



# 혁신기업을 위한 신시장의 국제적 비교와 이슈

---

2018. 6. 12.  
자본시장연구원 남길남

# 목 차

---

1

코스닥 성과는 국제적으로 저조한가?

2

나스닥 모방 신시장은 성공했는가?

3

AIM 모델이 대안이 될 수 있는가?

4

코스닥의 과제는 무엇인가?

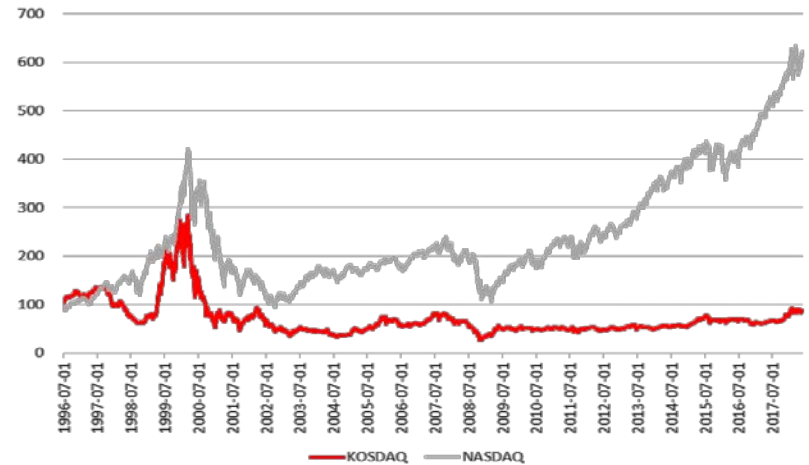
# 1

**코스닥 성과는 국제적으로 저조한가?**

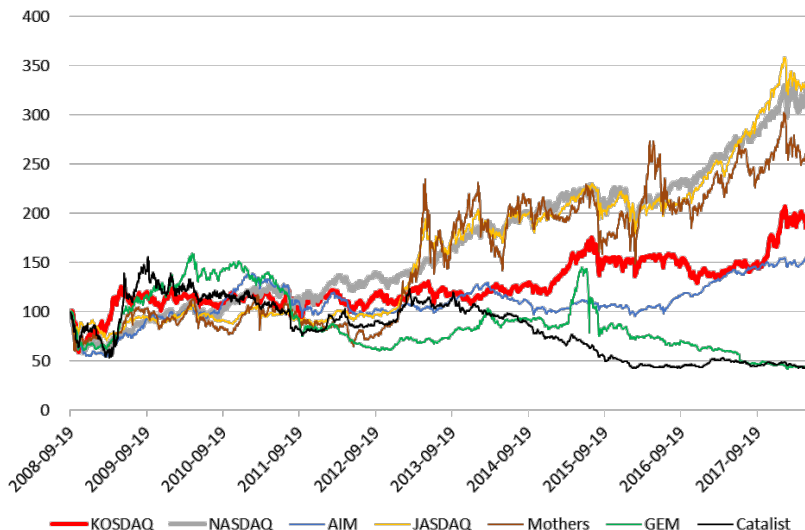
# 코스닥 지수는 부진하였는가?

- 나스닥과 비교해 코스닥의 성과는 부진함
  - › '96.7~'18.5: 코스닥 -13.2%, 나스닥 520.8%
- 국제적 비교에서 코스닥의 성과는 중간 수준
  - › '08.9~'18.5: 코스닥 94.5%, 나스닥 226.9%
    - AIM 56.8%, JASDAQ 235%, Mothers 156%, GEM -54%, Catalyst -58%
  - › 주시장 대비 배율: 한국 1.2, 미국 2.1, 홍콩 0.3
  - › 신시장간 주가지수 비교에서 코스닥의 성과가 국제적으로 저조하다고 단정하기는 어려움

KOSDAQ과 NASDAQ 지수 추이('96.7 시점 100)

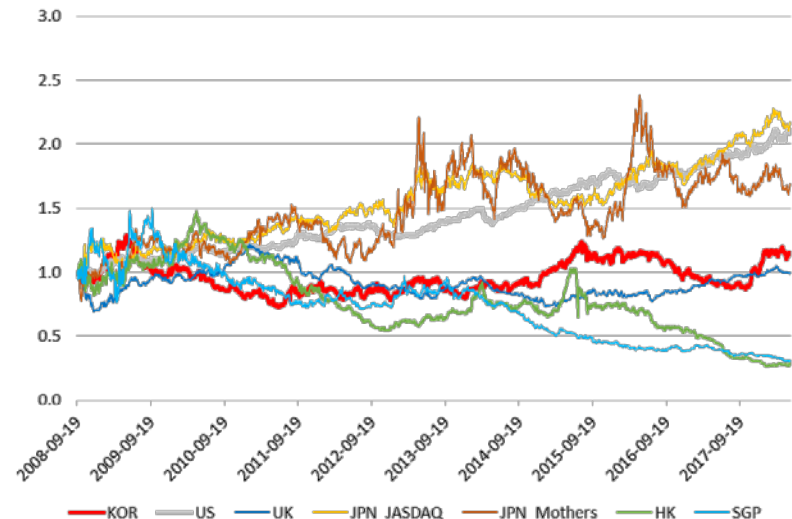


6개국 7개 신시장 지수 성과('08.9 시점 100)



자료: Bloomberg

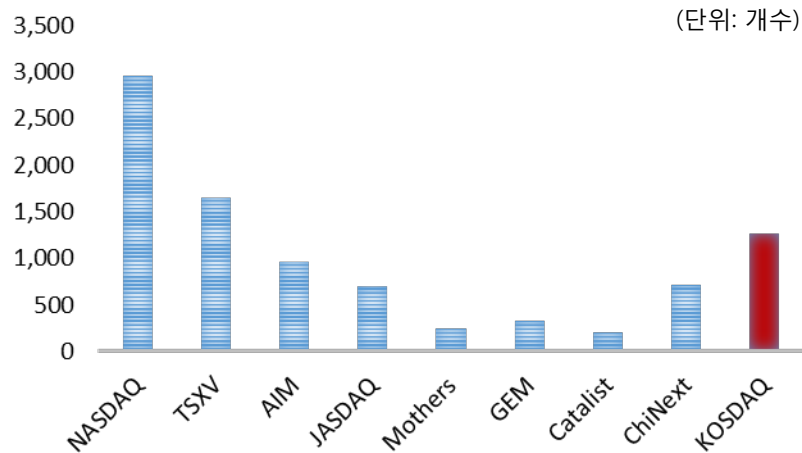
7개 신시장 지수의 주시장 상대 비교('08.9 시점 1)



