

코넥스(KONEX: Korea New Exchange)

시장 활성화 조치: 효과 및 시사점

김명애 (건국대학교 경영경제학부)*

우민철 (한국거래소 시장감시본부)**

국 문 요 약

코넥스시장은 초기 중소, 벤처기업들이 거래소시장에 주식을 상장할 수 있게 함으로써 과도한 부채를 부담하지 않으면서 필요한 자금을 조달할 수 있게 하는 통로이다. 본 연구는 코넥스시장의 주요 제도들을 설명하고 이와 관련하여 그동안 꾸준히 시도해온 시장활성화 대책들의 효과를 분석하였다. 코넥스시장의 활성화를 위한 첫 번째 대책으로서 단일가매매를 접속매매로 변경한 조치의 경우에, 정보비대칭 개선 효과가 있는 것으로 나타났다. 두 번째, 투자위험 감당능력이 낮은 투자자의 시장진입을 제한하는 제도인 기본예탁금 요구수준을 기존의 3억 원에서 1억 원으로 낮춘 조치의 결과로 시장유동성이 현저히 향상되었고 시장참여자의 수가 증가했다. 마지막으로, 소액투자전용 계좌 도입 조치는 개인투자자의 시장참여 정도를 높였으나 시장유동성 및 정보비대칭 개선으로 이어지지 않은 것으로 나타났다. 분석결과를 종합할 때, 투자자범위제한 축소 조치를 통해 다양한 투자자의 활발한 시장 참여를 유도하는 것이 조속한 시장활성화에 가장 효과적인 한편, 소액투자자 증가에 대비하여 상장주식에 대한 정보생성 통로를 강화함으로써 정보비대칭을 완화하는 것이 장기적으로 창업기업의 직접금융시장에서의 조달비중 확대를 꾀할 수 있는 방안임을 시사한다.

핵심주제어: 코넥스시장, 유동성, 정보비대칭, 기본예탁금, 소액투자전용계좌

I. 서 론

급속히 변화하는 최근의 국내외 산업 환경을 고려할 때 창의적인 아이디어를 성공적으로 사업화하는 것은 국가경제의 경쟁력 제고를 위해 대단히 중요한 일이다. 우리나라 뿐 아니라 각국 정부들이 이들 신규 기업의 창업을 지원하기 위해서 다양한 제도를 시행하고 있다. 창업을 활성화하는 주요한 축의 하나는 원활한 자금 지원이다. 가장 먼저 생각할 수 있는 조달 방안은 부채를 일으키는 방법인데, 초기 기업은 투자수요가 많은 반면에 아직 현금창출능력이 제한적이기 때문에 외부차입 방식으로 자금을 조달하는 경우에 원리금상환부담이 과중해진다는 문제가 발생한다. 이에 대한 대안으로서 이른바 모험자본 (Venture Capital)을 고려해볼 수 있다. 모험자본이란 기술력 및 발전가능성이 있음에도 불구하고 경영기반이 약하기 때문에 일반적인 금융기관을 통한 자금조달이 용이하지 않은 기업에 지분을 투자하는 기업 또는 이런 기업의 자본을 의미하는 용어이다. 2017년 1월 23일자 중소기업청의 보도자료에 나타난 「2016년도 신규 벤처펀드 조성 및 신규 벤처투자 동향」에 따르면, 2016년에 신규 벤처투자액이 2조 원을 초과하였다. 특히 설립 3년 이내 기업에 대한 투자비중

이 36.8%로서 2013년에 비해 두 배 이상 증가하고 설립 7년을 초과한 기업에 대한 투자비중이 감소하고 있어 창업기업의 자금조달통로 기능이 강화되고 있음을 알 수 있다. 그러나 이러한 초기 기업에의 투자시장이 지속적으로 성장하기 위해서는 투자자금을 회수할 수 있는 통로가 활성화되어 있어야 한다. 자금회수 방안으로서, 장외시장에서의 거래를 통해 주식을 매도할 수도 있겠지만 거래소시장에 주식을 상장할 수 있다면 불특정다수의 투자자들이 참여하는 시장에서 객관적으로 투자주식의 가치를 인정받아서 주식의 매도가 더 원활히 이루어질 가능성이 높다. 그러나 초기 기업의 입장에서 볼 때 코스닥시장이나 유가증권시장의 상장요건들은 충족하기에는 상당히 까다로운 측면이 존재한다. 이러한 배경에서, 2013년 7월 1일 한국거래소에 코넥스 (KONEX, Korea New Exchange) 시장이 새로 개설되었다. 개설 목적은 초기 중소벤처기업의 자금조달을 돕고 이들 기업에 투자한 모험자본 투자자금을 코스닥시장 상장 전이라도 조기에 회수할 수 있도록 지원하는 것이다.

그러나 초기 시장이 성공적으로 정착하기 위해서는 지속적인 보완작업이 필요하다. 이에 코넥스시장이 창업기업의 주요한 조달 통로로 기능할 수 있도록 하기 위해서 여러 거래활

* 제1저자, 김명애, 건국대학교, 경영경제학부, meong@kku.ac.kr

** 교신저자, 우민철, 한국거래소, 시장감시본부, wmc73@krx.co.kr

투고일: 2017-05-10 · 1차 수정일: 2017-06-16 · 2차 수정일: 2017-06-30 · 게재확정일: 2017-06-30

성화 조치들이 시행되었다. 본 연구는 코넥스시장 주요 제도들의 변천 및 현황을 조사하고 그동안 실시된 시장활성화 대책에 대한 시장의 반응을 분석한다. 이를 통해, 창업기업의 직접금융시장 조달비중을 제고하려는 목적을 달성하기 위해서 보다 효과적인 것으로 예상되는 시장활성화 조치의 방향을 제시한다. 이 때 제도 변경이 시장활성화에 기여했는지를 판단하는 기준으로서 일일유동성 및 정보비대칭성 변동을 측정하여 이용한다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 단일가매매를 접속매매로 변경한 것은 유동성 측면에서 개선효과가 없는 것으로 나타났다. 다만, 접속매매 방식으로 변경한 이후에 정보 비대칭성이 개선된 것으로 나타났다. 둘째, 개인투자자에 대한 기본예탁금 수준 인하의 결과 시장 유동성이 크게 향상되었고, 일평균 시장참여계좌도 두 배 이상 증가한 것으로 나타났다. 마지막으로, 소액투자 전용계좌의 도입 이후에 개인투자자의 시장참여가 증가했으나, 시장유동성의 증가로 이어지지는 않은 것으로 나타났다. 분석결과를 종합할 때, 인위적인 거래지연을 지양하고 실시간 거래를 허용하는 방안이 정보비대칭을 완화하는 것으로 나타났으므로 가격의 정보기능을 강화하기 위해서는 이러한 조치들이 효과적임을 시사한다. 또한 투자자들의 원활한 시장 참여를 유도함으로써 다양한 판단이 가격에 반영될 수 있게 하고 거래를 활성화하려면, 기본예탁금이라는 거래진입장벽을 완화하는 방안이 효과적임을 확인하였다.

이후의 논문 구성은 다음과 같다. 제 2장은 연구의 배경을 설명한다. 구체적으로는, 코넥스시장의 개설 의의를 검토하고 동 시장의 주요 제도들을 설명한다. 제 3장은 본 연구의 분석대상인 코넥스시장에서의 시장활성화 조치들을 설명하고 연구의 자료 및 방법론을 제시한다. 제 4장은 실증분석 결과를 보고하며, 제 5장은 연구의 결론 및 정책적 측면에서의 시사점을 요약한다.

II. 연구의 배경

2.1. 코넥스시장 개설 의의

창업기업은 출자자에게 지분을 발행하는 방식과 개인 또는 금융기관 등으로부터의 대출을 통해서 자금을 조달한다. 물론 기업 내부에서 창출한 이익으로부터 자금을 조달하는 것도 가능하다. 예를 들어, 성공한 창업기업 표본을 연구한 강원(2014a)은 창업 초기의 재무적 곤경의 정도가 창업자의 능력에 따라서 달라질 수 있음을 보인다. 그러나 초기에 재무적 곤경을 극복하지 못해서 표본에 포함되지 않았을 기업까지 포함된다면, 업력이 상대적으로 길지 않은 신규 창업기업들의 주요 자금조달 방법은 부채 형식에 의존하는 경향이 높다(Mitter & Kraus, 2011). 자본구조상 과도한 부채의존도는 재무곤경비용(Financial Distress Costs)을 유발하여 기업가치 하락의 원인이 된다(Almeida & Philippon, 2007). 뿐만 아니라 상황

에 따라서는 주주의 신규투자지지를 약화하여 과소투자(Under-Investment)를 초래한다(Myers, 1977). 이는 과도하게 부채에 의존해서 자금을 조달하는 방법이 기업주의 부를 감소시킬 뿐 아니라 국가경제 차원에서도 자금의 효율적 배분을 저해하는 방향으로 작용할 가능성이 있음을 의미한다. 국내 기업을 대상으로 한 실증연구로서 실패한 창업기업 표본을 조사한 이장우·이성훈(2004)은 자기자금 비중이 실패 기업과 생존 기업을 판별하는 하나의 요인임을 보였다. 따라서 기업들이 채무를 지는 방법 외에 지분 매도를 통해서도 원활하게 자금을 조달할 수 있는 장치가 필요하다.

