



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학 석사학위 논문

코스닥 기술성장 상장기업의
자본조달 특징

- 2018-2020년 상장 기업군을 중심으로 -

Characteristics of Capital Raising among Special Listed
Firms in KOSDAQ Market
: Focus on 2018-2020 period listed

2023년 2월

서울대학교 대학원

협동과정 기술경영경제정책전공

홍 찬 양

코스닥 기술성장 상장기업의 자본조달 특징

- 2018-2020 년 상장 기업군을 중심으로 -

Characteristics of Capital Raising among Special Listed Firms
in KOSDAQ Market: Focus on listed in year 2018-2020

지도교수 김연배

이 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함

2023 년 2 월

서울대학교 대학원
협동과정 기술경영경제정책전공
홍 찬 양

홍찬양의 경영학석사학위 논문을 인준함

2023 년 2 월

위 원 장 _____ 허은녕 _____ (인)

부위원장 _____ 김연배 _____ (인)

위 원 _____ 김영규 _____ (인)

초 록

코스닥 기술성장 상장제도는 코스닥 상장을 위한 외형 기준에 미치지 못하는 곳 하더라도, 기술력 또는 성장성을 갖춘 기업들이 심사를 통해 상장시장에 진입하여 자본조달을 할 수 있도록 도입된 제도이다. 기술특례 상장제도로도 알려진 본 제도에 대하여 수익성 측면 또는 회계의 질 측면에서 다양한 연구가 이루어진 반면, 본 제도의 취지인 기술성장 상장기업들의 상장 이후 자본시장 활용 특징에 대한 연구는 없었다. 본 연구에서는 2018년-2020년 사이 코스닥에 상장한 전체기업과 기술성장 상장제도를 활용한 기업 및 일반상장 기업들을 대상으로 자본확충 활동에 영향을 미친 요소를 토빗 분석을 통해 확인했다. 기술성장 상장제도를 통해 상장한 기업들은 연구개발집중도와 상장 연차에 비례하여 자본확충 활동을 하였다. 한편 일반상장 기업들은 활동성의 지표인 총자산회전률에 따라 자본확충 활동을 하였다. 전체 집단에서 자본확충 활동과 총자산수익률은 음의 관계가 확인되었다. 코스닥 기술성장 상장제도의 정책 취지인 기술개발 기업들의 용이한 상장 자본시장 접근 및 활용을 2018-2020년 구간 데이터로 확인했다.

주요어 : 코스닥, 기술성장, 기술특례상장, 자본조달, R&D, 연구개발

학 번 : 2008-21200

목 차

초 록.....	iii
목 차.....	iv
표 목차.....	vi
그림 목차.....	vii
1. 서론.....	1
1.1 연구배경	1
1.2 코스닥 기술성장 상장제도.....	2
1.2.1 코스닥 기술성장 상장제도에 대한 소개	2
1.2.2 코스닥 상장 제도 요건 비교	4
1.2.3 기술성장 상장제도 도입 이후 상장 현황.....	7
2. 문헌 고찰	9
2.1 선행 연구	9
2.1.1 코스닥 기술성장 상장기업 주가 성과 연구.....	9
2.1.2 코스닥 기술성장 상장관련 주가성과 외 연구.....	10
2.2 선행연구 요약 및 한계.....	12
2.3 연구 목적 및 방향.....	15
2.4 연구 구성	15
3. 연구 데이터와 변수 및 모형 설정.....	16
3.1 연구 데이터	16

3.2	연구 변수	16
3.3	연구 모형	20
4.	연구 모형의 결과.....	22
4.1	기술통계량.....	22
4.2	모형의 결과	26
4.3	모형의 결과 해석.....	29
5.	결론 및 제언.....	34
	참 고 문 헌.....	37
	Abstract.....	38

표 목차

[표 1] 코스닥 상장 제도 요건 비교.....	5
[표 2] 연도별 코스닥 상장 현황.....	7
[표 3] 선행연구 요약.....	13
[표 4] 연구 변수.....	17
[표 5] 해당기간 전체 상장기업의 변수별 기술통계량.....	23
[표 6] 해당기간 일반상장 기업의 변수별 기술통계량.....	24
[표 7] 해당기간 기술성장상장 기업의 변수별 기술통계량.....	25
[표 8] 전체기업 토빗모델 결과.....	26
[표 9] 기술성장상장기업 토빗모델 결과.....	27
[표 10] 일반상장기업 토빗모델 결과.....	28
[표 11] 토빗모델 결과 비교.....	29
[표 12] 변수별 해석.....	33

그림 목차

[그림 1] 코스닥 연도별 상장제도 상장 수.....	8
[그림 2] 2018-2020년 코스닥 일반기업 상장방법별 상장 수	8
[그림 3] 종속변수의 분포도	21

1. 서론

1.1 연구배경

기업들은 자본조달을 위한 수단 중 하나로 주식시장 상장을 고려한다. 주식시장 상장은 직접자본조달의 창구일 뿐 아니라, 대외적으로는 기업에 대한 신뢰도 향상 효과와 함께, 상장전 투자를 집행한 투자자들에게는 빠르고 용이한 자금회수를 도와줄 수 있다.

한국 정규 상장 주식시장은 코스피(KOSPI) 시장과 코스닥(KOSDAQ) 시장이 있다. 이중 코스닥 시장은 미국의 나스닥 시장을 취지로 만들어진 시장으로, 코스피 시장에 비하여 비교적 규모가 작은 기업들이 기업공개를 할 수 있도록 상장 요건 문턱이 낮다.

코스닥 시장 상장을 위해서 개별기업은 기준에 맞는 심사를 통과하여야 하는데, 일반적인 심사 기준 외에 기술성장 상장 제도가 마련되어 있으며 최근 널리 활용되고 있다. 본 제도는 코스닥 상장을 고려하는 기업 중 기술 연구개발형 기업, 상대적으로 초기의 기업들이 외형적으로는 다소 열위하더라도 상장하여, 상장된 기업의 다양한 기회들에 접근할 수 있도록 금융 유관 기관의 정책적 배려가 반영되어 있다.

본 논문은 이러한 코스닥 기술상장 제도를 통해 상장한 기업들의 실제 주식시장에서의 자본조달 특징을 살펴보고자 한다. 기술성장 상장제도를 통한 상장기업들의 자본시장 활용 특징을 파악하고, 기술성장 상장 제도가 취지대로

운영되고 있는지 살펴보고자 한다. 마지막으로 필요한 정책적 제언을 제시할 수 있을 것이다.

1.2 코스닥 기술성장 상장제도

1.2.1 코스닥 기술성장 상장제도에 대한 소개

코스닥 기술성장 상장제도는 2005년 3월 도입된 제도이다. 코스닥 상장을 위한 기준에 미치지 못하는 못하더라도, 기술력 또는 성장성을 갖춘 기업들에게 상장시장에 진입하여 자본조달이 가능할 수 있도록 도입된 제도이다. 외형 기준을 낮춘 반면, 상장될 기업에 대한 전문평가기관의 기술평가가 특정 등급 이상이거나, 상장추천인의 추천을 받을 경우 상장심사를 통해 해당 기업의 상장이 가능하도록 해 주는 것이 정책의 큰 틀이다.

