

중견기업 상장 결정요인과 상장 효과

박상문* · 박영규**

요약

본 연구는 중견기업의 한국거래소 상장에 영향을 주는 요인을 분석하고, 상장이 유발하는 효과를 실증적으로 분석한다. 먼저, 상장을 결정하는 요인은 수익성과 성장성이다. 수익성과 성장성이 우수한 중견기업이 거래소 상장에 성공하고 있다. 중견기업은 코스닥시장뿐만 아니라 유가증권시장에도 비교적 고르게 진출하고 있다. 다음으로, 상장 이후 중견기업은 IPO로 조달한 자금으로 인해 재무안정성이 개선되지만, 자산 효율성과 영업성과는 하락한다. 이러한 결과는 중견기업 지원 정책의 필요성과 함께, 상장을 통한 자금조달 방안의 중요성을 동시에 보여준다. 자금조달을 통한 지속적 성장과 경쟁력 강화를 위한 중견기업의 상장 활성화에 대한 시사점을 제공하는 의미가 있다.

핵심 주제어 : 중견기업, IPO, 상장, 상장효과, 자금조달

* 제1저자, 강원대학교 경영학과 교수, venture@kangwon.ac.kr

** 교신저자, 가톨릭대학교 경영학과 교수, ykpark@catholic.ac.kr

〈논문 투고일〉 2025. 03. 06

〈논문 수정일〉 2025. 03. 31

〈게재 확정일〉 2025. 03. 31

I. 서 론

중견기업은 중소기업과 대기업의 중간 단계에 위치하여 우리 경제 활성화와 고용 창출에 있어 중요한 역할을 담당하고 있다. 독일의 히든챔피언기업은 독일 경제 안정에 이바지할 뿐만 아니라(Venohr and Meyer, 2007), 우수한 기술력을 바탕으로 세계시장을 주도하고 있다(Simon, 2007).

중견기업의 지속 가능한 발전을 위해 자본조달이 필수적이지만 내부 유보 자금이나 시중은행 차입에 의존하고 있다. 중견기업은 채권과 주식 발행을 통한 자금조달에 어려움을 겪고 있으며, 이들 비중은 매우 낮은 실정이다.

주식 발행이 저조한 이유는 시중은행 차입 방식이 상대적으로 유리하기 때문이 아니라, 중견기업이 주식 발행 자체에 익숙하지 않아 회피하기 때문으로 판단된다. 중견기업이 한국거래소 시장에 상장된다면, IPO 등 자금조달에서 긍정적인 효과가 클 것이며, 실제 수익성과 성장성이 우수한 중견기업은 상장을 통해 긍정적 효과를 기대할 수 있겠다.

중견기업의 자금조달 측면에서 상장의 긍정적 효과가 기대되지만, 이에 대한 학술적 연구는 많지 않다. 먼저 중견기업 상장에 영향을 주는 요인을 밝혀낼 필요가 있다. 상장 중견기업과 비상장 중견기업의 재무특성 차이를 비교함으로써 상장 결정요인을 발견할 수 있다. 또한 상장이후 중견기업이 실제로 얻게 되는 긍정적 효과를 확인할 필요가 있다. 중견기업 상장연구의 중요성에도 불구하고 중견기업의 법적 정의와 정책 지원(곽관훈, 2023; 최선규, 2024)과 자금조달 애로사항 및 개선에 연구가 집중되어 있다. 실제 어떤 기업이 상장에 성공하여 자금조달 문제를 해결할 수 있는지를 분석한 연구는 확인되지 않는다.

중견기업의 주식발행 및 상장을 통한 자본조달이 긍정적 효과를 가져올 수 있음에도 불구하고, 주식 발행 및 상장 절차에 대한 지식 부족, 상장요건 및 절차의 복잡성, 상장 후 규제 강화에 대한 부담감 등 다양한 요인들로 인해 상장이 활발히 이루어지고 있지 않는 것으로 보인다.

본 연구는 중견기업 상장 촉진에 이바지하고자 한다. 그렇다면 어떤 기업이 상장에 성공하는지 상장 성공요인 발굴이 중요하다. 상장에 성공한 중견기업과 비상장기업 중견기업 비교를 통해서 상장 결정요인을 발견하고자 한다. 이는 비상장 중견기업의 상장을 저해하는 요소들을 파악하고, 그에 대한 개선방안 모색에 유용할 것이다. 다음으로 중견기업 IPO 자금조달은 긍정적 상장 효과를 생성할 것으로 기대된다. 상장이후 기대되는 효과를 다양한 재무비율의 변화를 통해서 검증한다. 중견기업 한국거래소 시장에 진입하게 되어 누릴 수 있는 긍정적 효과를 발견할 수 있겠다.

