

## 코넥스시장의 유동성 제고를 위한 방안

우민철 (한국거래소)

중소기업이나 벤처기업들의 자금조달을 원활하게 하고, 동 기업들에 투자한 자금을 조기에 회수할 수 있는 코넥스시장(Korea New Exchange)을 2013년 7월 1일에 개설하였다. 초기시장의 활성화를 위해 상장요건으로 지정자문인 제도와 유동성공급자 제도를 운영하고, 매매제도 개선 및 투자자 진입요건 완화 등을 시행했으나, 유동성 개선효과를 얻는데 부족하였다.

현행 지정자문인에게 부여한 유동성공급자 의무 요건이 미약하기 때문에 소극적인 시장참여가 이뤄지고 유동성 부족으로 인해 투자자의 시장참여도 수동적이 되면서 시장활성화가 부족한 상황이다. 이에, 유동성공급 의무의 강화를 통해 직접, 간접적인 거래비용을 절감시킴으로 시장활성화를 꾀할 필요가 있다.

### [ 1 ] 서론

중소기업이나 벤처기업들의 자금조달을 원활하게 하고, 동 기업들에 투자한 자금을 조기에 회수할 수 있는 것은 중소기업과 벤처기업의 활성화를 위해 필수적이다. 그러나, 초기 중소·벤처기업이 코스닥시장의 상장요건을 충족하기까지 성장하고, 상장을 통해 투자자금을 회수하는 것은 긴 시간이 필요하다.

2011년 하반기부터 금융당국은 이러한 필요성을 인식하고, 유가증권시장과 코스닥시장과 별도의 신시장(New Exchange) 개설을 위한 해외 사례 연구 및 신시장 TF, 공청회 등을 거치며 2013년 7월 1일에 KONEX(Korea New Exchange)를 개설하였다.

소규모 성장형 기업을 대상으로 상장요건 등을 완화하여 중소기업 자본시장으로 성공한 영국의 AIM (Alternative Investment Market), 진입요건 완화를 통해 중소, 벤처기업을 상장하고, 주 시장으로 이전

상장을 통해 양 시장간 연계성을 강조한 캐나다의 TSX-Venture, 지정자문인이 상장적격성을 심사하여 상장 절차를 단축하고, 벤처기업 전용 시장으로 육성한 싱가포르의 Catalist, 첨단기술을 보유했으나 주 시장으로 상장요건이 미달하는 기업의 주식을 거래하도록 만든 홍콩의 GEM 등은 코넥스 시장을 개설하는데 본보기가 된 좋은 선례들이다.

코넥스시장이 개설된 지 4년이 되어가는 현 시점에 중소기업과 벤처기업의 인큐베이터 시장인 코넥스시장의 성장과정과 유동성 제고를 통한 시장활성화를 위한 방안을 고민해 보고자 한다.

이를 위해 2013년부터 2017년 5월까지 코넥스시장에 상장된 종목들의 상장현황, 자금조달 현황 등의 자료를 참조하여 성장과정을 분석하였다. 또한, 코넥스 상장기업 전체의 호가장과 매매장을 이용하여 다양



한 유동성 지표를 측정하였고, 동일한 기간 동안의 유가증권시장과 코스닥시장의 호가장과 매매장을 분

석하여 시장간 비교를 통해 저자의 의견에 대한 근거를 제시하고자 하였다.

## [ 2 ] 코넥스 시장의 특성

코넥스 시장은 설립 목적을 달성하기 위해 기존의 유가증권시장이나 코스닥시장과 다른 독특한 특성들이 있다. 세부적인 내용은 다음과 같다.

첫째, 상장 대상기업은 초기 중소기업과 벤처기업에 특화된 시장이기 때문에 <표 1>에 나타나 있는 중소기업기본법상 중소기업만 상장이 가능하다.

〈표 1〉 중소기업법상 중소기업

	업종 분류 기호	규모기준
규모 (3년 평균매출, 자산 5천억 이하)	제조업 6개 업종 (C-14, C-15, C-17, C-24, C-28, C-32)	~1,500억원
	농업·어업·광업·임업 (A, B)	~1,000억원
	제조업 12개 업종 (C-10, C-12, C-13, C-16, C-19, C-20, C-22, C-25, C-26, C-29, C-30, C-31)	
	전기·가스·증기·수도사업·건설·도/소매 (D, F, G)	~800억원
	제조업 6개 업종 (C-11, C-18, C-21, C-23, C-27, C-33)	
	하수·폐기물 처리·원료재생·환경복원업·운수업·출판·영상·방송통신·정보서비스 (E, H, J)	
서비스업 5개 업종 (M, N, Q, R, S)	600억원 이하	
숙박 및 음식점업·금융/보험업·부동산 및 임대업·교육서비스 (I, K, L, P)	400억원 이하	
독립성 (다음 어느 하나에도 미해당)	1. 상호출자 제한 기업집단 및 채무보증 제한 기업집단 2. 자산 5천억 이상 법인이 30% 이상의 주식 등을 직·간접적으로 소유하면서 최다 출자자인 기업 3. 관계 기업은 출자비율에 해당하는 매출액 등을 합산하여 업종별 규모기준을 충족하지 않은 경우	

출처 : 중소기업기본법 시행령

〈표 2〉 자금 조달 방법

	유가증권, 코스닥	코넥스
공 모	증권신고서 제출	증권신고서 제출 단, 청약권유대상자를 코넥스시장 참여자로 제한할 경우 신고서 제출 면제
사모(유상증자)	증권신고서 제출 면제 (전매제한 조치 필요)	증권신고서 제출 면제 (전매제한 조치 불필요)

출처 : 코넥스시장의 이해(한국거래소)

둘째, 상장시 지분분산 요건을 갖추지 않아도 된다. 따라서 공모 방식 외에 직상장 방식을 선택하기가 용이하다.

