OPINION

선임연구위원
이석훈

기술특례상장기업의 성장을 위한 코스닥시장의 과제*

기술특례상장이 코스닥시장의 주요 상장 방식으로 자리 잡으면서, 진입을 넓히고 퇴출 기준을 강화하는 정책이 추진되고 있다. 이러한 정책이 기술기업의 발굴과 육성으로 이어지려면 특례상장기업의 특성에 맞는 시장 기능이 뒷받침되어야 한다. 분석 결과, 이들 기업은 상장 이후에도 적자와 낮은 매출이 지속되는 가운데 연구개발 투자를 이어간다. 전체 표본의 5년 주가성과는 시장지수에 가깝지만, 소수 기업의 높은 성과와 다수 기업의 부진이 공존한다. 이는 현재의 재무성과나 평균 수익률만으로 기술기업의 성장 가능성을 판단하기 어렵다는 점을 보여준다.

따라서 핵심은 시장이 기술개발의 진전과 사업화 가능성을 적절하게 평가하고, 그 평가가 투자와 자금조달로 이어지게 하는 데 있다. 공시는 기술개발 성과로 사업화 전망이 어떻게 달라졌는지 설명하고, 리서치는 이를 검증하여 기업가치에 미치는 영향을 분석해야 한다. 기관투자자에게도 기술을 평가할 역량과 장기 성과를 기준으로 한 운용평가 체계가 필요하다. 정보 왜곡과 불공정행위에 대한 엄정한 감독은 개인투자자를 보호하고 기술기업의 자금조달 기반을 뒷받침한다. 나아가, 이러한 정보 기반과 시장 신뢰는 기술기업의 상장 기회를 넓히고 시가총액 기준 퇴출 요건의 설득력을 높인다. 진입 단계에서는 문턱을 높이기보다, 특례상장의 확대와 업종 다양화에 맞춰 기술성 평가의 변별력을 높여야 한다. 퇴출 단계에서는 요건에 근접한 종목에 대한 시장 감시를 강화하여, 기초가치와 무관한 일시적 주가 변동이 퇴출 판정을 좌우하지 않도록 해야 한다. 코스닥시장의 발전은 진입과 퇴출 기준의 개편과 함께 상장 이후의 성장을 뒷받침할 시장 기능을 강화하는 데 달려 있다.

한국거래소는 지난 9월 기술특례상장기업(이하 특례상장기업)이 제도 도입 21년 만에 300개사에 이르렀다고 발표하였다. 이 발표에 따르면 누적 공모금액은 약 8조원이며, 코스닥 시가총액 상위 10개사 중 5개사가 특례상장기업이다.[1] 바이오기업의 자금조달을 지원하기 위해 출발한 제도가 코스닥의 주요 상장 방식으로 자리 잡은 것이다. 정책당국도 최근 기술기업의 상장 기회를 넓히고 부실기업의 퇴출 기준을 강화하는 한편, 기관투자자의 코스닥 투자와 코스닥 기업 리서치의 확대를 촉진하는 정책을 추진하고 있다.[2]

---

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

1) 한국거래소, 2026. 9. 4, 「코스닥 기술특례상장 300사 달성」, 보도자료. 시가총액 순위는 2026년 8월 말 기준.

2) 금융위원회, 2025. 12. 19, 코스닥 시장 신뢰+혁신 제고 방안, 보도자료; 금융위원회·한국거래소, 2026. 2. 12, 부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안, 보도자료.

이러한 정책적 노력이 혁신기업의 성장으로 이어지려면 상장 이후 기술개발과 사업화를 뒷받침하는 시장 기능이 강화될 필요가 있다. 본고는 특례상장기업의 재무적 특성과 장기 주가성과를 살펴보고, 이들 기업의 성장을 뒷받침하기 위한 코스닥시장의 과제를 논의한다.

