

주식시장 이전상장에 대한 유동성가설 검증*

박 영 규**

〈요 약〉

이전상장에 대한 해외연구가 활발히 진행된 것과 달리 국내의 이전상장연구는 주식시장반응을 측정하는 초기단계에 불과하다. 코스닥시장에서 코스피시장으로 이전상장한 기업을 대상으로 유동성가설을 검증한다. 본 연구는 유동성가설을 검증하기 위해 다음의 분석을 진행한다. 첫 번째, 낮은 유동성이 기업의 이전상장 동기로 작용하는지에 대한 검증이다. 실증분석결과에 의하면, 이전상장기업은 코스닥시장 유지기업보다 유동성이 높으며 코스피시장 대응기업에 비해서도 유동성이 낮지 않다. 낮은 유동성이 주식시장변경을 결정하는 요인은 아니다. 두 번째, 이전상장이후 유동성이 개선되는지에 대한 검증이다. 주식시장을 변경한 이후 유동성개선의 뚜렷한 증거는 확인되지 않는다. 다양한 대응기업과 유동성을 비교하였으나, 실증결과는 변하지 않는다. 이전상장이 유동성개선을 달성하지 않는다는 의미이다. 이전이후 유동성이 개선되지 않을 뿐만 아니라 시장이전의 동기로 작동하지 않는 실증결과에 근거한다면, 유동성가설은 한국주식시장의 이전상장을 설명하지 못한다.

주제어 : 이전상장, 유동성가설, 거래회전율, Amihud 비유동성, 기업가치

논문접수일 : 2019년 12월 11일 논문수정일 : 2020년 02월 11일 논문게재확정일 : 2020년 02월 25일

* 본 연구는 2019년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

** 가톨릭대학교 경영학과 교수, E-mail: ykpark@catholic.ac.kr

I. 서 론

한국거래소는 유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장 등 3개의 주식시장을 개설 및 운영하고 있다. 코넥스시장은 유가증권시장과 코스닥시장에 즉시 진입은 어렵지만 미래성장 가능성이 높은 초기 중소 및 벤처기업들의 성장지원 및 자본조달을 돕기 위해 2013년 7월 개설되었다. 기관투자자들이 주로 참여하는 시장이며 상장기업수도 코스닥시장과 유가증권시장과 비교할 때 매우 작다. 따라서 상장기업 대부분은 유가증권시장과 코스닥시장에서 거래되고 있다. 유가증권시장과 비교할 때 코스닥시장에서는 성장성이 높은 바이오, 정보통신 등 벤처기업이 집중 상장되어 거래된다. 코스닥시장 상장기업 중 몇몇 기업들은 코스닥시장의 상장지위를 포기하고 유가증권시장으로 이전상장을 시도한다. 이들 기업은 어떤 이유나 동기로 코스닥시장을 떠나 코스피시장으로 이전을 결정하는 것일까?

선행연구는 기업의 이전상장 동기에 대해 세 가지 가설을 제시하여 설명하고 있다. 첫째, 경영자는 기업의 가시성 향상을 목적으로 시장을 변경한다는 주장이다. 주식시장의 변경을 통해 외부투자자들을 유인 및 기업정보 증대가 가능하기 때문에 주식시장 변경을 결정한다는 논리이다. 두 번째, 주식의 거래유동성을 증가시킬 목적으로 시장을 이전한다는 유동성 가설이다. 즉, 시장이전을 통해서 유동성 향상을 달성한다는 주장이다.¹⁾ 마지막으로, 정보의 비대칭성이 높은 상황에 처한 기업이 내부의 긍정적 정보를 외부투자자에게 전달하는 수단으로써 주식시장이전을 이용한다는 신호가설이다.

한국거래소 주식시장을 살펴보면, 코스닥기업이 유가증권시장으로 이전상장하는 사례가 쉽게 관측된다. 실제 국내주식시장에서 발생한 이전상장은 코스닥기업의 유가증권시장 이전이 대부분이다.²⁾ 이전상장이 장기간 지속적으로 일어나고 있음에도 이전상장에 대한 국내의 선행연구는 활발하지 않다. 국내 주식시장의 이전상장 연구를 미국시장의 선행연구와 비교해 보면, 초기단계에 불과해 많은 연구가 진행될 필요가 있겠다. 미국의 이전상장연구는 이전상장동기와 주가반응을 분석한 초기연구에서 이전이후 이전상장의 구체적인 효과분석으로 확장된다. Kedia and Panchapagesan(2011)은 이전상장에 의한 가시성과 유동성향상은 자본비용을 감소시키며, 주식과 채권발행 등의 외부자금조달과 자산 취득 및 처분현상이 활발해지는 실증결과를 제시한다. Yang et al.(2009)은 이전기업의 투자-현금흐름 민감도를

1) 유동성가설이 유동성에 초점을 두었다면, 가시성가설은 유동성가설보다 추상적이면서 넓은 개념을 포함한다. Baker et al.(1999)는 가시성측정을 위해 애널리스트 수, 기관투자자 수와 지분율을 이용한다. 기업의 가시성 높아지면 기업의 유동성 향상과 관련이 있을 수 있겠다.

2) 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 기업도 물론 존재하지만, 본 연구는 코스피시장과 코스닥시장의 이전상장으로 범위를 한정한다. 코스닥기업의 코스피시장 이전과 비교하면 코스피기업의 코스닥시장으로 이전은 발견되지 않는다. 반면에 Barclay et al.(1998)은 AMEX에서 NASDAQ으로 시장을 이전한 47개의 기업을 분석하고 거래비용의 증가와 긍정적 시장반응을 발견한다.

분석하여 시장변경이후 기업의 외부자금조달 접근이 용이해진 결과를 확인한다. 저자들은 이전상장 이후 가시성, 유동성, 평판 등의 향상에 원인을 찾는다. 두 연구에서 알 수 있듯이, 최근 이전상장의 연구는 유동성과 가시성가설 등의 증정보다는 이전상장의 긍정적 효과로부터 파생되는 구체적인 현상들을 분석하고 있다.

이전상장에 대한 국내연구는 아직까지 이전상장의 주식성과 분석에 그치고 있다. 최근 박영규(2018)는 유가증권시장으로 이전한 코스닥기업의 특성을 조사하고 주식시장변경 이후 재무성과를 분석하였지만, 시장이전동기 자체를 검증하진 않는다. 본 연구는 이전상장을 설명하는 주요 가설중 하나인 유동성가설이 한국 기업의 이전상장 설명에 적합한지를 분석하고자 한다. 유동성가설에 대한 상당한 해외연구가 이미 진행되어 있어, 유동성가설의 국내주식시장 검증은 당연할 것이다. 본 연구는 코스닥기업이 유동성개선을 위해서 유가증권시장이전을 결정하는지를 조사한다. 이를 위해서 다음의 연구문제를 제시하고 해답을 구하기 위한 실증분석을 진행한다. 첫 번째, 기업은 유동성 개선을 목적으로 시장을 이전하는가? 유동성가설에 의하면, 유동성이 낮은 코스닥기업은 코스피시장으로 이전상장함으로써 유동성을 향상시킬 유인이 분명히 존재한다. 따라서 유동성이 낮은 기업일수록 유가증권시장으로 이전할 가능성이 높을 것이다. 경영자는 여러 가지 요인을 고려하여 주식시장변경을 결정할 것인데, 과연 현재의 낮은 유동성이 주요 동기로 작용하는지를 조사한다. 두 번째, 주식시장을 이전한 기업의 유동성은 과연 개선되는가? 결국 시장이전으로 유동성개선을 기대 및 성취하는 것이 유동성 가설이 제안하는 이전상장의 최종 목적이다. 따라서 유동성가설의 검증은 이전상장으로 야기되는 유동성효과를 측정해야만 한다. 유동성개선이 이전상장의 동기임을 증명하지는 못하지만, 유동성가설의 최종 결과물이기 이전에 대한 증명은 반드시 수반되어야 한다. 본 연구는 낮은 유동성이 이전상장의 동기로 작용하는지와 이전상장이후 유동성개선 효과의 증명을 통해서 유동성가설을 검증한다.