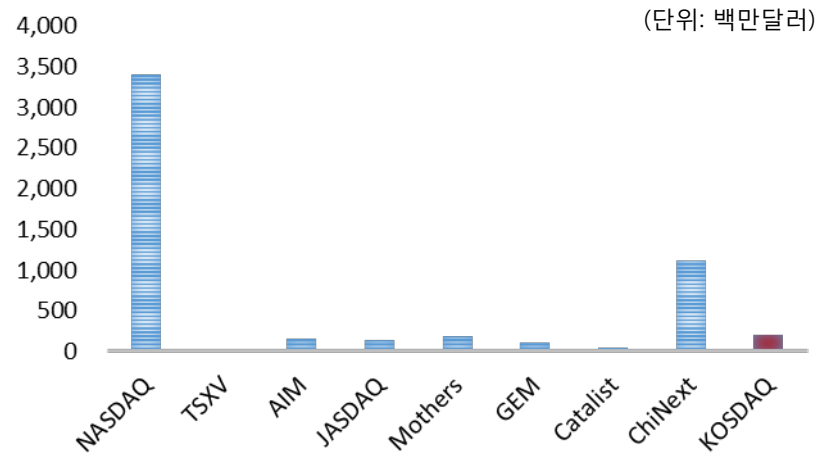
# 코스닥과 주요 신시장의 크기 비교

- 코스닥은 시장 규모 기준으로 나스닥 다음 그룹에 속함
  - › 상장기업수(개): 나스닥(2,949), TSXV(1,653), 코스닥(1,270), AIM(960), ChiNext(710), JASDAQ(707)
  - › 평균 시가총액(억달러): 나스닥(34), ChiNext(11), 코스닥(2), Mothers(1.9), AIM(1.5), JASDAQ(1.4)

주요 신시장의 상장기업수(2017년말)



주요 신시장의 평균 시가총액(2017년말)



자료: WFE

# 신시장 성과 비교의 어려움

- 상당수 신시장이 매우 짧은 기간만 생존
  - › IT 버블 붕괴 이후 다수의 신시장들이 문을 닫았으며 새로운 이름으로 재개설 되는 경우도 흔함(독일, 프랑스 등)
- 신시장의 규모는 매우 작음
  - › 상장기업수가 200개 내외에 불과하거나 평균 시가총액이 1억 달러 내외인 경우가 대부분
- 신시장의 상장 기업은 각 국가별 산업특징과 관련이 깊음
  - › 캐나다 TSXV, 절반 이상 상장 기업이 소규모의 에너지 및 자원채굴 기업
  - › 홍콩 GEM, 중국 기업의 영향력이 매우 큼
- 신시장의 설립 목적이 서로 다름
  - › 각 신시장은 주시장으로의 이전상장을 목적으로 하거나 하이테크 기업의 집중적 상장을 목적으로 하는 등 각각의 목적이 다름

# 신시장의 개념과 특징

- 신시장(new market) 또는 주니어시장의 개념
  - › 중소기업(SME)을 위한 증권거래소 또는 대체거래소(WFE(2011))
  - › 세계적으로 30~40개 시장이 신시장으로 분류
- 신시장의 목적
  - › 일자리 기여율이 높은 중소기업의 주식시장 접근 제고와 성장성이 높은 혁신형 기업의 지원이 가장 중요한 목적임
- 신시장의 주요 공통점(World Bank(2015))
  - › 신시장은 성장성이 높은 중소기업에 초점을 맞춤
  - › 주식시장과 밀접한 관련성이 있으며 대부분 경제적 지원을 받음
  - › 비용절감을 위해 공시 내용을 줄이지 않음
  - › 사모발행이 허용되거나 기업공개 시 주식분산 요건이 매우 낮음
  - › 자격을 갖춘 자문인을 통해 발행의 신뢰를 높임
  - › 중소기업의 인지도 제고, 훈련 등의 프로그램 제공
  - › 투자자에 대한 세제혜택 존재

# 2

나스닥 모방 신시장은 성공했는가?



# 인큐베이터형 신시장의 등장과 한계

## ○ 인큐베이터형 신시장의 등장

- › 1980년대까지 유럽 주식시장의 기능은 대기업의 주식 발행과 거래에 맞추어져 있었음(Posner(2009))
- › 영국에서는 장외 주식시장에 대한 산업계의 요구가 커짐
- › 유럽 각국의 증권거래소는 장외 거래를 견제하고 주식장을 위협하지 않는 형태의 규제가 낮은 이전상장 목적의 주니어시장 설립
  - 상장을 위한 최소 업력 기간을 기존 5년에서 3년 이하로 낮춤
  - Compartiment Spécial(프, '77), Unlisted Securities Market(영, '80), Second Marché(프, '83) 등 14개 설립
  - 아시아(일본, 한국 등)에서도 소속부제 형태의 2부 시장 운영 경험

## ○ 인큐베이터형 신시장의 한계

- › 진입장벽이 낮아졌지만 주식장 의존적 형태로 시장 활성화 유인이 낮았음
- › 투자자는 불확실성이 높은 시장에서의 투자보다 성공한 기업의 주식장 이전 상장을 기다림
- › 1987년 블랙먼데이 충격 이후 유동성이 회복되지 않으면서 점차 기능을 잃음(영국 USM 폐쇄('93))

# 나스닥의 성공과 모방 시장의 등장

## ○ 나스닥 모방 시장 설립 붐

- › 1995~2000 사이 나스닥을 추종한 테크기업 중심의 신시장 대거 등장
  - 유럽에서는 EASDAQ(범유럽, '96), Nouveau Marché(프, '96), Euro.NM(벨, 네, '97), Neuer Markt(독, '97) 등 10여개 설립
  - 아시아 등에서도 다수의 나스닥 모방 시장 개설

## ○ 나스닥 모방 시장 등장 배경

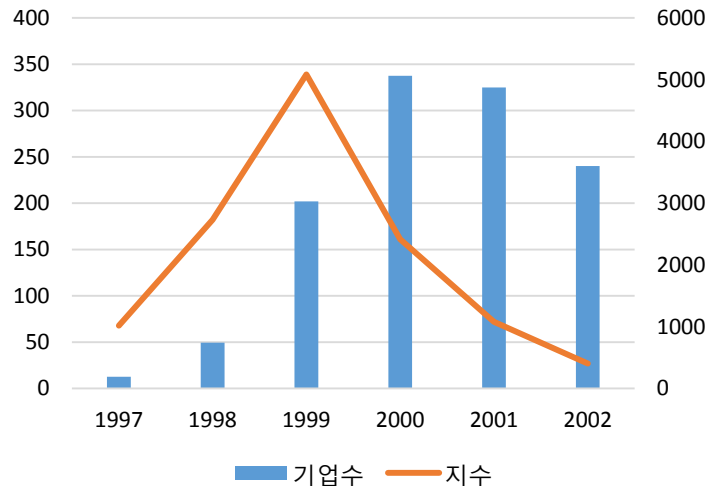
- › 벤처캐피탈 산업의 성장 속에 회수 시장의 부재가 이슈화
  - 유럽을 중심으로 1980년대부터 자본자유화 조치 확대로 벤처캐피탈의 투자 확대
  - 벤처캐피탈 산업의 성장에도 회수 시장 부재로 나스닥에 상장하는 유럽 기업이 증가함(유럽 신시장 설립으로 2000년 처음으로 유럽 대륙 IPO 미국 추월)
- › 탈상호화 움직임 속에 증권거래소간 경쟁 심화
  - 증권거래소의 탈상호화(demutualization) 움직임 속에 하이테크 기업 유치 경쟁이 치열해짐
  - 스톡홀름거래소('93), 헬싱키거래소('95), 코펜하겐('96) 등 1999년 11월까지 44개 거래소 탈상호화 완료 또는 추진 중

