

OPINION

선임연구위원
강소현

코스닥시장 상장종목의 분포상 이질성과 향후 과제*

코스닥시장은 중소·벤처기업의 자금조달과 혁신기업 성장을 지원하기 위해 설립되었으며 지난 30년간 양적 성장과 모험자본 공급 측면에서 일정한 성과를 달성하였다. 그러나, 현재 코스닥시장에 상장된 기업의 이질성을 고려했을 때 “혁신성장기업만의 시장”이라기보다 “혁신기업을 포함한 이질적 시장”으로 이해하는 것이 적절하다. 분석 결과, 코스닥시장에는 R&D 집약도가 높은 혁신기업과 우량기업이 존재하는 동시에, 수익성·재무건전성이 취약한 기업군도 함께 존재한다. 또한 과거에 비해 중위기업의 성장성은 둔화된 반면, 상위 연구개발 집약기업군과 하위 수익성 취약기업군이 동시에 확대되면서 시장 내부의 이질성이 강화되고 있다. 산업구성 측면에서도 IT와 의료 등 성장·혁신 산업군의 비중이 높아지면서 코스닥의 혁신성장시장 성격은 유지되고 있으나, 산업별 수익구조와 위험 특성의 차이로 인해 시장 내 분포 폭도 확대되고 있다.

이러한 이질성은 시장 다양성이라는 장점을 갖지만, 우량·혁신기업과 취약기업이 구분되지 않을 경우 코스닥시장 전체의 평판과 투자자 접근성에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 따라서 향후 코스닥시장의 정책 방향은 시장 전체에 단일한 혁신성장시장 정체성을 부여하는 데 그치지 않고, 우량 대표기업의 위상 제고, 혁신기업의 지속 성장 지원, 부실위험 기업에 대한 관리 강화를 동시에 달성하는 방향으로 설계될 필요가 있다. 이를 위해 코스닥시장 내 기업군을 명확히 식별할 수 있는 세그먼트 체계를 정비하고, 기업 특성에 맞는 공시·상장관리·투자자 정보제공 체계를 강화할 필요가 있다.

코스닥시장은 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하고 혁신기업의 성장을 촉진하기 위해 설립된 시장이다. 출범 이후 코스닥시장은 상장기업 수, 거래규모 등 양적 측면에서 크게 성장하였다. 그러나 시장의 양적 확대가 곧바로 정책 목적의 달성을 의미하는 것은 아니다. 코스닥시장이 여전히 혁신성장 시장이라는 본래의 정책 목적에 부합하는 구조와 성과를 유지하고 있는지, 그리고 코스닥 상장기업들이 중소·혁신기업이라는 단일한 시장 정체성으로 설명될 수 있는지는 별도로 검토할 필요가 있다. 특히 상장기업의 특성이 달라질수록 동일한 시장규모와 정책수단이 모든 기업에 동일하게 효과적으로 작동하기 어려우므로, 코스닥시장 내부의 이질성을 파악하는 것은 시장 기능과 제도 설계의 적정성을 평가하기 위한 출발점이 된다.

이러한 관점에서, 본고는 코스닥시장 상장종목의 이질성을 규모, 수익성, 성장성, 혁신성, 재무건전성 측면에서 다각적으로 분석하고, 이러한 이질성이 발생하거나 확대된 원인을 살펴본다. 특히

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

코스닥시장을 중소·혁신기업 중심의 동질적 시장으로 이해하는 것이 적절한지, 아니면 상이한 특성을 가진 기업군이 병존하는 이질적 시장으로 보아야 하는지를 검토한다. 아울러 과거 코스닥시장 설립 초기나 IT 붐 시기와 현재의 코스닥시장 간 변화양상을 비교함으로써, 현재의 코스닥시장이 과거와 동일한 제도적 틀로 관리될 수 있는지 평가하고자 한다.

코스피 대비 코스닥의 분포상 특징

코스닥 상장기업의 주요 재무·시장 변수 분포를 분위수 기준으로 살펴보았다. 소수 대형기업이나 극단값의 영향을 완화하기 위해, P10, P50, P90 및 분위수 격차를 중심으로 분포의 폭과 위치를 비교하였다.