II. 중견기업과 선행연구

1. 중견기업

중견기업은 2011년 “산업발전법”에 처음 도입되고, 2014년 “중견기업 성장촉진 및 경쟁력 강화에 관한 특별법”(중견기업법)이 제정되면서 개념이 확고히 정립된다. 중견기업법은 중소기업의 중견기업 진입 거부 현상을 해결하고자 한시적으로 제정되었기 때문에, 초기 중견기업의 지원에 집중되어 있다. 중견기업은 중소기업에 해당하지 않으며, 상호출자제한기업집단에 소속되지 않은 기업을 의미한다. 즉, 중소기업법상의 중소기업이 아니면서 공정거래법상의 대기업 등에 해당하지 않는 기업이다. 중견기업을 판단하는 기준은 규모, 상한, 독립성의 세 가지로 구성되며, 이 중 하나의 기준을 초과하더라도 해당 기업은 중소기업에서 졸업하여 중견기업으로 분류된다. 구체적인 중견기업 판단기준은 정주호(2024)를 참고하길 바란다.

중견기업법 제정 이후 정부는 지식경제부를 중심으로 “World Class 300” 프로젝트, “중견기업 3,000+” 프로젝트 등 중견기업 지원 정책을 지속적으로 시행한다. 월드클래스 300은 매출액 400억원 이상 1조원 미만이고 최근 3년 R&D 투자율 평균 2% 이상 또는 최근 5년 매출액 평균 증가율 15% 이상 조건 충족 기업을 선정하여 연구개발, 해외마케팅, 수출, 금융을 지원하여 글로벌 기업으로 육성하기 위한 프로젝트이다. 중견기업 3000플러스 프로젝트는 2015년까지 중견기업을 3000개 이상 육성을 목표로 월드클래스 프로젝트와 유사하게 세제 및 금융 등을 지원한다.

2013년부터 2017년까지는 “중견기업 성장사다리 구축방안” 등 초기 중견기업을 중심으로 한 정책이 추진되었으며, 2017년부터는 산업통상자원부를 중심으로 중견기업 정책 혁신이 이루어져 “중견기업 비전 2280”이 발표되었다.

한시법이었던 중견기업법은 2023년 4월 개정을 통해 상시화되면서, 중견기업 지원과 정책이 지속적으로 유지될 수 있게 된다.

2. 선행연구

중견기업의 법적 정의, 정책 지원과 자금조달 등 연구는 최근 활발하게 진행되고 있다. 물론 그 외에도 중견기업의 경영성과 분석 연구와 최근 ESG 연구도 확인된다. 중견기업의

자본조달에 대한 선행연구는 주로 자본조달의 애로사항을 소개하고 개선 방향에 집중되어 있다. 중견기업의 특수성으로 인해 중견기업 자본조달 관련 선행연구가 많지 않으며, 자금조달의 애로사항과 정책적 지원에 치우쳐 있다. 선행연구의 부족으로 본 연구는 탐색적 연구로 진행되는 한계점이 있다.

조병선(2021)은 중견기업의 자금조달 원천별 애로사항을 정리한다. 먼저 은행 대출의 경우, 높은 이자율, 신용도 및 재무제표 중심의 대출 심사, 그리고 담보와 보증 요구가 주요 애로 요인으로 파악된다. 회사채 발행과 관련하여 직면하는 어려움으로는 높은 이자율과 엄격한 회사채 발행 기준이 있다. 정책 금융 활용과 관련해서는 제한된 지원 대상, 과도한 서류 제출 요구, 복잡한 심사 과정, 담보 및 보증 요구 등으로 인해 상당한 어려움이 존재한다.

정희준(2002)은 자금조달 방법 중 회사채 발행현황 및 문제점을 파악하고 개선방안을 제시한다. 중견기업은 우량한 신용등급 확보가 어려워 회사채 발행에 의한 자금조달이 쉽지 않다. 또한 대규모 자금조달 기회가 많지 않아 증권회사보다는 은행과의 관계 금융에 의존하게 된다. 비상장 외부감사(외감) 중견기업은 자본시장 접근성이 낮고, 회사채 발행 전문인력도 부족하여 회사채 발행시장 접근이 쉽지 않다.

중견기업은 직접금융보다는 금융기관의 차입금에 의존하고 있어, 주식시장 상장이 해소방안이 될 수 있다. 박관훈(2002)은 중견기업의 자금조달 애로사항을 소개하고 IPO 자금조달 필요성을 강조한다. 하지만, 상장에 요구되는 조건들이 중견기업에 걸림돌이 되고 있다. 저자는 공시업무 지원, 지정자문인, 공시요건 완화 등에 대한 제언을 한다.

III. 연구내용 및 방법

1. 연구내용

중견기업은 대기업에 비해 자금조달 어려움을 겪고 중소기업에 비해 정책적 지원이 부족하다. 선행연구는 중견기업의 자금조달 애로사항을 파악하고 정책적 해결 방안을 제시하였다.