# 나스닥의 성공과 모방 시장의 한계

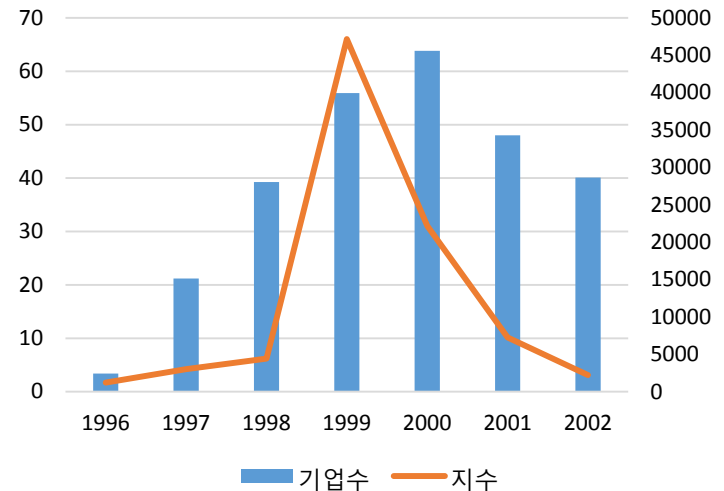
## ○ 나스닥 모방 시장의 한계

- › 특정 산업 집중으로 산업 사이클 리스크 노출
  - 하이테크 기업에 대한 과도한 집중으로 IT 버블 붕괴시 투자자들이 투자 대안을 찾기 어려웠음
- › 제도의 모방에도 불구하고 운영 노하우 부재
  - 파리거래소는 주시장에도 하이테크 기업을 상장함으로써 Nouveau Marché의 정체성을 약화시킴
  - 까다로운 상장 조건에도 위반 행위 제재 부재
- › 개인 투자자 손실 급증으로 시장 신뢰도가 하락하자 주시장으로의 평판 리스크 전이를 우려하여 신시장을 일시에 폐쇄함

Neuer Markt 상장 기업수와 지수 추이



EASDAQ 상장 기업수와 지수 추이



자료: Giudic & Roosenboom(2004)

# AIM 모델의 부상 및 소결

## ○ 독자 규제와 산업계 수요에 기반한 AIM 모델의 등장

- › 런던증권거래소, 1995년 유연한 규제의 중소기업용 신시장 AIM 설립
- › 나스닥 모방 시장의 몰락 이후 AIM 모델이 널리 퍼짐
  - Alternext(Euronext, '05), Entry Standard(DB, '05), First North(OMX, '05) 등 기존 나스닥 모방 시장을 대체하여 설립됨
  - 유럽 이외 지역에서도 AIM은 신시장의 새로운 롤모델로 각광받고 있음

## ○ 소결

- › 인큐베이터형 신시장은 주시장으로의 이전상장을 목표로 하는 신시장의 한계를 보임
  - 투자자들은 유동성도 낮고 불투명성도 높은 신시장에 직접 참여하기보다 이전상장 기업을 기다리게 됨
- › 나스닥 모방 신시장의 몰락은 특정 산업에 대한 높은 집중도의 리스크와 시장 신뢰도 추락의 결과라고 할 수 있음
- › AIM의 상대적 성공은 시장 수요와 유연한 규제의 중요성을 부각시킴

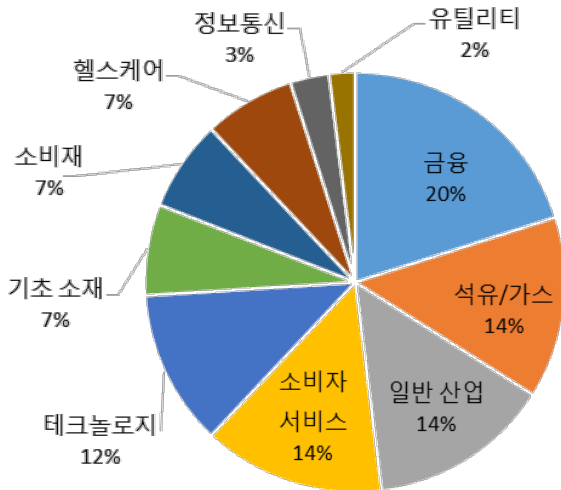
# 3

**AIM 모델이 대안이 될 수 있는가?**

# AIM의 성공 요인: 산업간 균형과 외국주

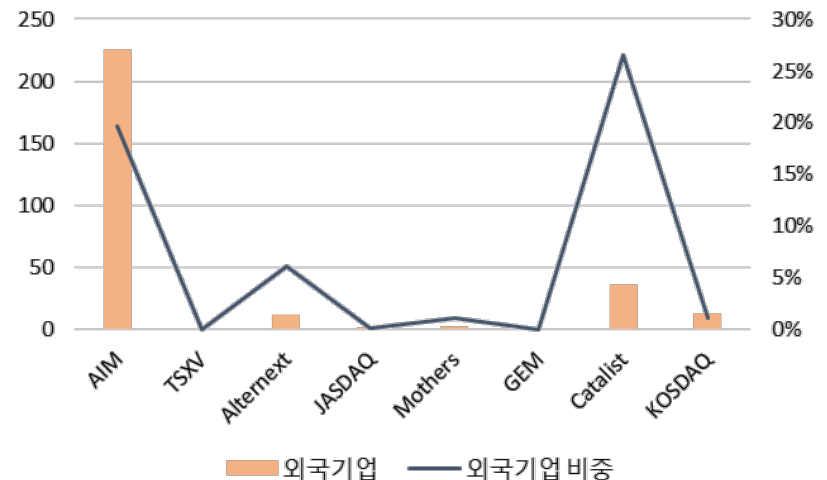
- AIM은 나스닥 모방 시장과 달리 상장기업의 산업간 균형이 특징
  - › 나스닥 모방 시장이 하이테크 기업을 집중적으로 상장한 것과 달리 AIM은 시장의 수요에 맞추어 상장하여 다양한 산업을 포괄함
- AIM은 다른 신시장에 비해 외국주의 상장 비중이 높음
  - › AIM의 외국주는 152개('17)로 다른 신시장에 비해 개수도 많고 비중도 높음

