

이전상장에 따른 효과 연구

우 민 철*

■ 요약

주식시장에서 거래되는 종목의 시장가치는 해당 기업이 미래에 창출할 것으로 기대되는 수익들의 현재가치의 합과 시장참여자들의 수요와 공급원리에 따라 결정된다. 그러나, 특정 종목이 거래되는 시장에 대한 외부평가로 인해 저평가되는 경우, 시장 이전을 통해 재평가될 수 있을지 분석하는 것이 본 연구의 목적이다.

2010년부터 2019년까지 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 기업과 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 기업들을 대상으로 주가와 유동성 측면에서 분석하였다.

분석 결과, 시장이전 공시일을 사건일로 할 경우 주가 및 유동성이 통계적으로 유의하게 증가하였다. 시장이전 상장일을 사건일로 할 경우 코넥스종목의 주가는 오히려 하락하는 양태를 보였다. 다만, 투자자의 참여가 제한된 코넥스시장과 다른 투자환경으로의 이전에 따라 유동성은 유의적으로 증가하였다.

본 연구는 초기 벤처중소기업의 상장을 위해 개설된 코넥스시장에서 기업가치가 인정된 기업들이 코스닥시장으로 이전할 경우 주가 및 유동성에서 큰 개선효과가 있음을 보여주었고, 이전상장에 대한 선행연구에서 다루지 않았던 코넥스시장 종목들 연구했다는 측면에서 기여도가 있다고 하겠다.

핵심 주제어 : 이전상장, 주가반응, 코스닥, 코넥스, CAR

* 한국거래소 인텍사업부 차장, wmc73@krx.co.kr, 02-3774-4129

I. 서 론

주식시장에서 거래되는 종목의 시장가치는 해당 기업이 미래에 창출할 것으로 기대되는 수익들의 현재가치 합과 시장참여자들의 수요와 공급 원리에 따라 결정된다.

특정 종목이 코스닥시장에 상장되거나 유가증권시장에 상장되더라도 투자자들은 아무런 제약조건이 없이 동일하게 거래할 수 있다. 2005년 유가증권시장을 운영하던 증권거래소와 코스닥시장을 운영하던 코스닥협회가 통합하여 한국거래소가 탄생한 이후로는 양 거래소의 매매제도, 운영방식 및 거래소의 도산위험까지도 동일하게 되었다.

코스닥시장에서 거래되던 종목이 유가증권시장으로 이전한다는 것이 기업가치나 주가에 긍정적인 영향을 줄 수 있을지를 분석하는 것이 본 연구의 첫 번째 목적이다.

우수한 기술력을 보유하고 있음에도 불구하고 짧은 경력 등을 이유로 자금 조달이 어려움을 겪는 초기 중소기업과 벤처기업의 성장지원을 목적으로 2013년 7월 코넥스시장(KONEX)이 설립되었다.

코스닥시장 상장규정 제7조제9항에 따르면, 코넥스시장은 유가증권시장 및 코스닥시장 상장을 위한 인큐베이터 시장의 역할을 수행하므로 코스닥시장 상장을 계획하고 있는 기업은 코넥스시장 상장을 통해 보다 용이하게 코스닥시장으로의 이전상장이 가능하도록 되어있다. 한국거래소는 이러한 기업들을 위해 코넥스시장 상장기간, 시가총액을 고려하여 코스닥시장으로 이전할 때 상장요건을 완화하여 원활한 코스닥시장 이전을 지원하고 있다.

이에 코넥스에서 코스닥시장으로 이전한다는 것이 기업가치 증가 즉, 주가상승에 긍정적인 역할을 했는지 분석하는 것이 본 연구의 두 번째 목적이다.

미국의 주식시장은 여러 개의 증권거래소로 구성되어 있으며, 그 중 대표적인 거래소가 NASDAQ, NYSE 및 2008년 NYSE에 인수된 AMEX가 있다. NASDAQ에서 NYSE 또는 AMEX로의 이전 동기를 설명하는 이론적 가설은 3가지가 있다. Baker and Johnson(1990), Christie and Huang(1994)는 유동성 증가를 위해 주식시장을 이전한다는 유동성 가설을 주장하였다. Grammatikos and Papsioannou(1986)과 Sanger and McConnell(1986)는 경영자가 미래의 긍정적 신호를 전달하기 위해 주식시장을 이전한다는 신호가설을 주장하였다. Baker and Edelman(1992a, b), Baker et al.(1999)는 기업정보 증가 및 투자자의 추가 유치를 통해 기업의 가시성을 향상시키기 위해 주식시장을 이전한다는 가시성가설을 주장하였다.

국내 주식시장은 1956년 3월 증권거래소가 설립되었으며, 1996년 미국의 NASDAQ을 본따

서 KOSDAQ시장을 설립하였다. 2005년 통합된 이후 증권거래소는 유가증권시장본부, 코스닥 시장은 코스닥본부로 재편되었다. 유가증권시장의 시장참여자는 외국인 50%, 기관투자자 25% 및 개인투자자 25%로 구성된 반면, 코스닥시장은 개인투자자 90%, 외국인과 기관투자자가 10%로 구성되어 투자자 구성에 차이가 있다.

이러한 배경 하에 유가증권시장의 상장기업은 우리나라 대표기업들 속에 있다는 상징성을 갖는다고 볼 수 있겠다. 또한, 초기 중소벤처기업들을 위한 코넥스시장에서 코스닥시장으로의 이전상장은 성장된 벤처기업이라는 이미지를 가질 수 있다고 볼 수 있겠다. 이는 Grammatikos and Papsioannou(1986)과 Sanger and McConnell(1986)이 주장한 신호가설이 존재하고 있음을 추측해 볼 수도 있다. 이러한 측면에서 본 연구는 코넥스시장에서 코스닥시장으로 상장된 종목, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 상장된 종목을 대상으로 이전상장에 따른 효과를 주가 및 유동성 측면에서 분석하였다.

