금
1998. 12	331사	55억	44%	0.8%
1999. 12	453사	2.1조	62%	55%
2000. 1	460사	2.2조	63%	62%
2000. 2	469사	4.3조	65%	128%

자료 : (주)코스닥증권시장

— 코스닥 등록법인의 자본금 신장액도 두드러지게 나타나고 있는바 1998년 5조4천억원에서 1999년에는 13조6천억원으로 2.4배이상 증가

<표 11> 코스닥시장 등록법인 및 시가총액의 증가 추이

(단위 : 개, 백만원)

구 분		1996	1997	1998	1999
등록법인 (벤처)	연월말	331(52)	359(86)	331(114)	453(173)
	신규등록	31(14)	83(42)	8 (4)	160 (58)
	등록취소	39 (9)	55 (8)	36 (2)	38 (7)
자 본 금		3,101,801	3,494,747	5,407,811	13,061,528
시가총액		7,606,110	7,068,549	7,892,244	106,280,524

자료 : (주)코스닥증권시장

II. 문제제기

1. 낙후된 시장구조

- 세계적인 증권거래소들이 거래소간 국제협력, 거래소 합병, 주식회사제의 전환, 신시장 및 신상품 개발 등 환경변화 속에서 생존의 길을 모색하기 위해에 재빠르면서도 유연한 대책 마련에 노력하고 있는 반면
 - 한국의 경우 코스닥시장과 증권거래소시장을 둘러싼 증권시장 구조 및 각종 제도들은 시대적 변화와 규모에 비추어 상당히 낙후된 실정
 - 그 동안 한국의 거래소시장이 경쟁적인 환경에 노출될 기회가 많지 않았음에 따라 적절한 대응책을 강구할 준비도 되어 있지 못한 상태
 - 국내외적으로 예상되는 거래소시장에 대한 경쟁압력은 예상외로 빠르게 변화하여 한국 거래소시장의 생존과 직결되는 수준까지 발전할 가능성이 상존
- 이러한 변화의 와중에서 정부는 코스닥시장과 거래소시장간의 불균형 심화³⁾ 등의 문제를 해결하기 위해 미시적 차원의 미봉책적인 정책을 시행
 - 정부의 증권시장 균형발전방안에 대한 시장의 반응이 냉담하였음이 이를 입증

3) 자금조달의 불균형이 심화되어 1999년중 거래소시장의 신규상장회사는 총15사로 1조7,201억원의 자금을 조달하였으나, 코스닥시장의 신규등록회사는 총160개사로 2조1,018억원을 조달하였음. 금년에도 등록기업수만 보더라도 금년 중 코스닥시장 등록예정법인은 300여개사로 추정되나 상장예정법인은 수개사에 불과할 전망이다.

2. 규모 확대의 긍정적 및 부정적 효과

— 현재 논란거리가 되고 있는 것은 거래소시장에 대비한 코스닥시장의 급성장 관련 효과에 대한 시각의 차이

- 코스닥시장의 급성장에 대해서는 거품론을 비롯해 문제가 많이 노출되고 있기는 하나 긍정적 효과를 무시하기 어려움
- 벤처기업 육성, 인터넷, 정보통신 등 21세기 미래산업 투자에 결정적 역할 분야에 대한 자금조달이 용이해짐에 따라 벤처기업 및 중소기업이 활성화
- 기존의 간접금융을 통한 자금조달에 문제가 있었던 벤처 및 중소기업들에게 코스닥시장이 상당히 유용한 자금조달 창구로서의 역할을 수행
- 일반인들의 벤처 및 중소기업에 대한 관심을 증가시키는데 기여하였으며 코스닥기업 발전에 따라 추가적 고용창출도 일정 정도 가능
- 시중의 부동자금을 기업활성화를 위한 자금으로 흡수하는 생산적인 역할을 수행
- 코스닥시장에 등록된 벤처기업의 수에서도 나타난 바와 같이 자금조달이 용이해짐에 따라 많은 벤처기업들이 의욕적으로 기술개발에 임할 수 있는 분위기가 조성되어 신기술 개발을 촉진

— 반면에 코스닥시장의 단기간에 걸친 규모 확대는 기존의 거래소시장과의 불균형적 발전을 비롯한 다양한 문제점을 내포

- 첨단기술산업에 속한 벤처기업의 주가상승을 기존 제조업종의 기업 주가와 단순비교하는 것은 무리이나
- 주가수준의 적정성에 대한 논란 및 거품여부에 대한 불확실성으로 인해 불안이 가중되고 있는 점도 사실

- 장기적 투자가 아닌 단기적 자본이득(short-term capital gain)을 추구하는 자금이 큰 폭의 등락을 거듭하고 있는 코스닥시장에 과도하게 집중되어 합리적 투자분위기를 저해
- 코스닥시장으로의 과도한 자금집중에 따른 자원배분의 왜곡은 국가경제적 자원배분 효율성의 감소를 초래할 가능성도 존재
- 정부는 중소기업과 벤처 육성책으로 3년동안 10만개의 중소기업 창업을 강조4)
 - 일반적으로 벤처기업 성공확률이 5%에 불과하며 최근 극히 일부이나 일부 벤처기업 경영자들이 기술개발보다는 주식시장이나 장외시장을 통한 머니게임에 신경을 쓰는 이상 현상 발생
- 벤처기업에 대한 자금집중으로 전통적 제조업계로의 자금유입이 상대적으로 줄어드는 현상이 발생하여 기존의 전통제조업의 기업경쟁력 약화 초래
- 벤처기업에 의한 소규모 신기술 개발촉진은 가능하나 대기업의 대규모 핵심기술개발이 소홀해질 가능성도 상존
 - 대기업 우수인력이 벤처기업으로 이동하거나 벤처기업이 대기업에서 독립·분산하면서 인력개발 차원에서의 시너지 상실

4) 정부는 2000년 1월 24일 정부는 벤처기업 수를 현재의 5,000개에서 오는 2005년에는 4만개로, 벤처기업이 국내총생산(GDP)에서 차지하는 비중도 4.8%에서 18%로 높이는 벤처기업 육성 장기 비전을 발표하였음. 고용인원도 현재의 18만명에서 5년 후에는 120만명으로 무려 6배이상 증가시킨다는 계획임. 또한 5년내에 세계적인 일류벤처기업 100개를 육성하고 미국의 Nasdaq에 20여개의 벤처기업을 상장시킬 계획도 발표한 바 있음.

3. 낙후된 인프라구조

- 규모상의 급성장에도 불구하고 투자자를 보호하여 안전한 투자를 유도할 수 있는 시장내의 인프라구조는 매우 취약한 상황
 - 코스닥시장 내부의 인프라는 상당부분 Nasdaq시장을 모델로 하여 만들어졌으나 규모의 급성장 등 외적인 요인은 물론 내적인 면에서도 인프라구조를 정비해야 할 필요성 대두
 - 국내 여건을 감안하여 등록 및 퇴출 제도의 실질적인 정비도 필요하며 시장 내에서의 불공정거래를 감시하는 기능도 강화할 필요⁵⁾
 - 코스닥 종합정보시스템이 취약하여 투자자에게 정보가 충분히 공개되고 있지 못한 상황
- 가지적으로 문제가 되는 점은 코스닥시장의 전산시스템으로 1999년 일평균호가건수가 1.2만건 수준에서 110만건을 상회하게 된 현 시점에서 빈번한 전산처리 지연으로 막대한 사회비용을 초래
 - 코스닥시장의 전산시스템은 설립당시 증권업협회와 증권전산간의 합의에 의해 모든 전산운영업무를 증권전산에 일임한 바 있음.
 - 코스닥시장이 독립경영체제를 갖춘 현재도 과거의 합의 내용이 지속되어 시스템 운용은 증권시장이 담당하고 기계관리는 코스닥시장이 담당하고 있는 상황
 - 이는 시스템 확장과 새로운 시장제도 수용에 과도한 시간을 소요하게 만드는 원인으로 작용

5) Nasdaq의 경우 Market Watch Department에서 상장된 모든 기업에 대해 주식의 거래 패턴을 분석하고 뉴스 및 시장과 관련된 정보를 모니터하고 있음. 코스닥도 비슷한 기능을 하는 부서를 가지고 있으나 인원 등의 면에서 충분한 실시간 감독(trade watch)은 이루어지지 못하고 있는 실정임.

