

A Study on the Relationship Between Investor Recognition and Firm Value: Based on the Effect of Switching of Stock Listing from KONEX to KOSDAQ Market*

투자자인지(Investor Recognition)와 기업가치와의 관계 연구:
코넥스기업의 코스닥 이전상장 효과를 중심으로

Kyu Sung Lee(First Author)

Hanyang University
(1401ho@hanyang.ac.kr)

Hyunchul Chung(Corresponding Author)

Hanyang University
(hcchung@hanyang.ac.kr)

.....

This study examines the relationship between investor recognition and firm value by looking at the process of KONEX-listed companies switching to the KOSDAQ market.

According to this study, the stock price showed a statistically significant rise due to the expected positive effect of transferring the listing of its stocks even before the announcement date of its decision to transfer, whereas the stock price actually declined when it was really transferred to KOSDAQ market. These results are similar to those of previous researches at home and abroad. In particular, given that the share price increase shown when the switching decision was announced was offset by the share price drop after the actual switching, the transfer of the listing of the company did not lead to an increase in the firm value due to the expansion of the investor recognition claimed by Merton (1987). This study made a contribution to expand the domestic research limited to the study of transfer of exchange listing from KOSDAQ to KOSPI, giving us an opportunity to look at the effect of transfer across all markets of KONEX, KOSDAQ and KOSPI.

Key Words: Investor recognition, KOSDAQ, KONEX, Stock market switching

.....

Submission Date: 08. 18. 2020

Revised Date: (1st: 11. 30. 2020)

Accepted Date: 12. 14. 2020

* This work was supported by the research fund of Hanyang University(HY-201900000001384).

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

본 연구는 코넥스 상장기업이 코스닥시장으로의 이전상장을 추진할 때 기업의 주가가 어떠한 반응을 보이는지 살펴봄과 동시에 투자자인지(Investor Recognition)와 기업가치와의 관계를 규명하는 연구이다.

Merton(1987)의 불완전정보 하의 자본자산가격 결정모형에 따르면 투자자는 친숙하지 않은 주식에는 투자를 꺼려 투자자기반이 작을 것이고 이성적인 투자자라면 그러한 주식에 투자를 위해서는 상대적으로 작은 시장에서 발생하는 개별기업위험을 보상할만한 높은 프리미엄을 요구한다. 이는 기업의 자본조달비용의 증가로 이어지고 결국 기업가치 하락으로 나타난다. 달리 얘기하면 기업을 인지하는 투자자기반이 증가하면 투자자의 요구수익률의 감소를 가져와서 결국 기업가치 증가를 이룬다. 그러한 이유로 인해 기업은 전반적인 투자자기반을 증가시킬 요량으로 다양한 정책을 취할 것이라고 주장한다. 그가 제안한 한가지 방법이 주식을 주식시장에 상장하는 것이다. 예를 들면 외국기업이 미국과 같은 주요국 거래소에 교차상장(cross-listing)을 한다거나, 동일국 내에서 좀 더 투자자기반이 넓은 거래소로의 이전상장을 통해 투자자인지도를 높이려고 하는 노력을 들 수 있다. 교차상장에 관련된 선행연구에 의하면 기업가치상승, 자본비용감소, 증가된 유동성 등 여러 가지 이점을 보여주고 있으며(Karolyi, 2006), Kadlec과 McGonnell(1994)은 투자자인지도가 왜 기업이 NASDAQ에서 NYSE로 이전상장하려는지를 설명하는 주요변수라고 주장하고 있다.

코넥스(KONEX, Korea New Exchange)는 증권시장을 통해 초기 중소·벤처기업의 자금조달을 돕

고, 이들에 투자한 모험자본(VC)이 투자자금을 코넥스상장 이전에 중간 회수할 수 있도록 지원함으로써 중소벤처 생태계의 선순환 구조를 구축하기 위해 개설된 초기 중소·벤처기업 전용 주식시장으로 「코넥스시장」→「코스닥시장」으로 연결되는 자본시장의 상장사다리 역할을 하고 있다. 코넥스시장은 초기 중소·벤처기업이 상장되는 시장으로서 일반투자자가 참여하기에는 코스피(유가증권) 및 코스닥 시장과 비교해 상대적으로 투자위험도가 높기 때문에 시장참여 자격을 일정 수준의 위험감수능력을 갖춘 투자자로 제한한 전문투자자 중심시장으로 상대적으로 투자자기반이 약하다. 따라서 코넥스시장에서 코스피 및 코스닥시장으로의 이전은 투자자기반 확충에 따른 인지도향상에 크게 기여할 것이므로 Merton(1987)의 투자자인지이론테스트가 가능한 최적 환경이라고 할 수 있다. 이에 본 연구는 코넥스시장에서 코스닥 시장으로의 이전 공시 및 실제이전 효과를 연구하고자 한다.

국내 거래소간 이전상장에 대한 기존 선행연구에 따르면 이전상장에 대한 공시효과는 기업가치에 긍정적으로 나타났지만 실제 이전 상장일 이후의 주가 반응은 부정적으로 나타났다(장범식 2011; 박영규 2018). 이러한 현상은 해외 선행연구에서도 교차상장 이후 수년 안에 기업가치가 다시 감소하는 것으로 나타난 결과와 동일하다(Foerster and Karolyi 1999, Mittoo 2003). 본 연구가 기존 국내연구와 다른 점은 지금까지 코스닥에서 코스피로의 이전상장에 관한 연구는 제한적으로 이루어졌으나, 코넥스에서 코스닥으로의 이전상장에 대한 선행연구는 저자들이 아는 바로는 전혀 없다. 따라서 본 연구를 통해서 그러한 부족한 부분을 보완함으로써 코스피, 코스닥, 코넥스를 모두 포함한 국내주식시장 내에서 이루어지는 이전상장효과를 전체적으로 살펴볼 수 있

음은 물론 시장간 이전상장효과에 차별화가 있는 지 비교연구가 가능하다.

본 연구결과에 따르면 코스피와 코스닥 시장 간의 이전상장 사례를 다른 선행연구 연구결과와 같이 코넥스 상장기업도 이전상장에 대한 공시효과는 기업주가에 긍정적인 반면 실제 이전상장은 기업주가에 부정적으로 나타났다. 이전상장에 대한 기업의 공시효과에 따른 양(+)의 기업주가 수익률이 실제이전상장에 따른 음(-)의 기업주가 수익률의 상쇄로 인하여 순수이득의 변화는 미미한 것으로 나타났다. 따라서 Merton(1987)이 예측한 투자자기반 확대에 의한 영구적 기업가치 상승이 나타나지 않은 것으로 보인다.

본 연구는 다음과 같이 구성하였다. 제Ⅱ장에서는 코넥스시장에 대해 전반적으로 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 이전상장 동기 및 효과에 대한 선행연구를 검토한다. 제Ⅲ장에 이어 코넥스 기업의 이전상장효과를 측정하기 위한 가설설정과 연구방법론을 제Ⅳ장에서 기술한 다음, 제Ⅴ장에서 실증분석 결과를 통해 이전상장효과를 검증하고 실증분석 결과를 설명한다. 마지막으로 제Ⅵ장에서 본 연구의 결론을 한계점 및 향후과제와 함께 제시하고 본 연구를 마무리 짓고자 한다.

Ⅱ. 코넥스 시장 고찰

2.1 코넥스 시장현황

코넥스(KONEX)시장은 2013년 7월 1일 출범한 중소기업 전용 주식시장이다. 코넥스(KONEX)시장은 한국거래소의 주식시장으로 분류됨에도 불구하고 코스피(KOSPI)시장, 코스닥(KODAQ)시장과 달리 코스닥시장 전 단계의 주식시장으로 분류되고 있다. 즉 코넥스시장은 기업이 코스닥시장에 신속하게 상장할 수 있도록 발판 역할을 한다. 코넥스시장 상장 후 1년이 경과된 기업은 지정자문인의 추천과 기업경영의 건전성 등의 공통요건이 충족되면 5개의 트랙¹⁾을 통해서 코스닥으로 이전상장을 추진해볼 수 있다. 코넥스를 통한 코스닥 이전상장은 일반 코스닥 상장요건²⁾에 비해 비교적 쉬운 편이다. 금융위원회 자료에 따르면 기업이 창업후 코스닥 시장에 상장하기까지 평균 14.3년이 소요되는데 코넥스시장을 이용할 경우 창업후 8~14년 내에 코스닥 시장에 상장이 가능할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 또한 코넥스시장은 코스피·코스닥 시장과 달리 상장법인의 부담이 적다. 공시의무의 경우 수시공시 항목이 적고, 정기보고서 중 분기·반기보고서 제출이 면제되어 있다. 회계기준에서도 K-IFRS만 가능한 코스피·코스닥 시장과 달리 코넥스시장은 K-GAAP, K-IFRS가 모두 허용된다.