주된 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 공시 또는 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 공시에 대한 이벤트는 해당종목의 주가를 통계적으로 유의미한 상승시키는 결과를 보였다. 둘째, 이전 공시일에 대한 이벤트 효과를 거래대금으로 산출한 회전율로 분석한 결과 통계적으로 유의하게 증가하였다. 이전 공시가 해당 종목의 유동성 제고에 기여함으로 알 수 있다. 셋째, 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 종목은 상장 이후 오히려 주가가 급격히 하락하는 양태를 보였지만, 거래량은 유의미하게 증가하였다. 이는 투자자의 참여가 제한된 코넥스시장과 달리 시장참여의 제한이 없는 투자환경도 기여한 바가 크다고 하겠다.

본 연구 결과는 시장 이전에 대한 투자자들의 기대심리로 인해 상승한 주가는 실제로 시장 이전이 실현된 시점에는 기대심리가 사라져 더 이상 호재성 정보가 될 수 없다는 것을 보여준다. 또한, 한국주식시장의 이전 상장의 목적을 유동성 가설로 설명할 수 있음을 보여주었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장은 선행 연구이며, 제3장은 연구 자료 및 방법론이다. 제4장은 주요 결과이며, 제5장은 결론 및 시사점이다.

II. 선행연구

시장 이전에 따른 영향을 분석한 선행연구들은 다수의 증권거래소가 존재하는 미국시장을 대상으로 진행된 사례가 존재한다. Sanger and McConnell(1986), McConnell and Sagner(1987)은 OTC주식이 NYSE에 상장된 이벤트에 대하여 전자는 1966~1977년 동안 319개 기

업을 분석했으며, 후자는 1926년~1982년 동안 2,482개 기업을 분석하였다. 이전 공시 이후 유의적인 양의 초과수익률을 보였으나, 실제로 시장 이전한 이후로는 음의 유의한 수익률을 보였다. Dharan and Ikenberry(1995)는 1962~1990년 동안 NASDAQ 또는 ASE에서 NYSE로 이전하거나 NASDAQ에서 ASE로 이전한 2,889개 기업을 분석한 결과에 따르면, 시장 이전 이후 음의 초과수익률을 보였다. Papaioannu, Travlos and Viswanathan(2003)은 1978~1996년 동안 NASDAQ에서 AMEX 또는 NYSE로 이전하거나 AMEX에서 NYSE로 이전한 391개 기업을 분석한 결과, 이전 후 추가수익률이 장기적으로 음의 수익률을 지속적으로 보임을 제시하였다. Lin(2003)은 1990~1997년 동안 NASDAQ에서 NYSE 또는 AMEX에서 NYSE로 이전한 485개 기업들을 분석한 결과, 이전 기업들의 3년간 추가수익률이 평균 이하를 보였다. Bennett and Wei(2006)은 2002~2003년 동안 NASDAQ에서 NYSE로 이전한 39개 기업을 분석한 결과, 추가 변동성이 유의적으로 증가함을 보였다. 또한, NYSE로 이전한 기업은 추가의 비효율성이 제거된다는 긍정적 결과도 제시하였다. Kedia and Panchapagesan(2011)는 1986~1998년 동안 NASDAQ에서 NYSE로 이전한 460개 기업을 분석한 결과, 이전 기업의 유동성이 증가하고 자본비용도 감소한다고 설명하였다. Cheng(2005)는 1973~1999년 동안 NASDAQ에서 NYSE 또는 AMEX로 이전하거나 AMEX에서 NYSE로 이전한 2,103개 기업을 분석한 결과, 이전 상장한 기업들의 추가성고가 평균 이하가 아니라는 결과를 보였다.

국내 연구의 경우 김현표와 정도진(2009)는 2000~2007년 동안 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 26개 기업을 분석한 결과, 이전 공시일에는 양의 초과수익률을 보인 반면, 이전 일에는 대응기업에 비해 오히려 낮은 성과를 보였다. 장범식(2011)은 1988~2008년 동안 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전상장한 124개 종목을 분석한 결과, 코스닥시장이 완전히 활성화된 1999년 5월 이후 시장 이전에 공시효과는 긍정적이었지만, 실제 시장 이전일과 이후의 추가반응은 모두 부정적이었다. 특히, 시장 이전일 이후 1년간 누적초과수익률이 감소 또는 부정적으로 전환되어 시장 이전이 기업가치 제고로 연결되지 않음을 보였다. 박영규(2018)은 OTC시장과 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 기업의 주가를 분석한 결과, 코스닥시장이 활성화된 이후 공시 효과는 긍정적이지만 이전 상장일과 이후의 추가반응은 부정적이기 때문에 시장 이전이 기업가치 제고로 이어지지 않는다고 하였다.