- 전산 등 인프라 구축을 위한 증자 등이 불가피함에도 불구하고 코스닥 전산운용에 대한 뚜렷한 방향이 제시되지 못하고 그 동안 임기응변적인 대처방안만 마련

<표 12> 코스닥시장의 전산시스템 확충

일자	내용	일평균호가건수	일호가처리용량
1999년 3월	1차 전산용량 증설 주문	1.2만건	4만건 ⇒ 16만건
1999년 4월	전산처리 지연	6-7만건	
1999년 6월	1차 전산용량 증설	7만건	16만건
1999년 6월	2차 전산용량 증설 주문	10만건	16만건 ⇒ 64만건
1999년 8월	전산처리 지연	22만건	
1999년 9월	2차 전산용량 증설	20만건	64만건
1999년 10월	3차 전산용량 증설 주문 전산프로그램 변경요청	30만건	64만건 ⇒ 128만건
1999년 11월	전산처리 지연	90만건	
1999년 12월	3차 전산용량 증설	110만건	100만건
2000년 2월	폭주종목 처리 및 증설		130만건
2000년 6월	4차 전산용량 증설 전산프로그램 변경		400만건

자료 : (주)코스닥증권시장

- 정보소유권이 코스닥시장에 있음에도 불구하고 코스닥시장에 대한 정보시스템용 실시간 시세정보 및 데이터베이스(DB)를 제공받는데 어려움이 존재

- 이는 투자자에게 실시간 정보를 신속히 제공하는데 걸림돌로 작용

- 코스닥시장은 증권거래법 제172조의2 및 제172조의3의 규정에 의하여 증권업협회가 운영하는 제2의 증권시장으로 시작하였으며, 상장법인이외 법인유가증권에 대한 공정한 가격 형성 및 안정과 그 원활한 유통을 추구한다는 목적 하에 그 동안 증권업협회가 거래에 따른 제반사항을 관리해 왔음

- 그러나 코스닥시장의 규모가 거래소시장을 능가하는 상황에서도 거래에 따르는 제반사항에 대해 여전히 증권업협회의 관리하에 놓여 있음
- 관련법규에 의해 매매주문을 받아 거래를 체결시키는 매매체결기능과 매매보고, 매매확인, 차감 등의 청산기능 그리고 결제기능을 수행해야 하나 실제로는 결제기능을 증권예탁원에 위임한 상태⁶⁾
- 증권거래소의 경우 거래소가 결제기능을 책임지고 있으나 위임에 의해 증권예탁원이 유가증권시장의 결제기능을 수행
- 결제불이행에 대한 법적 책임은 증권거래소가 부담하기 때문에 책임과 업무수행이 분리되어 결제업무 처리과정에서 효율성 향상을 기대하기 어려움.

6) 증권예탁원은 증권거래법에 의해 유가증권의 집중예탁과 계좌간 대체 및 유통의 원활을 기하기 위해서 설립되었으며 유가증권의 집중예탁 및 계좌대체·주주권 등 제반권리를 관리하고 있음

<표 13> 각국의 증권매매거래 및 결제절차에 따른 담당기관

		매매체결 (Order)	청산 (Clearing)	결제 (Settlement)	예탁 (Depository)
한 국	법적 체계	←—————▶ 증권거래소			←—————▶ 증권예탁원
	수행 업무	←—————▶ 증권거래소		←—————▶ 증권예탁원	
분리운영구조		증권거래소 ←—————▶	결제기관 ←—————▶		예탁기관 ←—————▶
미 국	증권거래소	NSCC		DTC	
싱 가 폴	증권거래소	SCCS		CDP	
호 주	증권거래소	ASTC		CDN	
이탈리아	증권거래소	중앙은행		Monte Titoli	
아르헨티나	증권거래소	MVBA		CV SA	
인도네시아	증권거래소	KPEI		KDEI	
통합운영구조		증권거래소 ←—————▶	예탁결제기관 ←—————▶		
독 일	증권거래소	DBC			
캐 나 다	증권거래소	CDS			
스 위 스	증권거래소	SEGA			
덴 마 크	증권거래소	VP			
룩셈부르크	증권거래소	Cedel			
기 타	매매체결	청산	대금 결제	증권 결제	예탁
일 본	←—————▶ 증권거래소			←—▶ JSCC	←—————▶ JASDEC
영 국	←—————▶ 증권거래소	←—————▶ CREST		←—————▶ 등록기관	

자료 : 강종만·손근상·최은경, 『유가증권거래의 청산 및 결제제도』, 한국증권연구원, 조사보고서 98-05, 1998, p.60에서 재인용.

4. 지배구조의 취약성

— 효율적인 시장운영을 위해서는 코스닥시장 자체의 지배구조도 검토의 대상

- 현 주주의 구성은 증권업협회와 중소기업진흥공단, 증권예탁원, 증권전산 및 32개 증권사로 되어 있음.

- 이사회는 상근임원 2명, 증권사 3명, 증권금융 1명, 증진공 1명과 증권업 협회 1명(감사)으로 구성
- 이러한 코스닥의 주주와 이사회 구성은 증권업협회의 영향을 받는 증권사와 유관기관 위주이므로 증권업계의 이익을 대변하기 쉬운 반면, 투자자의 이익을 대변하기 어려운 실정

<표 14> 코스닥시장 주주구성 현황

주 주 명	소유주식수	비 율
중소기업진흥공단	1,000,000	23.78
한국증권금융	700,000	16.64
증권예탁원	400,000	9.51
한국증권업협회	400,000	9.51
한국증권전산	300,000	7.13
32개 증권사	1,406,000	33.43
계	4,206,000	100.00

자료 : (주)코스닥증권시장

- 현재 (주)코스닥증권시장은 Nasdaq이나 JASDAQ과는 달리 딜러시장이 아닌 경쟁매매시장 구조
 - 그 명칭에도 불구하고 장외시장의 개념이 아닌 실질적인 독립 거래소라고 할 수 있으나 법적 지위는 이에 이르지 못함
 - 실질적으로는 독립 거래소임에도 불구하고 법적 지위가 이를 따르지 못함에 따라 코스닥시장 관리 및 운영 업무 등을 주도적으로 수행하지 못하고 있음
 - 이에 따라 코스닥시장의 관리 및 운영의 질이 양적 성장에 미치지 못하고 있음

- 현재 진행되고 있는 세계 증권거래소의 변화에 대응하여 주도적으로 전략적 위치를 선정하기에도 곤란
- 아직까지 효율성을 높이는 방향으로 코스닥시장 운영체제 개선 노력이 부족한 상황이며, 인력 및 지배구조 개선에 대해서도 설득력 있는 방향이 제시되지 못하고 있는 실정

5. 코스닥시장 투자자의 성향 및 특징

- 코스닥시장 투자자의 성향이나 매매 행태도 코스닥시장의 긍정적 발전을 위해 짚고 넘어가야 할 사항
 - 향후에는 기관투자자의 비중이 증대할 것으로 보이나, 현재 코스닥시장 내에서의 개인투자자 비중이 80%로 지나치게 높음
 - 과학적인 투자전략보다는 시장의 루머나 Nasdaq시장의 동향에 지나치게 민감한 점도 문제
 - 1,000%를 상회하는 높은 거래 회전율은 유래를 찾기 어려운 실정
- 코스닥시장 내에서도 승자와 패자가 극명하게 나누어지는 모습
 - 외국인 투자자의 비중이 상승하고 있으나 정보력이나 자금력이 부족한 국내 개인투자자의 투자수익률은 상대적으로 저조
- 일부 벤처캐피탈이 투자와 대출을 구분하지 않는 도덕적 해이는 정비되어야 할 대상

- 일부 벤처캐피탈이 벤처기업에 투자를 하면서 보증을 요구하는 행태
- 일부 창투자 임직원들이 투자를 해주는 대가로 자신은 액면가로 일정 지분을 받는 창투자 임직원의 뒷거래
- 주가가 일정 가격에 이르지 못하면 벤처기업 대주주가 이를 되사도록 하는 악성 되사기 등

6. 정부 정책의 한계

- 이제 정부는 증권시장 전반적인 구조에 대한 정책적 역할 및 그 한계를 명시해야 할 시점
 - 최근 정부는 코스닥시장과 증권거래소의 균형있는 발전을 위해 몇 가지 정책을 발표
 - 1999년 12월 20일 '코스닥시장 건전화를 위한 발전방안'이 발표되었고 지난 2월 23일에는 증권거래소가 '증권시장의 균형발전방안'을 정부에 건의
- 향후 정부의 국민연금에 대한 코스닥 투자 허용 등 제도적인 변화 예상
 - 규모의 확대는 코스닥시장의 자체적인 유동성이 크게 증가하였음을 의미하나 기업의 경쟁력을 정확하게 반영하지 못하는 결과를 초래할 가능성 존재
- 정부의 벤처 육성정책이 코스닥시장 활성화에 기여한 것은 사실이나 기업과 시장에 대한 직접적으로 개입하는 방식은 바람직하지 못함

