

KCMI

Korea Capital
Market Institute

코스닥시장 신규상장경로 비교분석

강소현·김준석

코스닥시장 신규상장경로 비교분석

강소현·김준석*

〈요 약〉

최근 혁신창업 생태계 조성의 필요성이 강조되면서 혁신기업의 자본조달과 모험자본의 순환을 지원하는 자본시장 핵심 인프라로서 코스닥시장의 중요성이 부각되고 있다. 보다 많은 혁신기업에 상장기회를 제공하는 동시에 기업 잠재가치의 불확실성으로부터 투자자를 보호하기 위해서는 효과적인 상장제도의 설계가 필수적이다. 본고는 코스닥시장 신규상장기업이 선택할 수 있는 네 가지 상장경로의 특성을 비교분석하여 코스닥시장 상장제도의 효율성을 평가하고자 한다.

정규상장, 코넥스 이전상장, 우회상장, SPAC 합병상장 등 네 가지 상장경로의 특성을 분석한 결과, 정보비대칭 수준, 이해당사자의 유인체계, 자금조달의 특성, 상장심사의 기준과 절차 등의 측면에서 차이가 존재하였으며 결과적으로 기업의 상장경로 선택 및 상장 이후 성과에 영향을 미친 것으로 파악된다. 첫째, 정규상장 이외의 상장경로를 통한 상장이 약 30%를 차지하는 가운데, 우회상장은 상장 실질심사 도입 이후 거의 사라지고 대신 이전상장과 합병상장이 증가한 것으로 나타난다. 둘째, 정규상장은 주로 중대형 기업이, 이전상장, 우회상장, 합병상장은 주로 중소형 기업이 선택하는 경로로 나타나며, 이전상장은 IT-의료 분야의 비중이 상대적으로 높은 것으로 확인된다. 셋째, 수익성, 성장성, 안정성 등 재무적 특성은 정규상장과 합병상장 기업이 상대적으로 양호하고 우회상장 기업이 가장 취약한 것으로 나타난다. 이전상장 기업의 경우 영업성과는 취약하나 재무적 안정성이 높고 연구개발 활동이 활발한 것으로 파악된다. 넷째, 정규상장과 합병상장에 비하여 이전상장의 공모가 저평가 수준이 현저히 낮아, 신규상장기업의 자금조달비용을 감소시키는 효과가 큰 것으로 나타난다. 마지막으로, 상장 이후 2년간 주가수익률 성과는 이전상장과 합병상장이 정규상장에 비해 유사하거나 높은 수준이며 우회상장은 매우 부진한 것으로 분석된다. 이상의 분석결과를 종합하면, 정규상장과 차별화되는 이전상장과 합병상장의 구조적 특성은 중소형 기업에게 상장경로 선택의 폭을 넓혀줄 뿐만 아니라 우량기업을 선별하는 데 기여하는 것으로 판단된다.

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

자본시장실 선임연구위원 김준석 (jskim@kcmi.re.kr)

자본시장실 연구위원 강소현 (sohyun.kang@kcmi.re.kr)

I. 서론

한국경제의 재도약을 위한 성장동력 확보전략의 일환으로 혁신창업 생태계 조성의 필요성이 강조되고 있다. 선진기술 모방전략으로 성장해온 한국경제는 신흥국의 추격에 따른 경쟁 심화로 기존 주력산업의 경쟁력에 한계가 드러나고 있다. 규모의 경제, 범위의 경제에 기반한 요소투입 중심의 패러다임에서 벗어나, 혁신적 지식과 기술이 생산성 증대 및 새로운 시장과 일자리의 창출로 이어질 수 있는 경제구조를 새롭게 구축해야 할 필요성이 높아지고 있다.

혁신활동은 실패확률이 높고, 투자기간이 길며, 예측가능성이 낮다는 점에서 은행을 통한 금융보다 주식시장에 기반한 금융의 역할이 중요하다. 주식을 통한 자금조달은 성장기회(이익)와 위험을 공유하고, 담보를 요구하지 않으며, 기업의 재무위험에 영향을 주지 않기 때문이다. 주식시장이 제공하는 가격발견 기능, 분산투자 기회, 풍부한 유동성은 혁신투자를 촉진하며, 창업에 대한 진입 장벽을 낮춰 대기업의 기술 독과점화를 완화할 수 있다.

이러한 관점에서 중소·벤처·기술기업 중심의 코스닥시장은 혁신창업 생태계의 핵심 인프라라 할 수 있다. 사적(private) 자본시장이 상대적으로 미발달한 한국에서 코스닥시장은 지금까지 이들 기업의 주식 자본조달과 초기투자자의 자금회수의 주요 경로로 기능해 왔다. 1,280여개의 상장기업, 270조원에 이르는 시가총액은 코스닥시장의 위상과 역할을 잘 보여준다.

혁신창업 생태계의 인프라로서 코스닥시장의 성패는, 공적(public) 주식시장에서 자금을 유치할 자격을 갖춘 우량하고 건전한 기업을 어떻게 선별하는가에 달려 있다. 기업에 대한 정보비대칭을 해소하는 대표적 기제인 상장제도가 효과적으로 설계되어야 시장의 평판이 제고되고 상장수요와 투자수요를 창출할 수 있다. 그러나 주식시장 상장제도의 설계는 상장기업의 양과 질 사이의 상충관계라는 본질적인 문제를 안고 있다. 보다 많은 기업에게 상장기회를 부여하기 위해 상장기준을 완화하는 경우 역선택(adverse selection) 위험이 증가하고 투자자 보호 문제가 발생할 수 있다. 반면 투자자보호를 위해 상장기준을 강화하는 경우 성장잠재력을 갖춘 기업의 상장기회를 제약하는 결과로 이어질 수 있다. 중소·벤처·기술기업과 개인투자자를 기반으로 하는 코스닥시장에서 이러한 상충관계는 중요하게 부각되며, 코스닥시장의 양적 성장 이면에 투기성과 신뢰성에 대한 비판이 상존할 수밖에 없었던 이유이기도 하다.

본고는 코스닥시장 신규상장기업이 선택할 수 있는 네 가지 상장경로의 제도적 특성을 비교하고 각 경로를 통해 상장한 기업을 실증적으로 분석함으로써, 코스닥시장 상장제도의 효율성을 종합적으로 평가하고자 한다. 본문에서 자세히 기술하겠으나, 정규상장, 코넥스 이전상장, 우회상장, SPAC 합병상장 등 네 가지 상장경로는 정보비대칭 수준, 이해관계자들의 유인체계, 자금조달의 특성, 상장심사의 기준과 절차 등의 측면에서 차이가 존재한다. 이러한 차이는 각 경로를 선택하는 기업의 특성에 영향을 주고 상장 이후 기업성과에도 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 이에 대한 분석결과를 토대로 혁신창업 생태계의 핵심 인프라로서 코스닥시장이 갖춰야 할 상장제도의 특성에 관한 정책적 시사점을 제공하고자 한다.