II. 문헌연구

기업가시성가설, 유동성가설, 신호가설 등이 이전상장을 설명하는 유력 가설이다. 이전상장을 설명하는 가설별로 다양한 선행연구가 존재한다.³⁾ 미국주식시장의 이전상장 유동성

3) 유동성효과를 포함하여 NASDAQ 기업의 이전상장효과는 이전상장전후의 차이분석이 대부분이다. 즉, 이전상장 전후 변화정도에 의해 이전상장효과를 측정하는 것이다. Cowan et al.(1992)과 Kedia and Panchapagansan(2011)는 이전상장기업과 대응기업을 비교분석함으로써 이전상장기업의 특성을 보여준다. 전자는 NYSE로 이전한 NASDAQ 기업과 NASDAQ 유지기업을 비교분석하여, 이전상장기업이 규모, 거래량, 주가는 낮고 베타는 크다는 사실을 발견한다. 후자는 기업과 업종기준으로 대응기업으로 선정하여, 이전상장기업이 매출액성장률, 총자산성장률, 토빈Q, MB 등으로 측정된 성장성 및 성장기회가 대응기업보다 높다는 실증결과를 보고한다.

효과를 분석한 대부분의 기존연구는 유동성이 개선되는 실증결과를 제시한다(Baker and Edelman, 1992a, 1992b; Christie and Huang, 1994; Elyasiani et al., 2000; Kadlec and McConnell, 1994).

Baker and Edelman(1992a)은 NASDAQ에서 NASDAQ NMS(national market system)으로 이전한 이후 주식의 스프레드가 감소하고 거래량 증가의 유동성향상을 발견한다. 미국기업의 이전상장은 NASDAQ 시장에서 NYSE 또는 AMEX로 변경이 대다수이다. Baker and Edelman(1992b)은 AMEX에서 NYSE로 시장을 변경한 기업을 분석하고, 이전공시일에 긍정적인 주가반응이 이전이후에는 하락하는 결과를 보고한다. 이들은 표본을 거래량이 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하여 분석 한 결과, 거래량이 낮은 이전상장기업의 주가가 높은 기업보다 우수하며, 이는 이전상장으로 기대되는 유동성 개선효과와 관련이 있다고 주장한다.

Elyasiani et al.(2000)는 나스닥에서 NYSE와 AMEX로 이전한 895개 기업의 유동성변화를 관찰한다. 유동성은 매수-매도 스프레드, 거래량 등 다양한 측정치로 추정되며, 시장을 이전한 이후 모든 유동성지표가 향상된다. Christie and Huang(1994)의 연구 또한 NASDAQ/NMS에서 NYSE/AMEX로 시장을 옮긴 기업의 유동성 변화를 분석한다. 이들 또한 거래비용 개선의 유동성향상을 확인하며, 유동성이 낮은 기업들에서 개선이 크다. Kadlec and McConnell(1994)은 NASDAQ에서 NYSE로 시장변경 공시에 대한 주식시장 반응을 분석하여, 초과수익률과 시장이전에 의한 유동성개선의 연계성을 발견한다. 다수의 이전상장 선행연구들은 시장이전 이후에 유의미한 유동성개선 효과를 발견하고, 주식시장의 유동성 개선에 대한 긍정적인 반응을 보고한다.

Sanger and McConnell(1986)은 NYSE로 상장한 OTC 기업 분석에서 유동성개선에 대한 흥미로운 결과를 발견한다. 이들은 먼저 OTC 기업의 상장공시에 대한 긍정적인 시장반응을 확인한다. NASDAQ communication system 도입전후로 이전상장을 구분하여 분석한 결과, 시스템 도입이후 수익률이 낮아지는 현상을 발견한다. OTC 기업이 NYSE의 상장을 통해 얻는 유동성 혜택이 시스템도입으로 인해 감소했기 때문이라고 해석한다.

미국의 시장이전연구가 다수 진행되고 다양한 주제로 전개되고 있는 것에 비해, 한국 주식시장의 이전상장을 분석한 연구는 장범식(2011)과 박영규(2018)에 불과하다. 장범식(2011)은 유가증권시장으로 이전한 코스닥 기업의 주가를 분석하여 다음의 결과를 발견한다. 코스닥기업의 이전 상장공시일에 긍정적 반응이 나타나지만, 실제 유가증권시장으로 이전한 이후의 주식성과는 오히려 악화되어 기업가치가 개선되지 않는다. 코스닥시장 제도개선 등으로 인해 코스닥시장과 코스피시장의 격차가 감소되어 시장변경에 의한 기업가치제고 효과는 부정적이다. 박영규(2018)는 시장이전 결정요인을 파악하기 위해서 이전상장 기업과

코스닥상장 유지기업을 비교분석하여 다음의 실증결과를 발견한다. 수익성과 자산회전율이 높은 기업일수록 주식시장을 변경한다. 이전상장 공시일과 이전일에 대한 시장반응은 장범식(2011)과 유사하다. 이전일 이후 IPO기업이 겪는 장기저성과 현상이 나타나지 않는다. 영업성과 또한 시장이전이후에 악화되지는 않는다. 시장이전 이후 영업성과 및 주식성고가 향상되지는 않지만, IPO기업의 장기저성과현상이 사라진 점은 의미 있는 결과이다. 두 연구를 제외하면 기업의 이전상장에 대한 국내 실증연구가 거의 전무하여, 이전상장을 설명하는 주요가설에 대한 검증이 진행될 필요성이 있다.

Ⅲ. 연구 설계 및 내용

1. 유동성측정치

유동성은 명확하게 규정되기 어렵기 때문에 다양한 유동성지표에 의해 측정된다. 대표적인 유동성측정치는 거래회전율, Amihud(2002)의 비유동성 측정치, 매수-매도 스프레드(bid-ask spread) 등이다. 하나의 측정치로 유동성을 정확하게 측정하기는 어렵고, 측정치별로 장단점이 존재한다.

본 연구는 유동성측정에 빈번하게 사용되는 Amihud(2002)의 비유동성 측정치(이하 AMI)와 주식의 거래회전율(turnover)을 채택한다. 다수의 국내선행연구들이 두 가지 측정치를 사용하고 있어, 신뢰성 확보뿐만 아니라 선행연구와 비교가 용이한 이점이 존재한다(김현석, 서정원, 2018; 안희준, 이형철, 2017; 조은영, 양철원, 2017).

주식의 거래회전율은 주식의 거래량을 발행주식수로 나눈 수치이다. 거래회전율은 1주의 평균거래량을 의미하며, 거래가 활발한 주식은 거래회전율이 높아진다. 주식의 신속한 매수 및 매도 가능성을 유동성으로 정의한다면, 거래회전율이 높은 주식은 투자자들에게 즉각적인 매수-매도의 편리성을 제공하는 유동성이 높은 주식이 된다. Amihud(2002)의 비유동성 측정치는 다음 식에 의해 계산된다.⁴⁾

$$AMI_{i,t} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{|r_{i,t}|}{Dvol_{i,t}} \times 10^9$$

T는 주식거래일이며, $r_{i,t}$ 는 i주식의 t일 수익률, $Dvol_{i,t}$ 는 i주식의 t일 거래대금을 의미한다. 주식매매가 발생할 때, 거래금액이 수익률에 미치는 영향력으로써 유동성을 평가한다.

4) 안희준, 이형철(2017), 김현석, 서정원(2018)은 유동성측정치에 $\times 10^9$ 를 곱한 수치를 이용하며 본 연구 또한 이 방식을 따른다.