- 기업과 시장에 대해서는 세무 조사 등의 직접적인 행정규제보다 기업과 시장을 둘러싼 환경에 대한 제도와 유인구조(incentive structure)를 통하여 해결하는 것이 바람직
- 더욱이 정부의 재정자금을 동원하는 것은 중소기업 및 벤처 육성이라는 대명제를 감안하더라도 불필요하다고 판단됨)
- 코스닥, 벤처캐피탈 등 기업의 성과와 가치를 평가할 수 있는 시장이 형성된 상황에서 벤처를 지정 등록하고 정책적 혜택을 주는 것은 오히려 경쟁제한적인 정책이 될 가능성

7) 벤처관련 자금조달 규모가 크게 확충되었음에도 불구하고 벤처조합에 대한 정부의 재정자금배분이 3,150억 원 규모에 이르고 있음. 중소기업청은 벤처투자조합에 대한 출자를 1999년 500억원에서 2000년에는 2,500억원으로 크게 늘릴 계획이며 정보통신부, 과학기술부도 각각 500억원과 150억원을 벤처투자조합에 출자할 예정임. 정부가 다산벤처와 같은 벤처캐피탈회사를 설립하려는 계획도 추진중임

Ⅲ. 발전 방안

1. 코스닥을 포함한 증권시장 전반적인 구조 개편

- 정보통신기술의 혁명과 자본시장 국제화 및 규제완화 추세로 각국의 증권시장 및 거래소시장에서의 경쟁이 격화 일로에 있음
 - 선진국의 증권거래소시장도 전략적 제휴 및 합병, 탈상호화, 신시장 개설, 온라인거래 수용 등 다양한 개혁으로 경쟁력 강화에 노력하고 있음
 - 미국의 NYSE와 Nasdaq의 합병가능성이 논의되는가 하면, 단일거래소 원칙을 지켜오던 일본은 1998년 동 원칙을 폐지하고 시장원리에 입각한 시장운영방식으로 전환하고 Nasdaq재팬의 설립을 허용
- 외국의 증권거래소들은 경쟁에서 살아남기 위해 다양한 생존 전략을 모색하고 있음.
 - 코스닥시장도 중소 벤처기업의 자금공급을 원활히 하고 투자자 보호에 충실한 경쟁시장시스템으로 거듭나기 위해 전반적인 검토가 필요
 - 외국의 추세에 끌려 다니는 것이 아니라 주도면밀한 계획 하에 다양한 전략적 방안을 가지고 능동적으로 변화에 대처할 준비 필요

<표 15> 세계 주요 거래소의 합병 및 업무제휴 현황

	구조개편	합 병	업무제휴
NYSE	주식회사 전환 및 상장 추진	온라인 트레이딩 시스템 구축계획	동경거래소와 제휴 가능성
Nasdaq	주식회사 전환 확정 및 상장고려	AMEX와 합병(98)'	소프트뱅크와 Nasdaq 재팬, Nasdaq유럽 설립
독일거래소	주식회사로 전환('94), 상장 검토	파생상품 거래소 통합('94)	런던거래소와 합병추진
스톡홀름	주식회사로 전환('92)	파생상품 거래소 통합('98)	오슬로, 헬싱키 거래소와 제휴 검토
호주거래소	주식회사로 전환 및 상장('98)	뉴질랜드 거래소 합병 추진	Nasdaq과 업무제휴
동경	주식회사로 전환 검토 중	나가타, 히로시마 거래소 합병추진	NYSE와 제휴 가능성
홍콩	주식회사 전환 및 상장 추진중	선물거래소와 합병 계획	Nasdaq과 업무제휴

자료 : (주)코스닥증권시장

- 최근 들어 코스닥시장의 거래량과 거래대금이 거래소시장을 상회함에 따라 두 시장간의 경쟁이 표면화되고 있는바 두 시장간의 관계를 재정립할 필요성 대두
 - 선진 외국의 경우 거래소간 경쟁 단계를 거쳐 증권시장이 단일화하여 통합거래소가 탄생하는 추세
 - 우리나라는 세계적인 통합추세와 달리 제3시장을 개설하는 등 경쟁체제를 암묵적으로 도입하고 있으나 선진국과 증시 발전단계가 상이함
 - 복수거래소 시스템을 도입하려 한다면 증권거래법 제76조를 개정하여 증권업협회가 주도하고 있는 코스닥시장을 정식 거래소시장으로 전환하여 이에 상응하는 법적 지위를 부여하도록 법체제를 정비해야 할 필요

- 거래소시장과 코스닥시장간에는 상호 대체적인 관계보다는 보완적 경쟁관계가 바람직
 - 거래소와 코스닥 그리고 제3시장은 근본적으로 차별화 되는 것이 바람직
 - 만일 거래소·코스닥·제3시장간에 근본적으로 차별이 없이 유사 시장화한다면 단순한 시장분할로 인한 전반적인 거래량 감소 가능성
 - 그러나 시장간 특성이 근본적으로 차별화되는 경우 경제 전체에게 다양한 자금조달과 투자의 스펙트럼을 제공하여 자금조달 및 투자기회 확대
 - 이에 따라 시장이 존재하지 않던 투자 기회에 대한 시장 조성 및 시장자체의 확대 현상이 발생하여 경제 전체의 금융심화와 사회 전체의 후생 증대를 가져올 수 있음

- 거래소시장·코스닥시장 및 제3시장간의 근본적 차별화는 거래 주식의 성격을 중심으로 그 밖에 등록 및 유지 요건·수익률·위험도·주식 등락폭·제공되는 서비스 등의 차별화를 통해 달성

- 그 동안 국내의 증권시장은 증권거래소의 법령에 의한 독점 체제가 장기간 지속
 - 이에 따라 거래소시장이 국제 경쟁 환경으로부터 보호된 면도 없지 않으며 시장의 다양한 수요 변화에 신속하게 부응하지 못한 측면도 존재
 - 증시발전 단계상 현 단계에서는 시장간 경쟁을 통한 효율성의 달성이 수요자의 관점에서 바람직
 - 거래소시장과 코스닥시장의 합병은 경쟁을 통한 시장 효율성이 달성된 이후 글로벌 경쟁에서 양자의 생존을 위한 전략적 제휴 차원에서 양자간 자발적 논의를 통하여 진행되는 것이 바람직

2. 건전한 시장환경 조성

- 우량 벤처기업은 적극 유치하되 불량기업이 신속하게 퇴출되도록 하는 시장 환경 및 제도 정비 필요
 - 코스닥시장은 설립 목적에 비추어 기본적으로 고수익·고위험을 추구하는 특징이 있기 때문에 부도위험이 높은 기업이 다수 존재하는 것은 당연
 - 미국의 Nasdaq시장의 경우만 해도 작년에 등록기업수가 410개 정도 감소하였으며 매년 400~700개의 기업이 퇴출 당하고 있음
 - 투명한 퇴출기준을 마련하여 불공정행위 기업의 신속한 퇴출과 기업주에 대한 제재장치도 마련되어야 함
 - 코스닥시장 진입을 위한 등록기준을 충족하기 어려운 기업들에 대해서는 제3시장에서 거래하도록 등록 조건을 정비할 필요
 - 코스닥시장에서의 등록 조건 외에 유지 조건을 강화하여 코스닥시장 진입 이후라도 장래성이 없는 기업은 과감히 퇴출
- 무엇보다 기업 공시 및 불공정거래 감시 강화를 통해 투자자를 보호할 필요
 - 코스닥 종합정보시스템의 확충으로 투자자에게 정보 공개를 강화하여 기본적으로 상장이나 등록 정책을 완전 공시주의로 전환할 필요
 - 등록 예정 기업의 실상을 있는 그대로 투자자들에게 공시하고 투자자들이 자신의 책임 하에 투자하게 하는 풍토를 조속히 정착
 - 아직은 낙후된 수준에 있는 민간평가기관을 조속히 활성화하여(필요하다면 정책적 지원을 통해서라도) 투자자들이 의사 결정시 이용할 수 있는 객관적이고 신뢰성 있는 정보 채널의 확대