〈표 1〉 선행 연구

저자	연구자료	주요 결과
Sanger and McConnell(1986)	1966~1977, 319개 기업 OTC ⇒ NYSE 이전	이전공시 후 유의적인 양의 초과수익률

저자	연구자료	주요 결과
McConnell and Sanger(1987)	1926~1982, 2,482개 기업 OTC ⇒ NYSE 이전	시장이전 후 음의 유의한 결과
Dharan and Ikenberry(1995)	1962~1990, 2,889개 기업 NASDAQ/ASE ⇒ NYSE NASDAQ ⇒ ASE 이전	시장이전에 따른 음의 초과수익률
Papaioannu, Travlos, Viswanathan(2003)	1978~1996, 391개 기업 NASDAQ ⇒ AMEX/NYSE AMEX ⇒ NYSE 이전	이전 후 추가수익률의 장기적인 음의 지속성
Lin(2003)	1990~1997, 485개 기업 NASDAQ ⇒ NYSE/AMEX AMEX ⇒ NYSE로 이전	이전기업들이 3년간 추가수익률이 평균 이하
Bennet and Wei (2006)	2002~2003, 39개 기업 NASDAQ ⇒ NYSE로 이전	추가변동성 유의적 증가 NYSE로 이전한 회사는 주가의 비효율성이 제거
Kedia and Panchapagesan(2011)	1986~1998, 460개 기업 NASDAQ ⇒ NYSE로 이전	이전기업의 유동성 증가 / 자본비용 감소
Cheng(2005)	1973~1999, 2,103개 기업 NASDAQ ⇒ NYSE/AMEX AMEX ⇒ NYSE로 이전	이전상장 기업 추가성과 평균이하 아님
김현표, 정도진(2009)	2000~2007, 26개 기업 코스닥시장 ⇒ 유가증권시장	이전공시일에 양의 수익 공시후 낮은 성과
장범식(2011)	1988~2008, 124개 기업 코스닥시장 ⇒ 유가증권시장	코스닥활성화 이후 공시효과는 긍정적
박영규(2018)	1998~2015, 38개 기업 코스닥시장 ⇒ 유가증권시장	이전공시는 긍정적, 이후는 초과수익률 하락

Ⅲ. 연구 자료 및 방법론

본 연구는 2010년부터 2019년까지 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전하거나 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 종목들을 대상으로 추가 및 유동성 측면에서 이전 효과를 분석하였다.

분석대상 기간 동안에 이전 상장한 종목은 45개이며, 이 중에서 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 종목이 12개이며, 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 종목이 33개다.

〈표 2〉 유가증권시장으로 이전상장 기업

번호	코드	회사명	신규 상장일	이전 공시일	이전 상장일
1	031440	신세계푸드	2001-07-31	2010-02-17	2010-04-29
2	033920	무학	1998-07-27	2010-02-27	2010-07-20
3	030790	동양네트웍스	2000-12-26	2010-08-16	2010-11-02
4	022520	코오롱아이넷	2001-09-13	2011-03-14	2011-07-19
5	078520	에이블씨엔씨	2005-02-04	2010-03-10	2011-09-07
6	039130	하나투어	2000-11-28	2011-07-22	2011-11-01
7	034830	한국토지신탁	2001-05-22	2016-03-14	2016-07-11
8	026960	동서	1996-05-22	2016-02-29	2016-07-15
9	035720	카카오	1999-11-11	2017-05-02	2017-07-10
10	068270	셀트리온	2005-07-19	2017-08-21	2018-02-09
11	192080	더블유게임즈	2015-11-04	2018-08-06	2019-03-12
12	003670	포스코케미칼	2001-11-01	2019-02-27	2019-05-29

〈표 3〉 코스닥시장으로 이전상장 기업

번호	코드	회사명	신규 상장일	이전 공시일	이전 상장일
1	05912	아진엑스텍	2013-07-01	2014-07-17	2014-07-24
2	04192	메디아나	2013-06-26	2014-07-23	2014-10-07
3	18269	테라셀	2013-10-08	2014-06-03	2014-10-30
4	08465	랩지노믹스	2013-06-26	2014-09-17	2014-12-16
5	14998	하이로닉	2013-06-26	2014-08-08	2014-12-17
6	17735	베셀	2013-06-26	2015-03-19	2015-06-19
7	09436	칩스앤미디어	2013-10-24	2015-04-16	2015-08-05
8	09287	엑시콘	2014-12-22	2015-06-03	2015-10-22
9	18549	아이진	2013-11-26	2015-07-28	2015-11-16
10	12716	매직마이크로	2013-12-18	2015-08-27	2015-11-19
11	19721	리드	2014-09-24	2015-07-21	2015-11-20
12	18040	엠지메드	2014-12-10	2015-07-27	2015-11-20
13	12264	에스티	2014-12-23	2015-09-23	2015-12-16
14	14825	알엔투테크놀로지	2013-12-19	2016-03-24	2016-06-22

번호	코드	회사명	신규 상장일	이전 공시일	이전 상장일
15	14276	바이오리더스	2014-11-21	2015-09-16	2016-07-07
16	12301	옵토팩	2014-10-28	2016-03-16	2016-07-20
17	22018	핸디소프트	2015-06-24	2016-07-01	2016-11-24
18	15610	엘앤케이바이오	2013-06-26	2016-03-21	2016-11-30
19	22010	퓨처캡	2015-08-10	2016-08-29	2016-12-01
20	20345	유니온커뮤니티	2014-07-18	2015-11-03	2016-12-07
21	20499	현성바이탈	2015-03-31	2016-07-14	2016-12-09
22	06376	이엘피	2015-04-23	2016-09-07	2017-04-06
23	25694	케이피에스	2016-12-15	2017-04-28	2017-09-06
24	23410	세원	2015-12-23	2017-06-05	2017-10-20
25	14814	비디아이	2017-01-10	2017-07-13	2017-11-09
26	21942	링크제니시스	2016-07-25	2017-10-17	2018-02-05
27	15403	아시아종묘	2014-07-03	2017-10-19	2018-02-12
28	22640	오스테오닉	2016-04-29	2017-10-27	2018-02-22
29	17313	오파스넷	2016-12-14	2018-05-14	2018-08-24
30	19714	디지캡	2014-05-26	2018-05-23	2018-09-07
31	21975	지티지웰니스	2015-06-12	2018-05-11	2018-09-21
32	22876	지노믹트리	2016-07-15	2018-10-31	2019-03-27
33	25384	수젠텍	2016-11-07	2018-12-13	2019-05-28

특정 기업이 시장 이전을 공시한 일자 또는 이전 상장한 일자를 사건일로 하여 주가 및 거래량의 변화를 분석하고자 한다. 효율적 시장가설이나 정보효율성 측면에서 새로운 정보가 시장에 도달했을 때 주가는 이를 신속하고 정확하게 반영하려고 한다. 새로운 정보에 대한 투자자들의 인식의 차이가 수요 공급으로 나타나 거래가 형성되며 주가가 움직이게 된다.

