

코스닥시장 이전상장기업과 코넥스시장 잔류기업의 비교 연구*

박 영 규**

〈요 약〉

본 연구는 어떤 코넥스기업이 코스닥시장으로 이전하고 코넥스시장에 잔류하는지에 대한 해답을 구하고자 한다. 코스닥시장으로 이전한 기업은 코넥스시장 잔류기업(일대일 매칭)에 비해 수익성과 현금성자산 등에서 우월하다. 코넥스시장 진입 이후 기업의 재무성과가 개선되어야 코스닥시장 이전이 가능함을 의미한다. 이전 소요기간이 짧은 기업과 긴 기업의 코스닥시장 이전상장 시점 재무특성은 유사하지만, 신속한 이전기업의 코넥스시장 진입 직전 재무성과는 그렇지 않은 기업보다 우월하다. 코넥스시장 상장시점의 재무성과가 우수할수록 빠른 코스닥시장 이전이 가능함을 의미한다. 코넥스시장 장기간 잔류기업(5년 초과)과 이전상장기업을 비교하면, 이전상장 기업의 수익성, 성장성, 부채비율 등이 장기잔류기업보다 우수하다. 잔류기업의 성장 및 성과 개선이 원활하지 않아, 코스닥시장으로 이전하지 못하는 현상을 발견할 수 있다.

주제어 : 코넥스시장, 이전상장, 신속이전, 잔류기업, 재무성과

논문접수일 : 2023년 01월 17일 논문수정일 : 2023년 02월 02일 논문게재확정일 : 2023년 02월 03일

* 본 연구는 2021년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

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

I. 서 론

유가증권시장은 1956년 개설되어 대형 우량기업이 성장하는 한국거래소의 대표주식 시장이 되었으며, 1996년 IT(Information technology), BT(Bio technology), CT(Culture technology) 기업과 벤처기업에 친화적인 코스닥시장이 추가로 개설된다. 비교적 안정적으로 성장한 유가증권시장에 비해 코스닥시장은 부침을 겪으며, 코스닥지수가 지수설정 당시보다 낮아진 상황이다.¹⁾ 코스닥시장은 기업의 횡령과 배임 등의 사고가 다수 발생하며, 투자자 피해가 빈번했다. 한국거래소는 투자자보호를 위한 장치 및 규제를 강화하고 있어, 초기 중소기업의 코스닥시장 진입은 어려워지고 있다.

K-OTC 시장의 개설은 비상장기업 주식거래 활성화의 가시적 성과는 있지만, 자금조달 애로사항에 직면한 초기 중소기업에게 장외시장의 한계는 분명하다. 초기 중소기업의 장내시장 진입은 자금조달 어려움을 해소할 수 있으며, 초기 중소기업을 위한 코넥스시장이 2013년 신설된다.²⁾

코넥스시장은 초기 중소기업 맞춤형 시장이지만, 주시장인 코스닥시장과 유가증권시장과 상이한 투자자 참가 제한으로 자금조달 측면의 한계가 있겠다. 따라서 코넥스시장 상장기업은 일정 기간 잔류 후 한국거래소의 주시장 이전이 합리적이다.³⁾ 실제로 한국거래소는 코넥스기업의 코스닥시장 이전상장을 적극적으로 지원하고 있다.

국내 주식시장 이전상장 선행연구를 살펴보면, 코스닥시장에서 유가증권시장 이전연구는 활성화되고 있지만, 코넥스기업의 코스닥시장 이전상장에 대한 연구는 시작초기에 불과하다. 미국시장의 초기 선행연구는 이전상장 동기를 설명하는 주요가설(기업가시성가설, 유동성가설, 신호가설)을 제시하고 검증한다. 이전상장 이후 주요가설의 이전효과를 분석하고 기업가치 영향을 조사한다. 이전상장에 대한 주식시장의 긍정적인 반응이 주로 확인되며, 이전상장 이후 애널리스트와 기관투자자 수와 지분을 증가가 발견되고(Baker et al., 1999), 이전 이후 거래비용 개선과 유동성의 증가 또한 확인된다(Christie and Huang, 1994).

국내 연구는 이전상장에 대한 단기 주가성과 측정에 집중되었으며, 이전공시에 대한 긍정적 반응이 발견된다(박영규, 2018; 장병식, 2011). 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전상장한 기업의 특성을 조사하고(박영규, 2018) 유동성효과를 검증하는 연구로 전개된다

1) 코스닥지수는 1996년 7월 1일 “100”으로 설정된다. 이후 2004년 1월 25일부터 10을 곱하여 “1000”으로 상향 변경된다. 2023년 1월 13일 코스닥지수는 711.82로 1000에 미치지 못한다.

2) 중소기업 대부분은 은행대출에 의존하는 자금조달로 인해 부채비율 상승과 이자비용 부담에 직면하고 있어, 주식발행에 의한 자금조달 기회를 제공할 필요가 있다. 초기 진입이 가능한 장내시장이 필요하다.

3) 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장을 코넥스시장과 구분하기 위해서 유가증권시장과 코스닥시장을 주시장으로 지정한다.

(박영규, 2020). 코넥스기업의 코스닥시장 이전연구 또한 최근 이루어지고 있으며, 이전상장에 대한 주식시장 반응을 주로 분석한다(우민철, 2019; 이규성, 정현철; 2021).⁴⁾ 한국거래소가 코넥스기업의 코스닥시장 이전을 지원하는 제도를 운영하는 사실을 볼 때, 코넥스시장에서 코스닥시장 이전연구는 더욱 필요해 보인다.

본 연구는 코넥스시장 잔류기업을 대응기업으로 선정하여 코스닥시장 이전기업과 비교 분석하여 이전기업 특성을 파악한다. 기업특성이 유사한 일대일 매칭기업과 기업특성과 무관하게 코넥스시장 장기간 잔류기업을 대응기업으로 각각 선정한다. 이전상장기업과 두 대응집단을 비교 분석하여, 다음의 실증결과를 발견한다.

먼저, 이전기업은 일대일 매칭기업에 비해 수익성 및 현금성자산 등 재무성치가 우월하다. 장내시장 진입 이후 성공적 성장이 이루어진 기업이 코스닥시장으로 옮길 수 있으며, 이는 당연한 결과일 것이다. 그렇다면 어떤 기업이 신속하게 코스닥시장으로 이전하는지에 대한 의문이 야기된다. 이전기업은 이전 소요기간으로 구분하여 분석한 결과, 흥미로운 사실을 발견한다. 코스닥시장으로 이전하는 시점의 두 집단 간 재무성치는 유사하지만, 코넥스시장 상장시점의 재무성치는 조기 이전기업이 우수하다. 즉, 코넥스시장 상장이후 코스닥시장 상장요건을 충족해야 하므로, 상장시점 재무특성이 우월한 기업이 유리하며 실제로 더 빠르게 시장이동에 성공하고 있다.

두 번째, 어떤 코넥스기업이 장기간 잔류하는가에 대한 답변을 구한다. 장기간 잔류기업과 이전기업을 분석하며, 장기간 잔류기업은 이전기업에 비해 수익성, 성장성, 부채비율 등 기업의 재무상황이 전반적으로 열악하다. 기대했던 장내시장의 이점을 누리지 못하고 기업 상황이 개선되지 못한다.