- 코스닥시장이 등록기업에 대해 부실공시·주가조작을 위한 허위정보 유포 등을 감시하는 기능을 강화하기 위해 코스닥시장 내부규정을 정비할 필요
 - 재무안정성 및 재무자료의 신뢰성 면에서의 감독 권한을 강화하고 이를 어길 시에는 부실등록기업으로 간주하여 조기 퇴출하도록 함
 - 주간사에 의한 공모가격 조작 방지 등을 위해 최초 등록시 공모가격 결정 방법을 객관화할 필요
 - 등록주관 증권회사들에 대한 Due-Diligence도 강화하여 문제가 발생할 경우 책임을 물을 수 있는 장치의 보완도 필요
 - 기업관련 내부자 정보의 관리 및 처벌 규정을 보다 강화
- 양적인 성장에 걸맞게 코스닥시장(증권업자 중심의 시장)이 중소·벤처기업과 투자자들이 주도하는 고객중심의 시장으로 전환하도록 함
 - 최근 들어 주변환경이 급격히 변화하면서 고객의 요구가 다양화되고 고도화됨에 따라 고객의 요구에 제대로 부응하지 못하는 거래소는 거래소간 시장간 경쟁에서 도태될 것이 분명함

3. 안정적인 자금조달원 역할

- 코스닥시장이 벤처기업을 포함한 기업들의 안정적인 자금조달원으로서의 역할을 제대로 하기 위해서는 시장을 둘러싼 벤처기업, 벤처 캐피탈 등 시장참가자들에 대한 제도 역시 정비해야할 필요
 - 최근 사이버거래의 일반화로 우량기업에 대한 중장기 투자보다는 초단기 매매차익을 노리는 단기투기의 비중이 증가

- 이에 따라 시장에서의 정상적인 수요 및 공급에 의한 주가형성이 곤란하게 되는 경우가 발생
 - 수익률만을 쫓는 투기장이 되지 않도록 제도적 장치를 정비할 필요
- 코스닥시장 주변 제도의 정비 방향은 투자자를 보호하되 코스닥시장을 중심으로 벤처기업과 벤처캐피탈이 선순환을 할 수 있도록 벤처의 특성을 충분히 고려하여 정비
- 이를 위해서는 물량 위주의 규제정책 보다는 시장의 건전성 감독 강화가 필요
- 벤처기업 지정에 있어서의 도덕적 해이 방지를 위한 제도적 보완
- 벤처로 지정되는 경우 코스닥시장 등록 요건이 일반기업에 비하여 완화
 - 이에 비하여 중소기업청이 인증하는 벤처기업 확인 절차가 형식적으로 진행되어 악용의 소지 존재
 - 실질적 기술이나 비즈니스 모델이 없는 기업의 등록을 걸러줄 수 있는 기술 및 비즈니스 모델의 전문적 검증 시스템의 확립 필요
- 코스닥시장 참가자인 벤처캐피탈의 발전
- 미국 디지털 경제를 주도하고 있는 벤처기업은 벤처캐피탈의 가치 평가에 의한 투자에 기초하여 성장
 - 벤처기업의 발전을 위해서는 창투사를 비롯한 벤처캐피탈 회사의 유능한 벤처캐피탈리스트 육성
 - 벤처캐피탈의 펀드모집을 사모와 공모로 구분해서 허용

- 이를 통하여 일반인들이 일차적으로 공신력 있는 벤처캐피탈의 검토를 거쳐 간접적으로 벤처투자를 할 수 있는 통로를 마련

— 벤처캐피탈의 도덕적 해이 방지를 위한 제도적 보완

- 현행 벤처기업 지정요건 중 하나는 벤처캐피탈이 자본금의 20% 이상을 투자하는 경우 벤처로 지정되며 벤처로 지정되면 코스닥 등록 요건이 완화
- 따라서 벤처캐피탈은 기업에 대한 높은 투자심사능력 외의 윤리성이 요구

— 벤처캐피탈이 코스트가 정해진 자금을 조달하여 사용하거나 회사내부에 인센티브 구조가 미비되어 있는 경우에는 도덕적 해이가 나타나기 용이

- 벤처캐피탈이 코스트가 정해진 자금을 조달하여 사용하게 되면 규모에 관계없이 이 자금은 자연스럽게 용자로 사용되며 투자로 사용하기 곤란
- 조달 자금이 투자가 아닌 용자로 사용되면서 나타나는 현상들이 지분투자 (equity finance)와 대출을 구분하지 않는 행태들임
- 도덕적 해이를 방지하고 벤처캐피탈이 시장에서 스스로 투자재원을 만들어갈 수 있도록 민간주도에 의한 투자조합의 활성화를 통한 양질의 투자재원 확충
- 벤처기업에 대한 투자재원을 정부가 예산에 의하여 시행하는 것보다 민간의 투자조합 출자가 활성화될 수 있도록 세제를 정비하고 이를 통하여 벤처기업을 지원하는 것이 효율적
- 또한 벤처캐피탈 임직원들의 도덕적 해이를 방지하기 위해 회사 차원에서는 직원의 실적에 따라 인센티브를 주는 정교한 시스템의 확립이 필요

- 벤처캐피탈에 대한 지분매각 제한(Lock Up) 조치는 금융부문간 비대칭적 금융 규제로서 재검토 필요
 - 투자자 보호를 취지로 코스닥 등록기업의 지분매각을 벤처캐피탈의 경우 등록 후 3개월 이후로 제한(2000. 1. 28)
 - 코스닥시장의 주가 조작은 기본적으로 시장에 대한 공급물량 부족과 시장 감시 활동의 부족으로 발생하는 현상
 - 주가 조작 행위를 벤처캐피탈에 대한 물량 제한으로만 해결하고자 하는 조치는 오히려 주가 조작을 더욱 용이하게 할 우려
 - 현재 벤처기업에 대한 투자는 벤처캐피탈 외에 은행·증권· 상호신용금고 및 대기업 등 다수의 금융기관 및 기관투자자들이 참여
 - 벤처캐피탈에 대해서만 지분매각 제한 조치를 하는 것은 금융부문간 비대칭적 규제(Unbalanced Regulation)로 인하여 부작용이 증폭될 우려
 - 지분매각 제한을 지속하려면 소유주체에 관계없이 일정시점 이후의 대주주 지분에 대해서는 동일하게 취급하는 것이 바람직

- 코스닥시장이 Nasdaq시장을 모델로 출발했지만 주가 감시와 공시제도 등 투자자 보호제도는 아직도 미흡하며 코스닥시장의 도덕적 해이 방지를 위한 제도적 보완이 필요
 - 현재의 코스닥시장 종목은 거래 패턴이 단순하며 자본금의 규모가 작고 대주주 지분 분산이 제대로 안되어 있음에 따라 작전 대상으로 적합
 - 투명성 강화를 위한 시장 감독강화 및 감독인력 보강으로 작전에 의한 매매를 근절하는데 노력
 - 코스닥 등록기업의 특성상 기업 정보의 투명성을 제공하는 공시에 대해서는 거래소 수준 이상의 엄격한 규제가 필요

4. 코스닥시장의 인프라 구축

- 코스닥시장의 효율적 전산시스템 개발을 위해 외부전문가를 고용하여 현행 매매체결시스템을 분석하여 보다 효율적인 코스닥매매시스템 확충에 노력할 필요
 - 궁극적으로는 독자적인 선진 전산시스템의 구축 및 운용이 불가피하며 전산시스템의 보안상 독립사육이 필요.
 - Nasdaq의 경우 예비컴퓨터시스템이 존재하는데 우리나라의 경우도 제도적 안전장치로 예비컴퓨터시스템을 갖출 필요
- 거래시스템의 안정성을 위해 코스닥시장의 인프라 구축을 위해 매매체결 시스템의 확충과 전산 기술력 강화 필요

<표 16> 외국의 주요 거래소의 전산시스템 운용 현황

Exchange	매매체결			시장감시시스템	
	업무설계	유지보수	시스템운영	주가감시	거래감리
Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq
NYSE(뉴욕)	SIAC(=증권전산)	SIAC	SIAC	NYSE	NYSE
Paris SE	Paris SE 및 Tandem PS	Paris SE	Paris SE	Paris SE	Paris SE
SEHK(홍콩)	Logica UK 및 SEHK	SEHK 및 Tandem PS	SEHK	SEHK	SEHK
KOSDAQ	증권전산	증권전산	증권전산	없음	증권업협회

자료 : (주)코스닥증권시장

- 예상외의 코스닥시장의 급성장으로 폭주하는 주문량 소화에 어려움이 증가함에 따라 독립적인 전산운영시스템 구축 필요

- 금년 6월까지 접속과 매매가 분리된 시스템 개발을 통해 호가처리용량을 400만건으로 확충할 예정이나 향후 예상되는 거래량을 감안하면 안전한 수준은 아니라고 판단됨
- 코스닥시장이 급성장하다 보니 시장의 위험에 대한 투자자나 기업의 인식이 부족하고 경험이 없는 점도 문제
 - 주가가 시장원리 및 기업가치를 실질적으로 반영하지 못할 경우에 대비한 기업 및 투자자 모두에게 경제적 손실을 초래할 가능성 존재
 - 시장의 불안정은 신생 벤처기업 활성화 및 성장에 부정적 영향을 초래
- 코스닥시장의 거래규모가 급증하고 있으므로 거래소와 더불어 결제시스템의 정비도 장기적 과제로 고려해야 함
 - 외국의 경우도 증권예탁결제제도의 운영기관은 일반적으로 청산기관, 결제기관, 예탁기관 등으로 구분되나, 결제기능만을 독립하여 결제기관에서 처리하도록 하는 방식은 거의 없고, 결제기관이 청산기능과 결제기능을 수행하거나 통합결제기관에서 청산기능, 결제기능, 예탁기능을 모두 수행

