한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼

「모두가 찾는 코스닥」

혁신 강소기업과 투자자가 함께 크는 자본시장

일시 2026. 9. 4 FRI 13:30 ~ 17:00

장소 한국거래소 서울사옥(여의도) 1층 컨퍼런스홀

공동주최

사단법인 한국중소기업학회

KBIZ 중소기업중앙회

후원

중소벤처기업부 Ministry of SMEs and Startups

KRX 한국거래소 KOREA EXCHANGE

KVCA 한국벤처캐피탈협회 KOREA VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

KOSI 중소벤처기업연구원

금융투자협회

한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼

주제: 「모두가 찾는 코스닥」 혁신 강소기업과 투자자가 함께 크는 자본시장
일시: 2026년 9월 4일(금) 13:30~17:00
장소: 한국거래소 서울사옥(여의도) 1층 컨퍼런스홀
공동주최: 한국중소기업학회, 중소기업중앙회
후원: 중소벤처기업부, 한국거래소, 한국벤처캐피탈협회, 중소벤처기업연구원, 금융투자협회

시간		세부내용
13:30 ~ 13:50	개회・내빈소개	사회: **최은지** 호남대 교수(학회 창업벤처분과위원) ● 영상축사 : **김원이**(국회의원) ● 축 사 : **박용순**(중소벤처기업부 중소기업정책실장) ● 격 려 사 : **조주현**(중소벤처기업연구원장)
13:50 ~ 14:10	시상식	**중소벤처기업부 장관상 (기업가정신 대상·상생경영 대상)**
14:10 ~ 14:20	환영사	● **위기를 구조 전환의 기회로** 박경민 학회장(연세대)
14:20 ~ 14:50	기조발제	● **혁신 시장으로서 코스닥시장 활성화 방안** 정준혁 교수(서울대 법학전문대학원)
14:50 ~ 15:20	발제 1	● **우량 중소·벤처기업의 상장 준비와 경로 선택: 국제비교와 코스닥 정책과제** 강형구 교수(한양대, 학회 창업벤처분과위원)
15:20 ~ 15:50	발제 2	● **코스닥 상장 중소기업의 상장유지·퇴출 애로요인 진단과 정책과제** 최영근 교수(상명대, 학회 창업벤처분과위원)
15:50 ~ 16:05	휴식	
16:05~17:00	종합토론	좌장: **유병준** 서울대 교수(차기 학회장) ● 토론 : **강병모** (한국거래소 코스닥시장본부 상장부장) **이기백** (한국벤처캐피탈협회 본부장) **이정민** (벤처기업협회 사무총장) **김희중** (중소기업중앙회 경제정책본부장) **진성훈** (코스닥협회 연구정책본부 연구정책그룹장) **김태우** (하나자산운용 대표이사) **신현한** (연세대 경영대학 교수) **전성민** (가천대 경영학과 교수)
17:00	폐회	

영상축사

- 現 제21대, 22대 국회의원(전남 목포시)
- 現 더불어민주당 전라남도당위원장
- 前 서울특별시 정무부시장

안녕하십니까. 더불어민주당 목포시 국회의원 김원이입니다.

한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼「모두가 찾는 코스닥」개최를 진심으로 축하드립니다.

포럼을 준비해 주신 박경민 한국중소기업학회장님과 중소기업중앙회 관계자 여러분께 감사드립니다. 함께해 주신 학계·자본시장 전문가, 기업인 여러분께도 반가운 인사를 전합니다.

코스닥은 대한민국의 미래가 자라나는 곳입니다. 바이오와 인공지능, 반도체와 로봇, 우주항공과 양자기술 등 미래산업을 이끌 기업이 자금을 조달하고 성장할 수 있도록 뒷받침하는 시장입니다. 그러나 기업의 기술과 미래가치를 제대로 평가할 수 있는 시장 기반은 아직 충분하지 않습니다.시장 변동성이 크고 기관투자자의 참여도 제한적이어서 유망기업이 성장성에 걸맞은 평가를 받고 장기자금을 확보하는 데 어려움을 겪고 있습니다.