전문평가기관 기술평가의 경우 2005년 당시에는 기술력을 인정받은 바이오 기업들의 상장을 지원하기 위한 제도로 시작되었다. 바이오 기업들의 경우 기술개발로부터 매출까지 걸리는 시간이 오래 걸리며, 이 기간 자본조달의 필요성이 높아 정책적 필요성이 존재한다. 또한 바이오기업들은 기술력에 대한 평가와, 기술의 배타적 사용 권한이 명확한 측면이 있어서 전문평가기관의 평가에 용이한 부분이 존재했다. 이러한 전문평가기관을 통한 코스닥 특례상장 제도는 2014년 바이오 산업 뿐만 아니라 전체 산업을 대상으로 확대 개편되었다.

상장주선인 추천의 경우, 상장주선인이 임의로 선정한 전문평가기관의 평가와 함께 상장 주선인이 자체적으로 해당 기업의 성장성을 판단하여, 이에 대한 성장성 전망을 기반으로 상장청구를 할 수 있게 하는 제도이다.

코스닥 기술평가 상장 심사 청구가 이루어지면, 한국거래소의 내부 질적 심사과정을 거친 이후 이를 통과한 기업들이 코스닥 시장에 상장되어 공개시장에서 거래와 시가평가가 이루어지며 한편으로 기업들은 해당 시장에서 자본 조달 활동이 가능해진다.

2014년까지는 기술성장 상장 제도를 통해 상장한 기업들이 연간 10건 미만이었다. 그러나 2015년 이후 기술평가제도의 개편과 정부의 바이오산업 육성 정책, 또한 국내 제약사들의 해외 라이선스아웃 활성화 등으로 주식시장에서 바이오 기업들에 대한 높은 밸류에이션 부여 효과 등으로 바이오 기업들의 기술평가 제도 활용도가 높아졌다. 2018년 이후로는 바이오 산업뿐만 아니라, 그 외 일반적인 산업의 기업들도 이전보다 적극적으로 기술성장 상장제도를 활용하는 것으로 나타났다. 2018년에는 총 21개 기업이 기술성장 상장 제도를 통해서 코스닥 시장에 상장되었으며, 이중 바이오 기업은 15개, 비 바이오 기업은 6개사였고, 2019년에는 총 22개 기업이 기술성장 상장 제도를 활용해 상장에 성공 하였으며, 이중 바이오 기업은 14개, 비바이오 기업은 8개사로 나타났다. 2020년 총 25개 기업이 본 제도로 상장하였으며, 바이오기업은 17개, 비바이오 기업은 8개사였고, 2021년에는 총 31개사가 동 제도로 상장하였고, 9개사가 바이오기업, 22개사가 비바이오 기업이었다.

한편 2017년 1월부터 이익미실현기업 상장이라는 제도가 추가되었다. 테슬

라상장요건이라고도 불리는 상장 제도이다. 적자기업의 상장과 자본시장 접근성을 용이하게 해주는 제도라는 점에서 기술특례상장으로 대표되는 기술성장상장제도와 취지가 같다. 그러나 기술특례상장 기업이 기술의 우수성을 입증해야 되는 반면, 이익미실현기업은 기술평가를 받는 기술이 없이도 상장할 수 있게 했다. 쿠팡과 같은 플랫폼기업의 경우 기술심사에 활용할 수 있을 만한 성질의 기술은 없지만 시장성을 평가받을 수 있다. 이런 기업들이 활용할 수 있는 제도이다. 이익 조건을 면제받을 수 있어 적자상태의 기업이면서 자본조달이 필요한 기업들이 활용할 수 있으나, 기술특례상장과 달리 일정 수준의 기업규모는 요구된다. 2018년 1건, 2019년과 2020년에 각각 2건의 상장 기업이 존재한다. 상장주선인에게 풋백옵션이라는 조건이 걸려 있어, 아직 기업들이나 상장주선인이 활발히 활용하는 제도는 아니다.

1.2.2 코스닥 상장 제도 요건 비교

코스닥 상장 제도별로 요건을 아래 표에 정리하였다.

[표 1] 코스닥 상장 제도 요건 비교

구분	일반기업(벤처 포함)	이익미실현상장 (테슬라요건)	기술성장기업	
	수익성·매출액 기준	시장평가·성장성기준	기술평가 특례	성장성 추천
주식분산 (택일)	1. 소액주주 500명 및 25% 이상, 청구후 공모 5% 이상(소액주주 25% 미만시 공모 10% 이상) 2. 자기자본 500억 이상, 소액주주 500명 이상, 청구후 공모 10% 이상 및 규모별 일정주식수 이상 3. 공모 25% 이상 & 소액주주 500명			
경영성과 및 시장평가 등 (택일)	1. 법인세차감 전계속사업 이익 20억 원 [벤처: 10억원] 및 시총 90억 원 2. 법인세차감 전계속사업 이익 20억 원 [벤처: 10억원] 및 자기자본 30억원[벤 처: 15억원] 3. 법인세차감 전계속사업 이익 있을것 및 시총 200억원 및 매출액 100	1. 시총 500억 및 매출 30억 2. 최근 사업연 도 평균 매출 증가율 20% 이상 3. 시총 300억 및 매출액 100억원이상 [벤처50억원] 4. 시총 500억원 및 PBR 200% 5. 시총 1,000억 원 6. 자기자본 250 억원	1. 자기자본 10억원 2. 시가총액 90억원 전문평가기관 의 기술 등에 대한 평가를 받고 평가결과 가 A-BBB등 급 이상일 것	상장추선인 이 성장성을 평가하여 추 천한 중소기업일 것

	<p>억원[벤처: 50억원]</p> <p>4. 법인세차감 전계속사업 이익 50억 원</p>
감사의견	최근사업연도 적정(공통)
경영투명성 (지배구조)	사외이사, 상근감사 충족(공통)
기타 요건	<p>주식 양도 제한이 없을 것 등(공통)</p> <p>상장주선인 3개월 풋 백옵션 (공모가90%)</p>

출처: 한국거래소, 이석훈(2022), 저자 일부 수정

1.2.3 기술성장 상장제도 도입 이후 상장 현황

기술성장 상장제도가 도입된 2005년 제도 도입 이후 코스닥 상장 제도별 연도별 추이를 아래 표와 그림에 정리하였다.

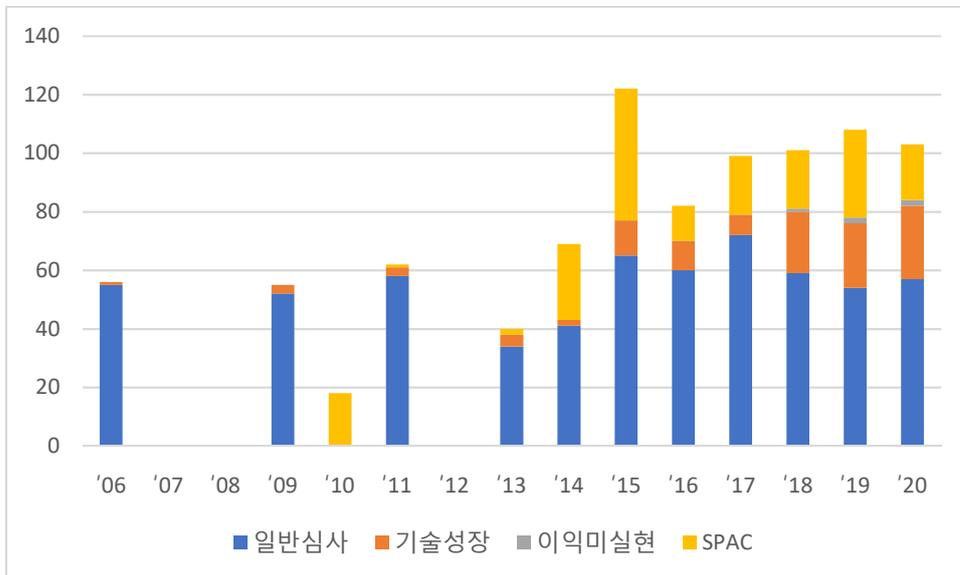
[표 2] 연도별 코스닥 상장 현황

연도	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
일반기업	56	67	38	55	58	61	26	38
(일반심사)	55			52		58		34
(기술성장)	1			3		3		4
(이익미실현)								
SPAC					18	1		2
합 계	56	67	38	55	76	62	26	40

