

기획 분석 : 벤처 투자 활성화 방안

■ 한·미·일 벤처 주식 시장의 특징

- 코스닥, 나스닥, 자스닥 시장 환경

- (지수 현황) 코스닥의 99년말 현황을 보면 정부의 벤처 육성 의지에 힘입어 주가 상승률이 235%로 매우 높았으나
- 2000년에 들어 전세계 벤처시장의 거품론이 제기되면서 하락하기 시작한 코스닥 지수는 4월말 현재 작년 상승폭 180포인트의 60%에 가까운 108포인트가 4개월 만에 하락하였음
- (시장 규모) 국내 코스닥 시장은 절대 규모 면에서는 나스닥이나 자스닥에 비해 작지만, 국민경제 규모 측면에서는 시장 규모가 크고 거래가 활발한 것으로 평가됨
- 시가 총액 : 나스닥의 1/56, 자스닥의 1/2.8
- 시가 총액/GDP 비율 : 나스닥 58.3배, 자스닥 5.4배, 코스닥 21.9배
- (시장 구조) 코스닥의 경우 등록업체수가 457개, 나스닥은 4,829개, 자스닥 868개로 나스닥의 1/10.6배, 자스닥의 1/1.9배에 불과한 실정임
- 그러나 코스닥은 신규 등록률이 99년에 무려 35.8%를 기록해 시장이 크게 활성화되고 있는 것으로 나타남

- 코스닥, 나스닥의 동조화 현상 특징

- 99년에는 나스닥 주가 상승시의 동조화 현상이 강했으나, 2000년부터는 나스닥 주가 하락시의 동조화 현상이 강해 나스닥이 하락세를 보일 경우에 코스닥은 상승시보다 더욱 민감하게 동반 하락하는 추세를 보임

- 코스닥, 나스닥, 자스닥의 등록 환경

- (코스닥 시장) 코스닥과 거래소 시장의 등록 여건을 보면 부채비율 면에서 코스닥이 동종 업종 평균의 1.5배 미만을 강조하고 있어 거래소 시장보다 등록 요건이 더 엄격하다고 볼 수 있음
- (나스닥 시장) 나스닥과 뉴욕 증권 거래소 시장과의 관계를 보면 나스닥 시장은 거래소 시장의 전단계적 시장이 아니라 대등한 전국 규모의 시장이며, 등록 여건도 거래소 시장에 비해 크게 완화된 수준임

- (자스닥 시장) 일본의 자스닥 시장은 미국의 나스닥 시장과는 달리 거래소 시장에 상장하기 위한 전단계 시장으로서의 역할을 수행해 온 결과 시장 거래가 활성화되지 못한 상태에 있음

- 코스닥 시장 및 코스닥 등록 여건의 평가

- (코스닥 시장 거품 논쟁) 코스닥은 99년 가장 높은 주가 상승률(235%)을 보임에 따라 거품 논쟁이 심화되었음
- 그러나 2000년 4월 현재 전세계적인 거품 논쟁 및 타이거 펀드(해지펀드)의 몰락, MS의 독점 분쟁, 그리고 미국 나스닥 시장 붕괴 등으로 인해 한 때 290포인트를 기록한 코스닥 지수는 99년 6월 이전 수준인 160포인트 아래로 추락하면서 주가지수의 과대 평가 우려는 상당 부분 해소된 것으로 판단됨
- (점진적 진출률, 퇴출률의 확대) 코스닥 시장은 절대 규모면에서는 선진국들에 비해 작으나 국민경제 측면에서는 상대적으로 규모가 큰 점을 감안하여, 점진적으로 등록 여건을 완화하여 시장의 활성화를 꾀하되 퇴출 요건의 강화 등으로 부실 기업의 퇴출이 신속히 이루어지도록 해야 함