- 1) 트랙① 최근 사업연도 영업이익 有, 최근 사업연도 매출 100억원 이상, 기준시가총액 300억원 이상. 트랙② (직전 사업연도) ROE 10% 이상, (최근사업연도) ROE 10% & 법인세비용차감전계속사업이익 20억원 이상. 트랙③ 최근 사업연도 법인세비용차감전계속사업이익 20억원, 최근 사업연도 ROE 20% 이상. 트랙④ 최근 사업연도 매출액 200억원 이상, 최근 사업연도 매출액이 직전 사업연도 대비 20% 이상 증가, 최근 사업연도 영업이익 10억원 이상. 트랙⑤ 소액주주 지분율 10% 이상, 시가총액이 2천억원 이상 & 자본금 규모 초과, 기준시가총액 3천억원 이상
- 2) 코스닥 시장 상장요건은 일반기업의 경우 자기자본 30억원 이상 또는 시가총액 90억원, 벤처기업의 경우 자기자본 15억원 이상 또는 시가총액 90억원 이상인 반면 코넥스시장 상장요건은 자기자본 5억원, 매출 10억원, 연간 순이익 3억원 중 한가지 충족하면 된다.

하지만 코넥스시장은 일반투자자가 참여하기 힘든 구조로 되어 있다. 코넥스시장은 초기 중소·벤처기업으로 구성되어 있다 보니 다른 증권시장과 비교할 때 상대적으로 투자위험도가 높다고 볼 수 있다. 그래서 정부는 일반투자자가 코넥스시장에 참여하기 위해서는 3천만원 이상의 기본예탁금을 예치하거나 고위험선호투자자³⁾로 설문에 응답한 투자자에 한하여 참여를 제한시켜 놓았다. 즉 코넥스시장은 코스피시장과 코스닥시장에 비해서 진입장벽이 있으며 일반투자자에게 참여가 제한적이다. 왜냐하면 금융당국 입장에서 코넥스시장은 코스피 및 코스닥시장에 비해 규모가 작고 소액투자자가 투자하기에는 위

험한 시장으로 보이기 때문이다. 2019년 기준 코넥스의 거래량은 코스닥에 비해 0.04% 수준으로 코스피 및 코스닥시장처럼 유동성이 풍부하지 않다 <Table 1 참조>.

코넥스시장이 코스피 및 코스닥시장에 비해 규모가 미미하지만 2013년 7월 코넥스시장이 열린 이후로 2019년의 시가총액은 2013년 시가총액에 비해 5.8배 증가하였고, 2019년 코넥스의 거래량은 2013년 대비 12.1배 증가한 것으로 나타났다. 코넥스시장이 2013년에 비해 성장하고 있다는 점을 감안하여 코넥스시장에 대한 연구가 필요해 보인다.

〈Table 1〉 한국 주식거래 시장별 특징

(단위: 만주, 억원)

구 분	코스피(KOSPI)	코스닥(KOSDAQ)	코넥스(KONEX)
상장기업 회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS, K-GAAP
투자개방도	제한없음	제한없음	제한있음
상장기업수	779	1,405	151
연간 총거래량	115,797,791	20,285,148	9,108
연간 총거래대금	12,274,925	10,601,205	6,052
시가총액	14,759,094	2,413,510	53,254

주: 2019년 12월 기준

자료: KOSIS 통계, KRX

〈Table 2〉 코넥스 시장 주요 통계

(단위: 만주, 억원)

연 도	2013	2015	2017	2019	비 고
상장기업수	45	108	154	151	3.3배 증가
연간 총거래량	753	3,777	5,923	9,108	12.1배 증가
연간 총거래대금	487	4,517	4,338	6,052	12.4배 증가
시가총액	9,234	39,471	49,081	53,254	5.8배 증가

자료: KOSIS 통계

3) 고위험선호투자자는 코넥스 소액투자전문계좌를 개설할 수 있다. 단 연간 거래한도는 3천만원으로 제한되어 있다.

2.2 코스닥·코넥스 시장 상장제도 비교

2.2.1 상장요건

코넥스시장에 신규상장하기 위해서는 일반상장을 통한 방법과 기술특례상장 및 크라우드펀딩특례상장을 통한 방법이 있다. 일반상장으로 코넥스시장에 상장할 경우 상장할 기업은 거래소가 요구하는 외형 조건에 부합해야 한다. 코넥스시장 상장외형조건으로 ① 상장하려는 기업이 중소기업기본법에 따른 중소기업에 해당해야 하며, ② 지정자문인을 선임하여야 하며, ③ 최근 사업연도 재무제표에 대한 외부감사의견 적정 등이다. 또한 기업이 기술특례상장을 통해 코넥스시장에 상장하고자 할 경우에 기업은 기술평가기관으로부터 BB이상의 기술평가등급을 받았거나 거래소가 지정하는 기관투자자로부터 자금조달을 받았을 경우 지정자문인 선임의무를 충족하지 않고도 코넥스시장에 상장할 수 있다. 아니면 크라우드펀딩 규모가 최소 1.5억원 이상이고 전문투자자 2인을 포함한 참여투자자수 20인 이상을 확보한 기업도 크라우드펀딩 특례상장으로 코넥스시장에 상장할 수 있다.

그러나 코스닥시장 상장의 경우, 상장요건이 코넥스시장의 상장요건에 비해 엄격하다. 기업이 코스닥시장에 상장하고자 할 경우 법인세차감전계속사업이익이 최소 10억원이상이거나 최소 시가총액 기준 50억원 및 최근 2사업연도 평균매출 증가율 20%이상의 요건을 충족해야 한다(혹은 자기자본 250억원 이상). 또한 지배구조 측면에서 사외이사 및 상근감사 요건도 충족하여야 하며 지분분산요건도 충족해야 한다. 다만, 코넥스 상장기업이 코스닥으로 상장

하고자 할 경우 지분분산, 경영성과 및 시장평가요건을 거쳐야 하는 일반상장요건보다 완화된 조건으로(지정자문인 추천과 트랙별 기업경영의 건전성 요건⁴⁾에 충족) 코스닥시장에 진출할 수 있다.

2.2.2 상장유지부담 및 상장폐지요건

기본적으로 코스닥·코넥스시장의 상장유지부담 및 상장폐지 요건은 대체로 유사하다. 코스닥·코넥스 상장기업은 감사의견 적정의견을 달성해야하며, 지분분산조건, 공시서류 제출의무, 기타 상장적격성 조건을 달성해야할 의무를 진다. 다만 코넥스시장의 경우 코스닥시장과 달리 상장기업의 재무상태와 경영성과를 상장폐지조건에 적용하지 않으며 공시서류의 경우 사업보고서만 제출하면 된다. 다만 사외이사나 감사위원회 의무요건을 부담하지 않지만 지정자문인을 선임할 의무를 진다(Table 3참조).

2.2.3 코넥스 시장의 의의

코넥스시장보다 코스피시장이나 코스닥시장에 상장을 통해 원활한 자금조달과 기업의 가시성 향상을 달성할 수 있지만 자본규모가 작은 신생 벤처기업 입장에서 코스닥으로의 상장조건은 큰 벽으로 작용할 것으로 보인다. 코스닥 상장을 원하는 기업입장에서 일반(벤처)요건으로 코스닥 상장을 추진하기보다 코넥스시장을 이용할 유인이 있어 보인다. 코넥스시장은 상장 시 엄격한 재무성과 및 시장평가 요건을 요구하지 않으며 재무성과가 나타나지 않아도 코넥스시장에 잔류가 가능하기 때문이다. 다만, 코넥스시장은 코스닥시장에 비해 투자자 참여가 제한적이

4) 주석1) 참고

〈Table 3〉 코넥스기업 및 코스닥기업의 상장유지부담 비교

구 분	코넥스	코스닥
재무상태 및 경영성과	상장폐지 요건에 적용하지 않음	매출액, 법인세비용차감전계속사업손실, 장기영업손실, 자본잠식 등의 요건 고려
시가총액 및 거래량	상장폐지 요건에 적용하지 않음	시가총액 및 거래량 요건 고려
감사의견	감사보고서 부적정, 의견거절, 한정 시 시장퇴출요건 성립	
지분분산	사업연도(신규상장일이 속하는 사업연도는 제외) 말 최대주주등의 지분을 제외한 주식이 5% 미만시 상장폐지 요건 성립	소액주주 200인미만/소액주주지분 20% 미만이 2년 연속 지속 시 상장폐지 요건 성립
공시서류	사업보고서 미제출	- 2년간 3회분기, 반기, 사업보고서 법정제출기한 내 미제출 - 사업보고서 제출기한 후 10일내 미제출 - 분기, 반기, 사업보고서 미제출 상태 유지후 다음 회차에 미제출
사외이사 등	특례상장 후 1년 경과시까지 지정자문인 계약 미체결	사외이사/감사위원회 요건 미충족
상장적격성 실질심사	- 불성실공시(누계 15점 이상) - 회생절차개시신청(간이회생절차개시신청 포함) - 상장관련 서류 허위 기재 및 누락 - 횡령배임, 회계처리기준위반, 주된 영업정지 등	
사업설명회	2반기 연속 또는 3년내 4회이상 미개최시 상장폐지 요건 성립	매 반기별 사업진행공시 및 기업설명회 2회연속 미개최시 상장폐지 요건 성립