이와 같이 새로운 정보가 주가 및 거래량에 미치는 영향에 대한 연구들은 사건연구방법론(event study)을 이용하는데, 본 연구에서 사건일은 시장 이전에 대한 공시일 또는 이전 상장일이 된다. 공시시각이 장 개시 이전 또는 장중인 경우 공시일을 사건일로 처리하며, 장 마감 이후에 공시된 경우는 공시 익일을 사건일로 하였다.

사건일에 대한 주가 및 거래량의 반응은 초과수익률(abnormal return)과 초과거래량(abnormal trading volume)으로 측정하였다. 초과수익률은 식(1)과 같이 특정 종목의 수익률

에서 시장대표지수 수익률을 차감하였다. 시장대표지수로 코넥스지수가 산출되지 않기에 코스닥지수를 사용하였다.

$$AR_{i,t} = Return_{i,t} - MktReturn_t \quad \text{식(1)}$$

$$CAR_i(\tau, T) = \sum_{t=\tau}^T [AR_{i,t}] \quad \text{식(2)}$$

여기서, $AR_{i,t}$ 는 I 기업의 t 일의 초과수익률이며, $Return_{i,t}$ 는 I 기업의 t일 수익률, $MktReturn_t$ 는 t 일의 시장대표지수 수익률이다. 식(1)로 계산된 일별 초과수익률을 이용하여 일정기간 동안의 누적초과수익률(CAR : Cumulative Abnormal Return)을 식(2)와 같이 계산하였다. 여기서, $CAR_i(\tau, T)$ 는 I 기업의 τ 일부터 T일까지 누적초과수익률을 말한다. 본 연구에서 τ 일은 -5일, -3일, 0일 등을 이용했으며, T는 1일, 3일, 5일 등을 이용하였다.

$$Turn_{i,t} = \left[\frac{Volume_{i,t}}{Issue Vol_{i,t}} \right] \quad \text{식(3)}$$

$$AT_{i,t} = Turn_{i,t} - MktTurn_t \quad \text{식(4)}$$

초과거래량은 특정 종목거래량 회전율에서 시장대표지수의 거래량 회전율을 차감하여 측정하였다. 먼저, 특정 기업의 회전율은 식(3)과 같이 계산하였다. 여기서, $Turn_{i,t}$ 은 I 기업의 t일의 거래대금 회전율이며, $Volume_{i,t}$ 은 I 기업의 t 일의 거래대금이며, $Issue Vol_{i,t}$ 는 I 기업의 t일의 시가총액을 의미한다. 초과거래량은 식(3)의 거래량 회전율에서 시장 전체의 거래량 회전율을 차감하여 산출하였다. 여기서, $AT_{i,t}$ 는 I 기업의 t 일의 초과 거래량을 의미하며, $Turn_{i,t}$ 는 I 기업의 t일의 거래량 회전율을 말하며, $MktTurn_t$ 은 t일의 시장전체 거래대금을 시가총액으로 나눈 거래대금 회전율을 의미한다.

IV. 실증분석 결과

4.1 공시일을 사건일로 분석한 결과

전술한 바와 같이 이전 상장에 따른 주가 및 거래량의 반응을 분석하기 위한 사건일은 2가지로 설정하였다. 첫째는 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장하는 경우로 “상장폐지 승인을 위한 의안상정결정(유가증권시장 이전상장)” 공시일을 사건일로 설정하였다. 코넥스시장

에서 코스닥시장으로 이전 상장하는 경우는 “이전상장 결정” 공시일을 사건일로 설정하였다. 둘째는 유가증권시장 또는 코스닥시장으로 이전 상장한 첫 거래일을 사건일로 설정하였다.

〈표 4〉는 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 12개 기업과 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 33개를 포함한 총 45개 기업을 대상으로 이전 상장 공시일을 기준으로 사건연구방법으로 분석한 결과이다.

전체를 대상으로 한 경우, T-20일에서 T+20일까지 누적초과수익률은 평균 12.99%로 통계적으로 유의한 양의 수익률을 보였다. CAR(-10,10), CAR(-5,5), CAR(-3,3), CAR(-1,1) 모두 통계적으로 유의미한 양의 초과수익률을 보였다. 대상기간이 길수록 누적초과수익률도 증가하는 것으로 나타나 이전 상장에 대한 공시효과가 일정기간 지속되고 있음을 알 수 있다.

코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 경우, T-20일에서 T+20일까지 누적초과수익률은 8.22%로 통계적으로 유의미한 양의 수익률을 보였으며, 대상기간을 T-1일에서 T+1일까지로 줄여도 여전히 유의미한 양의 수익률을 보였다.

코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 경우, T-20일에서 T+20일까지 14.58%의 누적초과수익률을 보였으며, CAR(-10,10), CAR(-5,5), CAR(-3,3) 및 CAR(-1,1)까지 모두 통계적으로 유의미한 양의 수익률을 보였다. 또한, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 경우보다 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 경우가 상대적으로 더 큰 초과수익률을 보였다.

