



혁신성장을 위한 코스닥 시장의 역할

2018. 9. 4.

강소현, 김준석, 남길남

목 차

1 문제 제기

2 코스닥 기업은 혁신적인가?

3 코스닥 시장 고유의 문제가 있는가?

4 왜, 이전상장을 하는가?

5 질적 도약을 위한 과제

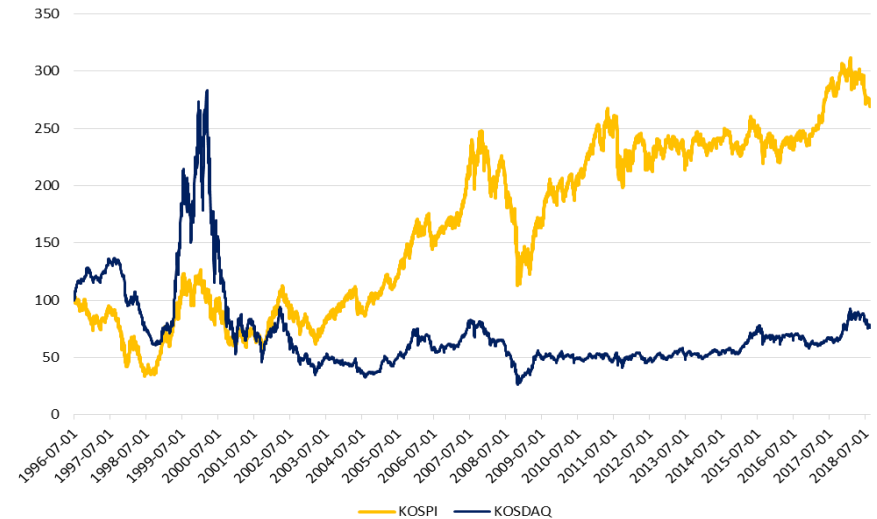
1

문제 제기

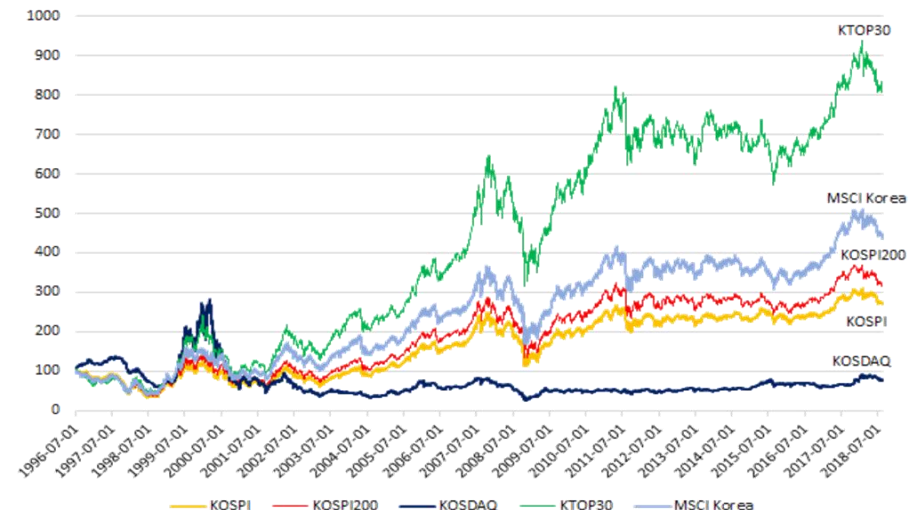
코스피 지수 대비 코스닥 지수 저평가 문제

- 코스닥 지수는 코스피 지수에 비해 지속적으로 저평가되어 있음
 - › 코스닥 시장 개설 시점 대비 코스닥 지수는 -24%, 코스피 지수는 168% 시현
- 그러나, 코스피 지수도 MSCI Korea/KOSPI200/KTOP30 등 대형 종목 지수와 비교하면 상대적으로 저조한 성과를 보이고 있음
 - › KOSPI200은 코스피 지수 대비 117%, MSCI Korea는 162%, KTOP30은 301% 더 높은 성과
- 즉, 코스피 지수의 성과는 대부분 대형 우량주의 높은 성과로 견인되었다고 할 수 있으며 코스닥 시장 저평가 현상에 대해서는 보다 면밀한 분석이 필요함

코스닥 지수와 코스피 지수 추이

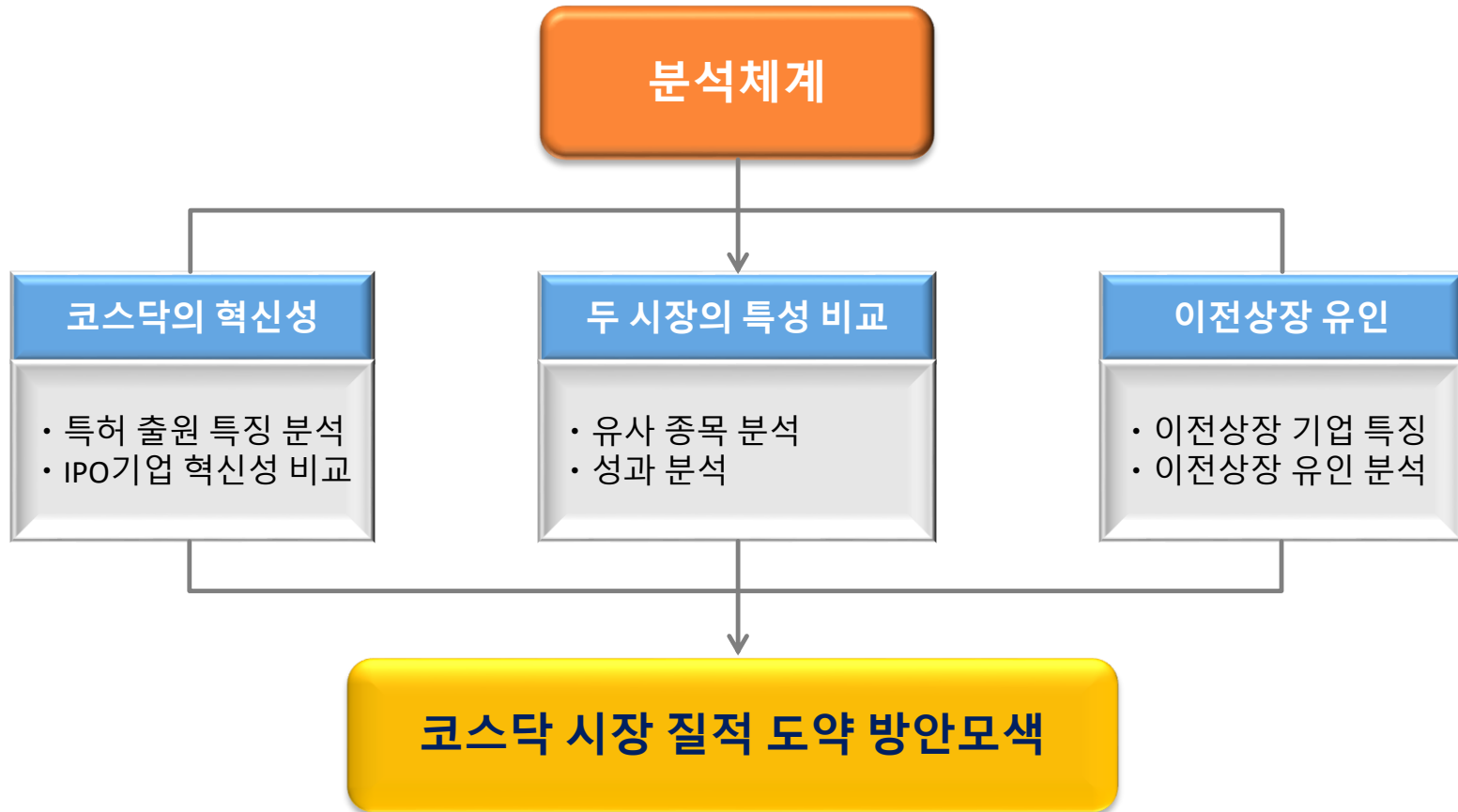


KTOP30/MSCI Korea/KOSPI200/코스피/코스닥 지수 추이



자료: KRX, Bloomberg

코스닥 시장의 분석 체계도



2

코스닥 기업은 혁신적인가?

특허 출원을 이용한 기업의 혁신성 분석

○ 연구 질문

- › 코스닥 기업의 혁신성이 유가증권 기업에 비해 낮은가?

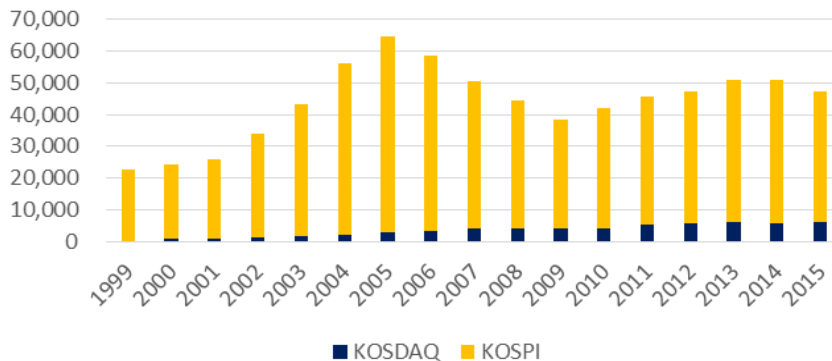
○ 연구 방법론

- › 코스닥/유가증권 시장 상장 기업의 혁신성 정도를 특허 출원으로 측정하여 시장 특징 분석
 - 1999~2015년 코스닥/유가증권 시장 상장기업의 특허 출원 내역
 - 2002~2013년 코스닥/유가증권 IPO 기업의 상장 전후 특허 출원 내역
- › HHI 분석을 통한 양 시장의 특허 출원 집중도 비교
- › 시가총액 그룹별 이동과 특허 출원 영향력 분석
 - 전체 상장기업을 시가총액 순으로 20%씩 5개 그룹 구분
- › 양 시장의 IPO 전후 특허 출원 증감 비교

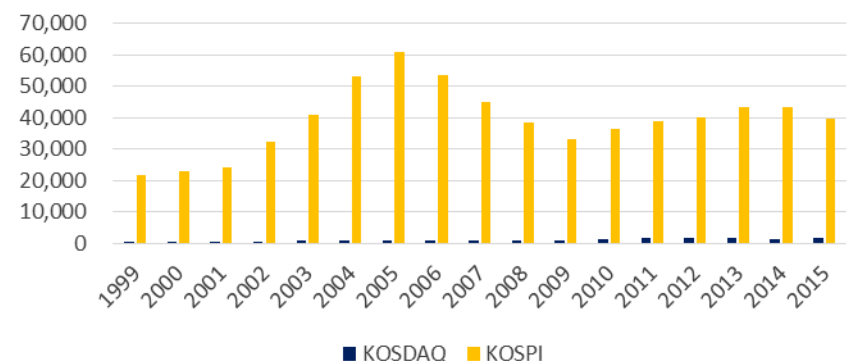
국내 특허 출원, 유가증권 대기업에 집중

- 상장 기업의 연평균('99~'15) 특허 출원 건수 43,986건, 기업 수 1,562개
 - ▶ 코스닥 기업 특허 출원 건수 3,560건, 기업 수 877개로 기업 수는 56.1%로 많으나 특허 출원 비중은 8.1%에 불과함
 - ▶ 그러나 유가증권 기업의 특허 출원은 대형 우량기업에 집중되어 있으며 시가총액 20% 이하 그룹에서는 코스닥 기업의 기업당 특허 출원 건수가 더 많음