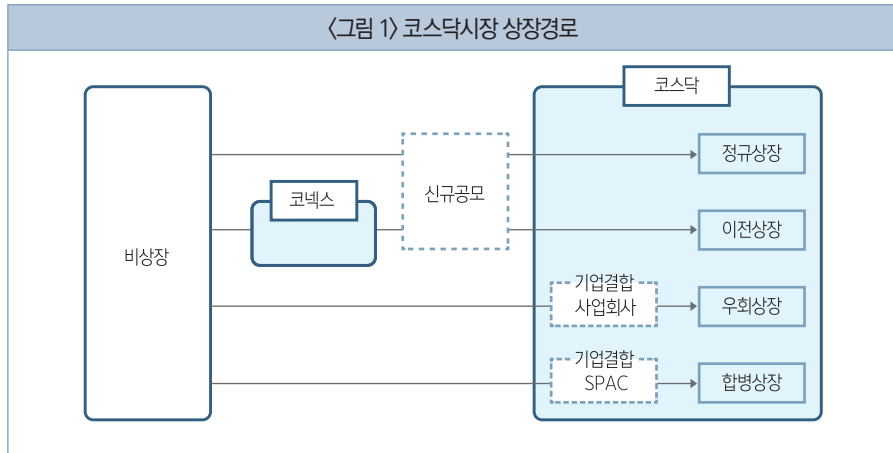
본고는 다음과 같이 구성된다. II장에서는 각 상장경로의 특징을 제도적, 경제적 관점에서 비교하고, III장에서는 2007년 1월부터 2018년 5월까지 코스닥시장 신규상장기업을 상장경로별로 구분하여, 재무적 특성, 자금조달 효율성, 추가수익률 성과를 실증적으로 비교분석한다. 마지막 IV장에서는 실증분석결과를 요약하고 정책적 시사점을 도출한다.

II. 코스닥시장 상장경로의 유형과 특성

비상장기업은 네 가지 경로를 통해 코스닥시장에 상장할 수 있다(〈그림 1〉 참조). 첫 번째는 통상적인 신규상장이다. 코스닥시장 상장요건을 충족한 비상장기업이 상장예비심사를 청구하여 코스닥시장의 승인을 얻은 후 신규공모(IPO)를 거쳐 상장하는 형식이다(이하 정규상장이라 칭한다). 두 번째는 코넥스시장에 상장한 후 코스닥시장으로 이전상장하는 경로이다(이하 이전상장이라 칭한다). 코넥스시장은 초기 중소·벤처기업 전용시장으로 상장요건에 재무적 특성(자기자본, 매출액, 순이익 등)에 대한 기준이 없고 회계기준과 기업지배구조 요건도 완화되어 있어 상장이 용이하다. 코스닥시장 상장에 앞서 코넥스시장 상장기업으로서 양적·질적 성장을 도모하는 방식이다. 세 번째는 비상장기업이 기존 코스닥시장 상장기업과의 기업결합을 통해 상장기업 지위를 확보하는 우회상장 방식이다.¹⁾ 기업결합의 결과, 상장기업이 존속하게 되나 비상장기업의 최대주주

1) 기업결합에는 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수도, 주식스왑, 현물출자 등의 방식이 이용되는데, 합병이 대부분을 차지한다.

가 결합기업의 최대주주가 되므로 비상장기업이 상장되는 효과가 나타난다. 네 번째는 비상장기업이 코스닥시장에 상장된 SPAC(Special Purpose Acquisition Company, 기업인수목적회사)과의 합병을 통해 상장기업 지위를 확보하는 방식이다(이하 합병상장이라 칭한다). 이는 형식적으로 우회상장과 동일하나 기업결합의 대상이 사업회사가 아니라 다른 기업과 합병을 유일한 목적으로 설립된 명목회사(paper company)라는 점에서 차이가 있다.



각 상장경로의 특징을 정규상장과 비교하여 살펴보자. 먼저 코넥스시장을 경유한 이전상장과 정규상장은 동일한 상장절차를 거친다는 점, 신규공모를 통해 자금조달이 이루어진다는 점²⁾, 따라서 신규공모 성과가 공모시장 여건에 영향을 받는다는 점에서 유사한 특성을 갖는다. 그러나 코넥스 상장기업의 코스닥시장 이전상장은 세 가지 측면에서 정규상장과 차이가 있다. 첫째, 정보비대칭 수준의 차이이다. 코넥스시장 상장기업은 주식의 시장가격과 거래정보가 존재하고 정기·수시·조화공시 의무 및 기업설명회 개최의무를 준수해야 한다. 코스닥시장에 비해 주식의 유동성이 낮고 공시의무 역시 완화되어 있으나, 신뢰할 수 있는 주식의 시장가격이 존재하지 않고 감사보고서 이상의 기업정보가 공개되지 않는 비상장기업과 비교할 때 정보비대칭 수준이 낮다고 평가할 수 있다. 둘째, 지정자문인의 지원이다. 코넥스시장 상장기업은 최초 상장신청 시점부터 지정자문인(증권사)과 선임계약을 유지하도록 규정되어 있다. 지정자문인은 자본

2) 코스닥시장과 달리 코넥스시장은 상장요건에 주식분산요건이 규정되어 있지 않다. 이로 인해 현재까지 신규공모 후 코넥스시장에 상장한 사례는 없으며, 코스닥시장 이전상장을 추진할 때 신규공모를 진행한다.

시장 관련 법규준수에 대한 자문, 공시 및 신고의 대리, 주식에 대한 유동성 공급, 상장적격성보고서 및 기업현황보고서 작성 등을 담당함으로써 코넥스시장 상장기업의 상장유지부담을 경감하고, 코넥스시장의 완화된 규제를 보완하며, 기업정보 및 유동성 부족을 보완하는 역할을 수행한다. 또한 이들은 거의 모든 경우 코넥스시장 상장기업이 신규공모를 진행할 때 대표주관사 역할을 맡는다. 셋째, 코스닥시장 상장요건의 차이이다. 일정한 조건을 충족한 코넥스 상장기업이 코스닥시장 이전상장을 추진할 경우 신속이전상장제도를 통해 정규상장에 비해 완화된 상장요건과 신속한 상장심사를 적용받을 수 있다. 이상 세 가지 차이점에 따르면 코넥스 상장기업은 시장참여자에 의해 검증된 상태에서, 풍부한 정보에 기반해 결정된 공모가격으로, 보다 신속하게 코스닥시장에 진입할 수 있다고 평가할 수 있다.