AIM 상장기업의 산업별 비중(2014)



자료: LSE

주요 신시장의 외국주 개수와 비중(2011)



자료: WFE

# AIM의 성공 요인: 규제 완화 및 세제 혜택

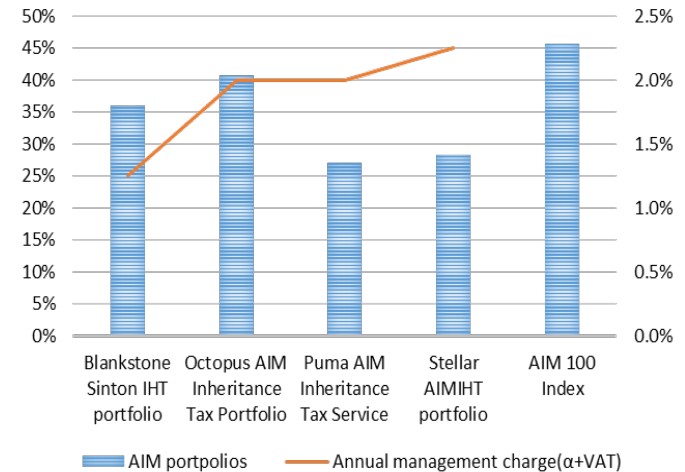
## ○ AIM은 매우 낮은 수준의 규제를 적용 받음

- › EU 단일 규제가 아닌 개별 규제 적용으로 규제의 유연성이 높음
  - EU 규제(Directive)를 적용 받지 않고 MTF로 분류되어 개별 거래소 규제 적용
- › 상장시 최소 시가총액이나 주식분산요건이 없음
  - 주식장은 최소 시가총액 70만 파운드, 유통주식 비중 25% 요건

## ○ AIM 주식 투자에 대한 파격적 세제 혜택 존재

- › AIM 주식 ISA 계좌 투자 대상 편입('13.8)
  - 자본이득세 면제
  - 면세 한도 2만 파운드까지 증액('17)
- › AIM 주식에 대한 Stamp Duty 면제('14)
  - Stamp duty: 매입시 0.5%
- › AIM 주식의 기업자산상속공제(BPR) 적용
  - 적격 AIM 주식을 2년 이상 보유시 면제
  - 상속세율 최대 40%
- › 거래세, 자본이득세, 상속세(조건 충족시) 면제

주요 AIM 상속세 면제 펀드



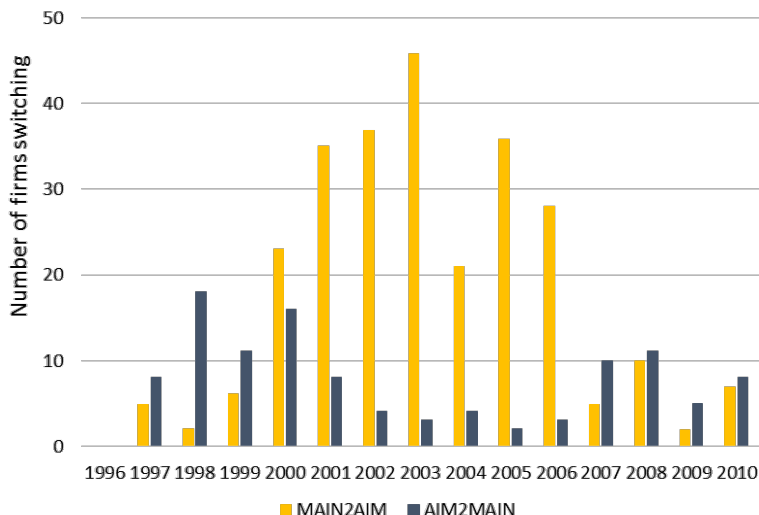
자료: Wealth club, FT

# AIM의 성공 요인: 양방향 이전상장 1

## ○ AIM과 주시장 사이 양방향 이전상장 매우 활발함

- ▶ AIM에서 주시장으로의 이전상장보다 반대가 더 많음
  - AIM에서 주시장으로 이전상장 기업수는 2011년 3월까지 111개
  - 주시장에서 AIM으로의 이전상장 기업수는 262개
- ▶ 주시장으로의 이전상장은 주시장의 활황/침체에 영향을 받는 경향 존재
  - 주식 침체기였던 2003년 AIM 이전상장 정점

주시장과 AIM 간 이전상장 추이



자료: Campbell & Tabner(2014)

AIM 및 FTSE 지수 추이

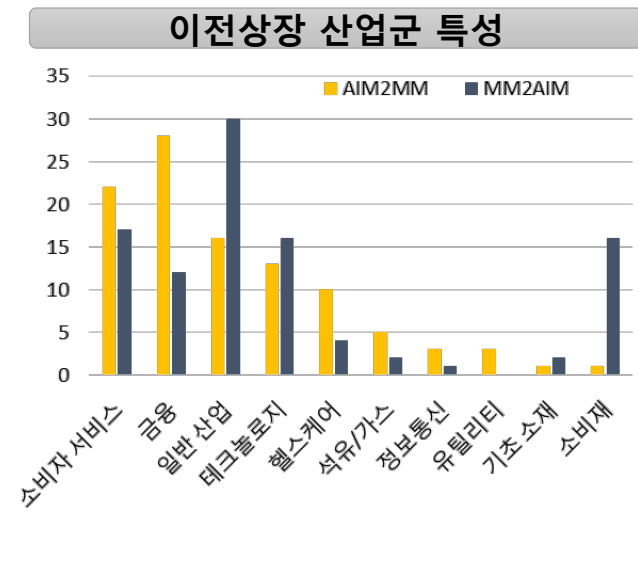
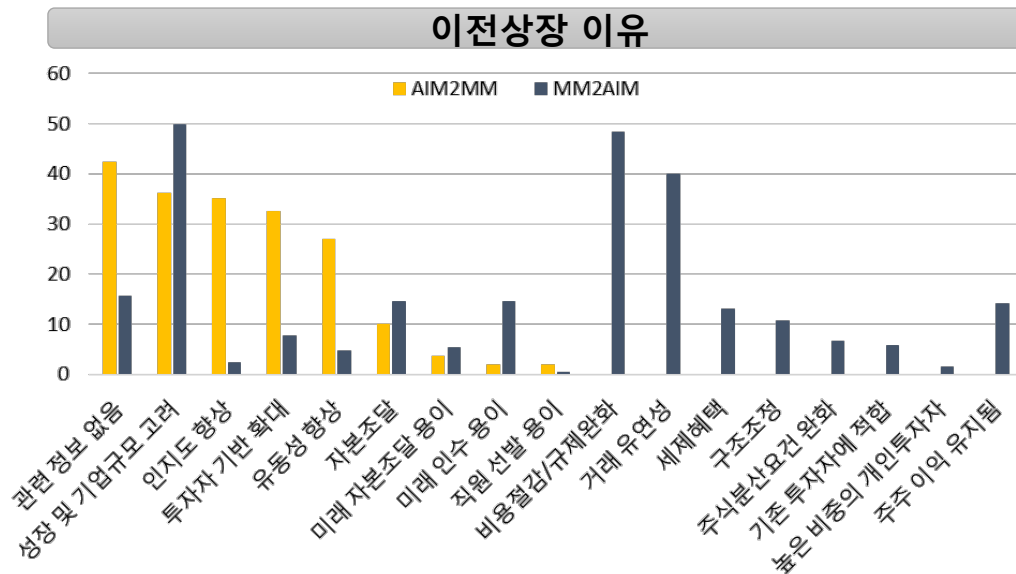