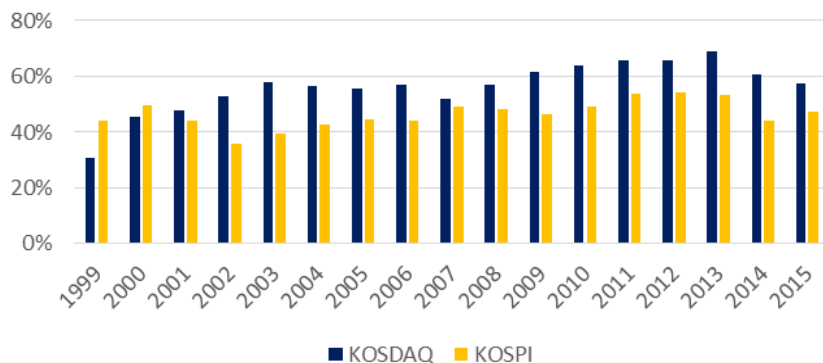
코스닥/유가증권 상장 기업의 특허 출원 건수



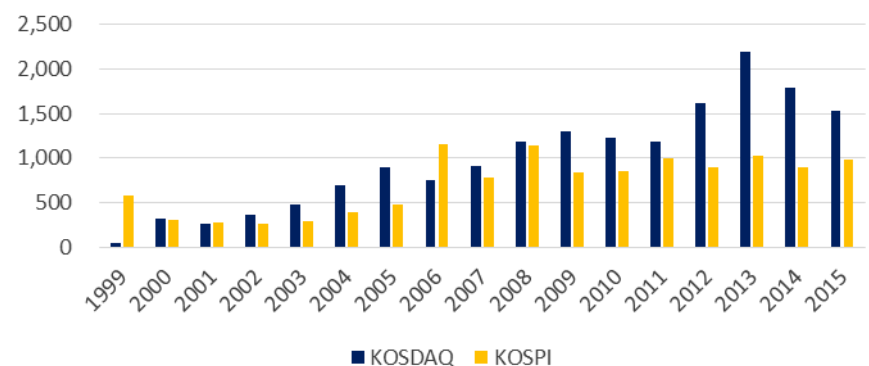
시총 상위 20% 기업의 특허 출원 건수



시총 20~40% 기업의 특허 출원 기업 비중



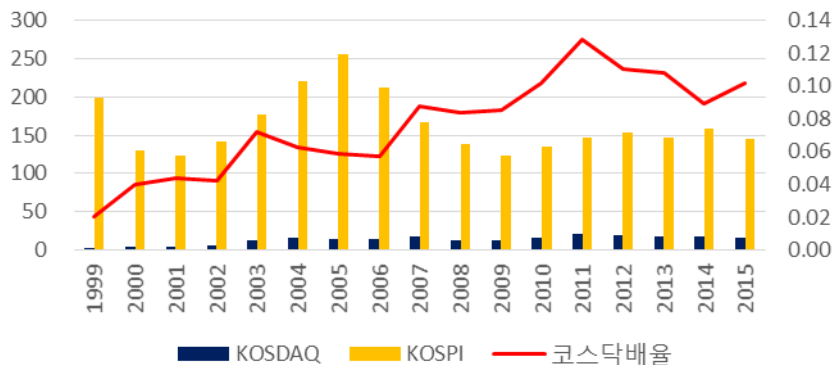
시총 20~40% 기업의 특허 출원 건수



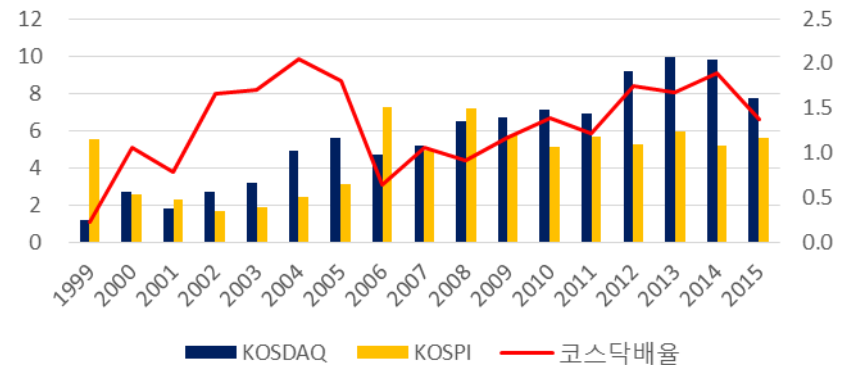
시총 20% 이하, 코스닥의 특허 출원 더 활발

- 시총 20% 이하 코스닥 기업의 특허 출원이 유가증권 상장 기업에 비해 더 활발
 - ▶ 시총 20% 이상 그룹에서 코스닥 시장의 기업당 특허 출원 건수는 유가증권 기업의 8%에 불과하나, 20~40% 그룹에서는 유가증권 기업보다 31% 많음

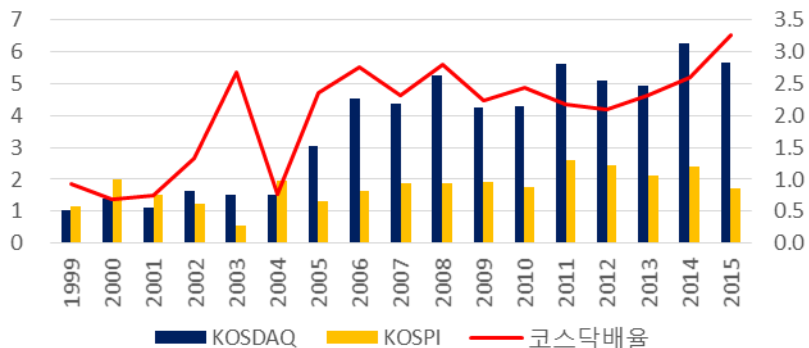
시총 상위 20% 기업 당 특허 출원 건수 및 코스닥 배율



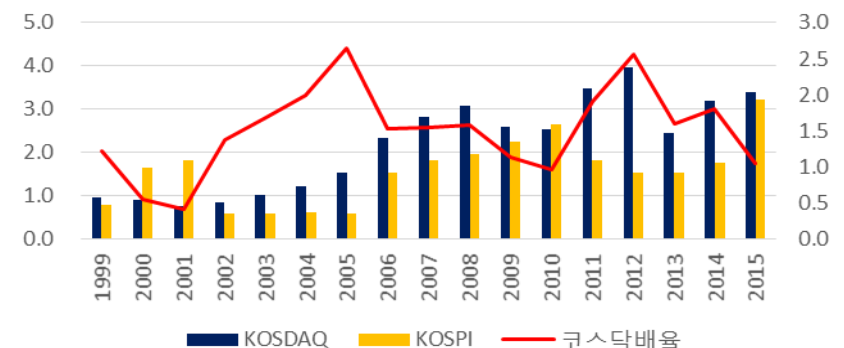
시총 20~40% 기업 당 특허 출원 건수 및 코스닥 배율



시총 40~60% 기업 당 특허 출원 건수 및 코스닥 배율



시총 60~80% 기업 당 특허 출원 건수 및 코스닥 배율

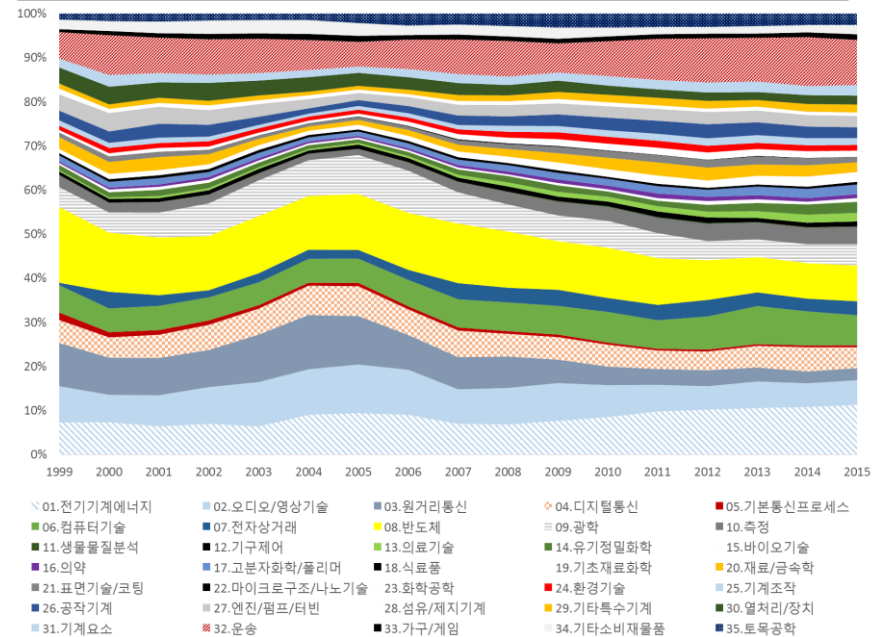


전기/전자, 기계 중심의 특허 출원

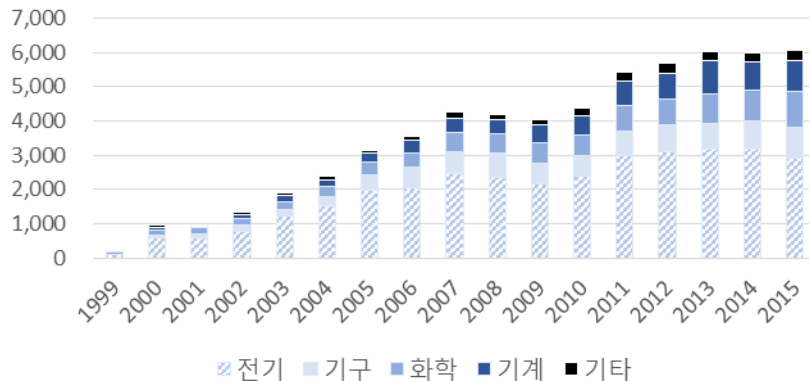
- 상장 기업의 특허 출원은 반도체(11.4%), 전기기계에너지(8.7%), 운송(8.2%) 부분이 가장 많음
 - ▶ WIPO 5대 기술 분야/35개 세부 기술

- 코스닥 기업의 특허 출원 총합은 유가증권 기업들과 달리 지속적인 증가 추세

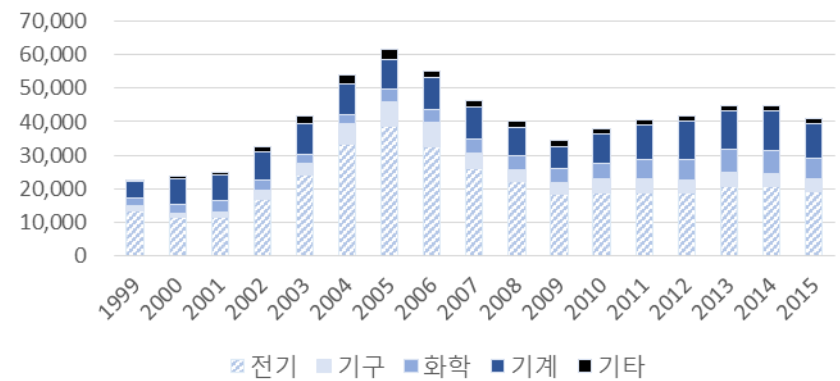
전체 상장 기업의 특허 출원 유형별 비중



코스닥 상장 기업의 특허 출원 유형



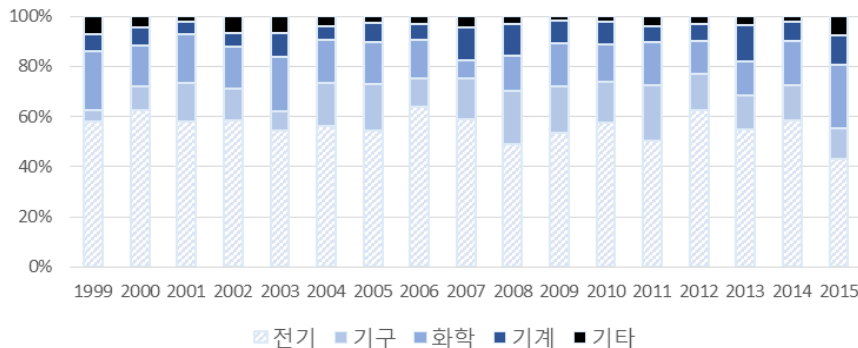
유가증권 상장 기업의 특허 출원 유형



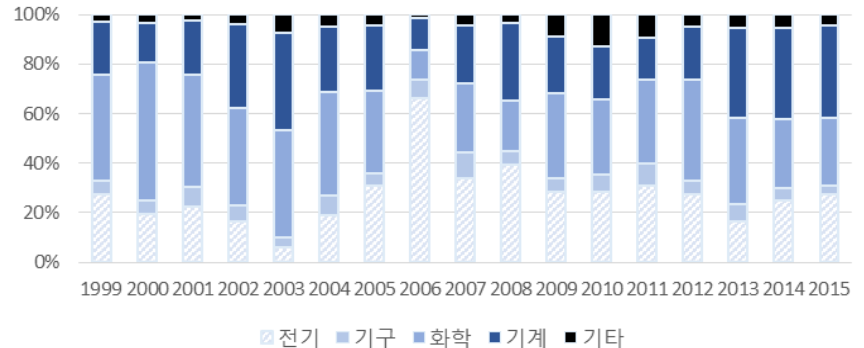
코스닥 기업, 더 다양한 종류의 특허 출원

- 코스닥 기업의 특허는 유가증권 기업에 비해 IT 비중이 높으나 더 다양함
 - ▶ 시총 상위 20% 그룹 전기/전자 특허 출원 비중: 코스닥 64%, 유가증권 54%
 - ▶ 시총 20~40% 그룹의 전기/전자 특허 비중: 코스닥 55%, 유가증권 31%
 - 유가증권 기업의 기계 특허 비중 26%, 화학 특허 비중 31%
 - ▶ 35개 세부 기술의 집중도 분석시 코스닥의 HHI는 유가증권에 비해 낮아 특허 종류가 더 다양함

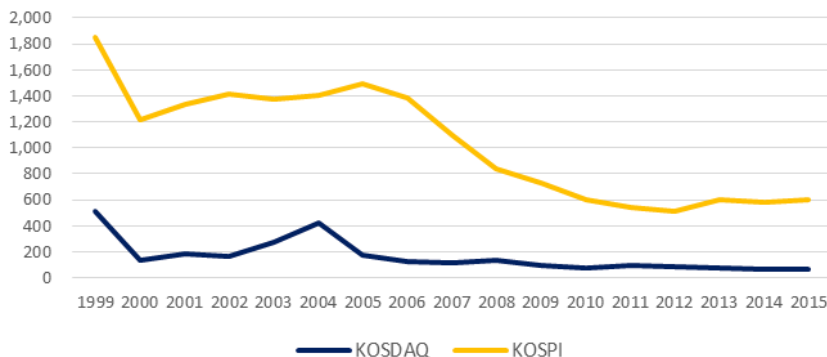
시총 20~40% 코스닥 기업의 특허 출원 유형



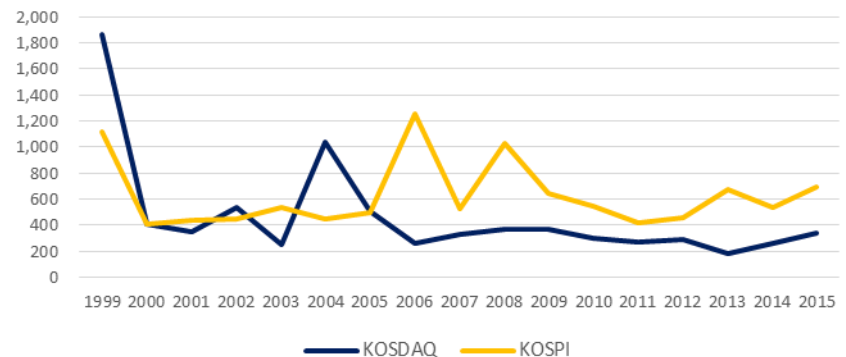
시총 20~40% 유가증권 기업의 특허 출원 유형



코스닥/유가증권 HHI 추이



시총 20~40% 코스닥/유가증권 HHI 추이



특허 출원 증감에 따라 시총 등급 이동 경향

- 특허 출원 건수가 증가하는 기업이 더 상위 시가총액 그룹으로 이동할 가능성 높음
 - ▶ 5단계 시가총액 그룹간 이동에 특허 출원 건수 증감이 유의한 관련성 있음
 - 특히 전기와 화학 특허의 증가가 시가총액 상위 그룹 이동과 관련성 높음
 - ▶ 코스닥 기업이 유가증권 기업에 비해 상대적으로 특허 출원 증감과 등급 이동의 정도가 낮음