코스닥의 신뢰를 높이는 일과 혁신기업의 성장을 지원하는 일을 함께 추진해야 합니다. 기술특례상장의 전문성과 예측 가능성을 높여 유망한 중소·벤처기업의 진입 기회를 넓혀야 합니다. 투자자가 기업의 기술력과 성장 가능성을 제대로 판단할 수 있도록 정보 제공을 강화하고, 상장 이후에도 연구개발과 설비투자, 해외 진출에 필요한 성장자금이 공급되도록 기관투자자의 참여를 확대해야 합니다.

이재명 정부는 '진짜 성장을 뒷받침하는 생산적 금융'과 '코리아 프리미엄을 향한 자본시장 혁신'을 국정과제로 추진하고 있습니다. 시중의 자금이 혁신기업과 첨단산업으로 흘러가도록 금융의 역할을 강화하고, 자본시장의 신뢰와 활력을 함께 높이겠다는 것입니다.

오늘 포럼에서 제시되는 상장제도 개선과 투자기반 확충 방안이 구체적인 정책으로 이어지기를 기대합니다. 저 역시 국회 산업통상자원중소벤처기업위원회 위원으로서 혁신 강소기업이 대한민국의 새로운 성장동력으로 도약할 수 있도록 입법과 정책으로 뒷받침하겠습니다.

제2회 혁신벤처포럼의 성공적인 개최를 다시 한번 축하드리며, 참석하신 모든 분의 건승을 기원합니다.

감사합니다.

더불어민주당 국회의원
김 원 이

축 사

- 現 국회 정무위원회 위원장
- 現 제22대 국회의원
  (제20·21·22대 인천 계양구갑)
- 前 더불어민주당 정책위원회
  경제수석부의장
- 공인회계사

안녕하십니까, 국회 정무위원장 유동수입니다.

한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼「모두가 찾는 코스닥 — 혁신 강소기업과 투자자가 함께 크는 자본시장」개최를 진심으로 축하드립니다.

뜻깊은 자리를 마련해 주신 한국중소기업학회 박경민 회장님과 중소기업중앙회 김기문 회장님을 비롯한 관계자 여러분께 감사의 말씀을 전합니다.

코스닥시장은 기업의 창업과 성장을 촉진하여 국민경제의 부(富)를 새로 만들어 내고, 그렇게 만들어진 가치를 국민 모두에게 고르게 나누는 국가적 인프라입니다. 좋은 기업이 성장에 필요한 자금을 조달하고, 그 성장의 과실을 투자자인 국민과 함께 공유하는 선순환은 코스닥시장과 같은 자본시장이 존재하는 이유입니다.

이 선순환은 우리 경제의 오랜 숙제와도 맞닿아 있습니다. 부동산에 기댄 불로소득을 지양하고, 건전한 투자를 통해 경제성장의 가치를 함께 나누는 구조로 나아가야 합니다. 지금 세계 각국의 거래소가 혁신기업을 유치하고 장기자금을 끌어들이기 위해 치열하게 경쟁하고 있는 것도 바로 이 때문입니다. 자본시장의 경쟁력이 곧 국가의 경쟁력입니다.

그런 점에서 개인투자자와 기관투자자, 그리고 우량 중소·벤처기업과 스타트업이 함께 커갈 수 있는 코스닥, 글로벌 경쟁력을 갖춘 거래소를 만드는 일은 우리가 가장 앞에 두어야 할 국정과제의 하나입니다.

올해로 개설 30주년을 맞은 코스닥이 다시 '모두가 찾는 시장'으로 돌아오기 위해서는, 좋은 기업이 과도한 부담 없이 들어오고, 들어온 뒤에는 제대로 평가받으며, 제 역할을 다한 기업은 질서 있게 물러나는 시스템이 구축되어야 합니다. 오늘 포럼이 다루는 의제가 진입과 유지, 퇴출의 전 과정의 예측가능성과 공정성인 까닭입니다.

학계의 실증 연구와 기업 현장의 목소리, 그리고 시장 참여자들의 경험이 한자리에 모이는 만큼, 정책으로 이어질 수 있는 구체적인 대안이 마련되리라 기대합니다. 국회 정무위원회도 자본시장의 신뢰를 두텁게 하고 혁신기업의 성장을 뒷받침하는 제도적 기반을 만드는 데 힘을 보태겠습니다.

다시 한번 제2회 혁신벤처포럼 개최를 축하드리며, 발제와 토론을 맡아 주신 전문가 여러분과 함께해 주신 모든 분들의 건승과 건강을 기원합니다.