성장성 있는 초기 중소, 벤처기업의 원활한 상장을 위해 진입요건을 완화한 조치라고 하겠다.

셋째, 상장기업에게 상장유지 부담을 감소하였다.

상장기업은 기업 내부에서 이뤄지는 상황을 주주에게 알리기 위해 공시의무가 부여된다. 초기 중소기업 및 벤처기업의 특성을 고려하여 수시공시 항목을 29개로 한정하였다. 이러한 수치는 유가증권시장의 53개, 코스닥시장의 52개에 비해 대폭 축소된 것이다. 분기, 반기, 결산보고서로 구성된 정기보고서 중 결산보고서만 제출하도록 하였다. 또한, 자본시장법 및 동법 시행령 개정(13년 11월)을 통해 사외이사와 상근감사 선임의무를 면제하고, 상장수수료 및 연 부과금 징수를 유예하였다.

넷째, 코넥스 시장의 잠재 참여자를 제한하였다.

초기 중소기업 및 벤처기업이 상장되기 때문에 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업에 비해 부도위험이 높다고 하겠다. 금융당국은 “투자자 보호를 위해 일정 수준 이상의 위험을 감내할 수 있는 투자자”로 시장 참여를 제한하였다. 개인 또는 일반투자자의 경우 1억원의 기본예탁금을 예치하거나 연간 3천만원 한도의 코넥스 소액투자 전용계좌를 개설하도록 하였

다. 반면, 전문투자자, VC(Venture Capital) 및 전문엔젤투자자(Angel Investor)<sup>1)</sup> 등은 기본예탁금을 면제하여 기관투자자 중심의 시장이 형성되도록 하였다.

다섯째, 경쟁력 강화를 위한 M&A를 지원하였다.

내부동력에 의한 성장 이외에 M&A도 상장을 위한 방법이기 때문에 코넥스 상장법인과 비상장법인간 합병요건을 완화하였다. 이를 위해 대량매매 및 경매매제도<sup>2)</sup>를 도입하여 대규모 지분매각을 원활하게 하도록 하였다.

마지막으로 다른 시장에는 없는 지정자문인 제도의 도입이다. 〈표 3〉은 지정자문인의 역할과 의무를 나타낸다.

지정자문인은 한국거래소의 상장심사 이전에 상장예정 법인의 상장 적격성을 심사하는 기능을 한다. 상장 이후에는 법인에 대한 법률자문, 공시·신고업무 대리 및 유동성공급자(Liquidity Provider)의 업무를

〈표 3〉 지정자문인의 역할과 의무

상장 이전	상장 이후
기업실사 기업실사보고서 작성 상장적격성 심사 상장적격성 보고서 작성	관련 법규·거래소 규정 자문 공시·신고업무의 자문대리 기업설명회 지원 기업현황을 위한 반기보고서 작성 유동성 공급호가 제출

출처 : 한국거래소(KRX)

1) Angel Capital의 사전적 정의는 기술을 가지고 있음에도 창업자금이 부족한 초기 벤처기업에 투자해 첨단산업을 육성하는 투자자금을 말한다.  
2) 경매매의 제도적 개념은 증권매매시 매도/매수 어느 한쪽이 단수이고 다른 쪽은 복수일 때 이뤄지는 매매이다. 국고채 입찰 시 경매매를 사용하고 있다. 코넥스 시장에서 매도측이 1인이고, 매수측이 복수인 경우에만 도입하고 있으며, 이는 매수측이 단수, 매도측이 복수인 경우는 공개매수와 구조가 거의 동일하게 되어 자본시장법상 공개매수 규제의 회피수단으로 악용될 우려가 있기 때문이다.



수행한다. 즉, 상장 의무를 충실히 이행하도록 지원하여 상장 부담을 완화하도록 한 것이다. 지정자문인이 유동성공급자 역할을 하도록 의무화하고 있지만, 과도한 부담을 줄이기 위해 유가증권시장이나 코스닥시장에 비해 완화하여 운영하고 있다. 장 종료 1시간 전(14

시30분)까지 거래가 체결되지 않을 경우, 10분 이내에 매수, 매도 양방향으로 LP 호가를 제출해야 한다. 또한, LP에게 체결 의무를 부담하지 않았기 때문에 최우선매수호가와 최우선매도호가간 스프레드를 6% 범위 내에서 자율적으로 호가를 제출하면 된다.

### [ 3 ] 코넥스 시장의 활성화를 위한 제도적 조치

코넥스 시장은 <표 4>에 나타난 바와 같이 개설 이후 짧은 시간에 다양하고, 많은 시장 활성화 방안을 내놓았다. 이러한 배경은 초기 중소기업과 벤처기업에 투자한 자금의 신속한 회수라는 코넥스 시장 설립 목적을 크게 부각한 결과이다. 동시에 금융당국은 투자자 보호를 위해 다양한 제도적 장치를 마련하게 되었다.

기관투자자 위주의 시장을 전제로 개설된 코넥스 시장은 기관투자자들의 낮은 거래량 회전을, 개인투자자에 대한 높은 진입장벽으로 인한 낮은 시장참여, 유가증권시장이나 코스닥시장의 한계기업에 적용하던 단일가 매매 제도로 인한 거래의 불편함 등이 노출되면서 신생 시장 초기의 성장 동력을 얻지 못하였다.

활성화 방안으로 제시되었던 내용 중에는 과거 다른 시장의 활성화 방안으로 도입되었다가 폐지된 방안도 포함되어 있어 다소간의 한계가 드러났다. 예를 들어, KOSPI200 지수옵션시장에서 옵션매수만을 전용으로 하는 경우 기본예탁금을 면제해주는 소액투자전용계좌를 2006년 12월 18일에 도입했다.

옵션매수자가 매입대금으로 증거금을 미리 납부하는데, 여기에 기본예탁금을 적용하면 과도한 금융기회비용이 발생하기 때문이다. 그러나, 매수 전용계좌는 2011년 7월 29일에 투자자를 보호한다는 취지에서 전면 폐지하게 된다.