거래량이 부족한 주식일수록, 동일 거래대금에 의해 주가와 수익률이 크게 영향을 받게 된다. 비유동성을 측정하는 지표로써 유동성과 반비례한다. 따라서 Amihud(2002)의 비유동성 측정치는 수치가 낮(높)을수록 유동성이 높(낮)다는 의미이다.

2. 대응기업의 선정

주식시장이전을 설명하는 유동성가설을 두 가지의 범주로 증명한다. 먼저, 낮은 유동성이 이전상장을 유발하는지에 대한 해답이다. 유동성이 시장이전을 초래하는 주요 동기로 작용하는지를 증명하기 위해서는 적절한 대응기업 선정이 필수이다. 이를 위해서 두 종류의 대응기업을 채택한다. 첫 번째, 이전상장기업에 대한 일대일 대응기업 매칭은 Kedia and Panchapagesan(2011)의 연구방법을 참고한다. 이들은 NASDAQ에서 NYSE으로 이전한 기업을 분석하기 위해서, 기업규모와 업종이 유사한 NASDAQ 기업을 최종 대응기업으로 설정한다. 총자산은 표본기업의 75%~125% 범위이며 2자리 SIC가 일치하는 조건을 적용한다. 국내주식시장은 미국주식시장과 비교할 때, 유가증권시장으로 이전한 코스닥기업의 숫자가 많지 않아, 분석을 위해서는 표본 감소를 최소화할 필요성이 있다. 본 연구는 동일업종 기업 중에서 총자산이 가장 근접한 기업을 대응기업으로 설정함으로써 이전상장기업이 분석에서 제외되지 않게 한다. 대응기업 선정절차는 다음과 같이 정리된다. 코스닥기업 중에서 코스피시장으로 이전한 기업과 대분류업종구분이 동일하면서 총자산이 가장 유사한 기업을 첫 번째 대응기업으로 선정한다. 업종구분은 FnGuide 표준산업분류(FICS; FnGuide Industry Classification Standard) 대분류를 적용한다. 코스닥대응기업과 이전상기업과의 유동성 차이가 존재하지 않더라도, 유동성이 이전상장의 동기가 아니라고 단정할 수는 없다. 주식시장이전을 결정하는 기업이 코스닥기업이 아닌 코스피시장 기업을 비교대상으로 인식한다면, 이전상장기업의 유동성이 코스닥 대응기업보다는 높지만 코스피시장 유사기업 보다 낮은 수준이라면 시장변경을 결정할 가능성이 있기 때문이다. 코스피기업의 유동성과 비교분석함으로써 이를 정확하게 파악할 필요가 있겠다. 따라서 코스피기업을 대상으로 대응기업을 추가로 선정해야 한다. 국내 무상증자의 유동성효과를 분석한 조은영, 양철원(2017)이 사용한 Lin et al.(2009)의 일대일 매칭방법론을 적용하여 두 번째 대응기업을 선정하며 절차는 다음과 같다. 먼저, 코스피시장 기업들을 대상으로 이전상장 공시전월기준 시가총액과 장부가/시장가비율로 각각 5개씩 총25개의 포트폴리오를 구성한다. 이전상장 기업에 해당하는 포트폴리오 기업들 중에서 이전상장기업과 주가가격이 가장 가까운 기업을 일대일 코스피 대응기업으로 선정한다.

나머지 유동성가설 검증은 주식시장을 변경한 이후 유동성개선에 대한 증명이다. 유동성가설의 핵심주장은 이전상장이후 유동성개선이기 때문에, 이전상장 이후 유동성 변화는 매우 중요하다. 정확한 유동성측정을 보장하기 위해서, 본 연구는 다양한 대응기업을 선정하여 실증결과의 강건성을 확보한다. 먼저, 앞 단락에서 설명한 코스피시장 대응기업을 활용한다. 또한 Lin et al.(2009)의 일대일 매칭방법론을 코스닥시장에 적용하여 유동성 대응기업을 추가로 선정한다. 또한 Kedia and Panchapagesan(2011)의 방법을 참조하여 선정한 코스닥대응기업 또한 유동성변화의 비교대상으로 추가하여, 이전상장의 유동성효과에 대한 정밀한 분석과 실증결과의 강건성을 확보할 수 있다.

3. 대응기업조정 유동성

이전상장의 유동성 개선효과를 측정하기 위해 세 종류의 대응기업을 선정하고, 각각의 대응기업과 유동성을 비교한다. 기업규모와 업종으로 선정된 코스닥대응기업, 시가총액과 장부가/시장가비율과 추가로 선정된 코스피대응기업과 코스닥대응기업이 이용된다. 유동성은 월별단위로 측정되며, 이전상장이전의 유동성은 이전상장공시일을 기준으로 이전상장 전 표본의 유동성을 측정한다. 이전상장공시월(A) 직전 1개월(A-1, A-1), 3개월(A-3, A-1), 6개월(A-6, A-1), 12개월(A-12, A-1)기간의 유동성이 측정된다. 시장변경 이후 유동성개선 효과는 이전상장월(L)을 기준으로 이전상장이전과 동일기간의 유동성이 측정된다. 시장 이전에 의한 유동성효과는 이전상장이후 유동성에서 이전상장공시 전 유동성을 차감하여 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 기간별 유동성변화로 측정된다. 대응기업도 이전상장기업처럼 이전상장공시월과 이전상장월 이후의 같은 기간의 유동성을 측정한다. 대응기업의 유동성 변화 또한 이전상장기업과 동일하게 계산된다. 대응기업조정 유동성 변화는 표본의 이전상장의 유동성변화에 일대일 대응기업의 동일기간 유동성변화를 차감한 값이다.

4. 연구모형

우선 유동성이 주식시장 변경을 야기하는지를 파악한다. 표본기업과 코스닥시장 상장을 유지하는 대응기업을 이용하여 로짓회귀분석을 실시한다. 종속변수 Switch는 이전상장기업은 1의 값을, 대응기업은 0의 값을 가지는 더미변수이다. 박영규(2018)를 참고하여 다음의 연구모형을 설정하고, 낮은 유동성의 주식시장변경에 대한 영향을 검토한다.

$$Switch = \alpha + \beta_1 LIQ + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 Growth + \beta_6 TATOV$$

$$+ \beta_7 \text{LnBM} + \beta_8 \text{Beta} + \beta_9 \text{IdioRisk} + e$$

유동성(LIQ)은 비유동성측정치(AMI)와 거래회전율(TOVR)로써 측정하며, 공시전월 3개월, 6개월 기간의 비유동성과 거래회전율을 사용한다. 기업규모(Size)는 정보의 비대칭성과 규모위험 등을 대리하는 변수이며, 자산총계에 자연로그를 취한 값이다. 기업의 대표적인 재무비율인 안정성비율, 수익성비율, 성장성비율, 활동성비율을 독립변수로 사용한다. 먼저, 안정성비율은 부채비율(LEV)로 측정되며, 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. 수익성의 경우 당기순이익을 자산총계로 나눈 총자산순이익률(ROA)을 채택한다. 성장성 측정지표로는 매출액성장률(Growth)을 사용한다. 총자산회전율(TATOV)은 활동성을 나타내는 변수이며, 매출액을 자산총계로 나누어 계산된다. 기업위험을 측정하는 변수로써 장부가/시장가비율(LnBM), 베타(Beta), 기업고유위험(IdioRisk)을 연구모형에 포함시킨다. 장부가/시장가비율(LnBM)은 이전상장 직전년도 12월 말 장부가치를 시장가치로 나누어 자연로그를 취한 값이다. 체계적 위험은 베타수치를 사용하며, 이전상장 직전년도 마지막영업일로부터 250일 전 개별기업과 코스닥지수의 일별수익률을 이용하여 추정한다. 기업고유위험은 베타를 추정하는 회귀분석에서 계산되는 평균제곱근오차(the mean squared error)로 측정된다(김상헌, 김병모, 2017).