II. 코넥스시장과 선행연구

1. 코넥스시장

비상장 중소기업은 주식발행에 의한 자금조달이 쉽지 않아 타인자본에 의존할 수밖에 없다. 이는 재무건정성 악화를 초래할 수 있다. 코스닥시장이 투자자보호를 강화하면서 상장요건 또한 엄격해져 초기 중소기업의 시장진입이 저해된다. 이에 초기 중소기업을 위한 새로운 자금조달시장에 대한 요구가 촉발된다. 코넥스시장(KONEX, KOrea New EXchange)은 유가증권시장 및 코스닥시장 상장이 어려운 초기 중소·벤처기업에게

4) 우민철(2019)은 코넥스기업의 코스닥시장 이전과 코스닥기업의 유가증권시장 이전을 모두 분석하였으며, 주가반응 외에도 유동성효과를 검증한 점이 이규성, 정현철(2021)의 연구와 차별화된다.

자본시장을 통한 자본조달을 제공할 목적으로 2013년 7월 한국거래소에 신설된다.

코넥스시장은 “중소기업기본법”상 중소기업만이 상장할 수 있는 초기 중소기업 특화시장이다. 코넥스시장의 설립목적에 부합하고자 상장요건은 매출액과 수익성 등의 재무요건을 제외하고 재무정보의 신뢰확보를 위한 최소 요건만이 요구된다. 초기 중소 및 벤처기업을 지원하기 위한 지정자문인제도가 특징적이다. 지정자문인 자격을 충족한 증권사 1개와 지정자문인 선임계약을 체결해야 코넥스시장에 상장할 수 있으며, 상장이후 지정자문인 계약을 유지해야 한다. 지정자문인은 기업의 후견인 역할을 통해, 코넥스시장 상장지원, 상장이후 공시업무, 정보생성을 담당하고 법규에 대한 자문 등을 지원한다.

코넥스시장 진입은 일반상장 외에도 기술특례상장과 크라우드펀딩 특례상장으로 가능하다. 특례상장은 지정자문인을 지정하지 않아도 되는 점에서 일반상장과 차이가 있겠다. 2015년 7월 도입된 기술특례상장은 기술신용평가기관과 기술전문평가기관으로부터 기술평가등급 BB 이상과 지정기관투자자의 상장 동의를 충족한 기업에게 적용된다. 일정규모 이상 자금을 투자형 크라우드펀딩(온라인 소액공모)으로 조달한 스타트업기업의 코넥스시장 상장을 지원하는 특례상장은 정부의 크라우드펀딩(2016.11.7) 발전방안에 의해 신설되었다.

유가증권시장과 코스닥시장에 비해 고위험시장이기 때문에, 위험회피형 투자자에 대한 코넥스기업 투자유인이 낮다. 한국거래소는 세제혜택과 규제완화 등을 제공하여 코넥스시장 투자활성화를 지원하고 있다.⁵⁾

진입기업의 성장뿐만 아니라 이전을 목표로 하는 점은 코넥스시장의 두드러진 차별점이다. 초기 기업의 자본조달 및 성장지원형 시장이기 때문에, 초기 성장을 실현한 기업은 다음 단계 성장에 적합한 코스닥시장 또는 유가증권시장으로 이전이 타당하다. 코넥스시장의 자금조달기능이 코스닥시장과 유가증권시장보다 제한적이기 때문이다. 실제 정부당국 또한 코넥스기업의 3-4년 이후 코스닥시장 이전을 목표로 하고 있다(이해진, 2013). 코넥스기업이 코스닥시장으로 신속하게 옮길 수 있도록 신속이전상장제도가 운영되고 있다. 한국거래소는 이전상장 컨설팅, 내부회계관리제도 및 공시체계 구축 컨설팅을 제공하며, 이전상장 수수료를 면제하고 있다.

2. 선행연구

해외선행연구는 이전상장의 동기를 설명하는 주요가설(기업가시성가설, 유동성가설,

5) 첫 번째, 유가증권시장과 코스닥시장보다 투자자에게 유리한 세제혜택이 제공된다. 낮은 거래세율(0.1%), 개인투자자 양도세면제, 대주주(4%, 10억 원) 중소기업 적용되는 양도세를 적용 등이다. 두 번째, 상장법인에 대한 벤처캐피탈의 투자제한(조합 출자금의 20% 이내)을 적용하지 않는다.

신호가설 등)의 실증검증으로부터, 이전상장의 다양하고 구체적인 효과분석으로 전개 및 발전되고 있다.

기업의 가시성 향상(Baker and Edelman, 1992a; Baker and Edelman, 1992b; Baker et al., 1999), 주가 스프레드감소와 거래량 증가 등 유동성 향상(Baker and Johnson, 1990; Christie and Huang, 1994; Kadlec and McConnell, 1994), 기업의 긍정적 신호를 전달할 목적으로(Grammatikos and Papaioannou, 1986; Sanger and McConnell, 1986; Ying et al., 1977) 주식시장 이전동기를 설명한다. 기업가시성가설, 유동성가설, 신호가설 모두 기업가치에 긍정적 효과를 설명할 뿐만 아니라 실증결과 또한 이를 지지한다. 물론 긍정적 효과가 다수이지만 시장의 부정적인 효과 또한 관측된다(Dharan and Ikenberry, 1995).

이전상장에 대한 연구는 특정 가설 검증으로부터 이전상장 효과를 구체적으로 분석하는 연구로 발전된다. 이전상장 이후 자본조달비용 감소를 증명하는 Kedia and Panchapagesan (2011), Yang et al.(2009)이 대표적이다.

한국주식시장 선행연구의 경우, 장범식(2011)이후 후속연구가 부족하다가 최근 들어 활성화되기 시작한다. 장범식(2011), 박영규(2018), 박영규(2020)는 코스닥기업의 코스피시장 이전상장을 분석하지만, 우민철(2019)과 이규성, 정현철(2021)은 코넥스기업의 코스닥시장 이전을 조사한다. 장범식(2011)은 유가증권시장으로 이전한 코스닥 기업의 주가를 분석하여, 이전상장일에 대한 긍정적 주가 반응과 이전상장 이후 성과악화를 보고한다. 박영규(2018)는 수익성과 자산회전율이 높은 기업일수록 유가증권시장으로 이전하는 실증결과를 확인한다. 박영규(2020)는 유가증권시장 이전기업의 유동성가설을 검증하였으나, 지지증거를 발견하지 못한다.

우민철(2019)은 코넥스기업의 코스닥시장 이전과 코스닥기업의 유가증권시장 이전을 모두 분석하며, 이전상장의 기업가치와 유동성효과를 조사한다. 코스닥시장과 유가증권시장으로 이전상장 공시에 대한 긍정적 시장반응과 이전상장일 이후 음(-)의 초과수익률이 발견된다. 코넥스시장에서 코스닥시장 이전기업의 이전상장 이후 유동성이 증가하지만 단기간 측정에 불과해 해석에 주의가 필요하다. 이규성, 정현철(2021)은 코넥스시장에서 코스닥시장 이전 30개 기업에 대해 이전상장결의일, 통과일, 상장일 시점 초과수익률을 측정하여, 이전상장결의일과 심사통과일에 대한 양(+)의 초과수익률을, 이전상장일에 대해 음(-)의 초과수익률을 보고한다.

조병문 외 3인(2022), 추재연(2022), 심재연, 전성민(2022)은 코넥스기업의 코스닥상장이후 재무성과를 분석한 연구로 의미가 있다. 조병문 외 3인(2022)은 코스닥 상장경로별 주가성과를 비교 분석하여, 이전상장기업의 저가발행 수준이 낮고, 장기주가성과는 직접상장보다

유의하게 높은 현상을 발견한다. 코넥스기업의 코스닥시장 이전상장의 긍정적인 효과를 발견한다. 이와 유사한 연구로 추재연(2022)이 있다. 저자는 코넥스시장을 통한 코스닥시장 상장기업의 단기성과와 장기성과를 분석하여, 코넥스시장 상장 경험이 있는 기업은 코스닥에 직접 상장한 기업보다 낮은 IPO 성과를 보이지만, 상장이후 기간이 확장될수록 우수한 IPO 성과를 보이는 것을 확인한다.