코스닥 기업 상하 등급이동 추이



주: ***(1% 유의수준), **(5% 유의수준), *(10% 유의수준)

자료: 한국특허정보원, KRX, 자본시장연구원

등급이동 회귀분석

| 종속변수 | 등급이동 | | 2단계 이상 등급이동 | |
|-------------|-----------|-----------|----------------|----------|
| 상수 | 10.764 | 10.747 | -38.518 | -37.985 |
| 연도 | -0.005 | -0.005 | 0.020 | 0.019 |
| 시장구분(코스닥=1) | -0.141*** | -0.141*** | -0.444*** | -0.439 |
| 특허 출원 차이 | 0.002*** | | 0.019** | |
| 전기 특허 출원 차이 | | 0.002** | | 0.016*** |
| 도구 특허 출원 차이 | | -0.004 | | 0.008 |
| 화학 특허 출원 차이 | | 0.017** | | 0.081** |
| 기계 특허 출원 차이 | | 0.010 | | 0.033 |
| 기타 특허 출원 차이 | | -0.011 | | 0.009 |
| R2 | 0.40% | 0.48% | 1.61% | 1.86% |
| 관측개수 | 9,343 | 9,339 | 1,374 | 1,370 |

코스닥 IPO 기업의 혁신 지속성 더 높음

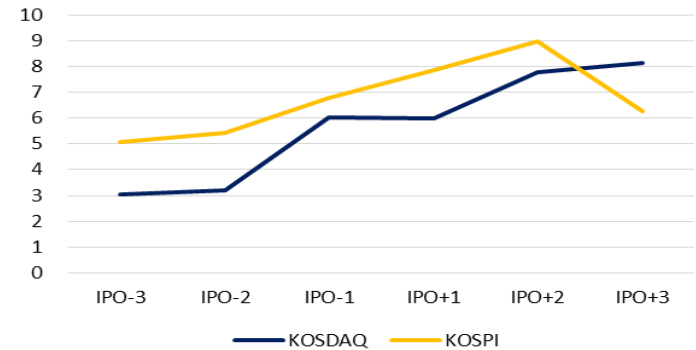
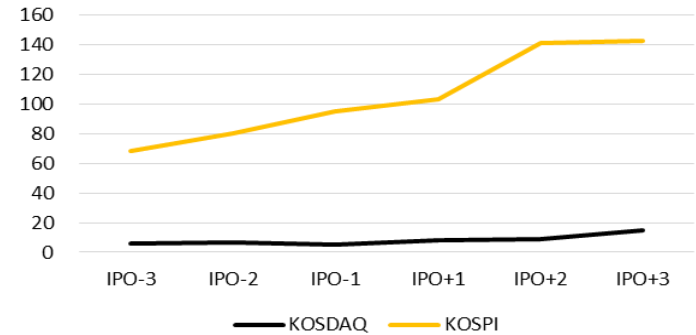
○ 코스닥 IPO 기업은 유가증권 IPO 기업에 비해 특허 출원 지속성 더 높음

- › 시가총액 상위 20%와 20~40% 그룹의 코스닥 기업은 IPO 직후 3년까지 특허 출원 누적 건수가 직전 3년보다 더 많으며 유가증권 IPO 기업에 비해서도 높음

○ 그러나 IPO 성과는 코스닥이 유가증권에 비해 저조함

- › 3년 누적초과수익률(CAR)
 - 시총 20% 이상: 코스닥 -33.8%, 유가증권 -26.1%
 - 시총 20~40%: 코스닥 -36.6%, 유가증권 -8.6%
- › 5년 누적초과수익률(CAR)
 - 시총 20% 이상: 코스닥 -27.2%, 유가증권, -16.2%
 - 시총 20~40%: 코스닥 -8.4%, 유가증권, -8.1%

IPO 전후 특허 출원 추이:
(상) 시총 20% 이상, (하) 시총 20~40%



IPO 전후 특허 출원 비율 시장간 차이

| | | IPO 전후 특허 출원 비율 차이: 코스닥-유가증권(t-검정) | | | | |
|----------|-----------|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | | 전후 1년 차이 | 2년 누적 차이 | 3년 누적 차이 | 4년 누적 차이 | 5년 누적 차이 |
| 3년 효과 분석 | 시총 20% 이상 | 0.369 | -0.257 | 1.410 | | |
| | 시총 20~40% | 0.106 | 0.466 | 0.608* | | |
| 5년 효과 분석 | 시총 20% 이상 | -0.201 | 0.010 | 1.524 | 2.274 | 2.075 |
| | 시총 20~40% | 0.082 | 0.292 | 0.615 | 1.000** | 1.475** |

자료: 한국특허정보원, KRX

소결

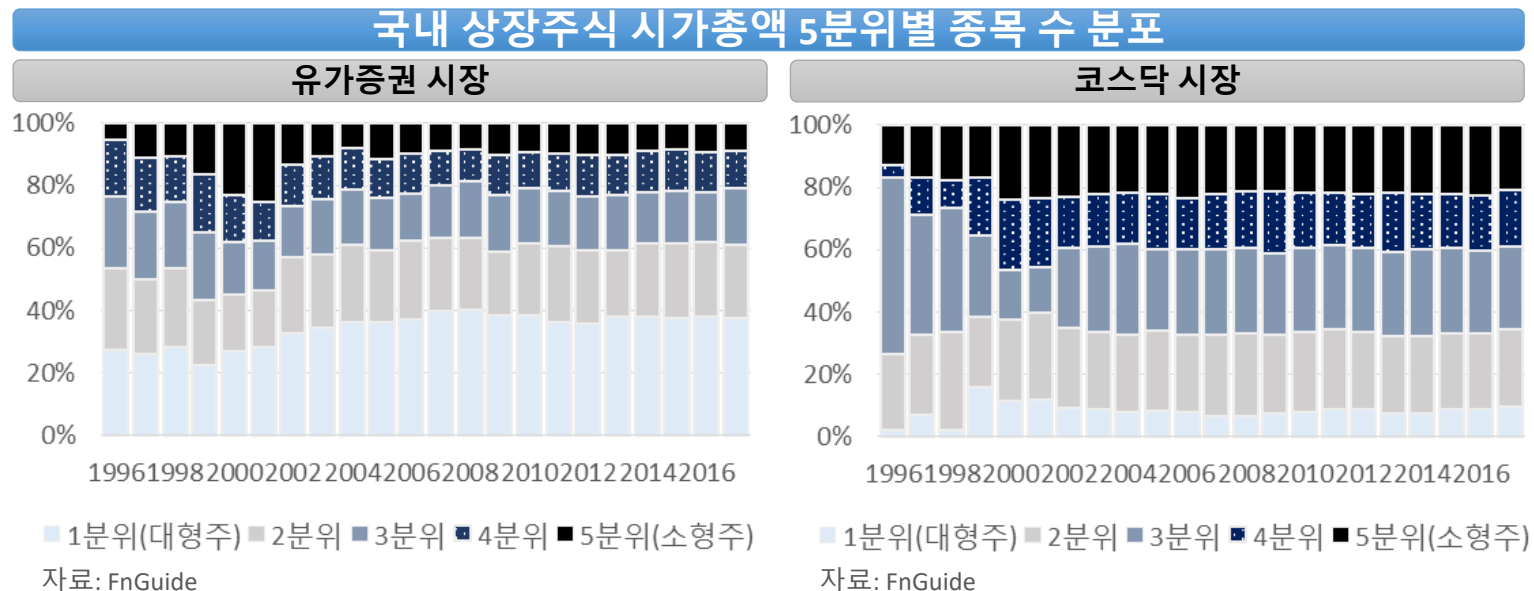
- 시총 20% 이하 코스닥 기업의 특허 출원은 유가증권 기업보다 더 활발함
 - 코스닥 기업은 유가증권 기업에 비해 더 다양한 종류의 특허를 출원 중
 - 특허 출원의 증감은 시가총액 그룹간 이동과 관련이 있으나 코스닥 기업의 경우 그 정도가 상대적으로 낮은 경향이 존재함
 - 코스닥 시장 IPO 기업의 특허 출원 지속성이 유가증권 시장 IPO 기업에 비해 더 높으나 IPO 성과는 저조함
- ➡ 전반적으로 코스닥 기업의 혁신성은 비슷한 규모의 유가증권 기업에 비해 높은 편이나 주식시장에서 소외 받는 경향이 나타남

3

코스닥 시장 고유의 문제가 있는가?

연구 배경

- 코스닥 시장은 부진한 주가지수, 높은 가격변동성, 기관투자자 부재, 성장형 기업 진입 어려움 등 다양한 형태의 문제점이 지적되어 왔음
- 코스닥 시장 상장종목과 유가증권 시장 상장종목 간에는 확연한 규모 차이가 존재하여, 시장간 직접적인 비교는 왜곡된 해석으로 이어질 우려가 있음



- 유가증권 시장과 코스닥 시장의 본질적 차이를 반영한 평가와 방안마련이 필요함

분석 자료 및 방법1

○ 분석자료

- › 자료: 유가증권 시장 및 코스닥 시장 상장종목 전체
주가 및 재무자료
 - 이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상
관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인, 완전자본잠식기업 등 제외
- › 기간: 1996년부터 2017년
- › 출처: FnGuide, DART, KRX 등

○ 유사성에 따른 종목 분류

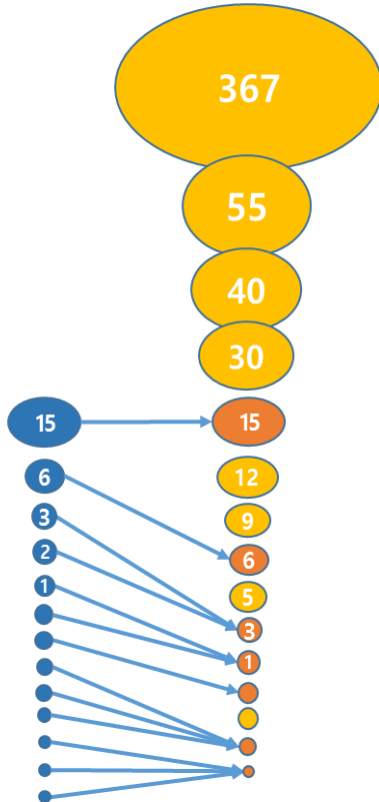
- › 유가증권 시장과 코스닥 시장 전체 상장종목 중
유사한 특성을 보이는 종목과 그렇지 않은 종목을 분류하여 비교분석
- › 유사성 측정 기준
 - 코스닥 시장 상장기업 i에 대하여 유가증권 기업 중
동일 산업군 내에 기업 재무 규모(총자산 및 총자본)의 근접성이 가장 높은 유가증권 시장 상
장기업 j를 매칭

$$d(i, j) = \left(1 - \frac{Asset_j}{Asset_i}\right)^2 + \left(1 - \frac{Equity_j}{Equity_i}\right)^2$$