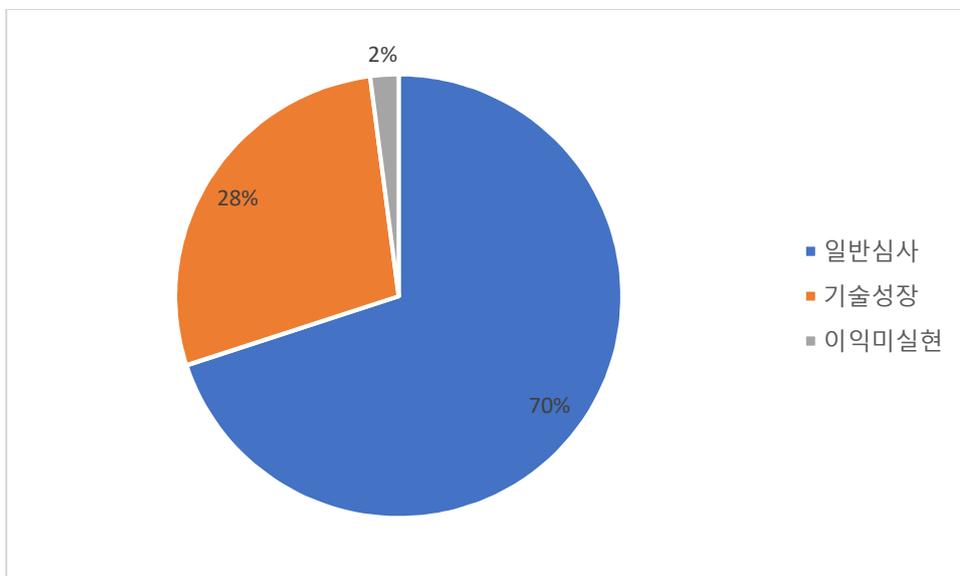
연도	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20
일반기업	43	77	70	79	81	78	84
(일반심사)	41	65	60	72	59	54	57
(기술성장)	2	12	10	7	21	22	25
(이익미실현)					1	2	2
SPAC	26	45	12	20	20	30	19
합 계	69	122	82	99	101	108	103

출처: 한국거래소

[그림 1] 코스닥 연도별 상장제도 상장 수



[그림 2] 2018-2020년 코스닥 일반기업 상장방법별 상장 수



2. 문헌 고찰

2.1 선행 연구

2.1.1 코스닥 기술성장 상장기업 주가 성과 연구

기술성장 상장기업이 본래 제도의 명칭이지만, 상장 방식이 특례형식으로 상장하기 때문에 기술성장 상장제도의 부분집합인 기술특례 상장이 기술성장 상장기업의 대명사로 쓰이기도 한다. 많은 연구에서도 기술성장 상장기업이라는 표현 대신 기술특례 상장기업으로 쓰는데, 관계 당국 뿐만 아니라, 언론, 투자자 모두 기술특례 상장기업이라는 표현에 익숙하기 때문이다. 본 연구에서는 기술성장 상장기업이라는 표현을 사용하도록 하지만, 선행연구에서 특례상장이라고 표현한 경우에는 그대로 쓰기로 한다.

코스닥 기술성장 상장기업은 2018년 이후로 빠르게 증가하였고 주요한 상장 루트가 되었다. 이에 따라 앞으로 상장시장에서의 데이터에 기반한 연구도 활성화가 될 것으로 보인다. 다만 아직까지는 연구 결과가 많지 않다.(박영규, 2022). 연구의 한 축은 기술성장 상장기업, 또는 보편적으로 편히 쓰이는 특례상장기업의 장기 성과와 관련된 연구이다.

기술성장 상장, 또는 특례상장기업의 경우 상장 요건 중 일부를 완화했기 때문에, 열등한 기업이 상장하여 투자자에게 불리하게 작용할 수 있다는 우려가 존재하기 때문이다. 이에 따라 이에 대한 검증 연구가 한 축에서 이루어져

왔다.

박영규(2022)는 코스닥 상장기업의 장기 성과에 대한 연구를 수행했다. 장기성과는 상장일 다음 달부터 1년 2년 3년 보유초과수익률을 사용했다. 보유초과수익률은 기업 주가 성과를 주가지수로 조정한 결과다. 특별상장군과 일반 상장기업군과의 주가 성과를 측정했는데, 3년 장기 주가 성과는 특별상장군이 일반상장군에 비해 열위하지 않다고 보고했다.

한편 이석훈(2022)은 Wealth Ratio라는 상대수익률을 통해 초과수익률을 측정했다. Wealth Ratio는 보유기간수익률을 시장지수 수익률로 나눈 상대비율이다. 이를 통해 특별상장 기업들의 주가 성과는 일반상장기업보다 좋았고, 특별상장기업군 중 바이오 기업들만 추려서 보았을 때도 일반 상장기업군과 유사한 성과를 보였다고 분석했다. 이는 박영규의 보고와는 다소 다른 결론이다. 특별상장의 경우 상장 이후에 성과가 좋을 것으로 기대되는 기업들이 선별 상장되기 때문이라는 해석을 하였다. 또한 상장 이후 성과를 보면 재무조건 완화가 성과에 부정적인 영향을 주지 않았다고 결론 내렸다. 매출액 ROA(총자산 수익률) 등의 지표와 장기 주가성과가 상관관계가 없거나 음(-)로 나타났기 때문이다. 한편 기술성평가 등급과 장기 주가 간의 상관관계를 기대하였으나 유의성은 다소 떨어졌다. 또한 대형 증권사가 추진한 기술상장기업의 경우 장기성과가 마이너스 기여를 하고 있어, 대형 상장 주관사들이 좋은 기업을 특별히 발굴하지 않고 있다고 보고했다.

2.1.2 코스닥 기술성장 상장관련 주가성과 외 연구

박성화, 기은선(2021)은 기술특례상장기업의 신규 공모주 할인 효과에 대해서 분석했다. 분석 결과 기술특례상장기업의 경우 상장 시 공모가 할인율이 낮은 현상이 존재하며, 기술특례상장기업의 경우 상장 프로세스에 외부기관의 평가가 존재하고, 이러한 절차가 정보비대칭을 감소시켜 공모주 할인을 유도했다는 결론을 내렸다. 또한 기술특례상장제도 신뢰도를 높여 낮은 할인률로 많은 투자자금을 조달하게 해야 한다는 정책적 제언을 제시했다.

남지안, 최종서(2021)는 기술특례 상장기업의 회계정보를 질적 측면에서 검토했다. 발생액의 질, 조건부 보수주의, 회계정보의 가치관련성 및 미래이익 반응 계수에 대한 분석을 수행하였는데, 특례상장제도의 기업군이 유의하게 질적 측면에서 열위한 것으로 분석하였다. 회계투명성 약화를 우려하였다.