중견기업의 자금조달 애로사항을 해결하는 방안 중 하나는 한국거래소 상장이다. 중견기업은 성장을 위해서 자금조달이 필수적이며 IPO를 통해 자금을 조달할 수 있다. 즉, 성

장성이 우수한 중견기업은 자금조달을 위해서 상장을 선택할 유인이 높고 IPO 자금을 신속하게 투자할 것이다. 기존 연구는 상장 활성화에 대한 정책적 지원을 분석하고 있지만 (곽관훈, 2022), 상장에 성공한 중견기업의 재무특성을 파악하지 않는다. 본 연구는 중견기업의 상장 성공 요인이 무엇인지를 규명하고자 한다. 이를 통해 정부 정책적 지원의 방향 결정에 시사점을 제공할 수 있다.

추가로 IPO 자금조달에 성공한 상장기업의 재무특성 변화를 분석한다. IPO 기업의 영업성과 저하 현상은 널리 알려져 있다. 또한 대규모 자금조달은 재무안정성에도 영향을 주게 된다. 상장 전후의 재무특성을 분석하여 중견기업이 상장이후 어떤 변화를 겪는지 파악하고자 한다. 특히, IPO 자금이 신속하게 자본적지출로 이어지는지를 살펴보고자 한다. 상장 과정에서 조달된 자금이 기업 내에 유보되지 않고 실물 투자로 연결됨으로써, 기업 성장을 촉진하는 원천이 될 수 있으며, 곧 긍정적 상장 효과이기 때문이다.

2. 표본

한국거래소에 상장한 중견기업이 분석 대상이다. 중견기업 정보마당으로부터 중견기업 정보를 검색하여 중견기업 여부를 파악한다. 웹사이트에서 2012년부터 중견기업 지정이 확인되며, 중견기업으로 지정되고 2022년까지 한국거래소 주식시장에 상장된 기업을 검색한다. 중견기업으로 지정되고 이후에 상장한 기업이 본 연구의 표본기업에 해당한다. 그렇다면 “중견기업 지정과 주식시장 상장이 동일 연도에 발생한 기업을 표본으로 간주해야 하는가?”에 대한 고민이 발생한다. 동일 연도에 발생한 경우 또한 표본기업으로 간주하며, 이유는 다음과 같다. 중견기업 지정은 전년도 재무정보 등으로 결정되기 때문에, 상장이전에 중견기업 요건을 갖추었다고 판단할 수 있기 때문이다. 또한 표본 수가 많지 않아 이를 포함하여 분석하는 것이 유리하겠다.

표본기업의 재무정보는 데이터가이드(Data Guide) DB에서 추출하여 사용한다. 최종적으로 분석에 사용되는 중견 상장기업은 81개이다.

2012년 중견기업 지정 이후 중견기업은 꾸준히 한국거래소에 상장하고 있다. 2016년부터 2018년까지 3개년도 연속으로 10개 중견기업의 상장이 관측된다. 2021년 11개의 중견기업 상장되어 가장 많은 수치를 보인다.

표준산업분류코드 기준으로 제조업과 그 외 업종(비제조업)으로 구분한 결과, 제조업이 72.84%로 제조업 중견기업이 절대적으로 많다. 유가증권(KOSPI)시장과 코스닥(KOSDAQ)시장 상장 건수를 비교해 보면, 코스닥시장 상장 건이 42개로 유가증권시장 39건보다 살

작 높은 수치이다. 예상보다 많은 중견기업이 유가증권시장에도 성공적으로 진입하는 것을 확인할 수 있다. 중소기업이 코스닥시장에 대기업이 유가증권시장에 주로 상장하는 것에 비해, 중견기업은 유가증권시장과 코스닥시장에 치우침 없이 진입하고 있다.

[표 1] 표본기업 분포

연도	지정=상장	지정→상장	합계	비율(%)	업종	지정=상장	지정→상장	합계	비율(%)
2012	1	0	1	1.23%	비제조업	7	15	22	27.16%
2013	2	2	4	4.94%	제조업	16	43	59	72.84%
2014	3	2	5	6.17%	합계	23	58	81	100%
2015	1	5	6	7.41%					
2016	5	5	10	12.35%	주식시장	지정=상장	지정→상장	합계	%
2017	2	8	10	12.35%	KOSPI	12	27	39	48.15%
2018	4	6	10	12.35%	KOSDAQ	11	31	42	51.85%
2019	0	8	8	9.88%	합계	23	58	81	100%
2020	0	9	9	11.11%					
2021	1	10	11	13.58%					
2022	4	3	7	8.64%					
합계	23	58	81	100%					

주 : 이 표는 표본기업의 연도별, 업종별, 주식시장별 분포를 보여준다. 중견기업 지정연도와 상장연도가 같은 집단(지정=상장)과 중견기업 지정후 상장한 집단(지정→상장)으로 구분하여 제시한다.

3. 대응기업 선정

중견기업의 상장 결정요인을 파악하기 위해서는 비상장 중견기업과의 비교 분석이 필수적이다. 상장기업에 비해 비상장기업 재무정보는 신뢰성 문제를 초래할 수 있으므로, 비상장 중견기업 중 외부감사를 받는 기업(외감기업)으로 한정하여 대응기업을 선정한다. 또한 한국거래소 상장요건이 외부감사이므로 대응기업도 외감기업 한정이 타당하겠다.