특례상장의 확대와 상장 전후의 재무적 특성

최근 코스닥 신규상장 중 특례상장의 비중이 높아지고 있으며, 특례상장기업의 업종도 다양해지고 있다. 연평균 특례상장 기업 수는 2005~2015년 2.5개사에서 2021~2025년 32개사로 늘었고, 코스닥 신규상장에서 차지하는 비중도 4%에서 40%로 높아졌다. 특례상장기업의 업종도 다양해지면서, 바이오기업의 비중은 2005~2020년 73%에서 2021~2025년 39%로 낮아졌다. 특례상장이 상장 시장에서 주요한 상장 방식이 되고 다양한 기술기업의 상장 채널로 확대되면서, 상장 이후 이들 기업의 성장 과정과 투자위험에 대한 이해가 중요해지고 있다.

특례상장기업은 일반상장기업과 재무적 특성이 크게 다르다. 예를 들어 상장 전 매출액 중위값은 각각 85억원과 421억원이고, 총자산이익률(ROA) 중위값은 −20.5%와 14.1%이다. 반면 업력 중위값은 10년과 11년으로 비슷하다. 이는 단순히 설립 초기여서 실적이 부족한 것이 아니라, 기술개발과 사업화에 오랜 시간이 걸리는 특성의 기업이 특례상장을 이용하고 있음을 의미한다. 실제로 특례상장기업은 상장 이후에도 적자가 지속되고 자산회전율이 낮은 가운데, 자산 대비 연구개발(R&D) 투자율은 일반상장기업보다 높게 유지된다. 즉 이들은 상장으로 자금을 확보한 뒤에도 기술개발과 사업화를 위한 투자를 이어가는 특징을 보인다. 이처럼 상장 이후에도 연구개발 투자를 이어가는 기업들이 주식시장에서는 어떤 성과를 보였는지 살펴볼 필요가 있다.

특례상장과 일반상장의 장기 주가성과 비교

특례상장기업의 주가성과를 평가하기 위해 시장지수 및 일반상장기업의 성과와 비교하였다. WR(wealth relative)은 분석대상 기업 각각에 동일한 금액을 투자했을 때 원금을 포함한 최종 투자금액의 합계를, 각 기업의 보유기간과 동기간 시장지수에 투자했을 때의 금액 합계로 나눈 지표이다.[3] WR이 1보다 크면 분석기업 그룹의 성과가 시장지수보다 높고, 1보다 작으면 시장지수보다 낮다는 의미이다. 분석 결과, 5년 WR은 특례상장 1.07, 일반상장 0.95로 나타났다. 전체 표본의 5년 WR을 기준으로 보면, 두 상장그룹 간 성과 차이는 크지 않으며 두 그룹 모두 시장지수에 가까운 성과를 보였다.[4]

---

3) 기업 i의 보유기간수익률을 r_i라 하고 해당 기업과 동일한 보유기간의 시장수익률을 r_{mkt_i}라고 정의하면,
$WR=\sum_{i=1}^{N}(1+r_i)/\sum_{i=1}^{N}(1+r_{mkt_i})$로 산정한다.

4) 바이오 부문만을 비교하면, 5년 WR은 특례상장 0.95, 일반상장 1.25로 나타났다.

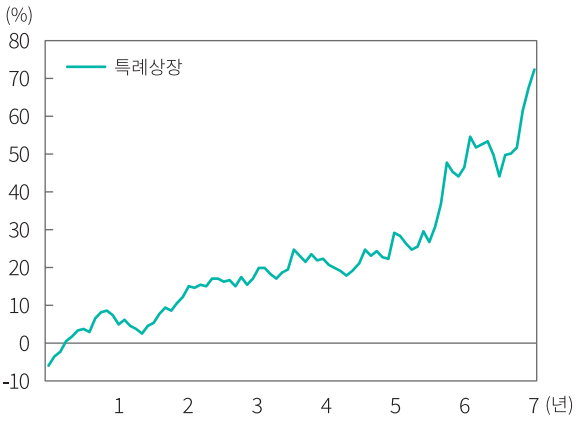
5년 기준 주가성과의 분포를 보면, 평균만으로는 드러나지 않는 두 상장그룹의 차이를 확인할 수 있다. 아래 표는 5년 보유기간 초과수익률(BHAR)을 비교한 결과이다. 특례상장 그룹의 평균은 8.4%로 일반상장 그룹(-5.4%)보다 높지만, 중위값은 -54%로 일반상장(-38%)보다 낮다. 특례상장의 75% 분위도 -8%에 그쳐 상당수 기업이 시장수익률에 미치지 못하고 있다. 반면 90% 분위에서는 일반상장보다 높고, 99% 분위는 1,535%로 일반상장 450%를 크게 상회한다. 이러한 성과 분포는 특례상장이 높은 성장 잠재력을 가진 기업을 발굴하는 상장 방식으로서 가능성이 있음을 시사한다. 다만 소수 기업의 높은 성과가 평균을 끌어올리는 만큼, 평균의 우위를 다수 기업에서 기대하기 어렵다는 점도 보여준다.