감사합니다.

국회 정무위원회 위원장
유 동 수

축 사

- 창원시성산구 국회의원
- 더불어민주당 정책위원회 상임부의장
- 국회 예결위 / 산자중위 위원

한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼「모두가 찾는 코스닥」개최를 진심으로 축하드립니다.

국회 산업통상자원중소벤처기업위원회에서 일하고 있는 국회의원 허성무입니다. 뜻깊은 자리를 마련해 주신 한국중소기업학회 박경민 학회장님과 회원 여러분, 그리고 함께해 주신 중소기업중앙회와 후원기관 관계자 여러분께 깊이 감사드립니다.

올해는 코스닥시장이 문을 연 지 30년이 되는 해입니다. 지난 30년 동안 코스닥은 담보도 실적도 넉넉하지 않았던 벤처·기술기업들에게 자본시장으로 들어가는 중요한 성장의 문이 되어 왔습니다. 오늘 우리가 이름을 아는 수많은 혁신기업들이 그 문을 지나 대한민국을 대표하는 기업으로 성장했습니다. 우리 경제의 역동성과 혁신을 키워온 코스닥의 역할은 결코 작지 않았습니다.

하지만 현장에서 만나는 기업인들의 이야기를 들어보면 아직 풀어야 할 과제도 많습니다. 상장을 준비하는 기업은 높은 문턱 앞에서 지치고, 어렵게 상장한 기업도 자금조달과 기업가치 제고, 상장 유지의 부담 앞에서 다시 고민합니다. 특히 좋은 기술을 가진 지역의 강소기업일수록 투자자를 만나고 제대로 된 기업가치를 평가받기가 쉽지 않습니다.

제 지역구인 창원만 해도 조선·방산·기계·원전 등에서 세계와 경쟁하는 기술기업들이 곳곳에 있습니다. 그러나 이들이 보유한 기술과 성장 가능성이 자본시장에서 충분한 가치를 인정받고 있는지는 여전히 물음이 남습니다. 좋은 기술이 좋은 투자로 이어지고, 그 투자가 다시 기업의 성장으로 이어지는 선순환 구조를 만드는 것, 그것이 코스닥이 앞으로 해야 할 중요한 역할이라고 생각합니다.

「모두가 찾는 코스닥」이라는 오늘의 주제는 그래서 더욱 의미가 있습니다. 기업이 찾고 투자자가 찾는 시장이 되려면 상장을 하나의 도착점이 아니라 더 큰 성장의 출발점으로 만드는 제도 설계가 필요합니다. 상장 준비 단계의 경로를 넓히는 것에서부터 상장 이후 자금조달과 성장, 투자자의 신뢰와 회수시장 활성화까지 함께 살펴야 합니다.

오늘 발제와 토론에서 나올 진단과 제안을 무겁게 듣겠습니다. 학계와 기업, 시장과 정책당국이 한자리에 모여 머리를 맞대는 만큼 우리 혁신기업과 자본시장이 함께 성장할 수 있는 실질적인 해법이 나오기를 기대합니다.

저 역시 국회 산업통상자원중소벤처기업위원회 위원으로서 오늘 논의된 대안들이 필요한 입법과 예산, 정책으로 이어질 수 있도록 성실히 챙기겠습니다. 좋은 기업이라면 어디에 있든 자본이 찾아오고, 좋은 투자처를 찾는 사람이라면 누구나 코스닥을 먼저 떠올리는 시장, 말 그대로 '모두가 찾는 코스닥'을 만드는 데 힘을 보태겠습니다.

다시 한 번 제2회 혁신벤처포럼 개최를 축하드리며, 함께하신 모든 분들의 건승과 발전을 기원합니다. 감사합니다.

국회의원

허 성 무

격려사

- 前 중소벤처기업부 차관
- 前 중기부 소상공인정책실장
- 前 대통령 비서실 행정관

안녕하십니까.

중소벤처기업연구원장 조주현입니다.

먼저, 제2회 혁신벤처포럼 「모두가 찾는 코스닥」의 개최를 진심으로 축하드립니다.

뜻깊은 자리를 마련해 주신 한국중소기업학회 박경민 회장님과 중소기업중앙회 관계자 여러분, 그리고 오늘 발표와 토론을 위해 함께해 주신 전문가 여러분께 감사드립니다.