상장기업(표본)마다 하나의 대응기업을 선정하는 일대일 매칭을 사용한다. 중견기업 매칭이 쉽지 않기 때문에, 1개의 대응기업 선정이 현실적이다. 대응기업은 외감, 비상장, 중견기업 3가지 조건을 우선 충족해야 한다.

비상장 외감 중견기업을 대상으로 기업의 규모와 업종을 매칭하여 1개의 대응기업을 선

정한다. 비상장과 외감기업의 판단은 표본기업의 상장 전년도 시점으로 한다. 중견기업 요건의 적용은 비상장과 외감에 비해 까다롭다. 물론 표본기업과 동일연도 중견기업 지정이 가장 이상적이다. 동일연도 중견기업이 되었지만, 상장기업과 비상장 유지기업을 비교하여 중견기업의 상장 결정요인을 파악할 수 있기 때문이다. 아쉽게도 동일연도 중견기업 적용 매칭은 규모와 업종 등 다른 항목 매칭을 어렵게 한다. 표본기업보다 중견기업 지정이 빠르거나 동일한 기업으로 확대한다. 이는 먼저 중견으로 지정되었지만, 비상장기업으로 유지하는 기업과 표본을 비교하게 됨으로써 상장 결정요인을 명확하게 파악하는 이점이 있겠다. 기업규모와 업종은 재무 분야 연구에서 대응기업 선정에 기본적으로 사용되는 매칭 항목이며, 기업규모는 총자산을 이용하고, 업종은 한국표준산업분류 코드를 활용한다. Kediaa and Panchapagesan(2011)은 NYSE로 이전기업의 대응기업으로 나스닥시장 잔류기업 선정 시에 업종과 기업규모를 사용하고, 박영규(2023)는 국내 코넥스시장 이전상장기업과 잔류기업을 비교하는 연구에서 잔류기업의 매칭항목으로 기업규모와 업종을 사용한다.

대응기업은 두 단계의 매칭 절차를 거쳐 확정된다. 첫 번째, 상장 전년도 기준으로 총자산이 중견 상장기업의 75%~125% 범위에 속하고 표준산업분류코드 중분류 업종코드가 동일하고 표본기업과 동일연도 또는 이전에 중견기업으로 지정된 비상장기업을 찾는다. 세 가지 조건을 충족하는 복수 개의 기업이 존재한다면, 기업규모가 가장 유사한 기업을 최종 선택한다.

표본 수가 많지 않기 때문에 1차 매칭에서 대응기업이 선정되지 않은 표본에 대해서 업종과 기업규모 조건을 완화하여 두 번째 매칭절차를 진행한다. 대분류 업종 코드로 완화하고, 총자산이 가장 유사한 비상장 외감 중견기업을 대응기업으로 선정한다. 이는 대응기업 매칭 실패로 인한 분석 표본 감소를 막기 위함이다.

4. 연구모형

상장 중견기업과 비상장 중견기업의 특성을 비교하기 위해서, 로짓회귀분석을 실시한다. 상장 중견기업은 1의 값을, 비상장 중견기업은 0의 값을 가지는 Listing이 종속변수이다.

$$Listing_{i,t} = \alpha + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 CR_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 TATOV_{i,t-1} + \beta_7 GR TA_{i,t-1} + YR_{i,t-1} + IND_{i,t-1} + e_{i,t-1} \quad (1)$$

관련 선행연구가 부족하여 기업의 다양한 재무특성을 독립변수로 포함하여 두 집단 간의 특성 차이를 파악한다. 중견기업의 상장과 비상장 결정요인 탐색이 목적이기 때문에 재무특성 변수 포함이 타당하겠다. 수익성을 포함하여 기업성과를 대변하는 안정성, 성장성

등 재무비율이 포함된다.

대표적인 재무비율 외에 기업규모를 포함한다. 기업규모는 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장 상장요건에 포함되어 있다. 기업규모(SIZE)는 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 또 다른 상장요건 중 하나는 수익성이다. 수익성 대리변수는 총자산영업이익률(ROA)을 사용하며 영업이익을 총자산으로 나누어 계산된다. 실제로 수익성은 상장을 결정하는 주요 요인이다. 유가증권으로 이전하는 코스닥기업은 잔류기업보다 수익성이 높다는 것을 발견한다(박영규, 2018).

2006년 이후 상장을 계획하는 기업은 상장직전년도 감사인을 지정받아야 한다. 상장예정 기업에 감사인이 지정되면 재량적 발생액을 이용한 이익조정은 감소하지만, 실물활동을 이용한 이익조정은 영향이 없다(김용원, 이재경, 2013). 상장기업이 실물활동을 통해 이익을 부풀리면 영업현금흐름은 증가할 것이다. 상장직전년도 표본기업과 대응기업의 영업현금흐름에 차이가 발생할 것이며, 이를 통제하기 위해서 영업현금흐름을 포함한다. 영업현금흐름(CFO)은 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다.