〈표 1〉 코스닥시장 상장경로별 주요 특징

	정규상장	이전상장	우회상장	합병상장
상장 요건	• 외형심사: 주식분산, 경영성과·시장평가, 감사의견, 지배구조 • 실질심사: 기업 계속성, 경영 투명성·안정성, 투자자 보호	• 정규상장과 동일 • 신속이전상장제도 적용 가능	• 정규상장과 유사 • 2010년 이전 실질심사 미적용	• 정규상장과 유사 • 신속합병상장제도 적용 가능
자금 조달	• 신규공모	• 신규공모	• 거의 없음	• SPAC 공모자금, 회사채 발행자금
주요 특징	• 공모시장 여건의 영향 • 공모가 저평가 가능성 • 상장주선인 의무인수 규정	• 공모시장 여건의 영향 • 상장기업으로서 주식거래(주가 및 거래정보 공표), 공시의무준수 • 지정자문인의 지원 • 상장주선인 의무인수 규정	• 신속한 상장 • 공모시장 여건의 영향이 적음 • 기업결합을 통한 시너지 창출 • 부실기업과 기업결합 및 비상장기업 과대평가 가능성	• SPAC 스폰서의 지분보유로 우량기업 발굴유인 • 공모시장 여건의 영향이 적음 • 우회상장기업 부실화에 대한 대응으로 도입

자료: 자본시장연구원

우회상장과 정규상장의 가장 큰 차이는 두 가지로 요약할 수 있다. 첫 번째는 우회상장은 신규공모를 거치지 않으므로 자금조달 효과가 미미하다는 점이다. 대신 기업결합을 통한 시너지 창출을 기대할 수 있다. 두 번째는 상장기업 지위를 비교적 신속하게 확보할 수 있다는 점이다. 신규공모에 따르는 기업실사(duediligence) 등의 과정이 불필요하고, 공모시장 여건에 영향을 받지 않는다. 특히 2010년 이전에는 정규상장에 적용되는 상장적격성 실질심사를 배제하고 형식적 요건의 충족여부만 심사했기 때문에 코스닥시장 진입에 소요되는 기간은 더 짧았고 기업의 부담은 더 적었다. 당시 우회상장 비상장기업에 대해 완화된 상장심사를 적용한 것은 우회상장이 기업결합을 통한 시너지 창출과 부실 상장기업에 대한 구조조정의 기회를 제공한다는 논리에 기반하는데³⁾, 결과적으로 결합기업의 조기 부실화로 이어지는 사례가 많았다. 우회상장을 추진하는 비상장기업은 기업결합이 용이한 부실 상장기업을 선택하고, 부실 상장기업의 최대주주는 상장폐지를 모면하고 경영권 프리미엄을 확보하는 대신 비상장기업의 고평가(overvaluation)를 용인하는 구조가 형성되었기 때문이다. 2011년 우회상장 비상장기업에 대한 실질심사가 도입되어 정규상장에 준하는 상장심사가 적용되기 시작하면서 우회상장의 이점은 크게 감소한 것으로 평가된다.

앞서 언급했듯이, SPAC 합병을 통한 상장은 비상장기업이 기존 상장기업과의 합병을 통해 상장기업 지위를 확보한다는 점에서 형식적으로 우회상장과 동일하다. 그러나 합병상장은 두 가지 측면에서 우회상장과 차이가 있다. 첫째, 합병상장은 자금조달 효과가 존재한다는 점이다. SPAC이 신규공모를 통해 조달한 자금은 의무적으로 금융기관에 예치되며, 합병과 함께 합병법인의 자산으로 전환된다. 비상장기업의 입장에서는 SPAC이 신규공모 자금을 미리 확보해 놓은 것으로 볼 수 있으며, 따라서 공모시장 여건의 영향이나 공모실패의 가능성으로부터 비교적 자유롭다. 둘째, 합병상장은 합병기업의 부실화 및 비상장기업 고평가 가능성이 낮다는 점이다. SPAC은 금융자산만을 보유한 명목회사이기 때문에 우회상장과 달리 비상장기업이 합병대상기업의 잠재적 부실을 떠안을 우려가 없다. 또한 SPAC 스폰서(발기인)는 주식 및 전환사채의 형태로 SPAC의 지분을 보유하고 일정기간 매각제한(6개월)을 적용받기 때문에 운영성과에 대한 보상이 합병기업의 합병 후 성과에 연동된다. 따라서 SPAC 경영진은 우량 비상장기업을 발굴할 유인을 가지며 비상장기업을 고평가할 유인이 낮다. 그렇지 않

3) 우회상장 관련 규제가 '상장'의 관점이 아니라 '인수·합병'의 관점에서 이루어졌다고 볼 수 있다.

을 경우 SPAC 주주에 의해 합병안이 부결될 가능성이 높아진다. 우회상장과 구별되는 SPAC의 이러한 특성은 지난 2009년 한국시장에 SPAC을 도입하게 된 주요 배경 중 하나이다. 한편, SPAC의 합병대상이 코넥스 상장기업일 경우에는 신속합병상장제도가 적용되어 기업의 계속성에 대한 실질심사가 면제된다.

Ⅲ. 상장경로별 신규상장기업 특성 비교

본장에서는 코스닥시장 상장경로별 신규상장기업의 현황, 규모·업종 및 재무적 특성, 자금조달 특성, 상장 이후 추가수익률 성과를 차례로 비교분석한다. 2007년 1월부터 2018년 5월 사이에 신규상장이 완료된 기업을 대상으로 하며, 분석자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국거래소 전자공시시스템(KIND), DataGuide로부터 확보하였다.

1. 신규상장 현황

분석기간 동안 코스닥시장에 신규상장한 기업은 모두 737개사이다(〈표 2〉참조). 정규상장 기업이 514개사로 가장 많고, 우회상장 132개사, 합병상장 61개사, 코넥스 이전상장 30개사로 나타난다. 정규상장 이외의 대안적 경로로 코스닥시장에 상장한 기업이 약 30% 수준으로, 상당한 비중을 차지하고 있음을 확인할 수 있다.

각 경로 중에서 우회상장과 합병상장이 가장 뚜렷한 추세적 변화를 보여준다. 우회상장의 경우, 2007년부터 2010년까지 125건, 연평균 30건 수준이었으나 2011년을 기점으로 급감하여 2011년 이후 우회상장은 단 7건이다. 2011년의 5건 모두가 2010년에 기업결합이 결정된 사례임을 감안하면 2011년 이후 추진된 우회상장은 2건에 불과하다. 2011년부터 우회상장 비상장기업에 대한 실질심사가 적용되면서 우회상장이 크게 위축된 것으로 추정되며, 실질심사를 배제한 형식적 상장심사가 우회상장을 선택하는 주요 배경이었음을 시사한다.

합병상장의 경우, SPAC이 도입되고 2년이 지난 2011년부터 승인되기 시작해 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. 2011년에서 2014년 사이 연간 2건에서 4건 정도였으나 2015년 10건을 넘어섰으며 2017년에는 21건까지 증가하였다. 한편, 2016년 이후의 합병상장 37건 중에서 7건은 비상장기업이 아닌 코넥스시장

상장기업의 합병상장으로 확인되는데 2015년 6월 신속합병상장제도의 도입이 영향을 미친 것으로 보인다.

코넥스시장 상장기업의 이전상장은 2014년부터 시작되어 총 30건, 연평균 5건으로 확인된다. 분석기간 동안 코넥스시장 신규상장기업 수가 211개임을 감안하면 약 14%의 코넥스 상장기업이 코스닥시장으로 이전한 셈이다. 정규상장의 경우 매년 약 45건 수준으로, 추세적 변화는 관찰되지 않는다. 다만 2008년과 2012~2014년에 연간 40건을 하회하여 다소 위축된 모습이 나타나는데 이 시기의 국내 주식시장 침체와 연관된 현상으로 추정된다.

〈표 2〉 상장경로별 신규상장 기업 수

연도	정규상장	이전상장	우회상장	합병상장	계
2007	63	-	31	-	94
2008	38	-	35	-	73
2009	53	-	36	0	89
2010	56	-	23	0	79
2011	56	-	5	2	63
2012	21	-	0	4	25
2013	35	0	1	3	39
2014	34	6	1	2	43
2015	49	8	0	13	70
2016	47	8	0	12(3)	67
2017	50	4	0	21(3)	75
2018.5.	12	4	0	4(1)	20
합계	514	30	132	61	737

주 : 괄호 안 숫자는 합병상장 중 코넥스상장기업이 합병상장한 사례 수이다.