5. 표본

1998년부터 2017년까지 유가증권시장으로 이전상장한 코스닥기업이 본 연구의 분석대상이다. 이전상장기업은 데이터가이드(DataGuide)에서 추출하였으며, 표본기간 동안 총 47개 코스닥기업의 유가증권시장으로 변경이 확인된다. 데이터가이드에서 재무제표자료가 획득되지 않는 기업과 금융업종 기업은 분석대상에서 제외된다. 최종적으로 연구표본에 포함된 이전상장기업은 41개이다.

<표 1>의 표본의 연도별 이전상장분포를 보면, 시장이전이 빈번하지는 않더라도 장기간 지속적으로 발생하고 있다. 2002년 6건, 2003년 5건, 2008년 4건의 시장이전이 발생한 것에 비해, 2012년부터 2015년까지 코스피시장으로 옮겨간 기업은 존재하지 않는다. 이전상장기업의 업종별 분포 또한 연도별 분포와 유사하게 특정업종에 표본이 집중되어 있다. 경기소비재 업종이 10건, 산업재 9건, IT 8건으로 표본의 약 66%에 해당한다. 한국주식시장 이전상장기업 또한 업종별로 상당한 차이가 존재하며, Kedia and Panchapagesan(2011)의 대응기업선정의 한국기업 적용에 대한 타당성이 확인된다.

<표 1> 이전상장기업의 분포

이 표는 코스닥(KOSDAQ)시장에서 유가증권(KOSPI)시장으로 이전상장한 표본기업의 연도별 및 업종별 분포를 보여준다.

Panel A: By Year			Panel B: By Industry		
Year	N	%	Industry	N	%
1998	1	2.44	소재	4	9.76
1999	3	7.32	산업재	9	21.95
2000	3	7.32	경기소비재	10	24.39
2001	2	4.88	필수소비재	6	14.63
2002	6	14.63	의료	2	4.88
2003	5	12.2	IT	8	19.51
2004	3	7.32	통신서비스	2	4.88
2005	1	2.44			
2006	3	7.32			
2007	1	2.44			
2008	4	9.76			
2009	1	2.44			
2010	3	7.32			
2011	3	7.32			
2012	0	0.00			
2013	0	0.00			
2014	0	0.00			
2015	0	0.00			
2016	1	2.44			
2017	1	2.44			
Sum	41	100	Sum	41	100

IV. 실증분석

1. 이전상장기업과 코스닥상장유지 대응기업

코스피시장으로 이전하는 코스닥기업과 기업규모와 업종에 의해 선정된 코스닥 대응기업별 재무특성변수의 기초통계량 및 두 집단 간의 특성차이를 먼저 살펴본다. 표본과 대응기업의 기초통계량과 차이분석결과는 <표 2>로 정리된다. 기업규모의 두 집단 간의 차이가 유의하지 않아, 기업규모에 의한 대응기업 선정이 적절하게 이루어짐을 알 수 있다.

유동성변수인 거래회전율(TOVR)과 비유동성측정치(AMI)의 표본과 대응집단의 차이결과를 보면 다음과 같다. 먼저, 이전상장기업의 TOVR이 코스닥 대응기업보다 통계적으로 유의하지 않지만 오히려 높은 수치이다. 유동성이 낮은 기업이 유동성향상을 달성할 목적으로 주식 시장을 옮긴다는 주장과 불일치하는 결과이다. AMI는 TOVR에 비해 두 집단의 차이가

더욱 극명해 진다. 특히, 중앙값은 통계적으로 유의한 차이가 발생한다. AMI는 비유동성 정도를 측정하는 수치로 낮은 수치가 높은 유동성을 의미한다. TOVR과 동일하게 이전기업의 유동성이 대응기업보다 높은 결과이다. TOVR과 AMI의 차이분석결과에 근거한다면, 유동성이 낮은 기업이 유동성을 향상시킬 목적으로 주식시장 변경을 결정한다는 유동성 가설과는 상반되는 실증결과로써 오히려 유동성이 높은 기업들이 시장을 이전하는 경향을 보인다. 하지만 연구설계에서 기술한 것처럼, 이러한 결과가 유동성가설을 부정하는 것은 아니다. 코스피시장으로 이전하는 기업을 살펴보면, 네이버나 카카오 등은 코스닥시장 시가총액 상위기업이며, 이미 유동성이 풍부한 기업들로 판단된다. 이들 기업은 코스닥시장에서 허용되는 현재의 유동성보다 보다 높은 유동성을 목표 및 달성하려는 의도으로써 주식시장을 변경할 수 있다. 코스닥유지 기업에 비해 이전상장기업의 유동성이 높다는 증거만으로 유동성가설을 부정할 수는 없겠다.

따라서 코스피시장으로 이전이후 유동성 개선을 확인할 필요가 있다. 이전상장기업의 이전상장전후의 유동성을 측정하고 유동성개선이 이루어지는지를 추가로 조사해야 한다.

<표 2> 기초통계량: 표본기업과 코스닥시장 대응기업

표본기업(Sample)과 코스닥시장 상장유지 대응기업(Control) 변수들의 평균값과 중앙값을 제시하고, 두 집단 간의 차이분석 결과를 보여준다. 기업규모(Size)는 자산총계에 자연로그를 취한 값이며, 부채비율(LEV)은 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. 총자산순이익률(ROA)은 당기순이익을 자산총계로 나누어 계산한다. 매출액성장률(Growth)은 전년도 대비 매출액증가율로 측정하며, 활동성(TATOV)은 매출액을 자산총계로 나눈 값이며, 장부가/시장가비율(LnBM)은 보통주의 장부가치를 시장가치로 나눈 값에 자연로그를 취한 값이다. 체계적 위험은 시장모형으로 구한 베타(Beta)값이며, 기업고유위험(IdioRisk)는 베타를 추정하는 회귀분석의 평균제곱근오차이다. 거래회전율(TOVR)은 주식의 거래량을 발행주식수로 나눈 값이며, 비유동성측정치(AMI)는 Amihud(2002)의 비유동성측정치를 의미한다. TOVR과 AMI는 이전상장 공시일을 기준으로 공시월 -3개월 ~ -1개월(3M), 공시월 -6개월 ~ -1개월(6M)이 각각 측정된다. 나머지 변수는 이전상장 직전 회계년도 말 기준으로 측정된다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Sample		Control		Sample-Control	
	Mean	Median	Mean	Median	t-stat.	z-stat.
Size	18.9684	18.6205	18.7452	18.5556	0.70	0.22
LEV	0.4294	0.4218	0.4705	0.4833	-0.96	-0.83
ROA	0.1035	0.0927	0.0202	0.0351	3.42***	3.64***
Growth	0.1833	0.1628	0.0554	0.1071	2.01**	1.13
TATOV	1.2741	1.1346	0.8762	0.8224	3.03***	2.84***
LnBM	-0.1768	-0.0513	0.0716	0.0339	-1.28	-0.89
Beta	0.8438	0.8424	0.7233	0.7244	1.26	1.00
IdioRisk	0.0322	0.0312	0.0371	0.0328	-1.64	-1.52
AMI3M	0.2726	0.0384	19.1845	0.1611	-1.53	-2.66***
AMI6M	2.2766	0.0532	30.2677	0.1402	-1.62	-2.23**
TOVR3M	0.9522	0.4486	0.8070	0.3030	0.52	1.49
TOVR6M	1.9683	0.9785	1.6517	0.7009	0.63	1.32

나머지 변수들 중에서 총자산순이익률(ROA)과 총자산회전율(TATOV)을 제외하고는 두 집단 간의 유의한 차이는 없다. 표본기업의 총자산순이익률과 총자산회전율이 코스닥유지 기업보다 월등히 높은 수치이며, 총자산을 효율적으로 활용하고 수익성이 높은 기업이 시장이전을 결정함을 알 수 있다.