유가증권시장과 코스닥시장의 직접적인 상장요인은 아니지만, 관련성이 있는 변수들을 선정한다. 유가증권시장의 안정성 및 건정성요건과 코스닥시장의 질적요건은 안정적으로 계속 기업으로서 영위할 수 있는지에 대한 내용이다. 이와 연관성이 있는 재무 건전성 비율 중에서 부채비율과 유동성비율을 분석에 포함한다. 부채비율(LEV)은 부채를 총자산으로, 유동성비율(CR)은 유동자산을 유동부채로 나누어 계산된다. 재무안정성 외에도 활동성과 성장성 비율을 추가한다. 기업의 활동성은 총자산회전율(TATOV)로 측정되고 매출액을 총자산으로 나눈다. 총자산증가율(GRTA)은 기업의 성장성을 측정하는 변수이며, 기초값 대비 기말값의 변화율로 측정된다.

업종과 연도를 통제하기 위해서 업종(IND)과 연도더미변수(YR)를 포함한다. 업종더미변수는 표준산업분류코드 대분류를 적용한다.

IV. 실증결과

1. 기술적 통계량

상장 중견기업과 비상장 중견기업의 기술적 통계량과 차이 분석은 [표 2]로 정리된다.

모든 변수는 표본기업의 상장직전년도 수치이다. 상장직전년도 표본기업은 대응기업보다 영업현금흐름, 총자산영업이익률, 총자산회전율과 총자산증가율 등이 우수하다. 총자산을 효과적으로 사용하고 수익성이 높은 기업이 성장할 수 있고 결국 주식시장에 상장할 수 있다는 의미이다. 한국거래소 상장요건 등을 고려하면 당연한 결과이다. 상장요건을 충족하는 기업이 비상장기업보다 우수한 재무성과를 보이기 때문이다.

[표 2] 표본기업과 대응기업

	표본기업 (N=81)		대응기업 (N=81)		표본기업-대응기업 (N=81)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
SIZE	18.9983	19.0354	18.9931	19.0517	0.0052	0.0017
CFO	0.0964	0.0882	0.0574	0.0540	0.0389**	0.0299**
ROA	0.1049	0.0986	0.0380	0.0321	0.0668***	0.0555***
CR	1.5949	1.2035	2.6862	1.1908	-1.0912**	-0.1114
LEV	0.5155	0.5277	0.4612	0.4790	0.0542	0.0645
TATOV	1.2555	1.1063	1.0333	0.9283	0.2222**	0.2616***
GRTA	0.2740	0.1445	0.1025	0.0345	0.1715**	0.0869***

주) ***, **, *, 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

기업의 재무안정성을 측정하는 유동성비율과 부채비율은 대응기업보다 더 안정적이지 않다. 표본기업이 대응기업보다 활발한 영업활동을 통해 유동부채가 높아지고, 비상장기업의 특성상 차입금 자금조달 의존성을 유추할 수 있겠다. Wald(1999)와 Graham(2000)은 수익성이 높아질 때 부채 증가 가능성을 지적하였다. 우수한 성장성과 수익성을 가졌지만, 자금조달 어려움에 직면한 비상장기업은 결국 IPO 자금조달 필요성이 더욱 절실하고, 결국 상장을 선택했을 가능성이 높다.

2. 중견기업의 상장 결정요인 분석

중견 상장기업과 중견 비상장기업의 영업현금흐름, 총자산영업이익률, 총자산회전율, 총자산증가율 등의 차이가 단일변량분석에서 발견된다. 표본과 중견기업의 특성차이가 상당할 수 있으므로, 연구모형에서 제시한 로짓회귀분석 결과가 중요하다.

연도와 업종더미변수의 포함여부에 따라서 (1)~(3)의 모형으로 구분된다. [표 3]의 모든 모형에서 총자산영업이익률과 총자산성장율의 계수가 양(+)으로 유의하다. 단일변량 분석에서 유의했던 영업현금흐름과 총자산회전율의 회귀계수는 유의하지 않다. 결국 수익성과 성장성이 상장을 결정하는 주요 요인이며, 수익성과 성장성이 우수한 중견기업이 상장할 수 있다. 연도와 업종을 통제하여도 실증결과는 변하지 않는다. 코스닥시장 상장은 영업이익이 창출되지 않더라도 가능하지만, 유가증권시장은 수익성이 중요한 상장요인이다. 중견기업은 코스닥시장과 유가증권시장으로 유사한 비율로 상장하기 때문에, 수익성이 상장을 결정하는 요인으로 나타난 것으로 설명된다.