심재연, 전성민(2022)은 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전상장한 기업 81개를 상장폐지기업과 상장유지기업으로 나누어 비교 분석한다. 2개의 상장폐지 기업은 이전상장 이후 잦은 경영권 변동과 경영진 횡령 및 배임 등의 불안정한 지배구조와 불성실 공시 등을 겪고, 결국 영업활동 지표 등의 악화 및 상장폐지된다.

이전상장 연구결과를 요약하면, 이전상장은 기업가치에 긍정적이며 이전상장일 전까지는 양(+)의 초과수익률이 실현되지만, 이전상장일부터 음(-)의 초과수익률로 반전된다. 이전상장기업의 코스닥시장 상장이후 장기주가성과는 일반상장기업보다 우수하며, 코넥스시장을 통한 이전상장의 긍정적인 효과가 발견된다.

Ⅲ. 연구내용 및 방법

1. 연구내용

코넥스시장의 인큐베이터 역할은 거래소의 주시장과는 명확히 차별화된다. 거래소의 주시장 진입이 어려운 초기 중소기업 특화시장이며, 일정수준 이상 성장한 코넥스기업은 투자자의 관심이 높고 자금조달이 용이한 코스닥이나 유가증권시장 이전이 바람직하다.

기업가시성가설, 유동성가설, 신호가설 등이 코스닥시장에서 유가증권시장 이전을 설명하겠지만, 코넥스기업의 코스닥시장 이전은 자연스러운 현상이다.⁶⁾ 코넥스시장에서 코스닥시장의 이전의 경우 이전동기보다는 이전자체가 중요하다. 비상장기업은 코넥스시장 진입 이후 장내시장의 혜택과 지원으로 성장하고 코스닥시장으로 이전에 성공하는가는 중요한 질문이다.⁷⁾

그럼에도 불구하고 코넥스기업의 이전상장연구는 초기단계에 불과하여, 공시효과 분석에 집중되어 있다. 본 연구는 코넥스시장에서 코스닥시장 이전기업의 특성 및 코넥스시장

6) 본 연구는 시장이전의 동기보다는 이전기업과 잔류기업의 특성분석에 초점을 두고 있어, 이전을 설명하는 주요가설은 선행연구에서 간단하게 정리하고 있다. 주요가설의 자세한 설명은 박영규(2018)를 참고하길 바란다.

7) 코넥스기업이 코스닥시장뿐만 아니라 유가증권시장 이전도 가능하지만, 한국거래소는 코스닥시장 신속이전 상장을 지원할 뿐만 아니라 실제 코넥스기업의 대부분이 코스닥시장으로 이전하고 있다.

잔류기업의 특성을 살펴본다. 코넥스시장의 인큐베이터 역할이 중요하다면, 코넥스기업의 코스닥시장 이전이 코넥스시장의 성과임은 분명하다. 코넥스기업의 원활한 시장이전을 지원하기 위해서, 장기간 잔류기업의 문제 해결 또한 중요하다. 이전기업의 특성뿐만 아니라 어떤 기업이 장기간 잔류하는지에 대한 답을 구하고, 코넥스시장 개선에 대한 정책적 시사점을 제공할 수 있겠다. 장기간 잔류기업 관점의 분석은 이전기업의 특성에 집중한 코스닥기업의 유가증권시장 이전상장 선행연구와는 차별화된다. 본 연구는 다음의 연구내용으로 구성된다.

첫째, 코스닥시장 이전상장기업의 특성에 초점을 두는 분석으로, 어떤 기업이 코스닥시장으로 이전하는지에 대한 답변을 찾는다. 추가적으로 상장이후 신속하게 코스닥시장으로 이전한 기업과 늦게 이전한 기업을 비교하여, 이전상장 촉진에 대한 유용한 정보를 파악한다. 두 집단의 코넥스시장 상장직전과 코스닥시장 이전직전의 재무특성을 비교하여, 신속한 이전에 대한 실마리를 찾고자 한다. 소요기간에 의한 이전상장기업 비교분석은 기존선행연구가 시도하지 않은 점에서 의미가 있겠다.

둘째, 어떤 기업이 장기간 코넥스시장에 잔류하는지에 대한 분석이다. 선행연구는 이전상장기업의 특성과 이전 효과분석에 집중된다. 코스닥시장과 코스피시장과 다르게 코넥스시장 잔류기업의 증가는 바람직하지 않다. 코넥스시장 장기간 잔류기업 특성과약을 통해서 문제해결의 단서를 얻을 수 있다.

2. 대응기업 선정

코스닥시장으로 이전한 기업과 코넥스시장 잔류기업의 비교를 위해서는 적절한 대응기업 선정이 필수이다. Kediaa and Panchapagesan(2011)의 방법을 기본적으로 따르지만, 본 연구의 특성을 반영 및 수정하여 일대일 대응기업을 선정한다.⁸⁾ 먼저, 이전상장기업과 코넥스시장 동일연도 상장기업뿐만 아니라 이미 상장한 기업 또한 대응기업선정 대상으로 한다. 거래소의 다른 주식시장에 비해 코넥스시장 상장기업수가 많지 않아서 동일연도 상장기업으로 한정하게 되면 대응기업 선정이 거의 불가능하다. 매칭 가능성을 높이기 위해서 동일연도 상장조건을 완화하지만, 이전기업보다 코넥스시장 상장이 늦은 기업은 매칭대상에서 제외된다. 코넥스시장 상장이후 경과 시간이 짧은 기업은 이전상장을 하지 않을 가능성이 높기 때문이다. 두 번째, Kediaa and Panchapagesan(2011)은 총자산 일정

8) Kediaa and Panchapagesan(2011)의 매칭기준은 총자산과 업종이다. 기업규모는 가시성과 유동성을 대리하며, 이전상장기업의 업종편의가 확인되어 두 변수를 매칭기준으로 선정한다. 이들은 NYSE 이전상장 요건은 충족하지만 이전하지 않은 기업 중에서 이전기업의 총자산 75%~125% 범위에 위치하고 대분류 업종구분이 일치하는 기업을 대응기업으로 선정한다. 1개의 표본기업에 복수개의 대응기업 선정이 가능하다.

범위 내 모든 기업을 대응기업으로 선정하지만, 코넥스시장의 상장기업수의 한계로 인해, 총자산 범위 조건 충족이 쉽지 않다. 따라서 총자산이 근접한 하나의 대응기업을 선정한다.

최종적으로 표본기업의 일대일 대응기업을 선정하는 과정은 다음과 같다. 표본보다 먼저 상장했거나 동일연도에 상장하고 중분류 업종코드가 일치하는 기업을 우선 추출한다. 그 중에서 표본과 자산규모가 가장 근접한 하나의 기업을 대응기업으로 최종 선정한다.