남지안, 최종서(2019)는 코스닥시장 바이오산업에 속한 기업들 중 일반상장기업과 특례상장기업간의 비교를 통해서 연구개발비 관련 재무정보 및 비재무정보와 가치관련성을 분석하였다. 일반상장기업의 경우 연구개발비는 주가와 양의 가치관련성을 가지고 있고, 특허취득정보는 유의한 결과가 나타나지 않았다고 보고했다. 한편 기술특례상장기업의 경우 특허취득정보는 주가와 양의 상관관계가 있다고 보고했다.

김용덕, 조재민(2018)은 기술특례 상장기업의 IPO(기업공개, 또는 상장) 전후 효율성에 관하여 분석했다. Window-DEA 및 Malmquist 생산성 지수 분석을 통해 IPO이후에는 IPO이전에 비해 전반적으로 비슷한 효율성 수준을 유지하는 것으로 보고했다. IPO에 따른 기술혁신, 연구개발 등에 투입된 자본이 단기적으로는 성과를 보이지 않으나 4개년 이후에는 효과가 나타나기 시

작함을 시사한다고 보고했다. 한편 연구개발에 대한 효율은 IPO이후에 IPO이전 대비 감소하는 것으로 보고했다. 재무효율과 종합효율은 IPO이전과 IPO이후에 비슷한 수준을 보인다고 결론 내렸다. 김용덕, 조재민(2018)연구는 제도가 안착하기 전, 대상기업 표본 수가 낮은 시기 수행되었다는 한계점이 있는 것으로 보인다.

코스닥 기술특례상장 사례에 관한 연구도 수행되었다. 김기용, 고영희(2022)는 의료진단기업 뷰노의 상장사례를 통해, 뷰노가 기술성과 시장성을 확보한 전략을 분석한 후 이를 바탕으로 기술특례상장 심사를 통과하여 상장 자본시장에 접근한 사례를 보고했다.

2.2 선행연구 요약 및 한계

위의 선행연구를 아래 표로 정리하였다. 수익률로 대표되는 성과 측면에서 보면, 기술성장 상장기업들 경우 일반적인 상장 기업들에 대비해 열위하지 않다고 보고된다. 반면, 회계정보는 열위하다는 보고가 지속되고 있다. 한편 기술성장 상장을 통해 상장한 기업들은 기업의 전체 효율성은 유지가 되나 연구개발 효율성이 하락한다는 보고가 존재하였으며, 기술성장 상장기업은 상장과정에서 정보비대칭성이 하락하여 기업공개시 공모가 할인율이 낮다는 연구 결과가 존재했다.

[표 3] 선행연구 요약

대분류	논문	분석 대상	결론
성과	박영규(2022)	장기성과(주가)	3년 장기 주가 성과는 특례상장군이 일반상장군에 비해 열위하지 않음
	이석훈(2022)	초과수익률(주가)	<p>특례상장 기업들의 주가 성과는 일반상장기업보다 좋았음</p> <p>특례상장기업군 중 바이오기업들만 추려서 보았을 때 일반 상장기업군과 유사한 성과를 보였음</p> <p>재무조건 완화가 성과에 부정적인 영향을 주지 않았다고 결론</p>
성과 외	박성화, 기은선(2021)	공모주 할인율	<p>기술특례상장기업의 경우 상장시 공모가 할인율이 낮은 현상이 존재</p> <p>기술특례상장제도 신뢰도를 높여 낮은 할인률로 많은 투자자금을 조달하게 해야 한다는 정책적 제언</p>
	남지안, 최중서(2021)	회계정보 질적 측면	<p>발생액의 질, 조건부 보수주의, 회계정보의 가치관련성 및 미래이익 반응 계수에 대한 분석을 수행했고 특례상장제도의 기업군의 유의하게 질적 측면에서 열위한 것으로 분석</p> <p>회계투명성 약화 우려</p>

남지안, 최종서 (2019)	재무제표 정보 측면	일반상장기업의 경우 연구개발비는 주가와 양의 가치 관련성을 가지고 있고, 특허취득정보는 유의한 결과가 나타나지 않았으나 기술특례상장기업의 경우 특허취득정보는 주가와 양의 상관관계가 있음
--------------------	------------	---

김용덕, 조재민 (2018)	상장전후 기업 효율성	Window-DEA 및 Malmquist 생산성 지수 분석을 통해 IPO전후로 전반적으로 비슷한 효율성 수준을 유지 결론
--------------------	-------------	---

김기용, 고영희 (2022)	사례연구	주식회사 뷰노 상장 전략 및 심사 통과 케이스 분석
--------------------	------	------------------------------

선행연구들이 기술성장 상장기업 제도의 다양한 측면들을 다루고 있었지만, 기술성장 상장기업의 취지와 관련된 연구를 찾기 어려웠다. 기술성장 상장제도는 애초부터 뚜렷한 정책적 목표를 가지고 도입된 제도이다. 기술성장 상장기업들이 2018년 이후 활발하게 상장한 현 시점에서 해당 제도들이 정책 취지에 맞게 운용되고 있는지 확인해 볼 필요가 있다.

2.3 연구 목적 및 방향

코스닥 기술성장 상장제도는 기술기업들이 조기에 상장 자본시장에 접근할 수 있도록 하여, 기술개발을 촉진하고 기업의 성장을 장려하는 관점에서 중요한 제도 중 하나이다. 본 상장제도에 관하여 다양한 연구들이 존재하지만, 주로 자본시장의 금융소비자 관점에서 본 제도로 상장하는 기업의 안정성, 소비자 피해여부, 주가 수익률, 또는 회계의 질에 관한 연구가 이루어졌다. 반면 본 제도의 목적인, 기술성장 상장이라는 제도를 통해 기업이 자본시장에 접근하여 자본조달을 해가는 양상에 대한 연구는 부재했다. 따라서 본 연구에서는 기술특례상장기업군에 대한 분석을 제도의 목적에 연관하여 진행하고자 한다.

본 연구는 코스닥 상장 기업군을 기술성장 상장군과 일반상장군으로 구분하여 하여 자본조달에 영향을 주는 변수들을 검증하고자 한다. 이를 통해서 정책적 함의를 찾아보고자 한다.

2.4 연구 구성

본 연구는 다음과 같은 순서로 구성된다. 연구에 사용할 데이터를 제시하고, 변수를 확인한다. 모형을 설정하고 결과를 제시한다. 결과를 해석하고 그 의미와 정책적 제언을 도출한다.

3. 연구 데이터와 변수 및 모형 설정

3.1 연구 데이터

본 연구는 2018년- 2020년 사이 코스닥 시장에 상장한 기업들에 대한 재무데이터와, 주가데이터를 기반으로 한다.

주가 및 기업별 재무제표 데이터는 FnGuide사의 데이터를 활용했다. FnGuide사는 금융감독원이 관리하고 있는 기업공시자료를 데이터베이스로 가공하여 투자자에게 제공하는 서비스를 한다. 한국거래소 자료에 기반하면 2018년 - 2020년 사이 코스닥 상장기업은 총 243개인데, FnGuide사의 데이터베이스에서 2022년 10월 12일 기준으로 확인한 2018년 - 2020년 사이 코스닥 상장 기업 240개 사이 데이터를 본 연구에 활용하였으며, 이중 기술성장(기술특례 및 성장성 뿐만 아니라 이익미실현 상장 포함) 상장 기업 70개, 일반 상장 기업 170개 사가 포함되어 있다. 이익미실현 상장 기업군은 한국거래소에서 기술성장 상장기업들과 함께 기술성장 상장부에서 관리되고 있다. 이에 따라 5개 사례가 존재하는 이익미실현 상장 기업군을 기술성장 상장 기업군에 포함시켜 분석을 진행한다.