5. 코스닥시장의 지배 및 운영구조 개선

- 책임과 권한을 동시에 가지고 시장을 효율적으로 관리할 수 있는 강력한 주체가 존재하도록 코스닥시장의 지배구조 개선이 필요.
 - 특히 회원간의 건전한 영업질서 유지 등 회원사 감리가 주된 목적인 증권업협회가 법적인 시장개설의 주체가 되어 있는 바,
 - 최근과 같은 코스닥시장의 급성장에 대응하여 능동적이며 적극적인 시장관리업무를 수행하는데 한계에 직면

- Nasdaq 등 세계 유수 거래소의 주식회사 전환에서 최근 이야기가 되고 있는 NYSE와 Nasdaq의 합병에 이르기까지 세계적인 거래소의 대변혁에 대응하여 탈상호화(demutualization)하여 광범위한 주주구조로의 이행을 고려해야 할 시점
 - 새로운 주주구성은 외국의 거래소, IT업체, 벤처기업 등 국제적인 경쟁시장 개념에 부합되는 광범위한 주주구성도 고려
 - 이사회 구성도 업계의 이익보다는 시장참여자의 이익을 대변하는 공익대표 위주의 이사진 구성

- 거래소간은 물론 시장간의 경쟁이 날로 치열해지고 있어 영리추구의 조직경영원칙이 강조되고 있음
 - 코스닥시장의 경영합리화를 위해 현재의 회원제이며 폐쇄된 개념의 주식회사 형태에서 개방된 주식회사 형태로 전환을 점진적으로 추진

6. 코스닥시장의 자율규제기능 강화

- 코스닥시장 운영은 증권업협회, 코스닥위원회, 금융감독원 등으로부터 2중 3중의 규제를 받으면서 자율성이 떨어지고 있음
 - Nasdaq시장은 미국 증권업협회 등으로부터 운용에 있어서 만큼은 철저히 독립적으로 운영됨
 - 감독 기능을 제외한 시장 운영에 대해서는 (주)코스닥증권시장이 자율성을 확보할 수 있도록 제도적 개선

- 현재 자율규제기관인 한국증권업협회의 “협회중개시장 운영 규정”은 금감위의 등록법인 관리 규정에 중복 규제되어 있어 자율성이 적음

- 이에 따라 코스닥시장 운영 규정을 증시 상황의 변화에 맞추어 신속히 개정해야 할 필요가 있을 때에도 재경부와 협의를 마친 뒤 금감위원장의 승인을 얻어야 하는 등 절차와 시간이 많이 소요
- 규정 제정 외에 규정에 입각한 시장의 1차적 관리 감독에 있어서도 자율 규제기관에게 권한의 위임이 적고 정부규제기관 위주로 되어 있어 시장 밀착적인 차원에서 투자자를 보호하기가 어려움
- 미국의 경우 SEC와 같은 강력한 정부규제를 채택하면서도 규제의 상당 부분을 NYSE나 Nasdaq 등에 위임하여 일상적인 시장 감독을 자율규제 기관에 의해 수행 하도록 하고, 다만 사후적으로 자율규제기관의 업무 집행이 공정했는지 여부만 검사
- 우리나라도 정부규제의 완화와 권한 하부 이양을 통해 코스닥시장의 자율 규제기능을 강화할 필요

— 현행 코스닥시장의 자율규제를 위한 감독기구인 코스닥위원회의 조직 및 구성이 취약

- 코스닥위원회의 인원 구성은 증권업무 규제에 관한 비전문적인 인사들을 비상근으로 구성하고 있어 증권업무 자율규제에 관한 전문성이 저하
- 또한 코스닥위원회는 증권업협회 내에 설치되어 있으며 협회의 코스닥 관리부가 사무국 업무를 수행하고 있어 실질적으로 협회가 운영하고 있음에 따라 협회로부터의 독립성이 손상
- 미국의 Nasdaq의 경우 NASD Regulation, Inc.(NASDR)을 설립하여 전문성과 협회로부터의 독립성을 가지고 자율적으로 시장 규제
- 우리나라도 코스닥위원회를 증권업협회로부터 독립된 기구화하고 증권감독업무 인력을 전문화하는데 정책적 뒷받침을 하는 것이 실질적인 의미의 자율적 증권감독을 강화하는데 도움이 될 것임

참고문헌

- 강종만 · 손근상 · 최은경, 『유가증권거래의 청산 및 결제제도』, 한국증권연구원, 조사보고서 98-05, 1998. 7.
- 김영철 · 유재준 · 허두희, 『코스닥시장 급성장의 허와 실』, 전국경제인연합회 조사1본부, 2000. 1.
- 고광수 · 김영갑, 『뉴욕증권거래소 시스템과 거래절차』, 한국증권연구원, 1998. 8.
- 국제산업협력재단 · 한국벤처거래소 · www.hiven.com, “나스닥 동향, 등록절차 및 한국벤처거래소 설명회,” 발표회자료 00-03, 2000. 3. 8.
- 규제개혁위원회, 『벤처기업 활성화를 위한 규제개혁방안(II)』, 2000. 2.
- 규제개혁조정관실, “금융분야 중점 규제개혁과제,” 회의자료, 2000. 2. 22.
- 나스닥연구회 · 중소기업청, 『나스닥증권시장의 이해』, 중소기업청 연구자료 99-01, 1999. 8.
- 내외경제신문 · LG투자증권, “제3시장 기업설명회,” 세미나자료, 2000. 2.
- Deloitte & Touche · 안건회계법인 · 매일경제신문사, “한국기업의 Nasdaq 상장,” 세미나자료, 2000. 3. 2.
- 대한상공회의소, “코스닥 & 나스닥 Conference 2000,” 세미나자료, 2000. 2. 29.
- 이정범 · 이주영, 『사이버 증권거래시장에 관한 연구』, 한국증권연구원, 연구보고서 99-02, 1999. 6.
- , 『사이버 증권중개업의 현황 및 과제』, 한국증권연구원, 조사보고서 99-06, 1999. 8.
- 이정범 · 편영숙, 『증권시장 사이버화와 거래시간 연장』, 한국증권연구원, 조사보고서 00-01, 2000. 1.
- 증권거래소, “증권시장의 균형발전방안,” 보도자료, 2000. 2.
- (주)코스닥증권시장, 『Nasdaq Handbook』, 연구자료 99-03, 1999. 3.
- (주)코스닥증권시장, 『증권거래소에서 금융의 관문으로』, 연구자료 99-02, 1999. 10.

(주)코스닥증권시장, 『나스닥증권시장』, 연구자료 99-01, 1999.

(주)코스닥증권시장, "코스닥증권시장 현안보고," 2000. 2. 9.

한국증권학회, "증권산업과 증권거래소의 국제화," 2000년 제1차 증권정책심포지엄, 2000. 2. 26.

<http://www.ksda.or.kr/코스닥시장/>

Labate, John, "Extended Hours: US Exchanges Move Closer to Late Trading," *Financial Times*, 1999. 9. 29.

TSE, *Fact Book*, 1998.

NYSE, *Fact Book*, 1997.

Zarb, Frank G., "The Coming Global Stock Market," Speech before The National Press Club, 1999. 6. 23.

코스닥시장 발전방안 토론회내용

- 일 시 : 2000. 3. 7(화) 14:00-16:00
- 장 소 : 한국경제연구원 세미나실
- 발표자 : 한국경제연구원 李仁實 · 崔斗烈 박사
- 사 회 : 한국경제연구원 左承喜 원장
- 토론자 : 현대증권 權成哲 전무
벤처기업협회 張興淳 회장(Turbotek 사장)
한국금융연구원 車白仁 연구위원
한국경제신문 崔炅煥 전문위원

좌승희 : 코스닥시장의 경쟁이 활성화되고 코스닥시장과 거래소시장이 균형있게 발전하기 위해서는 기존의 시장제도만으로 불충분하다. 양 시장의 균형 발전은 시장에 참여하는 기업들의 행태나 잠재력에 달려있는 것이므로 정부나 학자들이 앞서서 균형발전에 대해 논의한다는 것은 어려운 일이다. 정부가 지나친 지원을 하거나 과거의 산업 정책상 재정지원을 하는 것이 벤처나 코스닥시장에 존재하는 것인가? 만약 그런 것이 있다면 그것만큼은 버블이라고 생각된다. 앞으로 균형발전을 얘기한다면 점차 특혜성이나 보조성이 사라지는 것이 정상화로 가는 길일 것이다.