코스닥은 혁신 중소·벤처기업의 성장을 뒷받침하는 핵심 자본시장입니다.

'얼마나 많은 기업을 상장시키느냐'를 넘어 '어떤 기업을 어떻게 성장시킬 것인가'를 고민해야 합니다.

성장 가능성이 높은 기업에는 충분한 기회를 제공하는 동시에, 투자자가 신뢰할 수 있는 시장을 만들어야 합니다.

먼저, 성장 가능성이 높은 기업이 시장에 진입할 수 있는 환경이 필요합니다.

상장을 준비하는 중소·벤처기업의 비용과 불확실성은 낮추되, 기업을 선별하는 기능과 투자자 보호는 함께 강화되어야 합니다.

상장 이후에는 기업의 특성에 맞는 제도적 뒷받침이 필요합니다.

기업마다 규모와 성장단계, 재무여건이 다른 만큼 획일적인 규율보다는 기업 특성에 맞는 공시·IR 지원과 차등화된 제도 설계가 요구됩니다. 또한 기업의 회생 가능성과 실질적인 경쟁력을 제대로 가려내는 것도 중요합니다.

코스닥 활성화의 핵심은 혁신기업의 성장과 자본시장의 신뢰를 함께 높이는 데 있습니다.

이번 포럼에서 상장 진입부터 성장, 시장 이탈에 이르는 전 과정에 대한 실효성 있는 정책 대안이 제시되고, 코스닥시장의 새로운 발전 방향을 모색하는 의미 있는 논의가 이루어지기를 기대합니다.

감사합니다.

중소벤처기업연구원 원장
조 주 현

중소벤처기업부 장관상 시상 개요 및 선정 사유

1. 시상 개요

상 명칭	중소벤처기업부 장관상 (후원명칭 사용승인: 중소기업정책과-440, 2026. 8. 13.)
시상 부문	기업가정신 대상(기술혁신) · 상생경영 대상(프랜차이즈) — 2개 부문 각 1개사
선정 절차	공개모집 후 기업경영 심사위원회(7인)의 서면심사와 서면결의로 선정, 이사회 보고 및 중소벤처기업부 검토를 거쳐 확정

2. 부문별 선정 사유

기업가정신 대상(기술혁신) — 주식회사 인터엑스 (대표이사 박정윤)

인터엑스는 개별 인공지능 모델을 개발하는 데 그치지 않고, 제조 AI가 생산 현장에서 스스로 유지·개선되는 구조를 설계함으로써 실증 단계에 머물던 국내 제조 AI의 확산 한계를 해소하였다.

100여 개 고객사에 200건 이상을 적용하여 도입기업 평균 생산성 35% 향상, 품질 불량률 28% 감소, 불량 폐기율 15% 감소의 성과를 실현하였고, 반도체 검사공정 PCN 승인을 획득해 품질 요구가 가장 엄격한 산업에서 AI 검사의 신뢰성을 제도적으로 인정받았다. 대기업 중심이던 제조 AI를 1차 협력사를 거쳐 2·3차 협력사까지 확산시킨 점은 중소기업 정책 목표와 직접 부합한다.

한국형 Manufacturing-X 수행을 통해 산업 데이터스페이스를 구축하고, 정형 데이터가 없어 AI 적용이 가장 어려운 금형 등 뿌리산업의 숙련 암묵지를 형식지로 전환하는 과제를 수행하여 고령화와 기술 단절에 직면한 전통 제조업의 구조적 과제에 대응하고 있다. 산업단지 단위의 AX 확산 모델을 실증하고 있어 기여의 단위가 개별 기업을 넘어 산업·공급망 차원에 이른다.

지식재산권 160건과 제61회 발명의 날 대통령표창으로 기술 독창성을 공인받았으며, 매출은 2021년 38억원에서 2024년 147억원으로 연평균 57% 성장하였고 임직원을 51명에서 188명으로 확대하며 고숙련 일자리를 창출하였다. 온보딩을 수료한 입사자 전원에게 스톡옵션을 부여하는 성과공유형 보상체계는 지방 소재 중소기업으로서 모범적인 사례로 평가되었다.