특례상장기업과 일반상장기업의 장기 주가성과 비교

〈표〉 5년 보유기간 초과수익률 분포

BHAR	특례상장	일반상장
평균	8.4%	-5.4%
25% 분위	-91%	-70%
중위값	-54%	-38%
75% 분위	-8%	20%
90% 분위	123%	111%
99% 분위	1,535%	450%
표본기업 수	124	723

〈그림〉 상장 이후 누적초과수익률 추이



주: 1) 2026년 9월까지의 자료를 활용한 분석이며, 시장수익률은 코스닥지수를 기준으로 함
2) 왼쪽 표의 BHAR는 개별 기업의 보유기간수익률에서 같은 기간 시장수익률을 차감한 값임
3) 오른쪽 그림은 상장 이후 월별 평균 초과수익률을 누적한 CAR의 추이임

상장 이후 누적초과수익률의 추이를 보면, 특례상장기업은 상장 후 5년이 지난 구간에서 성과 개선이 크게 나타난다. 이러한 결과는 기술개발과 사업화에 오랜 시간이 걸리는 기업의 특성과 연결하여 해석할 수 있으며, 단기 주가성과만으로 장기 성과를 판단하기 어렵다는 점을 시사한다. 다만 장기 구간의 제한된 표본 구성과 일부 높은 성과를 낸 기업의 영향을 고려해야 하므로, 시간이 지나면 개별 기업의 성과도 개선될 것이라고 기대할 엄정한 근거로는 보기 어렵다.

특례상장기업의 정보 기반, 기관투자자 확대와 시장 신뢰

특례상장기업은 일반적으로 상장 이후에도 적자가 이어지는 가운데 연구개발 투자를 이어가고 있으나, 이들 사이에서도 주가성과의 차이가 크다. 따라서 이들 기업의 성장 가능성은 재무제표상의

적자나 연구개발비 규모뿐 아니라, 기술개발이 실제로 진전되고 사업화 가능성이 개선되는지를 함께 살펴야 한다. 정책당국이 추진하는 공시 개선과 리서치 확대도 이러한 정보를 제공하는 데 초점을 맞출 필요가 있다.[5)]

특례상장기업은 개별 연구개발 성과의 발표를 넘어, 여러 공시 채널을 통해 그 성과로 사업화 가능성이 어떻게 달라졌는지 설명하고 수익 실현에 필요한 조건과 불확실성도 함께 제시해야 한다. 리서치는 공시된 내용을 산업 동향과 경쟁 기업에 비추어 검증하고, 기술개발의 진전이나 지연이 기업가치에 미치는 영향을 분석해야 한다.

기관투자자의 참여 확대가 장기 투자와 후속 자금 공급으로 이어지려면, 이러한 정보를 바탕으로 기술 진전을 스스로 평가할 역량이 필요하다. 분석 결과에서 확인하였듯이, 이들 기업은 성과가 나타나기까지 오랜 시간이 소요된다. 따라서 코스닥 투자 비중을 늘리는 것만으로는 부족하며 장기 성과를 기준으로 운용을 평가하는 체계가 함께 갖춰져야 한다.

한편 특례상장기업은 개인투자자의 참여가 많고 기술정보는 정확하게 판단하기 어렵기 때문에, 다른 상장기업보다 시장 신뢰가 더 중요하다. 기술개발 실패에 따른 손실은 투자자가 감내해야 할 투자 위험이지만, 정보 왜곡이나 불공정행위는 특례상장 자체에 대한 신뢰를 해치기 때문에 엄정한 감독을 통해 예방하고 제재해야 한다. 이는 개인투자자를 보호하는 동시에 성장 가능성이 있는 기술기업의 자금조달 기반을 뒷받침하는 일이기도 하다.