따라서 코넥스시장에 소액투자 전용계좌 제도를 도입하는 것은 일관성이 다소 떨어지는 조치라고 할 수 있다. 또한, 과거 KOSPI200 지수옵션시장에

서 소액투자 전용계좌의 활용에 대한 분석이나 유가증권시장 및 코스닥시장에서 코넥스 시장에 참여하고자 하지만 기본예탁금이 없어 투자할 수 없는 예비 투자자 수요에 대한 분석 없이 시행했다면 제도의 성공을 장담할 수 없을 것이다.

기본예탁금에 대한 접근도 재론의 여지가 있다. 현재, 위험이 가장 많다고 인식되고 있는 파생상품 시장에 참여하기 위한 기본예탁금은 1,500만원이다. 또한, ELW 시장에서 스키퍼 이슈로 인해 12개 증권사 사장이 검찰에 의해 기소되고, 투자자들의 ELW 시장 진입을 제한하기 위해 2011년 10월 4일부터 ELW 시장의 기본예탁금 제도를 시행할 때도 1,500만원이었다.

파생상품 시장과 ELW의 시장의 공통적인 위험 중 투자자 입장에서 가장 큰 것은 매수 포지션을 설정한 이후 만기일에 행사가 안 될 경우, 매수포지션의 가치가 0이 된다는 것이다. 반면, 유가증권시장, 코스닥시장을 비롯한 코넥스 시장에 상장된 종목을 매수한 투자자 입장에서 가장 큰 것은 상장폐지로 인해 매수금액의 상당 부분이 없어지는 것이다. 극단적으로 볼 때, 파생상품과 ELW 종목의 미행사된 만기일의 증가는 0원이며 동 종목들은 더 이상 존재하지 않는다. 반면, 주식이 상장폐지 되어 마지막으로 형성될 가격은 1원이지만, 거래소에서 상장되어 거래되는 것이 불가능할 뿐, 기업의 실체는 남아 있다는 점이다. 저자가 말하고자 하는 바는 파생상품시장과 ELW 시장에 비해 코넥스 시장에 투자하는 것이 더욱 안전한지 여부를 논의하자는

것이 아니라, 코넥스 시장의 기본예탁금이 너무 과다할 가능성이 있다는 것이다.

〈표 4〉 코넥스 시장 활성화 방안

일자	활성화 방안
14.6.30	1. 기업상장 활성화 방안, 코넥스 상장법인이 조기에 코스닥시장으로 이전 상장할 수 있도록 이전 상장제도 정비 2. 매매방식을 단일가 매매에서 접속 매매로 변경하여 시장운영의 효율성 제고
14.7.14	1. 투자수요 증진을 위해 (일임)분리과세 하이일드펀드의 기본예탁금 면제 2. 기본예탁금 산정시 코넥스 주식에 대한 평가비율 개선(60%→100%)
14.10.27	전문가(증권사)가 운영하는 일임형 랩어카운트에 대한 기본 예탁금 규제를 완화(3억→1억)
14.11.17	매매수량단위를 100주에서 1주로 줄이고, 시간외대량매매제도를 통해 투자자 거래편의를 제공
15.6.12	공급 확충을 위해 상장 재무요건을 폐지하여 외형요건을 최소화하고, 지정자문인 자격요건을 완화하여 지정자문 증권사 수를 대폭 확대
15.6.29	개인투자자를 통한 모험자본 공급을 확대하고 코넥스 투자진입장벽을 낮추기 위해 기본예탁금 인하(3억→1억)
15.7.6	1. 성장성을 갖춘 창업, 초기기업의 코넥스 진입을 활성화하기 위해 지정자문인 없이도 상장할 수 있는 (기술)특례상장제도 도입 2. 코넥스 상장법인이 코스닥시장에 상장된 기업인수목적회사와 합병하여 코스닥시장으로 이전하는 경우 일부 질적 심사요건을 완화
15.7.27	코넥스 소액투자 전용계좌 도입
15.하반기	리서치(증권사)기관가 연계하여 기업분석보고서 발간 지원사업(Konex Research Project)을 추진
16.1.1	코넥스 주식 편입비율이 높은 코넥스 하이일드펀드*에 대한 공모주 우선배정 혜택 확대(코넥스 비중이 2% 이상 시, 코스닥시장 공모주 5% 우선 배정)
16.1월	코넥스 전용 홈페이지 개편
16.5월	코넥스 시장동향, 신규상장기업 정보, 주요 공시사항 등을 월별로 정리한 코넥스 마켓브리브 (KONEX Market Brief) 제공
17.2월	크라우딩 펀드 발전방안에 따라 일정규모 이상의 펀딩에 성공한 기업에 대한 코넥스시장 특례상장제도를 도입하고, KSM 등록 크라우드 펀딩기업에 대해서는 특례상장 기준을 완화

출처 : 한국거래소(KRX)



## 〈코넥스 전용 홈페이지〉

### 1. 메인 화면



### 2. 세부화면



### 3. 기업 분석 리포트

게시일	종목명	제목	작성기관
2017/05/31	플립라인생명과학	검증된 기술력과 매력적인 동물 치료제 시장	대신증권
2017/05/31	인산가	죽염시장 부동의 1위	IBK투자증권
2017/05/31	비나텍	슈퍼 커패시터로 점프업	대신증권
2017/05/31	그린플러스	신규사업과 수출증가로 2017년 성장	대신증권
2017/05/31	세원	올해는 본격적인 성장 기대	HMC투자증권
2017/05/31	씨앤에스링크	성장성 높은 IoT 분야로 사업영역 확대	하이투자증권
2017/05/31	씨이랩	준비된 빅데이터 솔루션 업체	하이투자증권
2017/05/31	에스엘에스	변화된 방향성 진단전문기업에 도전	대신증권
2017/05/30	나무기술	나도 망블리/클라우드 특수!	메리츠증권
2017/05/30	지노믹트리	암 조기진단 전문기업	HMC투자증권