분석 자료 및 방법2

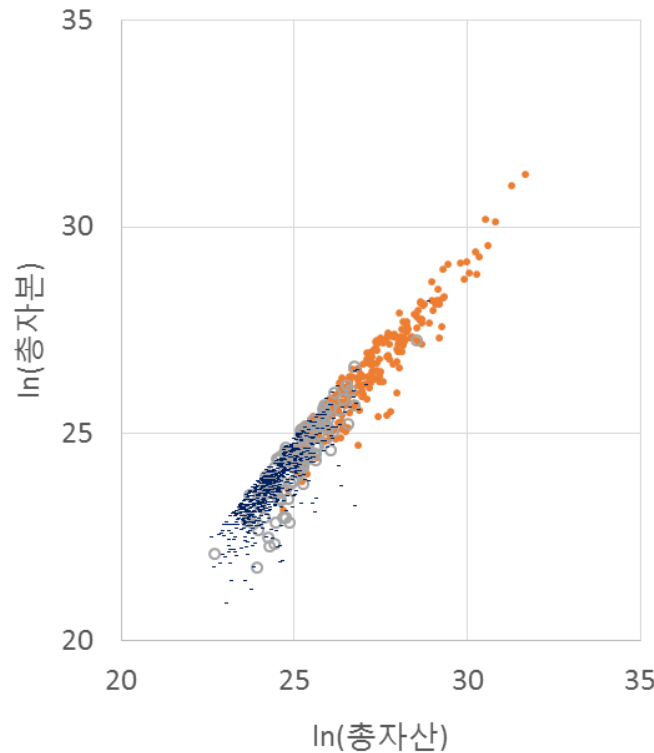
KOSDAQ

KOSPI



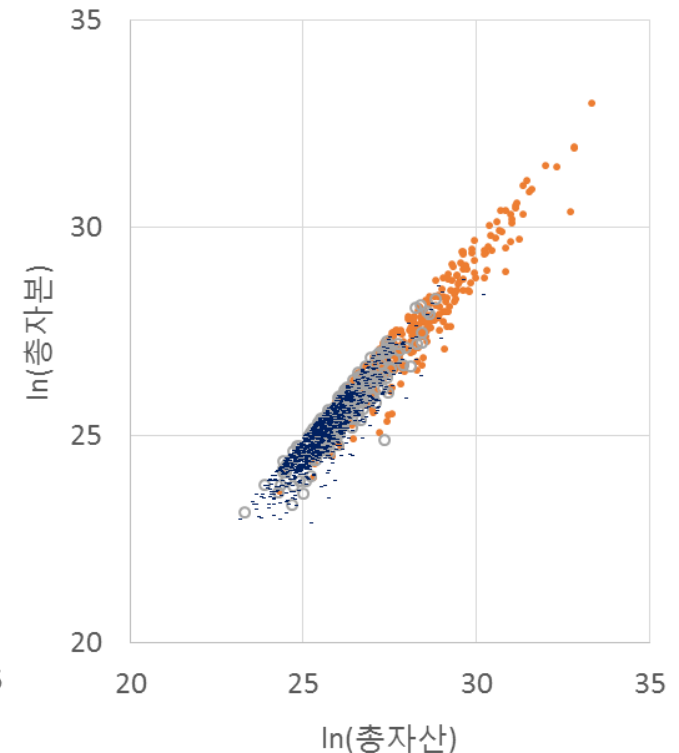
분석자료 분포

2003년



- 유가상이(2003) ◦ 유가유사(2003)
- 코스닥(2003)

2017년



- 유가상이(2017) ◦ 유가유사(2017)
- 코스닥(2017)

분석 자료 및 방법3

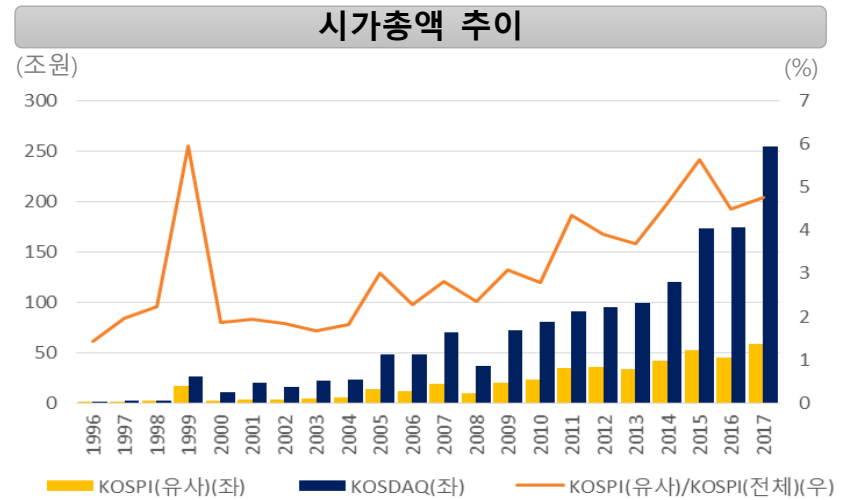
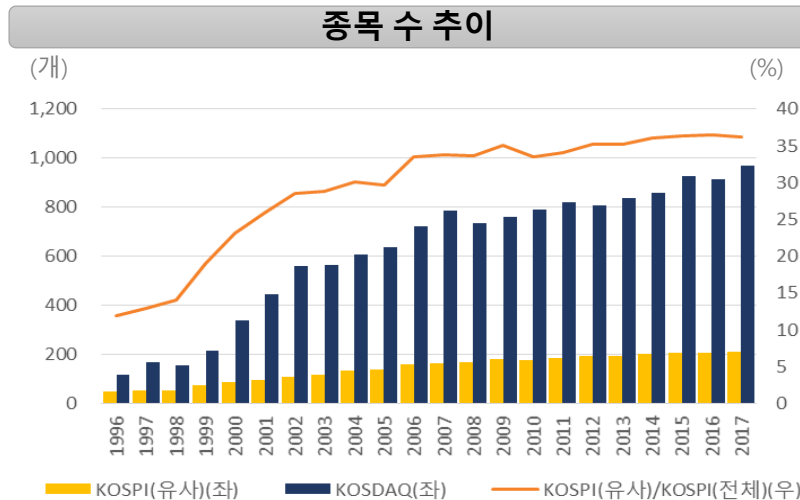
- 분석1) 코스닥 시장 상장종목과 유가증권 시장 상이종목 차이 분석
 - › 코스닥 상장종목과 차이를 보이는 기업들 대비 코스닥 시장의 특성은 무엇인가?
 - 코스닥시장과 유가증권시장의 직접적 비교 가능성 및 문제점 함의
- 분석2) 코스닥 시장 상장종목과 유가증권 시장 유사종목 차이 분석
 - › 양시장에 상장된 유사종목간 특성 차이가 관측되는가?
 - 코스닥시장과 유가증권시장 상장종목 차별성 검토
- 분석3) 코스닥 시장 상장종목과 유가증권 시장 유사종목 5년 경과 성과차이 비교 분석
 - › 상장유지 5년 후 성과에 시장간 차이가 존재하는가?
 - › 기준년도(2003년, 2013년) 매칭된 종목의 매칭 5년 성과차이 분석
 - 각 코스닥시장-유가증권시장 매칭 샘플에 대해 양 시장에서 5년간 상장이 유지된 매칭 샘플 대상
 - › 코스닥 시장 상장종목 i에 매칭된 유가증권 시장 유사종목 j에 대한 DiD(Difference in Difference) 추정치는 다음과 같이 측정함

$$Did_{ij} = (char_i^{year+t} - char_i^{year}) - (char_{j(i)}^{year+t} - char_{j(i)}^{year})$$

- 단, $char_i^{year}$ 는 year년도 코스닥 시장 상장종목 i의 특성변수 값이며 $char_{j(i)}^{year}$ 는 year년도 코스닥 시장 상장종목 i에 매칭된 유가증권 종목 j의 특성변수 값임
- year는 2003년 및 2013년이며, t는 4임

분석1) 코스닥 시장과 유가증권 시장 상이종목 비교1: 시장 규모 비교

- 유가증권 시장 상장종목 중 코스닥 시장 상장종목과 유사한 업종 및 재무상태를 보이는 유가증권 상장종목 수는 매년 증가하는 추세
 - › 1996년 전체 유가증권 상장기업 중 12%(50개사) → 2017년 36%(211개사)
 - › 코스닥 시장 상장기업 수 증가와 함께 코스닥 기업 성장으로 유사종목군 확대
- 전체 시가총액에서 차지하는 비중은 여전히 미미한 수준
 - › 지속적인 비중 증가에도 불구하고 2017년 전체 유가증권 종목 대비 유가증권 유사종목 시총 비중은 4.8%에 불과



주: 중간값 기준, 중복 매칭 허용

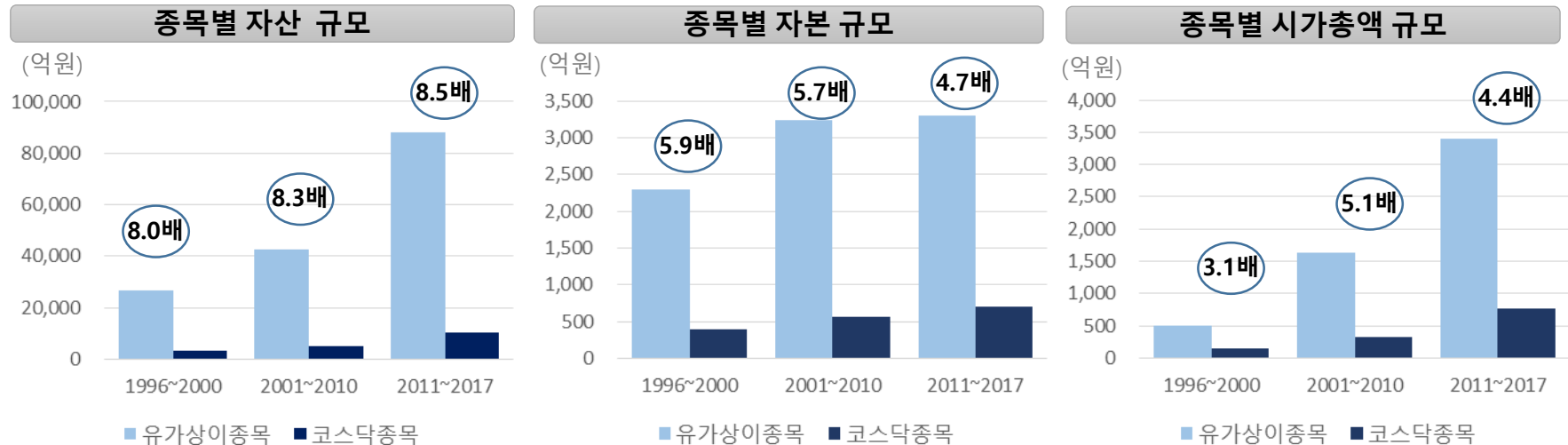
이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

분석1) 코스닥 시장과 유가증권 시장 상이종목 비교2: 종목별 규모 비교

- 코스닥시장 상장종목과 유가증권 상이종목 간에는 확연한 규모 차이가 존재함
 - › 코스닥 종목 대비 유가증권 상이종목의 자산 및 자본규모는 기간별로 5.9배에서 8.5배의 큰 차이를 보임
 - › 시가총액 또한 3.1배에서 4.4배 유가증권 상이종목이 더 큼

➡ 절대적 다수의 종목이 코스닥 종목에 비하여 규모 면에서 월등히 큰 종목들임



주: 중간값 기준 구간별 평균, 중복 매칭 허용

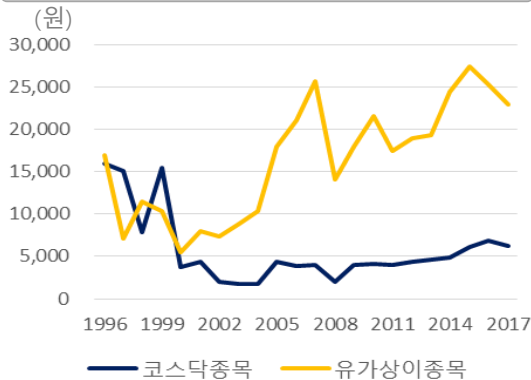
이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

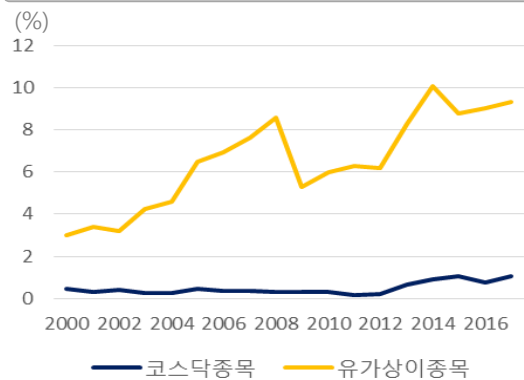
분석1) 코스닥 시장과 유가증권 시장 상이종목 비교3: 시장성과 비교

- 시장간 상장종목의 규모차이는 수익성, 투자자구성, 거래활동성 등의 차이를 유발함
 - › 코스닥은 소규모·저주가 → 개인투자자 중심 → 높은 거래활동성의 특성이 두드러짐