그러면 거래소시장의 침체가 지속된다면 어떻게 볼 것인가? 이것은 정부가 어떻게 할 방법이 없다고 본다. 기업이 아무리 돈을 많이 벌어도 투자자들은 그렇게 안보니까 그런 것이다. 그러면 투자자들에게 매력있게 보이기 위해서 어떻게 할 것인가? 그러기 위해서는 기업이 움직여야 할 것이다. 따라서 대기업들이 나서서 지배구조도 과감히 변화시키고 경영구조도 바꾸어야 한다. 전문경영인이 필요하다면 옵션을 줘서 모셔오는 식의 변화를 보여주어야 한다. 구체적으로 사업을 통하여 최근의 활성화되는 분야에 진출을 하는 등의 변화를 투자자들에게 보여 주어야 기업의 자산가치가 증가하는 것이다. 이런 기본적인 기업 본연의 변화가 없이 정부가 앞서서 정책을 하면 안 된다.

따라서 앞으로의 발전방안은 양 시장간에 경쟁을 하려면 독립할 수 있도록 기반조성을 해 나가야 한다. 인프라 구축 측면에서도 양 시장에 등록되어 있는 기업간의 차별화가 필요하다는 것이다. 균형발전은 양 시장간의 균형적인 툴(tool)을 만들어 주자는 것이지 어느 한 쪽에 치우친 것은 문제가 있다고 본다. 글로벌화되는 환경이나 자원조달의 측면에서도 정부는 장기적인 제약을 하지 않아야 한다.

권성철 : 우선 코스닥시장 “발전방안”이라는 논제는 적절치 않다고 본다. 시장은 시장참여자들의 의사결정에 따라 움직인다. 전지전능한 자가 있어서 시장이 어떻게 움직여야 한다고 말할 수 있는 문제가 아니다.

다음으로 좋은 시장은 - 특히 증권시장에 대해 말한다면 - 1) 주문/체결이 신속·정확해야 하고 2) 유동성이 풍부하고 3) 거래비용이 낮고 4) 정보가 자유롭게 흘러 다수의 투자자들이 독자적인 판단을 내릴 수 있는 그런 시장을 말한다. 코스닥시장도 이런 네 가지 조건을 갖추고 있는지 살펴보면 답이 저절로 나올 것이다. 정부가 할 수 있는 일은 이 중에서 어느 하나라도 불충분하면 개선·교정될 수 있는 여건을 조성해주면 됐지 그 이상도 그 이하도 아니다.

만약 버블이 아닌데 버블이라고 판단, 정부가 선불리 어떤 정책을 펴면 당연히 시장가격을 왜곡시킬 것이다. 버블이라고 믿는 투자자들의 수가 많아지면 매물이 늘어날 것이고 따라서 주가는 저절로 하락할 것이다. 버블이라고 생각하면 주식을 가진 사람은 팔고 주식을 가지고 있지 않은 사람이라면 얼씬도 하지 않으면 그만이다. 예를 들어 미국의 투자주간지 배런스에 실린 최근 한 기사에 의하면 베스트푸드, 메이백화점, 필립모리스 등 “old economy”에 속하는 대표적인 기업들의 주가는 지난 1년간 20-50% 내렸고 주가수익비율(PER)은 5-15정도인데 반해 시스코, 오라클 등 “new economy”의 기업들 주가는 지난 1년 동안 150-1150% 올랐고 PER는 75-666배에 달했다. 투자자들의 이런 “편애”현상을 두고 미국에서도 말이 많지만 나스닥을 규제하고 뉴욕거래소를 부양하는 정책을 내놔야 한다고 주장하는 목소리는 없다.

우리나라의 거래소시장과 코스닥시장간의 건전한 경쟁은 바람직하다. 경쟁을 하든 안하든, 영리기업으로 변신하든 안하든, 좋은 시장이 되기 위해선 각각 독립적인 경영주체가 있어야 한다. 또 두 시장이 경쟁적인가 보완적인가 하는 것은 스스로 결정할 것이다. 정부가 동대문시장과 남대문시장이 상호경쟁적이어야 한다거나 보완적이어야 한다고 말할 수 있는가. 상인들과 두 시장을 찾는 소비자들이 결정할 일이다.

코스닥시장의 가격변동이 심해서 불안하다면, 그래서 투기판이라고 부른다면 가격제한폭을 확대하면 될 것이다. 아니 확대하는 것이 좋다고 생각한다. 곧 바로 제한폭을 없애기가 부담스러우면 제한폭을 현재의 12%에서 30% 또는 50%로 단계적으로 확대하면 투기세력의 움직임을 억제할 수 있을 것으로 본다. 다만 시장은 너무 깨끗할 것이라고 보지 말자. 시장에는 투

기꾼도 있고 사기꾼도 있다. 장기 투자자도 있고 데이트레이더도 있다. 기관이 있는가 하면 “묻지마”도 있다. 그런 것이 시장이다. 그렇다고 정부가 팔을 걷어붙이고 나설 수 있는가. 그럴만한 때나 분야보다 그래서는 안되는 때나 분야가 더 많다는 점을 기억하자.

장흥순 : 벤처는 우리나라만의 문제가 아니라 시대적 변화라고 본다. 따라서 벤처기업 육성이 21C 정보통신의 혁명을 일으켜 경제구조를 변화시키고 있다. 그러면 한국의 코스닥에 대한 변화, 즉 1999년 5월부터 금년 2월까지 10개월 동안의 변화가 시사하는 여러 가지 현황들을 살펴보면 첫 번째로 우수인력의 유출을 들 수 있다. 과거의 거래소 상장기업들의 R&D 분야의 우수한 인력들이 기술 인정을 못 받아 벤처기업으로 유출되는 현상이 가장 큰 변화인 것 같다.

두 번째는 자본금 조달의 문제이다. 초기 지식기반 제조업을 기반으로 했던 벤처 1세대들의 성장에 따른 운전자금조달이 항상 문제가 되다보니 자신이 잘 할 수 있는 기술개발과 아이디어를 가지고 세계시장으로 진출하는 것에 주력하기보다는 성장에 따른 운전자금을 조달하는 것이 문제였다. 그런데 1999년의 자본시장 활성화 정책에 의해서 이제는 대표적인 벤처기업들은 차입금이 거의 없고 자본력이 생기다 보니 결국은 그들이 가지고 있는 기술과 아이디어를 가지고 세계시장에서 승부할 수 있는 기업들이 생기고 있다. 최근에 보면 벤처기업들이 2배정도 생기고 매출은 3배정도로 늘고 수출은 5배가 늘어나고 있다. 이런 성장을 가능하게 하는 부분은 매출이 10억 원에서 30억 원으로 늘어날 때는 아무것도 아닌 것 같지만, 매출이 100억 원에서 300억 원, 500억 원에서 1,000억 원, 1,500억 원으로 성장할 때는 자본에 대한 뒷받침이 없이는 산업사회의 패러다임만 가지고는 전혀 기대할 수 없었던 일이다. 그러므로 그들이 가지고 있는 축적된 기술력을 가지고 큰 기업들과 제휴를 하고 아웃소싱하고 네트워킹을 해서 결국은 기업을 키울 수 있었으면 한다.

우리나라는 처음 물건을 만들 때 필요한 기술을 모두 개발할 수밖에 없었던 이유가 자본력이 없으므로 다른 기업들이 가지고 있는 기술을 사올 수도 없었고 제휴할 수도 없었고 아웃소싱을 하려고 해도 자본력이 없다보

니 제휴가 안되었다. 그런데 자본력을 가지게 되다 보니 세계적으로 유명한 기술을 가지고 있는 벤처기업과 한국의 벤처기업들이 전략적 제휴를 하게 되고 국내 대기업들이 가지고 있는 글로벌 네트워크에 벤처기업들이 가지고 있는 기술력을 붙여서 세계시장으로 나가고 있는, 즉 글로벌화 하는 것이 화두가 되었다. 그런데 이것이 가능한 것은 1999년 코스닥시장의 성장이 결국 기술을 가지고 있는 벤처기업들의 성장에 대한 엔진을 만들어준 결과라고 본다.