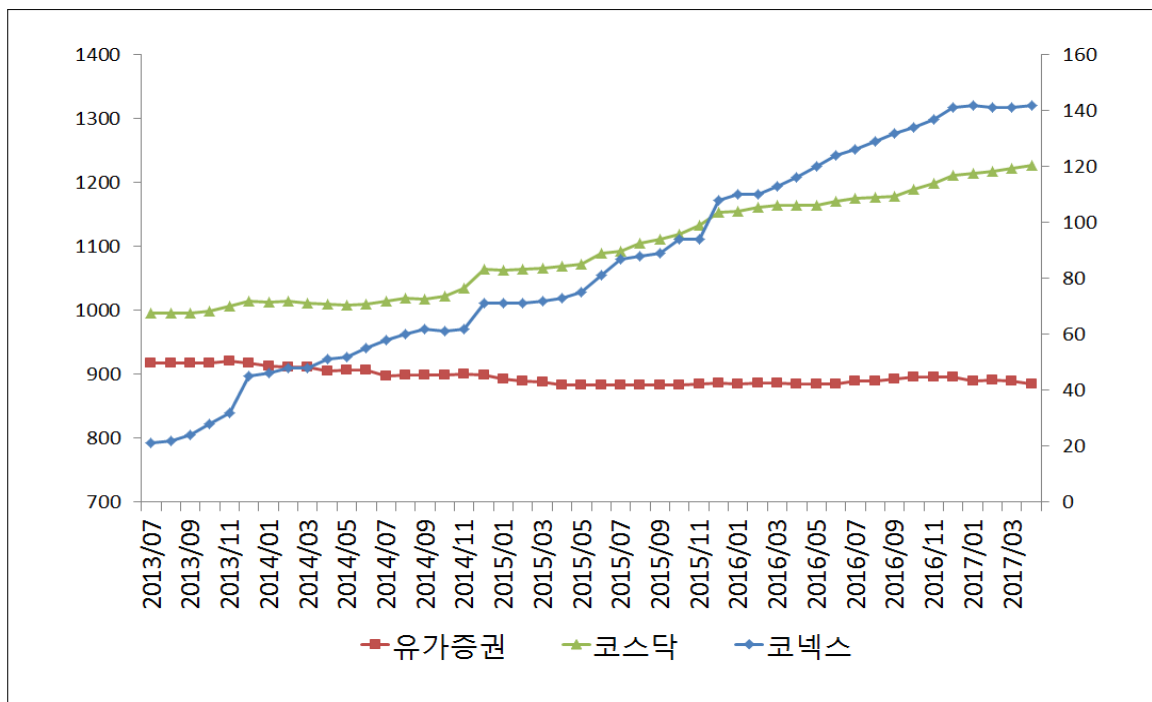
## [ 4 ] 코넥스 시장의 현황

### 4.1 상장 및 거래현황

〈그림 1〉은 코넥스 시장이 개설된 2013년 7월부터 2017년 5월까지 월별 상장종목수 추이를 유가증권시장, 코스닥시장과 비교한 그래프이다. 유가증권시장의 상장 종목수는 다소 감소한 양태를 보이고 있으나, 코스

닥시장에 상장된 종목은 2013년 1000종목 수준에서 2017년 1200여 종목까지 증가하였다. 이에 반해 코넥스 시장에 상장된 종목수는 7배에 가까운 증가세를 보였다. 신생 시장에 신생 기업의 상장과 성숙기 시장에 신생 기업의 상장을 단순 비교할 수는 없지만, 신생 시장의 성장 추세를 이해하는데 도움이 될 수 있다.

〈그림 1〉 시장별 상장종목수 추이



※ 유가증권(좌), 코스닥(좌), 코넥스(우)  
출처 : 한국거래소(KRX)

〈표 5〉의 Panel A는 연도별 신규상장 종목수 및 상장폐지 종목수가 반영된 상장 종목수를 나타낸다. 코넥스 시장의 개설 시점에는 21개 종목이었으나, 2013년말 기준 45개사가 상장되었다. 2014년의 경우, 신속이전을 통해 3종목과 일반상장을 통해 3종목

이 코스닥시장으로 이전상장 되었고, 34종목이 신규상장되면서 71개 종목으로 증가하였다. 2015년에는 기술특례로 2종목이 이전상장 하였고, 2016년에는 SPAC 합병으로 이전상장 한 종목이 나타나면서 인큐베이터 시장으로의 코넥스 시장의 역할을 수행하는



〈표 5〉 연도별 상장 및 이전 상장종목 현황

(단위 : 종목)

	2013년	2014년	2015년	2016년	2017.5월
Panel A : 상장 종목수					
상장종목수 (종목 증가율)	45	71 (52.11%)	108 (52.11%)	141 (30.56%)	144 (2.13%)
신규상장	45	34	49	50	
상장폐지		8	12	17	5
Panel B : 상장폐지 사유					
부실 상폐(비중)			4(33%)	6(35%)	3(60%)
이전상장		8	8	11	2
Panel C : 이전상장 사유					
신속이전		3(38%)	2(25%)	4(36%)	
일반상장		5(62%)	4(50%)	1( 9%)	1(50%)
기술특례			2(25%)	3(27%)	
SPAC합병				3(27%)	1(50%)

출처 : 코넥스 시장의 이해(한국거래소)

것으로 나타났다.

Panel B는 코넥스 시장에서 상장 폐지된 종목들의 사유를 나타낸 것이다.

코넥스 시장에서 상장폐지된 종목 중 감사의견 거절 등으로 상장폐지된 종목 비율이 2015년에는 33%, 2016년 35%, 2017년 5월 기준 60%로 점차 증가하는 것으로 나타났다. W 기업의 경우 코넥스 시장 개설일인 2013년 7월 1일에 상장되었지만, 2년도 되지 않은 2015년 4월 17일에 감사의견 거절로 상장폐지 되었다.