코스닥시장과 유가증권시장에 비해 현저히 적은 상장기업수는 적절한 대응기업선정의 저해요인이다. 따라서 또 다른 대응기업을 선정하여 단점을 보완할 필요가 있다. 이전상장기업의 특성뿐만 아니라 잔류기업의 특성과악이 본 연구의 목적이므로, 이전상장기업과 상반되는 장기간 코넥스 잔류기업과의 비교분석이 필요하다. 표본기업과 유사한 기업특성과 무관하게 이전하지 않고 장기간 잔류기업을 대응기업으로 선정한다. 2020년 12월 기준 코넥스시장 5년 초과 상장기업을 대응기업으로 정한다. 표본기업의 이전 소요기간 5년 이내인 점을 고려했다. 이전기업은 상장이후 5년 내 이전하고 있어 이를 초과한 기업은 이전보다는 잔류가능성이 높기 때문이다. 앞서 설명한 일대일 매칭방법은 표본의 이전상장연도를 매칭기준에 포함할 수 있지만, 장기체류 대응집단은 2020년도 회계연도말 기준으로 선정하고 있어 이전연도 매칭이 불가능하다. 하지만 이전기업과 잔류기업 비교에는 더 적합한 이점이 있다.

3. 연구모형

코스닥시장으로 이전한 기업과 코넥스시장 잔류기업의 특성을 비교하기 위해 로짓회귀 분석을 시행한다. 이전상장기업은 1의 값을 가지고 잔류기업은 0의 값을 가지는 Switch가 종속변수이다.

$$\begin{aligned} Switch = & \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 LEV + \beta_3 CASH + \beta_4 CR + \beta_5 ROA + \beta_6 TATOV \\ & + \beta_7 GRTA + \beta_8 PPE + \beta_9 INTA + YR + IND + e \end{aligned} \quad (1)$$

코스닥시장 이전기업과 코넥스시장 잔류기업의 특성비교가 연구목적이므로 이전상장 및 상장 관련 선행연구와 코스닥시장 상장요건을 참고하여 독립변수를 선정한다.⁹⁾

기업규모(SIZE)는 일반적으로 정보의 비대칭성과 규모위험 등을 대리하는 변수로 사용

9) 코스닥시장 잔류기업과 유가증권시장 이전상장기업을 비교한 박영규(2018), 우회상장과 일반상장 기업의 특성을 비교한 김준석 외 2인(2014)과 스펙합병 상장과 일반상장을 비교한 박영규(2022) 등 연구를 참고하여 변수를 선정하였다.

되는데, 기업규모는 이전상장에 영향이 있겠다. 코스닥시장 일반상장 요건에 시가총액이 포함될 뿐만 아니라, 코넥스기업의 코스닥시장을 지원하는 코스닥시장 신속이전 상장트랙의 요건이다. 기업규모는 상장에 대한 영향요인이며, 자산총액에 자연로그값을 취한 값을 사용한다.

코스닥시장 상장요건 항목에 “기업의 성장성, 계속성, 경영의 투명성 및 안정성, 기타 투자자 보호, 코스닥시장의 건전한 발전, 업종별 특성, 고용창출효과 및 국민경제적 기여도 등을 종합 고려”하는 질적요건이 존재한다. 기업의 성장성과 계속성 등이 전반적으로 평가되고 있다. 계속성과 연관성이 높은 재무안정성을 변수로 채택한다. 재무안정성은 상장폐지와 연관 있는 변수로 계속성의 대리변수로 사용할 수 있다. 부채비율(LEV)은 재무안정성을 측정하는 변수이며, 부채총계를 자산총계로 나누어 계산된다. 단기 재무안정성 지표인 유동비율(CR) 또한 포함하며, 유동자산을 유동부채로 나누어 측정된다.

수익성은 영업이익을 자산총계로 나눈 총자산영업이익률(ROA)을 선택한다. 총자산회전율(TATOV)은 매출액을 자산총계로 나눈 수치이며, 활동성을 의미한다. 수익성과 총자산회전율은 코스닥기업의 유가증권시장 이전상장에 유의한 영향요인이므로 분석모형에 포함한다(박영규, 2018). 특히 수익성은 코스닥시장 상장요건 하나로 중요하다.

코스닥시장 일반기업의 시장평가·성장성 기준이 존재하고 질적평가에서도 성장성을 고려하고 있어, 이를 독립변수로 포함한다. 기업의 성장성(GRTA)은 총자산성장률로 측정된다.

박영규(2022)의 연구를 참고하여 현금성자산과 유형자산을 채택한다. IT업종 편중현상을 고려하면 유형자산보다는 무형자산이 중요할 수 있어, 무형자산 또한 변수로 채택한다. 현금성자산(CASH)은 현금 및 현금성자산을 총자산으로 나눈 수치이다. 유형자산(PPE)과 무형자산(INTA)은 각각 유형자산과 무형자산을 총자산으로 나누어 계산된다.

연도와 업종별 효과를 제어하기 위해서 연도더미변수(YR)와 업종더미변수가 통제변수로써 회귀모형식에 포함된다. 업종더미변수는 FnGuide 표준산업분류의 대분류기준을 적용한다.

4. 표본선정

2013년 7월 코넥스시장 설립 이후 2020년까지 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전상장한 기업이 최초 분석대상이다. 먼저, 한국거래소 공시사이트(kind.krx.co.kr)의 기타상장통계에서 이전상장기업과 코스닥시장 이전상장일을 확인한다. 공시사이트에서 이전상장기업의

이전상장공시를 검색하여 공시일자를 추가로 수집한다.¹⁰⁾ FnGuide의 데이터가이드에서 재무자료가 획득되지 않는 기업은 제외되며, 64개 기업이 최종표본이다.¹¹⁾

<표 1> 이전상장의 연도별 및 업종별 분포와 소요기간

이 표는 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전상장한 기업의 연도별 및 업종별 분포와 이전에 소요된 시간(연)을 보여준다.

Year	N	%	Industry	N	%	소요기간(연)	N	%
2014	6	9.38	에너지	1	1.56	1년 이내	6	9.38%
2015	8	12.50	소재	2	3.13	1~2년	29	45.31%
2016	11	17.19	산업재	1	1.56	2~3년	14	21.88%
2017	6	9.38	경기소비재	3	4.69	3~4년	5	7.81%
2018	10	15.63	필수소비재	6	9.38	4~5년	10	15.63%
2019	12	18.75	의료	20	31.25			
2020	11	17.19	IT	31	48.44			
합계	64	100.00		64	100.00		64	100.00

코넥스시장이 설립된 다음연도(2014년) 코스닥시장으로 이전한 최초기업이 나타난다. 2019년 12개 기업으로 이전 건수가 가장 많으며, 다음으로 2016년과 2020년 11개 기업이다. 2014년과 2017년은 6건으로 가장 적다. 매년 꾸준히 코스닥시장으로 이전하는 추세가 관측된다.

비교적 고른 연도별 분포와는 상이하게, 특정 업종의 편중 현상이 포착된다. IT 업종과 의료업종이 각각 31개와 20개 기업으로, 두 업종에 이전기업의 약 80%가 집중된다. Kediaa and Panchapagesan(2011)은 특정 업종에 이전기업이 집중되어 있어, 대응기업선정 기준에 업종을 반영하였다. 본 연구 또한 동일 현상이 나타나고 있어, 업종을 대응기업 선정으로 채택할 필요성이 확인된다.

코넥스시장 상장부터 코스닥시장 이전상장까지 소요기간(연)을 살펴보면, 1년 초과 2년 이내가 29건으로 약 45%이다. 상장이후 1년 이내에 이전하는 기업 또한 6건으로 나타난다. 코넥스시장 상장이후 2년 이내 이전하는 기업이 약 55%로 과반을 차지한다. 앞서 언급한 금융위원회 보도자료에서 밝힌 목표 3년~4년보다 신속하게 코스닥시장으로 이전하고 있다.¹²⁾ 반면 4년 초과 5년 이내 이전 건수도 10개로 적지 않다. 코스닥시장 이전기업의

10) 이전상장공시는 기타 주요경영사항(이전상장결정), 이전상장 결정 등의 제목이며, 스팩합병에 의한 이전상장 공시제목은 회사합병결정(스팩합병)이다.