자료: KRX(2019), 『KONEX2019 코넥스시장의 이해』 참조

고 유동성이 비교적 작기 때문에 코넥스시장에서의 원활한 자본조달과 가시성 향상 효과를 누리기는 힘들 것으로 보인다. 그래도 코넥스 상장기업의 코스닥 상장요건이 일반 코스닥 상장 요건보다 문턱이 낮기 때문에, 코넥스기업은 신속이전상장(Fast Track) 조건만 갖추어진다면 코스닥 일반상장요건보다 문턱이 낮은 요건으로 코스닥으로 이전할 수 있다. 실제로 '19년 9월말 기준 코넥스 상장기업이 코스닥으로 이전상장한 기업은 49개社이며, 그중 10개社가 신속이전상장(Fast Track)를 이용하여 코스닥으로 이전 상장한 것으로 나타났다.⁵⁾

III. 선행연구

앞선 제Ⅱ장에서 코넥스시장 현황과 관련제도 등 코스닥 상장 장려 취지로 만들어진 코넥스 시장에 대해 살펴보았다. 본 장에서는 이전상장 동기에 관한 이론과 기업이 이전상장하는 과정에 나타난 효과를 분석한 국내외 선행연구를 살펴본다.

3.1 이전상장 동기 관련 연구

이전상장에 대한 이론연구는 시장이전 동기를 분

5) 나머지 39개社 중 13개社は 스펙합병, 11개社は 기술특례상장, 15개社は 일반상장으로 상장하였음.

석한 연구가 대부분이다. 기업들이 거래장소를 이전하는 동기로는 기업의 가시성향상 동기, 유동성제고 동기, 경영자신호전달 동기 등이 존재한다. 첫째, 기업의 가시성향상을 통한 투자자인지도 제고 동기는 기업이 한 단계 높은 시장으로 진출하여 기업브랜드를 많은 사람들에게 알림으로서 이전보다 많은 투자자를 유치할 수 있게 된다는 이론이다. Baker and Johnson(1990)은 기업을 대상으로 설문조사를 통해서 실제 기업이 자기 기업의 가시성 향상을 위해서 거래이전을 추진하고 있음을 보여주었다. 그 외에 기업가시성 향상과 이전상장의 관계를 분석한 다수의 연구가 존재한다(Sanger and McConnell(1986), Sanger and Peterson(1990), Baker and Edelman(1992a, 1992b), Baker, Powell and Weaver(1999)). 그 중 Baker, Powell and Weaver(1999)는 이전상장기업의 이전 후 기관투자자 지분을 증가 확인을 통해서 기업이 가시성향상을 위해 이전상장을 추진할 가능성이 있다는 것을 보여주었다.

둘째, 이전상장을 추진하는 동기로는 기업의 유동성제고이다. 일반적으로 코넥스시장보다는 코스닥시장이, 코스닥시장보다는 코스피시장이 거래규모가 크기 때문에 기업은 더 나은 시장으로의 이전을 통해 보다 많은 유동성을 확보하고 자본조달비용을 낮춤으로써 기업가치 제고에 도움을 준다는 주장이다. 이전상장에 대한 유동성제고 가설을 연구한 선행연구는 Sanger et al(1986), Baker et al(1990), Christie and Huang(1994), Kadlec and McConnell(1994) 등이 있다. Kadlec et al(1994)은 기업이 이전상장을 통해서 더 많은 투자자들을 유치하였다는 것을 기업의 자본비용감소 효과로 연결하여 bid-ask 스프레드 축소로 보여주었다. 또한 Christie et al.(1994)의 연구에서는 유동성이 낮

은 기업일수록 이전상장을 통한 유동성 확보효과가 컸다.

마지막으로 이전상장 동기를 설명하는 가설은 경영자신호가설이다. 경영자신호가설에 따르면 경영진은 긍정적인 신호를 발산하는 차원에서 이전상장을 추진할 가능성이 있다는 점이다(Ying, Lewellen, Schlarbaum and Lease(1977)). 예를 들어 코스닥시장에 상장한 기업이 코스피시장으로의 이전상장을 통해 자신의 기업이 더욱 성장하고 있음을 투자자에게 신호를 보낸다. 이러한 기업의 성장 신호는 기업의 주가상승으로 이어진다. Ying et al(1977)는 장외시장 상장 기업이 뉴욕증권거래소(NYSE)와 아메리카증권거래소(AMEX)에 상장하고자 할 때 기업의 주가가 상승하는 것을 보여주었다. 국내 연구의 경우 박영규(2018)에 따르면 이전상장한 기업은 다른 기업에 비해 자산을 효율적으로 사용하고 수익성이 높게 나타났다.

3.2 이전상장 효과 분석 연구

Ying et al(1977)은 뉴욕증권거래소(NYSE)와 아메리카증권거래소(AMEX)에 이전상장을 한 장외시장 기업을 대상으로 기업의 시장이전에 대한 반응을 연구하였다. 동 연구결과에 따르면 시장이전공시가 나타난 달에는 양(+)의 수익률이 나타난 반면, 시장이전이 이루어진 후의 해당 월수익률은 음(-)의 수익률을 기록하였다. 다만 Ying et al(1977)은 기업의 시장이전시점이 구체적이지 않았다는 점에 한계가 있다. Sanger et al(1986)는 실제 시장이전 전후 각 52주간 구분하여 각 시점별 초과수익률과 누적수익률을 산출하였다. 동 연구결과에 따르면, 이전상장 공시가 나타날 때 연구대상 기업의 평균초과수익률은 5%의 양(+)의 수익률을 기록한 것으로

나타났다. 반면 Dharan and Ikenberry(1995)의 연구에 따르면 이전한 이후의 이전상장 기업주가는 하락하는 것으로 나타났으며 이러한 이전상장의 부정적인 효과는 결국 자본조달비용 증가로 이어진다고 주장하였다.

우리나라 주식시장의 이전상장연구는 주식장의중개시장 혹은 코스닥시장에서 코스피로 이전한 기업을 대상으로 시장이전 공시시점과 시장이전시점의 가격효과를 살펴보았다(장범식(2011)). 장범식(2011)의 결과에 따르면 코스닥 상장기업이 시장이전을 할 때의 공시는 주가에 긍정적으로 작용하였지만, 실제 시장이전일 이후 기업주가에는 부정적으로 작용하였다. 특히 시장이전일 시점부터 1년간의 누적초과수익률로 살펴볼 때 기업의 주가는 시간이 지날수록 부정적으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 장범식(2011)은 기업의 시장이전 행위는 기업가치제고로 연결되지 않는다고 결론지었다. 이전상장 공시효과는 주가에 긍정적이고 실제 상장은 주가에 부정적이라는 점에서 박영규(2018)의 연구 결과는 장범식(2011)의 연구결과와 동일하다. 그러나 박영규(2018)는 단순히 이전상장의 공시효과만 따지지 않고 코스닥시장에서 코스피시장으로 이전한 기업의 재무특성과 상장이후 주식성과 및 영업성과를 분석하였다는 점에서 장범식(2011)과 차별화되었다. 또한 박영규(2018)는 이전상장 이후에 기업의 영업성과가 하락한 것으로 나타났지만 일반 코스피 상장기업과 비슷한 영업수준과 하락폭이라는 점에서 기업의 이전상장에 의한 성과하락은 아니라고 주장하였다. 또한 김준석(2018)에 따르면 코스피시장으로 이전상장한 코스닥기업의 경우 이전상장 결정 전후로 양(+)의 수익률을 보였으며 특히 코스피시장의 동일섹터 기업에 비해 저평가된 기업일수록, 코스닥 시장의 성과가 상대적으로 부진할수록 이전상장 기업의 초과수

익률은 증가하는 것으로 나타났다.

앞서 살펴본 국내 선행연구와 같이 코스닥시장에서 코스피시장으로 이전상장한 기업의 연구결과는 존재하지만 2013년 출범한 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 기업에 대한 이전효과에 대한 연구는 전무한 상황이다. 코넥스시장은 코스피 및 코스닥 시장에 비해 특수한 시장으로 분류되기 때문에 본 연구를 통해서 코넥스 상장기업의 이전상장효과를 밝힘으로써 국내 모든 주식거래시장 간의 이전상장 효과를 분석해 보는 것은 의미가 있다고 하겠다.