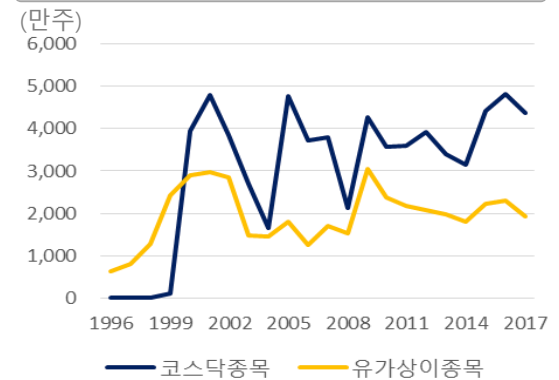
주가 수익성
주가



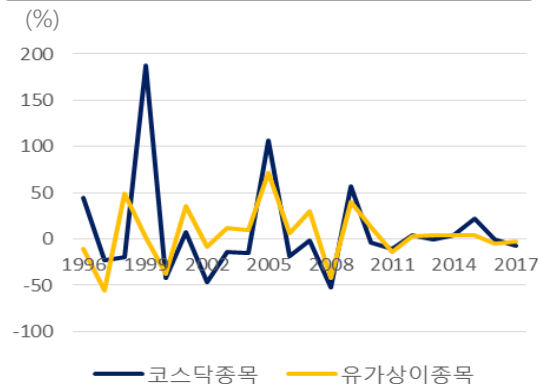
투자자 구성
기관투자자 거래대금 비중



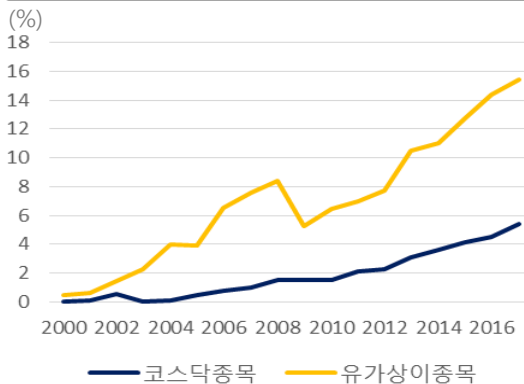
거래활동성
거래량



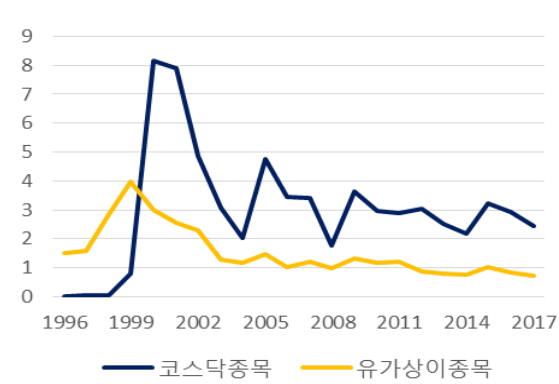
연수익률



외국인투자자 거래대금 비중



거래량회전율



주: 중간값 기준 구간별 평균, 중복 매칭 허용

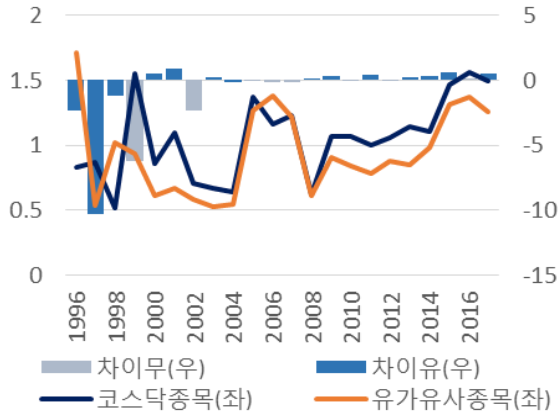
이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

분석2) 코스닥 시장과 유가증권 시장 유사종목 비교1: 시장성과 비교

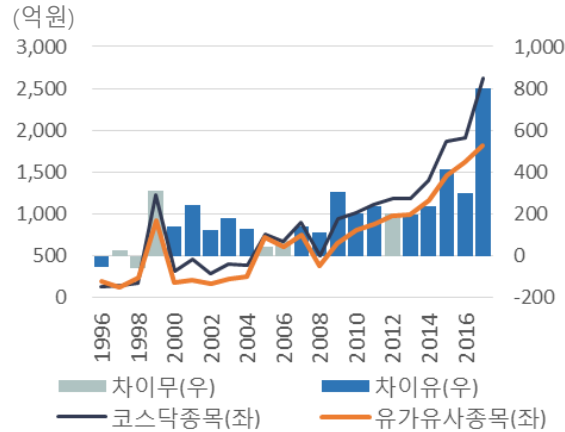
주가 수익성

PBR



규모

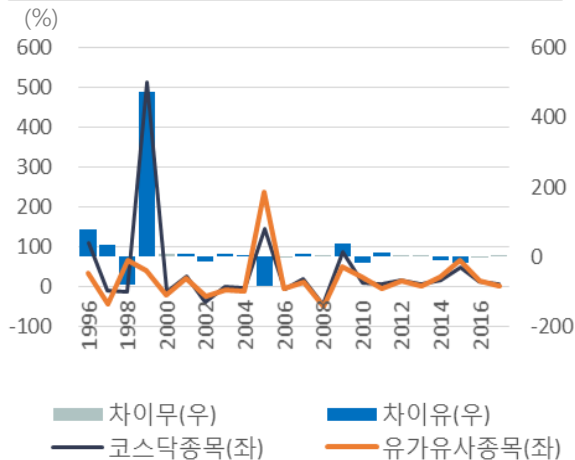
시가총액



○ PBR로 대표되는 주가수익성은 코스닥종목이 유가증권 유사종목보다 양호

➢ 2000년대 중반 이후 양 시장에서 안정적인 패턴을 보이며, 대부분의 연도에서 코스닥 종목이 유가증권 유사종목에 비해 통계적으로 높음

연수익률



주: PBR은 중간값, 연수익률 및 시가총액은 평균값임, 중복 매칭 허용
'차이유'는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이임을 의미하며 '차이무'는 통계적 차이가 없음을 의미함
이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

○ 시가총액 규모 또한 2000년대 초 이후 코스닥 기업이 유의하게 높음

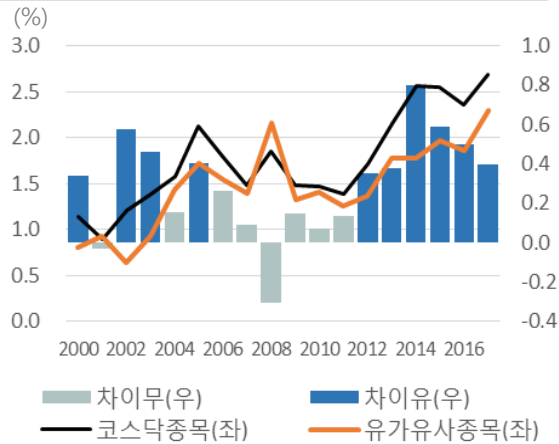


동일산업군, 유사 재무규모의 기업에 대해 주가에 반영된 시장의 평가는 코스닥 시장 우위

분석2) 코스닥 시장과 유가증권 시장 유사종목 비교2: 시장성과 비교

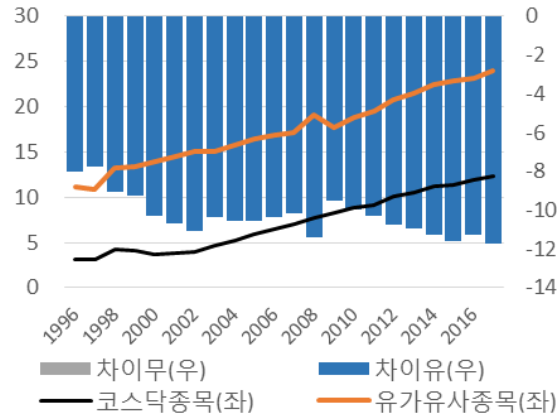
투자자구성

기관투자자

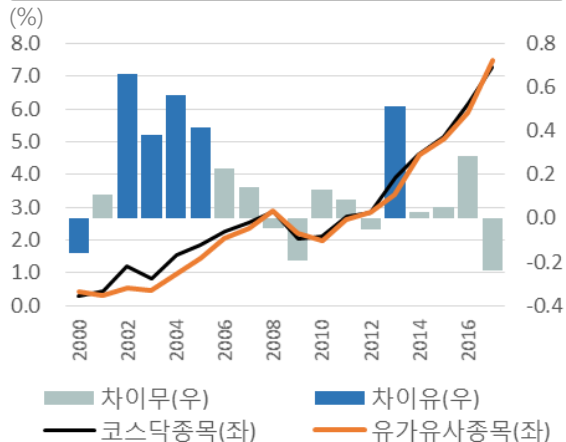


업력

상장기간



외국인투자자



주: 평균값 기준, 중복 매칭 허용
 '차이유'는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이임을 의미하며 '차이무'는 통계적 차이가 없음을 의미함
 이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

○ 기관투자자의 시장참여는 2010년 이후 코스닥 종목이 앞서고 있으며 2012년 이후에는 차이가 더 두드러짐

○ 외국인투자자의 참여는 통계적으로 큰 차이를 보이지 않으나 양 시장에서 지속적으로 확대되고 있음

○ 상장 기업 업력은 시장의 성숙과 함께 지속적으로 증가하여 향후 시장의 역동성 저하가 우려됨

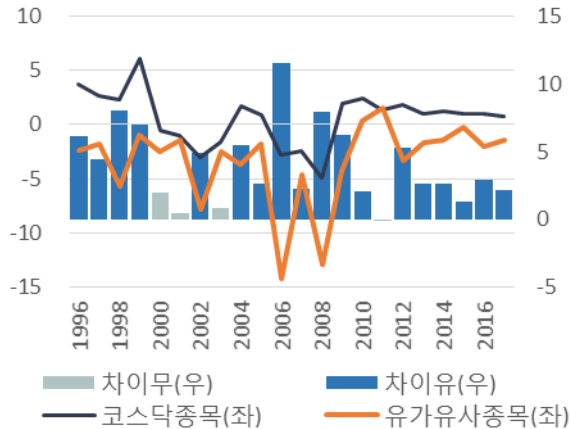


코스닥 시장에 상장된 일반기업에 대한 기관 및 외국인 참여는 유가 유사종목에 비해 열위라 볼 수 없음

분석2) 코스닥 시장과 유가증권 시장 유사종목 비교3: 재무성과 비교

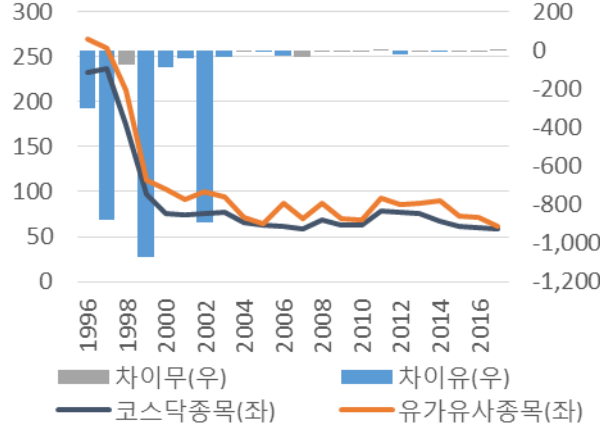
수익성

ROA



안정성

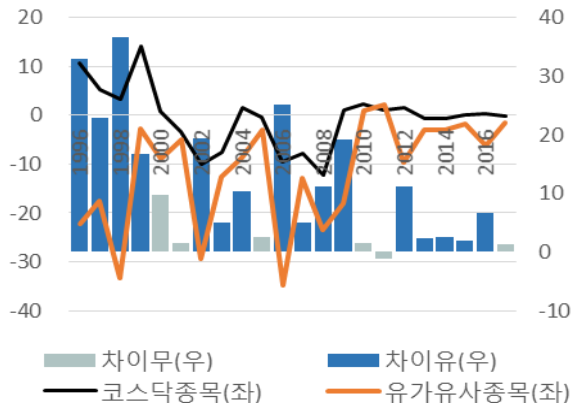
부채비율



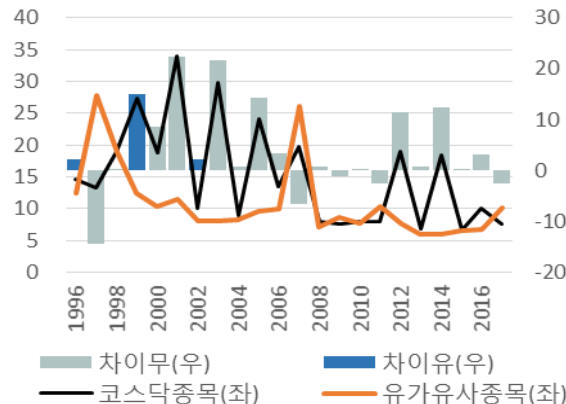
○ 코스닥 기업이 유가증권 유사종목에 비하여 수익성 우수

› 코스닥 시장 설립 이후 몇년을 제외하고 매년 유가증권 유사종목에 비하여 우월한 ROA, ROE 시현

ROE



차입부채조달금리



○ 부채비율 및 부채조달금리 또한 2000년대 중반 이후 유가증권 유사종목과 유의미한 차이를 찾아보기 어려움

주: 부채비율은 중간값, 나머지는 평균값임, 중복매칭허용

‘차이유’는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이임을 의미하며 ‘차이무’는 통계적 차이가 없음을 의미함

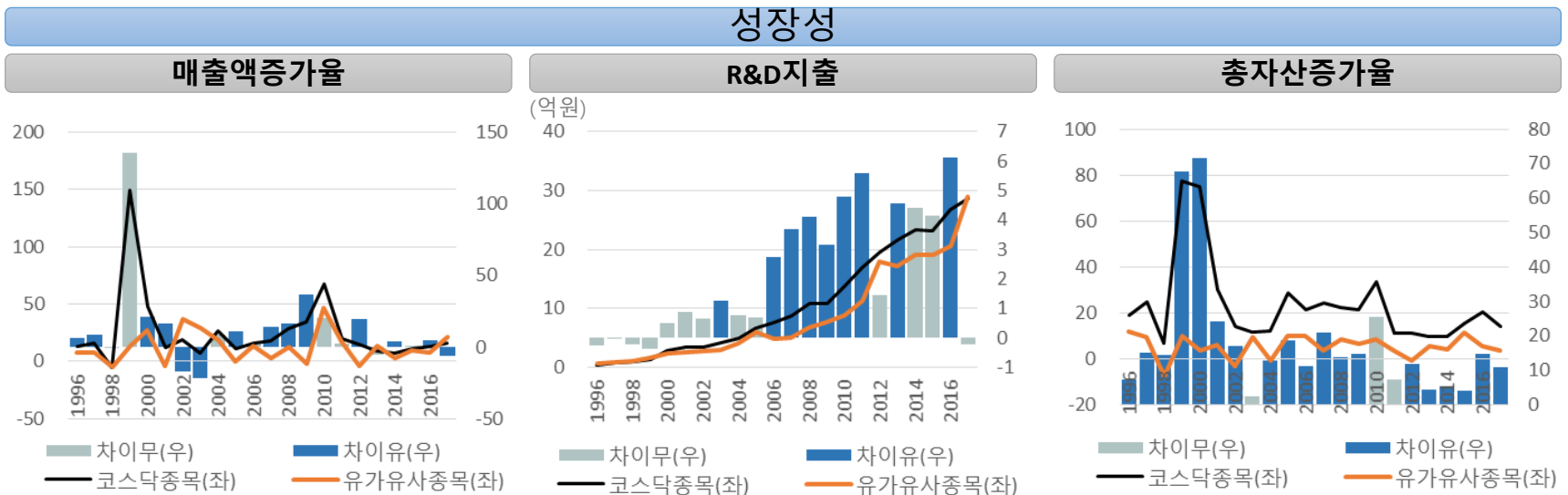
이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