특례상장기업의 진입과 퇴출을 위한 여건

정보 기반과 시장 신뢰의 강화는 기술기업의 상장 기회를 넓히는 데에도 중요하다. 특례상장은 벤처투자의 회수와 기업의 후속 자금조달을 지원하지만, 투자자 피해가 반복되어 시장 신뢰가 훼손되면 상장요건 강화 요구가 커질 수 있다. 반대로 상장 이후의 평가와 감독이 충실하게 이루어진다면, 현재의 재무성과가 부족하더라도 성장 잠재력이 있는 기업을 상장 시장에서 수용할 여지가 커진다.

기업의 진입과 퇴출을 활성화하는 이른바 '다산다사' 구조가 코스닥 발전으로 이어지려면, 성장 가능성이 있는 기업과 지속 가능성이 낮은 기업을 구별할 수 있어야 한다. 그 첫 단계는 상장 시점의 기술성 평가이다. 특례상장이 늘고 대상 업종도 다양한 기술 분야로 넓어지면서, 재무실적이 부족한 기업의 성장 가능성을 가려내는 기술성 평가의 정교함이 더욱 중요해지고 있다. 이는 진입 문턱을 높이는 것이 아니라 평가의 변별력을 높이는 것을 의미한다. 이를 위해서는 업종별 특성을 반영할 수 있는 전문성을 갖추고, 상장 이후의 성과와 비교하여 평가의 신뢰성을 꾸준히 점검할 필요가 있다.

---

5) 금융감독원, 2026. 7. 31, 제약·바이오 공시, 투자자 눈높이로 전면 개편, 보도자료. 금융위원회, 2026. 10. 1, 대형 IB의 모험자본 공급 현황을 점검하고 리서치보고서의 독립성·신뢰성 제고 및 중소형주 커버리지 확대 방안을 마련하였습니다, 보도자료.

그러나 상장 시점의 평가만으로 기술개발의 성패를 미리 가려내기는 어렵다. 앞서 살펴본 것처럼 특례상장기업의 장기 성과는 기업 간 차이가 크고 다수 기업이 시장수익률에 미치지 못하므로, 상장 이후 사업 전망이 악화된 기업을 걸러내는 퇴출 제도가 이를 보완해야 한다. 매출과 이익만으로 사업성을 판단하기 어려운 특례상장기업의 경우, 시가총액 요건은 미래 가치에 대한 시장 평가를 반영한다는 점에서 매출 · 이익 요건을 보완하는 퇴출 기준이 될 수 있다. 다만 그 설득력은 시장가격이 충분한 정보와 합리적인 평가에 기초하여 형성되는지에 달려 있다.

따라서 시가총액을 퇴출 기준으로 활용하려면 공시와 리서치의 질을 높이고 기관투자자 참여를 늘리는 한편, 퇴출 기준에 근접한 종목에 대한 시장 감시를 강화해야 한다. 이를 통해 확보하려는 시장 평가의 안정성은 주가 하락의 억제가 아니라, 기초가치와 무관한 주가 변동의 축소를 의미한다. 기술개발 실패나 사업전망 악화를 반영한 주가 조정은 정상적인 가격 발견이지만, 정보 비대칭이나 왜곡, 수급불균형 요인에 따른 일시적인 주가 변동은 완화해야 할 대상이다.

기술특례상장이 성장으로 이어지려면 상장 이후에도 기술개발과 사업화를 뒷받침할 시장의 역할이 중요하다. 충실한 정보와 전문적인 평가를 바탕으로 성장 잠재력이 있는 기업에 자금이 공급되고, 엄정한 감독을 통해 시장의 신뢰가 유지되어야 한다. 이러한 여건이 갖춰질 때 성장기업의 상장 기회를 넓히면서도 부실기업을 합리적으로 퇴출하는 코스닥시장의 기반을 강화할 수 있다.