<표 1>은 과거 15년간 중소기업의 외부조달원천 비중을 나타내며, 코스닥시장에 상장할 요건을 갖추지 못한 중소기업을 위해서 새로운 직접금융시장을 개설해야 할 필요가 있다는 주장의 근거로서 자주 사용된다. 이에 따르면, 2001년 중소기업의 전체 외부자금 조달 규모 대비 은행차입 비중이 69%였으나 은행 의존도가 지속적으로 증가하면서 코넥스시장 개설 직전인 2011, 2012년에는 각각 80%를 초과한다. 글로벌 금융위기가 발생한 2008년부터 2010년까지 기간에는 이전 기간에 비해서 은행차입 비중이 상대적으로 낮은 수준에 머물렀다.

그러나 정책금융과 비은행금융기관으로부터의 차입비중이 상대적으로 큰 폭으로 증가한 것으로 나타난다. 이는 2008년 금융위기로 인해서 전반적으로 각국의 금융시장에서 신용경색 상황이 나타났기 때문에 상업은행들의 대출여력이나 투자 의지가 약화된 한편, 금융당국이 적극적인 금융완화정책을 펼친 결과에 기인한 것으로 보인다. 금융시장이 불안해질 경우 은행의 위험회피도가 상승하면서 중소기업에 대한 대출만기 연장 축소, 신규대출 취급 감소 등 실질적으로 대출금을 회수하는 현상이 나타났을 가능성이 높다. 2008년부터 2010년까지 기간에서 중소기업의 외부자금 조달행태 자료는 동 기간에 은행보다 대출조건이 열악한 비은행금융기관으로부터의 차입 비중이 상승했으며, 금융시장의 이러한 움직임에 대한 조치로서 금융당국이 정책금융을 일시적으로 확대하였음을 나타낸다. 따라서 코넥스시장이 개설되기 전까지 과거 약 10년 이상의 자료로부터 추정할 때, 은행, 정책자금 및 비은행 차입이라는 차입 형태의 조달이 중소기업의 전체 외부자금 조달에서 차지하는 비중은 대략 95% 수준에서 큰 변동이 없는 것으로 나타난다.

기업이 지분을 매도해서 자금을 유지하는 방법으로 가장 대표적인 것은 거래소 시장에서 기업공개를 실행하는 것이다.

유가증권시장 또는 코스닥시장과 같은 기존의 거래소 시장들의 경우에는, 창업이후 기간이 오래 경과하지 않은 기업들이 상장하기에 까다로운 조건들이 존재한다. 게다가 조건을 충족하여 상장을 하더라도 상대적으로 업력이 오랜 기업에 비해서 정보비대칭이 크기 때문에 IPO 공모가의 저가발행(Underpricing) 규모가 상대적으로 더 크다. 또한 상장으로 인한 소유구조 분산에 대비하여 경영진 통제 시스템을 갖추는 것 역시 비용으로 작용한다. 따라서 창업기업의 경우에는, 기업공개 이전에 이른바 엔젤투자자(신생 기업에 거액을 투자

하는 개인투자자) 또는 벤처캐피탈이 주요한 지분투자자이다. 이들 지분투자자들은 피투자기업 상장 후에 주식시장에서 보유지분을 매각함으로써 투자한 자금을 회수할 수 있다. 자금회수 통로를 확보하는 것이 원활한 투자자금 유치를 위해서 반드시 필요하다는 점에서, 코스닥 상장 이전에 투자금을 조기회수할 수 있는 방법이 존재한다면 창업기업에 대한 비상장지분 투자를 활성화할 가능성이 높다. 한편 높은 정보비대칭 문제가 중소, 벤처기업의 상장을 늦추는 요인이라는 점이 존재함에도 불구하고, 오히려 창업기업이 초기에 상장함으로써 자본시장 참가자들의 감시(Monitoring)활동을 통해서 정보비대칭 문제에 더 효율적으로 대응할 가능성도 있다. 강원(2014b)은 창업기업에 대한 자금 지원 시 재무적 곤경 완화가 아니라 성장을 목적으로 한 지원이어야 함을 주장한다. Michelacci & Suarez(2004)는 초기 단계의 기업이 공개된 시장에서 자금을 조달하고 성공하여 분사를 통해 새로운 기업을 설립하는 선순환 구조 모형을 보인다. 동일한 논리를 적용할 때, 이는 선순환 구조를 달성하지 못하면 반대로 고성장하는 창업기업이 나타나기 힘든 상황이 지속될 수 있음을 의미한다. 따라서 기존의 주식시장 외에 창업기업이 용이하게 상장할 수 있는 주식시장을 설립할 필요가 있다. 이런 점에서 코넥스 시장(KONEX: Korea New Exchange)이 설립 의의를 가진다.

2.2. 코넥스시장의 주요 제도

코넥스시장의 주요 제도는 크게 두 가지 측면의 목표를 추구한다. 첫째, 시장의 개설 이유인 직접금융시장에서 중소기업의 조달활동을 촉진하는 것이다. 이를 위해 상장자격으로서 중소기업기본법 제 2조에 해당하는 중소기업이어야 할 것을 요구한다. 동 법 시행령에 따르면, 업종별로 연평균매출액 규모가 일정 수준(예: 전기장비 제조업의 경우에는 1,500억 원) 이하이어야 하며 자산총액이 5천억 원 미만이어야 하는 등의 기준을 모두 갖추어야 중소기업으로 인정받을 수 있다.

코넥스시장 이외에도 코스닥시장이 존재하여, 유가증권시장 소속기업에 비해서 상대적으로 규모는 작지만 긍정적인 성장 전망을 보유한 기업들을 대상으로 하는 제도권 주식시장이 있으나, 코스닥시장보다 규모나 가시적인 실적 측면에서 더 열위에 있는 창업기업들을 대상으로 한다는 점에서 차이가 있다. 이러한 설립 목적상, 코넥스 설립 초기에 존재했던 일정 규모 이상의 기업으로 상장을 제한하는 요건은 이후에 완화되었다. 동 시장 개설 초기에는 자기자본 5억 원, 매출액 10억 원, 순이익 3억 원 중 하나를 충족하도록 하는 규모 요건이 있었으나, 2015년에 이러한 외형 요건이 전면 폐지되었다. 초기 요건도 코스닥시장 상장요건⁴⁾과 비교할 때 현저히 완화된 조건에 해당하였으나, 현재는 이마저도 요구하지 않고 있다. 한편 비록 규모에 대한 요건을 완화했다라도 신규상장 및 상장유지를 위해서는 일정한 의무를 이행해야 하는데, 소규모 창업기업에게는 적지 않은 비용 및 노력이 따르는 상황이다. 이러한 부담을 경감시키기 위해서 코넥스시장에는 한국거래소의 다른 주식시장에서 볼 수 없는 지정자문인제도가 존재한다. 코넥스시장에 신규상장을 원하는 기업은 증권인수업을 영위할 자격을 보유하고 있는 증권사⁵⁾와 지정자문인 선임계약을 체결하여야 한다. 지정자문인은 상장심사 전에 상장적격성을 심사하고, 상장 이후에 법률자문, 공시, 신고 업무를 대리하며, 또한 유동성공급자(Liquidity Provider: LP) 업무를 수행함으로써 해당 기업이 상장기업으로서의 의무를 이행할 수 있도록 지원하여 상장에 따른 부담을 완화하는 기능을 한다.