분석2) 코스닥 시장과 유가증권 시장 유사종목 비교4: 재무성과 비교

○ 유가증권 유사종목에 비해 코스닥 종목의 성장성이 대체적으로 우수한 것으로 나타남

- ▶ 매출액 증가율, R&D지출, 총자산증가율 등 대부분의 년도에서 코스닥 종목이 유가증권 유사종목을 유의미하게 상회하는 것으로 나타남
- ▶ 단, 두 시장의 성장성이 대체적으로 감소하는 추세를 보이고 있음
 - 양 시장 종목의 업력이 지속적으로 증가하고 있는 것과 무관하지 않을 것임



주: 평균값 기준, 중복매칭허용

‘차이유’는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이임을 의미하며 ‘차이무’는 통계적 차이가 없음을 의미함

이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외
자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

분석3) 코스닥 시장과 유가증권 시장 유사종목 5년 경과 성과차이 비교 분석1: 시장성과

- 2003년 매칭 종목의 2007년 성과와 10년 뒤인 2013년 매칭 종목의 2017년 성과 차이를 검정한 결과, 거래활동성을 제외한 주가수익성, 주가안정성, 투자자구성, 시장규모 등에 유의미한 차이가 관측되지 않음

| 분류1 | 분류2 | 2003년 대비 2007년 성과 | | | | | 2013년 대비 2017년 성과 | | | | |
|-------------------|----------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|---------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|-------|---------------------------|
| | | 2003 (코스닥- 유가유사) (A) | 2007 (코스닥- 유가유사) (B) | DiD (B-A) | ChiSq | 5년경과 유가대비 코스닥 성과 | 2013 (코스닥- 유가유사) (A) | 2017 (코스닥- 유가유사) (B) | DiD (B-A) | ChiSq | 5년경과 유가대비 코스닥 성과 |
| 주가수익성 | PBR | 0.35 | -0.02 | -0.36 | 7.73 * | 감소 | 0.25 | 0.42 | 0.17 | 0.595 | - |
| | PER | -6.90 | -17.78 | -10.87 | 0.22 | - | -25.16 | 11.68 | 36.84 | 2.685 | - |
| | 연수익률 | 5.44 | -1.35 | -6.79 | 0.65 | - | 5.23 | -0.93 | -6.15 | 2.412 | - |
| 주가안정성 | 주가변동성 | -0.09 | 0.12 | 0.21 | 1.28 | - | -0.02 | 0.08 | 0.10 | 1.265 | - |
| 거래 활동성 | 거래대금회전율 | -3.96 | 2.47 | 6.44 | 14.33 * | 증가 | -0.59 | 0.01 | 0.60 | 0.858 | - |
| | 거래량회전율 | -1.77 | 1.01 | 2.78 | 7.18 * | 증가 | -0.16 | 0.16 | 0.32 | 0.404 | - |
| 투자자구성 (거래대금비중) | 개인 | -0.71 | -0.17 | 0.54 | 0.18 | - | -1.03 | 0.44 | 1.47 | 2.076 | - |
| | 기관 | 0.36 | -0.20 | -0.56 | 1.85 | - | 0.57 | 0.07 | -0.50 | 2.164 | - |
| | 외국인 | 0.40 | 0.49 | 0.10 | 0.05 | - | 0.52 | -0.25 | -0.77 | 2.476 | - |
| 시장규모 | 시가총액(억원) | 214.69 | 214.35 | -0.34 | 0.00 | - | 163.02 | 152.76 | -10.26 | 0.002 | - |

주: 평균값 기준, 중복매칭허용

‘차이유’는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이임을 의미하며 ‘차이무’는 통계적 차이가 없음을 의미함

이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외

자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

분석3) 코스닥시장과 유가증권 시장 유사종목 5년 경과 성과차이 비교 분석2: 재무지표

- 양 시장의 수익성은 2003년과 2013년 모두에서 코스닥 시장의 수익성이 상장 기간 경과에 따라 유가증권 유사종목에 비해 빠른 감소추세가 나타남
 - ▶ 초기의 코스닥 종목 우위는 4년 경과 후 유의하게 감소하거나 유가증권 유사종목 우위로 역전되는 현상이 관측됨
- 2003년 코스닥 종목은 4년 경과 동안 성장성 열위를 빠르게 극복하였으며, 2013년에는 성장성 우위로 시작하여 4년 경과 시점에 차이가 사라지거나 역전됨

| 분류1 | 분류2 | 2003년 대비 2007년 성과 | | | | | 2013년 대비 2017년 성과 | | | | |
|-----|----------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|---------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|----------|---------------------------|
| | | 2003 (코스닥- 유가유사) (A) | 2007 (코스닥- 유가유사) (B) | DiD (B-A) | ChiSq | 5년경과 유가대비 코스닥 성과 | 2013 (코스닥- 유가유사) (A) | 2017 (코스닥- 유가유사) (B) | DiD (B-A) | ChiSq | 5년경과 유가대비 코스닥 성과 |
| 수익성 | ROA | 1.13 | -1.91 | -3.04 | 3.70 * | 감소 | 3.83 | 1.09 | -2.74 | 10.428 * | 감소 |
| | ROE | 1.39 | -4.39 | -5.78 | 3.97 * | 감소 | 6.26 | -1.11 | -7.37 | 17.056 * | 감소 |
| | 매출액순이익률 | -1.15 | -10.22 | -9.06 | 5.96 * | 감소 | 7.15 | -1.93 | -9.08 | 7.209 * | 감소 |
| | 매출액영업이익률 | 1.16 | -1.28 | -2.44 | 2.27 | - | 5.08 | -0.77 | -5.85 | 13.706 * | 감소 |
| 안정성 | 부채비율 | -15.67 | -0.38 | 15.29 | 2.20 | - | -6.23 | 22.82 | 29.05 | 4.340 * | 감소 |
| | 현금흐름비율 | 853.73 | 6.45 | -847.28 | 1.98 | - | 424.39 | 2365.42 | 1941.03 | 2.153 | - |
| 성장성 | 매출액증가율 | -28.73 | -1.74 | 26.99 | 14.20 * | 증가 | 6.68 | -6.90 | -13.59 | 10.810 * | 감소 |
| | 영업이익증가율 | -28.41 | 11.22 | 39.63 | 4.29 * | 증가 | 11.97 | 16.21 | 4.24 | 0.048 | - |
| | 자산증가율 | 4.78 | 4.91 | 0.13 | 0.00 | - | 4.46 | 4.85 | 0.39 | 0.020 | - |

주: 평균값 기준, 중복매칭허용

*는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

이전상장기업, SPAC, 외국기업, 금융업, 연 10거래일 이상 거래정지 종목, 연 10거래일 이상 관리종목 지정 종목, 12월 이외 결산법인 등 제외
자료: FnGuide, 한국거래소, DART, 자본시장연구원

소결

- 코스닥 시장 상장기업은 유가증권 시장 상장기업 중 업종과 재무규모가 유사한 종목과 비교하여보았을 때, 큰 차이를 보이지 않거나 일부 특성에서 유가증권 시장보다 우수한 성과를 보임(분석 2)
 - › 시장성과 우수
 - 시가총액, PBR, 기관투자자 비중 등 코스닥 상장기업이 우위
 - › 재무성과 우수
 - 수익성(ROA, ROE), 성장성(매출액증가율, 총자산증가율, R&D지출) 우위
 - 단, 코스닥 시장의 재무성과 중 수익성의 상대적 우위는 상장기간 경과 속 소멸됨(분석 3)
 - › 두 시장의 수익성은 최근 4년의 상장기간이 경과함에 따라 감소하는 추세를 보이며, 특히 코스닥 시장의 수익성이 보다 빠른 속도로 감소함
 - › 그 결과 코스닥 시장의 유가증권 유사종목 대비 수익성 상대적 우위는 사라짐
 - 또한 과거에는 코스닥 시장의 높은 성장성으로 유가증권 대비 열위가 빠른 속도로 회복되었으나, 최근(2013년 대비 2017년)에는 코스닥 시장의 성장성이 유가증권 대비 우위에 있다고 보기 어려움(분석 3)
 - › 2003년 대비 2007년 성장성 비교 결과 코스닥 시장이 유가증권 시장에 비해 빠른 속도로 성장하였으나, 2013년 대비 2017년 비교에서는 코스닥 우위가 열위로 전환되거나 큰 차이가 없음
- ➡ 결국, 코스닥 시장 상장종목은 유가증권 시장 상장종목의 2/3에 해당하는 기업에 비하여 소규모/저주가의 특성을 보이며, 이는 코스닥 시장이 열위하다는 인식의 근간이 됨(분석 1)

4

왜, 이전상장을 하는가?

이전상장 현황

○ 코스닥 시장 출범 이후, 93개 코스닥 기업이 유가증권 시장으로 이전

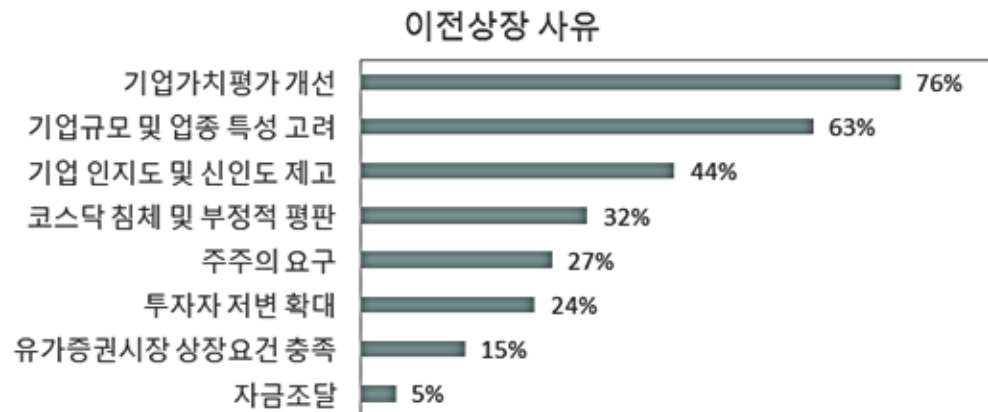
› 유가증권 시장에서 코스닥 시장으로 이전한 사례는 전무

* 이후 분석은 1998년 7월 이후 이전한 48개 기업으로 제한

| 연도 | 기업수 | 기업명 |
|--------|-----|---|
| 1996.7 | 28 | 영풍제지, 환인제약, 현대엘리베이터, 한섬, 엘렉스컴퓨터, 대동은행, 동남은행, 동화은행, 세원정공, 디아이, 신성이엔지, 선진금속, 세원정공, 동해전장, 동양엘리베이터, 현대산업개발, 광전자, 한국단자공업, 한미리스, 동양상호신용금고, 대양상호신용금고, 서울상호신용금고, 우신산업, 미래산업, 무학주정, 국동, 국동도시가스, 동남합성공업 |
| 1997 | 17 | 우방, 팬택, 케이.엔.씨, 대원화성, 한국고덴시, 동양전원공업, 케이씨텍성진기공, 제일상호신용금고, 경동도시가스, 덕양산업, 공화, 영창실업, 한국주강, 다우기술, 영보화학, 유성금속 |
| 1998 | 1 | 하이트론씨시스템즈 |
| 1999 | 5 | 디씨엠, 현대중공업, 기라정보통신, 국제전자공업, 대원제약 |
| 2000 | 3 | 나자인, 한세실업, 한국내화 |
| 2001 | 2 | 웅진코웨이, 필룩스 |
| 2002 | 7 | 한국콜마, 우신시스템, 신세계건설, 교보증권, 세종공업, 삼영, 마니커 |
| 2003 | 6 | 태경화학, 엔씨소프트, SBS, 강원랜드, 이수페타시스, 중소기업은행 |
| 2004 | 3 | 케이티프리텔, 인팩, 상신브레이크 |
| 2005 | 1 | 삼호개발 |
| 2006 | 3 | 신세계아이앤씨, 우진세렉스, 코스맥스 |
| 2007 | 1 | 한국유나이티드제약 |
| 2008 | 4 | 아시아나항공, 엘지텔레콤, 부국철강, 엔에이치엔(NHN) |
| 2009 | 2 | 키움증권, 황금에스티 |
| 2010 | 3 | 신세계푸드, 무학, 동양시스템즈 |
| 2011 | 3 | 코오롱아이넷, 에이블씨엔씨, 하나투어 |
| 2016 | 2 | 한국토지신탁, 동서 |
| 2017 | 1 | 카카오 |
| 2018.5 | 1 | 셀트리온 |