3.2 연구 변수

본 연구에 사용된 종속변수와 설명변수를 아래 표에 제시하였다.

[표 4] 연구 변수

변수 구분	변수명	변수설명	단위	세부 설명	비고
종속 변수	Capital_act	상장후 자본조달	비율	상장후 자본조달액/자본총계	
설명 변수	Special_Listed	기술성장상장여부	예/아니오	기술상장 경우(테슬라 상장 포함) 1, 아니면 0	
	Ind_Bio	바이오산업여부	예/아니오	제약바이오 관련 산업 일경우 1, 아니면 0	
	Vintage	상장후 기간	년	2022-상장년도	
	RND_INTEN	연구개발집중도	비율	연구개발비/자본총계	연구개발
	employers	종업원 수	로그	LN(종업원수)	고용규모
	ROA	총자산수익률	비율	당기순이익/총자산	수익성
	Asset_Turnover	총자산회전률	비율	매출액/총자산	활동성
	Leverage_ratio	레버리지비율	비율	자산총계/자기자본	부채비율
	PBR	주가순자산비율	비율	시가총액/자산총계	시장평가
	Sales_growth	매출액성장률	비율	상장후 연평균 매출 성장률	성장성

종속변수로 활용할 상장 후 자본조달의 지표를 도입했다. 상장 후 자본조달액을 자본총액으로 나누어 표준화 한 비율 지표이다. 기업이 자본조달 활동을 할 때, 채권발행이나 대출 같은 타인자본을 활용한다면 부채 계정에 변동이 있겠지만, 주식시장을 통한 자본조달을 한다면 자본금 계정에 변동이 발생한다. 특히 유상증자를 할 경우에는 자본금 및 주식발행초과금 계정이 증가하게 된다.

본 연구에서는 각 기업의 상장한 해의 말 자본금 및 주식발행초과금과 2021년도 말 자본금 및 주식발행초과금 차이를 주식시장에서의 자본조달 금액으로 활용했다. 이를 상장한해의 자본총액으로 나누어, 자본총액 대비 얼마나 활발한 자본조달을 했는지를 지표화 하여 활용했다.

한편 자본금의 감소는 자본조달이 아닌 경우로 처리했다. 자본총계 자체의 변동 비율을 활용하지 않은 이유는 기업의 영업활동에 기반한 당기순이익에서 발생하는 이익 잉여금 변동 또는 배당에 따른 자본총액 변동의 영향을 피하기 위해서이다. 본 연구에서 활용한 자본조달 지표는 자본총계 대비 유상증자 비율로 해석할 수 있다.

기술상장 여부를 더미변수로 활용하였다.

산업 구분은 코스닥 제약바이오 기업에 속하는지 여부를 판단하는 더미변수이다. 제약바이오 산업 비중이 상대적으로 높아 산업 효과 여부를 파악하기 위해 적용하였다.

상장년수는 각 기업의 상장한 년도와 2022년 현재 년도를 기준으로 상장한

뒤 몇 년이 지났는지를 수치화 하여 활용하였다. 예를들어 2018년에 상장했으면 4, 2019년에 상장했으면 3로 표현된다. 상장이후 기준년도인 2021년말 까지 몇 년 간 상장시장에 존재했는지를 확인하는 변수이다.

연구개발집중도는 기업공시자료에 회계적으로 잡힌 연구개발비를 자본총계로 나눈 수치로, 상장연도부터 2021년까지의 값을 평균했다. 이를 통해 회사 규모 대비 연구개발비 지출의 개념으로 적용했으며 특정 한 해의 연구개발비 지출 비중이 아닌, 관찰가능기간의 평균으로 평활화했다

연구개발비가 보고되지 않을 경우 0으로 처리했다. 전체 240개 기업 중 36개사가 보고 데이터가 없었다. 이중 기술성장 상장기업은 3개사, 일반 기업은 36개사였다.

종업원수는 2021년 기준으로 각 사의 총 종업원수를 로그화 한 수치이다.

주가지본금비율은 2018년 이후 또는 상장년도 이후 2021년까지의 평균을 사용했다.

매출액성장률은 2018년 이후 또는 상장년도 이후 2021년까지의 매출액 성장률을 평균하여 하여 사용했다.

재무레버리지 비율은 2018년 이후 또는 상장년도 이후 2021년까지의 재무레버리지비율을 평균하여 활용했다.

총자산수익률은 2018년 이후 또는 상장년도 이후 2021년까지의 총자산수익률을 평균하여 활용했다.

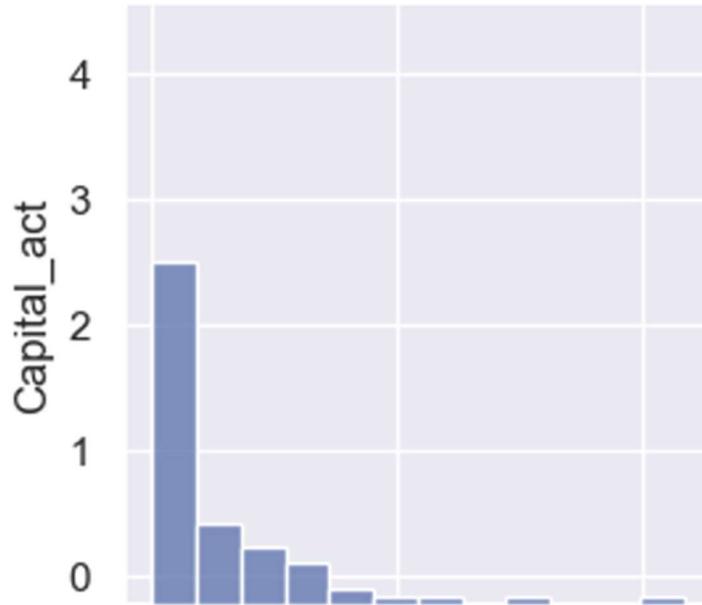
3.3 연구 모형

본 연구 모형은 일반적인 다변수 회귀분석(Multivariate Regression) 대신 토빗(Tobit) 모형을 사용했다. 토빗 모형은 종속변수가 제한(censored)이 되어 있을 때 활용한다. 본 연구의 종속변수는 자본확충 성향인데, 자본금 대비해서 유상증자를 얼마나 했는지를 지표화 한 것이다. 유상증자가 음(-)의 값을 갖을 수 없으므로, 종속변수는 0을 기준으로 0보다 작은 값은 존재하지 않게 된다. 따라서 일반적인 다변수 회귀분석 대신 토빗 분석을 활용하는 방법을 선택했다. 다변수 회귀분석 결과는 비교대상으로 제시한다.

$$\begin{aligned} CapitalAct_i^* = & \alpha + \beta_1 SpecialListed_i + \beta_2 IndBio_i + \beta_3 Vintage_i + \beta_4 RNDInten_i \\ & + \beta_5 Employers_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 AssetTurnover_i + \beta_8 LeverageRatio_i \\ & + \beta_9 SalesGrowth_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad - (수식1)$$

$$CapitalAct_i = \begin{cases} CapitalAct_i^* & \text{if } CapitalAct_i^* \geq 0 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad - (수식 2)$$

[그림 3] 종속변수의 분포도



출처: FnGuide

4. 연구 모형의 결과

4.1 기술통계량

분석에 활용한 데이터의 기술통계량을 아래 표로 제시한다. 전체집단(240개 사)을 대상으로 한 분석, 기술성장 상장 집단(70개 사) 및 일반상장 집단(170개 사)에 대한 토빗 분석을 수행하였기 때문에, 기술통계량도 전체 집단과 함께 각각의 집단별로 제시한다.