한·미·일 벤처 주식 시장의 특징

□ 코스닥, 나스닥, 자스닥 시장 현황¹⁾

- (주가지수 추이) 코스닥은 99년에 나스닥이나 자스닥보다 더 높은 주가 상승률을 기록하였음

- 코스닥의 99년말 현황을 보면 정부의 벤처 기업 육성 의지에 힘입어 주가 상승률이 전년대비 235%로 미국의 나스닥 107%, 그리고 일본의 자스닥 220%보다 더 높은 것으로 나타났음
- 그러나 2000년에 들어서 전세계 벤처시장의 거품론이 제기되면서 하락하기 시작한 코스닥지수는 작년 상승폭 180포인트의 60%에 가까운 108포인트가 4개월 만에 하락하였음
- 반면 나스닥 지수는 작년 한해 동안의 상승폭 2,364.78포인트에서 올해 4월까지 449.65포인트만 하락함에 따라 지난해 상승폭의 19% 하락에 그쳤음
- 코스닥 시장은 99년 상승률이 커 거품 논쟁에 휘말렸지만, 2000년에 들어서 그 하락폭이 나스닥 시장의 3배에 달하는 폭락을 거듭함에 따라 시장이 매우 불안한 것으로 평가됨

- (시장 규모) 국내 코스닥 시장은 절대 규모 면에서는 나스닥이나 자스닥에 비해 작지만, 국민경제 규모 측면에서는 시장 규모가 크고 거래가 활발한 것으로 평가됨

- 코스닥 시장은 시가총액 면에서 미국 나스닥의 1/56, 일본 자스닥의 1/28 수준으로 그 절대 규모가 아직 미약한 것으로 나타남
- 또한 기업당 시가총액을 보면 코스닥은 2,319억 원, 나스닥 1조 2,265억 원, 자스닥 3,514억 원으로 우리나라의 코스닥이 가장 적은 규모를 보여 주고 있음
- 그러나 시가총액/GDP 수준을 보면 나스닥 58.3배, 코스닥 21.9배, 자스닥 5.4배,

1) KOSDAQ : Korea Securities Dealers Automated Quotation

NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotation

JASDAQ : Japan Securities Dealers Automated Quotation

EASDAQ : European Association of Securities Dealers Automated Quotation

기획 분석

그리고 이스닥이 0.8배인 것으로 나타나 국가 경제 규모에 비해서는 상대적으로 시장 규모가 큰 것으로 평가됨

- 거래대금/시가총액을 보면 코스닥 100.5배, 나스닥 211.6배, 자스닥 44.4배, 이스닥 6.3배로 거래의 회전율 면에서도 나스닥 다음으로 코스닥이 높은 수준을 보이고 있어 거래의 활성화가 이루어지고 있음을 알 수 있음

< 99년말 벤처 주식 시장의 현황 비교 >

구분	코스닥 (KOSDAQ)	나스닥 (NASDAQ)	자스닥 (JASDAQ)	이스닥 (EASDAQ)
99년초 대비 변동률(%)	235.2	107.1	220.9	87.1
변동폭(포인트)	179.7	2,364.7	-	-
2000년초 대비 변동률(%)	- 40.7	- 10.6	5.4	0.8
변동폭(포인트)	- 108.4	- 449.6	-	-
시가총액(원)	106조원	5조 2,046억\$ (5,922.8조원)	27.4조엔 (305.1조원)	-
기업당 시가총액(원)	2,319억원	1조 2,265억원	3,514억원	-
거래대금/시가총액(배)	100.5	211.6	44.4	6.3
시가총액/GDP(배)	21.9	58.3	5.4	0.8

주 : 99년말 기준, 2000년 주가는 4월 중순 기준.

□ 코스닥, 나스닥, 그리고 거래소 시장의 동조화 현상

- (나스닥 대 코스닥, 코스닥 대 종합주가의 상관 관계) 나스닥과 코스닥은 높은 동조화 현상을 나타내고 있으나, 2000년에 들어서는 99년보다 동조화 현상이 약화되었음

- 99년의 경우 나스닥과 코스닥의 상관관계가 0.84를 기록할 정도로 동조화 현상이 심화되었으나, 2000년 들어서부터는 0.58로 그 정도가 줄어들었음
- 99년의 경우 미국을 중심으로 한 첨단 기술주 및 인터넷 관련주들의 상승세가 코스닥 시장에도 영향을 미침에 따라 동조화 현상이 뚜렷했음
- 그러나 2000년에는 이러한 주식들의 주가가 코스닥 시장에서 먼저 붕괴함에 따라 동조화 현상의 정도가 약화되었음