이전상장 배경

- 이전상장은 시장(거래소) 사이의 규제, 유동성, 평판 격차에 의해 발생
 - ▶ 규제수준이 높은 시장으로 이전함으로써 기업의 품질을 증명, 또는 규제비용이 낮은 시장으로 이전함으로써 상장지위 유지부담을 완화
 - ▶ 유동성이 높고 투자자저변이 넓은 시장으로 이전함으로써 유동성을 확대하고 자금조달을 원활화
 - ▶ 평판이 좋은 시장으로 이전함으로써 기업의 인지도와 신용도를 개선
- 코스닥 기업이 밝힌 이전사유는, 기업가치평가 개선, 기업규모 및 업종특성 고려, 기업 인지도 및 신인도 제고, 코스닥 침체 및 부정적 평판의 순
 - ▶ 코스닥 시장은 중소기업-IT중심 시장이고 평판이 낮아 기업가치평가에 부정적이라는 인식에 기초



자료: 자본시장연구원

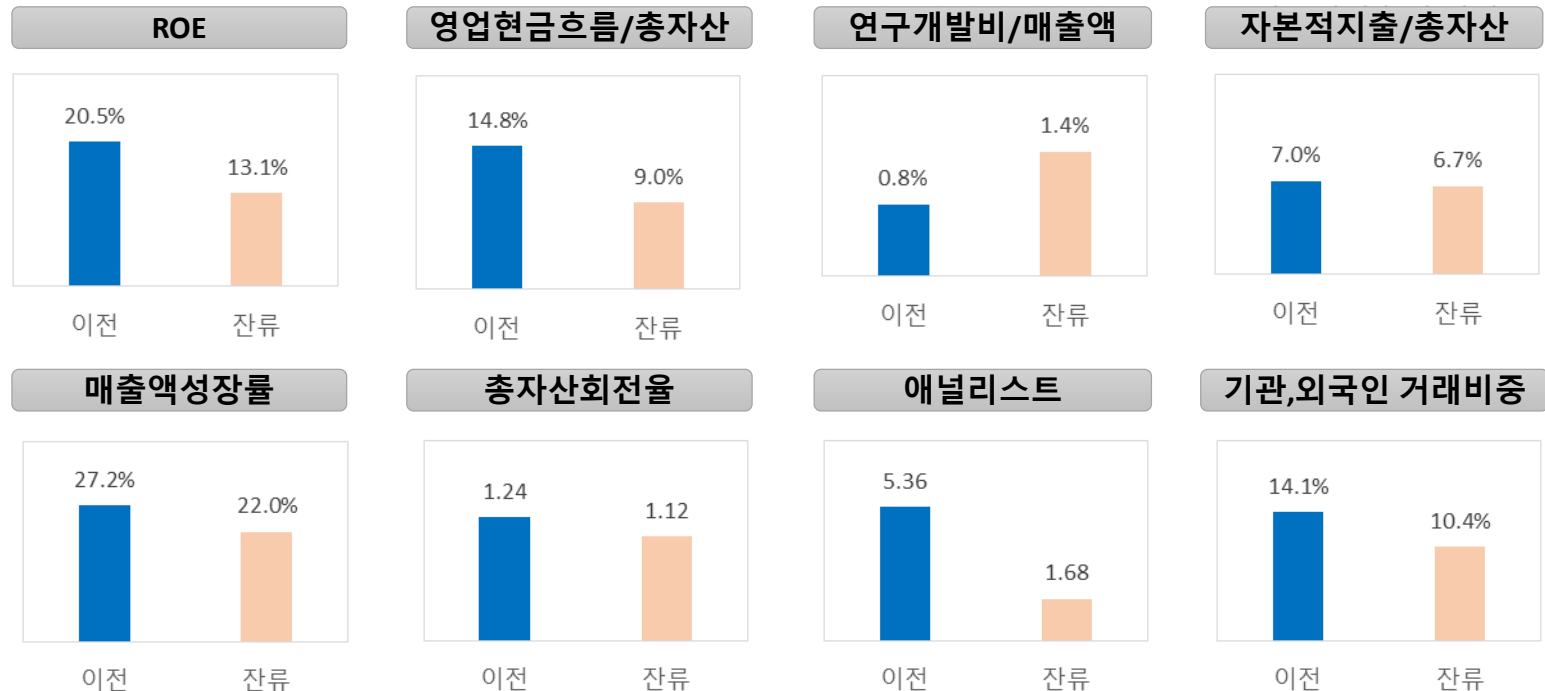
이전상장기업 특성1

- 이전상장기업은 비-IT기업, 대형주의 비중이 높음
 - › 금융, 필수소비재, 통신서비스 등 전통적 섹터의 이전상장 비중이 높음
 - › 48개 이전상장 기업 중 코스닥 시가총액 상위 20%에 속하는 기업이 30개, 이진후 KOSPI200 편입종목이 21개
 - › 업종과 규모가 이전상장의 중요한 결정요인임을 시사

| Sector | 이전상장 기업 비중 | 코스닥 기업 비중 | 유가증권 시장 상장요건 충족기업 비중 | 시가총액 분위 | 기업수 | KOSPI200 편입 기업 수 |
|--------|---------------|--------------|----------------------------|---------|-----|---------------------|
| IT | 19% | 39% | 42% | 1(소) | 0 | 0 |
| 경기소비재 | 21% | 20% | 19% | 2 | 1 | 0 |
| 산업재 | 19% | 16% | 18% | 3 | 2 | 0 |
| 소재 | 10% | 9% | 8% | 4 | 3 | 0 |
| 의료 | 6% | 6% | 7% | 5 | 2 | 0 |
| 금융 | 8% | 4% | 1% | 6 | 3 | 0 |
| 필수소비재 | 13% | 3% | 3% | 7 | 5 | 1 |
| 에너지 | 0% | 1% | 2% | 8 | 2 | 1 |
| 통신서비스 | 4% | 1% | 1% | 9 | 10 | 5 |
| 유틸리티 | 0% | 0% | 0% | 10(대) | 20 | 14 |

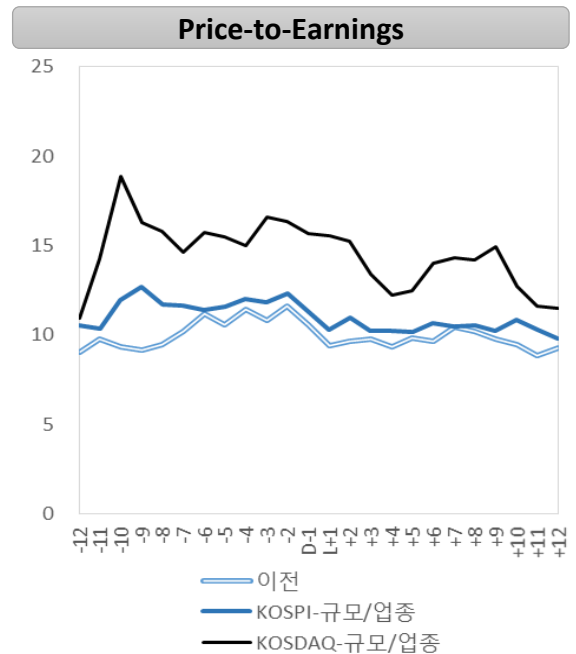
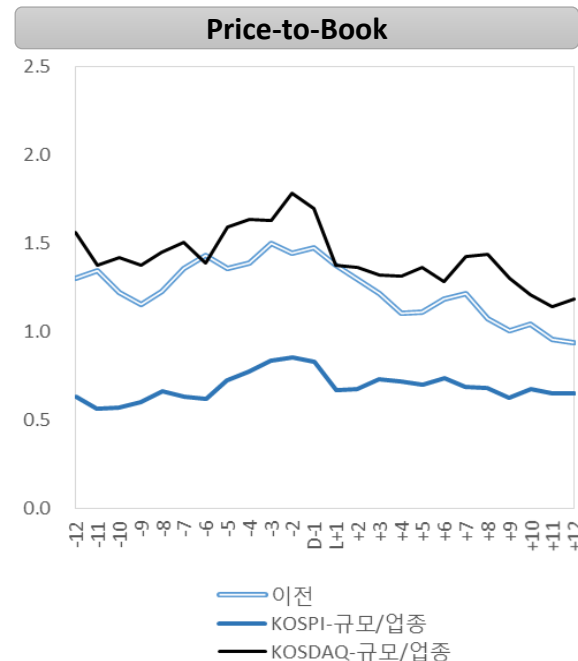
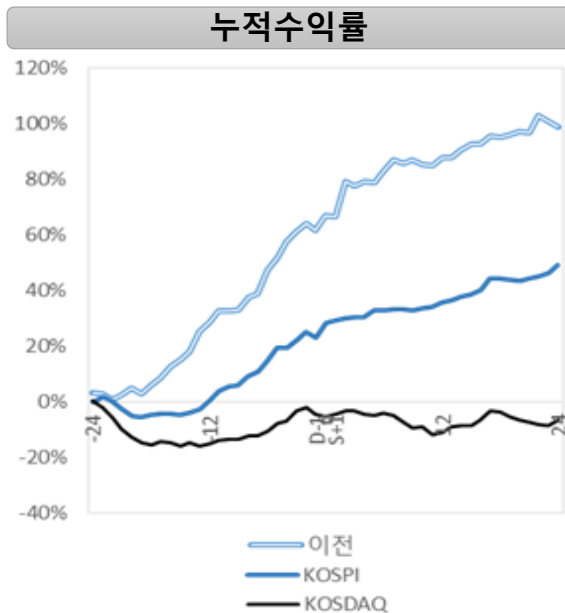
이전상장기업 특성2

- 이전상장기업은 이전이 가능하나 잔류한 기업에 비해, 수익성과 성장성이 높고, 기관/외국인과 애널리스트의 참여도가 높음
 - 기관-외국인의 참여도가 높은 우량기업으로, 주주의 이전상장 요구가 존재



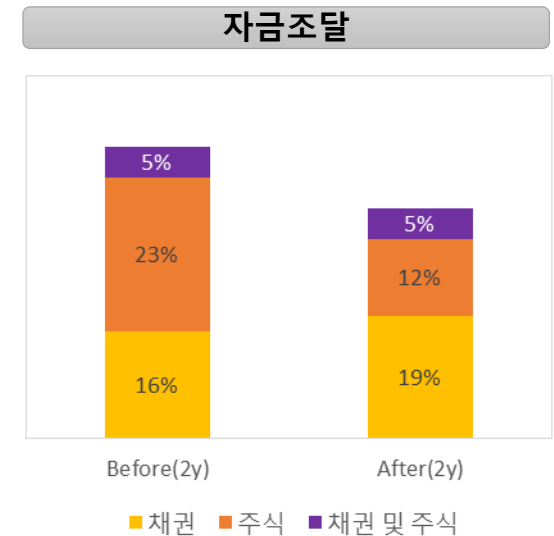
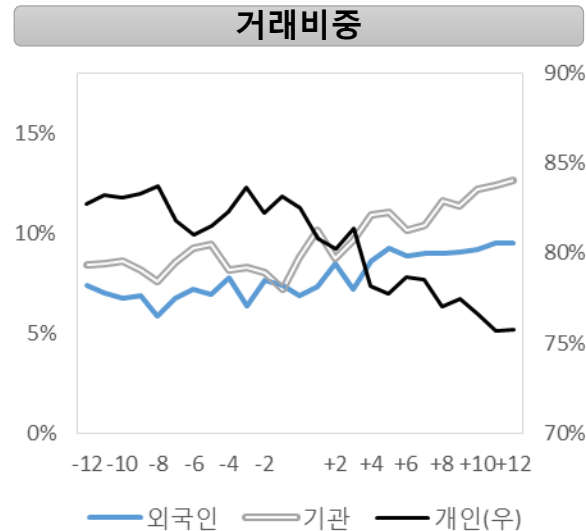
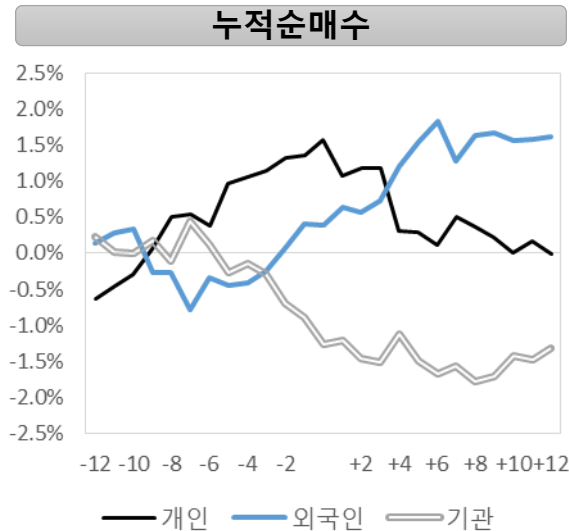
이전상장기업 특성3

- 이전상장기업은 이전상장 이전 큰 폭의 주가상승을 시현하나, 유사규모, 동일업종의 코스닥 기업에 비해 가치평가 수준이 낮음
 - 또한, 이전상장 전후 코스닥 시장은 유가증권 시장에 비해 상대적으로 침체
 - 기업가치평가 수준과 코스닥 시장의 성과가 이전상장 영향요인임을 시사
 - 그러나, 이전상장 이후 주가상승 추세는 완화되며 가치평가가 개선되지 않음