만약 상장 후에 지정자문인과의 계약을 해지하게 되면 다른 지정자문인과 신속히 계약을 체결해야 한다. 이 제도는 직접금융시장에 참여한 경험이 일천한 초기, 벤처 기업에 대해서 무형의 시장진입장벽을 완화하기 위해 도입되었으나, 이런 형태의 도움을 필요로 하지 않는 기업들에 대해서 지정자문인 선임을 강제하지 않는 제도도 함께 운영 중이다. 예컨대 지정기관투자자 지분, 기술등급, 투자자 동의 측면에서 일정 요건을 확보한 기업은 기술특례제도를 활용하여 지정자문인 없이

<표 1> 외부자금 조달 형태¹⁾

연도	은행 차입	정책 자금 ²⁾	비은행 차입 ³⁾	주식	회사 채	사채 (私債)	해외 차입 등
2015	79.0	15.1	0.9	0.0	3.3	1.0	0.8
2014	69.2	29.9	0.3	0.1	0.5	0.0	0.0
2013	78.4	14.9	2.5	0.0	2.2	0.2	1.7
2012	80.3	14.2	1.3	0.7	3.4	0.1	0.0
2011	83.3	10.6	0.9	1.1	3.2	0.4	0.6
2010	65.9	26.5	3.4	0.2	0.8	1.5	1.6
2009	62.1	30.8	3.1	0.3	0.8	2.8	0.1
2008	71.5	21.8	3.9	0.2	0.1	1.8	0.5
2007	74.3	21.7	2.1	0.0	0.4	1.2	0.2
2006	71.9	24.8	1.5	0.3	0.4	0.9	0.2
2005	72.2	22.7	2.8	0.0	0.3	1.3	0.8
2004	72.7	19.8	3.3	0.6	0.3	3.1	0.2
2003	73.2	19.4	3.4	0.5	0.5	2.1	0.9
2002	70.7	23.4	3.1	1.9	0.3	0.2	0.4
2001	69.0	25.0	2.0	1.4	1.0	1.1	0.5

1) 중소기업중앙회가 발간하는 각 연도별 '중소기업금융이용 애로실태조사보고서'의 자료를 활용
 2) 중소기업청 등 중소기업 지원업무를 담당하는 정부 기관이 정책에 따라 집행하는 자금
 3) 저축은행, 신용협동조합, 새마을금고, 보험사 등으로부터의 차입
 4) 규모 측면에서 자기자본 30억 원(벤처기업 및 기술성장기업에 대해서는 각각 15억 원, 10억 원 적용) 이상, 실적 지표 측면에서 매출액 100억 원 이상 또는 당기순이익 20억 원 이상(ROE나, 매출액증가율, 시가총액 요건으로 대체 가능하며 매출액증가율이나 시가총액 요건과 결합 시 매출액 요건을 완화하여 적용)
 5) 코넥스시장 개설 당시에는 일정 자격요건을 갖춘 증권사에 한정하여 거래소가 지정자문인을 선정하였으나, 2015년 6월 12일부터는 거래소 회원인 모든 금융투자업자로 자격을 확대하여 시행

상장이 가능하다. 그밖에 상장법인과 비상장법인 간 합병 요건을 까다롭지 않게 하고, 대규모 지분 매각을 위해 대량매매 및 경매매 제도를 운영하고 있다. 또한 신속이전상장제도(Fast Track)를 두어서 코스닥시장으로의 이전을 용이하게 하였다. 이는 남유선(2013)이 설명했듯이, 얼마나 많은 투자자치 높은 기업들이 코넥스시장에서 발굴되어서 향후 상위 시장에 성공적으로 이전할 수 있는지가 동 시장의 활성화 성공 여부를 판단하는 중요한 기준이기 때문이다.

코넥스시장 제도들의 또 다른 목표는 시장에 참여하는 투자자를 보호한다는 측면에 초점이 맞추어져 있다. 앞서 언급한 제도들은 초기 중소기업 또는 벤처기업에게 용이하게 직접금융시장에 접근할 수 있는 기회를 제공한다는 측면이 존재한다. 그런데 이들 기업은 유가증권시장이나 코스닥시장 종목들에 비해서 사업 전망 등에 관한 불확실성이 더 크다고 볼 수도 있다. 즉 코넥스시장에 상장된 기업이 여타 시장에 상장된 기업들보다 규모 측면에서 현저히 작으며 시장의 개설 목적 자체가 업력이 길지 않은 초기 기업의 자금수요를 지원하는 것이기 때문에, 유가증권시장이나 코스닥시장 상장 기업에 비해서 장기생존가능성이나 현금흐름안정성 등이 낮다는 우려가 존재한다. 따라서 금융기관 등 전문적인 투자자에 대해서 투자지식이나 경험이 상대적으로 부족하다고 여겨지는 소액 개인투자자들의 동 시장 진입을 일정 부분 제한할 필요성이 제기되었다. 구체적으로, 개인투자자는 1억 원의 자금을 기본예탁금이라는 명목으로 예치한 경우에만 동 시장에서 투자할 수 있다. 위험을 감당할 능력이 일정 수준 이상인 투자자에게만 시장 참여를 허용한다는 취지이며, 시행 초기에는 3억 원 이상을 기준 금액으로 정하였다. 이를 기본예탁금이라고 부르며, 현금 이외에 대응증권도 가능하다. 물론, 투자위험을 감당할 능력이 있거나 중소, 벤처 기업 투자에 대해서 전문적인 투자지식을 갖추고 있다고 인정되는 투자자에 대해서는 기본예탁금을 면제하고 있다. <표 2>는 기본예탁금 면제 대상인 투자자 유형을 나열하고 있다. 한국거래소는 또한 동 시장에 참여하는 투자자 기반을 확대하기 위해서 기본예탁금 요구 수준을 지속적으로 인하하고 있다.

<표 2> 기본예탁금 면제대상자

1. '자본시장과금융투자업에관한법률' 에 따른 전문투자자
2. 동 법 시행령 제6조 제1항 각호에 해당하는 법률에 따라 설립 또는 설정된 집합투자기구
3. '중소기업창업지원법'에 따른 중소기업창업투자회사
4. '벤처기업육성에관한특별조치법' 제13조에 따른 개인투자조합
5. 동 법 제2조의2 제1항 제2호 기목 (8)에 해당하는 자 : 전문엔젤투자자
6. '조세특례제한법' 제91조의15 제1항에 따른 고위험 고수익투자신탁에 해당하는 투자일임재산 : 랩어카운트형태 분리과세 하이일드펀드
7. '금융투자업규정' 제477조 제7호에 따른 맞춤형 자산관리계좌: 일임형 랩어카운트
8. '근로복지기본법' 제2조 제4호에 따른 우리사주조합

III. 연구자료와 분석방법

3.1. 코넥스시장 활성화조치

<표 1>에 따르면, 2013년 코넥스시장 개설 이후에 중소기업 직접금융이 유의하게 증가했다고 볼 수는 없다. 주식을 통한 조달 비중은 2015년에도 여전히 미미한 것으로 나타났다. 2016년 말 기준 코넥스시장의 시가총액은 4.3조원이고, 일평균 거래대금은 24.7억원, 일평균 거래량은 20만주이다(한국거래소 2016년 12월 30일자 보도자료). 이는 1년 전인 2015년의 3.9조원, 18.2억원, 15만주 보다 각각 30~40%씩 상승한 수치이지만 중소기업의 직접금융 비중 상승에 기여했다고 보기는 현저히 낮은 수준이다. 또한 상기 보도자료에 따르면, 2016년에 코넥스 상장사가 주식 및 주식관련회사채를 발행하는 방식으로 조달한 총액은 1,321억원에 불과하다. 이에 금융당국은 코넥스시장 활성화를 위해서 크게 매매제도 변경 및 투자자제한 완화로 분류할 수 있는 조치들을 시행했다.

<표 3>은 주요한 제도 변경사항 중에서 매매방식 변경이나 투자자 기반조치들을 나타낸다.