자료: Bloomberg



# AIM의 성공 요인: 양방향 이전상장 2

- 주시장으로의 주된 이전상장 요인은 기업 인지도 향상 및 주주이익
  - › 이전상장 기업 공시 분석(Campbell & Tabner(2014)): 성장/기업규모(36%), 인지도 향상(35%), 투자자 기반 확대(32%)
  - › 이전상장 기업 서베이(Vismara et al.(2012)): 주주이익(64%), 인지도 및 성장(36%)
- AIM으로의 주된 이전상장 요인은 기업규모 및 비용절감
  - › 공시 분석: 기업규모(50%), 비용절감(48%), 거래 유연성(40%)
  - › 서베이: 비용절감(32%), M&A(31%), 성장(29%)
- 이전상장 기업은 금융업(AIM2MM), 일반 산업(MM2AIM)이 가장 많음

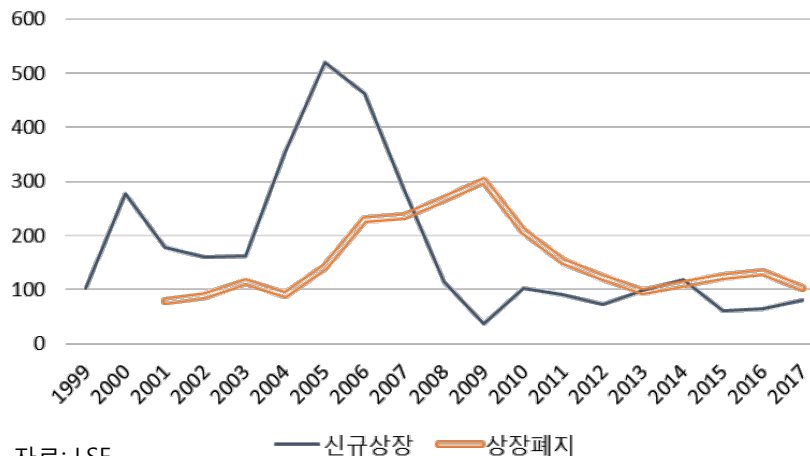


자료: Campbell & Tabner(2014)

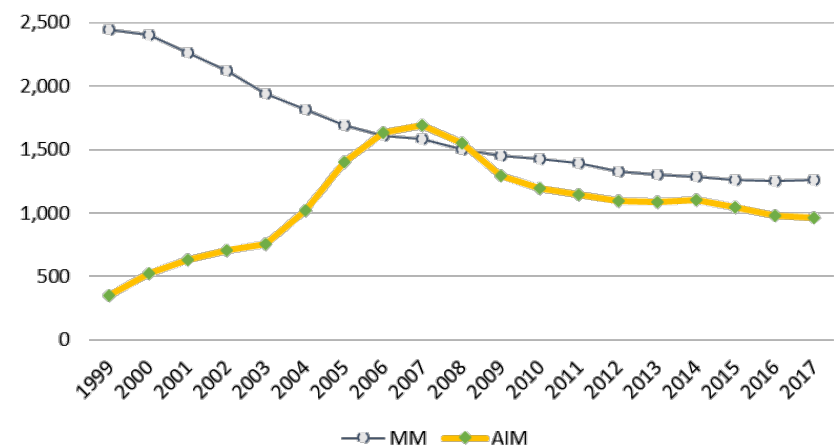
# AIM 모델의 최근 이슈: 상장기업의 감소

- AIM 모델 대부분에서 상장기업이 지속적으로 감소하고 있음
  - › AIM의 상장기업수는 960개('17)로 최고점 1,694개('07)의 57%에 불과함
    - 유럽의 AIM 모델 시장 대부분 상장기업 감소 추세: 독일 Entry Standard 폐쇄('17)
  - › 상장기업 감소의 주된 이유는 저조한 신규상장과 상장폐지의 증가
    - 유럽 AIM 모델 시장의 IPO 성과는 주시장에 비해 매우 저조하며 유동성이 매우 낮으며(Vismara et al.(2012)), 상장비용과 규제에 부담을 느끼는 기업의 상장폐지 증가
    - AIM 상장폐지 주요 요인은 M&A(39%, Espenlath et al(2012))와 자발적 상장폐지(56%, Nielsson(2013), 44%, Pour & Lasfer(2013))
    - 또한 외국주의 상장폐지도 빠르게 증가하고 있음

AIM 신규상장 및 상장폐지 추이



메인시장과 AIM 상장 기업수 추이



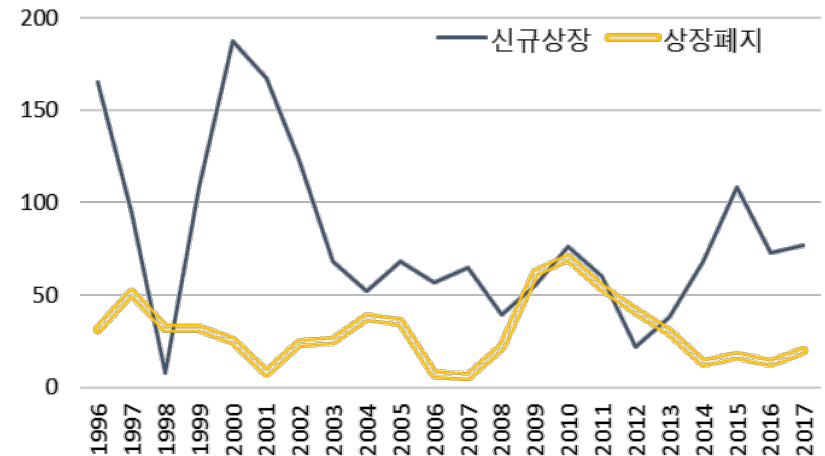
# 4

코스닥의 과제는 무엇인가?