- 특히 2000년초 대비 4월까지의 코스닥 지수는 40% 가량 하락했음에 반해, 나스닥 지수는 동 기간까지 10%하락하는 데 그쳤음
- 또한 종합주가지수와 코스닥과의 상관관계도 99년에는 0.9를 상회할 정도로 동조화 현상이 높았으나, 2000년 들어서는 코스닥의 하락세 여파로 음(-)의 상관관계를 보이고 있음

< 코스닥과 나스닥의 동조화 현상 >

구분	나스닥	나스닥100	나스닥제조업	코스닥과 종합주가지수
1999년	0.836	0.839	0.876	0.916
2000년	0.581	0.504	0.597	-0.284
전체	0.815	0.813	0.839	0.841

주 : 1) 나스닥100 지수는 나스닥 종목을 대표하는 100개의 기업으로 이루어졌음
 2) 각 수치는 상관관계를 나타냄. 99년 1월부터 2000년 4월, 일별 자료

- (동조화 현상의 특징) 99년에는 나스닥 주가 상승시의 동조화 현상이 강했으나, 2000년부터는 나스닥 주가 하락시의 동조화 현상이 강해 나스닥이 하락세를 보이면 코스닥도 하락하는 추세를 보임

- 그 결과 코스닥이 나스닥 폭락의 영향을 더욱 많이 받기 때문에 2000년부터는 코스닥 주가 하락의 회복 기간이 길어지고 있는 것으로 판단됨
- 코스닥과 나스닥의 동조화 현상을 구체적으로 보기 위해 나스닥 주가가 상승한 경우와 하락한 경우로 나누어 볼 경우에, 99년에는 주가 상승시 동조화 확률이 58.1%였으나, 주가 하락시에는 42.2%로 나스닥 시장의 호재가 코스닥 시장에 더 많은 영향을 미쳤음
- 그러나 2000년부터는 나스닥 주가가 상승했을 경우에 동조화 현상은 61.1%이지만, 나스닥 주가가 하락했을 경우의 동조화 현상은 70.0%로 나스닥 시장의 악재가 코스닥 시장에 더 많은 영향을 미친 것으로 나타났음

< 코스닥과 나스닥의 동조화 현상의 특징 >

구분	상승시	하락시	평균
1999년	58.1 %	42.2 %	51.3 %
2000년	61.1 %	70.0 %	65.2 %
전체 기간	58.7 %	48.5 %	54.3 %

주 : 99년 1월부터 2000년 4월, 일별 자료

□ 코스닥, 나스닥, 자스닥 시장 구조 비교

- (등록 업체수 비교) 코스닥의 경우에 등록 업체수가 나스닥의 1/10.6, 자스닥의 1/1.9에 불과한 실정임
 - 2000년 4월 현재 코스닥 457개, 나스닥 4,829개, 자스닥 868개

- (신규 등록률 비교) 그러나 코스닥은 신규 등록률이 다른 나라들보다 높고 등록 취소율은 낮게 나타나 코스닥이 빠른 성장세를 띠고 있는 것으로 보임
 - 99년 코스닥의 신규 등록률(전체 등록 업체수 대비 신규 등록 업체수)이 무려 35.8%를 기록한 반면, 나스닥은 766개로 등록률이 15.8%, 자스닥은 73개 기업으로 등록률이 8.4%를 보였음
 - 반면 등록 취소 업체수는 코스닥이 38개로 등록 취소율이(전체 등록 업체수 대비 등록 취소 업체수) 8.3%를 기록하였음. 이에 비해 나스닥은 1,005개 기업으로 20.8%, 자스닥은 61개 기업으로 7.0%를 기록하였음