11) 한국거래소 공시사이트에서 확인된 코넥스시장 신설부터 2020년까지 코스닥시장 이전기업은 총 68개이다. 64개 기업은 모집단을 대변하는 충분한 수치로 판단된다.

12) 금융위원회의 2013. 6. 30의 코넥스시장 설립 보도자료에 “코넥스시장 상장 후 공신력과 성장성을 확보한 후, 가급적 3~4년 후 코스닥시장으로 이전상장하는 것이 목표”라고 밝히고 있다.

소요기간만으로 판단해보면, 금융위원회의 목표대로 코넥스시장이 잘 운영되고 있다. 코넥스시장 상장기업의 조속한 코스닥시장 이전은 분명히 긍정적 성과이지만, 일정 기간 이상 코넥스시장 잔류기업의 증가는 코넥스시장에 부정적이다. 실제 코넥스시장 상장기업의 상당수가 상장이후 3년을 초과했으며, 상장 기간이 길어질수록 상장기업의 성장 지체가 확인된다(이혜진, 2019).¹³⁾ 이전상장 소요기간의 결과만으로 코넥스시장 운영성과 평가는 어렵겠다.

IV. 실증결과

1. 기술적 통계량

코스닥시장 이전상장기업과 코넥스시장 상장유지 대응기업의 기술적 통계량과 차이 분석은 <표 2>에서 확인된다. 이전상장기업과 코넥스시장 대응기업1(일대일 매칭 기업)과의 차이 분석 결과는 다음과 같다. 이전상장기업은 대응기업1보다 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 현금성자산 비중이 높다.¹⁴⁾ 이전상장기업이 대응기업1보다 전반적으로 우수한 재무특성을 보인다. 코넥스시장 상장이후 양호한 성장을 달성한 기업이 코스닥시장 이전에 성공할 수 있다. 비상장기업이 코넥스시장에 상장 및 성장하고 이전에 성공한다면, 코넥스시장은 역할을 충실히 수행하는 것이다. 일대일 대응기업 선정기준에 기업규모가 적용되었음에도 기업규모의 유의한 차이가 나타난다. 코넥스시장 상장기업 수 한계로 인한 기업규모의 불완전 매칭이 확인된다. 불완전 매칭을 대비한 대응기업2(5년 초과 잔류기업)와 표본기업 간의 차이 분석 결과가 중요하다.

대응기업2는 45개이며 이전상장기업 64개보다는 작은 숫자이지만, 코넥스시장에서 장기 잔류기업이 증가하는 추세로(이혜진, 2019) 이들 기업에 대한 분석이 필요하다. 대응기업2와의 분석 결과를 요약하면, 코스닥시장 이전상장기업은 코넥스시장 5년 초과 잔류기업보다 부채비율이 낮고, 수익성 및 성장성과 현금성자산비중이 높다. 대응기업1과의 비교에서 유의했던 기업규모 차이가 사라져 기업규모 차이를 상쇄한 실증결과로써 의미가 있다. 부채비율과 성장성의 유의한 차이 또한 대응기업1과의 비교 결과와 상이하다. 5년 초과 잔류기업과의 비교분석은 이전기업의 특성뿐만 아니라 장기간 잔류기업 특성을 파악할

13) 코넥스시장의 코스닥시장으로의 사다리 역할 수행을 분석하여, 코넥스시장 잔류기업이 증가하며 장기간 잔류기업의 성장이 둔화하는 결과를 보여준다.

14) 평균값과 중앙값 모두 유의한 결과이며, 유동비율은 평균값 차이만 유의하며 총자산회전율과 총자산증가율은 중앙값 차이만 유의하다. 대응기업 유동비율의 극단치에 의한 결과로 판단되어 해석에 주의가 필요하다.

<표 2> 이진상장기업과 대응기업

표본(이진상장기업)과 대응기업1(일대일매칭 코텍스기업), 대응기업2(코텍스기업), 대응기업3(코텍스기업)의 재무정보와 표본과 두 대응기업 간 차이 분석 결과를 보여준다. 기업규모(SIZE)는 자산총계에 자언로그를 취한 값이며, 부채비율(LEV)은 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. 현금성자산(CASH)은 현금및현금성자산을 총자산으로 나누어 계산된다. 유동성비율(CR)은 유동자산을 유동부채로 정의된다. 총자산영업이익률(ROA)은 영업이익을 자산총계로 나눈 수치이다. 총자산회전율(TATOV)은 매출액을 총자산으로 나눈 값이다. 성장성(GRTA)은 총자산성장률을 의미한다. 유형자산(PPE)은 유형자산을 총자산으로 나눈 수치이며, 무형자산(INTA)은 무형자산을 총자산으로 나눈 값이다. 이진상장기업과 대응기업1의 모든 변수는 코스타시장 이진상장 직접 회계 연도 말 기준으로 측정되며, 이진상장기업2는 2019년 회계년도말 기준 수치이다. *** **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	표본기업(A) N=64			대응기업1(B) N=64			대응기업2(C) N=45			차이검정 (A-B)			차이검정 (A-C)		
	Mean	Median		Mean	Median		Mean	Median		t-stat.	z-stat.	t-stat.	t-stat.	z-stat.	z-stat.
SIZE	17.0073	17.1011		16.4918	16.5248		16.7611	16.9129		3.36***	3.11***	1.24	1.24	0.67	
LEV	0.5422	0.4532		0.7857	0.5975		0.9138	0.6640		-1.52	-0.77	-1.87*	-1.87*	-2.75***	
CASH	0.1734	0.1291		0.1236	0.0686		0.1050	0.0725		1.73*	3.49***	2.47**	2.47**	3.25***	
CR	2.5426	1.8232		20.2781	1.5162		3.0350	1.0449		-2.90***	1.34	-0.29	-0.29	3.70***	
ROA	-0.0007	0.0888		-0.1885	-0.0180		-0.2354	-0.0374		2.10**	5.61***	1.97*	1.97*	5.56***	
TATOV	0.9611	0.8631		0.7734	0.5900		0.9234	0.8444		1.60	2.16**	0.30	0.30	0.59	
GRTA	0.2759	0.2022		0.2385	0.0796		0.0612	0.0380		0.47	2.29**	2.84***	2.84***	4.26***	
PPE	0.2296	0.1815		0.2626	0.2461		0.2873	0.2113		-0.98	-0.76	-1.34	-1.34	-0.81	
INTA	0.0413	0.0183		0.0614	0.0066		0.0638	0.0151		-1.12	1.40	-0.98	-0.98	0.50	

수 있다는 장점이 있다. 장기간 잔류기업 관점으로 실증결과를 재해석하면, 코넥스시장 상장이후 수익성과 성장성 개선이 이루어지지 않는다면 코넥스기업은 코스닥시장으로 이전할 수 없다.

코넥스시장 상장유지 기업과의 비교분석은 재무성치가 우수한 기업이 결국 코스닥시장으로 이전할 수 있으며 그렇지 않은 기업은 코넥스시장에 장기간 잔류사실을 보여준다.

2. 이전상장기업과 코넥스시장 잔류기업의 비교

본 절은 이전상장기업과 코넥스시장 잔류기업을 이용한 로짓회귀분석 결과를 제시한다. <표 3>은 대응기업1이, <표 4>는 대응기업2가 포함된 분석 결과이다. 회귀분석모형은 앞서 설명된 모형으로, 종속변수는 이전상장기업이면 1의 값을 대응기업이면 0의 값을 갖는 Switch이다.