두 집단의 차이분석결과를 종합해 보면, 유동성이 풍부하고 총자산회전율과 총자산순이익률이 높은 코스닥기업이 코스피시장으로 이전하고 있으며, 우수한 기업의 코스닥시장 유출을 추론할 수 있는 실증결과이다.

<표 3> 이전상장기업의 특성분석

로지스틱회귀분석의 결과이며, 종속변수는 이전상장기업이면 1의 값을 대응기업이면 0의 값을 가진다. 재무비율 및 기업특성변수의 정의는 <표 2>에 제시되어 있다. ()은 이분산성을 고려한 z값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수: 이전상장 = 1, 대응기업 = 0	(1)	(2)	(3)	(4)
AMI3M	-0.301** (-1.98)			
AMI6M		-0.008 (-0.91)		
TOVR3M			0.447* (1.68)	
TOVR6M				0.290* (1.85)
Size	0.184 (0.72)	0.272 (1.11)	0.283 (1.12)	0.313 (1.24)
LEV	0.325 (0.17)	0.024 (0.01)	-0.780 (-0.43)	-0.799 (-0.43)
ROA	17.017** (2.52)	15.651** (2.55)	16.520*** (2.78)	17.094*** (2.86)
Growth	-0.567 (-0.57)	-0.395 (-0.39)	-0.729 (-0.74)	-0.851 (-0.84)
TATOV	1.234** (2.09)	1.379** (2.30)	1.586** (2.51)	1.565** (2.49)
LnBM	0.290 (0.76)	0.187 (0.54)	0.105 (0.27)	0.130 (0.33)
Beta	0.577 (0.83)	0.856 (1.23)	1.048 (1.49)	0.930 (1.38)
IdioRisk	-20.216 (-0.79)	-13.733 (-0.60)	-34.168 (-1.17)	-38.697 (-1.26)
Constant	-5.531 (-1.03)	-7.800 (-1.53)	-7.763 (-1.47)	-8.195 (-1.55)
N	82	82	82	82
Chi ²	22.71	22.05	23.48	24.70
Pseudo R ²	0.304	0.261	0.281	0.283

이전상장기업과 코스닥상장유지 대응기업을 대상으로 로짓회귀분석을 시행하여 다른 요인의 영향을 통제한 결과를 살펴본다. 종속변수는 주식시장을 이전한 표본기업은 1의 값을, 코스닥시장 상장을 유지한 기업은 0의 값을 가진다. 차이분석에 사용된 유동성과 재무특성변수가 독립변수로 로짓회귀분석 모형에 포함된다.

<표 3>에서 이전상장 공시 직전 3개월, 6개월 AMI와 TOVR이 유동성변수로 모형에 포함된다. 모형(1)과 (2)는 3개월, 6개월 AMI가 분석에 이용되며, 모형 (3)과 (4)는 3개월, 6개월 TOVR로 대체된다. 공시 직전 3개월 AMI, 공시 직전 3개월과 6개월 TOVR의 계수가 모두 유의하다. 특히 거래회전율은 차이분석 결과와는 상이하게 로짓회귀분석결과에서는 유의해진다. TOVR은 양(+)의 계수를 AMI는 음(-)의 계수로써, 유동성이 높은 기업일수록 주식시장 변경을 결정한다. 유동성을 제외한 변수 중에서 ROA과 TATOV이 모두 유의한 양(+)의 계수로 앞선 차이분석결과와 동일하다. 이는 박영규(2018)의 연구결과와도 일치한다.

단일변량분석과 다변량분석결과를 종합해 보면, 자산을 효율적으로 사용하고 수익성이 높은 기업일수록 이전상장을 진행하는 것이 분명하다. 유동성은 총자산순이익률과 총자산회전율에 비해 유의성이 약하지만, 유동성이 높은 기업이 시장변경을 추진하는 증거 자체는 확인된다. 따라서 낮은 유동성에 기인해 주식시장을 이전한다는 유동성가설을 지지하는 실증결과는 발견되지 않는다.

2. 유동성 비교분석: 이전상장기업과 코스피시장 대응기업

앞 절의 이전상장기업과 코스닥기업과 비교분석결과는 유동성가설의 예상에 어긋나는 결과로써, 이전상장기업의 높은 유동성을 관측한다. 하지만 코스닥시장 유지기업보다 높은 또는 유사한 유동성 결과만으로 유동성가설을 부정할 수는 없다. 이전상장기업은 코스피시장 유사기업의 유동성을 목표로 하고 이를 달성하기 위해서 코스피시장 이전을 결정할 수 있기 때문이다. 이 또한 유동성가설과 일치하는 주장이며, 코스닥기업이 아닌 코스피시장 대응기업을 이용하여 분석한다.

코스피시장 대응기업과 이전상장기업의 유동성 차이를 분석한 실증결과는 <표 4>로 정리된다. 두 집단의 이전상장 직전 1, 3, 6, 12개월 기간의 AMI과 TOVR을 비교분석한 결과, 모든 유동성측정치에서 두 집단 간의 차이는 유의하지 않다. 그렇다면 코스피시장 기업보다 유동성이 낮아서 이를 개선할 목적으로 시장을 이전했다고 주장하기는 어렵다. 코스닥시장 대응기업과 코스피시장 대응기업의 분석결과에 근거한다면, 열등한 유동성이 기업의 이전상장을 추진하는 주요한 요인이라고 판단하기는 어렵다.

<표 4> 이전상장전의 유동성분석: 이전상장기업과 코스피시장 대응기업

이전상장공시전 1개월(1M), 3개월(3M), 6개월(6M), 12개월(12M)기간의 이전상장기업과 코스피시장대응기업의 유동성과 두 집단의 차이검증을 보여준다. 즉, 이전상장월(A) 기준으로 (A-1, A-1), (A-3, A-1), (A-6, A-1), (A-12, A-1)기간의 유동성을 분석한다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

		Sample			Control			Sample-Control	
		N	Mean	Median	N	Mean	Median	Mean	Median
AMI	1M	41	8.4188	0.7314	41	33.7008	0.9802	-25.2820	-0.0593
	3M	41	0.2726	0.0384	41	0.9395	0.0430	-0.6670	-0.0026
	6M	41	2.2766	0.0532	41	2.3643	0.0430	-0.0877	-0.0026
	12M	39	8.4635	0.0660	41	3.6218	0.0541	4.6577	-0.0013
TOVR	1M	41	0.3098	0.1476	41	0.3736	0.1372	-0.0638	0.0002
	3M	41	0.9522	0.4486	41	1.0998	0.4982	-0.1476	0.0112
	6M	41	1.9683	0.9785	41	2.2746	1.2890	-0.3063	0.0599
	12M	40	3.6374	2.2420	41	5.0194	2.6348	-1.1723	-0.1308

이전상장기업의 유동성은 코스피시장 기업과 유사할 뿐만 아니라 코스닥시장 기업보다는 우수한 수준이다. 미국시장의 선행연구결과로부터 추론해보면, 코스닥시장에 비해 코스피 시장에 참여하는 기관투자자의 투자비율이 높을 뿐만 아니라 코스닥기업에 비해 기업의 가시성도 높아져 이전상장기업의 유동성 향상을 기대하는 것은 합리적이다. 현재 주식의 유동성이 나쁘지 않지만 유동성을 한 단계 향상시킬 목적으로 시장을 이전할 가능성은 여전히 존재한다. 즉, 낮은 유동성이 주식시장 이전을 유발하는 것이 아니라 유동성개선에 대한 기대감 자체가 주식시장 변경의 계기가 될 수 있다. 주식시장 변경전의 유동성뿐만 아니라 시장변경이후 유동성측정을 통해 유동성개선을 조사해야 한다.