- (자금조달 규모와 방식) 또한 국내 벤처 기업들은 직접 자금 조달 방식보다는 간접 조달 방식에 더욱 의존하고 있는 것으로 분석됨
 - 벤처 기업들의 유상, 회사채 발행 등을 통한 자금 조달 규모를 보면 코스닥은 4조 8,500억 원으로 시가총액의 4.5%를 조달한 반면, 미국나스닥의 경우에는 965조 5,000억 원으로 시가총액의 16.3%를 조달한 것으로 나타났음

< 99년 벤처 관련 시장 구조의 비교 >

구분	코스닥 (KOSDAQ)	나스닥 (NASDAQ)	자스닥 (JASDAQ)	이스닥 (EASDAQ)
등록업체수	457	4,829	868	56
신규등록업체수(등록률, %)	164 (35.8)	766 (15.8)	73 (8.4)	-
등록취소업체수(취소율, %)	38 (8.3)	1,005 (20.8)	61 (7.0)	-
자금조달규모(유상+회사채)	4.85조원	8,485억\$ (965.5조원)	-	-
시가총액대비 자금조달규모(%)	4.5	16.3	-	-

□ 코스닥, 나스닥, 자스닥 시장의 등록 환경

- (코스닥 시장) 코스닥 시장의 등록 여건이 거래소 시장에 비해 상대적으로 엄격함
 - 양 시장의 등록 여건 중 부채 비율 관련 여건을 보면 동종 업종 평균의 1.5배 미만을 강조하고 있음에 따라 부채에 대한 의존성이 큰 중소 벤처 기업의 등록이 상대적으로 더 엄격하다고 볼 수 있음
 - 신규등록심사 요건은 벤처기업부, 일반기업부, 증권투자회사부로 구분하며 일반 기업은 선택적으로 활용토록 하고 있음
 - 코스닥 등록 기업의 등록 취소 주요 사유는 다음과 같음. 주식 분산 기준(소액 주주 100인 또는 전체 주식의 20/100을 소액주주가 소유) 미달 1년 이상, 최종 부도 및 주거래 은행 거래 정지 상태 1년 이상, 주된 영업 정지 1년 이상, 월간 거래량 1000주 미만 6개월간 지속, 자본 전액 잠식 2 사업연도 이상, 부적정 또는 의견 거절 2회 이상, 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서 미제출 2회 이상 등으로 구성됨

- (나스닥 시장) 나스닥과 뉴욕증권 거래소 시장과의 관계를 보면 나스닥 시장은 거래소 시장의 전단계적 시장이 아니라 대등한 전국 규모의 시장이며, 등록 여건도 거래소 시장에 비해 크게 완화된 수준임
 - 나스닥 시장은 거래소 시장에 비해 완화된 상장 요건과 함께 공개 관련 비용이 저렴함에 따라 매우 역동적인 시장 구조를 가지고 있음
 - 또한 나스닥 시장에서는 기업이 일시적인 어려움에 처해있으나 회사가 자구책을 강구하고 있어, 등록 폐지 기업이나 투자자에게 도움이 되지 않는 경우에 등록 폐지를 유예해 주는 ‘등록 폐지 유예 제도’가 마련되어 있음
 - 이 경우 등록 폐지 유예 조건을 위반하면 등록이 취소되며, 등록 폐지 유예 종목에 대해서는 투자자의 주의를 환기하기 위한 조치를 취하고 있음

- (자스닥 시장) 일본의 자스닥 시장은 미국의 나스닥 시장과는 달리 거래소 시장에 상장하기 위한 전단계 시장으로서의 역할을 수행해 온 결과 활성화되지 못한 상태에 있음
 - 그리고 자스닥 이외에 99년부터 동경 증권거래소 내에 벤처기업의 등록을 추진하는 Mothers시장이 개설됨과 동시에 미국의 나스닥 시장에서 일본에

기획 분석

진출한 기업들로 이루어진 나스닥 저팬 등과 함께 3개의 벤처 시장을 이루고 있음

- 일본의 자스닥 시장에서 거래되는 주식은 비상장 주식으로 일본 증권업협회가 정한 등록 기준을 충족해야 하는데, 동 기준은 대체로 거래소 시장 2부 종목 상장 기준보다 완화되어 있음
- 이는 중소기업의 장외 시장 참여를 용이하게 하기 위한 것이며, 대상 기업은 특별히 제한하지 않고 있음