Panel C는 코넥스 시장에서 코스닥 시장으로 이전 상장된 방법을 나타낸 것이다. 초기에는 일반상장에 의한 이전상장의 비중이 높았으나, 점차 신속이전과 기술특례, SPAC합병 등 이전상장 방법이 다양해지고 있다. 이는 코넥스 시장에서 기업에 대한 가치평가를 받기 보다는 인큐베이터 시장에서 벗어나 주 시장으로 옮겨려는 기대감을 보여주는 결과라고 하겠다.

〈표 6〉은 코넥스 시장에 상장된 종목들의 거래 현황을 나타낸다.

2013년에 상장된 종목들의 시가총액은 9,234억원 이나, 2014년 1조원을 돌파한 이후, 2016년 4.3조원 의 시장으로 3조원(366.5%) 성장하였다. 시장 규모를 비교해 보면, 유가증권시장의 경우 2013년 시가총액 이 1,186조원에서 2016년 1,308조원으로 122조원 (10.29%) 성장하였고, 코스닥시장은 2013년 119조 원에서 2016년 202조원으로 83조원(69.75%) 성장 하였다.

코넥스 시장의 거래량은 2013년 일평균 3.9억원, 6만1천주였으나, 2015년에는 일평균 거래대금 18.2 억원, 거래량 152천주로 유동성이 크게 개선되었다. 개인투자자의 진입장벽을 완화하기 위해 기본예탁금 을 3억 원에서 1억 원으로 하향한 기간과 일치하기도 한다.

코넥스 시장이 인큐베이터 시장이라는 특성 때문에 직접적으로 비교할 수는 없지만 추세 분석을 위해 다른 시장과 비교하는 것도 의미가 있다. 유가증권시 장의 일평균 거래대금은 2013년 4조원에서 2016년

〈표 6〉 코넥스시장의 거래 현황

시장구분	거래내역	2013년	2014년	2015년	2016년
코넥스	시가총액	9,234억원	14,252억원	39,471억원	43,078억원
	일평균 거래액	3.9억원	3.9억원	18.2억원	24.7억원
	일평균 거래량	61천주	49천주	152천주	199천주
유가증권	시가총액	1,186조원	1,192조원	1,243조원	1,308조원
	일평균 거래액	4.0조원	4.0조원	5.4조원	4.5조원
	일평균 거래량	3.3억주	2.8억주	4.6억주	3.8억주
코스닥	시가총액	119조원	143조원	202조원	202조원
	일평균 거래액	1.8조원	2.0조원	3.5조원	3.4조원
	일평균 거래량	4.0억주	3.5억주	6.0억주	7.0억주

출처 : 한국거래소(KRX)

4.5조원으로 큰 변동이 없는 반면, 코스닥시장의 일평균 거래대금은 2013년 1.8조원에서 2016년 3.4조원으로 2배 정도 증가하였다. 동 기간 동안 코넥스 시장은 큰 폭의 성장세를 보였지만, 더욱 의미 있는 것은 2015년 대비 2016년의 거래대금이 유가증권시장과 코스닥시장은 모두 감소했지만, 코넥스 시장만은 증가했다는 것이다.

〈표 7〉은 상장되어 있는 종목 대비 거래 형성율과 호가 제출율이다.

거래 형성율이란 상장된 종목 중에서 한 건이라도 체결이 있는 종목을 비율을 말하고, 호가 제출율이란

상장된 종목 중에서 한 건이라도 호가 제출이 있었던 종목을 비율을 말한다.

유가증권시장의 경우 상장된 종목 중 한 건의 체결이 없는 종목이 2013년 23종목에서 2016년에는 10종목으로 감소하였다. 유가증권시장에 상장된 종목 중 99%는 하루에 한 건 이상의 호가제출이 있고, 하루에 한 건 이상의 체결이 존재하는 것으로 해석할 수 있다. 코스닥시장의 경우 거래 형성율과 호가 제출율이 조금씩 감소하지만, 98% 이상의 수준을 유지하고 있다.

코넥스 시장의 경우, 호가 제출율은 98% 수준으로 코스닥 시장과 큰 차이가 없었다. 한편 하루에 한

〈표 7〉 상장종목 대비 거래형성율 및 호가제출율

시장구분	거래내역	2013년	2014년	2015년	2016년
코넥스	미체결 종목	13	37	33	33
	일평균 형성률	49.0	32.5	59.8	73.4
	일평균 호가율	96.0	97.6	97.9	97.9
유가증권	미체결 종목	23	16	9	10
	일평균 형성률	97.3	98.1	99.0	98.9
	일평균 호가율	98.6	98.7	99.0	99.0
코스닥	미체결 종목	14	14	18	21
	일평균 형성률	98.5	98.6	98.3	98.2
	일평균 호가율	98.6	98.6	98.4	98.3

출처 : 한국거래소(KRX)



건 이상의 체결이 있는 종목은 2013년 49%에서 2016년 73%까지 증가했지만 여전히 거래형성이 전혀 안 되는 종목이 상당수 존재하고 있다.

흥미로운 것은 코넥스 시장에 상장된 종목에 투자자들은 대부분 호가를 제출하여 거래하기를 원하지만, 이 중에 30%는 거래 상대방이 없어서 체결이 형성되지 않는다는 것이다. 이러한 결과는 코넥스 시장에 도입된 유동성 공급자 제도가 지정자문인에게 의무를 부여했는데, 지정자문인의 업무 부담을 줄이기 위해 14시 30분까지 거래가 없는 경우에 한정해서만 의무를 부여했기 때문이다.