<표 5>는 이전상장 전후의 유동성을 보여주고 있다. 이전상장공시직전 유동성과 이전상장이후의 유동성을 비교분석하여 이전상장에 의한 유동성개선효과를 검증한다. 표본기업의 이전상장전후 유동성변화 뿐만 아니라, 코스닥 및 코스피 대응기업 조정 유동성변화도 함께 측정한다. 먼저, 표본기업의 유동성은 이전상장 공시 전에 비해 이전상장이후 수치가 다소 상승하는 추세이다. 하지만, TOVR은 모든 기간 상장이전과 이후 수치변화가 유의하지 않고, AMI수치 또한 3개월 평균값과 12개월 중앙값만이 10% 수준에서 유의할 뿐이다. 코스피시장으로 옮긴 이후 주식의 유동성 개선효과는 뚜렷하게 실현되지 못한다. 국내 선행연구가 존재하지 않는 상황에서, 이전상장에 대한 유동성효과를 제시한다는 점에서는 상당한 의미가 있다.

유동성가설의 이전상장 동기검증에 이용된 코스닥 대응기업1(KQ1), 유동성개선효과 증명에 사용된 코스피 대응기업(KS)과 코스피 대응기업선정방법을 코스닥시장에 동일하게 적용한 코스닥 대응기업2(KQ2)를 모두 사용하여 유동성개선효과를 검증한다. 각각의

대응기업 유동성을 차감한 대응기업 조정 유동성변화 측정치 결과 또한 이전상장기업의 유동성변화와 유사하다. 먼저, 코스피시장 대응기업 유동성을 조정한 수치는 1개월 AMI 변화의 중앙값만이 10% 수준에서 음(-)으로 유의하여, 미약하지만 이전상장이후 유동성개선 효과가 보인다. 하지만 나머지 기간에서는 시장변경이후 유동성 개선이 확인되지 않는다. TOVR 변화는 양(+)의 수치이지만 통계적으로 유의하지 않다. 코스피 대응기업 조정 유동성 수치에 의하면 시장이전에 의한 유동성개선 효과는 확인되지 않는다. 코스닥 대응기업1의 유동성을 차감한 유동성 결과 또한 유사하다. 12개월 AMI의 중앙값만 유의하고 나머지 AMI와 TOVR은 어떤 변화도 발견되지 않는다. 코스닥 대응기업2로 조정한 유동성변화 또한 유동성개선의 증거는 발견되지 않는다. 심지어 KQ2 조정 12개월 회전율은 10% 유의수준이지만 하락하는 결과가 나타난다. 즉, 이전상장기업이 코스닥 대응기업과 비교할 때 이전상장 이후에 거래회전율이 향상되지 않는다.

<표 5> 이전상장의 유동성효과: 차이분석

Panel A는 이전상장기업의 이전상장전후의 유동성변화이다. 이전상장이전의 유동성은 <표 4>와 동일하게 측정되며, 이전상장이후 유동성은 이전상장이 이후 동일기간으로 측정된다. 유동성효과는 실제 이전상장이후 유동성에서 이전상장공시전 유동성을 차감한다. Panel B는 이전상장기업의 유동성변화에 세 종류의 대응기업 유동성변화를 각각 차감한 대응기업 조정 유동성변화이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel A: 이전상장의 유동성효과

		공시이전(A)			상장이후(B)			유동성변화(B-A)		
		N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median
AMI	1M	41	8.4188	0.7314	41	1.9368	0.7598	41	-6.4820	-0.0743
	3M	41	0.2726	0.0384	41	0.0955	0.0442	41	-0.1770*	-0.0044
	6M	41	2.2766	0.0532	39	0.0979	0.0513	39	-2.2952	-0.0040
	12M	39	8.4635	0.0660	39	0.0890	0.0547	37	-8.8305	-0.0168*
TOVR	1M	41	0.3098	0.1476	41	0.3520	0.1733	41	0.0422	0.0233
	3M	41	0.9522	0.4486	41	1.1073	0.5206	41	0.1551	0.0139
	6M	41	1.9683	0.9785	40	2.1375	0.9851	40	0.1420	-0.1655
	12M	40	3.6374	2.2420	39	3.9742	2.5009	38	0.1016	-0.3835

Panel B: 대응기업조정 유동성효과

		KS adjusted			KQ1 adjusted			KQ2 adjusted		
		N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median
dAMI	1M	41	20.6941	-0.1761*	41	105.4138	-0.0329	41	423.6682	-0.0023
	3M	41	0.4935	-0.0022	41	14.6661	-0.0028	41	13.7711	-0.0006
	6M	39	-0.1236	-0.0038	39	25.3144	-0.0072	39	6.2556	-0.0018
	12M	37	-5.3742	-0.0048	33	13.6804	-0.1260**	37	3.3480	-0.0388
dTOVR	1M	41	0.0158	0.0245	41	-0.2708	0.0169	41	-0.0896	0.0291
	3M	41	0.2043	0.0585	41	-0.4377	-0.0528	41	-0.2127	0.0779
	6M	40	0.2924	0.0167	40	-1.1276	-0.1117	40	-0.5419	-0.1043
	12M	38	0.5778	-0.0287	35	-0.1866	0.9631	38	-1.6961	-0.5939*

표본기업과 대응기업의 유동성 차이분석결과가 두 기업의 다른 특성에 의해 왜곡되었을 수 있어서, 회귀분석 또한 시행한다. <표 6>은 이전상장전후의 유동성변화가 종속변수인 회귀분석결과이다. 통제변수는 김현석, 서정원(2018)과 조은영, 양철원(2017)의 연구모형을 참조하여 선정된다.⁵⁾ Group은 이전상장기업이면 1의 값을 KS 대응기업이면 0의 값을 가지는 더미변수이다. 모든 회귀분석모형에서 Group 변수는 유의하지 않아서 유동성가설이 제시하는 이전상장의 유동성개선효과는 나타나지 않으며, 이는 앞선 차이분석결과와 일치한다.

<표 6> 이전상장의 유동성효과: 회귀분석

종속변수는 이전상장이후 유동성에서 이전상장공시전 유동성을 차감한 dAMI와 dTOVR이다. dAMI3M은 이전상장월 +1개월~+3개월까지의 AMI에서 이전상장공시월 -3개월~-1개월의 AMI를 차감하여 계산된다. Group은 이전상장기업이면 1의 값을 대응기업이면 0의 값을 가진다. 나머지 변수에 대한 설명은 <표 2>에 기술되어 있다. ()은 이분산성을 고려한 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)
	dAMI3M	dAMI6M	dTOVR3M	dTOVR6M
Group	0.546 (0.88)	0.520 (0.22)	0.159 (0.49)	0.487 (0.84)
Size	0.243 (1.47)	0.936 (1.57)	-0.059 (-0.53)	-0.094 (-0.42)
LnBM	-0.311 (-0.90)	-0.699 (-0.94)	-0.081 (-0.28)	-0.214 (-0.38)
LEV	-1.542 (-0.96)	-5.428 (-0.69)	-0.123 (-0.13)	0.051 (0.03)
ROA	-2.858 (-0.72)	-16.263 (-0.85)	0.250 (0.10)	-3.767 (-0.78)
Constant	-4.432 (-1.51)	-16.537* (-1.83)	1.136 (0.49)	1.764 (0.42)
N	82	79	82	80
Adj. R ²	-0.00319	-0.0417	-0.0548	-0.0493
F-stat.	0.676	0.728	0.403	0.312

이전상장전후 거래유동성 분석결과를 종합해 보면, 이전상장기업은 유동성개선을 달성하지 못한다. 미국시장의 이전상장을 설명하는 주요 가설중 하나인 유동성가설이 한국주식시장

5) 김현석, 서정원(2018)의 <표 8>은 무상주발행의 거래유동성 변화를, 조은영, 양철원(2017)의 <표 6>은 무상증자에 의한 유동성 변화를 분석하는 회귀분석이다. 이전상장전후의 유동성 변화를 분석하는 회귀분석이므로 두 연구의 독립변수를 참고한다. 본 연구의 <표 3>과 동일한 독립변수를 사용한 회귀분석을 추가적으로 시행하고 다음의 결과를 발견한다. 비유동성측정지에서는 10% 유의수준에서 유동성개선이 확인되지만, 거래회전율에서는 유의성이 나타나지 않는다. 추가적인 분석결과에 의해서도 이전상장이 유동성을 개선한다고 주장하기는 어렵다.