자료: 자본시장연구원, 한국거래소

이상의 결과는 코스닥시장 상장에 있어 정규상장 이외의 대안적 경로가 활발히 활용되고 있을 뿐 아니라 대안적 경로의 구성에도 변화가 나타났음을 보여주고 있다. 우회상장이 유일한 대안적 경로였던 2007년부터 2010년까지는 우회상장이 전체 신규상장의 37%를 차지하고 있었다. 그러나 이전상장과 합병상장이 모두 가능해진 2014년 이후에는 우회상장이 거의 사라진 대신 이전상장과 합병상장이 각각 11%, 19%를 차지하는 것으로 나타난다. 정규상장 이외의 대안적 경로를 통한 상장수요가 우회상장에서 이전상장과 합병상장으로 전환되었다고 평가할 수 있다.

〈표 3〉은 상장경로별 상장 소요기간을 비교하고 있다. 기업설립부터 상장까지 소요되는 기간은 우회상장이 평균 11.7년으로 가장 짧고, 정규상장 12.5년, 이전상장 14.2년, 합병상장 14.6년의 순이다. 중간값을 기준으로 하면 경로간 격차는 증가한다. 우회상장은 조기상장의 수단으로, 이전상장과 합병상장은 정규상장의 차선택으로 선택되고 있을 가능성을 생각해 볼 수 있다.

상장신청부터 상장까지의 평균 소요기간⁴⁾은 우회상장 3.4개월, 이전상장 4.3개월, 정규상장 5.0개월, 합병상장 5.9개월로 우회상장이 절차상 가장 신속한 것으로 나타난다. 대부분의 우회상장이 상장 실질심사가 적용되지 않았던 기간에 이루어졌기 때문에 소요기간이 가장 짧은 것으로 보이며, 이전상장의 경우 신속상장제도의 영향으로 정규상장에 비해 소요기간이 단축된 것으로 추정된다. 합병상장의 경우 상장심사 이후, 주주명부 폐쇄, 합병반대주주 사전통지, 주식매수청구권 행사 및 채권자 등의 제출 등의 절차를 거치는데, 이 과정에 다소 긴 시간이 소요되는 것으로 확인된다.

〈표 3〉상장경로별 상장 소요기간

상장경로	설립-상장(년)		상장신청-상장(개월)	
	평균값	중간값	평균값	중간값
정규상장	12.5	10.6	5.0	4.3
이전상장	14.2	14.4	4.3	3.9
우회상장	11.7	8.5	3.4	3.5
합병상장	14.6	14.2	5.9	5.7
전체	12.6	10.7	4.8	4.2

자료: 자본시장연구원

2. 신규상장기업 특성

〈표 4〉는 시가총액과 섹터에 따른 신규상장기업의 비중을 각 상장경로별로 제시하고 있다. 시가총액 규모는 상장 당시 코스닥시장 상장기업 시가총액 5분위를 기준으로 구분하며 섹터는 FICS(FnGuide Industry Classification Standard)기준 10개 섹터로 분류한다. 패널 A에 따르면 정규상장은 대형주 중심, 코

4) 정규상장과 이전상장의 경우 상장예비심사 청구일부터 상장일까지, 합병상장의 경우 상장예비심사 청구일부터 변경상장일까지, 우회상장의 경우 기업결합 공시일부터 추가상장일까지의 기간으로 정의한다.

넥스 이전상장은 소형주 중심으로 나타나며, 합병상장은 비교적 고른 분포를 보인다. 시가총액 1,2분위를 합산하여 살펴보면, 정규상장 21%, 이전상장 64%, 합병상장 34%로, 이전상장에서 비중이 가장 높다. 반면 시가총액 4,5분위 합산을 기준으로 보면, 정규상장 56%, 이전상장 20%, 합병상장 41%로 정규상장에서 비중이 가장 높다. 이전상장과 합병상장은 주로 중소형주의 상장경로로 이용되고 있음이 확인된다. 한편 우회상장은 정규상장과 유사한 분포를 보이는데, 2개의 사업회사가 결합된 경우이기 때문에 직접적인 비교는 어렵다.

〈표 4〉 상장경로별 신규상장기업의 규모 및 섹터 비중

구분	정규상장	이전상장	우회상장	합병상장	전체
패널 A. 시가총액 규모별 비중					
1(소)	3%	27%	5%	18%	6%
2	18%	37%	11%	16%	18%
3	23%	17%	23%	25%	23%
4	30%	13%	27%	30%	28%
5(대)	26%	7%	33%	11%	25%
계	100%	100%	100%	100%	100%
패널 B. 섹터별 비중					
IT	48%	53%	46%	38%	47%
경기소비재	13%	3%	18%	25%	14%
금융	1%	0%	1%	2%	1%
산업재	12%	0%	10%	3%	11%
소재	6%	0%	7%	8%	6%
에너지	3%	3%	5%	0%	3%
유틸리티	0%	0%	1%	0%	0%
의료	14%	33%	8%	16%	14%
통신서비스	0%	0%	0%	0%	0%
필수소비재	4%	7%	5%	8%	5%
계	100%	100%	100%	100%	100%
주 : 시가총액 규모는 상장 당시 코스닥시장 상장기업 시가총액 5분위를 기준으로 구분하며, 섹터는 FICS(FnGuide Industry Classification Standard)를 기준으로 분류한다.					
자료: 자본시장연구원, FnGuide					

패널 B는 상장경로별 섹터 비중을 보여준다. 상장경로별 섹터 비중은 IT 및 의료섹터의 비중에서 차이가 나타난다. 정규상장의 경우 IT 및 의료의 비중이 62%인데 비해, 이전상장은 86%로 비중이 20% 이상 높으며, 합병상장과 우회상장은 모두 54%로 비중이 상대적으로 낮다. 이러한 결과는 섹터에 따라 상장

경로의 선택에 차이가 존재함을 의미하는데, 기업가치평가의 불확실성이 높은 IT 및 의료는 당사자간 협상을 거치는 합병상장이나 우회상장보다는 신규공모 절차를 통해 시장의 평가를 거치는 정규상장이나 이전상장을 선호할 가능성이 있는 것으로 보인다.

〈표 5〉는 신규상장기업의 재무적 특성을 상장경로별로 비교하고 있다. 상장 직전 회계연도(FY(-1))의 규모, 수익성, 안정성, 성장성, 활동성 등 유형별 변수의 중간값과 상장경로별 차이에 대한 통계적 유의성 검증결과를 제시하고 있다.

먼저 총자산과 매출액으로 기업규모를 비교해 보면, 정규상장이 가장 크고 이전상장, 우회상장, 합병상장은 대체로 유사한 것으로 나타난다. 중간값 기준으로, 정규상장의 총자산은 다른 경로에 비해 약 50억원 이상, 매출액은 약 100억원 이상 크다. 정규상장 이외의 상장경로는 중소형 기업 중심으로 활용되고 있음이 다시 한번 확인된다.