〈표 1〉 코스피 대비 코스닥 핵심변수 분위수 비교

구분	핵심변수	단위	코스닥				코스피			
			P10	P50	P90	격차 ²⁾	P10	P50	P90	격차 ²⁾
규모	시가총액	억원	245	900	4,154	16.96	573	2,595	46,580	81.29
	총자산	억원	277	1,138	5,715	20.63	1,526	8,994	154,526	101.26
	매출액	억원	44	640	3,804	86.45	920	6,632	73,861	80.28
수익성	당기순이익	억원	-193	3	222	415	-270	156	3,357	3,627
	ROA	%	-14.92	0.59	9.10	24.02	-2.53	2.93	9.41	11.94
	ROE	%	-40.38	1.57	13.23	53.61	-11.31	4.77	15.66	26.97
	영업이익률	%	-56.64	1.38	15.61	72.25	-4.95	3.70	13.01	17.96
재무건전성	이자보상배율	배	-21.13	0.39	65.24	86.37	-2.15	3.02	44.87	47.02
가치평가	PBR	배	0.44	1.10	4.61	4.17	0.27	0.63	2.61	2.34
	PER	배	5.46	17.96	99.34	93.88	4.24	12.35	54.20	49.96
혁신성	연구개발비율 ³⁾	%	0.00	1.65	22.02	22.02	0.00	0.16	3.40	3.40
성장성	매출액증가율	%	-18.03	4.16	38.68	56.71	-9.34	2.77	24.56	33.90
시장접근성	외국인지분율	%	0.36	1.92	9.19	8.83	0.75	4.70	27.5	26.75

주 : 1) 재무변수는 기업별 2024회계연도와 2025회계연도의 평균값을 기준으로 산출하며, 시장변수는 2024년 말과 2025년말의 평균값을 기준으로 산출함

2) '격차'는 규모 변수의 경우 배율(P90/P10)로 분포 폭을 제시하였고, 수익성·성장성·재무건전성 변수의 경우 음수 또는 0이 포함되므로 차이(P90-P10)로 계산함

3) '연구개발비율'은 연구개발비율_{it} = (연구개발비_{it} + max{Δ개발비_{it}, 0})/매출액_{it} 으로 정의함

자료: FnGuide, 자본시장연구원

코스닥시장은 코스피에 비해 단순히 규모가 작은 시장일 뿐 아니라 내부 분포의 폭이 큰 시장이라는 점이 확인된다. 구체적으로 다음과 같은 특징을 파악할 수 있다. 첫째, 코스닥은 코스피에 비해 기업 규모가 작고, 매출·자산·시가총액의 중앙값도 낮다. 그러나 코스닥 내부에서도 상위기업과 하위기업 간 규모 차이가 뚜렷하게 나타나, 코스닥을 단순히 소형 성장기업 시장으로만 보기 어렵다.

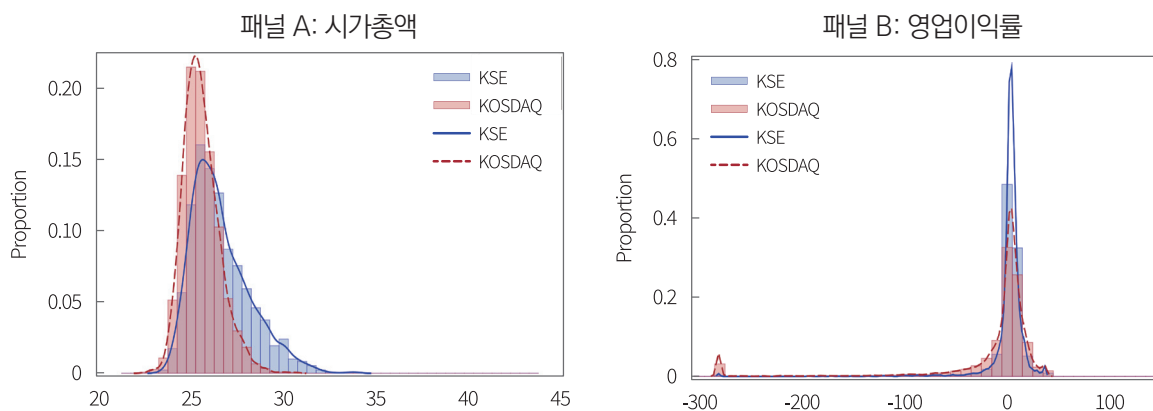
둘째, 코스닥의 이질성은 특히 수익성 및 재무건전성 지표에서 두드러진다. ROA, ROE, 영업이익률, 이자보상배율의 하위 분위수는 큰 폭의 음수를 보이는 반면, 상위 분위수는 양호한 수익성과 재무상태를 보인다. 코스닥의 이질성은 수익성이 안정된 성장기업이 존재할 뿐만 아니라, 영업·재무 기반이 취약한 하위 부실기업이나 수익성이 아직 발현되지 않은 혁신기업군의 존재와도 밀접하게 관련되어 있다.

셋째, 연구개발비율과 매출액증가율은 코스닥의 혁신성·성장성을 보여주는 지표이지만, 이들 변수 역시 분포가 넓게 나타난다. 코스닥의 연구개발비율 중앙값은 코스피보다 높아 혁신성장시장으로서의 성격을 일부 확인할 수 있다. 그러나 P10이 0%인 반면 P90은 22%를 초과한다는 점은 모든 코스닥 기업을 혁신기업으로 보기 어렵다는 점을 보여준다. 즉, 코스닥시장에는 R&D 집약도가 높은 기술·성장기업과 연구개발 활동이 미미한 일반기업 또는 취약기업이 함께 상장되어 있다.