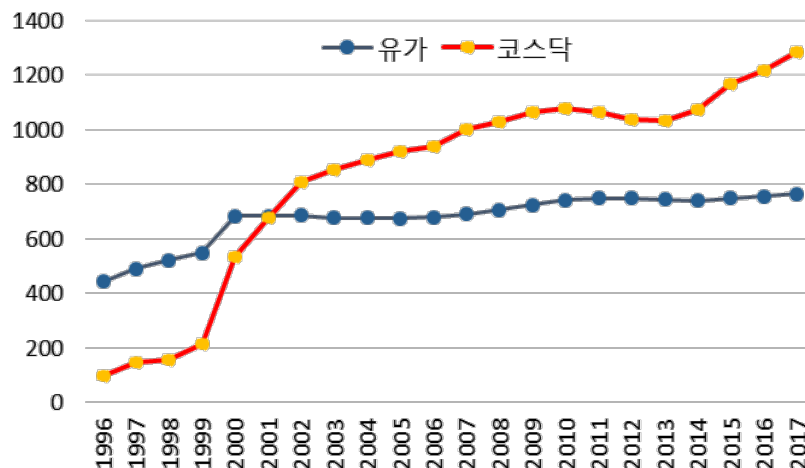
# 코스닥의 성과와 이슈

- 코스닥은 세계 신시장 중 견조한 성장 시현
  - › 나스닥 모델을 추구하였으나 유럽의 실패한 신시장과 달리 독자적 포지션을 구축함
  - › 코스닥의 신규 상장 기업은 지속적으로 증가, 상장폐지 기업은 매우 제한적
- 그러나 코스닥과 유가증권 시장과의 구분은 명확하지 않음
  - › 신규상장 기업의 업력 차이 크지 않음
  - › 코스닥의 주시장화 경향

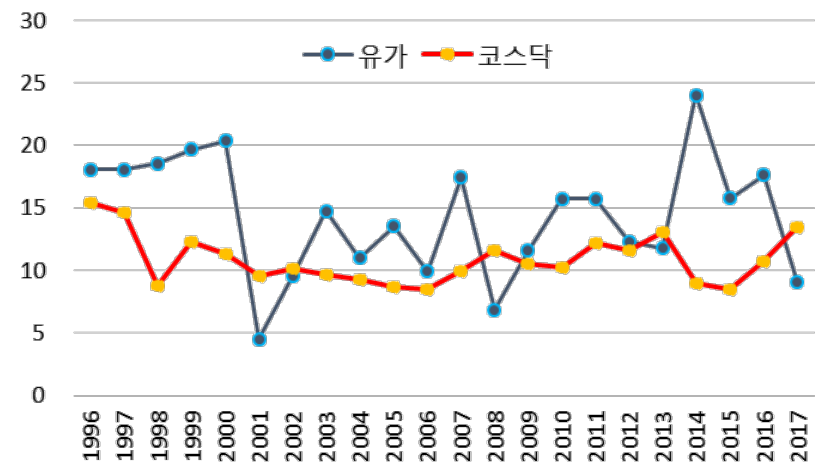
코스닥 신규상장 및 상장폐지 추이



유가/코스닥 상장 기업수 추이



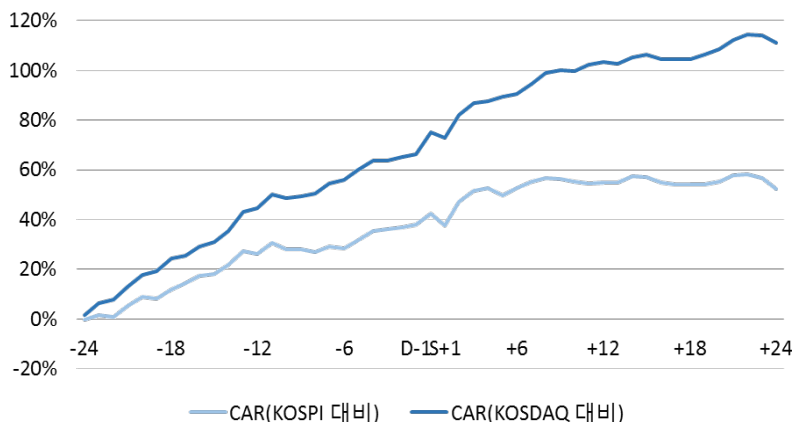
유가/코스닥 신규상장 업력 추이



# 이슈1: 이전상장은 코스닥에 부정적인가?

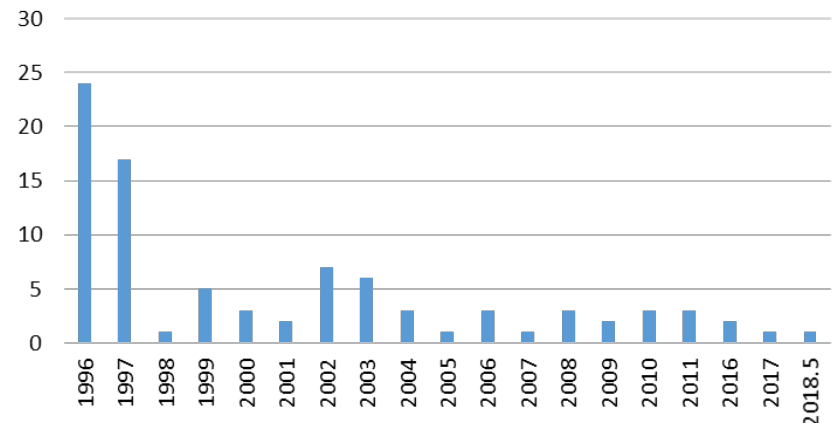
- 신시장의 이전상장은 신시장의 정체성 관련 이슈
  - › 인큐베이터형 신시장의 경우 주시장으로의 이전상장은 시장 설립 목적
  - › 나스닥 모방 신시장의 경우 테크기업의 독점적 상장과 유지가 목적
  - › AIM 모델에서 이전상장은 규제 차이와 세제 혜택 등에 따른 선택 이슈
    - AIM의 경우 양방향 이전상장 활발함
- 국내 이전상장은 코스닥 우량기업의 일방통행 형태임
  - › 코스닥의 정체성에 따라 판단이 다를 수 있음
  - › AIM 모델을 지향하는 경우 양방향 이전상장이 일어나지 않는 원인을 고민할 필요가 있음
    - 코스닥 상장의 장점이 명확하지 않을 가능성
  - › 그럼에도 이전상장 기업수는 AIM 대비 작은 수준임