IV. 연구내용 및 방법론

본 장에서는 연구에서 다룰 연구내용, 표본선정과 연구방법론에 대해서 기술한다.

4.1 연구 내용

본 연구에서는 코넥스기업의 코스닥시장으로의 이전상장이 기업가치에 미치는 영향에 대해서 다루고자 한다. 이를 위해 이전상장 공시일과 실제 이전상장일을 구분하고 단기적 그리고 중기적으로 기업주가에 어떠한 영향을 주었는지 살펴보고자 한다. 본 연구를 통해 답을 얻고자 하는 질문은 아래와 같다

Q1: 이전상장 관련 공시가 주가에 영향을 미치는가?

이전상장 공시가 주가에 미치는 영향을 파악하기 위하여 이전상장 공시시점을 전후한 단기효과 뿐만 아니라 한 달여에 걸친 중기영향도 살펴보고자 한다. Merton(1987)에 따르면 투자자기반의 확충은 기업에 대한 투자자인지도를 제고하고 이는 투자자 요

구이익률의 하락(자본조달비용의 감소)으로 이어져 결국 기업가치 상승으로 나타난다는 것이다. 따라서 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전상장하는 기업의 경우 이전에 비해 잠재 투자자기반 확대를 통한 투자자인지도를 제고⁶⁾할 수 있다는 점에서 기업의 이전상장 공시는 주가상승으로 이어질 것으로 기대한다. 이러한 코넥스기업의 이전상장관련 공시가 기업주가에 긍정적으로 작용하는지를 검증하기 위하여 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설 1: 코넥스기업의 이전상장공시는 기업 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

이전상장 관련 공시시점은 이전상장결의 공시와 이전상장심사결과 공시로 구분할 수 있다. 이전상장결정은 기업내부 이사회에서 이루어지고 이전상장을 결의한 기업은 이전상장신청서를 거래소에 제출하면서 이전상장결의를 공시하며,⁷⁾ 거래소의 최종 이전심사결과는 의무공시로서 투자자에게 공시된다. 이러한 이전상장심사통과 결정은 이사회에의 이전상장결의와는 달리 실제로 이전상장이 확정되는 것으로서 이전상장 가능여부의 불확실성이 제거되는 것이다. 이러한 불확실성 제거로 인해 주가에 어떠한 영향을 미치는 가를 살펴볼 수 있다. 심사통과확정에 따라 이사회결의공시 시점에 미반영된 이전상장 효과가 더 나타날지 아니면 이미 이사회결의공시 시점에 주가에 대한 영향이 충분히 반영되어 특별한 영향을 보이지 않을 지를 파악할 수 있다. 이를 위해 서로 다른 두 공시시점을 중심으로 이전상장효과 분석을 위

하여 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1-1: 코넥스기업의 이사회 이전상장결의 공시는 기업 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2: 코넥스기업의 이전상장 심사통과 공시는 이전상장 효과가 이미 이전상장결의 공시 시에 선반영되어 기업 주가에 영향을 미치지 않을 것이다.

Q2: 이전상장결의 또는 심사통과 공시가 아닌 실제 이전상장이 주가에 미치는 영향은 어떠한가?

이전상장공시가 아닌 실제 이전상장 시점에 기업 주가는 어떻게 반응을 하는가를 파악하기 위하여 이전상장 시점을 전후한 단기효과 뿐만 아니라 한 달 여에 걸친 중기영향도 살펴보고자 한다. 앞서 언급한 바와 마찬가지로 이전상장효과 자체는 주가에 긍정적 영향을 미칠 사건으로 여겨진다. 다만 이전상장 공시시점에 이전상장효과가 충분히 반영되었다면 실제 이전상장 시점에는 주가에 미치는 영향은 미미할 것이며, 만약 공시시점에 이러한 효과의 선반영이 제대로 이루어지지 않았다면 긍정적이든 부정적이든 조정이 있게 될 것이다. 만약 이러한 조정과정이 나타난다면 시장이 준강형효율적이지 못함을 시사한다고도 하겠다. 박영규(2018), 장범식(2011) 등의 선행연구 결과에 따르면 코스닥기업이 코스피로 이전상장하는 경우 공시 시점에는 긍정적반응을 보인 반면 실제 이전상장 시점에는 주가는 오히려 부정적으로 나타났다.

6) 상장이전효과엔 불확실성해소, 투자자인지도향상, 자금동원능력확대, 유동성확대 등 다양한 요소가 포함되어 있고, 이러한 다양한 요소들 간의 명확한 구분이 어렵다. 따라서 익명의 심사위원께서 지적해주신 바와 같이 코넥스에서 코스닥으로의 이전이 투자자인지도를 변화시키고 이것이 기업가치에 영향을 미칠 것이라는 저자들의 주장은 이전상장효과가 순수하게 투자자인지도 변화에만 의한 것이 아닐 수 있다는 한계가 있음을 밝힙니다.

7) 코넥스 상장기업이 코스닥 이전상장신청을 한 경우 일반 신규상장에 비해 심사기간은 30영업일 이내로 단축된다.

가설 2: 코넥스 기업의 실제 이전상장은 이전상장 효과가 이미 이전상장 공시 시점에 선 반영되어 기업주가 움직임에 영향을 미치지 않을 것이다.

4.2 표본선정

표본은 2014년부터 2018년까지의 기간 안에 코넥스에서 코스닥으로 이전한 30개 기업이 대상이다. 전자공시시스템(Dart)을 통해 개별기업의 공시를 수집하여 상장일정을 확인하였으며 표본대상 기업의 주가는 물론 코넥스 지수산출을 위해 코넥스 전 종목 주식가격을 수집하였다. 코넥스지수를 산출하는 이유는 코넥스 시장평균수익률을 산출하고 궁극적으로 대상 개별기업의 평균초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 구하고자 함이다(부록 그림 1 참조).

각 이벤트에 따라 이벤트 전후로 기업의 주가수익률 기초통계량이 다르게 나타났다. 이전상장일 일일 주가수익률의 평균은 -0.4%로 이전상장결의일과 심사통과일의 평균 일일 주가수익률에 비해 낮게 나타났다. 반면 이전상장결의일의 전후 평균 주가수익률은 약 0.23%로 다른 이벤트에 비해서 가장 높게 나타났다. 이는 이전상장결의공시가 나타날 때 기업

가치 상승에 대한 기대감이 주가에 반영되면서 나타난 것으로 보인다.

4.3 연구 방법

본 연구에서는 Brown and Warner(1980)에 의해 고안된 사건연구(event-study)로 사건의 유의미한 효과를 살펴보기 위해 평균초과수익률(AR: Abnormal Rate of Return)을 측정한다. 측정하는 방법으로는 평균조정수익률모형(mean-adjusted returns model), 단순 시장조정수익률모형(market-adjusted returns model) 및 OLS시장조정수익률모형(OLS market-adjusted returns model)이 있다. 평균조정수익률모형의 평균초과수익률은 각 기업의 수익률에서 평균수익률을 차감한 값이며, 단순 시장조정모형에서의 평균초과수익률은 각 기업의 수익률에서 시장수익률을 차감한 값이다. 한편 OLS 시장조정수익률모형의 경우에는 개별 주식수익률과 시장주가수익률을 이용하여 α 와 β 를 추정한 다음에 이들 α 와 β 값을 반영하여 평균초과수익률을 구한다. 세가지 모형의 결과에 큰 차이가 없다는 선행연구 결과를 반영하여 본 연구에서는 시장조정수익률모형(Market-adjusted returns model)을 이용한다.⁸⁾

본 연구에서 적용하는 단순 시장조정수익률모형의

〈Table 4〉 이전상장 결의일/심사통과일/상장일 표본별 주가수익률 기초통계량

(단위: %)

	N	Mean	Median	Max	Min	SD
이전상장결의일	30	0.23	-0.02	13.16	-12.82	5.05
심사통과일	30	-0.02	-0.04	12.60	-16.14	5.02
이전상장일	30	-0.40	-0.21	13.84	-30.72	6.40

주: 1) 각 이벤트별 표본의 기초통계량임. 각 표본의 관찰기간은 총 225일로 이벤트 200일 전부터 이벤트 +24일까지임

2) 각 기업별 코넥스 상장회사별 이전상장결의일, 이전심사통과일과 이전상장일은 〈부록 표1〉 참조

8) 김찬웅, 김경원(1997)

초과수익률은 아래와 같이 계산한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

$AR_{i,t}$ = 개별주식(i) t시점의 초과수익률

$R_{i,t}$ = 개별주식(i) t시점의 실제수익률

$R_{m,t}$ = 코넥스시장 t시점의 실제수익률

식(1)을 이용해서 N개 기업의 평균초과수익률(AAR: average abnormal return)을 아래와 같이 구한다.

$$AAR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (2)$$

식(2)를 통해서 구해진 평균초과수익률을 누적해서 모으면 M기간의 누적초과수익률(CAR)을 구할 수 있다.

$$CAR = \sum_{k=0}^M AAR_{t+k} \quad (3)$$

식(3)를 통해서 구해진 누적초과수익률(CAR)이 통계적으로 유의한지 확인해보기 위해서 식(4)와 같은 귀무가설(H_0 : null hypothesis)을 검정하였다.