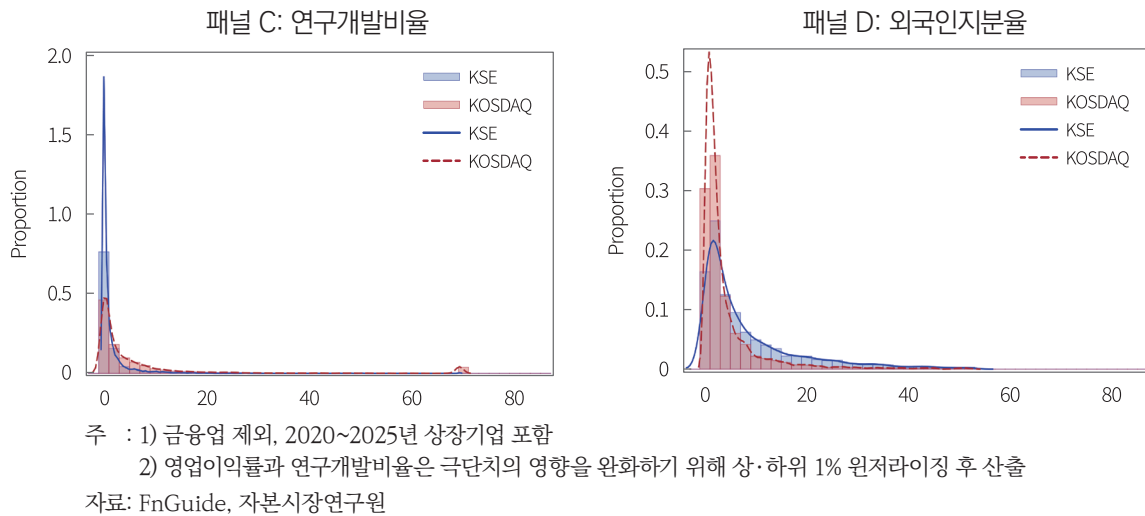
횡단면 분포로 본 코스닥의 이질성

분위수 분석에 이어, 코스피와 코스닥의 핵심변수 분포를 비교하였다. 본 분석에서는 2020~2025년 비금융 상장기업을 대상으로 히스토그램과 커널밀도 추정을 통해 코스피와 코스닥의 분포 형태를 살펴보았다.

〈그림 1〉 코스피 대비 코스닥 핵심변수 분포: 2020~2025년



〈그림 1〉 코스피 대비 코스닥 핵심변수 분포: 2020~2025년 (계속)



먼저 시가총액 분포를 보면, 코스닥은 코스피에 비해 전반적으로 왼쪽에 위치한다. 이는 코스닥 상장기업이 코스피 상장기업보다 평균적으로 규모가 작다는 점을 보여준다. 다만 코스닥 분포가 단순히 소규모 기업에만 집중되어 있는 것은 아니며, 오른쪽 꼬리도 일정하게 존재한다. 이는 코스닥 내에 일반 중소형 기업뿐 아니라 일정 규모 이상으로 성장한 기업도 함께 존재한다는 점을 의미한다.

수익성 지표에서는 코스닥의 이질성이 보다 뚜렷하게 확인된다. 영업이익률 분포를 보면, 코스피는 양의 수익성 구간을 중심으로 비교적 좁고 높은 밀도를 보이는 반면, 코스닥은 분포의 폭이 넓고 음의 수익성 구간으로 왼쪽 꼬리가 길게 나타난다. 이는 코스닥 내에 수익성이 양호한 기업과 수익성이 크게 낮은 기업이 동시에 존재한다는 점을 보여준다.

또한 연구개발비율 분포는 코스닥시장의 혁신성장시장으로서의 성격과 한계를 동시에 보여준다. 코스피는 연구개발비율이 0 부근에 매우 강하게 집중되어 있는 반면, 코스닥은 0 부근에 많은 기업이 존재하면서도 오른쪽 꼬리가 상대적으로 두껍게 나타난다. 이는 코스닥 내에 매출 대비 연구개발투자 비중이 높은 기술·성장기업군이 존재함을 의미한다. 그러나 동시에 코스닥에서도 연구개발비율이 낮거나 거의 없는 기업이 다수 존재한다. 따라서 코스닥 전체를 혁신성장기업의 시장으로 일반화하기보다는, 연구개발 집약도가 높은 혁신기업과 연구개발 활동이 미미한 일반기업이 함께 존재하는 시장으로 이해하는 것이 타당하다.