<표 3> 코넥스시장 활성화 조치

일자	주요 내용
2014년 6월 30일	단일가매매 방식에서 접속매매방식에서의 전환
2014년 10월 27일	일임형 랩어카운트에 대한 기본예탁금 규제완화 (3억원 ⇒ 1억원)
2015년 6월 29일	개인투자자에 대한 기본예탁금 규제 완화 (3억원 ⇒ 1억원)
2015년 7월 27일	코넥스 소액투자 전용계좌 도입

매매제도 측면에서의 조치 내용은 다음과 같다. 2014년 6월 30일에 기존에 적용했던 단일가매매 방식에서 접속매매 방식으로 변경했으며, 같은 해 11월 17일에 매매수량 단위를 100주에서 1주로 축소하고, 시간외 대량매매 제도를 도입하였다. 이전의 단일가매매 방식은 주문이 들어올 때마다 거래를 체결하지 않고, 일정 시간 동안 주문을 모아서 한꺼번에 동일한 가격에서 거래를 체결하는 방식이다. 단일가매매 방식은 일반적으로 정보비대칭이 심할 때 정보효율성과 유동성 측면에서 다른 매매방식에 비해서 더 적합한 것으로 알려져 있다(Madhavan, 1992). 거래가 활발하지 않은 시장에서 투자자가 역선택을 할 가능성을 줄여주기 때문에 거래비용이 상대적으로 낮다(Pagano & Schwartz, 2003). 접속매매방식을 주 매매방식을 택한 거래소들도 시장 개시 또는 종료 시점에 대해서는 단일가매매 방식을 적용하는 사례가 많다. 한편 이러한 방식은 주문을 바로 체결하지 않고 지연시키는 효과가 있기 때문에, 단기차익을 노리는 추종 매매를 제한하고 확인되지 않은

정보에 의한 시장의 비정상적 과열 현상을 완화하기에 유리하다. 따라서 금융당국이 단기간에 주가가 급등한 이상과열 종목을 안정시키기에 용이하다. 그러나 단일가매매 방식은 시장참여자가 많지 않은 상황에서는 효율적으로 작동하지 않을 가능성이 있다(Dufrenot et al, 2014). 홍콩 주식시장에서 개장 시 단일가매매 방식 채택의 효과를 분석한 Comerton-Forde et al.(2007)은 거래물량 증가 효과가 미미했으며, 수익률변동성과 유동성 측면에서 시장의 질을 하락시킴을 보였다. 이러한 부정적인 효과는 유동성이 낮은 종목에서 두드러졌다. 코넥스 시장에서 거래되는 종목들은 유가증권시장이나 코스닥시장 종목에 비해서 유동성이 현저히 떨어진다는 점을 고려할 때, 단일가매매 방식보다 접속매매 방식이 일중변동성이나 유동성 측면에서 코넥스시장에 더 적합한 매매방식일 가능성이 있다. 본 연구는 접속매매 방식으로 변경한 이후에 시장의 거래지표들에 어떤 차이가 나타났는지 분석한다.

금융당국은 매매방식 변경과 별도로 투자자범위를 확대하기 위한 노력으로서 기본예탁금 수준 인하를 시행하였다. 2014년 10월에 증권사가 일임형 랩어카운트에 대해서, 2015년 6월 29일에는 개인투자자에 대해서 기본예탁금 규모를 각각 3억 원에서 1억 원으로 인하하였다. 기본예탁금 제도를 운용하는 다른 시장인 KOSPI200지수 선물, 옵션시장과 ELW시장에서 예탁금 수준은 각각 1,500만 원이다. 3억원의 기본예탁금을 보유한 개인투자자의 숫자에 대한 자료는 구하지 못했지만, 본 연구의 자료기간에 해당하는 2013년 7월 1일부터 2016년 12월 31일까지의 기간에 유가증권과 코스닥시장을 합산하여 하루에 3억 원 이상을 순매수한 계좌의 숫자는 15,190개에 이르며 이 중 14,964개 계좌가 개인투자자의 계좌인 것으로 나타났다. 하루에 1억 원 이상을 순매수한 계좌는 248,096개 계좌였으며, 역시 이 중에서 대부분인 246,931개가 개인투자자의 계좌였다. 순매수 규모가 3억 원인 계좌 수에 비해서 1억 원인 계좌의 수가 무려 17배에 이른다는 점을 고려할 때, 기본예탁금 수준 인하가 투자자들의 코넥스시장 참여에 긍정적으로 작용할 가능성이 있다.

마지막으로, 역시 더 많은 투자자그룹을 유인하기 위한 조치로서 2015년 7월에 소액투자전용계좌를 도입하여 개인투자자가 1개 계좌에 한하여 기본예탁금 없이 연간 3천만 원 한도에서 주식을 매입할 수 있도록 하였다. 과거에 KOSPI200지수 옵션시장에서도 기본예탁금을 면제하는 대신 매수만을 할 수 있는 소액투자전용계좌를 도입했으나, 2011년 7월 29일에 전면 폐지한 사실이 있다. 같은 제도를 코넥스시장에 적용하는 조치라는 점에서, 긍정적인 결과가 나온다면 다른 시장에 채택 도입할 수 있는 근거가 될 수 있다. 소액투자전용계좌 허용 역시 더 많은 투자자가 코넥스시장에 참여할 수 있도록 하는 조치 중의 하나이다. 이 계좌를 통해 거래하는 경우에는 기본예탁금을 예치할 필요가 없이 연간 3천만 원 한도에서 주식을 매입할 수 있다.

3.2. 연구자료 및 평가지표

본 연구에 사용된 연구 자료는 코넥스시장 개설일인 2013년 7월 1일부터 2016년 12월 31일까지 3년 6개월 기간 동안 발생한 한국거래소의 실시간 호가장과 매매장으로부터 추출하였다. 연구 자료에는 종목, 일자, 매도와 매수별 호가제출시각, 호가가격, 호가수량 및 시장가와 지정가의 구분⁶⁾, 장구분이 포함되어 있다. 연구 자료는 또한 매수자와 매도자 구분 자료, 기관 및 외국인투자자 구분 자료, 체결된 호가를 집계한 매도, 매수별 10단계 호가 및 호가잔량, 체결가격, 체결수량 및 직전 시장가격과 직전가 대비 가격차이, 그리고 체결된 거래의 매수측 정보와 매도측 정보를 각각 포함한다. 한편, 시장활성화 조치 중에 소액투자전용계좌를 이용한 투자자범위 확대 조치의 배경을 이해하기 위해서 계좌 종류별 투자자 현황 자료도 활용한다. 본 연구에서 각 활성화조치의 효과를 분석하기 위한 기간은, 이전 조치 시행일부터 분석대상 조치 시행일 전일까지의 기간을 변경전 기간으로 하고 시행일부터 다음 조치의 시행일 전일까지의 기간을 변경전 기간으로 하여 조사한다.

창업기업의 상장을 위한 공개된 주식시장이 제도적으로 만들어져 있더라도 거래가 활발히 일어나지 않는다면, 창업기업에 대한 자금제공원천으로서의 기능을 제대로 수행할 수 없다. 본 연구에서는 시장활성화 조치의 효과를 유동성 및 정보 비대칭 개선 측면에서 평가한다. 선행연구는 시장유동성이 기업의 조달비용과 직접적으로 관련되어 있음을 보인다(Amihud & Mendelson, 1986). 유동성이 높은 시장에서는 투자자가 지분을 현금화하기 수월하기 때문에, 높은 시장유동성은 결국 자본의 기회비용을 낮추는 방향으로 작용한다. 따라서 코넥스시장의 유동성 개선은 동 시장에 상장되어 있는 기업이 주식 발행을 통해 자금을 조달할 때 상대적으로 더 낮은 비용에서 조달할 수 있게 할 것이다. Inderst & Mueller(2004)는 자금공급과 수요 간의 괴리가 증가할 경우에 창업기업이 생산하는 가치가 상대적으로 낮아지는 모형을 보인다. 이는 창업기업에 대한 자금공급이 시장에서 부족할 경우에는 양(+의) 기대 순현재가치를 가지는 사업들이 사장되어 버릴 가능성이 크다는 것을 의미한다. 이는 개별 기업 수준에서뿐 아니라 경제 전반의 혁신 체고 측면에서도 코넥스시장의 유동성이 영향을 미치게 될 수 있음을 의미한다.

본 연구에서는 <표 3>에 나열된 시장활성화 조치를 대상으로 종목별, 일별 다양한 유동성지표를 활용하여 제도변경 이전과 이후 기간에 유동성 개선효과를 분석하였다. 여기에는 체결건수, 체결수량, 체결금액 및 건당 체결수량, 참여 계좌수, 계좌당 체결건수, 계좌당 체결금액, 회전율, 수익률, 스프레드, 가격수준이 포함된다. 체결건수, 체결수량, 체결금액 및 건당 체결수량 등은 거래물량을 나타내는 지표들이다. 초기

6) 유가증권과 코스닥시장은 지정가, 시장가, 최우리지정가, 최우선지정가, 조건부지정가, 경쟁대량호가 등 6가지가 있지만, 코넥스시장은 지정가호가와 시장가호가의 2가지만 도입하였다.