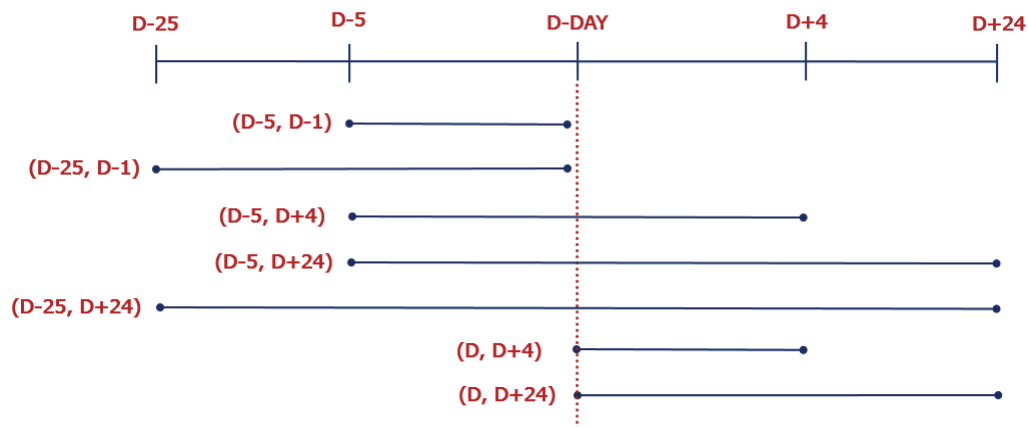
$$H_0 : CAR = 0 \quad (4)$$

또한 사건기간 동안 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 통계적 유의성을 살펴보기 위하여 t통계를 통한 검증이 필요하다. 본 연구에서는 Brown and Waner(1980)에서 사용한 방법으로 t검정을 하였다. 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 검정통계값은 아래의 식과 같다.

$$t_{AR_t} = \sqrt{N_t} \cdot \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{\hat{s}(AR_{i,t})} \quad (5)$$

$$t_{CAR(t_1, t_2)} = \frac{\sum_{i=t_1}^{t_2} AR_i}{\sqrt{\sum_{i=t_1}^{t_2} \hat{s}^2(AR_i)}} \quad (6)$$

아래 〈Exhibits 1〉은 각 이벤트(이전상장결의공



주: 그림의 D-DAY는 이전상장결의공시일(D)을 기준으로 작성하였으며, 이전상장심사통과일(P)과 이전상장일(O)에도 이전상장결의공시일의 관찰기간과 동일하게 적용됨

〈Exhibits 1〉 이벤트(사건) 관찰기간 설정

시일, 이전상장심사통과일, 이전상장일)를 기준으로 설정한 7개의 관찰기간을 나타낸다. 먼저 이벤트 발생시점을 기준으로 전후 각각 한달여 기간(D-25, D+24)을 기준으로 하고, 전후의 기간을 세분화하였다. 이벤트 발생 전 이전상장효과가 미리 반영되는 지를 확인하기 위해 장단기 관점에서 (D-25, D-1)과 (D-5, D-1)을 관찰기간으로 설정하였고, 이벤트 공시 이후에는 어떠한 반응을 보이는 지 확인해보고자 장단기 관점에서 (D, D+24)와 (D, D+4)를 관찰기간으로 설정하였다. 또한 이벤트 전후 기간의 관찰기간 2개 유형((D-5, D+4), (D-5, D+24))을 추가로 설정하였다. 이벤트 전후 기간의 관찰기간과 이벤트 전 또는 후의 관찰기간과의 비교를 통해 이벤트 전후기간 동안 주가수익률 상승 등 다양한 이전상장효과를 확인해보자 한다.

V. 실증분석

5.1 이전상장결의 공시효과 측정

〈Table 5〉는 이전상장 결의일 전후의 누적초과수익률을 보여주고 있다. 〈Table 5〉에 의하면 이전상장 결의공시(D) 전후로 누적초과수익률은 모든 기간에 걸쳐서 양(+)의 수익률로 나타났다. 즉 이전상장 결의가 주가에 긍정적으로 영향을 미친 것이다. 다만 (D-25~D-1), (D-5~D+4), (D-25~D+4), (D-25~D+24), (D~D+4)기간의 누적초과수익률은 통계적으로 유의하지만, (D-5~D-1), (D-5~D+24), (D~D+24)기간의 누적초과수익률은 통계적으로 유의하지는 않았다. 종합하면 이전상장 결의 공시효과는 결의공시 상당기간 전(D-25)부터 그 효

과가 나타나서 공시 이후 단기간(D+4) 동안엔 그 효과가 지속되는 것으로 나타났으나 일정시점 이후부터는 더 이상 초과수익이 발생하고 있지 않다. 이는 〈Figure 1〉을 통해서도 누적초과수익률이 공시 이후 한동안 지속적으로 증가하다가 일정 시점 이후부터는 증가하지 않고 오히려 감소하고 있음을 알 수 있다. 또한 통계적으로 유의한 기간의 누적초과수익률을 살펴보면, 공시 이전의 누적초과수익률이 공시 이후의 누적초과수익률보다 높게 나타났다. 공시일 25일전부터 공시일 전일까지의 수익률은 12.03%로 나타난 반면에 공시일 이후부터 공시 후 4일까지의 누적초과수익률은 4.63%로 나타났다. 공시시점 전후 며칠을 기준으로 한 달여의 기간을 포함할 시((D-5~D+24), (D~D+24))에는 유의한 수준의 누적초과수익률이 나타나고 있지 않다.

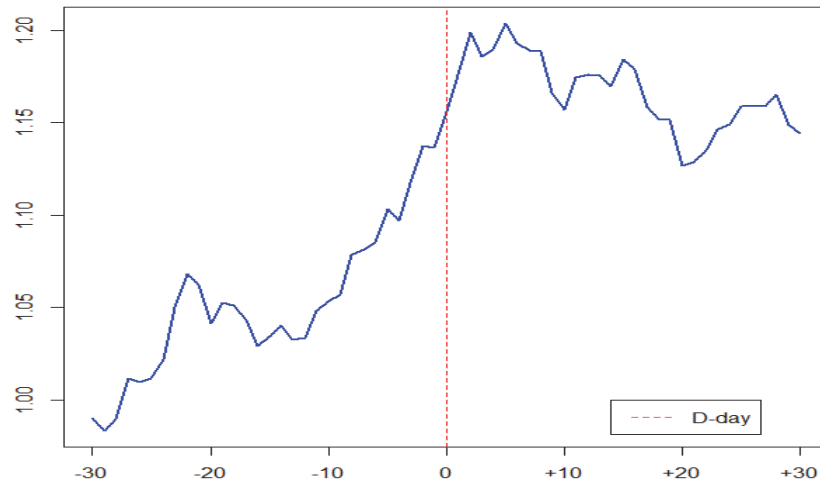
박영규(2018)의 연구에서 코스닥기업의 코스피로의 이전상장 공시시점 누적초과수익률을 살펴본 바에 따르면 코스닥기업의 이전상장결의 공시기간 동안 공시이전에는 기업의 주가는 0.21% 정도 상승했으나 통계적으로 유의하지 않았다. 반면 이전상장결의 공시일 이후의 경우, 공시일부터 30일까지 기업의 주가는 3.7% 상승한 것으로 나타났으며 통계적으로 유의하였다. 이와 같은 박영규(2018)의 연구결과와 비교하면 코넥스의 이전상장기업이 코스닥의 이전상장기업에 비해 좀 더 민감하게 반응한 것으로 나타났다. 이는 코스닥시장은 이미 모든 투자자로부터의 시장접근성이 용이한 반면에 코넥스시장은 투자환경이 제한적이어서 코스닥에서 코스피로의 이전보다는 코넥스에서 코스닥으로 이전이라는 사건이 주식투자환경에 미치는 영향이 더 크며 그에 따라 주가도 더 크게 움직이는 것으로 보인다.

〈Table 5〉 코넥스기업의 이전상장 결의일 전후 주식성과

(단위: %)

	N	Mean	Median	Max	Min	SD
(D-5, D-1)	30	4.61 (1.53)	4.01	42.36	-43.93	16.58
(D-25, D-1)	30	12.03** (2.32)	11.10	78.73	-44.67	28.38
(D-5, D+4)	30	9.29*** (2.89)	5.21	41.36	-27.52	17.62
(D-5, D+24)	30	5.94 (1.25)	3.65	68.43	-54.01	26.07
(D-25, D+4)	30	16.66*** (3.49)	13.05	77.53	-31.00	26.12
(D-25, D+24)	30	13.31** (2.59)	10.73	60.37	-34.49	28.10
(D, D+4)	30	4.63* (1.92)	0.20	50.65	-13.04	13.24
(D, D+24)	30	1.29 (0.26)	0.45	63.87	-96.36	27.58

주: '***', '**', '*'은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타냄. ()안은 t값.