이러한 결과는 초기 벤처중소기업을 위한 코넥스시장에서 코스닥시장으로의 이전은 초기 벤처중소기업의 이미지를 벗어나 중견 벤처기업으로 성장했다는 Grammatikos and Papsioannou (1986)과 Sanger and McConnell(1986)이 주장한 신호가설이 반영된 결과로 보여진다.

〈표 4〉 이전상장 기업의 추가성과

	CAR(-20,20)	CAR(-10,10)	CAR(-5,5)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)
전체	12.99	12.34	11.09	10.43	5.42
	20.63**	23.52**	23.82**	27.50**	22.31**
코스닥	8.22	6.12	4.66	1.81	2.01
	8.79**	7.88**	5.81**	2.27*	2.17*
코넥스	14.58	14.42	13.24	13.30	6.56
	15.31**	18.30**	19.14**	24.69**	20.11**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

〈표 5〉는 〈표 4〉와 달리 이전상장 공시 후의 성과만을 선별하여 주가반응을 분석한 결과이다. CAR(-3,3)은 10.43%인데 반해 CAR(0,3)은 8.32%인 것은 이전 상장 공시에 따른 주가상승은 공시 이후의 영향이 더 크다는 것을 의미한다. 이전 상장 공시 이전에 여러 가지 소문 등으로 인해 주가에 선반영될 수 있지만, 공시를 통해 분명한 결과를 통한 주가 상승폭이 더 크다는 것을 의미한다. CAR(-5,5)의 수익률인 11.09%와 CAR(0,5)의 수익률인 7.39%을 비교하면, 전자는 공시 5일전부터 공시 후 5일까지의 누적초과수익률이며, 후자는 공시 이후 5일까지의 누적초과수익률을 의미한다. 이는 이벤트 전후의 누적초과수익률의 대부분은 이벤트 이후의 주가상승에 기인한 것으로 해석할 수 있다.

한편, CAR(-10,10)의 수익률(12.34%)과 CAR(0,10)의 수익률(6.17%)을 비교하면 이벤트 이전기간과 이벤트 이후기간의 수익률간 큰 차이가 없었다.

코스닥시장의 경우 CAR(-3,3)이 1.81%이나, CAR(0,3)은 2.35%으며, CAR (-5,5)가 4.66%이나, CAR(0,5)가 4.77%로 나타나 공시 이후의 주가상승폭이 대부분을 차지하는 것으로 나타났다. 코넥스시장의 CAR(-3,3)은 13.30%이나 CAR(0,3)은 10.30%이며, CAR(-5,5)는 13.24%이나, CAR(0,5)는 8.26%로 역시 공시 이후의 주가성과가 더 좋은 것으로 나타났다.

〈표 5〉 이전상장 기업의 공시후 주가성과

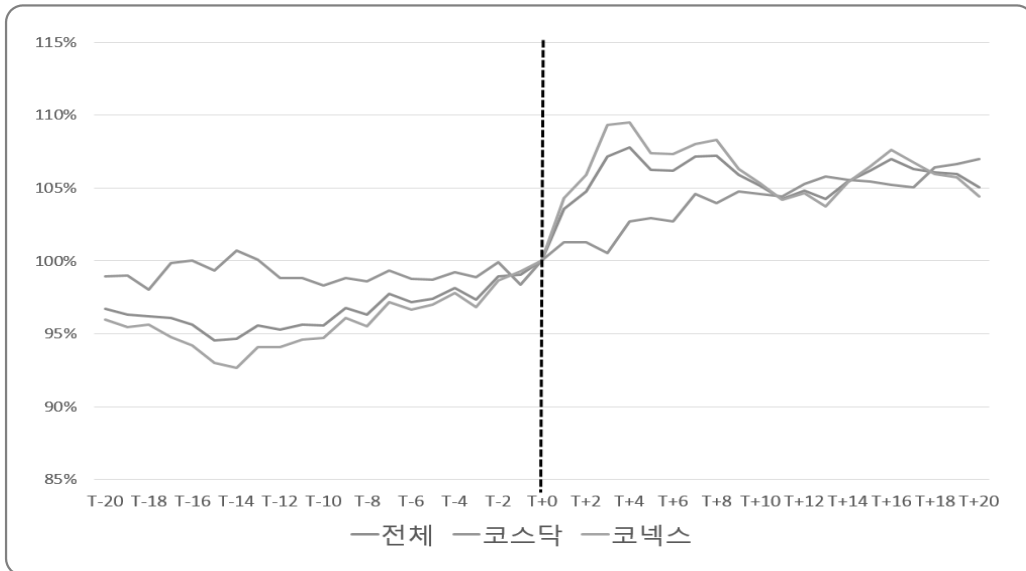
	CAR(0,3)	CAR(0,5)	CAR(0,10)	CAR(0,20)
전체	8.32	7.39	6.17	5.96
	29.56**	21.56**	13.84**	10.04**
코스닥	2.35	4.77	6.26	8.77**
	4.51**	8.11**	9.64**	10.35**
코넥스	10.30	8.26	6.14	5.02
	25.40**	16.03**	9.05**	5.57**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

[그림 1]은 이전 상장 공시일의 주가를 기준으로 T-20일부터 T+20일까지 일별주가를 상대적으로 비교한 결과이다. 사건일을 기준으로 우상향하는 그래프 양태를 보이며, 특히 코스닥종목의 이전 상장 보다 코넥스종목의 이전상장 공시일에 대한 주가반응이 더욱 크게 나타났다.

코스닥기업의 경우, 이전 공시일 이전의 주가는 이전 공시일의 주가보다 상대적으로 낮은 수준이며 큰 주가변동이 없는 것으로 나타났다. 반면, 코넥스기업의 경우, 이전 공시일 이전의 주가가 이전 공시일의 주가보다 상대적으로 낮은 수준인 것은 동일하지만, T-15일부터 지속적으로 상승하는 양태를 보이고 있다. 특히, 이전 공시일 이후 T+5일까지 주가 급등 폭이 가장 큰

[그림 1] 공시일 기준 상대주가 추이



것을 알 수 있다.