수익성의 경우 정규상장과 합병상장이 이전상장과 우회상장에 비해 높은 것으로 나타난다. 정규상장과 합병상장의 ROA(ROE)는 각각 13.63%(25.46%), 12.09%(24.96%)인데 비해, 이전상장과 우회상장은 각각 7.44%(17.77%), 6.28%(16.42%)에 불과하다. 안정성의 경우, 우회상장이 다른 세 경로에 비해 현저히 취약한 것으로 나타난다. 부채비율 133.25%로 다른 경로의 두 배에 이르며, 현금흐름비율은 9.41%로 다른 경로의 2/3 수준, 현금자산비율은 3.11%로 다른 경로의 1/4 수준이다.

성장성은 지표에 따라 결과에 차이가 있다. 매출액성장률의 경우 이전상장이 11.85%로 23~28% 수준인 다른 세 경로에 비해 낮게 나타난다. 반면 이전상장의 연구개발비는 5.77%로, 1% 내외인 우회상장과 합병상장, 2.50%인 정규상장에 비해 높고, 자본적지출도 다른 세 경로에 비해 다소 높게 나타난다. 마지막으로 활동성 지표인 총자산회전율은 정규상장, 우회상장, 합병상장이 100%를 상회하는 반면 이전상장은 80%에 미치지 못한다.

이상의 결과를 종합하면, 정규상장과 합병상장을 선택한 기업의 재무적 특성이 전반적으로 양호하고 이전상장과 우회상장을 선택한 기업이 상대적으로 취약한 것으로 나타난다. 이전상장을 선택한 기업은 매출액성장률, 총자산회전율, ROE 등 영업성과와 관련된 지표는 취약하나 재무적으로 안정적이고 연구개발 활동이 활발한 것으로 파악된다. 반면 우회상장을 선택한 기업은 매출액성

〈표 5〉 상장정보별 재무적 특성 비교

구분	변수	중간값(FY(-1))			상장경로간 차이			
		정규상장(a)	이전상장(b)	우회상장(c)	합병상장(d)	(a)-(b)	(a)-(c)	(a)-(d)
규모	총자산(억원)	359.86	294.68	270.90	268.17	65.18**	88.96***	91.69**
	매출액(억원)	412.39	285.24	254.64	292.37	127.16***	157.76***	120.03**
수익성	ROA(%)	13.63	7.44	6.28	12.09	6.19***	7.34***	1.53
	ROE(%)	25.46	17.77	16.42	24.96	7.69***	9.04***	0.50
안정성	부채비율(%)	75.75	71.81	133.25	61.84	3.94	-57.51***	13.91
	현금흐름비율(%)	16.28	13.43	9.41	13.88	2.84**	6.87***	2.40*
	원금자산비율(%)	10.69	12.36	3.11	12.18	-1.67	7.59***	-1.49*
	매출액성장률(%)	26.30	11.85	27.41	23.02	14.46**	-1.11	3.29
성장성	연구개발비율(%)	2.50	5.77	0.89	1.48	-3.27***	1.61***	1.02
	자본적지출비율(%)	7.32	7.86	6.08	5.80	-0.54	1.24*	1.52**
활동성	총자산회전율(%)	103.87	78.85	106.93	107.67	25.02***	-3.06	-3.79

주 : 1) ROA=당기순이익/총자산, ROE=당기순이익/자기자본, 부채비율=총부채/총자산, 현금흐름=현금흐름/매출액, 현금자산비율=현금 및 현금성자산/총자산, 매출액성장률=당기 매출액/전기 매출액-1, 연구개발비=연구개발비/매출액, 자본적지출=(유형자산 증가+감가상각비)/매출액, 총자산회전율=매출액/총자산

2) 상장정보별 중간값의 차이는 Wilcoxon Rank-Sum Test를 이용하여 검증한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

자료: FnGuide, 자본시장연구원 계산

장물, 총자산회전을 등 매출 관련 성과지표는 양호하나, 수익성과 안정성이 낮고 투자활동도 부진한 것으로 분석된다.

3. 자금조달 효율성

신규상장의 가장 중요한 동기 중 하나는 신규공모를 통한 자금조달이다. 신규공모시장은 정보비대칭에 의한 레몬시장(lemon market) 문제를 내재하고 있으므로 이를 해소할 수 있는 효율적인 구조가 전제되지 않는다면 우량기업의 상장 활성화는 달성되기 어렵다. 따라서 상장추진기업의 가치를 정확히 평가하는 작업이 신규공모 과정의 핵심이며, 주관사의 역할과 수요예측제도의 목표가 여기에 있다.

신규공모시장의 효율성을 측정하는 대표적인 척도로 공모가 저평가(IPO underpricing)를 들 수 있다. 공모가 저평가는 상장 이후 시장가격이 공모가보다 높게 형성되는 현상을 일컫는데, 기업가치가 공모가에 충분히 반영되지 못했다는 것을 의미하며 결과적으로 기업의 자금조달 비용으로 간주된다.⁵⁾ 관련 연구에 따르면 공모가 저평가는 정보비대칭의 산물로, 공모실패 가능성을 낮추거나 주관사의 손실을 회피하기 위한 공모가 책정정책에 의해서, 혹은 수요예측 과정에서 정보를 제공한 보상으로 저평가가 부분적으로 용인되면서 발생한다고 분석된다.

정보비대칭의 관점에서 볼 때, 코넥스 이전상장의 정보비대칭 수준은 정규상장이나 합병상장에 비해 낮다고 평가할 수 있다. 코넥스시장 상장기업으로서 주식의 시장가격과 공시정보가 존재하고 시장규율에 노출되어 있어, 저평가를 요구하거나 제공할 유인이 상대적으로 작기 때문이다. 정규상장과 합병상장의 공모가 저평가에 차이가 존재하는지 여부는 예단하기 어렵다. SPAC 주주와 스폰서는 합병기업 보유지분의 가치를 높이기 위해 합병비율을 낮출, 즉 비상장기업의 가치를 낮게 평가할 유인을 갖는다. 정규상장의 경우 주관사는 공모실패 위험을 줄이기 위해, 그리고 2013년 2월 도입된 신규공모주식 의무인수 규정⁶⁾에

5) 물론 공모가 고평가도 발생할 수 있으나 공모가 저평가가 보편적인 현상이다. 공모가 고평가는 공모가 저평가와 마찬가지로 신규공모시장의 비효율성을 의미하며, 공모주 투자자의 투자손실로 귀결된다.

6) 국내법인의 코스닥 상장주선인은 신규공모주식의 3%(취득금액이 10억원을 초과하는 경우, 10억원에 해당하는 수량)를 공모가로 취득하여 상장일로부터 3개월간 보유해야 한다. 다만, 신속이전기업의 경우 5%(취득금액이 25억원을 초과하는 경우, 25억원에 해당하는 수량)를 6개월간 보유해야 한다.