이와 달리, 유가증권시장이나 코스닥시장의 유동성 공급자는 장중에도 일정한 조건이 되면 호가제출을 의무화하고 있다. 투자자들 입장에서는 미래 시점에 자신이 매수한 물량을 매도할 수 있다는 확신이 없다면 현재의 매수를 포기할 수 있기 때문에, 유동성공급자의 역할이 매우 중요하다고 하겠다.

## 4.2 유동성

〈표 8〉은 코넥스 시장과 다른 시장간의 유동성 지표를 분석한 결과이다.

일별 수익률은 코넥스의 경우 2013년 1.91% 이후 1% 이하를 유지하고 있다. 유가증권시장과 코스닥시장의 경우 동 기간 3% 대에서 하락한 것에 비교할 때, 추가변동이 거의 없었다는 것을 보여주고 있다.

시중 변동율은 시가 대비 증가의 변동율을 나타낸다. 일별 수익률과 달리 전일 장 종료 이후 시가 전에 형성된 거시적, 미시적 변수들의 가격에 대한 영향을 배제하고, 장중에 생성된 정보에 따른 영향을 측정하는 것이다. 유가증권시장과 코스닥시장의 경우 2013년 3% 수준에서 2017년 8~9% 수준으로 증가한 반면, 코넥스 시장은 2% 미만의 수준을 유지하고 있어, 새로운 정보의 유입에 따른 추가움직임이 미미한 것을 알 수 있다.

장중변동성은 저가 대비 고가의 차이를 중간 값으로 나누어 산출하였다. 유가증권시장과 코스닥시장의 장

〈표 8〉 시장별 유동성 지표 비교

시장	변수	2013	2014	2015	2016	2017
코넥스	일별 수익률	1.91	0.56	0.67	0.61	0.10
유가증권		3.43	2.27	4.56	1.74	2.35
코스닥		3.02	2.12	5.21	1.48	1.29
코넥스	시중 변동율	0.41	0.74	0.69	0.83	1.75
유가증권		2.66	3.21	6.66	7.21	7.81
코스닥		2.98	3.48	7.07	9.88	9.72
코넥스	장중변동성	1.53	2.00	5.30	6.51	7.72
유가증권		7.21	7.42	10.15	10.37	10.56
코스닥		7.78	7.87	11.19	13.03	12.63
코넥스	회전율	0.07	0.02	0.04	0.03	0.03
유가증권		4.64	2.94	5.13	2.68	2.76
코스닥		3.21	3.13	4.30	3.68	3.55
코넥스	호가건수	10	6	13	20	19
유가증권		3,006	3,629	5,986	5,145	5,063
코스닥		3,239	3,677	5,104	5,022	4,668
코넥스	체결건수	2	1	4	7	6
유가증권		2,052	2,622	4,357	3,682	3,607
코스닥		2,361	2,681	3,724	3,637	3,371
코넥스	호가대비	8.22	6.86	8.47	9.24	8.65
유가증권	체결율	16.88	19.53	24.95	22.66	22.53
코스닥	(수량기준)	17.88	18.46	24.92	23.84	24.23

출처 : 한국거래소(KRX)

중 변동성은 2013년 7% 수준에서 2017년 10% 이상으로 확대되면서 시장이 활발하게 움직이고 있음을 보여주고 있지만, 코넥스 시장은 상대적으로 변동성이 작은 것을 알 수 있다.

회전율은 일별 거래수량을 상장주식수로 나눈 값으로, 상장주식수가 상이한 종목간 거래량을 비교할 때 주로 사용되는 유동성 지표이다. 또한, 동 주식에 대한 투자자들의 손 바뀜 횟수로 해석하기도 한다. 회전율 측면에서 볼 때, 코넥스 시장의 유동성이 다른 시장에 비해 상대적으로 매우 낮다는 것을 알 수 있다.

호가건수와 체결건수는 평균적으로 한 종목에서 하루에 몇 건의 정상호가 접수되고, 몇 건의 체결이 발생하는지를 산출한 것이다. 유가증권시장과 코스닥 시장의 경우 3천건 ~ 5천건의 호가가 접수되고 이 중에서 2천건 ~ 3.6천건의 체결이 발생하는 반면, 코넥스 시장은 종목당 하루에 평균적으로 10건 ~ 20건의 호가가 접수되고 이 중에서 6건 이하의 체결이 발생하고 있음을 보여준다. 수량 기준으로 볼 때, 코넥스 시장의 호가 대비 체결율이 10%미만으로 저유동성에 대한 문제가 있다.

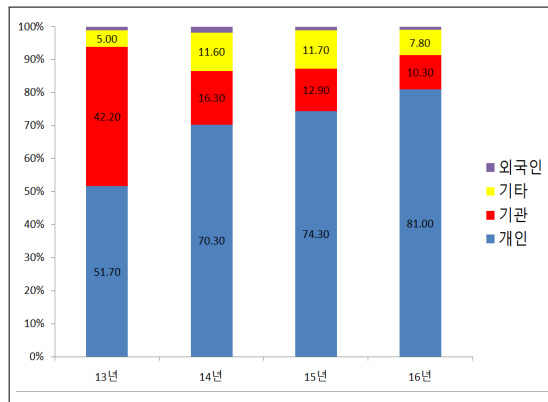
### 4.3 시장참여자

〈표 9〉는 각 시장에 참여하는 투자자를 유가증권시장 및 코스닥, 코넥스시장 업무 규정상에 구분된 투자자 그룹으로 나누고 개인, 기관, 외국인별로 합산하였다. 기관 외국인투자자와 개인 외국인투자자를 모두 외국인으로 구분하였고, 국가 및 지방자치단체와 기타 법인도 기관투자자로 분류하였다.

분석 기간 동안 유가증권시장에 참여하는 투자자 중에서 개인투자자에 의한 거래대금 비중이 47%이며, 기관투자자와 외국인투자자가 각각 21%, 31%였다. 코스닥시장의 경우 개인투자자 비중이 90%까지 증가하며, 기관투자자와 외국인투자자가 각각 5% 수준을 유지하고 있다. 코넥스시장의 경우, 코스닥시장에 비해 기관투자자의 비중이 상대적으로 높게 나타났다. 이는 상장 종목의 지정자문인인 증권사가 유동성공급자로 참여하고 있기 때문이다.