〈표 6〉은 이전 상장일을 기준으로 전, 후 20일간 일별로 거래대금 회전율을 산출하고, 사건 일 이전 기간의 회전율 중앙값 대비 사건일 이후 기간의 회전율 중앙값¹⁾의 비율을 산출한 결과이다.

전체의 경우, 20일 기준으로 이전 상장 공시일 이후 9.04%의 거래량 회전율이 증가했으며 이는 통계적으로 유의미한 값이다. 10일 기준으로 6.41%의 거래량 회전율이 증가하였다. 5일, 3일, 1일을 기준으로도 이전 상장 공시일 이후 유동성이 유의미하게 증가했음을 알 수 있다.

코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장 공시한 경우 20일 기준으로 2.16%의 회전율 증가를 보인 반면, 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장 공시한 경우 11.54%의 회전율 증가를 보였다. 코스닥시장의 이전 상장 공시의 경우 10일, 5일, 3일, 1일도 5% 이내의 유동성 향상 효과를 보였으나, 코넥스시장의 이전 상장 공시는 상대적으로 매우 큰 유동성 증가를 보였다.

〈표 7〉은 이전 상장 기업의 공시 후 유동성 성과를 분리해서 분석한 결과이다. Turn(0,3)은 이전 공시일의 회전율 대비 공시 T+1일에서 T+3일간 회전율의 평균값 비교이다. 137.28%의 유동성 향상 효과를 보였다. 이러한 증가를 시장별로 구분해 보면, 코스닥시장의 경우 2.23% 증가한 반면, 코넥스시장의 경우 194.58% 증가하였다. 즉, 코넥스시장 종목의 코스닥 이전 상

1) 회전율의 평균값 대신 중앙값을 이용하여 분석한 결과를 제시하였다.

장 공시는 해당 종목의 시장유동성을 폭발적으로 증가시키는 사건임을 알 수 있다. 특히, 10일
 까지 분석한 경우 217.77%까지 유동성이 폭발적으로 증가하는 것을 알 수 있다.

〈표 6〉 이전상장 기업의 유동성성과

	Turn(-20,20)	Turn(-10,10)	Turn(-5,5)	Turn(-3,3)	Turn(-1,1)
전체	9.04	6.41	8.00	7.32	7.63
	14.67**	18.13**	14.57**	12.20**	11.02**
코스닥	2.16	2.44	2.71	3.62	4.95
	10.23**	10.74**	9.24**	7.03**	6.56**
코넥스	11.54	7.95	10.12	8.85	9.02
	11.86**	13.95**	11.23**	8.85**	7.08**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

〈표 7〉 이전상장 기업의 공시 후 유동성성과

	Turn(0,3)	Turn(0,5)	Turn(0,10)	Turn(0,20)
전체	138.28	132.88	154.68	127.21
	11.45**	9.88**	11.63**	13.00**
코스닥	2.23	2.07	2.22	1.91
	13.08**	13.73**	12.86**	13.73**
코넥스	194.58	187.01	217.77	179.06
	9.69**	8.33**	9.86**	11.06**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

4.2 이전 상장일을 사건일로 분석한 결과

〈표 8〉은 이전상장 기업의 이전 상장일을 사건일로 추가성과를 분석한 결과이다. 전체종목의
 경우 이전 상장일 T-20일부터 T+20일까지 누적초과수익률은 -15.30%으로 통계적으로 유의
 한 음의 수익률을 보였다. CAR(-10,10)도 -21.21%로 유의미한 음의 수익률을 보였으며, 5일,
 3일, 1일 기준 모두 이전상장일을 기준으로 누적초과수익률이 통계적으로 유의미한 음의 초과
 수익률을 보였다.

코스닥시장의 경우, CAR(-20,20)은 음의 값을 보였으나, 통계적으로 유의미하지 않았다. CAR(-10,10)은 3.83%의 통계적으로 유의미한 양의 값을 보였으며, CAR(-5,5)는 5%로 유의 수준은 다소 하락했으나, 유의미한 양의 초과수익률을 보였다. 다만, 3일과 1일은 유의미하지 않은 음의 값을 보였다.

코넥스시장 종목의 코스닥상장일을 사건일로 한 분석은 CAR(-20,20)을 비롯하여, 10일, 5일, 3일, 1일간 누적 초과수익률이 모두 통계적으로 유의미한 음의 초과수익률을 보였다. 이러한 결과는 코넥스시장 종목의 경우 이전 상장 공시일에 보여준 양의 초과수익률이 투자자들이 보여준 기대심리를 사전에 반영한 결과이며, 실제 시장 이전시에는 이익실현 등으로 하락 반전한 결과로 보여진다.

〈표 8〉 이전상장 기업의 상장일 추가성과

	CAR(-20,20)	CAR(-10,10)	CAR(-5,5)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)
전체	-15.30	-12.95	-12.64	-14.36	-11.58
	-21.19**	-21.21**	-23.74**	-28.13**	-22.96**
코스닥	-0.35	3.83	1.92	-0.77	-0.87
	-0.53	4.00**	2.26*	-1.39	-1.52
코넥스	-20.73	-19.05	-17.93	-19.30	-15.48
	-18.87**	-21.59**	-23.30**	-25.66**	-20.29**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

〈표 9〉는 이전 상장일 이후의 추가성과만을 분석한 결과이다. 전체의 경우 -15.87%로 통계적으로 유의미한 음의 초과수익률을 보였다. 특히, 5일, 10일, 20일로 분석대상 기간이 길어질수록 음의 초과수익률의 절대값이 커지고 있어 상장 이후의 음의 효과가 지속되고 있음을 알 수 있다.