[표 5] 해당기간 전체 상장기업의 변수별 기술통계량

	max	75%	50%	25%	min	std	mean	count	
	20.71	0.47	0.12	0.01	0.00	1.44	0.43	240	Capital_act
	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.46	0.29	240	Special_Listed
	4.00	4.00	3.00	2.00	2.00	0.81	3.05	240	Vintage
	0.79	0.09	0.04	0.01	0.00	0.10	0.07	240	RND_INTEN
	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.47	0.33	240	Ind_Bio
	43.70	8.89	3.05	-8.52	-111.23	24.22	-4.50	240	ROA
	3.76	1.16	0.71	0.36	0.00	0.59	0.80	240	Asset_Turnover
	1014.40	223.83	160.65	128.23	-7566.17	514.71	160.71	240	Leverage_ratio
	147.95	5.51	3.27	2.15	0.00	10.83	5.52	240	PBR
	33.50	0.37	0.19	0.05	-0.79	3.15	0.67	240	Sales_growth
	7.22	5.24	4.65	4.16	0.00	1.05	4.61	240	employers

[표 6] 해당기간 일반상장 기업의 변수별 기술통계량

	max	75%	50%	25%	min	std	mean	count	
	20.71	0.41	0.07	0.00	0.00	1.64	0.39	170	Capital_act
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	170	Special_Listed
	4.00	4.00	3.00	2.00	2.00	0.80	3.11	170	Vintage
	0.30	0.05	0.02	0.01	0.00	0.05	0.04	170	RND_INTEN
	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.39	0.19	170	Ind_Bio
	43.70	11.45	6.44	1.21	-56.27	12.04	5.16	170	ROA
	3.76	1.31	0.89	0.62	0.00	0.56	1.00	170	Asset_Turnover
	1014.40	233.78	168.72	133.45	-7566.17	610.71	158.53	170	Leverage_ratio
	147.95	6.09	3.55	2.38	0.00	12.32	6.00	170	PBR
	1.18	0.30	0.18	0.07	-0.59	0.25	0.20	170	Sales_growth
	7.22	5.33	4.67	4.19	0.00	1.14	4.62	170	employers

[표 7] 해당기간 기술성장상장 기업의 변수별 기술통계량

	max	75%	50%	25%	min	std	mean	count	
	4.33	0.81	0.19	0.05	0.00	0.78	0.54	70.00	Capital_act
	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.00	1.00	70.00	Special_Listed
	4.00	4.00	3.00	2.00	2.00	0.81	2.91	70.00	Vintage
	0.79	0.19	0.10	0.06	0.00	0.14	0.14	70.00	RND_INTEN
	1.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.48	0.66	70.00	Ind_Bio
	26.47	-5.93	-19.85	-39.17	-111.23	29.83	-27.95	70.00	ROA
	1.25	0.43	0.28	0.04	0.00	0.31	0.31	70.00	Asset_Turnover
	388.76	191.53	149.01	125.26	22.64	64.01	166.00	70.00	Leverage_ratio
	31.89	4.18	2.58	1.61	0.63	5.67	4.34	70.00	PBR
	33.50	1.00	0.26	0.03	-0.79	5.68	1.83	70.00	Sales_growth
	7.17	5.14	4.56	4.11	2.30	0.81	4.61	70.00	employers

4.2 모형의 결과

토빗모형을 전체집단(240개 사)을 대상으로, 기술성장 상장 집단(70개 사) 및 일반사장 집단(170개 사)을 대상으로 각각 수행하였다.

[표 8] 전체기업 토빗모델 결과

		Total	240	
		Left-censored	39	
		Uncensored	201	
	Estimate	z value	Pr(> z)	
(Intercept)	-1.689	-2.519	0.012	*
Special_Listed	-0.537	-1.753	0.080	
Vintage	0.459	3.691	0.000	***
RND_INTEN	-1.487	-1.134	0.257	
Ind_Bio	-0.219	-0.921	0.357	
employers	0.094	0.998	0.318	
ROA	-0.039	-6.337	0.000	***
Asset_Turnover	0.325	1.603	0.109	
Leverage_ratio	0.000	0.012	0.990	
PBR	-0.002	-0.25	0.803	
Sales_growth	-0.018	-0.552	0.581	
Log(scale)	0.358			
Scale:	1.431			
Log-likelihood:	-382.5			
Wald-statistic:	58.08			
p-value:	0.000			

[표 9] 기술성장상장기업 토빗모델 결과

		Total	70	
		Left-censored	10	
		Uncensored	60	
	Estimate	z value	Pr(> z)	
(Intercept)	-1.527	-2.444	0.015	*
Vintage	0.482	4.273	0.000	***
RND_INTEN	1.580	2.125	0.034	*
Ind_Bio	-0.141	-0.650	0.516	
employers	0.079	0.734	0.463	
ROA	-0.010	-2.270	0.023	*
Asset_Turnover	-0.236	-0.683	0.494	
Leverage_ratio	-0.001	-0.722	0.470	
PBR	0.007	0.458	0.647	
Sales_growth	0.012	0.754	0.451	
Log(scale)	-0.439			
Scale:	0.644			
Log-likelihood:	-66.26			
Wald-statistic:	48.66			
p-value:	0.000			

[표 10] 일반상장기업 토빗모델 결과

		Total	170	
		Left-censored	29	
		Uncensored	141	
	Estimate	z value	Pr(> z)	
(Intercept)	-1.541	-1.839	0.066	
Vintage	0.299	1.873	0.061	
RND_INTEN	-3.607	-1.341	0.180	
Ind_Bio	-0.077	-0.247	0.805	
employers	0.163	1.454	0.146	
ROA	-0.082	-7.408	0.000	***
Asset_Turnover	0.541	2.366	0.018	*
Leverage_ratio	0.000	0.432	0.666	
PBR	-0.002	-0.254	0.799	
Sales_growth	0.270	0.502	0.616	
Log(scale)	0.418			
Scale:	1.518			
Log-likelihood:	-277.7			
Wald-statistic:	66.42			
p-value:	0.000			

[표 11] 토빗모델 결과 비교

	전체기업			기술성장상장			일반상장		
Total	240			70			170		
Left-censored	39			10			29		
Uncensored	201			60			141		
	Estimate	Pr(> z)		Estimate	Pr(> z)		Estimate	Pr(> z)	
(Intercept)	-1.689	0.012	*	-1.527	0.015	*	-1.541	0.066	
Special_Listed	-0.537	0.080							
Vintage	0.459	0.000	***	0.482	0.000	***	0.299	0.061	
RND_INTEN	-1.487	0.257		1.580	0.034	*	-3.607	0.180	
Ind_Bio	-0.219	0.357		-0.141	0.516		-0.077	0.805	
employers	0.094	0.318		0.079	0.463		0.163	0.146	
ROA	-0.039	0.000	***	-0.010	0.023	*	-0.082	0.000	***
Asset_Turnover	0.325	0.109		-0.236	0.494		0.541	0.018	*
Leverage_ratio	0.000	0.990		-0.001	0.470		0.000	0.666	
PBR	-0.002	0.803		0.007	0.647		-0.002	0.799	
Sales_growth	-0.018	0.581		0.012	0.451		0.270	0.616	
Log(scale)	0.358			-0.439			0.418		
Scale:	1.431			0.644			1.518		
Log-likelihood:	-382.5			-66.26			-277.7		
Wald-statistic:	58.08			48.66			66.42		
p-value:	0.000			0.000			0.000		

4.3 모형의 결과 해석

코스닥 상장기업 중 기술성장상장 또는 일반 상장기업 구분 그 자체가 (Special_Listed) 상장이후 자본조달 양상에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉 다른 조건이 동일하다고 보면, 기술성장상장 여부가 단순

히 해당 기업의 코스닥 자본시장에서의 자본조달에 영향을 미친다고 결론 내릴 수 없다.