에서는 적절하지 않을 수 있다는 의미이다. 즉 해외 선행연구들에 의하면 유동성가설은 이전상장을 설명하는 주요가설로써 다양한 실증연구들에 의해서 증명된 것과 비교한다면, 국내 주식시장에서 유동성가설의 검증결과는 흥미롭고 의미 있으며, 국내주식시장의 주식시장변경을 설명하는 추가적인 연구의 필요성을 시사한다.

3. 추가분석

본 연구는 주식시장 이전기업의 유동성가설검증에 초점을 두고 있어, 이전상장을 설명하는 나머지 유력가설을 검증하지는 않는다. 이전상장의 주요가설에 의하면 기업은 이전상장을 통해 성취하려는 다양한 목표들이 존재하는 것은 명백하다. 이전상장을 설명하는 유력가설 등을 직접증명하지 않더라도 실제 이전상장 주요가설들이 주장하는 긍정적인 효과가 발생한다면, 이전상장기업의 가치가 개선되고 주식성파가 높아질 것이다. 본 연구는 이전상장의 나머지 가설을 증명하지는 않지만, 이전상장이후 기업가치 측정을 통해 이전상장의 긍정적 효과를 간접적으로 확인하고자 한다. 이전상장의 구체적인 동기규명은 아니지만, 이전상장의 효과를 검증하는 의의가 있겠다. 기업가치는 장부가/시장가(BM) 비율로 측정되며, 이전상장전후 장부가/시장가비율의 변화를 측정하여 기업가치 개선효과를 검증한다. <표 7>의 Panel A는 시장변경 전후의 장부가/시장가변화를 보여준다. 먼저 기업의 이전상장년도(t)에서 이전상장 전년도(t-1)의 장부가/시장가비율을 차감한 값은 통계적으로 유의하지 않다.⁶⁾ 이전상장년도(t)를 이전상장다음년도(t+1)의 장부가/시장가비율을 대체한 결과 또한 동일하다. 주요 가설이 주장한 긍정적인 효과가 기업가치 개선으로 이어지지 않는다는 단순히 주식시장 변경만으로 기업가치에 대한 긍정적인 효과를 기대하기는 어렵다.

코스닥시장 상장을 유지하는 대응기업을 이용하여 대응기업 조정 장부가/시장가비율 또한 측정한다. 코스닥 대응기업 조정 장부가/시장가비율의 결과를 보면 이전상장년도(t)와 이전상장전년도(t-1)의 장부가/시장가비율의 변화는 음(-)의 수치로 유의하다. 코스닥상장을 유지하는 기업에 비해 이전상장기업의 시장변경이후 기업가치가 다소 개선되고 있다. 하지만 이전상장다음년도(t+1)와 이전상장직전년도(t-1)의 개선효과에서는 유의성이 사라진다. 주식시장을 변경한 기업이 이전당해년도에는 긍정적인 기업가치 개선효과가 있지만 장기간 지속되지는 않는다. 시장변경에 의한 일시적 효과는 가능하지만, 장기적 효과를 지지하는 증거는 발견되지 않는다. 결론적으로 주요가설들이 주장하는 긍정적인 효과가 이전상장

6) 코오롱아이넷은 2011년 7월19일에 유가증권시장에 이전상장한 후 당해년도 12월에 코오롱글로벌에 흡수합병되어, <표 7> 패널A의 이전상장년도(t)와 이전상장전년도(t-1)의 장부가/시장가비율 변화의 분석개수가 41개가 아닌 40개이다.

기업의 기업가치 개선으로 나타나지 않는다. 다수의 해외선행연구들은 주식시장변경의 긍정적 효과를 보고하지만 부정적 효과를 발견한 연구들도 존재하고 있는 점 또한 이번 결과 해석과 연관된다. 코스닥기업 이전상장 또한 긍정적 효과뿐만 아니라 부정적 영향도 존재할 수 있으며, 긍정적 효과가 부정적 영향을 압도하지는 못하는 것으로 판단된다. 또한 코스닥시장의 지속적인 제도개선은 유가증권시장과의 격차를 감소시켜 이전상장에 의한 기업가치향상이 크지 않다는 장법식(2011)의 주장과 일치하는 결과이다.

<표 7> 추가분석

Panel A는 이전상장기업의 기업가치 개선효과를 분석하고 있다. 기업가치는 장부가/시장가(BM)비율로 측정되며, 이전상장전 후 장부가/시장가비율의 변화(dBM)를 측정하여 기업가치 개선을 검증한다. 또한 코스닥 상장을 유지하는 대응기업의 장부가/시장가비율을 차감한 장부가/시장가비율의 변화(dBM_adj) 또한 계산된다. Panel B는 주식시장의 일별 거래량과 상장주식수로 계산한 주식시장별 월별 거래회전율을 보여준다. ***, **는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel A: 이전상장의 기업가치 개선효과

	(t-1, t)			(t-1, t+1)		
	N	Mean	Median	N	Mean	Median
dBM	40	-0.0006	0.0608	39	0.1073	0.1751
dBM_adj	40	-0.2038*	-0.1698**	37	-0.2084	-0.1404

Panel B: 코스닥시장과 유가증권시장의 거래회전율

	KOSDAQ(A)			KOSPI(B)			Diff.(A-B)	
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	t-stat.	z-stat.
TOVR	240	57.8903***	55.9400***	240	31.1112***	26.9550***	13.27***	12.33***

장법식(2011)의 주장에 근거해보면, 코스피시장의 유동성이 코스닥시장의 유동성보다 우수하지 않을 수 있다. 따라서 유동성가설의 검증을 지원하는 방법으로써 코스피시장과 코스닥시장의 거래유동성 비교는 의미가 있다. 본 연구의 표본기간과 동일 기간 코스피시장과 코스닥시장의 거래회전율을 측정하여 비교한다. 주식시장의 일별 거래량과 상장주식수를 한국거래소 홈페이지에서 다운로드 받아 각 주식시장별 월별 거래회전율을 측정한다. 코스피시장 주식의 개별 거래유동성이 코스닥시장 주식보다 우월하다면, 시장전체의 유동성 또한 코스피시장이 코스닥시장보다 높을 것이다. 하지만, <표 7> Panel B의 두 주식시장의 월별 거래회전율 비교결과는 유동성가설에 부합하지는 않는다. 코스닥시장 거래회전율이 코스피시장보다 월등히 높은 수치이다.⁷⁾ 하지만 시장전체의 거래회전율의 결과판으로

7) 개인투자자 투자비중이 높은 코스닥시장의 특성이 높은 거래회전율로 나타난 것으로 유추된다.

코스닥시장이 코스피시장보다 유동성이 높다고 단정할 수는 없다. 거래회전을 외의 다양한 유동성 측정치를 분석해야 하고, 시장분석이 아닌 개별 주식분석 등의 정교한 검증이 이루어져야만 시장의 유동성을 정확하게 파악할 수 있겠다. 따라서 거래회전을 결과 해석에 주의를 요하지만, 코스닥시장이 코스피시장에 비해 유동성이 낮지 않을 가능성을 제시하는 의미로는 충분하다.