세 번째로는 인터넷기업의 버블론을 들 수 있다. 인터넷기업의 모델이 수익을 창출하는 모델이 아님에도 불구하고 상대적으로 기업의 가치가 높다 낮다 또는 버블이다 아니다라는 논쟁이 일고 있다. 기본적으로 미국도 인터넷기업들이 가지고 있는 주가의 버블론이 10년동안 대두되었다. 최근에 손정의회장이 다보스포럼에서 두 가지 질문을 한 적이 있었다. 하나는 인터넷기업이 가지고 있는 주가가 버블이라고 생각하는가에 대한 것이었다. 500명 정도의 설문참가자 69.5%가 인터넷기업의 주가는 버블이라고 보았다. 또 한가지 질문은 야후(yahoo)와 같은 닷 컴(.com)기업이 가지고 있는 자산가치와 마이크로 소프트와 같은 PC회사를 비교했을 때는 98%에 가까운 사람들이 .com이 가지고 있는 기업의 가치가 크다고 본다는 결과가 나왔다. 실제로 .com기업이 가지고 있는 자산가치가 1조 달러에 이르고 PC회사들의 자산가치는 6조 달러를 형성한다. 따라서 간단한 계산에 의하면 .com기업은 PC회사의 6분의1밖에 안되므로 버블이 더 진행되어도 된다고 볼 수 있다. 따라서 IT산업의 혁명이라는 것은 새로운 시대를 만들어가는 패러다임 접근(Paradigm Shift)이 이루어지는 산업이 .com기업에 있기 때문에 이 기업들이 가지고 있는 가치가 저평가되는 것이 아니라 .com기업들이 가지고 있는 쪽으로 모든 전통산업들이 이동하고 있다는 것을 세상이 변화한다는 것으로 대변하고 싶다.

우리나라의 경우도 인터넷 기업들의 버블론에 대한 것이 사실 움직이지 않았던 코스닥시장, 즉 최근 코스닥을 만들어 놓고 3-4년 동안 거의 자본시장 역할을 하지 않았던 시장을 정부가 벤처기업 육성에 대한 자본시장 육성정책을 지난해 5월에 내놓은 것이 결국 새로운 시장을 만들어가는 패러다임, 즉 움직이지 않았던 시장에서 움직이는 힘에는 impact가 필요하다고 생각한다. 이 impact가 있을 때는 분명히 over shift가 있게 되고 이 over shift

가 버블이라는 것으로 표현된다고 본다. 그런데 이런 것들을 통한 인터넷 기업들의 비전이 코스닥시장에 상장을 하면서 작년에 13개정도 밖에 안되었던 기업들이 금년 들어 1,000여개로 증가하는 어마어마한 성장을 이루면서 인터넷의 혁명에 있어 한국의 인터넷 발전을 모든 세계가 벤치마크할 정도가 된 현상도 결국 코스닥시장이 활성화되지 않았다면 절대로 인터넷의 혁명이 이루어질 수 없었다고 본다.

그렇다면 코스닥을 변화시킨 환경은 국가의 미래가 한국만의 벤처가 아니고 전세계적으로 벤처가 붐인 상황에서는 시대론적인 역할에서 코스닥의 역할이 굉장히 중요한 역할을 하였다고 본다. CEO들이 코스닥시장 활성화 이전에는 주주 기여분을 인정하지 않았다. 하지만 지금은 CEO의 생각이 바뀌고 있다. 즉 주주의 중요성을 인식하기 시작하였다. 투자자 입장에서는 새로운 아이টে을 요구하고 있고 유동성의 관점에서는 총주식수의 관점으로 바뀌고 있다.

모든 시스템이 코스닥시장에 훨씬 불리하다. 이것은 경쟁적인 시장이 아니라 거래소의 하부개념으로 보았기 때문에 경쟁적인 시장으로 보기에 코스닥의 인프라가 고칠 것이 너무 많고 이런 시스템적인 입장에서는 코스닥시장이 훨씬 불합리하다. 따라서 시장으로서 균형 발전시킬 규제가 필요하다. 코스닥시장 CEO들은 Ownership이 있기 때문에 지배구조에서도 주주들이 거래소시장으로 갈 것으로 보지 않는다. 왜냐하면 주가가 하락하면 사업은 도태되고 상승하면 발전할 것으로 보고 있기 때문이다. e-business, World Wide 등 시대 변화에 따른 발전이 필요하다. 시장은 투자자들이 결정하는 것이다.

코스닥시장의 경우 벤처기업들은 사전에는 요건을 완화하고 사후 감시기능 강화하는 것으로 되어 있다. 따라서 투자자들에게 객관적 정보를 제시하지 못하기도 하고 양적·질적 확충이 문턱을 높이는 것이 아니라 퇴출기능이 없으므로 이것이 필요하다. 인프라측면에서는 인터넷은 연결 공간이므로 상호보완차원이 아니라 시장기능을 만들어 주어야 한다고 본다. 투기세력 입장에서는 가격제한폭 확대가 겁나므로 필요하다고 보는 입장이다. 그렇다면 벤처기업의 수요가 예측가능한가라는 질문에는 거시적 측면에서 전산시스템을 확충해야 하는데 보는 입장에 따라 크게 다른 양상을 보인다.

차백인 : 우리가 지향하고 있는 것은 선진화된 자본시장이다. 현재 우리의 자본 시장 상황과 관련하여 가장 문제로 대두되고 있는 것은 거래소시장과 코스닥시장의 관계이다. 우리는 교과서에서 한 개의 시장보다는 두 개가 좋고 두 개보다는 여러 개가 더 바람직하다고 배우고 있다. 이는 다수의 시장간에 경쟁을 통해 사회 전체적으로 최적의 상황으로 접근해 나갈 수 있기 때문이다. 그러나 일반적으로 복수의 시장간에 선의의 경쟁을 통해 사회 전체적으로 바람직한 결과를 얻으려면 시장간에 반드시 차이가 있어야 한다. 그렇다면 현재 주어진 인프라 및 제도적인 측면에서 거래소시장과 코스닥시장이 선의의 경쟁이 촉진될만한 여건을 갖추고 있는가, 그 여건을 바꾸면 과연 실제로 경쟁이 촉진될 것인가, 그리고 그러한 경쟁은 과연 바람직할 것인가 하는 문제를 살펴봐야 한다.

현재 벤처기업 활성화 정책에 따라 전체적으로 활성화된 코스닥시장의 경우, 등록되어 있는 종목간에 이미 차별화가 시작되고 있고 이러한 차별화 현상은 향후 본격적으로 진행될 것으로 보여진다. 현재 객관적인 투자자의 입장에서 볼 경우 투자처로서의 두 시장은 별 차이가 없다. 두 시장간에 기본적인 차이가 없는 경우 어떻게 두 시장간의 경쟁을 촉진할 수 있겠는가는 생각해 볼만한 문제이다. 특히 두 시장간의 기본적인 차이가 없을 경우 또다른 측면에서의 균형을 맞추기 위해 상당한 비용을 유발하는 인프라 확충이 요구된다면, 균형발전 자체만을 위해 그러한 비용을 지불해야만 하는가 하는 점은 확실히 짚고 넘어가야 한다.

IMF 구제금융 이후 각 금융기관은 점차 수익성을 제일의 목표로 삼고 있고 이런 추세는 향후 더욱 강화될 것이다. 이와 발맞추어 거래소시장과 코스닥시장의 균형발전과 관련된 문제들은 반드시 엄격한 수익성 분석을 토대로 그 해결책을 찾아야 한다. 특히 전산시스템의 확충이나 결제시스템의 교체는 엄청난 비용이 들고 그러한 비용은 궁극적으로 사회적 비용으로 귀결되는 만큼 인프라 확충이 과연 효율성을 얼마나 제고시킬 수 있는가에 대한 비용효율성분석이 반드시 필요하다. 만일 수익성 분석의 결과가 인프라 확충을 필요로 하는 쪽으로 결론을 제시한다면 본격적인 추진을 해야 할 것이다.

최근 코스닥시장과 관련한 부정적 측면의 하나로 미국 나스닥시장을 무조건 따라가는 주가동조화 현상을 들 수 있다. 미국과의 주가 동조화 현상이 우려되고 있는 이유는 미국의 주가 방향만을 지표로 삼아 무분별한 투자를 하는 투자자들 때문이다. 동조화 현상에 대해 실제 고도화된 계량모형을 통해 분석해 본 결과 우려되는 점은 한국과 미국의 주가동조화 현상이 실제 존재하고 있는 것으로 나타났다. 그러나 분석 결과에 따르면 이러한 동조화 현상은 거래소시장간이 아닌 코스닥시장과 나스닥시장간에만 존재하고 있음이 발견되었다. 다시 말하면 종합주가지수와 미국 다우지수간의 동조화 현상은 발견할 수 없는 대신 코스닥지수와 나스닥지수의 상관관계는 금년 들어 작년어 비해 3배이상 강화되었음을 알 수 있다.