상생경영 대상(프랜차이즈) — 주식회사 데이롱카페 (대표이사 이동건)

데이롱카페의 상생경영은 일회성 지원이 아니라 가맹점이 영업을 지속할 수 있게 하는 구조를 본사가 떠안는 방식이라는 점에서 차별성이 있다.

인건비 상승과 인력난으로 유인(有人) 카페의 지속 운영이 어려워지는 시장환경에서 무인 자동화를 새로운 운영모델로 제시하여, 예비창업자에게는 인건비 부담이 낮은 창업 기회를, 기존 사업자에게는 폐업이 아닌 업종 전환의 대안을 제공하였다. 학교·기업·교회·백화점 등 기존 유인카페 운영에 인력 부담이 큰 특수상권의 무인화 수요를 발굴하여 2026년 6월 기준 특수상권 누적 25호점을 확보하였다.

무인카페업의 성패를 가르는 커피머신의 관리·제어를 제조사 사후관리에 의존하지 않고 직속 엔지니어팀과 원격 통합제어, 365일 고객지원 체계로 본사가 직접 책임짐으로써 가맹점주의 기술·운영 부담과 영업중단 위험을 본사가 흡수하는 구조를 갖추었다.

그 결과 3년 연속 영업흑자를 유지하면서 기말 가맹점을 208개에서 307개로 순증시켰고, 2026년 6월 기준 운영 매장 334개와 누적 400호점을 기록하였으며, 가맹 분쟁 없이 공정거래 체계를 유지하였다. 정보공개서를 매년 갱신·제공하고 구입강제품목의 공급가격과 결정기준을 투명하게 공개하며 업계 최저 수준의 계속가맹금 정책을 운영하는 등 거래공정성도 함께 확인되었다. 상생 지원과 본사의 존속이 양립할 수 있음을 실증한 사례로 평가되었다.

환영사

– 琎 연세대학교 경영대학 교수
– 『가치기반 전략경영』
(2026, 박영사) 출간
– 한국모빌리티학회 학술지
초대 편집위원장

위기를 구조 전환의 기회로

존경하는 내빈 여러분, 그리고 우리 자본시장과 혁신기업의 앞날을 함께 고민하기 위해 이 자리를 찾아 주신 모든 분께 깊이 감사드립니다. 한국중소기업학회를 대표하여 제2회 혁신벤처포럼에 오신 여러분을 진심으로 환영합니다.

이 포럼은 중소기업중앙회와 공동으로 마련한 자리입니다. 김기문 중소기업중앙회장님께서 뜻을 같이해 주시고 아낌없는 지원을 보태 주신 덕분에 오늘의 자리가 가능했습니다. 아울러 이 포럼의 구상은 저 혼자의 것이 아니었음을 밝히고자 합니다. 오늘 지정토론에도 참여하시는 김희중 중소기업중앙회 경제정책본부장과 함께 만든 기획입니다. 코스닥 문제를 학계가 정면으로 다루어야 한다는 데 두 사람이 먼저 뜻을 모았고, 그 문제의식이 오늘의 프로그램이 되었습니다.

후원해 주신 다섯 기관에도 감사드립니다. 중소벤처기업부, 한국거래소, 한국벤처캐피탈협회, 중소벤처기업연구원, 금융투자협회입니다. 정부와 시장운영기관, 투자업계와 연구기관이 함께 이름을 올려 주셨다는 사실 자체가, 오늘의 주제가 어느 한쪽만의 과제가 아님을 보여 준다고 생각합니다. 특히 한국거래소는 행사장까지 내어 주셨습니다. 거듭 감사드립니다.

하나. 학회가 자본시장을 이야기하는 이유

지난 6월, 저희 학회는 국회도서관에서 배달 플랫폼 생태계를 다뤘습니다. 수도권 음식점 13,098곳의 49개월치 실거래 자료를 분석한 결과는 분명했습니다. 배달앱 의존도가 높아질수록 매출은 늘었지만 영업이익률은 오히려 낮아졌습니다. 플랫폼은 성장했는데 그 위에 선 참여자는 가난해지는 구조가 데이터로 확인된 것입니다.