바이오 관련이라는 산업구분 자체(Ind_Bio)가 자본조달 여부에 영향을 미치지 않았다. 앞서 기술통계량에서 확인할 수 있는 것처럼 기술성장 상장 기업군 중에 바이오 기업들의 비중이 높다(66%). 하지만 코스닥 상장 기업 전체를 기준으로, 기술성장상장이나, 또는 일반 상장 기업 집단 대상으로도 바이오기업이라는 구분 자체가 자본조달에 영향을 미치지 않았다.

한편 코스닥 상장기업은, 기술성장 상장기업과, 전체기업군 기준으로 상장년수에 비례하여 자본조달 활동을 추구하는 것으로 나타났다. 이는 코스닥 상장 본연의 기능을 기업들이 활용하는 것으로 해석된다. 코스닥 상장을 통해 기업들은 자본시장에 용이하게 접근할 수 있고 필요할 때 적시에 자본조달을 할 수 있게 된다. 다만 일반상장 기업군 만 따로 떼어냈을 때, 이러한 특성은 유의성이 사라졌다. 기술성장 상장기업의 경우 일반기업보다 연차에 비례하여 더 적극적인 자본조달을 하는 것으로 해석할 수 있다.

기업의 총자산수익률(ROA, Return On Asset)과 유상증자 성향과는 역의 관계가 존재했다. 제시된 기간 상장한 코스닥 기업의 수익성과 해당 기업의 자본조달 간에는 역의 관계가 유의미하게 존재했다. 다만 그 계수는 낮았다. 자산수익성이 높은 기업은 코스닥시장에서의 자본 조달 필요성이 낮아지는 것으로 해석된다. 이는 자체 유보자금 활용이나 부채성 자

금 조달을 선호하기 때문으로 해석할 수 있다. 한편 기술성장 기업군 중 낮은 수익성은 그만큼 연구개발에 비용이 많이 투입되는 것으로 해석할 수 있다. 일반상장 기업군은 낮은 수익성이 상장 자본시장에서의 자본조달로 유의미하게 관련성이 존재했다.

기업의 규모에 대한 효과를 종업원수(employers)로 검증했다. 기업 규모의 크고 작음 그 자체로는 기업의 코스닥시장 자본조달에 영향을 미치지 않았다.

기업의 성장성에 대한 지표로 매출액성장률(Sales_growth)을 활용하였다. 마찬가지로 유의하지 않았다. 기업의 매출액 성장률 자체가 코스닥시장의 자본조달 성향에 영향을 미치지 못하였다.

기업의 활동성(Asset_Turnover)과 기업의 연구개발 집중도(RND_INTEN)는 코스닥 기술성장 상장기업과, 일반 상장기업 사이에 가장 명확한 차이를 나타냈다.

기업의 활동성의 지표로 총자산회전률을 활용하였다. 이는 매출액을 총자산으로 나눈 수치로, 회사가 가지고 있는 총 자산에 대비해 얼마나 많은 매출액을 발생시키는지 비율로 확인하는 지표이다. 2018-2020년 일반상장 기업군에서 총자산회전률이 높은 기업은 코스닥 시장에서 자본조달을 했다. 그러나 기술성장 상장군에서는 그러한 특징이 나타나지 않았다. 기업의 활동성과 관련이 있는 총자산 회전률이 높을수록 일반기업은 주식시장에서 자본조달을 하는 성향이 관찰되었다.

한편 자본총계 대비 연구개발비 지출액으로 살펴본 연구개발집중도는

상장 전체 기업군 및 일반상장 기업군에서 유의하지 않았으나, 기술성장 상장군에서는 유의미하게 상관관계가 나타났다.

연구개발집중도와 총자산회전률의 자본조달간의 관계는 다른 상장 목적과 관련이 깊다. 일반상장기업은 자산대비 매출액이 커서, 자금이 필요한 경우에 자본조달을 하고, 기술성장상장기업은 연구개발을 위해 자본조달을 추구한다는 성향이 나타났다.

기술성장 상장이라는 제도에는, 기술력을 인정받은 기업이 재무적 성과를 내기 전이라도 자본시장에서 자본조달을 가능하게 하려는 정책적 목적이 존재한다. 따라서 이러한 제도의 목적에 맞게 기업들이 자본시장을 활용하고 있는 것으로 확인된다고 해석이 가능하다.

[표 12] 변수별 해석

변수명	변수설명	해석
Special_Listed	기술상장여부	기술성장 상장 여부가 상장후 자본조달의 적극도를 결정하지 않음
Vintage	바이오산업여부	바이오산업 여부가 상장후 자본조달의 적극도를 결정하지 않음
RND_INTEN	상장후 기간	상장후 기간에 비례하여 자본조달이 비례함, 일반상장에서는 나타나지 않고, 기술성장 상장에서 나타남 기술성장 기업들의 경우 지속적인 자본조달 수요가 있는 것으로 보여짐
Ind_Bio	연구개발집중도	기술성장 기업에서만 연구개발 집중도와 자본조달 적극도 유의미한 관계 연구개발에 필요한 자본조달 수요로 해석
employers	종업원 수	유의미한 관계없음
ROA	총자산수익률	기업 수익성과 자본조달 적극도 음(-)의 관계 기술성장기업의 경우 적극적인 기술개발 지출은 수익성에 음(-)의 효과 일반기업의 경우 낮은 수익성은 주식시장에서의 자본조달과 연계
Asset_Turnover	총자산회전률	일반상장 기업에서만 총자산회전률과 자본조달 적극도 유의미한 관계 기업의 활동성이 높아진 상황에서, 자본조달의 수요가 발생하는것으로 해석
Leverage_ratio	레버리지비율	유의미한 관계없음
PBR	주가순자산비율	유의미한 관계없음
Sales_growth	매출액성장률	유의미한 관계없음

5. 결론 및 제언

코스닥 기술성장상장 기업들의 특징을 확인하고자 하는 본 연구를 위해, 2018년-2020년 기간 코스닥 전체 상장기업들과, 그 부분집합인 기술성장상장 기업들 그리고 일반기업들의 상장 이후 자본확충 성향과 관련된 변수들을 살펴보았다.

코스닥에 상장한 기업군은 상장 이후 상장연차에 비례하여 자본조달을 하였다. 이는 자본시장 고유의 목적에 부합하는 결과이다.