〈Figure 1〉 이전상장 결의일 공시일(D) 전후의 주식성과

5.2 이전상장심사통과 공시효과 측정

위에서는 기업 내부적으로 내린 이전상장결의 공시 효과에 대한 분석을 하였다. 여기서는 거래소에서 확정한 이전상장심사통과 공시에 대한 추가반응을 살펴본다. 즉 앞서 언급한 바와 마찬가지로 이전상장심사통과 결정으로 인하여 실제로 이전상장이 가능할 지에 대한 불확실성이 제거된 시점에서의 추가움직임을 살펴보는 것이다.

〈Table 6〉에 의하면 이전상장심사통과 공시(P)의 경우도 앞선 이전상장결의 공시 기준 분석과 마찬가지로 전 구간에 걸쳐서 양(+)의 효과를 보이고 있다. 다만 (P-25~P+4), (P~P+4)기간만 통계적으로 유의한 수준의 누적초과수익률이 나타난 반면 나머지 기간에 대해서는 누적초과수익률이 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 즉 앞선 이전상장결의 공시효과에 비하여 그 영향이 거의 사라지거나 매우 약하게 남아있다.

또한 이전상장심사통과 공시시점 사건기간((P-25~P+4), (P~P+4))의 누적초과수익률이 각각 7.83%, 2.6%이고 이전상장결의 공시시점 동일기간((D-25~D+4), (D~D+4))의 누적초과수익률이 각각 16.66%, 4.63%로 동일기간 대비 이전상장심사통과 공시시점의 누적초과수익률이 이전상장결의 공시시점 누적초과수익률의 절반 수준이라는 점에서 이전상장심사통과 공시는 이전상장결의 공시에 비해 공시효과가 크게 낮게 나타났다고 할 수 있다. 심지어 그 이외의 기간에 있어서는 공시효과가 통계적으로 유의하게 나타나고 있지 않다. 이를 통해 이전상장효과가 이전상장결의 공시기간에 이미 충분히 반영되어 심사통과 공시에는 새로운 뉴스로서의 가치가 적어서 공시효과가 나타나지 않거나 나타나더라도 상대적으로 낮게 반응을 보이는 것으로 보인다. 이전상장심사통

과로 인하여 불확실성이 제거되었다는 호재에도 불구하고 크게 반응을 보이지 않은 것은 이미 이전상장결의 단계에서 실제이전상장이 가능할 것으로 투자자들은 확신을 가지는 것으로 보인다. 그래도 두기간(P-25~P+4), (P~P+4)에서 유의하게 나타나는 것은 여전히 코넥스기업의 코스닥시장으로의 이전은 기업에 긍정적 뉴스이기에 이전상장결의 공시시점에 비하여 작아졌지만 여전히 긍정적효과가 남아있는 것으로 볼 수 있다.

5.3 실제이전상장 효과 측정

지금까지는 이전상장결의 또는 심사통과 결정에 대한 공시효과를 살펴보았고, 이제 실제 이전상장이 실시된 이후 시점을 기준으로 추가반응을 살펴본다. 앞서 보았듯이 코넥스기업의 코스닥시장으로의 이전상장은 긍정적 뉴스로 받아들여져서 높은 초과수익률이 발생하였는데, 실제 이전상장이 이루어져 코스닥시장에서 거래되는 시점에서는 과연 시장이 어떻게 반응을 보일 지에 대한 분석이다.

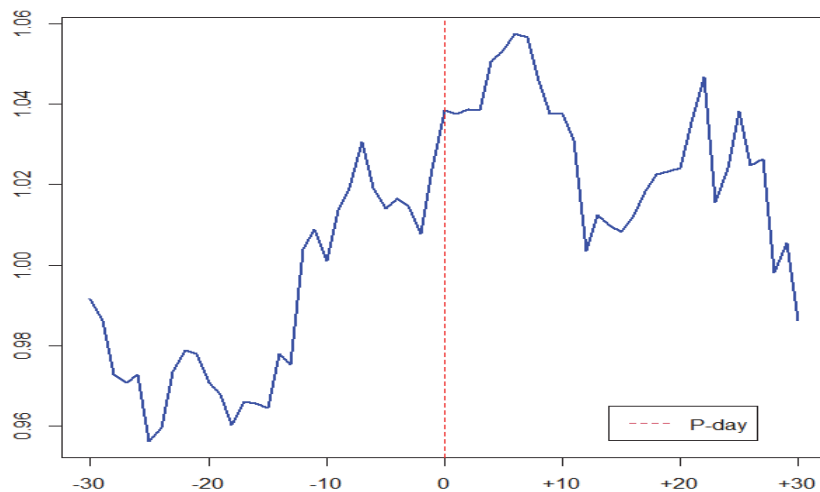
〈Table 7〉에 의하면 실제 이전상장일(O) 전후 분석대상 기간의 경우 모든 관찰기간의 누적초과수익률은 통계적으로 유의한 음(-)의 수익률을 보이고 있다. 즉 실제 이전상장이 이루어져 코스닥시장에서 거래가 이루어지는 시점에서는 앞선 이전상장 결정단계에서 나타난 긍정적 반응이 다 사라지고 오히려 주가가 하락하고 있는 것으로 나타났다. 기간별 누적초과수익률 움직임을 살펴보면, 전체사건기간(O-25~O+24)에 걸쳐서는 -26.8%에 이르는 누적초과수익률 하락을 보이고 있다. 이를 이전상장일 전후로 살펴보면 전반기(O-25~O-1)에는 -15.2%, 후반기(O~O+24)에는 -11.7%로 상대적으로 전반기에 더 떨어진 것으로 나타나고 있다. 좀 더 실제이전상

〈Table 6〉 코넥스기업의 심사통과일 전후 주식성과

(단위: %)

	N	Mean	Median	Max	Min	SD
(P-5, P-1)	30	0.47 (0.28)	-0.49	29.86	-18.93	9.07
(P-25, P-1)	30	5.23 (1.58)	1.93	62.37	-20.67	18.14
(P-5, P+4)	30	3.07 (1.52)	2.11	38.62	-14.90	11.04
(P-5, P+24)	30	0.62 (0.13)	-0.46	63.83	-82.63	26.92
(P-25, P+4)	30	7.83** (2.33)	5.00	57.76	-25.98	18.39
(P-25, P+24)	30	5.38 (0.98)	8.35	76.62	-87.00	29.97
(P, P+4)	30	2.60* (1.78)	0.80	22.17	-11.10	8.01
(P, P+24)	30	0.15 (0.03)	1.79	34.42	-83.45	24.27

주: '***', '**', '*'은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타냄. ()안은 t값.



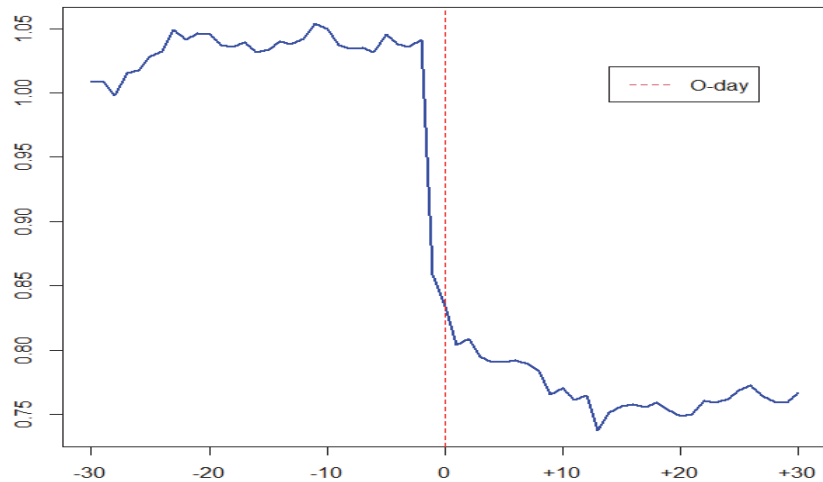
〈Figure 2〉 이전상장심사통과일(P)전후의 주식성과

〈Table 7〉 코넥스기업의 상장일 전후 주식성과

(단위: %)

	N	Mean	Median	Max	Min	SD
(O-5, O-1)	30	-16.62*** (-3.19)	-10.96	59.24	-76.44	28.57
(O-25, O-1)	30	-15.17* (-1.91)	-2.12	54.68	-120.03	43.48
(O-5, O+4)	30	-24.75*** (-4.75)	-23.58	49.73	-71.39	28.54
(O-5, O+24)	30	-28.28*** (-3.67)	-28.76	40.30	-141.93	42.19
(O-25, O+4)	30	-23.65*** (-3.09)	-22.65	59.29	-109.34	41.32
(O-25, O+24)	30	-26.83*** (-3.09)	-20.85	57.47	-114.80	47.52
(O, O+4)	30	-8.13** (-2.73)	-6.03	19.20	-45.34	16.32
(O, O+24)	30	-11.66* (-1.76)	-10.27	48.34	-128.64	36.32

주: '***', '**', '*'은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타냄. ()안은 t값.