따라 보유한 지분의 가치를 높이기 위해 저평가를 시도할 유인이 존재한다. 신규공모의 경우 수요예측절차가 주관사의 저평가를 부분적으로 완화하는 것으로 평가할 수 있으나⁷⁾, 이것이 정규상장과 합병상장의 전체적인 저평가 수준에 차이를 유발한다고 단정하긴 어렵다.⁸⁾

공모가 저평가는 다음의 식(1)과 같이 공모가 기준 상장초기 수익률에서 시장수익률을 차감하여 측정한다.

$$\log\left(\frac{P_L}{P_O}\right) - \log\left(\frac{M_L}{M_O}\right) \quad (1)$$

여기서 P_O , P_L 은 공모가와 상장 후 주가, M_O , M_L 는 공모가 확정일의 주가지수와 상장 후 주가지수를 각각 의미한다. 주가지수는 코스닥지수와 코스피지수의 가중평균지수를 산출하여 이용하며 상장 후 주가와 주가지수는 상장 10거래일 후의 값을 이용한다.

합병상장의 경우, 주식을 통한 자금조달금액은 SPAC의 순자산가치에 해당하고 공모가는 SPAC의 주당 순자산가치에 해당한다. 합병 후 주가는 합병주체인 SPAC의 합병가액을 기준으로 형성되므로 SPAC의 합병가액이 순자산가치와 동일하다면, 식(1)을 이용하여 공모가 저평가 측정이 가능하다. 그러나 SPAC의 합병가액이 순자산가치보다 크다면 비상장기업 가치가 적절하게 평가되더라도 합병상장 후 시장가격은 공모가, 즉 주당 순자산가치보다 높게 형성된다. 이를 감안하여, SPAC의 합병가액과 순자산가치의 괴리가 미치는 영향을 주당 순자산가치에서 조정한 값을 공모가로 간주하여 공모가 저평가를 측정한다.⁹⁾ 한

(코스닥시장 상장규정 제26조제6항제2호)

7) 신인석 외(2016)에 연구에 따르면 수요예측에서 형성된 가격은 주관사가 제시하는 희망공모가에 비해 저평가가 유의하게 작은 것으로 나타난다.

8) 참고로, 상장 후 주가하락 위험을 주관사로 이전하는 풋백옵션은 공모가 저평가를 유발하는 또 다른 요인으로 볼 수 있다. 그러나 풋백옵션제도는 지난 2007년 6월 폐지되었다.

9) SPAC의 주당 합병가액(P_S^m)과 주당 순자산가치($P_S (= P_O)$)의 비율을 $\alpha (= P_S^m / P_S)$, 비상장기업의 가치평가 수준을 d 라 할 때, 조정 공모가 P_O' 와 합병상장 후 주가 P_L 은 다음과 같이 표현할 수 있다:

$$P_O' = \frac{\alpha V_L}{V_L + (\alpha - 1) V_S} P_S, P_L = \frac{\alpha V_L}{V_L + (\alpha - 1) V_S - (V_L - V_S)(1 - d)} P_S. \text{ 여기서 } V_L, V_S \text{는 각각 합병상장 후 시가총액과 SPAC의 순자산가치를 의미한다.}$$

SPAC의 주당 합병가액이 주당 순자산가치와 동일하다면($\alpha = 1$) 조정 공모가는 주당 순자산가치와 동일하고, 주당 합병가액이 순자산가치보다 크다면($\alpha > 1$) 조정 공모가는 주당 순자산가치보다 큰 값이 된다. 이 때, 비상장기업이 적절하게 평가되면($d = 1$) α 에 상관없이 공모가 저평가는 발생하지 않는 것으로 측정되고($P_L / P_O' = 1$), 비상장기업이 저평가되면($0 < d < 1$) 공모가 저평가가 존재하는 것으로 측정된다($P_L / P_O' > 1$).

편, 자금조달 효과가 없는 우회상장은 본 분석에서 고려하지 않는다.

먼저 상장경로별 자금조달 규모를 살펴보자. 자금조달 규모는 상장 10거래일 후 시가총액 대비 공모금액의 비율(%)로 측정한다. 합병상장의 경우 공모금액 대신 SPAC의 순자산가치를 이용한다. <표 6> 패널A에 따르면, 정규상장 20.4%, 이전상장 17.2%, 합병상장 16.0%로 정규상장의 자금조달 규모가 가장 크고 합병상장의 자금조달 규모가 가장 작은 것으로 나타난다. 세 상장경로가 동시에 존재하는 2014년 이후로 기간을 제한하여 살펴보면, 정규상장 18.4%, 이전상장 17.2%, 합병상장 12.9%로, 정규상장과 이전상장의 차이는 통계적으로 유의하지 않으며, 합병상장의 자금조달 규모는 나머지 두 경로에 비해 유의하게 작은 것으로 확인된다. 다만 합병상장을 통해 조달되는 자금에는 SPAC 공모자금 이외에 SPAC의 전환사채 발행자금도 포함된다는 사실을 언급할 필요가 있다.¹⁰⁾ SPAC 순자산가치의 8~15% 수준의 전환사채 발행자금을 포함하면 합

<표 6> 상장경로별 자금조달 규모

상장경로	평균	표준편차	25%	중간값	75%
A. 전제기간					
정규상장(a)	20.4%	16.2%	12.6%	19.1%	26.2%
이전상장(b)	17.2%	8.0%	11.1%	14.7%	22.2%
합병상장(c)	16.0%	11.5%	8.1%	12.8%	21.3%
T-stat			Z-stat		
(a)-(b)	2.03*			1.52	
(a)-(c)	2.99***			3.68***	
(b)-(c)	0.61			1.38	
B. 2014년 이후					
정규상장(a)	18.4%	8.9%	11.9%	16.8%	24.3%
이전상장(b)	17.2%	8.0%	11.1%	14.7%	22.2%
합병상장(c)	12.9%	7.3%	7.5%	11.2%	18.9%
T-stat			Z-stat		
(a)-(b)	0.66			0.63	
(a)-(c)	4.03***			3.94***	
(b)-(c)	2.47**			2.48**	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
자료: 자본시장연구원

10) SPAC 스폰서와 SPAC 주주의 이해를 일치시킬 목적으로, SPAC 스폰서는 SPAC의 증권 발행총액의 5% 이상을 보유하도록 규정되어 있다(금융투자업규정 제1-4조의2 제5항 제3호). 그러나 금융산업의 구조개선에 관한 법률의 주식소유제한에 따라 금융기관인 스폰서가 비금융회사인 SPAC 주식을 5% 이상 보유할 수 없으므로 전환사채 발행을 통해 해당 규정을 충족하고 있다.

병상장과 다른 두 상장경로의 자금조달 규모 차이는 감소한다.

〈표 7〉는 상장경로별 공모가 저평가를 비교하여 제시하고 있다. 패널 A의 전체기간 통계에 따르면, 이전상장의 공모가 저평가는 3.93%로, 정규상장 16.51%와 합병상장 23.03%에 비해 현저히 작고 그 차이는 통계적으로 유의한 것으로 분석된다. 공모가 저평가의 표준편차 역시 이전상장의 경우가 가장 작다. 합병상장과 정규상장을 비교하면, 합병상장의 저평가가 평균적으로 큰 것으로 나타나나 통계적 유의성은 제한적이다.