시장에서는 거래물량 자체가 충분하지 않은 경우가 많기 때문에 시장유동성을 나타내는 기본적인 지표로 유용하다. 참여 계좌수, 계좌당 체결건수, 계좌당 체결금액은 시장에 참여하는 투자자 범위 확대 및 투자자의 적극적 참여도를 나타내기 때문에 투자자 범위 제한을 완화하는 조치들이 애초의 취지에 부합한 결과를 가져오는지 확인하기 위해서 필요한 지표들이다. 회전율, 수익률, 스프레드 등은 주식시장 유동성을 다루는 선행연구들에서 많이 사용된다. 회전율은 당일 체결수량을 상장주식수로 나눈 값, 스프레드는 장중 최우선매도호가와 최우선매수호가의 차이를 두 값의 평균으로 나눈 값으로 계산한다. 가격수준이 높은 종목은 상대적으로 거래가 덜 활발한 것으로 알려져 있기 때문에 가격수준 역시 유동성 개선효과를 파악하는 지표로 포함하였다.

창업기업의 자금조달에 있어서 근본적으로 가장 중요한 걸림돌은 높은 정보비대칭 비용이다(Denis, 2004, Hyytinen & Pajarinen, 2008; Mitter & Kraus, 2011). 대출계약이나 엔젤투자자 또는 벤처캐피탈의 지분투자 시에는 자금제공자가 전문지식을 보유하고 있거나 또는 창업자와 개인적인 친분이 있어서 기업 내부정보에 대한 접근성이 상대적으로 높은 경우이다. 이와 달리, 공개된 주식시장에서는 원칙적으로 공시자료만이 투자자들의 정보원천이라고 할 수 있다. 따라서 동일한 단계에 있는 초기 기업에 대해서는, 전자의 투자 통로에서보다 후자의 투자 통로에서 정보비대칭이 더 높을 가능성이 있다. 높은 정보비대칭은 공정한 가격 형성을 방해하여 시장을 축소시킨다(Akerlof, 1970). 이장우 외(2014)에서도 지적했듯이, 코넥스시장의 활성화를 위해서는 유가증권시장이나 코스닥시장에 비해서 현저히 낮은 코넥스시장에 대한 투자자들의 신뢰수준을 높이는 것이 중요하다. 따라서 코넥스시장이 장기적으로 번성하기 위해서는 정보비대칭을 축소하는 방향으로의 제도 개선이 필요하다는 점에서, 본 연구는 그간의 시장 활성화조치들이 정보비대칭 완화 측면에서 어느 정도 성과가 있었는지를 조사한다. 스프레드 규모는 정보비대칭 정도가 심할수록 증가한다(Chung et al., 1995). 따라서 본 연구에서는 스프레드 규모를 이용하여 시장활성화 조치 전과 후의 정보비대칭 변동을 측정한다.

IV. 실증분석 결과

4.1. 매매방식 변경

주식거래소에서 적용하는 매매체결방식은 일반적으로 단일가경쟁매매와 연속경쟁매매로 구분된다. 세계 각국의 거래소들 중에는 연속경쟁매매만을 사용하고 있는 거래소가 있는 한편 두 가지를 혼용하여 적용하는 경우도 있다. 한국거래소(Korea Exchange)의 주식시장 중 유가증권시장과 코스닥시장은 후자에 해당한다. 시가와 종가 시간, 그리고 일부 종목의 경우 단일가경쟁매매를 적용하며, 접속 시간에는 연속경쟁매

매 방식을 따르고 있다. 그러나 코넥스시장의 경우에, 2013년 7월 1일 개설 시에는 거래가 많지 않을 것으로 예상하고 이러한 상황에서 새로운 균형가격이 신속하게 발견될 수 있도록 하기 위해서 30분 단위 단일가매매방식을 적용하였다.

30분 간격으로 호가를 접수하여 하나의 가격으로 집중 체결하는 방식은 거래량이 충분하지 않은 시장에서 소규모 물량 거래가 가격의 급격한 변동을 초래할 가능성을 줄일 수 있다. 반면, 투자자의 호가정보가 장시간 노출된다는 점, 호가를 제시한 후 체결 시점까지의 대기시간으로 인해서 발생하는 불편함, 그리고 무엇보다도 시장정보의 반영속도를 지연시킬 가능성이 있다.

이러한 문제점들을 완화하기 위해서, 2014년 6월 30일부터 코넥스시장에서도 유가증권시장이나 코스닥시장에서처럼 시가와 종가는 단일가격에 의한 개별경쟁매매(단일가)를 따르고, 접속은 복수가격에 의한 경쟁매매(접속매매)를 따르는 방식으로 변경되었다. <표 4>는 매매방식의 변경이라는 사건 이전과 이후 기간에 각각 시장지표들의 평균값을 조사함으로써 매매체결방식 변경에 따른 시장지표의 차이를 분석하였다. 전체 표본기간은 시장 개설일인 2013년 7월 1일부터 2014년 10월 26일까지이며, 2014년 6월30일로 사건발생일(Event Date)로 하였다. 연구표본에 포함된 전체 종목별, 일별 관측치수를 나타내는 종목일수는 제도 변경 전에 9,079개이고 제도 변경 후에 4,690개이다. Panel A는 종목 기준으로 거래 및 시장 지표들의 변동을 나타낸다. 체결건수는 일평균 체결된 거래건수이고, 체결수량은 체결건별 매매주식수 평균값이다. 주문건 중에는 체결이 되지 않는 건이 포함되어 있기 때문에 후자가 전자보다 낮다. 체결금액은 체결건별 평균 체결금액이다. 회전율, 수익률, 스프레드, 가격은 체결이 이루어진 건을 기준으로 계산하였다. 종목일 평균체결건수, 체결수량, 체결금액, 가격, 회전율, 스프레드의 평균값이 각각 제도 변경 전보다 변경 후에 감소한 것으로 나타났으며, 이 중에서 체결건수를 제외한 다른 지표값들의 감소는 통계적으로 유의했다. 이는 스프레드를 제외한 대부분의 지표에서 매매방식 변경 후에 종목유동성 감소가 나타났음을 의미한다. 한편 스프레드는 정보비대칭 지표로도 볼 수 있기 때문에, 스프레드의 평균값 하락은 매매방식 변경 후에 종목 정보비대칭이 감소했음을 시사한다. Panel B는 계좌 기준으로 거래 지표 변동을 나타낸다. 제도 변경 후에 시장 참여계좌수가 약 30%이상 증가했으나, 반드시 제도 변경의 영향이라기보다는 제도 변경 시점 이후에 새로 시행된 소액투자전용계좌 개설 허용의 영향일 가능성이 높다. 한편, 계좌당 체결건수 역시 제도 변경 이후에 통계적으로 유의하게 증가했다. 계좌수가 대폭 증가했다는 점과 같은 기간에 종목일별 평균 체결건수는 오히려 감소했음을 함께 고려할 때, 계좌수 증가 현상을 일으키면서 코넥스시장에 새로 참여한 투자자들은 다양한 종목에 투자하는 양태를 보이는 대신 상대적으로 일부 종목에 집중해서 활발히 거래했을 가능성이 있다. 계좌당 체결수량 및 계좌당 체결금액에서는 통계적으로 유의한 변동이 나타나지 않았다.

<표 4> 매매체결방식 변경 전후 시장 지표의 변동

Panel A. 종목지표					
	종목일수	체결건수	체결수량(주)	체결금액(원)	가격(원)
변경 전	9,079	1,0829	1,317.7	8,827,551	9,901
변경 후	4,690	1,0100	900.4	6,817,641	6,224
변경 후 - 변경 전		-0.0729	-417.3	-2,009,910	-3,677
t 값		-1.36	-3.29	-2.25	-3.15
	종목일수	회전율(%)	수익률(%)	스프레드(%)	
변경 전	9,079	0.0339	0.0271	28.3223	
변경 후	4,690	0.0205	0.0356	10.8067	
변경 후 - 변경 전		-0.0134	0.0085	-17.5156	
t 값		-4.37	0.13	-9.42	
Panel B. 계좌지표					
	거래일수	참여계좌수	계좌당 체결건수(주)	계좌당 체결수량(주)	계좌당 체결금액(원)
변경 전	244	109.8	0.5613	856.3	5,720,875
변경 후	79	137.7	0.7123	787.0	5,944,469
변경 후 - 변경 전		27.9	0.151	-69.3	2,23,594
t 값		13.9	5.48	-0.70	0.33

4.2. 기본예탁금 제도 변경

코넥스시장이 개설되기 전에 한국거래소는 다음과 같은 두 가지 경우에 한하여 기본예탁금 제도를 운영하고 있었다. 첫째, KOSPI200지수 선물, 옵션 시장이다. 이들 상품을 거래할 때에는 체결된 계약 전체에 해당하는 거래금액을 체결 시점에 전부 지급해야 하는 주식시장과 달리 상대적으로 소액인 증거금만을 예치함으로써 투자가 가능하다는 특성이 있다.