[표 3] 중견기업의 상장 결정요인 분석

	(1)	(2)	(3)
SIZE	0.097 (0.606)	0.065 (0.398)	0.085 (0.486)
CFO	1.452 (0.507)	1.530 (0.497)	2.222 (0.719)
ROA	12.219*** (2.823)	12.212*** (2.839)	12.014*** (2.782)
CR	-0.169 (-1.395)	-0.183 (-1.363)	-0.177 (-1.237)
LEV	1.256 (1.336)	1.219 (1.298)	1.568 (1.532)
TATOV	-0.227 (-0.721)	-0.188 (-0.585)	-0.036 (-0.103)
GRTA	1.713** (2.293)	1.834** (2.205)	1.962** (2.175)
Constant	-3.136 (-0.933)	-3.492 (-1.037)	-4.673 (-1.273)
Industry	NOT	NOT	Included
Year	NOT	Included	Included
Observations	162	162	162
chi ²	17.12	17.44	17.01
Pseudo R ²	0.193	0.197	0.207

주: ()는 이분산성을 고려한 z 값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

3. 상장 효과 분석

수익성과 성장성이 우수한 중견기업은 거래소진입과 동시에 IPO 자금조달이 이루어진다. IPO 자금조달은 비상장 중견기업과 의미 있는 재무특성 차이를 발생시킬 수 있다. 대응기업과 비교하여 중견기업의 상장이 발생시키는 효과, 즉 상장 효과를 파악하고자 한다.

[표 4] 중견기업 상장 전후 재무비율 변화(표본기업-대응기업)

		-1	0	1	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
CFO	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0389**	0.0093	-0.0023	-0.0296	-0.0115	-0.0412**
	Median	0.0299**	0.0190	0.0039	-0.0162	-0.0020	-0.0168*
ROA	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0668***	0.0597***	0.0122	-0.0071	-0.0475***	-0.0546***
	Median	0.0555***	0.0404***	0.0154	-0.0057	-0.0187***	-0.0331***
CR	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	-1.0912**	0.3177	-0.5651	1.4089***	-0.8828	0.5261
	Median	-0.1114	0.5793**	0.4688**	0.4863***	-0.1049	0.4357***
LEV	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0542	-0.0961***	-0.0710**	-0.1503***	0.0251	-0.1252***
	Median	0.0645	-0.1147***	-0.0934**	-0.1300***	0.0004	-0.0964***
TATOV	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.2222**	-0.0159	-0.1468*	-0.2381***	-0.1308***	-0.3690***
	Median	0.2616***	0.0814	-0.0891	-0.1857***	-0.0251**	-0.2218***
GRTA	N	81	81	80	81	80	80
	Mean	0.1715**	0.5004***	0.0540	0.3289**	-0.4489***	-0.1176
	Median	0.0869***	0.1870***	0.0570**	0.1643***	-0.1545***	-0.0303
CAPEX	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0269	0.0116	0.0363**	-0.0153	0.0247	0.0094
	Median	0.0105	0.0048	0.0207***	-0.0010	0.0233**	0.0261***

주 : 표본의 상장연도는 0이며, (a, b)는 두 기간의 재무비율 변화를 측정한 수치이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

[표 4]의 0은 중견기업의 상장 연도를 의미하며, (a, b)는 b년과 a년도 차이를 의미한다. 예를 들어 (-1, +1)은 상장 다음 연도에서 상장 직전 연도의 값을 차감하여 계산된다. [표 2]의 표본과 대응기업의 재무특성에서 기업규모를 제외한 재무비율뿐만 아니라 자본적지출(CAPEX)을 추가하여 분석한다. 표본기업이 대응기업보다 수익성과 성장성이 우수한 점을 고려하면, 성장을 위한 투자가 절실하여 상장을 결정할 가능성이 높다. 그렇다면 IPO로 조달된 자금은 자본적지출로 신속하게 사용될 것이기 때문이다.

[표 4]의 재무비율은 표본기업의 재무비율에서 대응기업 수치를 차감한 대응기업 조정값이다. 상장기업과 비상장기업의 차이로 해석할 수 있다. 상장 전후의 변화는 (-1, +1)로 측정되지만, (-1, 0)과 (0, +1)로 분해하여 상장 연도 전후의 추세를 비교한다.

영업현금흐름은 상장전년도부터 상장년도와 상장이후까지 감소하는 형태가 관측되지만, 실제로 (-1, +1)이 음(-)으로 유의하다. 상장전년도에 비해 상장이후에 영업현금흐름이 약하게 감소하는 추세이다. 이는 실질 이익조정의 관점과 일치한다.

선행연구에 의하면 상장이후 재무성과 악화가 일반적인데(Jain, Kini, 1994; Ritter, 1991; Teoh, Welch, 1998; 김영규, 김영혜, 2000; 임웅기, 이성규, 1995; 최문수 2000), 표본기업 또한 회계이익의 저성과 현상이 발견된다. 표본기업의 총자산수익률 (-1, 0) 수치는 유의하지 않은 음(-)의 값이지만, (0, +1)의 영업성과가 급격하게 나빠진다. 상장시점까지 이익을 증가시킨다면 상장 연도는 이익감소가 심하지 않고 상장이후 연도에 급격하게 하락한다고 생각할 수 있다.

상장과정 IPO 자금조달은 재무안정성을 개선한다. 특히 표본기업의 유동비율과 부채비율 모두 상장직전년도 대비 상장 연도 상당히 좋아진다. 즉, 상장 연도 신주 발행에 의한 대규모 자금유입으로 (-1, 0)의 유동비율이 증가하고 부채비율은 감소한다.