〈Figure 3〉 이전상장일(O)전후의 주식성과

장일 주변기간($O-5 \sim O+4$)을 살펴보면 일단 -24.8% 하락을 보이고 있어서 전체사건기간 동안 하락한 -26.8%의 대부분이 이 이전상장시점 전후 10일간에 집중되어 있음을 알 수 있다. 다시 실제이전상장일 주변기간($O-5 \sim O+4$)을 상장일 기준 전후반으로 나누어 보면 전반 5일간($O-5 \sim O-1$) -16.6%의 하락을 보인 반면 후반 5일간($O \sim O+4$) -8.1% 하락을 보이고 있어서 역시 상장이전일 전에 더 많이 하락한 것으로 나타나고 있다. <Figure 3>에서도 이전상장일 주변기간의 급격한 누적초과수익률 하락이 잘 나타나 있으며, 이러한 급격한 하락은 이전상장 이후 30일까지도 회복되지 않은 것으로 나타났다.

이러한 결과는 장범식(2011), 박영규(2018)의 선행연구 결과와 마찬가지로 이전상장 결의공시 때 이미 이전상장의 긍정적 효과가 주가에 반영되고 실제 이전상장이 일어나는 시점에서는 오히려 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 박영규(2018)의 코스닥기업의 누적초과수익률은 약 4% 하락하였고 본 연구에 따른 코넥스기업의 하락폭은 25%에 이른 것으로 나타났다. 다만, 박영규(2018) 결과를 실제이전상장일 전후로 살펴보면, 이전상장 이후에는 기업주가가 하락한 것으로 나타났지만 이전상장 이전에는 기업주가가 오히려 상승한 것으로 나타났다. 이는 이전상장일 전후 모두 주가가 하락한 본 연구 결과와 차이가 있다. 이전상장일 전후 모두 주가가 하락한 코넥스기업과는 달리 상장이전의 상승과 이후의 하락이 발생한 코스닥기업의 주가반응에 따라 결국 코스닥기업의 하락분이 코넥스기업의 하락분보다 크지 않았다. 또한 이전상장결의일의 공시효과와 마찬가지로 이전상장일의 코넥스기업의 민감도도 코스닥 기업의 민감도보다 더 크게 나타났다.

지금까지 살펴본 이전상장결의 공시일(D), 이전상장심사통과 공시일(P) 및 실제이전상장일(O) 기준의

이전상장효과분석을 종합하여 보면, 코넥스기업의 코스닥시장으로의 이전상장 결정은 처음엔 긍정적으로 받아들여져 주가가 상승하였으나 실제로 이전상장이 이루어지는 시점에서는 주가가 하락하여 이전상장에 따른 전체적인 주가변화는 미미하였다. 예를 들어 이전상장결의 공시일 기간($D-25 \sim D+4$)의 +16.7% 누적초과수익률 상승과 이전상장심사통과 공시일 기간($P-25 \sim P+4$) +7.8% 상승의 합과 실제이전상장일 기간($O-25 \sim O+4$)의 -23.7% 누적초과수익률 하락을 합하면 순누적초과수익률은 +0.8%에 지나지 않는다. 즉 이전상장이라는 긍정적 뉴스에 따른 주가상승이 결국은 실제상장까지 이어지지 않은 것으로 볼 수 있다.

한편 긍정적 효과가 나타난 이전상장 결정시점을 이전결의 공시시점과 이전상장심사통과 공시시점으로 나누어본 결과 이전상장결의 공시시점에 긍정적 효과가 이미 상당부분 반영되어 상장가능여부의 불확실성을 제거하였다는 호재에도 불구하고 이전상장심사통과 공시시점엔 그 효과가 크게 줄어들었거나 거의 나타나지 않고 있다.

VI. 결 론

본 연구는 코넥스기업의 코스닥시장으로의 이전상장 결의 및 심사통과 공시와 실제 이전상장이 기업 가치에 미치는 영향을 분석함으로써 Merton(1987)이 주장하는 투자자인지와 기업가치와의 관계를 살펴보고자 하였다. 코스피 및 코스닥에 비해 상대적으로 투자자기반이 약한 코넥스에서 코스닥으로의 이전은 투자자기반 확충에 따른 인지도향상에 크게 기여할 것이므로 Merton(1987)의 투자자인지이론 테스트

에 최적의 환경이라고 할 수 있다. 이에 본 연구는 코넥스시장에서 코스닥시장으로의 이전 공시 및 실제이전 효과를 연구하였다.

특히 지금까지 코스닥에서 코스피로의 이전상장에 관한 연구는 제한적으로 이루어졌으나, 코넥스에서 코스닥으로의 이전상장에 대한 연구는 없었다. 따라서 본 연구는 그러한 부족 부분을 보완함으로써 코스피, 코스닥, 코넥스를 모두 포함한 국내주식시장 내에서 이루어지는 이전상장효과를 전체적으로 살펴볼 수 있었다.

본 연구에서는 이전상장 기준일을 이전상장공시일과 실제이전상장일로 나누고, 이전상장공시일은 다시 이사회이전상장결의 공시일과 이전상장심사결과 공시일로 구분하여 이전상장 효과를 분석하였다. 분석결과를 보면 이전상장결의 공시일 기준으로 이전상장기업의 주가가 유의하게 상승한 것으로 나타났으며 이전상장심사통과의 공시는 주가에 영향을 주었지만 이전상장결의 공시에 비해 공시효과가 미미한 것으로 보인다. 이는 이전상장결의 공시가 이전상장심사공시 이전에 투자자의 기대감이 이미 반영되어 나타난 것으로 보인다. 실제 이전상장일 경우에는 이전상장일 전후로 기업의 주가가 크게 하락한 것으로 나타났으며, 이러한 하락은 시간이 경과함에도 회복되지 못하고 오히려 음(-)의 수익률이 심화되는 것으로 나타났다. 이전상장결의 공시부터 실제 이전상장까지를 종합하면 이전상장결의 공시에서 나타난 이전상장에 대한 기대감에 따른 주가상승분이 실제이전상장 이후에 나타난 주가하락분에 상쇄되어 주가상승 순효과는 미미한 것으로 나타났다. 결국 일련의 이전상장 이벤트를 통한 기업의 가치상승은 일어나지 않았다고 볼 수 있다.

따라서, 기업의 이전상장 결정 및 실행이 Merton (1987)이 예측한 투자자기반 확대에 의한 영구적 기업가치 상승으로 연결되지 않은 것으로 보인다. 또

한 이전상장 기간동안 코넥스 기업의 민감도가 코스닥 기업의 민감도보다 큰 것으로 나타났다. 이는 코넥스 기업이 코스닥 시장에 비해 효율적인 시장이 아니기 때문에 나타난 현상으로 보인다. 다만 이러한 실증연구결과에도 불구하고, 본 연구는 Merton(1987)이 주장하는 투자자기반의 확대에 따른 기업가치의 항구적 변화라는 점을 감안하면 본 연구에서 사용한 실제 이전상장 이후의 데이터 관찰기간이 충분히 오래되지 않아서 항구적 변화를 언급하기에는 제한적이라는 점에서 한계가 있다. 이러한 한계를 극복하기 위해서 이전상장 이후의 장기에 걸친 데이터가 요구되어, 향후 충분한 자료가 축적 되고나면 좀 더 정확한 분석이 가능하겠다고 하겠다.

참고문헌

- Autore, D. M., Hutton, I., & Kovacs, T. (2011). Accelerated equity offers and firm quality. *European Financial Management*, 17(5), pp.835-859.
- Baker, H. K., & Johnson, M. (1990). A survey of management views on exchange listing. *Quarterly Journal of Business and Economics*, pp.3-20.
- Baker, H. K., & Edelman, R. B. (1992). AMEX-to-NYSE transfers, market microstructure, and shareholder wealth. *Financial Management*, pp.60-72.
- Baker, H. K., & Edelman, R. B. (1992). The Effect on Spread and Volume of Switching to the NASDAQ National Market System. *Financial Analysts Journal*, 48(1), pp.83-86.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Weaver, D. G. (1999).