이전상장 기업의 CAR



자료: 김준석(2018)

이전상장 추이

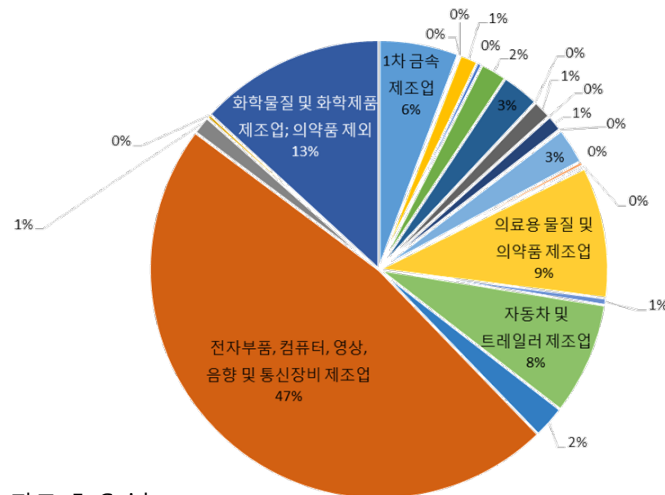


자료: KRX

## 이슈2: 특정 산업의 인위적 육성이 필요한가?

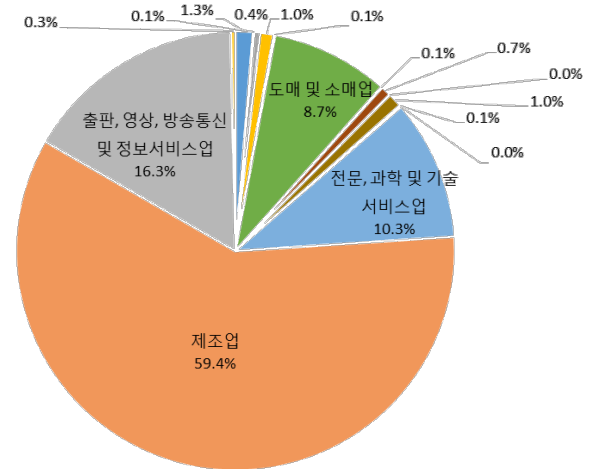
- 특정 산업군 편중은 신시장의 지속성을 떨어뜨릴 수 있음
  - 나스닥 모방 시장은 테크기업에 편중
  - AIM은 금융/자원/일반 산업 등 고르게 분포
- 유가/코스닥 모두 제조업 중심 시장
  - 중분류에서는 코스닥의 의약품 비중이 상대적으로 높음
  - 제조업내 코스닥 산업군은 균형적

## 유가증권 제조업의 중분류

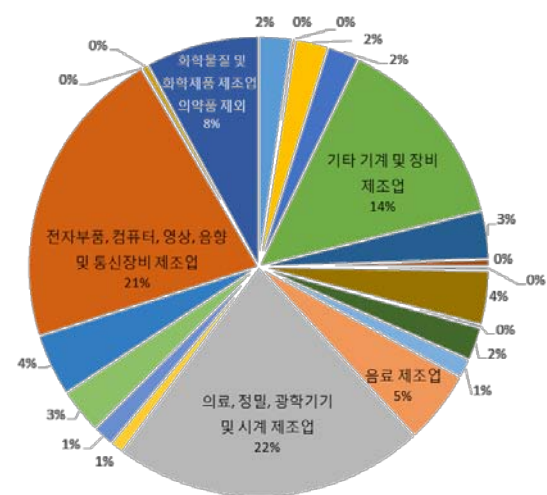


자료: FnGuide

## 코스닥 기업의 산업별 비중



## 코스닥 제조업의 중분류



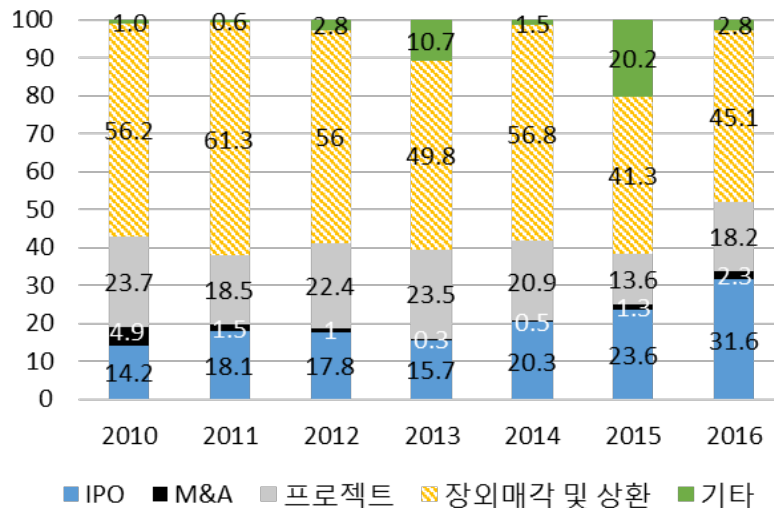
# 이슈3: 유니콘의 상장은 누가 말아야 하는가?

- 최근 유럽 거래소들은 기존 신시장과 별도로 성장성이 매우 높은 혁신 기업용 시장을 개설하고 있음
  - › Nasdaq Nordic, 신시장 First North내 보다 강화된 상장요건을 충족하는 First North Premier 개설('09)
    - 최소 시가총액 조건이 기존에 없었으나 프리미어 시장에서는 1천만 유로로 설정
  - › 영국, 주시장 안에 High Growth Segment 개설('13)
  - › 독일, 기존 신시장 Entry Standard를 폐쇄하고 상장요건이 더 강화된 Scale 설립('17)
    - 기존 신시장의 최소 시가총액 75만 유로에 비해 Scale은 3천만 유로
- 유니콘에 해당하는 혁신 기업의 상장 관련 주시장과 신시장 간 역할 분담 또는 경쟁 가능성 존재