앞서 언급했듯이 코스닥 신규공모 주관사에 대한 의무인수 규정이 2013년 도입되었기 때문에, 전체표본을 대상으로 분석할 경우 코넥스 이전상장은 모든 표본이 적용대상인 반면 정규상장은 적용대상이 아닌 표본이 다수 포함된다. 이를 고려하여 패널 B에서는 2014년 이후 신규상장기업을 대상으로 공모가 저평가를 분석하였다. 분석결과, 이전상장의 저평가는 다른 두 경로에 비해 여전히 유의하게 작으며 정규상장과 합병상장의 저평가 정도는 서로 유사한 것으로 나타난다. 정규상장의 저평가는 26.32%로 전체기간을 대상으로 한 측정치보다 10% 가까이 높게 나타나고 있어, 의무인수 규정 도입이 공모가 저평가 유인을

〈표 7〉상장경로별 공모가 저평가

상장경로	평균	표준편차	25%	중간값	75%
A. 전체기간					
정규상장(a)	16.51%	43.48%	-11.00%	8.46%	38.13%
이전상장(b)	3.93%	29.72%	-21.34%	-0.76%	26.74%
합병상장(c)	23.03%	39.16%	-5.37%	12.37%	43.27%
T-stat			Z-stat		
(a)-(b)	2.18**			1.36	
(a)-(c)	-1.11			-1.42	
(b)-(c)	-2.35**			-2.24***	
B. 2014년 이후					
정규상장(a)	26.32%	43.99%	-7.12%	18.67%	54.93%
이전상장(b)	3.93%	29.72%	-21.34%	-0.76%	26.74%
합병상장(c)	25.46%	40.90%	-3.29%	23.83%	45.77%
T-stat			Z-stat		
(a)-(b)	3.56***			2.65***	
(a)-(c)	0.13			-0.11	
(b)-(c)	-2.73***			-2.44**	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

자료: 자본시장연구원

강화했을 가능성이 확인된다.

이상의 결과는 코넥스를 경유한 이전상장이 정보비대칭을 완화함으로써 신규상장기업의 자금조달 비용을 절감하는 상장방식이 될 수 있음을 시사한다. 아울러 합병상장의 경우 자금조달 규모는 다른 경로에 비해 다소 작으나 자금조달 비용 관점에서 정규상장에 비해 열등한 수단이 아님을 확인할 수 있다.

4. 주가수익률 성과

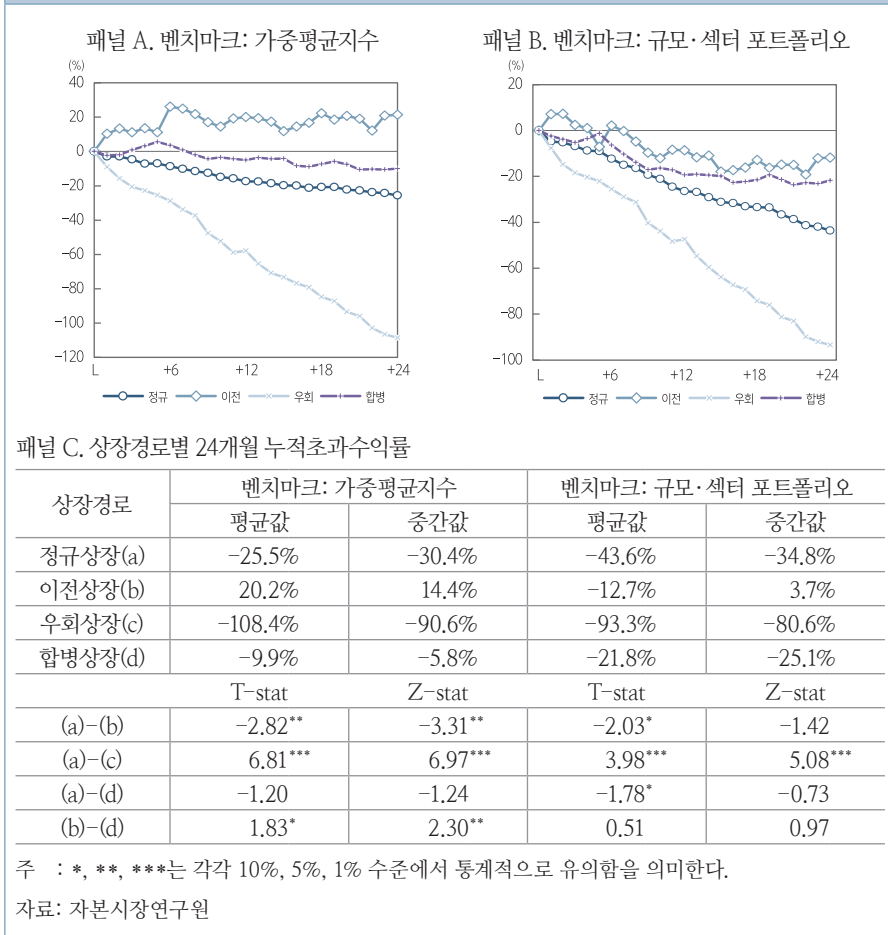
본절에서는 신규상장기업의 상장 후 성과를 주가수익률 관점에서 분석한다. 각 상장경로가 건전하고 우량한 기업을 선별하는 역할을 효과적으로 수행하고 있는지 여부는 신규상장기업의 장기적인 주가 추이를 통해 판단할 수 있을 것이다.

주가수익률은 월간(21거래일 기준) 로그수익률을 기준으로 분석하며, 상장 후 최소 2년이 경과한 표본을 대상으로 한다. 초과수익률 계산을 위한 벤치마크는 가중평균지수 수익률을 이용한다.

〈표 8〉의 패널 C에 제시된 바에 따르면, 가중평균지수를 벤치마크로 계산한 24개월 누적초과수익률은 이전상장이 20.2%로 가장 크고, 합병상장 -9.9%, 정규상장 -25.5%, 우회상장 -108.4%의 순으로 나타난다. 이전상장의 누적초과수익률은 다른 모든 경로에 비해 통계적으로 유의하게 높고, 우회상장의 누적초과수익률은 다른 모든 경로에 비해 통계적으로 유의하게 낮다. 합병상장의 경우 정규상장에 비해 높은 누적초과수익률이 관찰되나 그 차이는 통계적으로 유의하지 않다.

앞서 〈표 4〉에서 각 상장경로를 선택하는 기업의 규모와 섹터의 비중에 차이가 존재한다는 점을 확인한 바 있다. 이를 고려하여, 가중평균지수 대신 신규상장기업이 속한 규모·섹터 포트폴리오의 수익률을 벤치마크로 이용하여 동일한 분석을 수행하였다. 규모·섹터 포트폴리오는 유가증권시장과 코스닥시장 전체 상장기업을 시가총액 기준으로 매월 말 5개 그룹으로 나눈 뒤 각 그룹을 10개 섹터로 구분하여 구성하며, 포트폴리오 수익률은 동일가중(equally weighted) 방식으로 계산한다.

〈표 8〉 상장경로별 상장 이후 누적초과수익률



상장경로별 누적초과수익률의 순위는 가중평균지수를 벤치마크로 이용한 경우와 동일하다. 이전상장이 -12.7%로 가장 높고, 합병상장 -21.8%, 정규상장 -43.6%, 우회상장 -93.3%의 순이다. 이전상장과 합병상장의 누적초과수익률 차이는 통계적으로 유의하지 않아 서로 유사한 수준인 것으로 판단된다. 반면 두 상장경로와 정규상장의 누적초과수익률 차이에서는 통계적으로 유의성이 관찰되며, 누적초과수익률의 격차가 시간이 갈수록 확대된다는 점을 주목할 필요가 있다. 한편, 우회상장의 누적초과수익률은 다른 세 경로에 비해 유의하게 낮은 수준인 것으로 확인된다.