외국인지분율 분포는 코스피와 코스닥 간 투자자 기반의 차이를 보여준다. 코스닥은 낮은 외국인지분율 구간에 집중되어 있으며, 코스피에 비해 오른쪽 꼬리가 상대적으로 약하다. 이는 코스닥 기업이 코스피 기업에 비해 외국인 투자자의 투자대상으로 편입되는 정도가 낮고, 외국인 보유가 일부 기업에 제한적으로 집중되어 있음을 시사한다. 이러한 결과는 코스닥 기업 간 정보 접근성, 유동성, 기관 및

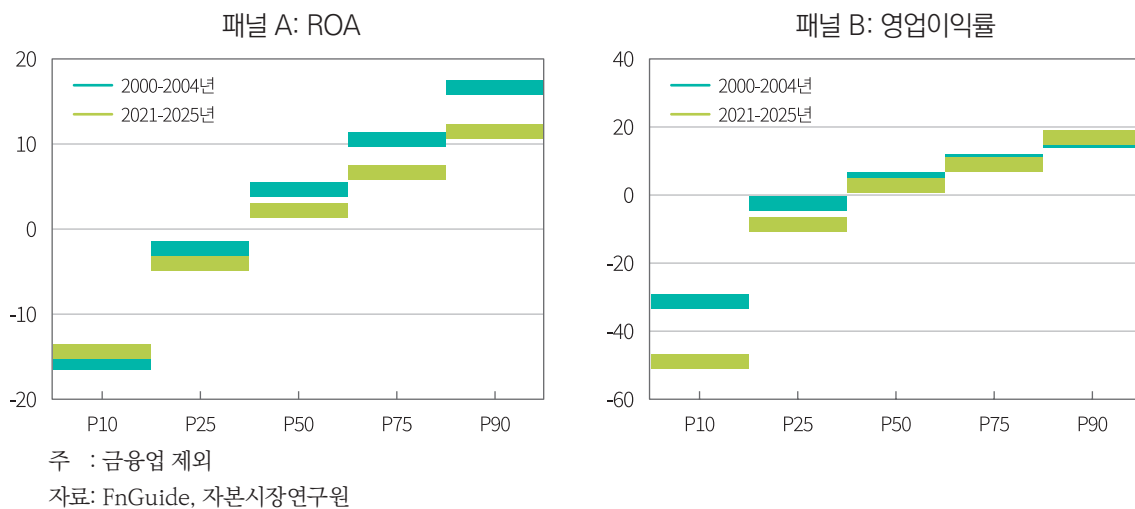
외국인 투자자 관심도에서 상당한 차이가 존재할 가능성을 보여준다.

종합하면, 코스닥시장은 코스피와 뚜렷하게 다른 분포 특성을 보인다. 규모 측면에서는 코스피보다 작은 기업이 중심을 이루지만, 수익성 및 재무건전성 측면에서는 하위 취약기업군이 존재하고, 연구개발비율 측면에서는 상위 혁신기업군이 동시에 존재한다. 즉, 코스닥의 이질성은 단순히 일부 고성장 혁신기업의 존재만으로 설명되지 않는다. 코스닥시장에는 성장성과 혁신성이 높은 기업뿐 아니라 수익성 및 재무건전성이 취약한 기업도 함께 존재하며, 이 두 기업군의 공존이 시장 전체의 분포를 넓히는 핵심 요인으로 작용한다.

시장 설립 초기 대비 수익성 변화

코스닥시장의 수익성 이질성이 최근 확대되었는지를 확인하기 위해 시장 설립 초기인 2000~2004년과 최근 기간인 2021~2025년의 ROA, 영업이익률 분포를 비교하였다.

〈그림 2〉 코스닥 시장 설립 초기 대비 최근 수익성 분포 변화



분석 결과, 코스닥 상장기업의 수익성은 과거에 비해 전반적으로 약화된 것으로 나타났다. ROA의 평균은 2000~2004년 2.04%에서 2021~2025년 -0.31%로 하락하였으며, 중위값 역시 4.28%에서 1.85%로 낮아졌다. 상위 분위수도 하락하였다. ROA의 P90은 과거 16.35%에서 최근 11.07%로 낮아져, 상위 수익성 기업군의 수익성 수준도 과거에 비해 약화된 것으로 나타났다. 하위 분위수는 여전히 음의 값을 보이고 있으며, P25는 -2.51%에서 -4.22%로 악화되었다. 이는 코스닥시장 내에서 수익성이 낮거나 적자 상태에 있는 기업군이 지속적으로 존재하고 있음을 의미한다.

영업이익률에서는 하위 취약기업군의 확대가 더욱 뚜렷하게 확인된다. 영업이익률 중위값은 과거 -5.65%에서 최근 -14.64%로 크게 낮아졌고, P10은 -31.08%에서 -48.45%로 하락하였다. P25 역시 -2.97%에서 -8.46%로 악화되었다. 반면 P90은 15.94%에서 16.75%로 소폭 상승하였다. 이는 코스닥시장 내 일부 기업은 여전히 양호한 영업수익성을 유지하고 있지만, 하위기업군에서는 영업손실이 확대되었음을 보여준다. 특히 P90-P10 격차가 47.02%p에서 65.20%p로 확대된 점은 코스닥시장 내부의 수익성 격차가 최근 더 커졌다는 근거가 된다.