자본조달에 영향을 주는 기술성장 상장군과 일반상장군의 공통 요인으로는 낮은 총자산수익률이었다. 총자산수익률이 낮은 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 더 적극적으로 자본조달을 하였다.

한편 기술성장 상장군과 일반상장군 사이 자본조달 양상의 차이는 연구개발 집중도와 총자산회전률에서 나타났다. 기술성장상장군은 연구개발을 위해 자본조달을 하며, 일반상장군은 기업의 활동성이 높을 때 자본조달을 한다. 두 기업의 자본조달의 주요 목적이 다름을 확인할 수 있다.

그 외에 기술성장상장여부 그 자체나, 바이오산업 관련 여부, 기업의 규모, 단순 매출성장률, 또는 PBR 지표는 자본조달과 유의한 상관관계를 나타내지 않았다.

코스닥 기술성장 상장기업의 경우 기술기업의 자본시장 접근성을 강화시켜 주고, 기술기업의 성장을 돕기 위한 정책적 지향성이 존재하는 제도이다. 또한 기술성장 상장 제도는 모험투자자에게도 빠른 상장을 통한 투자금 회수의

기회를 부여하여, 투자의 기회비용과 리스크를 낮추어 줌으로써, 벤처투자 생태계를 활성화할 수 있는 효과가 있다. 본 연구 결과 기술성장 상장제도는 이러한 정책적 목적을 잘 달성하고 있는 것으로 판단된다.

금융당국은 연구개발 자금소요가 있는 기업들에게 본 제도가 활용될 수 있도록 본 제도를 지속 발전시켜 나가야 할 필요가 있다. 기술성장 상장기업들의 경우 선행연구에 따르면, 일각의 우려와는 달리 주가성과 기준 수익률에 유의미한 차이가 존재하지 않는다. 한편 본 연구에 따르면 기술성장상장제도를 통해 상장한 기업들은 제도의 취지와 부합하게, 연구개발을 위한 활동에 필요한 자본조달을 하는 것으로 보인다.

본 연구에서는 기술성장 상장 기업들의 자본시장에서의 자본조달 양상을 살펴보았다. 향후에는, 본 연구에서 살펴본 각 변수가 기업들이 주가에 어떤 영향을 미칠 수 있는지에 대한 연구가 가능할 것으로 전망한다. 이를 통해 투자자 입장에서 어떠한 질적 요소를 가지고 투자할 수 있는지에 대한 지침을 찾을 수 있을 것으로 전망한다. 또한 제도의 발전적 개선에도 기여가 가능할 것이다.

또한, 본 연구는 2018-2020년 상장 기업들을 대상으로 2021년 말 시점에서의 결론을 도출했다. 하지만 시간이 지남에 따라 본 제도를 통한 상장 기업들의 수가 늘어나고, 상장 이후 더 긴 시계열 데이터를 확보 및 관찰할 수 있게 됨에 따라, 장기 성과에 대한 추적 연구가 가능할 것으로 보인다. 이를 통해 상장 후 수년 동안 연구개발을 집행한 기업들의 성공 또는 실패 분석을 할 수 있을 것이며, 제도의 발전에 대한 정책적 분석 뿐만 아니라 초기투자자

및 상장시장 투자자에게 더 효율적인 자원배분을 위한 단서를 제공할 수 있을 것으로 전망한다.

참 고 문 헌

- 김기용, 고영희 (2022). 인공지능 의료진단 기업 뷰노의 기술특례상장 사례 연구 - 제도적 관심의 기술성·시장성 확보 전략을 중심으로 -, 한국창업학회지, 17(3). 27-52.
- 김용덕, 조재민. (2018). 기술특례 상장기업의 IPO 전후 효율성 분석에 관한 연구. 생산성연구: 국제융합학술지, 32(2), 27-55.
- 남지안, 최종서. (2019). 코스닥시장 상장 바이오기업 연구개발비의 가치관련성 분석. 한국회계학회 학술발표논문집, 2019(2), 1-29.
- 남지안, 최종서(2021), 코스닥 기술특례상장기업의 회계정보의 질, 회계정보연구, 39(1). 91-133
- 박성화, 기은선. (2021). 기술특례상장기업의 신규공모주 할인. 회계와 정책연구, 26(1), 229-253.
- 박영규 (2022). 코스닥 시장 특례상장기업의 장기 성과. 경영경제연구, 44(1), 1-20.
- 이석훈 (2022). 특례상장 기업의 성과 분석과 시사점, 자본시장연구원 이슈 보고서, 22-16호.

Abstract

The KOSDAQ special listing (or technology growth) listing is a policy introduced to allow companies with technology or growth potential to enter the listed market through evaluation and raise capital, even if they do not meet the external standards for listing on the KOSDAQ. While various studies have been conducted the policy, in terms of stock return or accounting quality, there has been no research on the characteristics of capital market utilization of firms after going public of special listed companies, which is the purpose of this policy. In this study, factors that affect capital raising activities for all companies listed on the KOSDAQ between 2018 and 2020, as well as companies using the special listing policy and normally listed companies, were identified through Tobit analysis. Companies listed through the special policy performed activities to increase capital in proportion to their R&D concentration and years of listing. On the other hand, normally listed companies carried out capital expansion activities according to the total asset turnover rate, which is an indicator of activity of the firm. A negative relationship between recapitalization activities and return on assets was confirmed in the entire group. The

purpose of the KOSDAQ special listing system, the easy access and utilization of the listed capital market by technology development companies, was confirmed with data from 2018 to 2020.

Keywords: KOSDAQ, Special Listed, technology growth listing, Capital Raising, R&D

Student Number: 2008-21200

감사의 글

수료 후 긴 시간이 흘렀음에도 논문을 쓰고 졸업을 할 수 있게 지도와 배려, 그리고 격려해주신 김연배 지도교수님께 깊은 존경과 감사의 말씀을 드립니다. 또한 과정에서 많은 가르침을 주신 김태유 교수님, 이정동 교수님, 이종수 교수님께도 진심으로 감사드립니다. 학부수업에서 경제성분석의 시각을 열어 주셨으며, 논문심사 위원장을 맡아 주신 허은녕 교수님께도 감사 인사드립니다.

석사과정 재학 때 함께 생활하며 도움 주신 김규남 선배님, 김영규 선배님, 김승현 선배님, 오승우 선배님, 심재인 선배님, 김응도 선배님, 그리고 동기 유준하, 최호선에게도 감사의 마음을 다시 한번 전합니다.

석사 과정 수료 후 증권사 애널리스트로, 자산운용사 펀드매니저 역할로 여의도에서 12년의 시간을 보냈습니다. 석사과정에서 배운 이론과 지식이 제 업무에 있어 뿌리깊은 근간이 되어왔습니다.

늦게 준비하는 논문 작성에 뒷바라지해준 세상에서 하나뿐인 배우자와, 아빠를 배려해준 두 아들 세종, 세현에게도 고마움의 말을 전합니다. 업계에서 실무 역량을 전수해 주신 안다자산운용 박의현 대표님, 흥국자산운용 김태영 본부장님, 국민연금 손협 실장님, HDC자산운용 장봉영 대표님, 임지수, 이응주 전 신한금융투자 애널리스트 선배님께 이 자리를 빌려 감사함을 포함합니다. 마지막으로 만물을 주관하시며 지혜와 용기 주시는 하나님께 감사드립니다.

서울대 기술경영경제정책 대학원 과정 구성원과 졸업생 모두의 앞날에 행복과 안녕을 기원하며 감사 인사를 마치겠습니다.