따라서 일반적으로 자금여력이 부족하고 전문적인 투자지식을 갖추고 있지 않다고 여기는 소액투자자의 경우에 시장참여 의사결정에 신중을 기하도록 하는 것이 제도의 목적이다.

또한 선물, 옵션 상품의 특성을 잘 모를 가능성이 있는 신규 투자자의 대규모 손실을 미연에 방지함으로써 투자자를 보호하는 목적을 겸하고 있다. 처음 실시된 이후 몇 번의 조정이 있었으며, 현재 투자자 유형에 따라서 각각 3단계로 기본예탁금 규모를 적용하고 있다.

벤처투자자의 경우 500만원~1,500만원, 일반투자자는 1,500만원~3,000만원, 관리대상 투자자의 경우 3,000만원 이상을 적용한다. KOSPI200지수 선물, 옵션 시장 외에 기본예탁금 제도를 운영하는 다른 시장은 ELW (Equity Linked Warrants) 시장이다. 시장의 개설 초기에는 기본예탁금 제도가 적용되지 않았으나, 이후 동 시장에서 이른바 스캘퍼 (Scalper)라고 불리는 초단기매매투자자들 간 경쟁으로 인해서 개인투자자들의 대규모 손실이 사회적 문제로 대두함에 따라 2011년 10월 4일에 동 시장에 1,500만 원의 기본예탁금 제도가 도입되었다.

지수 선물, 옵션 시장과 ELW 시장 모두 일반 주식에 비해 상대적으로 일반투자자들에게 잘 알려져 있지 않은 파생금융상품 종목이라는 공통점이 있으며, 이들의 예로 알 수 있듯이

기본예탁금 제도는 전문적인 투자지식이 부족할 것으로 파악되는 개인투자자를 고려한 제도라고 할 수 있다.

코넥스시장에 대해서는 주식시장임에도 불구하고 2013년 개설 시부터 기본예탁금 제도가 운용되고 있다. 초기에는 동 시장에서 거래하려고 하는 개인투자자에게 3억 원의 기본예탁금을 유지하도록 했으며, 이후 시간이 경과함에 따라 모험자본 투자를 촉진하고 코넥스시장의 거래활성화를 도모한다는 취지에서 기본예탁금 수준을 낮추어오고 있다.

2014년 10월 27일부터 증권사가 운영하는 일임형 랩어카운트에 대한 기본예탁금을 3억 원에서 1억 원으로 완화하였고, 2015년 6월 29일부터 개인투자자의 기본예탁금 수준을 1억 원으로 낮추어 운용하고 있다. <표 5>는 일임형 랩어카운트 기본예탁금 인하 건을 사건 (Event)으로 규정하고, 사건 전후에 종목 및 계좌 거래지표들의 변동 상황을 나타낸다.

Panel A에 따르면, 기본예탁금 인하 후에 이전보다 체결금액과 회전율이 증가했으며, 스프레드가 감소했다. 체결건수와 체결수량 지표들의 상승은 통계적 유의성이 떨어지지만, 역시 유동성 지표인 체결금액, 회전율이 통계적으로 유의하게 증가하고 스프레드는 유의하게 감소했다. 따라서 이 조치가 유동성 정도를 개선함으로써 시장활성화에 기여했음을 시사한다.

계좌지표를 기준으로 기본예탁금 인하 이전 기간과 이후 기간을 비교한 Panel B에서는, 계좌당 체결건수는 거의 변동하지 않았으나 참여계좌수가 일평균 137.7개에서 146.5개로 유의하게 증가했으며, 계좌당 체결금액도 이전보다 통계적으로 증가한 것으로 나타났다. 따라서 기본예탁금 인하 조치 이후에 코넥스시장에서 거래에 새로 참여한 일임형랩어카운트 계좌가 유의하게 늘어났으며, 거래빈도가 증가하지는 않았으나 계좌별로 평균적인 거래규모는 역시 유의하게 증가했음을 의미한다.

<표 5> 기본예탁금 변경 전후 시장 지표의 변동: 일임형랩어카운트

Panel A. 종목지표					
	종목일수	체결건수	체결수량(주)	체결금액(원)	가격(원)
변경 전	4,690	1.0100	900.4	9,817,641	6,224.1
변경 후	913	1.2037	1270.5	11,693,919	6,210.1
변경 후 - 변경 전		0.1937	370.1	4,876,278	-14.0
t 값		1.62	1.29	2.33	-0.05
	종목일수	회전율(%)	수익률(%)	스프레드(%)	
변경 전	4,690	0.0205	0.0356	10.8067	
변경 후	913	0.0344	0.2156	5.0552	
변경 후 - 변경 전		0.0139	0.1800	-5.7515	
t 값		1.98	1.30	-2.81	
Panel B. 계좌지표					
	거래일수	참여계좌수	계좌당 체결건수(주)	계좌당 체결수량(주)	계좌당 체결금액(원)
변경 전	79	137.7	0.7123	787.0	5,944,469
변경 후	15	146.5	0.7729	1047.5	7,853,454
변경 후 - 변경 전		8.80	0.06	260.5	1,908,985
t 값		2.69	1.03	1.08	2.11

<표 6>은 개인투자자를 대상으로 한 기본예탁금의 인하가 종목지표 및 계좌지표들에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 종목지표들의 변동을 나타낸 Panel A에서, 종목일별 평균 체결건수, 체결수량, 체결금액, 가격이 모두 통계적으로 유의하게 크게 증가하였다. 종목일별 평균 체결건수는 2.7084에서 7.3929로 증가하여 세 배에 가까운 상승률을 나타내었다. 체결수량 역시 1,649주에서 3,046주로 거의 두 배 가까이 상승하였다. 회전율이 0.0393%에서 0.0653%로 크게 상승했으며 통계적으로 유의한 변동을 보였다. 이는 시장에 개인투자자들이 대거 진입함에 따라 거래가 활발해졌음을 나타낸다.

스프레드 변동은 통계적으로 유의하지 않았다. 계좌지표들의 변동을 나타낸 Panel B에서도, 개인투자자에 대한 기본예탁금 변경 이후에 참여계좌수가 거의 두 배 가까이 증가했으며, 계좌당 체결건수도 1.1617에서 1.5898로 약 37% 상승한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 코넥스시장에 참여하기를 희망한 개인투자자들의 수요가 존재했었음을 의미하며, 기본예탁금 인하 조치가 이들 잠재적 투자자들의 시장 진입을 촉진한 결과 회전율 등으로 추정된 시장유동성이 현저히 개선되는 요인으로 작용했을 가능성이 높음을 시사한다.

<표 6> 기본예탁금 변경 전후 시장 지표의 변동 - 개인투자자

Panel A. 종목지표					
	종목일수	체결건수	체결수량(주)	체결금액(원)	가격(원)
변경 전	10,693	2.7084	1,649.3	18,759,221	6,940.6
변경 후	1,657	7.3929	3,045.7	44,528,456	10,566.6
변경 후 - 변경 전		4.6845	1,396.4	25,769,235	3,626
t 값		8.12	4.08	4.70	11.41
	종목일수	회전율(%)	수익률(%)	스프레드(%)	
변경 전	10,693	0.0393	0.4220	5.0399	
변경 후	1,657	0.0653	0.7439	8.8446	
변경 후 - 변경 전		0.0260	0.3219	3.8047	
t 값		3.25	1.96	1.15	
Panel B. 계좌지표					
	거래일수	참여계좌수	계좌당 체결건수(주)	계좌당 체결수량(주)	계좌당 체결금액(원)
변경 전	151	231.3	1.1617	988.9	10,884,209
변경 후	20	505.6	1.5898	986.4	14,367,038
변경 후 - 변경 전		274.3	0.4281	-2.5	3,482,829
t 값		31.55	5.83	0.03	2.51

4.3. 소액투자 전용계좌의 도입

코넥스시장에서 거래할 수 있는 계좌 종류는 크게 7가지로 구분된다. 일반 계좌, FP 계좌이면서 복수일입형랩 계좌, FP 계좌이면서 단일일입형랩 계좌, FP 아닌 일입형랩 계좌, 복수 신탁 계좌, 단일신탁 계좌 및 2015년 7월 27일에 도입된 소액투자전용계좌가 있다. 이 중에서 소액투자전용계좌는 과거 KOSPI200지수 옵션시장에서 기본예탁금 적용을 면제해 준 계좌였다. 옵션 매수자는 옵션대금인 프리미엄을 증거금으로 미리 납부한 바 더 이상의 위험이 없기 때문에 기본 예탁금을 부과할 경우 과도한 금융기회비용이 발생한다는 논리였다. 코넥스시장의 소액투자자 전용계좌는 연간 3,000만원 한도 내에서 예탁금 수준에 관계없이 투자가 가능하도록 한 제도이며 2016년 7월 27일부터 시행되었다. 따라서 기본예탁금 1억원을 예치하지 않은 투자자의 경우에는 이 계좌를 이용하여 투자할 수 있다. 코넥스시장 진입에 대한 장벽을 완화해서

더 많은 투자자가 참여할 수 있게 하려는 취지를 살리면서 한편으로는 전문적 투자지식을 갖추지 않은 소액투자자가 과도한 투자로 인한 손실을 볼 가능성을 미연에 방지하는 목적이 있었다.