<표 3>의 회귀분석모형 (1)과 (2)의 차이는 연도와 업종 더미변수의 포함 여부이다. (1)과 (2)에 사용된 총자산영업이익률을 더미변수로 변경한 모형이 (3)과 (4)이다. (1)과 (2)의 실증결과를 정리하면, 기업규모 현금성자산과 유동비율이 유의하다. 수익성의 유의성이 사라지고 유동비율의 유의성이 확인된 점은 차이 분석과 상이하다. <표 2>에서 기술했던 것처럼, 유동비율 계수가 유의하게 나타난 결과는 극단치 영향일 수 있겠다.¹⁵⁾ 코넥스기업이 초기 중소기업인 점을 고려하면, 수익률의 크기보다는 수익 창출 여부가 시장이전에 중요할 수 있다. 실제로 코넥스기업의 코스닥시장 신속이전 6개 트랙 중에서, 트랙1의 3가지 요건 중 하나가 최근 사업연도 영업이익 존재이다. 영업이익 발생은 이전상장에 영향을 줄 수 있겠다. 또한 영업이익의 존재는 영업활동을 통한 이익 창출이라는 점에서 의미가 있기에 영업이익 더미변수를 사용한다. 총자산영업이익률을 영업이익이 양이면 1의 값을 아니면 0의 값을 가지는 수익성더미변수(ROA_POS)로 변경하여 재분석하였으며, (3)과 (4)의 수익성더미변수의 계수는 유의한 양(+)의 값이 된다. 영업이익 적자탈피가 이전상장 성공 요인으로 볼 수 있다. 수익성더미변수의 사용으로 인해 유동비율의 유의성이 약화 및 사라지지만, 부채비율의 계수가 음(-)으로 유의해진다. 모형 (3)과 (4)의 실증결과로부터 영업이익 창출이 가능하고 현금성자산이 풍부하고 낮은 부채비율 등 이전상장기업의 우수한 재무특성이 확인된다. 코넥스시장보다 엄격한 코스닥시장의 상장요건에 의하면, 이전상장기업의 우수한 재무특성은 자연스러운 결과로 보인다.

15) 유동비율 극단치의 다른 변수에 대한 영향을 제거하기 위해서, 유동비율을 제외하고 회귀분석하는 방법과 상하위 5% 윈저라이징(winsorizing)을 사용하였으나, 실증결과가 유사하여 지면관계상 실증결과는 생략한다.

<표 3> 이전상장기업과 대응기업1의 특성비교: 회귀분석

종속변수는 이전상장기업이면 1의 값을 대응기업1(일대일매칭 코넥스기업)이면 0의 값을 가진다. 수익성더미변수(ROA_POS)는 영업이익이 양이면 1의 값을 아니면 0의 값을 가진다. 나머지 재무비율 및 기업 특성 변수의 정의는 <표 2>에 제시되어 있다. ()는 이분산성을 고려한 z 값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)
SIZE	0.821** (2.146)	1.027** (2.264)	0.760** (1.960)	0.814* (1.667)
LEV	-1.042 (-1.287)	-1.562** (-2.073)	-1.187** (-2.148)	-1.669*** (-3.044)
CASH	5.913* (1.918)	5.463* (1.682)	5.615*** (2.849)	5.904*** (3.301)
CR	-0.053** (-2.499)	-0.073*** (-2.827)	-0.050* (-1.705)	-0.095 (-1.077)
ROA	0.925 (0.355)	0.847 (0.264)		
ROA_POS			1.099* (1.921)	2.046** (2.322)
TATOV	-0.017 (-0.040)	0.282 (0.573)	-0.134 (-0.333)	0.128 (0.270)
GRTA	0.370 (0.642)	0.663 (1.046)	0.438 (0.677)	0.840 (1.141)
PPE	-1.373 (-1.204)	-1.292 (-0.968)	-1.303 (-1.081)	-0.997 (-0.708)
INTA	-4.432 (-1.481)	-5.336 (-1.512)	-4.257 (-1.405)	-5.340 (-1.298)
Constant	-13.222** (-1.998)	-16.764** (-2.093)	-12.814* (-1.866)	-13.882 (-1.585)
Year	NOT	Included	NOT	Included
Industry	NOT	Included	NOT	Included
Number	128	128	128	128
X ²	28.19	31.07	32.03	28.72
Pseudo R ²	0.232	0.279	0.250	0.326

일대일 대응기업을 장기간 잔류 대응기업2로 대체하여 로짓회귀분석을 실시한 결과는 <표 4>이며, 이전상장기업 대비 코넥스시장 장기 잔류기업의 특성을 확인할 수 있다. 대응기업2는 동일 시점(2019년도 회계말) 재무정보를 사용하고 있어, 연도더미변수 사용이 불가하여 업종더미변수만을 포함한다.

모형(1)과 (2)의 분석 결과로부터 부채비율, 현금성자산, 총자산성장률의 유의성을 발견한다. 이전상장기업이 코넥스시장 장기간 체류기업보다 부채비율이 낮고, 현금성자산비중이 높고, 성장성이 우수하다. 반대로 코넥스시장 장기간 잔류기업은 거래소 장내시장 진입에도

불구하고 기대했던 성장을 달성하지 못하고 열악한 재무상황에 처해 있다. 대응기업1의 결과와 비교하면, 기업규모의 유의성이 사라지며 부채비율과 총자산성장률의 변수가 유의해지는 차이가 있다. 이전상장기업과 유사한 기업규모이더라도 성장성이 뒷받침되지 않고 부채가 높은 기업은 코스닥시장 이전이 쉽지 않고 코넥스시장에 채류할 수밖에 없다. 수익성변수는 대응기업1을 사용한 결과와 동일하게 유의하지 않아서, 더미변수로 변환하여 재분석한다. 수익성더미변수의 계수는 양(+)으로 유의해져, 영업이익 창출 여부는 이전기업과 잔류기업을 구분하는 유의미한 특성이다. 코넥스시장 상장이후 수익성 개선 없이 영업적자 상태가 지속되고 현금성자산과 부채비율과 성장성도 악화된다면, 당연히 코스닥시장으로 이전은 어렵기 때문이다.

<표 4> 이전상장기업과 대응기업2의 특성비교: 회귀분석

종속변수는 이전상장기업이면 1의 값을 대응기업2(코넥스시장 5년 초과 잔류기업)이면 0의 값을 가진다. 수익성더미변수(ROA_POS)는 영업이익이 양이면 1의 값을 아니면 0의 값을 가진다. 나머지 재무비율 및 기업 특성 변수의 정의는 <표 2>에 제시되어 있다. ()는 이분산성을 고려한 z 값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)
SIZE	0.013 (0.035)	0.242 (0.574)	-0.202 (-0.505)	-0.016 (-0.040)
LEV	-2.144*** (-3.023)	-2.022*** (-2.768)	-2.010*** (-2.647)	-1.730** (-2.432)
CASH	5.310** (2.164)	4.425* (1.720)	4.815** (2.085)	4.147* (1.667)
CR	-0.042 (-1.605)	-0.051* (-1.840)	-0.030 (-1.320)	-0.038 (-1.583)
ROA	0.675 (0.714)	0.477 (0.554)		
ROA_POS			1.653** (2.499)	1.816** (2.362)
TATOV	-0.133 (-0.276)	0.143 (0.254)	-0.433 (-0.848)	-0.059 (-0.120)
GRTA	2.497** (2.344)	2.254** (2.049)	1.962** (2.144)	1.549* (1.749)
PPE	-1.581 (-1.222)	-2.068 (-1.441)	-1.160 (-0.939)	-1.052 (-0.771)
INTA	-0.745 (-0.191)	-0.316 (-0.083)	-2.881 (-0.769)	-1.755 (-0.514)
Constant	1.097 (0.159)	-3.753 (-0.467)	3.982 (0.567)	-0.001 (-0.000)
Industry	NOT	Included	NOT	Included
Number	109	109	109	109
χ^2	22.53	31.04	24.69	32.68
Pseudo R ²	0.239	0.298	0.277	0.341