이전상장을 설명하는 유동성가설을 검증한 결과로부터 이를 지지하는 유의미한 증거를 발견하지 못한다. 이전상장을 설명하는 다른 가설과 한국시장의 특성을 고려하여 이전상장을 설명하는 새로운 가설을 발견 및 검증하는 시도가 필요하다.

V. 결 론

이전상장 국내연구를 해외연구와 비교하면, 이전상장에 대한 주식시장 반응 등을 분석하는 초기수준에 불과하다. 따라서 코스닥기업의 유가증권시장 이전에 대한 다양한 연구가 진행될 필요가 있겠다. 해외 선행연구에서 검증된 이전상장의 주요가설을 한국주식시장에 적용하는 시도가 우선되어야 할 것이다. 본 연구는 이전상장을 설명하는 주요 가설중 하나인 유동성가설을 국내주식시장에 적용한다. 과연 주식의 유동성이 코스닥기업의 유가증권시장 이전동기로 작동하는가를 확인할 뿐만 아니라, 시장변경이 유동성개선을 성취하는지를 조사한다. 이를 위해서 다양한 대응기업을 채택하여 분석의 강건성 확보와 동시에 다음의 실증결과를 발견한다.

먼저, 주식시장 이전동기로써 유동성을 지지하는 실증결과는 발견되지 않는다. 코스닥시장 상장을 유지하는 유사기업에 비해 주식시장을 변경한 기업의 유동성이 오히려 높게 나타나고 있다. 코스닥기업이 낮은 유동성을 개선하기 위해 시장을 이전한다는 주장과 맞지 않다. 하지만, 이전상장기업이 코스피시장 기업의 거래유동성을 목표로 주식시장을 변경할 수 있으며 이는 유동성가설의 논리와 일치한다. 유가증권시장 대응기업을 선정하고 이전상장 기업과 유동성을 비교한 결과, 이전상장기업의 유동성은 유가증권시장 대응기업보다 낮지 않고 유사하다. 본 연구의 분석결과에 기인한다면 낮은 유동성개선이 주식시장을 변경하는 동기라고 주장하기는 어렵다.

유동성가설이 주장하는 이전상장의 성과는 시장변경이후의 유동성개선이므로, 이전이후 유동성이 향상된다면 유동성가설을 지지하는 결과이다. 이전상장기업의 유동성개선을 다양한 대응기업 조정 유동성으로 측정하였으나, 이전상장이후 주식의 유동성개선효과는 명확하지 않다. 코스닥기업의 유가증권시장이전 분석결과는 유동성가설을 지지하지 않는다.

특히, 코스닥시장의 거래회전율이 코스피시장의 거래회전율보다 높은 점으로 보아, 한국시장에서의 유동성가설의 효과가 약화될 수 있겠다. 추가적으로 주식시장이전의 긍정적 효과를 간접적으로 측정하기 위해 이전상장이후 기업가치 개선을 분석한다. 유가증권시장으로 이전한 이후 코스닥기업의 기업가치제고 또한 명확하지 않다. 이전상장의 주요가설이 주장하는 이전상장의 긍정적인 효과가 부정적인 효과를 압도하지 못하는 것으로 보이며, 한국기업의 이전상장에 대한 선행연구와 차별화된 연구가 진행되어야 한다.

참 고 문 헌

- 김상헌, 김병모, “회사채 신용등급 괴리와 기업의 재무 의사결정”, 한국증권학회지, 제46권 제5호, 2017, 1089-1119.
- 김현석, 서정원, “무상증자, 액면분할, 주식배당: 주가와 거래량 효과”, 한국증권학회지, 제47권 제1호, 2018, 27-67.
- 박영규, “코스닥기업의 유가증권시장 이전상장에 대한 연구”, 재무관리연구, 제35권 제3호, 2018, 35-55.
- 안희준, 이형철, “기업고유 변동성과 체계적 변동성이 유동성에 미치는 효과”, 재무연구, 제30권 제1호, 2017, 1-32.
- 장범식, “코스닥상장법인의 유가증권시장 이전효과에 관한 연구: 기업가치에 미치는 영향을 중심으로”, 기업가정신과 벤처연구, 제14권 제1호, 2011, 113-145.
- 조은영, 양철원, “무상증자에 대한 유동성 가설 검증”, 한국증권학회지, 제46권 제2호, 2017, 423-458.
- Amihud, Y., “Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects,” *Journal of Financial Markets*, 5(1), (2002), 31-56.
- Baker, H. K. and R. B. Edelman, “The Effects on Spread and Volume of Switching to the NASDAQ National Market System,” *Financial Analyst Journal*, 48(1), (1992a), 83-88.
- Baker, H. K. and R. B. Edelman, “AMEX-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth,” *Financial Management*, 21(4), (1992b), 60-72.
- Baker, H. K., G. E. Powell, and D. G. Weaver, “Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?,” *Financial Management*, 28(2), (1999), 46-54.
- Barclay, M., E. Kandel, and L. M. Marx, “The Effects of Transaction Costs on Stock Prices and Trading Volume,” *Journal of Financial Intermediation*, 7(2), (1998), 130-150.
- Christie, W. G. and R. D. Huang, “Market Structures and Liquidity: A Transactions Data Study of Exchange Listings,” *Journal of Financial Intermediation*, 3(3), (1994), 300-326.
- Cowan, A. R., R. B. Carter, F. H. Dark, and A. K. Singh, “Explaining the NYSE Listing Choices of NASDAQ Firms,” *Financial Management*, 21(4), (1992), 73-86.
- Elyasiani, E., S. Hauser, and B. Lauterbach, “Market Response to Liquidity Improvements:

- Evidence from Exchange Listings,” *Financial Review*, 35(1), (2000), 1-14.
- Kadlec, G. B. and J. J. McConnell, “The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings,” *Journal of Finance*, 49(2), (1994), 611-636.
- Kedia, S. and V. Panchapagesan, “Why Do Only Some NASDAQ Firms Switch to the NYSE? Evidence from Corporate Transactions,” *Journal of Financial Markets*, 14, (2011), 109-126.
- Lin, J., A. K. Singh, and W. Yu, “Stock Splits, Trading Continuity, and the Cost of Equity Capital,” *Journal of Financial Economics*, 93(3), (2009), 474-489.
- Sanger, G. C. and J. McConnell, “Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(1), (1986), 1-25.
- Yang, C., H. K. Baker, L. Chou, and B. Lua, “Does Switching from NASDAQ to the NYSE Affect Investment-Cash Flow Sensitivity?,” *Journal of Business Research*, 62(10), (2009), 1007-1012.

Does Switching from KOSDAQ to KOSPI Affect Liquidity?

Youngkyu Park*

〈Abstract〉

This Study on the transfer listing in Korea is only an early stage such as measuring the stock market reaction, compared to previous research in U.S. which investigates market reaction, motivation etc. It examines liquidity hypothesis for KOSDAQ firms that switch to the KOSPI market. Liquidity hypothesis is tested in two ways. First, it is the verification of whether low liquidity compel firms to move to KOSPI market. switching companies have higher liquidity than those that maintain the KOSDAQ market and are not as low as those of matching firms on the KOSPI market. Low liquidity is not a factor that determines switching market. Second, it is to verify that liquidity improves after the transfer listing. It finds no clear evidence of a liquidity improvement since the stock market changed. The empirical results remain unchanged although adopting various matching firms. The switching stock markets does not provide a liquidity improvement. The liquidity hypothesis that explains the stock market transfer is not effective in the Korean stock market.

Keywords : Switching Markets, Liquidity Hypothesis, Turnover Ratio, Amihud's Illiquidity, Firm Value

* Professor, Department of Business Administration, Catholic University of Korea,
E-mail: ykpark@catholic.ac.kr