<표 7>은 표본기간 동안 코넥스시장에 참여한 투자자를 계좌 종류별로 구분한 결과를 나타낸다. 전체 23,078개 계좌 가운데, 개인투자자가 21,969개로 95.19%를 차지하며 기관투자자 968개(4.1%), 외국인투자자가 141개(0.28%)를 차지하였다.

일입형랩계좌는 개인투자자가 30개, 기관투자자가 6개에 불과하였다. 개인투자자 중 16.49%(3,622개)가 소액투자전용계좌를 통해 시장에 참여하고 있는 것으로 나타났다. 이 제도가 실시된 지 1년 6개월 정도밖에 지나지 않았다는 점을 고려하면, 소액투자전용계좌의 도입이 개인투자자의 코넥스시장 참여에 긍정적으로 작용했음을 알 수 있다. 또한, 141개의 외국인 계좌가 코넥스시장에 참여하고 있다는 점은 향후 추가적인 시장활성화를 기대할 수 있는 부분이라 할 수 있다.

<표 7> 계좌 종류별 투자자 현황

	계좌 수				계좌 수 비중(%)		
	개인	기관	외국인	합계	개인	기관	외국인
일반	18,317	940	131	19,388	94.48	4.85	0.68
FP계좌-복수일입형랩계좌		1		1		100	
FP계좌-단일일입형랩계좌	2			2	100		
FP아닌 일입형랩계좌	28	5		33	84.85	15.15	
복수신탁계좌		2		2		100	
단일신탁계좌		19		19		100	
소액투자전용계좌	3,622	1	10	3,633	99.70	0.03	0.28
총합계	21,969	968	141	23,078	95.19	4.19	0.61

<표 8>은 소액투자전용계좌의 도입 이전과 이후 기간의 종목 및 계좌 지표들을 비교한 결과를 나타낸다. Panel A는 동 제도의 도입 이후 종목일 평균 체결수량, 체결금액 및 건당 체결량이 감소함을 나타낸다. 이는 시장이 위축되었다기보다는 소액투자건이 증가하면서 나타난 현상이라고 볼 수 있다.

종목일별 체결건수에는 거의 변동이 없다는 점이 이러한 설명을 뒷받침한다.

회전율은 통계적으로 유의한 하락을 보였다. 이는 상기 조치의 변경 후 기간이 2015년 7월 27일부터 본 연구자료의 마지막 일자인 2016년 12월 31일로 충분히 길다는 점을 고려할 때, 상장주식 수가 이전보다 증가했기 때문일 가능성이 높다. 스프레드는 통계적으로 유의하게 감소했다.

Panel B에서는, 참여계좌수가 505.6개에서 756.0개로 크게 증가했기 때문에 본 조치의 목적인 소액계좌가 증가했음을 의미한다. 그럼에도 불구하고, Panel A의 제반 유동성지표들이

뚜렷한 개선을 보이지 않는다는 점에서, 소액투자전용계좌의

도입은 시장유동성 및 정보비대칭 지표에 긍정적인 효과를 가져왔다고 할 수 없다. 새롭게 동 시장에 참여한 투자자들이 증가했음에도 불구하고 유동성 등의 지표가 개선되지 않은 이유로서, 이들 계좌의 투자자들이 활발한 거래의사결정을 내리기에 충분한 정보가 존재하지 않기 때문일 가능성이 있다.

코넥스시장의 투자자들은 기본적인 공시정보인 회계정보의 신뢰도 측면에서도 다른 시장에 비해 더 높은 불확실성에 노출되어 있다.

김문태·마승수(2016)에 따르면, 규모나 부채비율, 매출액증가율 등 기업특성들의 차이를 통제한 후에도, 코넥스시장의 상장기업들이 코스피나 코스닥 시장의 대응 기업군을 비교할 때 이익조정 유인이 높게 나타난다. 이는 동 시장에 신뢰할만한 투자정보가 현저히 부족함을 의미하기 때문에, 투자자를 유치하기 위해서 상장되어 있는 기업에 대한 정보를 적극적으로 생성, 제공하는 메커니즘이 존재해야할 당위성을 보여준다.

<표 8> 소액투자전문계좌 도입 전후 시장 지표의 변동

Panel A. 종목지표					
	종목일수	체결건수	체결수량(주)	체결금액(원)	가격(원)
변경 전	1,657	7,3929	3,045.7	44,528,456	10,566.6
변경 후	40,057	7,5139	1,657.0	20,126,618	10,163.4
변경 후 - 변경 전		0.1210	-1,388.7	-24,401,838	-403.2
t 값		0.21	-4.27	-4.57	-1.28
	종목일수	회전율(%)	수익률(%)	스프레드(%)	
변경 전	1,657	0.0653	0.7439	8.8446	
변경 후	40,057	0.0341	0.2519	23.9246	
변경 후 - 변경 전		-0.0312	-0.4920	15.08	
t 값		-4.41	-3.22	4.52	
Panel B. 계좌지표					
	거래일수	참여계좌수	계좌당 체결건수(주)	계좌당 체결수량(주)	계좌당 체결금액(원)
변경 전	20	505.6	1.5898	986.4	14,367,038
변경 후	354	756.0	1.4722	504.6	6,056,546
변경 후 - 변경 전		250.4	-0.1176	-481.8	-8,310,492
t 값		20.87	1.65	6.16	6.95

V. 결론 및 정책적 시사점

코넥스시장의 주요 제도는 직접금융시장에서 중소기업의 조달활동을 촉진한다는 목적과 동시에 시장에 참여하는 투자자를 보호하는 목적을 추구하는 측면을 함께 가진다. 동 시장에 상장한 기업들이 대부분 업력이 짧고 규모가 작은 창업기업이라는 점을 고려할 때, 여타 시장에 비해서 기업에 대한 정보가 불충분한 상황이다. 따라서 투자지식이나 경험이 많지 않은 투자자들이 참여할 경우에 대규모 손실을 보는 사례가 증가할 수 있으며, 동 시장 전반에 대한 투자자 신뢰도 이어져서 거래활성화에 부정적 영향을 끼친다. 이러한 우려로 인해 시장 개설 시점에서부터 소액 개인투자자의 참여를 제한하는 취지의 기본예탁금 제도가 실시되었다. 이는 후자의 목적을 추구하는 제도라고 볼 수 있다. 그러나 이후에 창업기업의 직접금융 조달통로 활성화라는 시장의 개설 목적이 강조되면서 투자자에게 요구하는 예탁금 수준을 완화하는 조치들이 시행되었다. 매매제도 측면에서의 조치인 접속매매 방식으로의 변경은, 코넥스시장처럼 정보비대칭이 심한 환경일 때 접속매매 방식이 기존의 단일가거래 방식에 비해 유동성 개선에 더 효과적일 것이라는 기대 하에 시행되었다. 소액투자 전용계좌 도입은 소액투자에 한하여 기본예탁금 요구수준을 적용받지 않고 투자를 허용함으로써 투자자 기반을 확대하려는 목적과 개인투자자의 대규모 손실 가능성을 방지하는 목적을 함께 추구하는 조치라고 볼 수 있다.