IPO 자금조달로 자산이 증가하면서 (-1, 0)의 총자산회전율이 하락한다. (0, +1) 수치 또한 유의하게 악화하는 점이 흥미롭다.

외부 자금조달로 상장연도 총자산증가율이 높지만, 상장 다음 연도 감소하여, (-1, +1) 변화는 유의하지 않다. IPO로 인해 상장 연도 총자산 증가는 당연하며, 반면 상장이후 유의한 감소는 수익성 감소와 비용지출 등에 기인한 것으로 추정할 수 있다.

상장 +1년도 자본적지출이 유의한 양(+)의 수치이며, (0, +1)과 (-1, +1)의 자본적지출 변화의 증양값이 유의하다. 자본적지출의 음(-)의 극단치가 확인되고 있어, 평균값보다는 증양값 중심으로 해석이 타당하겠다. 기업공개로 조달된 자금이 상장이후 자본적지출로 즉시 투자되고 있다는 점에서 긍정적 상장효과로 해석된다.

일대일 대응기업의 상장연도 매칭이 이루어지지 않은 점을 고려하여, 표본기업의 재무비율 변화를 살펴본다.

자본적지출을 제외한 변수들의 결과는 대응기업조정과 동일하다. 하지만 상장이후 자본적지출의 증가가 확인되지 않는다.

[표 5] 증견기업 상장 전후 재무비율 변화(표본기업)

		-1	0	1	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
CFO	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0964***	0.0549***	0.0483***	-0.0415***	-0.0066	-0.0481***
	Median	0.0882***	0.0605***	0.0486***	-0.0361***	-0.0039	-0.0322***
ROA	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.1049***	0.0819***	0.0474***	-0.0229***	-0.0346***	-0.0575***
	Median	0.0986***	0.0748***	0.0492***	-0.0231***	-0.0184***	-0.0441***
CR	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	1.5949***	2.9330***	3.1572***	1.3381***	0.2242	1.5623***
	Median	1.2035***	1.9756***	1.9223***	0.4900***	-0.0399	0.3807***
LEV	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.5155***	0.3533***	0.3647***	-0.1621***	0.0114	-0.1507***
	Median	0.5277***	0.3497***	0.3347***	-0.1434***	-0.0064	-0.1324***
TATOV	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	1.2555***	0.9975***	0.8911***	-0.2580***	-0.1064***	-0.3644***
	Median	1.1063***	0.9801***	0.8599***	-0.1416***	-0.0268***	-0.2018***
GRTA	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.2740***	0.5506***	0.1114***	0.2766***	-0.4393***	-0.1627***
	Median	0.1445***	0.2740***	0.0707***	0.0843***	-0.1555***	-0.0840***
CAPEX	N	81	81	81	81	81	81
	Mean	0.0710***	0.0567***	0.0627***	-0.0143	0.0060	-0.0083
	Median	0.0387***	0.0326***	0.0445***	-0.0009	0.0008	0.0003

주 : 표본의 상장연도는 0이며, (a, b)는 두 기간의 재무비율 변화를 측정된 수치이다. ***, **, *,는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

상장전후 변화분석을 통해서 발견된 상장효과를 정리해 보면 다음과 같다. 먼저, 기존 연구에서 증명된 영업성과 악화가 실증분석에서 확인된다. IPO로 자본이 증가하면서 총자산회전율 또한 상장이후 하락하게 된다. 반면 IPO 자금조달로 인해 상장 증견기업의 재무안정성이 유의하게 개선되는 긍정적 효과가 존재한다. IPO 자금이 자본적지출을 이어지는 강건한 결과는 발견할 수 없었다.

V. 결 론

1. 요약 및 한계점

중소기업과 대기업의 중간에 위치하는 증견기업은 우리나라 경제의 중요한 역할을 담당하고 있다. 증견기업법에 근거하여 증견기업을 지원하는 다양한 정책이 시행될 수 있었다. 하지만 중소기업에 비해 증견기업의 정책적 지원이 부족한 것이 사실이며, 상당한 애로사항을 겪는다. 자금조달이 대표적이며, 대기업처럼 주식과 채권발행으로 자금조달이 어려워 금융기관 차입금에 의존하고 있다. 이는 과도한 이자비용 부담에 처할 우려가 있다. 따라서 한국거래소 상장은 자금조달 문제를 해소할 수 있는 현실적 방안이다.