이전상장기업과 두 대응기업과의 비교분석은 어떤 기업이 이전하는지 또는 어떤 기업이 잔류하는지에 대한 답변을 제공해 준다. 코스닥시장 이전기업은 두 대응기업에 비해 우월한 재무특성을 지니고 있다. 이전상장기업은 영업이익을 달성하고 현금성자산과 부채비율이 두 대응기업보다 우수하다. 코넥스시장 잔류기업관점에서 해석해 보면, 코넥스시장 상장이후 영업적자가 이어지고 현금성자산이 감소하고 부채비율이 높아져 성장성까지 악화를 겪으며 코스닥시장으로 옮기지 못하고 코넥스시장에 장기간 잔류하게 된다.

3. 이전상장 소요기간에 의한 분석

이전상장기업과 잔류기업의 분석 결과를 통해, 코넥스시장 상장기업의 재무특성이 향상 및 개선이 선행되어야 코스닥시장으로 이전할 수 있음을 알 수 있다. 재무특성이 신속하게 개선되면 코스닥시장 이전 또한 빨라질 수 있다. 코넥스시장 상장유지 기간과 무관하게 이전상장기업은 코스닥시장 이전시점에 이전에 요구되는 재무특성을 보일 것이다. 그렇다면 코넥스시장에 진입하는 기업의 재무특성이 코스닥시장 이전상장에 요구조건에 근접하고 있다면 코스닥시장 이전이 빨라질 수 있겠다. 코넥스시장 상장시점 재무상황이 코스닥시장 이전 소요기간에 영향을 주는지를 분석한다. <표 1>의 이전기업의 이전 소요기간 분포를 참고하여, 이전상장기업 표본을 상장이후 2년 이내 이전기업과 2년 초과 이전기업으로 나눈다. 코넥스시장 상장 직전시점과 코스닥시장 이전상장 직전시점별로, 두 이전상장기업을 이용하여 로짓회귀분석을 실시한다. 종속변수는 2년 이내 코스닥시장으로 이전한 기업은 1의 값을 그렇지 않으면 0의 값을 가진다.

모형(1)~(3)은 코스닥시장 이전상장 직전년도 값이 사용되며, 모형(4)~(6)은 코넥스시장 상장직전년도 재무정보가 사용된다. 모형(2)와 (5)는 연도더미가 모형(3)과 (6)은 업종더미가 포함된다.¹⁶⁾ 먼저 코스닥시장 이전상장 직전년도 로짓회귀분석 결과를 살펴보면, 모형(2)의 부채비율과 모형(3)의 수익성이 10%에서 유의한 점을 제외하면 나머지 변수의 계수는 유의하지 않는다. 즉, 조기 이전상장기업과 그렇지 않은 기업의 재무특성 차이가 거의 없으며, 이전시점 기업의 재무특성이 유사하다는 의미이다. 시장이전에 필요한 재무특성을 충족해야 기업이 코스닥시장에 진입하고 있다. 그렇다면 이전상장 소요기간의 차이는 코넥스시장 상장시점의 재무특성 차이에 기인할 수 있겠다. 코넥스시장 상장직전년도 재무정보를 분석한 모형(4), (5), (6)의 실증결과에 의하면, 조기이전 기업이 그렇지 않은 기업보다 현금성자산과

16) 연도더미변수와 업종더미변수를 함께 포함하는 경우, 로짓회귀분석이 제대로 실행되지 않아서, 부득이하게 연도더미와 업종더미를 각각 사용한다.

수익성이 유의하게 높다. 앞의 실증분석 결과에서 확인되었듯이, 현금자산과 수익성은 이전상장기업과 잔류기업을 구별하는 유의미한 재무비율이다. 코넥스시장 상장시점에 이미 코스닥시장 이전기업의 특성에 근접할수록 더 빨리 이전한다는 의미이다. 이전상장기업의 실증분석 결과는 비상장기업의 코넥스시장 진입의 용이성도 중요하지만, 성공적인 코스닥시장 이전을 위해서는 최소한의 재무요건 또한 무시할 수 없음을 보여준다. 본 연구의 결과에 의하면, 비상장기업의 코넥스시장 상장규정 완화는 비상장기업에게 장내시장 진입의

<표 5> 이전상장기업 분석: 2년 이내 vs. 2년 초과

종속변수는 2년 이내 코스닥시장으로 이전한 기업이면 1의 값을 2년 초과 이전기업이면 0의 값을 가진다. 나머지 재무비율 및 기업특성변수의 정의는 <표 2>에 제시되어 있다. ()는 이분산성을 고려한 z 값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	이전상장 직전년도			코넥스시장 상장직전년도		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SIZE	0.105 (0.196)	-0.101 (-0.133)	-0.075 (-0.122)	0.875 (1.480)	1.391* (1.757)	0.966 (0.922)
LEV	1.769 (1.349)	4.294* (1.881)	2.643 (1.396)	0.553 (1.052)	1.796 (1.372)	0.464 (0.691)
CASH	-0.627 (-0.254)	-1.567 (-0.496)	-0.439 (-0.167)	8.520*** (2.831)	8.830** (2.383)	11.285*** (2.614)
CR	0.260 (1.080)	0.484 (1.370)	0.318 (1.028)	0.191 (0.671)	0.289 (1.076)	0.248 (0.640)
ROA	2.008 (1.579)	1.581 (1.089)	2.716* (1.688)	3.920* (1.959)	8.290* (1.902)	5.069* (1.801)
TATOV	-0.380 (-0.562)	-0.327 (-0.377)	-0.682 (-0.914)	-0.055 (-0.117)	-0.266 (-0.527)	0.480 (0.664)
GRTA	-0.858 (-0.957)	-1.168 (-1.121)	-1.579 (-1.364)	-0.332 (-0.592)	-0.318 (-0.563)	-0.177 (-0.248)
PPE	-0.541 (-0.300)	-0.007 (-0.003)	-0.547 (-0.278)	3.906 (1.384)	3.885 (1.343)	8.175** (2.150)
INTA	-3.199 (-0.575)	-12.781 (-0.987)	-4.280 (-0.689)	-1.214 (-0.244)	4.483 (0.733)	0.926 (0.153)
Constant	-2.258 (-0.229)	16.947 (1.197)	16.253 (1.389)	-16.805 (-1.474)	-27.592* (-1.767)	-6.074 (-0.288)
Year	NOT	Included	NOT	NOT	Included	NOT
Industry	NOT	NOT	Included	NOT	NOT	Included
Number	64	56	61	61	57	58
χ^2	5.250	788.2	197.8	16.53	14.47	213
Pseudo R ²	0.0579	0.313	0.128	0.231	0.254	0.343

기회를 확대 제공하지만, 코넥스시장의 인큐베이터 역할에 부정적 효과로 작용할 수 있겠다. 코넥스시장의 상장요건 강화는 분명히 코넥스시장 설립목적에 부합하지 않지만, 상장이후 성장가능성을 판단할 수 있는 최소한의 요건설정은 필요해 보인다.