실증분석 결과, 기본예탁금 수준을 인하함에 따라 시장유동성과 정보비대칭이 크게 개선되었고, 일평균 시장참여계좌도 2배 이상 증가한 것으로 나타났다. 즉 투자자범위 제한을 완화하여 더 많은 투자자들의 다양한 의사결정이 가격에 반영

될 수 있게 하는 방안이 유용한 조치였음을 시사한다. 일반적으로 투자위험도가 높다고 간주되는 KOSPI200지수 선물, 옵션시장과 ELW시장에 도입된 기본예탁금 수준이 코넥스시장의 기본예탁금 수준보다 훨씬 낮다는 점을 고려하면, 동 시장에서 더 적극적인 투자자참여 제한 완화조치를 기대해볼 수 있다. 또한 접속매매 방식으로의 변경 이후에 유동성 측면에서는 개선효과가 미미하지만, 투자자간 정보비대칭성이 개선된 것으로 나타났다. 이는 업력이 짧아서 일반 투자자가 잘 알지 못하는 시장에서 접속매매 방식이 정보 전달에 더 효율적일 수 있음을 의미한다. 한편 소액투자 전용계좌 도입은 개인투자자의 시장참여를 이끌었으나, 시장유동성이나 정보비대칭 개선으로 이어지는 못했다. 소액투자자들이 코넥스시장의 상장주식에 대해서 적절한 정보를 충분히 얻지 못하고 있기 때문일 가능성이 있다.

이러한 결과들은, 창업기업의 직접금융시장이 발전하기 위해서 현재 존재하는 인위적으로 시장진입을 억제하는 제도인 시장참여자격 제한을 대폭 완화할 필요가 있으며 기업정보를 투자자에게 효과적으로 전달하는 방안을 강화하는 방향으로 향후의 제도 변경이 진행되어야 함을 시사한다. 예를 들어, 현재 동 시장에서 상당히 간소화되어 있는 공시요구사항을 여타 시장과 유사한 수준으로 회복하는 방안도 검토할 필요가 있다. 이장우 외(2014)는 공시간소화 조치가 상장기업의 부담을 덜어주기 때문에 단기적으로 상장유인으로 작용할 수 있지만, 장기적으로는 정보비대칭 문제를 심화하여 시장실패를 초래할 가능성이 있음을 지적한다. 본 연구의 결과가 제시 하듯이 일반투자자의 시장참여 제한 완화가 시장활성화를 위해 불가피하다면, 이런 조치가 시행되었을 때 투자자보호를 제고하는 방법은 투자자들이 구조적으로 역선택상황에 놓일 가능성을 최소화하는 것이다. 이 때 공시라는 기본적인 정보 제공 통로가 여타 주식시장에 비해서 떨어진다면 시장의 경

쟁력을 저하시키기 때문에, 다양한 측면에서 정보 제공을 촉진하는 제도를 강화해야 할 것이다.

한편, 본 연구의 분석대상인 시장활성화 조치들은 대체로 시장 개설 이후 약 1~2년 기간에 시행되었다. 따라서 대상 조치들이 시장특성에 미친 효과가 시장 개설 초기라는 코넥스 시장의 특수 상황의 영향을 받았을 가능성을 배제할 수 없다는 한계가 존재한다. 즉 본 연구의 결과는 상기 조치들이 동 시장의 활성화에 어떻게 작용했는지에 대한 평가이며, 이를 거래가 활성화되어 있는 여타 주식 또는 파생금융상품시장에서 적용하기 위해서는 초기 시장과 성숙기 시장특성 차이에 대한 부분이 함께 고려되어야 할 것이다.

REFERENCE

- 강원(2014a). 성공한 중소기업의 창업초기 경영실적과 정책의 방향. *벤처창업연구*, 9(3), 1-11.
- 강원(2014b). 창업초기 투자자금조달과 유동성에 대한 연구. *벤처창업연구*, 9(5), 1-11.
- 권기환·최종인(2015). 기술벤처의 실패요인 분석: 연구소 창업기업 사례를 중심으로. *벤처창업연구*, 10(4), 27-37.
- 김문태·마승수(2016). 코넥스기업의 이익조정에 관한 연구. *회계저널*, 25(2), 511-533.
- 남유선(2013). 중소·벤처기업의 자금조달 다각화와 KONEX. *증권법연구*, 14(3), 153-194.
- 이장우·이성훈(2004). 벤처기업 실패요인에 관한 실증연구. *인사조직연구*, 12권(특별), 229-274.
- 이장우·홍재범·정희준(2014). 정보비대칭 해소를 통한 코넥스 활성화 방안. *한국증권학회지*, 43(1), 305-325.
- 중소기업중앙회. 2001-2015(연속간행물), *중소기업금융이용 및 애로실태*
- 중소기업청(2017). 2016년 벤처펀드 및 투자 사상 최고치 달성. 보도자료(2017년 1월 23일자), <http://www.smba.go.kr>
- 한국거래소(2016). '16년 코넥스시장 주요 동향 및 성과. 보도자료(2016년 12월 30일자), <http://listing.krx.co.kr>
- 한국거래소(2017). 코스닥시장주권상장요건. <http://listing.krx.co.kr>.
- Akerlof, G.(1970). The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Almeida, H., & Philippon, T.(2007). The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. *Journal of Finance*, 62 (6), 2557-2586.
- Amihud, Y., & Mendelson, H.(1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.
- Chung, K., McNish, T., Wood, R., & Wyhowski, D.(1995). Production of information, information asymmetry, and bid-ask spread: Empirical evidence from analysts' forecasts. *Journal of Banking and Finance*, 19, 1025-1046.
- Comerton-Forde, C., Rydge, J., & Burrige, H. (2007). Not all call auctions are created equal: evidence from hong kong. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(4), 395 - 413.
- Denis, D.(2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- Dufrenot, G., Jawadi, F., & Louhichi, W.(2014). Ed., Market Microstructure and Nonlinear Dynamics. Springer, 71.
- Hyttinen, A., & Pajarinen, M.(2008). Opacity of young businesses: evidence from rating disagreements. *Journal of Banking and Finance*, 32(7), 1234-1241.
- Inderst, R., & Mueller, H.(2004). The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms. *Journal of Financial Economics*, 72, 319-356.
- Kang, W.(2014a). The Early Stage Performance of Successful SMEs and a Desirable Policy for SMEs. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(3), 1-11.
- Kang, W.(2014b). Study on Financing and Liquidity in Early-Stage SMEs. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 9(5), 1-11.
- Kim, M. H., & Ma, S. S.(2016). A Study on Earnings Management in the KONEX. *Korea Accounting Journal*, 25(2), 511-533.
- Korea Federation of SMEs, 2001-2015(serial publications). *SME Financing Report*.
- Korea Exchange(2016). '16 KONEX Market Report. press release(2016.12.30.), <http://listing.krx.co.kr>
- Korea Exchange(2017). *Listing Requirements in KOSDAQ*. <http://listing.krx.co.kr>
- Kwon, K. H., & Choi, J. I.(2015). The Analysis of Failure Causes on Technology Venture : A Start-up case of the Government Research Institute(GRI). *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 10(4), 27-37.
- 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, J. W., & Lee, S. H.(2004). Failure Factors of High-tech Ventures: an Empirical Study. *Korean Journal of Management*, 12, 229-274.
- Madhavan A(1992). Trading mechanisms in securities markets. *Journal of Finance*, 47(2), 607-641.
- Michelacci, C., & Suarez, J.(2004). Business creation and the stock market. *The Review of Economic Studies*, 71, 459-481.
- Mitter, C., & Kraus, S.(2011). Entrepreneurial finance: issues and evidence. revisited, *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14, 132-150.
- Myers, S.(1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Nam, Y. S.(2013). Financial Diversification of small / venture businesses and KONEX. *The Korean Journal of Securities Law*, 14(3), 153-194.
- Small and Medium Business Administration(2017). *Venture fund and investment set the highest record in 2016*. press release(2017.01.23), <http://www.smba.go.kr>.
- Pagano M., & Schwartz, R.(2003). A closing call's impact on market quality at Euronext Paris. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 439-484.

Regulation Changes to Boost KONEX: Effects and Implications

Meong Ae Kim*
Min Cheol Woo**

Abstract

KONEX (Korea New Exchange) is the organised stock exchange for small enterprises. It is a channel through which venture start-ups at their early stage can raise funds without a huge burden of debt. We explain the regulations in this market and examine the effects of major changes in the relevant regulations. The first change was replacing the call auction mechanism with the continuous auction mechanism. The change improved the information asymmetry among investors. The second was lowering the minimum deposit requirement for individual investors from 300 million won to 100 million won. As the result of the change, market liquidity increased a lot and the number of investors increased. The last change was introducing the small investment account. Although this raised the participation of individual investors but did not lead to the improvement in market liquidity or information asymmetry. In overall, encouraging more investors to participate in the transactions in KONEX is the fast way to boost the market, while the long-term strategy should focus more on improving the information asymmetry by helping information generating and transferring activities.

Keywords: KONEX, Liquidity, Information Asymmetry, Minimum Deposit Requirement, Small Investment Account

* First Author, Konkuk University, meong@kku.ac.kr

** Corresponding Author, Korea Exchange, wmc73@krx.co.kr