오늘 우리가 던지는 질문은 그 질문의 연장선에 있습니다. 배달앱이 한쪽에 소상공인을, 다른 한쪽에 소비자를 두는 양면 플랫폼이라면, 코스닥은 한쪽에 자금이 필요한 중소·벤처기업을, 다른 한쪽에 투자자를 두는 또 하나의 양면 플랫폼입니다. 이 플랫폼에서 혁신기업이 만들어 낸 가치를 시장이 제대로 알아보고 있는가. 그리고 그 성장의 과실은 누구에게 어떻게 돌아가고 있는가.

저희는 이 질문을 세 단계로 나누어 봅니다. 시장이 좋은 기업의 가치를 알아보는 발굴(discovery), 성장의 과실이 참여자에게 돌아가는 배분(distribution), 그리고 그 결과가 기관과 연기금을 통해 국민의 자산으로 이어지는 확산(diffusion)입니다. 「모두가 찾는 코스닥」은 이 셋이 함께 작동하는 시장을 만들자는 제안입니다.

둘. 위기는 왜 기회가 될 수 있는가

제가 오늘 환영사의 주제로 삼은 말은 「위기를 구조 전환의 기회로」입니다. 조직과 전략을 공부해 온 사람으로서 이 말에 담은 뜻을 조금 설명드리고 싶습니다.

전략조직이론에는 「실패가 촉발하는 탐색(failure-induced search)」이라는 오래된 명제가 있습니다. 사이어트와 마치가 1963년에 정리한 기업행동이론의 핵심 가운데 하나입니다. 조직은 잘 되고 있을 때 좀처럼 바꾸지 않습니다. 성과가 스스로 설정한 열망수준에 미치지 못할 때, 비로소 기존의 방식을 벗어난 답을 찾아 나섭니다. 이후 여러 학자들이 체계화한 「성과 피드백에 기반한 학습(performance feedback-based learning)」은, 성과와 열망수준의 격차가 조직의 변화와 위험감수 확률을 좌우한다는 것을 여러 산업에서 확인해 왔습니다. 공교롭게도 제 박사학위 논문의 주제가 바로 이것이었습니다.

이 이론의 눈으로 지금의 코스닥을 보면 풍경이 조금 달라집니다.

2026년 1분기 코스닥 상장기업의 40.93%가 적자를 기록했습니다. 코스피의 21.13%와 견주면 두 배에 가깝습니다. 기관투자자의 거래 비중은 4.5% 수준에 머물러 있습니다. 상장기업 사이의 수익성 격차는 지난 20여 년간 꾸준히 벌어졌습니다. 어느 것도 좋은 지표가 아닙니다.

그러나 바로 이 지점이 탐색이 시작되는 조건이기도 합니다. 개설 30주년을 맞은 지금, 우리는 코스닥의 구조 자체를 다시 물을 수 있는 드문 국면에 서 있습니다. 위기가 없었다면 이 논의도 없었을 것입니다. 오늘 이 포럼이 열리는 이유가 여기에 있습니다.

셋. 다만 두 가지 조건이 필요합니다

위기가 저절로 혁신이 되지는 않습니다. 같은 조직이론이 두 가지 단서를 함께 일러 줍니다.

첫째, 위협이 감당할 수 있는 수준을 넘으면 조직은 탐색하지 않고 경직됩니다. 전략조직이론이 「위협-경직 효과(threat rigidity)」라 부르는 현상입니다. 위협이 지나치면 조직은 새로운 시도 대신 통제를 조이고 하던 방식을 반복합니다.

지금 코스닥의 퇴출 규율은 빠르게 강화되고 있습니다. 부실을 정리하는 일은 시장의 신뢰를 위해 반드시 필요합니다. 다만 함께 살펴야 할 사실이 있습니다. 시가총액 200억원 기준을 적용했을 때 관리종목 지정 대상 149개사 가운데 45개사, 30.2%가 흑자기업이었습니다. 그해 2월 150억원 기준에서는 17개사 중 1개사, 5.9%였습니다. 정상적으로 사업을 영위하며 이익을 내는 기업의 비중이 함께 늘어난 것입니다.

이는 특정 제도를 비판하려는 것이 아닙니다. 회복할 시간과 다시 올라갈 사다리가 함께 주어질 때 탐색이 일어나고, 그것이 없으면 시장 전체가 경직으로 향한다는 이론적 경고를 실증이 뒷받침하고 있다는 뜻입니다. 오늘 발제와 토론에서 이 균형점이 깊이 다루어지기를 기대합니다.