V. 결 론

코스닥시장, 유가증권시장과 코넥스시장은 설립목적과 참여자 등에서 상당한 차이가 존재한다. 코넥스시장은 비상장기업의 코스닥시장과 유가증권시장 진입을 도와주는 사다리 역할을 수행한다. 코넥스시장에 진입한 기업은 비상장기업과 차별화된 상장기업의 이점을 누리게 되며, 이는 기업 성장에 긍정적으로 작용한다. 코넥스시장의 여러 가지 한계점을 생각한다면, 기업은 자금조달 등의 혜택이 많은 코스닥시장으로 이전이 자연스럽다. 한국 거래소 또한 코넥스기업의 코스닥시장 이전을 지원하고 있다.

본 연구는 코넥스시장이 설립목적에 따라 잘 운영되는지에 대한 실마리를 얻고자 한다. 이를 위해서 코스닥시장 이전기업의 특성을 먼저 살펴본다. 이전기업은 코넥스시장 잔류기업에 비해 수익성, 현금성자산 등 재무성과가 우월하다. 재무성과가 향상된 기업이 결국 이전할 수 있으며, 이는 매우 당연한 결과이다. 그렇다면 어떤 기업이 신속하게 이전하고, 어떤 기업은 이전에 상당한 시간이 소요되는지에 대한 의문이 초래된다. 이전 소요시간이 짧은 집단과 긴 집단으로 나누고, 코넥스시장 상장시점과 코스닥시장 이전상장시점 차이를 분석한다. 코스닥시장 이전상장 직전 두 집단의 재무특성은 거의 차이가 없고 유사하다. 하지만 초기이전 기업이 그렇지 않은 기업보다 코넥스시장 상장 직전 현금성자산과 수익성 등이 우월하다. 비상장 초기 중소기업의 장내시장을 돕는 코넥스시장이지만, 우수한 재무성과 기업이 코스닥시장으로 신속하게 이전하고 있다. 장내시장 조기진입이 기업성과를 무조건 성장 및 개선할 수 없다는 증거이다. 즉, 초기 중소기업의 장내시장 진입도 중요하지만, 무조건적 진입 허용은 기업에 도움이 되지 못하고 코넥스시장 성장에도 부정적이다.

코넥스시장 상장이후 기업의 장기간 잔류는 코넥스시장의 취지에 부합하지 않는다. 이 문제를 해소하기 위해서, 장기간 잔류기업의 특성을 파악할 필요가 있다. 상장이후 5년 초과 잔류기업과 이전상장기업을 분석하여, 이전기업과 장기간 잔류기업의 극명한 차이를 발견한다. 이전상장기업에 비해 장기 잔류기업은 수익성, 성장성, 부채비율 등에서 열등하다. 이전기업이 장내시장의 이점을 활용하여 성장한 것에 비해, 잔류기업은 상장이후 수익성이 개선되지 않고 성장도 지체되면서 재무상황이 전반적으로 악화된다. 물론 이전상장기업(64개)이 장기 잔류기업(45개)보다는 많지만, 이전기업의 70%로 잔류기업 수치가 적지는

않다. 이러한 현상이 계속 지속된다면 우수기업은 이전하고 열악한 기업이 주를 이루는 레몬마켓이 될 우려가 있다. 코넥스기업이 상장이후 재무성과를 개선하여 코스닥시장으로 이전할 수 있는 지원을 보완하고 정책을 재검토하여, 잔류기업 감소와 성공적인 주시장 이전을 도와야 한다.

이전상장기업과 잔류기업의 특성 파악에 집중했지만, 장기 잔류기업의 문제를 해결하기 위한 구체적인 방법을 제시하지는 못했다. 이에 관한 연구는 추후 과제로 남겨준다.

참 고 문 헌

- 김준석, 박영규, 이석훈, “우회상장 부실화에 대한 연구”, 재무연구, 제27권 제3호, 2014, 493-528.
- 박영규, “스팩합병 코스닥상장 기업의 재무성과”, 한국증권학회지, 제51권 제1호, 2022, 1-26.
- 박영규, “주식시장 이전상장에 대한 유동성가설 검증”, 재무관리연구, 제37권 제1호, 2020, 103-124.
- 박영규, “코스닥기업의 유가증권시장 이전상장에 대한 연구”, 재무관리연구, 제35권 제3호, 2018, 35-55.
- 심재연, 전성민, “코넥스 시장 이전상장제도에 대한 사례연구”, 회계저널, 제31권 제4호, 2022, 213-242.
- 우민철, “이전상장에 따른 효과 연구”, 산업연구, 제43권 제2호, 2019, 19-37.
- 이규성, 정현철, “투자자인지(Investor Recognition)와 기업가치와의 관계 연구: 코넥스 기업의 코스닥 이전상장 효과를 중심으로”, 경영학연구, 제 50권 제2호, 2021, 383-404.
- 이혜진, “코넥스시장 상장기업 잔류현황과 이슈”, 자본시장포커스, 제9호, 2019, 1-3.
- 장범식, “코스닥상장법인의 유가증권시장 이전효과에 관한 연구: 기업가치에 미치는 영향을 중심으로”, 기업가정신과 벤처연구, 제14권 제1호, 2011, 113-145.
- 조병문, 신현한, 이승철, 김윤경, “코넥스기업의 코스닥 이전상장과 타 코스닥 상장경로의 주식성과 비교 연구”, 전문경영인연구, 제25권 제1호, 2022, 233-249.
- 추재연, “코넥스 시장 경험에 IPO 성과에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제101집, 2022, 65-85.
- Baker, H. K. and M. C. Johnson, “A Survey of Management Views on Exchange Listing,” *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29(4), (1990), 3-20.
- Baker, H. K. and R. B. Edelman, “AMEX-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth,” *Financial Management*, 21(4), (1992a), 60-72.
- 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), (1992b), 83-88.
- Baker, H. K., G. E. Powell, and D. G. Weaver, “Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?,” *Financial Management*, 28(2), (1999), 46-54.
- 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.

- Dharan, B. G. and D. L. Ikenberry, "The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns," *Journal of Finance*, 50(5), (1995), 1547-1574.
- Grammatikos, R. and G. Papaioannou, "The Information Value of Listing on NYSE," *Financial Review*, 21, (November 1986). 485-499.
- 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.
- 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.
- Ying, L. K. W., W. G. Lewellen, G. G. Schlarbaum, and R. C. Lease, "Stock Exchange Listings and Securities Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), (1977), 415-432.

A Comparative Study of Switching from KONEX to KOSDAQ and Staying on KONEX

Youngkyu Park*

〈Abstract〉

This study aims to find an answer to which KONEX companies move to the KOSDAQ and stay on KONEX market. Firms moving from KONEX to KOSDAQ market are superior in profitability and cash equivalents compared to those that still remain on the KONEX market. This means that the KONEX firms can move to KOSDAQ market only when growth and financial performance are improved after listing on KONEX market. The financial characteristics of KONEX firms with short time interval to switch markets and those with long-interval at the time of moving to KOSDAQ are very similar, but the financial performance of short-intervals is superior to that of long-intervals at listing on KONEX market. The better the financial performance at the time of listing on KONEX, the faster switching markets is possible. Comparing long-term remaining firms on KONEX (over 5 years) and switching firms, switching companies are excellent in profitability, growth, and debt ratio. Since the listing of the KONEX market, still listing firms fail to improve growth and performance.

Keywords : KONEX Market, Switching, Fast Track, KONEX Firms, Financial Performance

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