본 연구는 증견기업의 상장을 결정하는 재무특성을 파악하고, 상장 증견기업이 얻는 효과를 분석하여 다음의 결과를 발견한다. 첫 번째, 수익성과 성장성이 우수한 증견기업이 한국거래소 상장에 성공한다. 유가증권시장 상장 또한 코스닥시장보다 약간 낮은 수준이다. 이 때문에 수익성이 중요한 상장 결정요인으로 작용한 것으로 유추해 볼 수 있다. 수익성 개선에 초점을 두는 정부의 정책 발굴이 유용해 보인다. 두 번째, 증견기업은 상장 이후 몇몇 재무비율의 변화가 관측된다. 부정적 효과는 상장 과정의 IPO 자금조달로 증가한 자산으로 인해 자산의 효율성이 나빠진다. 또한 선행연구처럼 영업성과도 감소한다. 반면에 긍정적인 효과는 IPO 자금조달로 재무안정성이 크게 개선된다. 재무안정성의 향상은 향후 기업의 안정적인 성장을 기대할 수 있겠다.

2. 미래사회에 대한 시사점

기업이 잘 성장해야 경제의 지속적 성장이 가능할 것이다. 본 연구는 증견기업의 자금조

달 문제를 해결할 수 있는 상장 성공요인을 발견하였다. 실증결과를 참고하여 관련 부처가 지원책을 발굴한다면 중견기업의 성장과 상장을 도울 수 있고, 결과적으로 한국 경제에 긍정적 효과를 가져올 수 있겠다.

참고문헌

- 곽관훈, 2022. 중견기업의 자금조달을 위한 상장 활성화 방안. *중견기업연구*. 9(1), pp. 1-22.
- 곽관훈, 2023. 중견기업법상 중견기업의 범위 및 지원방식에 대한 검토. *중견기업연구*, 10(1), pp. 1-19.
- 김영규, 김영혜, 2000. 최초공모주의 장기성과와 이익관리. *재무관리연구*. 17(2), pp. 71-98.
- 김용원, 이재경, 2013. 감사인 지정제도가 상장예정기업의 이익조정에 미치는 영향. *회계학연구*. 38(3), pp. 409-441.
- 박영규, 2018. 코스닥기업의 유가증권시장 이전상장에 대한 연구. *재무관리연구*. 35(3), pp. 35-55.
- 박영규, 2023. 코스닥시장 이전상장기업과 코넥스시장 잔류기업의 비교 연구. *재무관리연구*. 40(1), pp. 125-146.
- 임용기, 이성규, 1995. 우리나라 최초공모주의 장기성과에 관한 연구. *한국증권학회지*. 18(1), pp. 333-369.
- 정주호, 2024. 중견기업정책에 관한 법적 고찰. *중견기업연구*. 11(2), pp. 23-45.
- 정희준, 2022. 중견기업의 회사채 발행현황과 개선방향에 대한 연구. *중견기업연구*. 9(1), pp. 81-108.
- 조병선, 2021. 중견기업의 금융환경과 신용등급 및 자금조달 구조 분석. *중견기업연구*. 8(1), pp. 49-68.
- 최문수, 2000. 발행가격 자율화 이전과 이후의 IPO 초기성과에 대한 연구. *한국증권학회지*. 27(1), pp. 139-180.
- 최선규, 2024. 중견기업법 상시화에 따른 중견기업 관련 법제 개선방향. *중견기업연구*. 11(2), pp. 1-22.
- Graham, J. R., 2000. How Big are the Tax Benefits of Debt?. *Journal of Finance*. 55(5), pp. 1901-1941.
- Jain, B. A., and O. Kini, 1994. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*. 49(5), pp. 1699-1726.
- Kediaa, S., and V. Panchapagesan, 2011. Why Do Only Some NASDAQ Firms

- Switch to the NYSE? Evidence from Corporate Transactions. *Journal of Financial Markets*. 14, pp. 109-126.
- Ritter, J., 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offering. *Journal of Finance*. 46(1), pp. 3-27.
- Simon, H., 2007. Hidden Champions des 21. *Jahrhunderts*. 이미옥 역(2008). 흐름출판.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998. Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*. 53(6), pp. 1935-1974.
- Venohr, B., and K. E. Meyer, 2007. The German Miracle Keeps Running: How Germany Hidden Champions Stay Ahead in the Global Economy. Fachhochschule fuer Wirtschaft Berlin Working Paper.
- Wald, J. K., 1999. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*. 22(2), pp. 161-187.

Determinants of Mid-Sized Firms' Listing Decisions and Listing Effects

Sangmoon Park* · Youngkyu Park**

ABSTRACT

This study examines the determinants of mid-sized firms' listing decisions on the Korea Exchange and empirically analyzes the effects of listing. The findings indicate that profitability and growth are key factors influencing a firm's likelihood of going public, with financially strong mid-sized firms being more inclined to pursue listing. Additionally, mid-sized companies are relatively evenly distributed between the KOSDAQ and KOSPI stock markets.

Listed firms experience positive effects such as improved financial stability due to funds raised through IPOs. However, asset efficiency and operating performance tend to decline to some extent. These results underscore the importance of policies that support SMEs and highlight the critical role of IPOs in securing capital for sustained growth and competitiveness.

Key Words : mid-sized firms, IPO, going public, listing effect, capital raising

* First Author, Department of Business Administration, Kangwon National University, venture@kangwon.ac.kr

** Corresponding Author, Department of Business Administration, The Catholic University of Korea, ykpark@catholic.ac.kr