연도별로 볼 때, 2013년 51.7%였던 개인투자자의 비중이 70~80%까지 지속적으로 증가한 반면, 기관투자자의 비중은 2013년 42.2%에서 점차 감소하여 10% 수준까지 감소하고 있음을 알 수 있다. 상장법인에 의한 연도별 매매내역을 나타낸 기타 투자자의 경우 2013년에 비해 2014년, 2015년에는 크게 증가했으나, 2016년에 다시 감소하는 양상을 보였다.

〈그림 2〉 연도별 투자자 비중



출처 : 한국거래소(KRX)

〈표 9〉 투자자별 거래 비중

투자자	코넥스		유가증권		코스닥	
	거래량	거래대금	거래량	거래대금	거래량	거래대금
개인	78.51	78.55	84.69	47.65	94.94	89.77
기관	19.78	19.96	6.09	21.18	1.51	4.27
외국인	1.71	1.49	9.22	31.18	3.55	5.96
합계	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

출처 : 한국거래소(KRX)



#### 4.4 자금조달 금액

증권시장의 주요 기능을 투자자에게 투자기회를 제공하는 측면과 더불어, 상장기업에게 자금조달의 통로를 제공한다는 것이다. 코넥스 시장의 개설 목적이 코스닥시장에 상장할 수 있는 규모는 안되지만, 기술력과 잠재성장력을 가진 중소기업과 벤치기업을 발굴하고, 육성하여 코스닥시장 나아가 코스피 시장으로 이전하는 것이었다.

이러한 측면에서 코넥스 상장기업들의 자금조달내역을 살펴볼 필요가 있다. <표 10>에 따르면, 시장이

개설된 2013년에 코넥스 시장을 통한 자금조달이 6개 회사에서 건수가 6건이었다. 총 136억원을 조달하는 과정에서 유상증자로 74억원, CB발행을 통해 62억원을 조달한 것으로 나타났다.

2014년에는 21개 회사에서 34개의 자금조달을 성사시켰으며, 2015년에는 24개사 36건으로 다소 증가한 이후, 2016년에는 43개사에서 58건의 자금조달을 성사시킨 것으로 나타났다. 자금 조달 방법도 2014년까지는 유상증자와 CB를 통한 자본조달이 유사한 수준이었다면, 2015년 이후에는 유상증자를 통한 자본조달이 주된 수단으로 여겨지고 있다.

<표 10> 자금조달 금액 현황

자금조달금액	13년	14년	15년	16년
조달건수(건)	6	34	36	58
회사수	6	21	24	43
조달금액(억원)	136	679	903	1321
유상증자	74	348	801	995
CB	62	321	102	316
BW <sup>1)</sup>				
EB		10		

1) BW를 통한 자달조달은 아직 없다.

출처 : 코넥스시장의 이해(한국거래소)

코넥스 시장의 유동성을 제고하는 방안을 연구하는 것은 코넥스 시장에 참여하는 투자자 수가 증가하고, 코넥스를 통한 기업의 자금조달 유인을 증가시키기

위함이다. 동 시장에서의 유동성 개선은 중소기업이나 벤치기업들의 외부자금 조달에 큰 영향을 줄 수 있는 것으로 기대된다.

## 5 정책적 제안

### 5.1 유동성공급자 제도

코넥스시장에 상장하기 위한 조건으로 유동성공급자의 지정도 포함되어 있다. 코넥스시장 상장 전에 상장적격성을 심사하고, 상장 이후에는 자본시장 관련 법률자문, 공시 및 신고업무를 대리해주는 지정자문인

이 유동성 공급자의 업무를 수행하도록 되어 있다. 제도적인 측면에서 유동성 제고를 통한 시장활성화의 취지를 성공적으로 달성할 수 있는 조치라고 판단된다.

Glosten and Milgrom(1985)과 Grossman and Miller(1988)는 유동성이 부족하거나 역선택 가능성이 높은 경우 스페셜리스트의 존재가 유동성을 개선하

는 모형을 제시하였다. 스페셜리스트의 시장참여를 통해 시장이 붕괴되는 것을 막을 수 있다는 Glosten (1989)의 연구도 있다. Anand and Weaver(2006), Chang and Wong(2008)은 각각 미국과 대만 파생상품시장에서 스페셜리스트 도입의 효과를 실증적으로 분석하였으며, 이들 시장에서 시장조성자의 존재가 시장효율성 개선에 기여함을 보인다. 대상 종목이 국내주식인지 해외주식인지에 따라서 스페셜리스트가 시장에 미치는 영향이 달라짐을 보이는 연구도 있다.(Bacidore and Sofianos, 2002). 파리 증권거래소는 1992년 designated liquidity provider 제도를 도입했고, 독일 증권거래소는 1998년에 designated sponsor제도를 도입했으며, 스웨덴의 스톡홀름거래소는 2003년에 liquidity provider를 도입하였다. 유럽 이외에 홍콩거래소, 호주의 시드니거래소, 오스트리아 비엔나거래소, 이스라엘 텔 아비브거래소, 캐나다 토론토거래소 및 핀란드 헬싱키거래소도 시장 특성에 맞는 다양한 형태의 유동성공급자 제도를 도입하여 저유동성에 따른 시장실패의 위험을 줄이는데 기여하였다.

우리나라도 저유동성종목 문제 해결을 위해 2005년 12월 1일 개설된 ELW 시장에 LP 제도를 처음 도입하였다. 이후, 주식시장의 저유동성 종목과 ETF 시장의 전체 종목에 대해 2006년 1월 2일부터 LP 제도를 도입하였다. 파생상품시장은 특정 상품에 대해서 2005년 12월 4일부터 시장조성자 제도를 도입하였다.