- Does NYSE listing affect firm visibility?. *Financial Management*, pp.46-54.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), pp.205-258.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1994). Market structures and liquidity: A transactions data study of exchange listings. *Journal of Financial Intermediation*, 3(3), pp.300-326.
- Dharan, B. G., & Ikenberry, D. L. (1995). The long-run negative drift of post-listing stock returns. *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1547-1574.
- Foerster, S. R., & Karolyi, G. A. (1999). The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States. *The Journal of Finance*, 54(3), pp.981-1013.
- Jang, B. S.(2011). The Effect of the Stock Exchange Listings on the Firm Value. *Advancing Small Enterprise Innovation Research*, 14(1), 113-145.
- Kadlec, G. B., & McConnell, J. J. (1994). The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: Evidence from exchange listings. *The Journal of Finance*, 49(2), pp.611-636.
- Karolyi, G. A. (2006). The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom. *Review of Finance*, 10(1), pp.99-152.
- Kim, C. W, & Kim, K. W.(1997). Measuring Security Price Performance in Event Studies. *Korea Journal of Financial Studies*, 20(1), pp. 301-327.
- Kim, J. S.(2018). Listing of KOSDAQ-listed Companies' transfer to KOSPI: Current status and Evaluation. *KCMI Issue report* pp.18-12.
- KRX, "Understanding the KONEX market," 2019, Available at <http://www.krx.co.kr>.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), pp.483-510.
- Mittoo, U. R. (2003). Globalization and the value of US listing: Revisiting Canadian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 27(9), pp. 1629-1661.
- Park, Y. K.(2018). The Study on Firms to Switch from KOSDAQ to KOSPI. *The Korean Journal of Financial Management* 35(3), pp.35-55.
- Sanger, G. C., & McConnell, J. J. (1986). Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: The impact of NASDAQ. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(1), pp.1-25.
- Sanger, G. C., & Peterson, J. D. (1990). An empirical analysis of common stock delistings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), 261-272.
- Ying, L. K., Lewellen, W. G., Schlarbaum, G. G., & Lease, R. C. (1977). Stock exchange listings and securities returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), pp.415-432.

- The author Kyu Sung Lee is a Ph.D. Candidate of Finance at Hanyang University. He received his M.A. in Finance from Hanyang University. He worked for National Pension Research Institute and Korea Insurance Research Institute, and is currently working at Korea Institute of Finance as a Researcher. His main areas of interest are Finance, Insurance Industry.
- The author Hyunchul Chung is currently a professor of finance at School of Business, Hanyang University. He received his Ph.D. in finance from McGill University. His research interests lie in domestic and international capital markets and investment, corporate finance, and behavioral finance.

〈Appendix〉

〈Appendix Table 1〉 코넥스 상장회사별 이전상장결의일, 이전심사통과일과 실제이전상장일

기업	결의일	심사통과	공식상장일
아진엑스텍	2014.01.09	2014.04.25	2014.07.24
메디아나	2014.01.09	2014.07.23	2014.10.07
테라셈	2014.06.03	2014.08.28	2014.10.30
랩지노믹스	2014.09.17	2014.11.07	2014.12.16
하이로닉	2014.08.08	2014.10.31	2014.12.17
아이티센	2014.07.31	2014.10.24	2014.12.23
베셀	2015.03.19	2015.05.07	2015.06.19
칩스앤미디어	2015.04.16	2015.06.29	2015.08.05
엑시콘	2015.06.03	2015.08.28	2015.10.22
아이진	2015.07.28	2015.09.25	2015.11.16
매직마이크로	2015.08.27	2015.10.16	2015.11.19
리드	2015.07.21	2015.09.25	2015.11.20
엠지메드(켄서롭)	2015.07.27	2015.09.25	2015.11.20
에스티	2015.09.23	2015.11.11	2015.12.16
알엔투테크놀로지	2016.03.24	2016.05.13	2016.06.22
바이오리더스	2015.09.16	2016.05.20	2016.07.07
옵토팩	2016.03.16	2016.05.20	2016.07.20
헨디소프트	2016.07.01	2016.10.14	2016.11.24
엘앤케이바이오	2016.03.21	2016.06.03	2016.11.30
퓨처캠	2016.08.29	2016.10.25	2016.12.01
유니온 커뮤니티	2015.11.03	2016.10.24	2016.12.07
현성바이탈	2016.07.14	2016.09.29	2016.12.09
이엘피	2016.09.07	2016.11.08	2017.04.06
케이피에스	2017.04.28	2017.07.06	2017.09.06
세원	2017.06.05	2017.08.24	2017.10.20
비디아이	2017.07.13	2017.09.15	2017.11.09
링크제니스	2017.10.17	2017.12.15	2018.02.05
아시아종묘	2017.10.20	2017.12.30	2018.02.12
엔지켐생명과학	2017.09.15	2017.11.23	2018.02.21
오스테오닉	2017.10.27	2017.12.27	2018.02.22

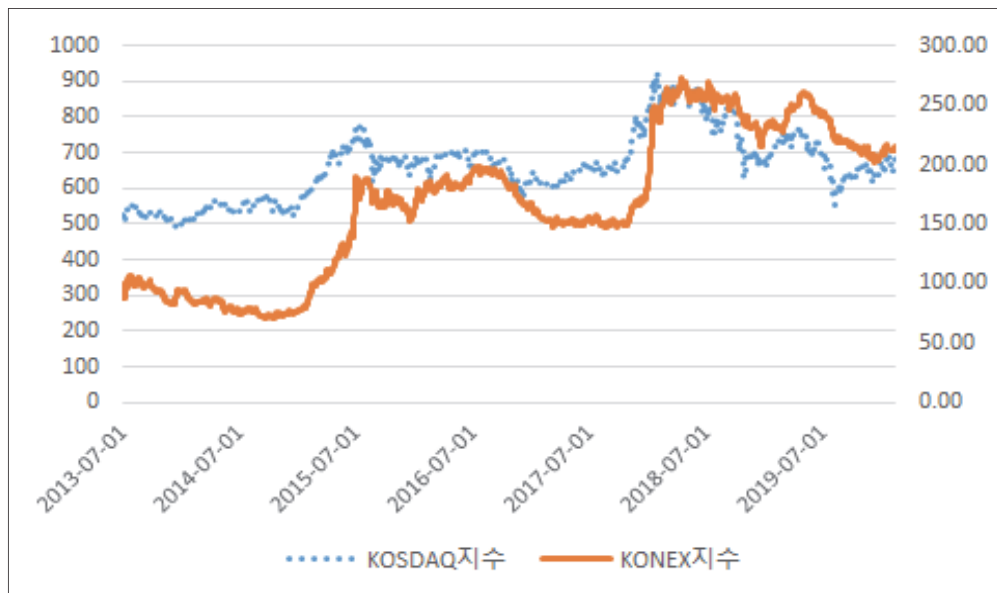
자료: KRX

〈Appendix Figure 1〉 코넥스 지수



주: 코스피 지수 산정 방법과 동일한 방법으로 코넥스 지수를 산출함

〈Appendix Figure 2〉 코스닥 지수와 코넥스 지수 비교



〈Appendix Table2〉 코넥스(일반상장) 및 코스닥 일반(벤처)상장요건 비교

구 분	코스닥		코넥스
	일반기업 (벤처기업)		
	수익성 · 매출액 기준	시장평가 · 성장성 기준	
경영성과 및 시장평가 등 (택일)	① 법인세차감전계속사업이익 20억원 (벤처 10억원) & 시총90억원	① 시총 500억원 & 매출 30억원 & 최근 2사업연도 평균매출 증가율 20%이상	해당사항 없음
	② 법인세차감전계속사업이익 20억원 (벤처 10억원) & 자기자본30억원 (벤처:15억원)	② 시총 300억원 & 매출 100억원 (벤처:50억원)	
	③ 법인세차감전계속사업이익有 & 시총200억원 & 매출액100억원 (벤처:50억원)	③ 시총 500억원 & PBR 200%	
	④ 법인세차감전계속사업이익 50억원	④ 시총 1,000억원	
	-	⑤ 자기자본 250억원	
주식분산 (택일)	① 소액주주 500명 & 25%이상, 청구후 공모5%이상(소액주주 25%미만시 공모 10%이상) ② 자기자본 500억 이상, 소액주주 500명 이상, 청구후 공모 10%이상 & 규모별 일정주식수 이상 ③ 공모 25%이상 & 소액주주 500명		해당사항 없음
감사의견	적정		
경영투명성 (지배구조)	사외이사, 상근감사 충족		해당사항 없음
질적요건	기업의 성장성, 계속성, 경영의 투명성 및 안정성, 기타 투자자보호, 기술성, 상장시장의 건전한 발전, 업종별 특성, 고용창출효과 및 국민경제적 기여도 등을 종합고려		
기타요건	주식양도 제한이 없을 것 등		

자료: KRX(2019), 『KONEX2019 코넥스시장의 이해』 참조