# 이슈4: IPO는 계속 늘어날 것인가?

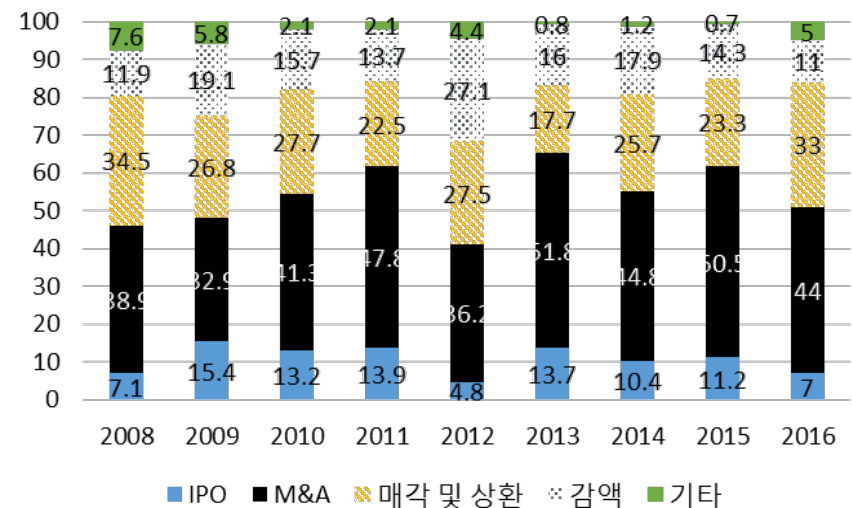
- 코스닥 신규 상장 기업수는 안정적이나 향후 미국과 유럽의 추세적인 IPO 감소 현상의 발생 가능성 존재
  - ▶ 미국과 유럽의 IPO 감소 원인으로 사적시장의 발달로 인한 VC의 IPO 의존도 하락 대두
  - ▶ 국내 VC의 회수 경로 중 IPO는 30% 이상인 반면 M&A의 비중은 20% 이내로 사적시장 발달시 IPO 의존도 하락 발생 가능성 존재
    - 유럽 VC의 회수 경로 중 IPO는 10% 이내인 반면 M&A의 비중은 40% 이상

국내 벤처캐피탈 회수 유형별 비중



자료: KVCA, Korea Startup Index 2017

유럽 벤처캐피탈 회수 유형별 비중



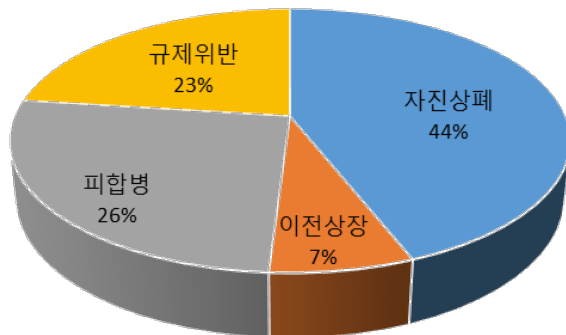
자료: Invest Europe, Korea Startup Index 2017



# 이슈5: 자발적 상장폐지가 증가할 것인가?

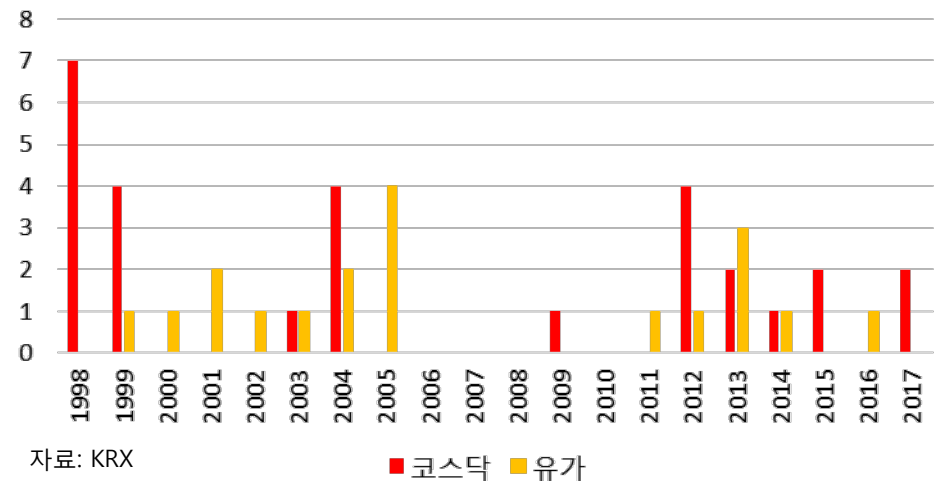
- 미국과 유럽 신시장에서 자발적 상장폐지 비율은 매우 높음
  - › AIM의 1995~2009 기간 자발적 상장폐지 비율 44%(Pour & Lasfer(2013))
  - › AIM 기업 중 자본조달이 어렵고 성장성이 한계에 이른 기업들 자발적 상장폐지 선택
- 코스닥의 자발적 상장폐지 비율은 10% 내외에 불과하지만 상장 유지비용이 상장혜택을 초과하게 되는 경우 자발적 상장폐지 증가 가능성 존재

AIM 상장폐지 유형별 비중(1995~2009)



자료: Pour & Lasfer(2013)

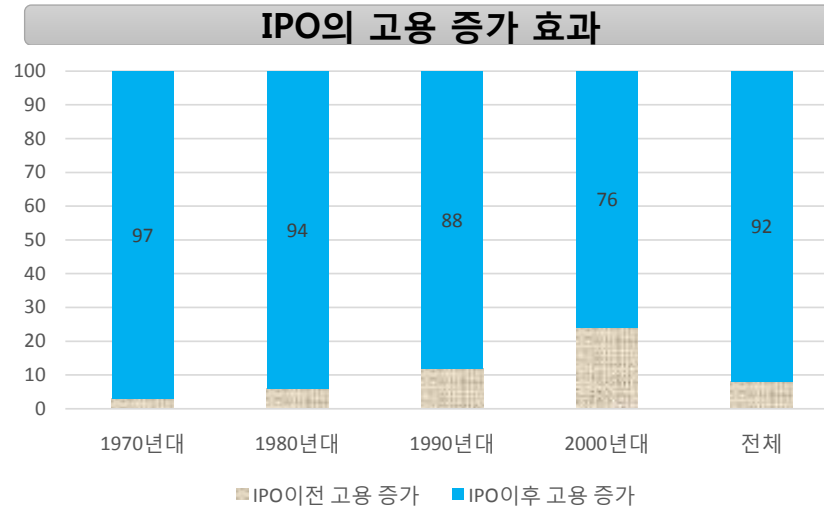
자발적 상장폐지 기업 추이



# 새로 강조되는 신시장의 기능: 고용과 혁신

## ○ 신시장의 주요 기능으로 일자리 창출 효과 강조

- › IPO를 통한 일자리 창출 효과의 경제적 중요성 부각
- › 프랑스/독일/이탈리아/영국 '07~'10 이머징 성장 기업의 일자리 창출은 28만개(GE Capital)



자료: IPO Task Force (2011), EU IPO Report(2015)

## ○ 신시장을 통한 SME 기업의 혁신성 유지

- › 신시장 IPO 이후 특허 출원 등 혁신 활동 독려와 스타트업 연쇄 창업 효과



**Thank You!**