< 99년 벤처 관련 시장의 등록 환경 비교 >

구분	코스닥	나스닥	자스닥
시장의 성격	- 거래소 시장과 대등	- 거래소 시장과 대등	- 거래소 시장의 전단계
등록 여건	- 일반 기업의 부채 비율 동종 업종 1.5배 기준 외에는 대체로 완화	- 대규모, 중소 규모로 나누어 상장 가능하며 상장 요건 완화	- 거래소 시장 2부 종목 상장 기준보다 완화
벤처 시장 종류	- 코스닥, 제3시장	- 나스닥	- 자스닥, 제3시장, 나스닥 저팬

□ 코스닥 시장 및 코스닥 등록 여건 평가

- (코스닥 시장 거품 가능성 소멸) 99년의 첨단 기술주 중심의 상승세 여파로 코스닥에 대한 거품이 논란의 대상이 되었으나, 2000년에 들어서부터는 세계적인 주가 하락 분위기에 편승하여 코스닥 시장 주가도 크게 하락하여 주가의 과대 평가 부분이 상당 부분 해소된 것으로 판단됨

- 코스닥 시장은 99년 가장 높은 주가 상승률(235%)을 보임에 따라 최근 거품 논쟁이 심화되었음. 그러나 2000년 4월 현재 전세계적인 거품 논쟁 및 타이거 펀드(해지펀드)의 몰락, MS의 독점 분쟁, 그리고 미국 나스닥 시장 붕괴 등으로 인해 한 때 290포인트를 기록한 코스닥 지수는 99년 6월이전의 수준인 160

포인트 아래로 추락하면서 주가의 과대 평가 논란이 일단락되고 있는 것으로 전망됨

- (코스닥 등록 여건 및 사후 감독 관리 제도의 정비) 코스닥 시장은 여전히 규모면에서 성장 여력이 있고, 등록 여건면에서도 제도의 완화 또는 보완할 필요가 있으므로 코스닥 시장의 등록 및 사후 감독 관리 여건을 정비할 필요가 있음. 또한 총선 등 정치적 영향에 따라 등록 및 퇴출 기준이 바뀌지 않도록 일관성 있는 제도의 시행이 요망됨
 - 코스닥 시장은 규모면에서 그 크기가 기타 국가에 비해 열악한 상황이며, 이에 따라 등록 여건을 완전 자유화할 경우 시장 수급 상황에 영향을 미치는 점을 고려해 볼 때, 규모 확대를 위해서는 수급을 고려하여 진출률과 퇴출률을 점진적으로 높이는 방향으로 전환할 필요가 있음
 - 코스닥 시장의 경우 등록을 위한 기준 요건은 거래소 시장에 비해 크게 완화되어 있으나, 여전히 부채비율이 동종업종 평균의 1.5배 미만으로 구성되어 있는 등 등록 여건이 일부 기업에는 여전히 열악한 상황임
 - 그러나 코스닥 시장의 진출 및 퇴출률이 일본의 자스닥 시장보다 높은 상태로 진출입이 비교적 자유로운 상황임
 - 점진적으로 등록 여건을 완화시켜 진출률을 높이는 대신, 철저한 사후적 감독 강화를 통해 기업의 투명성을 높임으로써 투자자들의 투자 위험을 원천적으로 제거하기 위해 퇴출 기준을 보다 강화할 필요가 있음
 - 특히 총선 이전에는 등록 기업 25개 기업이 일괄 통과되었으나, 총선 이후에는 12개 기업이 대거 탈락되는 것처럼 정치 일정에 따라 코스닥 등록 및 퇴출 기준 적용의 일관성이 사라지고 있어 코스닥 시장의 발전을 저해할 우려가 있음
 - 그러므로 총선 등 정치적 영향에 따라 등록 및 퇴출 기준이 바뀌지 않도록 일관성 있는 제도의 시행이 요망됨

■ 천일영 연구위원 ilcheon@hri.co.kr ☎3669-4028