최혁과 우민철(2010), 최혁과 우민철(2011)은 한국 주식시장에서 유동성공급자(LP) 제도를 분석하였다. 이에 따르면 동 제도가 시장유동성에 기여한 효과는 다음과 같다.

LP의 시장참여가 있는 기간의 유동성이 LP의 시장참여가 금지된 기간의 유동성보다 높았고, 이러한 차이는 통계적으로도 유의하였다. 유동성에 영향을 주는 마켓리스크, ELW 기초자산의 종류, 콜옵션/풋옵션의 종류, 제도적 특징의 영향을 배제하더라도 LP의 시장참여가 시장 유동성에 긍정적인 영향을 주고 있었다.

주분주도형 시장에서 저유동성 문제의 해결책으로 도입하고 있는 LP 제도는 신설시장에서 발생하는 저유

동성 문제로 인해 시장실패 상태에 있는 시장들의 활성화 방안으로 검토되고 있다.

## 5.2 코넥스 시장의 유동성공급자

코넥스시장 개설 이후 유동성이 증가하고 있지만, 전술한 바와 같이 종목별 호가가 제출되는 종목의 비율이 98% 수준임에도 하루에 한 건 이상의 체결이 있는 종목의 비중이 시장 개설 초기에 50% 수준에서 2016년 기준 70% 수준에 불과한 것은 유동성 공급자 제도를 검토할 필요성을 제기한다.

코넥스시장의 유동성공급자 제도는 유가증권시장, 코스닥시장이나 파생상품시장에 도입된 유동성공급자 제도와 비교하면 다소 차이가 있다. 유가증권시장의 경우 호가 스프레드가 3% 이상, 코스닥시장의 경우 호가 스프레드가 2% 이상 확대될 경우 5분 이내에 매수, 매도 양방향 호가를 제출하여 스프레드를 축소시켜야 한다. 반면, 코넥스 시장의 경우 장종료 1시간 전까지 체결이 없는 경우 10분 이내에 매수, 매도호가 간 스프레드가 6% 이내가 되도록 양방향 호가를 제출해야 한다.

코넥스시장의 유동성공급자 제도는 두 가지 측면에서 개선의 여지가 있다고 판단된다. 첫째, 유동성 공급자의 의무가 14시 30분에 시작된다는 점이다. 특정 주식을 매수하려는 투자자는 동 종목의 주가가 향후 상승할 것이라는 기대감과 더불어 매도 시점에 자신의 매도물량이 체결될 수 있을 만큼의 유동성이 기대될 경우 매수의사를 실행에 옮길 수 있게 된다. 그러나, 유동성 부족하여 향후 매도물량의 체결가능성이 낮을수록 매수 의지도 낮아지게 된다. 즉, 장중 내내 유동성 공급자가 매매상대방이 될 수 있다면, 투자자들의 적극적인 시장참여가 가능할 수 있기 때문에 현재와 같은 시간적인 제약은 개선될 필요성이 있다고 하겠다.

둘째, 유가증권시장이나 코스닥시장의 경우 유동성공급자가 매도, 매수호가를 제출하여 축소시켜야 할 스프레드의 기준값이 각각 3%, 2%인데 반해, 코넥스 시장은 6% 이내가 되도록 설정되어 있다. 스프레드는



시장미시구조적인 측면에서 여러 가지 의미로 해석되고 있다. 매도거래자와 매수거래자간의 정보 비대칭성을 의미하며, 시장 유동성지표로 평가되기도 하며, 종목 거래자들이 지불해야 하는 거래비용으로 인식되기도 한다. 매도자와 매수자간의 정보차이가 클 경우 두 집단간의 매매가격에 차이가 커지면서 거래성사 가능성은 낮아지게 된다. 스프레드가 작아서 거래가 원활할 경우 유동성 증폭효과로 인해 거래가 더욱 원활할 수도 있다. 또한, 매수, 매도로 인해 지불해야할

직접 비용이외에 추가되는 간접비용의 증가는 투자수익률을 하락시켜 매매의사를 축소 시킬 수도 있게 된다.

이러한 측면에서 코넥스시장의 유동성공급자가 적극적인 호가 제시를 통해 매매자간의 정보 불균형을 줄이고, 거래비용을 절감하여 유동성을 증가시키기 위해서는 지정자문인의 부담이 다소 증가할지라도 의무호가 제출을 위한 기준 스프레드 값을 줄이는 것이 필요할 것으로 판단된다.

## 참 고 문 헌

- 코넥스시장의 이해, 한국거래소, 2017
- 최혁, 우민철, 2010, ELW 시장에서의 유동성공급자 간 차이, 한국증권학회지, 제39권, 제2호, pp. 161 - 190
- 최혁, 우민철, 2011, 유동성공급자 제도의 도입 효과 분석 : ELW 시장을 대상으로, 한국증권학회지, 제40권, 제1호, pp. 19 - 55
- Glosten, L. R., 1989, Insider trading, liquidity and the role of the monopolist specialist, *Journal of Business*, 62, pp. 211-236.
- Glosten, L. R. and P. R. Milgrom, 1985, Bid ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 71-100.
- Grossman, S. J. and M. Miller, 1988, Liquidity and market structure, *Journal of*

*Finance*, 43, pp. 617-637.

Madhavan, A. and G. Sofianos, 1998, An empirical analysis of NYSE specialist trading, *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 189-210.

Anand, A. and D. G. Weaver, 2006, The value of the specialist: Empirical evidence from the CBOE, *Journal of Financial Market*, 9, pp. 100-118.

Bacidore, J. M. and G. Sofianos, 2002, Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-U.S stock, *Journal of Financial Economics*, 63, pp. 133-158

Chang, M. C. and W. K. Wong, 2008, The role of market makers on the Taiwan options markets, *International Research Journal of Finance and Economics*, 22, pp. 106-121.