거래소간의 동조화 현상, 즉 자국 거래소 주가지수와 미국 다우지수와의 동조화 현상이 금년 들어 깨어지고 있는 것은 우리나라뿐만 아니라 일본, 싱가포르, 홍콩, 대만에서도 마찬가지이다. 코스닥과 나스닥의 상관계수가 금년 들어 3배 이상 증가한 것은 미국 나스닥의 경우, 주가상승이 1차적으로 인터넷 기업들의 실적에 기반을 둔 데 반해 코스닥의 경우, 전혀 적정 주가를 가늠할만한 나침반이 없는 데 이유가 있는 것으로 판단된다. 즉 코스닥의 경우 현재 해당기업의 실적이 부재하고 성장성만이 논의됨에 따라 주가산정을 위한 별다른 적정변수가 없는 만큼 나스닥을 대용변수로 삼을 수밖에 없다는 것이다.

전체적으로 코스닥시장과 거래소시장을 포함한 우리나라 자본시장의 발전방향에 대해 논의할 때 가장 중요한 점은 단기적 보완 방향에 너무 얽매이지 말고 중장기적인 방향에 신경을 써야 한다는 점이다. 예를 들어 한남대교의 경우 당국의 근시안적인 보완 계획만을 되풀이 하다가 결국 근본부터 다시 고쳐야 하는 지경까지 이르게 된 것과 같이 거래소시장과 코스닥시장을 볼 때에도 두 시장간의 현재 여건만을 고려하게 되면 시야가 좁아질 수밖에 없다.

세계적인 추세를 보면 조만간 각국 거래소의 물리적 실체는 사라지게 되며 국내 및 국경간 거래소의 통합화 추세는 더욱 더 거세질 것으로 전망된다. 전세계 모든 시장이 경쟁상대가 되는 시대가 곧 올 것이다. 이런 추세에 비추어 볼 때 조만간 우리나라 자본시장에 즉각적인 영향을 미칠 수 있

는 요소로 금융 뉴라운드(Finance New Round)를 들 수 있다. 외국과의 금융서비스 거래의 경우 현지법인이나 지점 등 상업적 주재를 통한 거래의 개방에 대해서는 UR협정에서 각국이 타결을 보았다. 그러나 상업적 주재를 통하지 않는 국경간(Cross-Border) 금융서비스 거래의 개방 문제는 금년 중 시작되는 금융 뉴라운드에서 다루어질 예정이다. 증권업의 경우 우리나라에 지점이나 현지법인 없이 인터넷을 통해 국경간 거래가 성사되도록 선진국은 개방 압력을 행사할 것이다. 코스닥시장 발전, 그리고 거래소시장과의 균형 발전 등의 이슈는 자체 요인이나 국내적 요인뿐만 아니라 이러한 국제적 추세를 반드시 고려하면서 그러한 추세와 같은 방향으로 풀어나가야 할 것이다.

최경환 : 이번 논쟁의 출발점은 코스닥시장과 거래소시장과의 관계를 어떻게 볼 것인가에 따라서 해결방안이 많이 틀려진다고 본다. 그렇기 때문에 그 관계를 어떻게 볼 것인가에 대한 마인드를 먼저 제기해 보았으면 한다. 기본적으로 우리가 당면한 문제는 코스닥시장과 거래소시장의 경쟁체제로 가자는 것은 현실이라는 것이다.

그렇다면 경쟁을 통해서 추구하고자 하는 것이 무엇인가 하는 것은 두 가지를 통해서 볼 수 있다. 하나는 투자자들에게 좋은 서비스의 기초를 제공해주자는 측면이 있고 또 하나는 기업들의 자본조달의 문제를 어떻게 해결할 것인가 하는 측면이 있다. 그런데 고객서비스 입장에서는 두 시장이 서로 경쟁하다 보면 좋은 측면만 나타나겠지만 문제는 기업의 자본조달과 관련한 것이다. 이것은 어떻게 볼 것인가 하는 것을 생각해 볼 필요가 있다.

다시 말해 최근의 거래소시장의 침체나 코스닥시장의 활성화 방안에서 본다면 1999년 12월 결산결과 거래소시장 상장기업은 3개 기업만이 증자를 한 것에 비해 코스닥시장의 경우는 7조이상의 증자를 하였다. 그런데 거래소시장의 우량 제조업체들이 경기회복으로 인해 투자를 해야 하는데 현실적으로 부채비율이 몇 percentage인가는 정부정책상 은행의 돈줄이 막힌 상황이고 이것에 직접금융을 해야 하는데 이런 기업들이 부채비율이 높다면 직접금융을 못하는 것이 당연하다. 그렇지만 우리가 볼 때 세계적인 경쟁력을 가진 기업임에도 불구하고 증자가 안되었다는 관점에서 보면 결국 자본

조달 과정에서의 경쟁은 사회적 시너지효과를 낼 수 있다고 본다. 기본적으로 양 시장 자체가 진출입제도, 기업관련 공시제도가 일원화된 상태에서 코스닥시장은 증자를 더 많이 하고 거래소시장은 못한다면 이것은 시장이 효율적으로 배분한 결론이기 때문에 문제삼을 필요가 없다고 본다.

하지만 현실적으로는 양 시장의 진출입제도나 공시관련 제도가 차이나는 것은 사실이다. 그렇기 때문에 경쟁관계를 자본조달 측면에서는 어떻게 볼 것인가를 생각해 볼 필요가 있다고 본다. 개인적인 관점에서는 결국 자본조달 측면에서는 코스닥시장과 거래소시장의 관계는 경쟁관계일 수밖에 없다고 본다. 즉 한정된 자원을 누구에게 allocation 하느냐를 가지고 논의하는 것이므로 경쟁성을 기본적으로 전제하면서 어떻게 보완성을 풀어 갈 것인가의 문제라고 본다. 그런데 거래소시장에는 안정적인 우량기업들이 상장되어 그런 성향을 좋아하는 사람들이 가고 코스닥시장은 고위험, 고수익을 요구하는 투자자들이 투자를 할 수 있도록 모든 관련 제도가 정비되어 경쟁관계에 있을 수 있도록 차별화 되었으면 한다. 즉 경쟁이 필요 없으면 두 시장이 합치던가 아니면 어차피 두 시장이 경쟁관계라면 그렇게 나아갈 수 있도록 제도가 차별화 되어야 한다고 본다.

최근의 코스닥시장과 거래소시장의 균형발전에 대해 언급이 많이 나오는데 균형발전이 왜 중요한가 하면 자원배분의 효율성의 문제를 떠나서 코스닥시장이 중장기적으로 발전하려면 현 제도처럼 불균형을 이루어서는 오래 못간다는 본다. 예를 들어 투자가 한참 과열되어 투자위험성이 과감히 노출되면 오히려 위험성이 잡히지 않게 되기 때문에 서로 균형있게 갔을 때만이 중장기적인 발전을 이룰 수 있지 한쪽 시장만 불균형을 이루어서는 안 된다고 본다.

버블에 대해 잠깐 말씀드리자면 기본적으로는 시장이 평가하는 것에 대해서는 동의한다. 그런데 그 원인을 살펴보면 거래소시장에 상장된 기업들은 주주를 경시하는 경향이 있다는 것이다. 본질이 똑같다고 하더라도 제도적 차별이 있다면 이것은 공정한 경쟁이라고 볼 수 없다. 이런 것들에 의해 주가의 차별이 심화되었다면 이것은 자원배분의 효율성을 저하시킬 수 있다고 본다. 세제부문은 조금 해소되었지만 시장의 매매제도 등의 차별이 필요하고 시장진입이나 퇴출도 시장 범위내의 차별이 있다고 본다. 균형발

전은 제도적 차별로 서로 특성있는 시장으로 육성·발전되어야 한다. 또한 매매 관련하여 살펴보면 가격제한폭, 프로그램 매매 등을 들 수 있다. 개인적으로 코스닥시장은 고수익, 고위험이므로 거래소시장을 철폐하고 코스닥 시장 체제로 가는 견해보다는 반대의 경우를 선호한다. 그러면 작전세력은 패가망신하지 않겠는가. 따라서 거래소시장의 가격제한폭의 크기를 코스닥 시장의 수준으로 높여야 하지 않겠는가? 그렇다. 가격제한폭의 단계적 확대도 중요하지만 코스닥시장을 먼저 하자는 것이다.

현실적 문제는 그냥 두어야 하는가? 이에 대한 대처도 중요하다. 발전 방안을 경쟁관계로 보았을 때 무슨 제도를 어떻게 개선해야 할 것인가를 심각하게 고려해 보아야 할 것이다.