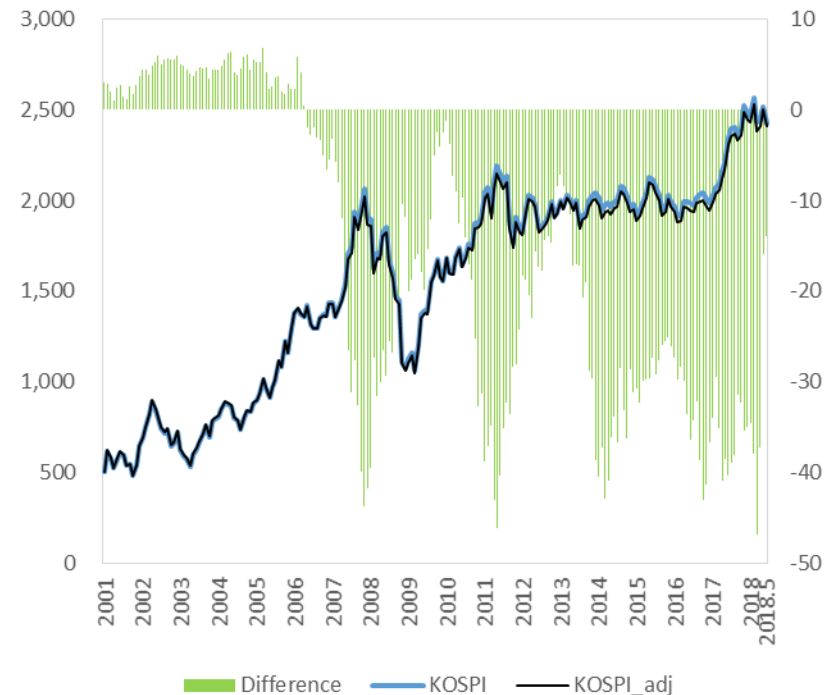
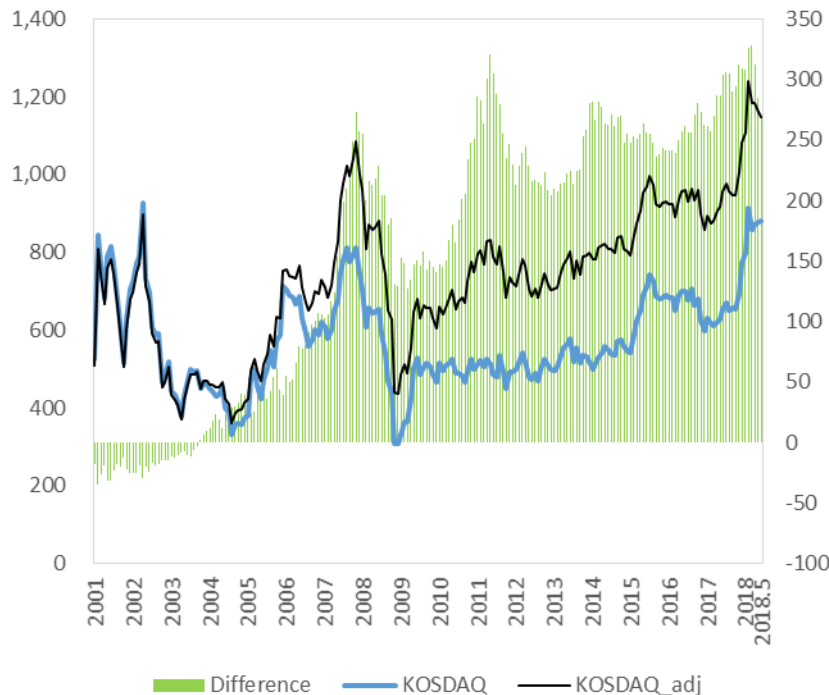
이전상장 영향1

- 이전상장 이후, 투자자기반이 기관-외국인으로 변화되나, 자금조달 활동은 오히려 감소
 - 외국인은 이전상장 6개월 전부터 이전상장 6개월 후까지 순매수
 - 기관-외국인의 거래비중은 이전상장 이후 뚜렷하게 증가



이전상장 영향2

- 코스닥 시장 대형우량주의 이전상장으로 코스닥 지수에 부정적 영향
 - › 이전상장이 이루어지지 않았다고 가정할 때 2018년 5월말 코스닥 지수는 약 1,150로 실제보다 280포인트 높았을 것으로 추정
 - › 한편, KOSPI지수는 2,409로 실제보다 14포인트 낮았을 것으로 추정



소결

- 코스닥 이전상장기업은 수익성과 성장성이 높으나 기업가치평가가 낮은 비IT-대형주이며, 코스닥시장이 상대적으로 부진한 시기에 이전을 결정
 - 코스닥 대형우량주의 이전상장은 코스닥 지수 성과에 부정적 영향
 - 이전상장 이후, 기관-외국인 참여도가 증가하고 주가상승이 이어지나 기업가치평가지표가 개선되는 것은 아님
 - 코스닥에 대한 부정적 인식, 상대적 침체, 취약한 기관-외국인 저변이 이전상장을 유발하는 반면, IT중심 시장정체성이 이전상장을 제한
- ➡ 대형우량주 이전상장이 시장부진을 유발하고 부정적 인식을 강화하여 다시 이전상장을 촉진하는 악순환 가능성

5

질적 도약을 위한 과제

프리미엄 세그먼트 신설 필요성

- 코스닥 시장의 문제는 시장을 대표하는 우량 기업군의 부재임
 - › 코스닥 기업의 혁신성 및 재무적 성과의 상대적 우위에도 평판이 낮은 주된 이유는 시장을 대표하는 우량 기업군의 부재라고 할 수 있음
- 코스닥 시장 내 우량 혁신기업의 육성 방안이 필요함
 - › 성장성이 매우 높은 혁신 기업들의 발굴과 지원 방안 필요
 - › 유가증권 시장으로의 이전상장 유인을 낮출 수 있는 대책 수립 필요
- 유럽의 신시장, 혁신 기업 대상 별도의 프리미엄 세그먼트 개설
 - › 북유럽 거래소 NASDAQ Nordic, 기존 신시장 First North 안에 별도의 프리미엄 세그먼트 신설(2009)
 - NASDAQ Nordic은 서유럽 거래소 중 IPO가 가장 활발한 시장
 - › 영국 LSE, 성장성 높은 기업 대상으로 High Growth Segment 신설(2013)
- 코스닥 시장 내에 별도의 프리미엄 세그먼트 설립을 고려할 필요가 있음
 - › 코스닥 시장을 대표할 수 있는 우량기업군을 조성하기 위한 기업 구분 필요
 - › 통합 주가지수나 프리미엄 지수 편입 자격 부여 등 별도 혜택 필요
 - › **코넥스 -> 코스닥 일반 -> 코스닥 프리미엄**으로 이어지는 내부 위계를 통해 혁신기업을 위한 코스닥 생태계 구축 필요성

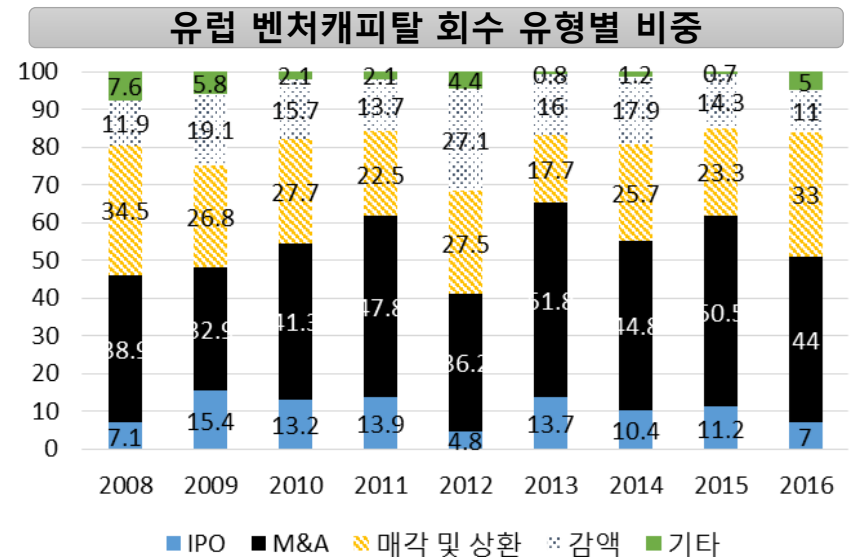
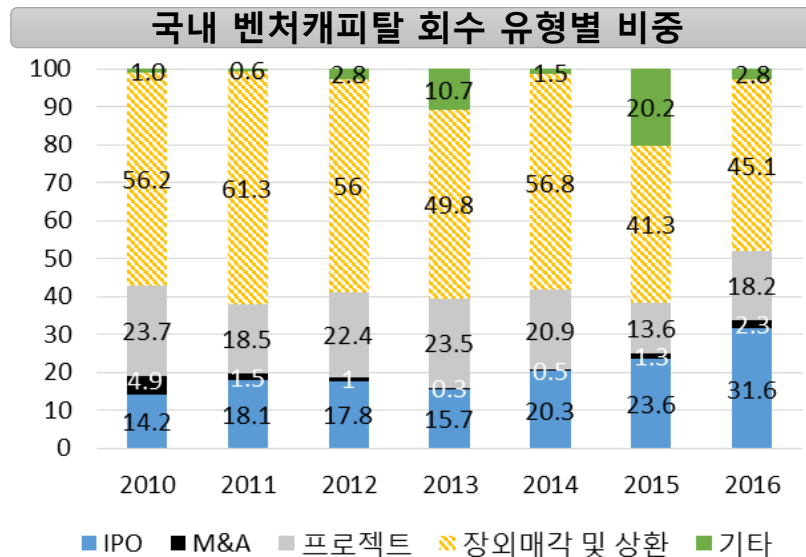
정보비대칭 해소 및 M&A 시장 활성화

○ 정보비대칭 해소 방안 필요

- > 혁신적 코스닥 기업의 상대적 저평가 해소를 위해서는 애널리스트의 기업분석 보고서를 확대할 수 있는 유인체계 마련이 필요함
 - Euronext의 신시장 Enternext는 커미션 제공 또는 거래수수료 할인 정책을 통해 상장 기업에 대한 리서치 보고서 작성 유도
- > 혁신 기업의 지적재산권에 대한 체계적 관리를 통해 기업 가치 제고 필요
 - 코스닥 기업의 특허 등 지적재산권에 대한 DB 구축 필요

○ 회수 시장 다변화를 위한 M&A 활성화 필요

- > 미국 및 유럽 시장에 비해 M&A를 통한 VC 투자 회수 비중이 매우 낮음

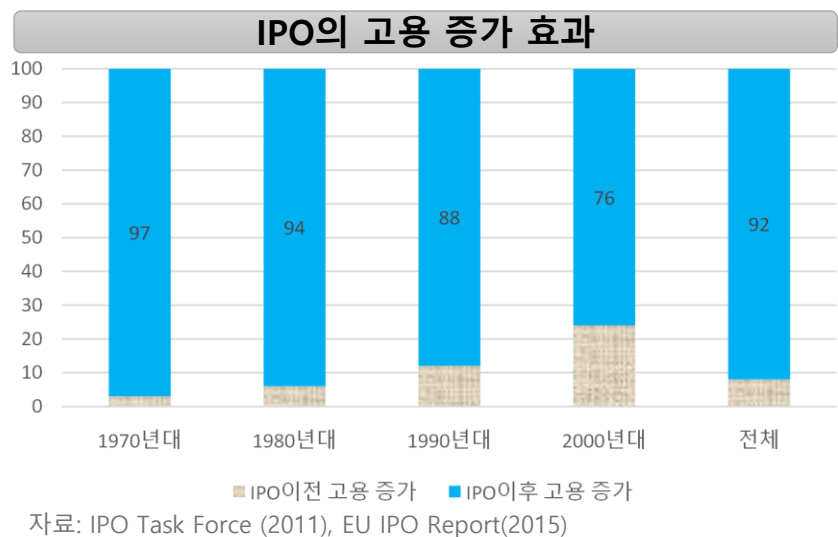


신뢰도 제고를 위한 불공정 행위 제재 강화

- 코스닥 시장에 대한 낮은 신뢰도에는 고질적인 불공정 행위가 한몫함
 - › 2015~2017년 자본시장조사단 심의 불공정행위 사건 중 코스닥 시장 피의자 수는 유가증권 시장 대비 3.8배에 이르고 있음
 - › 3대 불공정행위 사건 중 코스닥 종목 관련 피의자는 유가증권 시장의 2배를 넘고 있음
- 코스닥 시장의 신뢰도 제고를 위해서는 보다 강력한 불공정 행위 제재 방안이 필요함
 - › 정부는 신정부 100대 국정과제 중 23대 과제로 '공정한 시장질서 확립'을 제시하면서 자본시장의 불공정 행위에 대한 제재 강화를 적시하였음
 - 금융당국은 불공정거래 제재의 효과를 높이기 위해 다양한 수단을 활용할 계획임을 밝히고 있음
 - › 불공정거래가 빈발하는 코스닥 시장에 대해서는 보다 적시적이고 효과적인 제재 방안 마련이 필요함

혁신과 고용이 강조되는 코스닥의 정체성 수립

- 세계적으로 신시장의 주요 기능으로 일자리 창출 효과 강조
 - › IPO를 통한 일자리 창출 효과의 경제적 중요성 부각
 - 프랑스/독일/이탈리아/영국 '07~'10 신규 성장 기업의 일자리 창출은 28만개(GE Capital)



- 코스닥은 혁신성이 유지되면서 고용의 한 축을 담당하는 기업의 요람으로 부각시킬 필요성이 있음
 - › 코스닥은 혁신기업이 IPO 이후에도 혁신 활동이 지속되고 성공을 경험한 혁신가들의 연쇄 창업을 촉발시키는 시장을 지향할 필요가 있음



Thank You!