코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 경우, 3일간 음의 초과수익률로서 통계적으로 유의미한 수준을 나타낸 반면, 5일, 10일 이후에는 역시 음의 값을 보였으나 통계적으로 유의미한 값은 아니었다.

코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 경우, 상장일 이후 20일까지 지속적으로 누적 초과수익률이 악화되고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 전술한 바와 같이 이전 상장 공시에 따라 투자자들의 기대감이 반영되고 상승한 주가가 실제로 코스닥시장으로 이전함에 따라 수익 실현 등으로 인해 주가가 하락반전한 것을 알 수 있다.

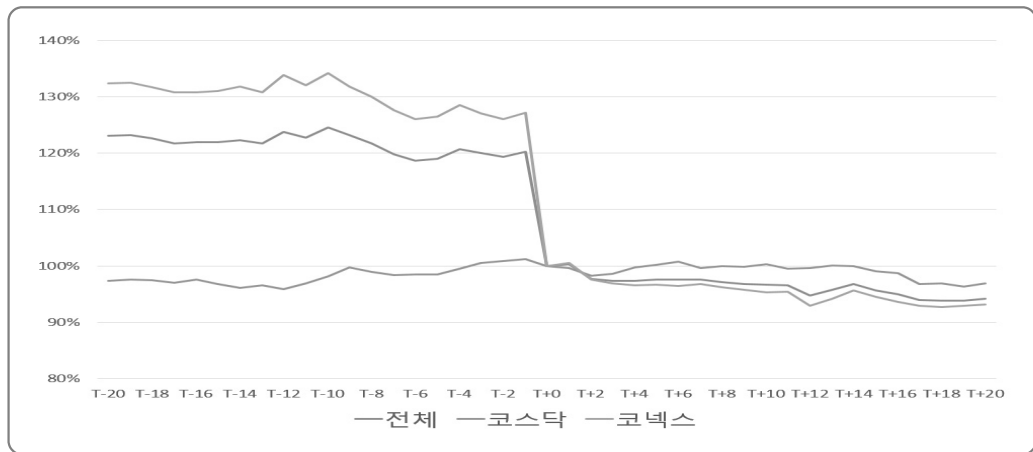
〈표 9〉 이전상장 기업의 상장일 이후 주가성과

	CAR(0,3)	CAR(0,5)	CAR(0,10)	CAR(0,20)
전체	-15.87	-15.66	-16.54	-18.78
	-41.06**	-36.44**	-35.01**	-31.12**
코스닥	-2.49	-0.98	-0.64	-4.09
	-4.54**	-1.43	-0.65	-5.40**
코넥스	-20.73	-21.00	-22.33	-24.13
	-38.89**	-35.51**	-34.93**	-26.91**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

[그림 2]는 이전 상장일을 주가를 기준으로 T-20일부터 T+20일까지 일별 주가를 상대적으로 비교한 결과이다. 전체의 경우 이전 상장일에 주가가 급격히 하락하는 것을 볼 수 있다. 이러한 주가급락은 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 종목의 영향 때문이며, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 종목의 경우 특별한 주가반응을 보이지 않았다.

[그림 2] 이전 상장일 기준 상대주가 추이



〈표 10〉는 이전 상장 기업의 상장일 전과 후의 거래대금 회전율의 평균값을 비교한 결과이다. Turn(-20, 20)은 사건일 이전 20일간의 회전율 평균 대비 사건일 이후 20일간 회전율 평균의 비율을 나타낸다. 대상 윈도우를 짧게 할수록 회전율 비교값이 더욱 크게 증가하는 것을 볼 수 있다.

코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장한 경우, 1% 수준의 회전율 증가를 보인 반면,

코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전상장한 경우는 기간에 따라 10배 이상의 회전을 증가를 보였다. 이러한 유동성 증가는 투자자의 시장참여가 제한된 코넥스시장에서 투자 제한이 없는 코스닥시장으로 투자환경 변화가 기여한 바가 크다.

〈표 10〉 이전상장 기업의 유동성성과

	Turn(-20,20)	Turn(-10,10)	Turn(-5,5)	Turn(-3,3)	Turn(-1,1)
전체	463.57	600.85	854.79	891.06	8,375.65
	11.37**	11.75**	11.18**	11.04**	9.75**
코스닥	1.34	1.42	1.27	0.80	0.64
	11.16**	8.24**	10.45**	15.35**	13.69**
코넥스	631.66	818.82	1,165.16	1,214.79	11,617.59
	9.81**	10.14**	9.64**	9.52**	8.33**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

〈표 11〉은 이전상장 기업의 상장일 회전을 기준으로 상장일 이후 기간의 회전을 평균과 비교한 결과이다. 전체종목의 경우, 5일 이후 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 유동성이 증가하는 것으로 나타났다. 시장별로 볼 때, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 경우 1% 수준의 유동성 증가가 나타나지만, 통계적으로 유의한 값을 보이지는 않았다. 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 경우 2%대의 통계적으로 유의한 유동성 증가를 보였다.

〈표 11〉 이전상장 기업의 상장일 이후 유동성성과

	Turn(0,3)	Turn(0,5)	Turn(0,10)	Turn(0,20)
전체	1.50	1.59	1.51	1.44
	0.39	2.05*	2.03*	2.10*
코스닥	1.08	1.51	1.39	1.28
	1.32	1.52	0.92	1.56
코넥스	2.29	2.52	2.81	2.14
	2.99**	3.72**	3.34**	3.24**

*, **는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의미함으로 나타낸다.