신규상장기업의 상장 후 성과를 평가하기 위한 추가적 분석으로, 〈표 9〉는 각 상장경로별 초기 상장폐지기업 비중을 제시하고 있다. ‘1년(2년, 3년) 이내’

열은 표본기간 중 관찰기간이 1년(2년, 3년) 이상인, 즉 2017년(2016년, 2015년) 5월 이전에 상장된 기업 중 상장 후 1년(2년, 3년) 이내에 상장폐지된 기업의 비율을 나타낸다.

〈표 9〉 상장경로별 상장폐지 비율

상장경로	1년 이내	2년 이내	3년 이내
정규상장	0.0%(0/464)	0.0%(0/416)	1.7%(6/359)
이전상장	0.0%(0/23)	0.0%(0/14)	0.0%(0/6)
우회상장	6.8%(9/132)	18.2%(24/132)	27.3%(36/132)
합병상장	0.0%(0/46)	0.0%(0/26)	0.0%(0/15)
전체	1.4%(9/665)	4.1%(24/588)	8.2%(42/512)

주 : 괄호안의 숫자는 차례로 기간 내 상장폐지된 기업수, 관찰대상 기업수를 의미한다.

자료: 자본시장연구원, 한국거래소

먼저, 이전상장과 합병상장의 경우 상장 후 3년 이내에 상장폐지된 기업은 현재까지 없는 것으로 확인된다. 정규상장의 경우 1년 혹은 2년 이내에 상장폐지된 기업은 없으며, 3년 이내에 상장폐지된 기업이 관찰대상 359개 기업 중 6개 기업, 1.7%로 나타난다. 반면 우회상장의 경우, 1년 이내 상장폐지 비율이 6.8%, 2년 이내 18.2%, 3년 이내 27.3%로 상당한 비중의 기업이 상장초기에 상장폐지되는 것으로 나타난다.

본절의 분석결과에 따르면, 이전상장과 합병상장은 정규상장보다 신규상장 기업을 효과적으로 선별하는 구조일 수 있음을 보여준다. 반면, 우회상장은 기업결합 시너지를 창출하는 기회이기 보다는 신규상장기업의 조기부실화로 귀결되는 경로임이 확인되며, 지난 2011년 우회상장 규제강화 정책에 정당성을 부여한다.

IV. 결론 및 정책적 시사점

본고는 정규상장, 이전상장, 우회상장, 합병상장 등 네 가지 코스닥시장 상장 경로의 제도적 특성을 비교하고, 각 경로를 통해 상장한 기업의 규모·섹터 및 재무적 특성, 자금조달 효율성, 상장 이후 추가수익률 성과를 실증적으로 분석하였다. 실증분석을 통해 확인된 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 이전상장, 합병상장, 우회상장 등 정규상장 이외의 대안적인 상장경로를 통해 코스닥시장에 상장한 기업은 2007년 이후 신규상장기업 중 약 30%를 차지하며, 2011년 규제강화로 급격히 위축된 우회상장을 이전상장과 합병상장이 대체한 것으로 나타난다. 둘째, 정규상장은 주로 중대형 기업, 이전상장, 우회상장, 합병상장은 주로 중소형 기업이 선택하는 경로로 나타나며, 이전상장은 IT-의료 섹터, 합병상장과 우회상장은 비 IT-의료 섹터의 비중이 상대적으로 높은 것으로 확인된다. 셋째, 정규상장과 합병상장을 선택한 기업이 수익성, 성장성, 안정성, 활동성 등 재무적 특성이 가장 양호하고 우회상장을 선택한 기업이 가장 취약한 것으로 나타난다. 이전상장을 선택한 기업은 영업성과는 취약하나 재무적 안정성이 높고 연구개발 활동이 활발한 기업으로 파악된다. 넷째, 자금조달의 규모는 정규상장과 이전상장이 서로 유사하고 합병상장은 이보다 다소 작은 것으로 나타난다. 공모가 저평가 수준으로 측정한 자금조달 비용은 이전상장이 가장 낮고 정규상장과 합병상장은 서로 유사한 수준으로 측정된다. 마지막으로, 상장 이후 24개월간 추가수익률 성과는 이전상장과 합병상장이 정규상장에 비해 유사하거나 높은 수준으로 나타나며, 우회상장의 추가수익률 성과는 다른 세 경로에 비해 현저히 낮은 것으로 분석된다.

이상의 분석결과는 이전상장과 합병상장이 효과적인 상장경로임을 보여준다. 정보비대칭 수준, 이해관계자의 유인체계, 자금조달의 특성, 상장의 요건과 절차 등의 측면에서 존재하는 정규상장과 차별성은 상장을 추진하는 기업, 특히 중소형 기업에게 경로 선택의 폭을 넓혀줄 뿐만 아니라, 우량한 신규상장기업을 선별하는 데 기여하는 것으로 판단된다. 특히 이전상장은 상장 이후 성과가 상대적으로 우수할 뿐만 아니라 공모가 저평가를 낮춰 기업의 자금조달비용을 감소시키는 효과가 큰 것으로 나타난다. 한편, 상장심사의 기준이 낮고 자금조달효과가 미미한 우회상장은 기업결합을 통한 시너지 창출에 기여하기보다 조기부실화로 이어지고 있음을 확인할 수 있다.

혁신창업 생태계 조성의 관점에서 코스닥시장은 혁신기업에 자금을 공급하고 이들 기업에 대한 투자와 회수를 가능하게 하는 핵심 인프라이다. 그러나 혁신기업의 높은 정보비대칭성을 해소하지 못한다면 코스닥시장은 레몬시장 문제로 인한 시장실패에 직면할 가능성이 높고 혁신창업 생태계의 인프라로서 기능은 제한될 수밖에 없다. 정보비대칭 문제를 해소할 역량을 갖춘 기관투자자 저변이 취약한 상황에서, 코스닥시장 상장제도는 혁신기업의 정보비대칭성을 해

소하는 기제로서 중요한 의미를 갖는다. 상장기준의 외형적 요건을 낮추거나 다양화하는 방식은 상장기회의 확대에는 기여할 수는 있으나 정보비대칭의 완화를 보장하는 것은 아니다. 코스닥시장 상장에 앞서 자본시장 규율체계에 노출 시킴으로써 정보비대칭성을 완화하는 이전상장이나 전문가집단이 이해당사자로서 우량기업을 발굴할 유인을 갖는 합병상장의 성과와 특징을 정확히 이해할 필요가 있으며, 효과적으로 활용될 수 있도록 향후 정책적 노력을 기울일 필요가 있다.

참고문헌

신인석·김갑래·김준석·이석훈, 2016, 한국 신규공모시장의 구조분석, 자본시장
연구원 연구총서 16-2.

이슈보고서 18-11

코스닥시장 신규상장경로 비교분석

발 행 2018년 11월 13일

저 자 강소현 · 김준석

발 행 인 박영석

발 행 처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600 (Fax. 786-7570)

홈페이지 www.kcmi.re.kr