취약기업군과 혁신기업군의 동시 확대

분포 양끝의 기업군 비중을 살펴봐도 같은 결론을 확인할 수 있다. ROA가 음수인 기업 비중, 영업이익률이 음수인 기업 비중, 연구개발비율이 일정 수준 이상인 기업 비중을 비교하면, 최근 코스닥 시장에서는 수익성 취약기업군과 연구개발 집약기업군이 동시에 확대된 것으로 나타난다.

〈표 2〉 코스닥 수익성 취약기업 및 R&D 집약기업 비중 변화

지표		2000-2004	2021-2025	변화
ROA < 0		29.76%	38.02%	+8.26%p
영업이익률 < 0		29.78%	37.84%	+8.06%p
연구개발비율	0%	32.00%	23.50%	-8.50%p
	5% 이상	15.13%	29.30%	+14.17%p
	10% 이상	6.59%	16.31%	+9.72%p

주 : 금융업 제외

자료: FnGuide, 자본시장연구원

ROA가 음수인 기업 비중은 과거 29.76%에서 최근 38.02%로 상승하였고, 영업이익률이 음수인 기업 비중도 29.78%에서 37.84%로 높아졌다. 이는 최근 코스닥시장 내 수익성 취약기업의 비중이 확대되었음을 보여준다. 한편 연구개발비율이 5% 이상인 기업 비중은 15.13%에서 29.30%로, 10% 이상인 기업 비중은 6.59%에서 16.31%로 증가하였다. 즉, 최근 코스닥시장에서는 수익성 취약기업군이 확대되는 동시에 연구개발 집약도가 높은 혁신기업군도 증가하였다.

즉, 과거 대비 최근 코스닥시장의 분포 변화는 단순히 시장 전체가 혁신성장기업 중심으로 이동했다기보다, 하위 수익성 취약기업군과 상위 연구개발 집약기업군이 동시에 확대되는 방향으로 나타난다. ROA와 영업이익률에서는 적자 또는 저수익 기업군의 존재가 뚜렷하며, 연구개발비율에서는 R&D 집약도가 높은 상위기업군과 연구개발 활동이 미미한 하위기업군이 공존한다. 이는 코스닥시장이 단일한 혁신성장기업 시장이라기보다, 기업 특성의 차이가 큰 이질적 시장이라는 점을 보여준다.

성장성 둔화와 상위 성장기업의 병존

코스닥 상장기업의 성장성 및 혁신성 분포를 연도별 분위수 기준으로 살펴보면, 코스닥시장이 단일한 고성장·혁신기업군으로 구성되어 있다기보다 상위 성장·혁신기업군과 저성장·저혁신기업군이 함께 존재하는 이질적 시장이라는 점이 확인된다.

〈표 3〉 코스닥 매출액증가율의 연도별 분위수 추이

연도	기업 수	P10	P25	P50	P75	P90
2000	528	-16.76	4.08	21.99	54.80	112.32
2005	915	-33.32	-9.24	6.88	25.48	64.31
2011 ²⁾	981	-25.44	-5.14	9.25	25.35	48.77
2015	1112	-24.57	-9.37	4.41	17.98	41.28
2020	1420	-33.93	-13.88	0.82	18.14	47.80
2025	1723	-25.78	-8.63	3.43	18.36	43.97

주 : 1) 금융업 제외

2) 매출액증가율은 2년 연속 자료가 존재하는 기업을 대상으로 하며, 2010년은 K-IFRS 전환에 따른 자료 결측이 다수 존재하여 2011년 값으로 대체함

자료: FnGuide, 자본시장연구원

먼저 매출액증가율의 경우, 2000년에는 중위값이 21.99%, 상위 10% 분위수인 P90이 112.32%로 매우 높게 나타났으나, 이후 전반적으로 하락하여 2025년에는 중위값이 3.43%, P90이 43.97% 수준으로 낮아졌다. 이는 코스닥 상장기업 전반의 성장성이 과거에 비해 둔화되었음을 보여준다. 특히 중위기업의 매출액증가율이 2000년 21.99%에서 2020년 0.82%, 2025년 3.43%로 크게 낮아진 점은 코스닥시장을 전체적으로 고성장기업 중심 시장으로 일반화하기 어렵다는 근거가 된다.

다만 매출액증가율의 상위 분위수는 여전히 일정 수준 이상을 유지하고 있다. 2020년 P90은 47.80%, 2025년 P90은 43.97%로 나타나, 코스닥시장 내 일부 상위기업은 여전히 높은 성장성을 보유하고 있음을 보여준다. 반면 하위 분위수인 P10은 다수 연도에서 큰 폭의 음수를 보이고 있으며, P25도 여러 연도에서 음의 값을 나타낸다. 이는 코스닥시장 내에 고성장 기업군이 존재하는 동시에 매출이 감소하거나 성장성이 낮은 기업군도 상당수 존재한다는 의미이다.

R&D 집약기업 확대와 저혁신 기업의 공존

연구개발비율의 경우에는 코스닥시장의 혁신성 측면에서 보다 뚜렷한 이질성이 확인된다.