V. 결 론

주식시장에서 거래되는 종목의 시장가치는 해당 기업이 미래에 창출할 것으로 기대되는 수익들의 현재가치 합과 시장참여자들의 수요와 공급원리에 따라 결정된다. 그러나, 특정 종목이 거래되는 시장에 대한 외부평가로 인해 저평가되는 경우, 시장 이전을 통해 재평가될 수 있을 지 분석하는 것이 본 연구의 목적이다.

2010년부터 2019년까지 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전한 기업과 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전한 기업들을 대상으로 주가와 유동성 측면에서 분석하였다.

주된 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 공시 또는 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 공시의 이벤트는 해당 종목의 주가를 통계적으로 유의미한 상승시켰다. 둘째, 이전상장 공시에 따른 영향을 거래대금 회전율로 측정된 결과, 통계적으로 유의하게 증가하였는바, 이는 이전상장 공시로 인해 해당 기업의 유동성이 제고된 것으로 판단된다. 셋째, 코넥스시장에서 코스닥시장으로 이전 상장한 종목은 상장일 이후 오히려 주가가 하락 반전하는 양태를 보였지만, 거래량은 유의미하게 증가하였다. 이러한 현상은 투자자의 참여가 제한된 코넥스시장과 달리 시장참여자의 제한이 없는 투자환경도 기여한 바가 크다고 하겠다.

본 연구 결과는 시장 이전에 대한 투자자의 기대심리로 인해 반영된 주가상승분은 시장 이전이 실현된 시점에는 기대심리가 사라져 더 이상 호재성 정보가 될 수 없다는 것을 보여준다. 또한, 이전 상장의 목적에 대한 기대가설 중 Baker and Johnson(1990), Christie and Huang (1994)가 제시한 유동성 증가를 위해 주식시장을 이전한다는 유동성 가설이 국내 주식시장에 적용될 수 있음을 알 수 있다.

또한, 코넥스시장 종목이 코스닥시장으로 이전 상장함에 따른 효과를 분석한 첫 번째 연구라는 부분과 시장참여자의 제한이 많은 코넥스시장에서 시장참여의 제한이 없는 코스닥시장으로의 이전이 해당종목의 주가 및 유동성개선에 효과가 있음을 보여주었다는 측면에서 기여도가 있다고 하겠다.

참고문헌

- 김현표, 정도진. 2009. 주식시장이전에 따른 주가반응. *대한경영학회지*, 22권(4호), 2417-2435.
- 박영규. 2018. 코스닥기업의 유가증권시장 이전상장에 대한 연구. *재무관리연구*, 제35권 제3호 35-55.
- 장범식. 2011. 코스닥상장법인의 유가증권시장 이전효과에 관한 연구 : 기업가치에 미치는 영향을 중심으로. *기업가정신과 벤처연구*, 제14권 1호, 113-145.
- Baker, H. K. and R. B. Edelman. 1992a. "The Effects on Spread and Volume of Switching to the NASDAQ national Market System." *Financial Analyst Journal*, Vol.48, pp.83-88.
- Baker, H. K. and R. B. Edelman. 1992b. "AMEX-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth." *Financial Management*, Vol.21, pp.60-72.
- Baker, H. K. and M. C. Johnson. 1990. "A Survey of Management Views on Exchange Listing." *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.29, pp.3-20.
- Baker, H. K., G. E. Powell and D. G. Weaver. 1999. "Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?" *Financial Management*, Vol.28, pp.46-54.
- Bennet, P and Wei, I. 2006. "Market structure, fragmentation and market quality- Evidence from recent listing switches." *Journal of Financial Markets*, Vol.9, pp.49-78.
- Cheng, Y. 2005. "Post-listing underperformance, "Is it really bad to move trading locations?" *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp.97-120.
- Christie, W. G. and R. D. Huang. 1994. "Market Information as a Source of Risk." *The Journal of Portfolio Management*, Vol.12, pp.300-326.
- Dharan, B. G., and Ikenberry D. L. 1995. "The long-run negative drift of postlisting stock returns." *The Journal of Finance*, Vol.5, pp.1547-1574.
- Grammatikos, R. and G. Papaioannou. 1986. "The Information Value of Listing on NYSE." *Financial Review*, Vol.21, pp.485-499.
- Kedia, S, and Panchapagesan, V. 2011. "Why do only some NASDAQ firms switch to the NYSE? Evidence from corporate transactions." *Journal of Financial Markets*, Vol.14, pp.109-126.

- Lin, J. P. 2003. "The long-run underperformance of post-listing stock returns: The evidence of earnings management." AFA 2003 annual conference, Washington DC.
- McConnell, J and G. C. Sanger. 1987. "The Puzzle in post-listing Common Stock Returns." *The Journal of Finance*, Vol.42, pp.119-140.
- Papaioannou, G. J., Travlos, N. G., and Viswanathan K. G., 2003, "The operating performance of firms that switch their stock listings." *The Journal of Financial Research*, Vol.26, pp.469-486.
- Sanger, G. C. and J. McConnell. 1986. "Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency: The impact of NASDAQ." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.21, pp.1-25.

Effect on Stock listing transfer

Woo, mincheol

ABSTRACT

Stock price is determined by future cash flow and supply and demand of investors. This study analyzes the effect on stock listing transfer. The sample of the company is the firms that was transferred of listing market during the years 2010 ~2019. The empirical research is conducted in terms of stock price and liquidity.

According to the analysis, First, CAR is significantly higher after announcement date and liquidity is also enhanced significantly. Second, The KRX-listed Company' CAR is lower after transfer listing date. but, The liquidity is enhanced significantly

These results imply that KRX-listed company's transfer is good news in terms of stock price and liquidity.

Key Words : Listing transfer, stock response, Kodsag, Kornex, CAR