〈표 4〉 코스닥 연구개발비율의 연도별 분위수 추이

연도	기업 수	P10	P25	P50	P75	P90
2000	535	0.00	0.00	0.18	2.14	7.41
2005	916	0.00	0.00	0.47	2.86	6.35
2010	1005	0.00	0.00	0.60	2.72	7.21
2015	1128	0.00	0.00	0.95	3.97	9.49
2020	1432	0.00	0.00	1.28	5.01	11.85
2025	1726	0.00	0.02	1.62	6.82	20.54

주 : 금융업 제외

자료: FnGuide, 자본시장연구원

연구개발비율의 P90은 2000년 7.41%에서 2015년 9.49%, 2020년 11.85%, 2025년 20.54%로 상승하였다. 이는 코스닥시장 내 상위 기업군에서 연구개발 집약도가 높아지고 있으며, 일부 기업은 혁신성장기업으로서의 특성을 강화하고 있음을 시사한다. 특히 2025년 P90이 20%를 상회한다는 점은 코스닥 상위 기업군 중 상당수가 매출 대비 높은 수준의 연구개발투자를 수행하고 있음을 보여준다.

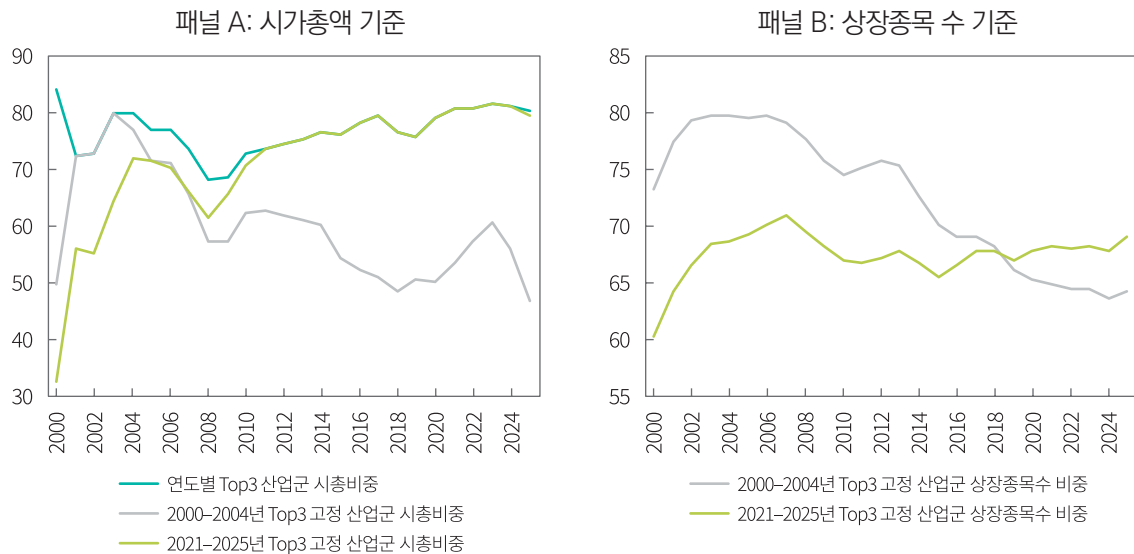
그러나 연구개발비율의 하위 분위수는 전혀 다른 모습을 보인다. P10은 모든 관측 연도에서 0.00%이며, P25도 2000년부터 2020년까지 0.00%에 머물렀고 2025년에도 0.02%에 그쳤다. 이는 코스닥 상장기업의 하위 25% 내외는 연구개발비율이 사실상 0에 가까운 기업군이라는 점을 의미한다. 중위값 역시 2000년 0.18%에서 2025년 1.62%로 상승하기는 했으나, 상위 분위수의 상승폭에 비하면 제한적이다. 따라서 연구개발비율의 상승은 코스닥 전체 기업에 고르게 나타난 현상이라기보다, 주로 상위 연구개발 집약기업군을 중심으로 발생한 변화로 해석된다.

다시 말해, 매출액증가율과 연구개발비율의 분위수 추이는 코스닥시장 내 성장성과 혁신성이 일부 상위기업군에 집중되어 있음을 보여준다. 매출액증가율에서는 상위 고성장 기업군이 여전히 존재하지만 중위기업의 성장성은 과거보다 낮아졌고, 하위기업군에서는 역성장이 지속적으로 관찰된다. 연구개발비율에서는 상위 분위수가 뚜렷하게 상승하여 혁신기업군의 존재가 확인되지만, 하위 분위수는 0에 가까워 연구개발 활동이 미미한 기업군도 광범위하게 존재한다.

산업구성 변화와 산업군 편중

코스닥시장의 이질성은 산업구성 변화와 무관하지 않다. 코스닥시장의 산업군 편중을 시가총액, 상장종목수 기준으로 살펴보면 주도 산업군의 구성에서 뚜렷한 변화가 나타난다.

〈그림 3〉 코스닥 Top3 산업군 비중 추이



자료: FnGuide, 자본시장연구원

2000~2004년 시가총액 기준 상위 3개 산업군은 IT, 통신서비스, 경기소비재였으며, 이들의 평균 시가총액 비중은 각각 38.37%, 16.40%, 15.85%였다. 반면 2021~2025년에는 IT, 의료, 경기소비재가 상위 3개 산업군으로 나타났으며, 평균 시가총액 비중은 각각 43.50%, 25.94%, 11.53%였다. 이는 IT 산업이 코스닥시장의 핵심 산업군으로 지속적으로 높은 비중을 차지하는 가운데, 과거 통신서비스가 차지하던 위치를 최근에는 의료 산업이 대체했음을 보여준다. 상장종목수 기준으로도 유사한 산업구성 변화가 확인되며, 특히 의료 산업은 최근 상장종목수 기준 15.67%를 차지하며 2위 산업군으로 부상하였다.

시가총액 기준 Top3 산업군 비중 추이를 보면, 매년 상위 3개 산업군의 합산 비중은 대체로 70~80%대의 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 코스닥시장의 시가총액이 장기간에 걸쳐 소수 산업군에 집중되어 있음을 보여준다. 다만 과거 Top3 산업군을 고정하여 추적하면, 2000년대 초반 80%를 상회하며 큰 비중을 차지했던 산업군은 하락하여 2010년대 중후반에는 50%대 초반까지 낮아졌다. 반면 최근 Top3 산업군을 고정하여 추적하면, 2000년대 초반에는 상대적으로 낮은 비중을 보였으나 이후 꾸준히 상승하여 최근에는 80% 내외의 높은 수준을 보인다. 이는 코스닥시장의 산업구성이 과거 주도 산업군에서 최근 주도 산업군으로 재편되었음을 보여주는 결과이다.

이상의 결과는 코스닥시장의 이질성을 산업구성 측면에서 설명하는 근거가 된다. 코스닥시장은 장기간 IT 산업의 비중이 높은 시장이었지만, 최근에는 의료 산업이 시가총액과 상장종목수 양쪽에서 핵심 산업군으로 부상하였다. 의료·바이오 산업은 일반적으로 연구개발 집약도가 높고 성장 기대가 크지만,

수익 실현 시점이 불확실하고 적자기업 비중이 높게 나타날 수 있다. 따라서 최근 의료 산업의 비중 확대는 코스닥시장 내 연구개발비율 상위기업군의 확대와 동시에 수익성 취약기업군의 존재를 설명하는 구조적 요인으로 볼 수 있다.

단일 시장 · 단일 규율체계의 효과와 한계

코스닥시장 내 기업군이 이질적이라는 사실이 곧바로 부정적인 의미만 갖는 것은 아니다. 성장단계, 산업특성, 수익성, 혁신성이 다른 기업이 하나의 시장에 존재하는 것은 시장의 폭과 다양성을 확대할 수 있다. 투자자는 다양한 위험·수익 특성을 가진 기업에 접근할 수 있고, 기업은 성장단계에 따라 자본시장을 활용할 수 있다.

그러나 이질성이 큰 기업군을 하나의 시장과 하나의 규율체제로 관리할 경우 여러 한계가 발생한다. 첫째, 우량 혁신기업과 수익성 · 재무건전성이 취약한 기업이 동일 시장 내에서 충분히 구분되지 않을 경우, 취약기업군의 부정적 신호가 코스닥시장 전체의 평판에 영향을 미칠 수 있다. 투자자는 코스닥시장 전체를 고위험 시장으로 인식하여 코스닥시장 디스카운트의 가능성이 있으며, 이는 우량기업의 자본비용을 높이는 요인으로 작용할 수 있다.

둘째, 시장관리 측면에서도 문제가 발생한다. 성장기업에 대해서는 일정 수준의 위험과 불확실성을 허용하되 자금조달과 유동성을 지원할 필요가 있다. 반면 부실위험기업에 대해서는 투자자 보호와 시장 신뢰 유지를 위해 보다 엄격한 관리가 필요하다. 그러나 두 기업군이 동일한 규율체계 아래 놓이면, 규율이 우량 성장기업에는 과도하게 엄격하고 취약기업에는 충분히 엄격하지 않은 방식으로 작동할 수 있다.

셋째, 코스닥시장의 벤처기업 지원 역할을 IPO를 통한 회수 경로로 기능하는 것과 상장 이후 혁신 성장기업을 지속적으로 육성 · 관리하는 것으로 구분해서 볼 필요가 있다. 코스닥시장의 역할은 벤처 투자 회수를 위한 상장 기회를 제공하는 데 그치지 않고, 상장 이후 성장자금 조달, 가격발견, 투자자 기반 확대, 신뢰 형성, 혁신기업 선별과 같은 기능을 통해 기업의 지속 성장을 지원하는 데까지 확장될 필요가 있다. 그러나 현재의 시장체계가 IPO 중심의 진입 기능에 비해 상장 이후 기업군의 성장단계 변화와 질적 차이를 충분히 반영하지 못한다면, 우량 혁신기업도 취약기업군과 동일한 시장평판을 공유하게 되어 코스닥시장 전체의 디스카운트로 이어질 수 있다. 이는 벤처혁신기업을 지원하는 바람직한 방식이라고 보기 어렵다.

넷째, 투자자 관점에서는 우량기업과 취약기업을 보다 명료하게 구분할 수 있는 시장 내 식별체계가 필요하다. 앞서 살펴본 바와 같이 코스닥시장은 규모, 수익성, 혁신성, 재무건전성 측면에서 기업 간 분포 폭이 크고, R&D 집약도가 높은 혁신기업과 수익성 · 재무건전성이 취약한 기업이 동시에

존재한다. 이질적인 기업군이 동일한 시장평판을 공유하고 있어, 투자자는 코스닥시장 내 우량기업과 취약기업의 위험·수익 특성을 직관적으로 구분하기 어렵고, 취약기업군의 위험이 우량 혁신기업의 평가에도 부정적으로 전이될 수 있다. 따라서 투자자 접근성을 높이기 위해서는 우량기업과 부실기업을 명확히 식별할 수 있는 체계를 강화할 필요가 있다.

따라서 코스닥시장의 이질성은 시장 다양성이라는 장점을 갖는 동시에, 시장평판, 투자자보호, 공시체계, 상장관리, 지수상품 설계 측면에서 제도적 부담을 발생시킨다. 핵심은 이질성 자체를 제거하는 것이 아니라, 이질성을 시장구조 안에서 명확히 식별하고 관리하는 것이다.

향후 과제: 이질적 성장시장으로서의 코스닥시장 재정비

현재의 코스닥시장은 “혁신성장기업의 시장”이라기보다 “혁신기업을 포함한 이질적 성장시장”으로 이해하는 것이 적절하다. 앞서 살펴본 바와 같이 코스닥시장에는 R&D 집약도가 높은 혁신기업과 성장기업이 존재하는 동시에, 수익성·재무건전성이 취약한 기업군도 함께 존재한다. 따라서 정책적으로 중요한 것은 이질적인 코스닥 상장기업에 혁신성장시장이라는 단일한 정체성을 강제하는 것이 아니라, 코스닥시장 내부에서 실제 혁신성과 성장성을 갖춘 기업군을 명확히 식별하고 이들이 시장에서 적절히 평가받을 수 있도록 제도적 구분과 지원체계를 마련하는 것이다.

이러한 점에서 코스닥시장의 정책목표는 단일한 혁신성장시장이라는 개념에서 벗어나 다층적 성장시장으로 재정의될 필요가 있다. 코스닥시장에는 혁신기업, 성장기업, 일반 중소기업, 재무취약기업이 함께 존재하므로, 정책목표도 혁신기업 육성, 시장 신뢰 제고, 투자자 보호, 성장사다리 기능 강화라는 복수의 목표를 균형 있게 반영해야 한다. 즉, 코스닥시장의 정책 방향은 우량 대표기업의 위상 제고, 혁신기업의 지속 성장 지원, 부실위험 기업에 대한 관리 강화라는 목표를 동시에 달성하는 방향으로 설계되어야 한다.

이러한 관점에서 코스닥시장 내 기업군을 구분하는 세그먼트 체계 도입은 타당한 방향으로 판단된다. 기업의 특성에 맞는 상장유지 기준, 공시의무, 시장관리 방식을 적용하는 방안을 검토할 수 있으며, 이는 취약기업군의 위험이 코스닥시장 전체의 평판으로 전이되는 것을 완화하는 동시에 우량 혁신기업이 시장 내에서 보다 명확히 구분되어 평가받을 수 있도록 하는 장치가 될 수 있다.

코스닥시장의 역할 역시 벤처투자의 IPO 회수 경로 제공에 한정되어서는 안 된다. 상장 이후 성장자금 조달, 가격발견, 투자자 기반 확대, 기업 신뢰도 제고, 우량 혁신기업의 식별과 사후관리까지 포함하는 성장 플랫폼으로 기능할 때, 코스닥시장은 진정한 의미에서 혁신성장기업을 지원할 수 있다.

종합하면, 코스닥시장의 이질성은 시장의 약점인 동시에 제도개선의 출발점이다. 다양한 기업군이 존재한다는 사실 자체가 문제는 아니다. 문제는 이질적 기업군이 충분히 구분되지 않은 채 하나의

시장평판과 하나의 규율체계 아래 놓여 있다는 점이다. 향후 코스닥시장은 이질성을 억제하기보다 이를 명확히 식별하고, 기업군별 특성에 맞는 규율과 지원을 적용하는 방향으로 발전할 필요가 있다. 이를 통해 코스닥시장은 혁신기업의 성장 기반을 강화하는 동시에 시장 신뢰와 투자자 보호를 제고하는 방향으로 재정비될 수 있을 것이다.