둘째, 무엇에 견주느냐가 문제를 정의합니다. 열망수준을 어디에 두느냐에 따라 같은 성과가 성공이 되기도 하고 실패가 되기도 합니다. 코스닥을 계속 「작은 코스피」에 견주는 한, 처방은 언제나 「더 커지자」에 머뭅니다. 우리가 지난 30년간 반복해 온 답입니다.

견줄 대상을 두 방향으로 바꾸자고 제안드리고 싶습니다.

하나는 밖입니다. 코스피가 아니라 나스닥에 견주는 것입니다. 나스닥은 뉴욕증권거래소의 축소판이 되려 한 적이 없습니다. 처음부터 다른 기능을 하는 시장이 되고자 했고, 그래서 다른 시장이 되었습니다. 우리 투자자들은 이미 그 시장을 보고 있습니다. 그렇다면 우리의 준거도 그곳이어야 합니다. 규모를 따라잡자는 뜻이 아니라, 규모가 아닌 기능으로 스스로를 정의하는 방식을 배우자는 뜻입니다.
다른 하나는 안입니다. 우리 국민의 자산이 실제로 어디로 향하고 있는지를 보아야 합니다. 부동산과 암호화폐입니다. 그렇다면 질문은 이렇게 바뀝니다. 코스닥은 그 자산들에 견주어 어떤 장점을 제시할 수 있는가.
저는 그 장점이 있어야 하고, 또 있을 수 있다고 생각합니다. 코스닥에 들어온 자금은 기업의 설비가 되고, 연구개발 인력의 급여가 되고, 새로운 제품이 됩니다. 그리고 그 기업이 성장하면 그 결과가 투자자에게 돌아옵니다. 가치를 만들어 내면서 동시에 그 가치를 나누는 자산 — 이것은 자본시장만이 할 수 있는 일입니다. 다만 지금은 그 장점이 시장 참여자의 눈에 충분히 보이지 않습니다. 보이게 만드는 것이 우리의 과제입니다.

넷. 우리가 이 시장으로 모시고 싶은 기업

그렇다면 우리는 어떤 기업을 코스닥으로 부르고 있는 것입니까. 저는 오늘 두 부류의 기업을 특별히 말씀드리고 싶습니다.
하나는 화려하지 않지만 현금흐름이 탄탄한 전통산업의 알짜 중소기업입니다. 오랜 기간 자기 자본과 이익 유보로 성장해 왔고, 매출과 이익이 이미 검증된 기업들입니다.
다른 하나는 글로벌 가치사슬에 이미 편입된 부품·소재·장비 공급기업입니다. 세계적인 고객사가 품질과 납기로 그 실력을 이미 검증해 준 기업들이며, 설비투자를 위한 자금 수요도 분명합니다.
솔직히 말씀드리면, 이 두 부류의 비상장 기업이 얼마나 되는지 정면으로 집계한 공개 자료를 저희는 아직 갖고 있지 않습니다. 매출 1,000억원을 넘는 벤처기업이 985개사에 이르고(2024년 기준), 소재·부품·장비 분야의 정부 인증 강소기업 가운데 비상장으로 남아 있는 기업이 실재한다는 것은 확인됩니다. 그러나 「현금흐름이 우량한데도 상장하지 않는 기업」을 하나의 모집단으로 세어 본 통계는 없습니다. 그것을 세는 일부터가 우리 학회가 감당해야 할 숙제라고 생각합니다.
분명한 것은 이것입니다. 이 기업들은 지금도 상장할 수 있습니다. 이익 요건을 충분히 충족합니다. 그런데 오지 않습니다. 문턱이 높아서가 아니라 들어올 이유가 약하기 때문입니다. 상장해도 제값을 받기 어렵고, 분석 커버리지가 없어 시장이 그 가치를 알아보지 못하며, 공시와 지배구조 부담은 규모와 무관하게 동일하게 지워지고, 경영승계라는 숙제는 그대로 남습니다.
그래서 오늘 이 포럼이 답해야 할 질문은 「어떻게 하면 상장을 쉽게 할 것인가」가 아닙니다. 「어떻게 하면 좋은 기업이 이 시장에 들어올 이유를 만들 것인가」입니다. 진입의 문턱을 낮추는 일과 진입의 유인을 만드는 일은 전혀 다른 과제입니다.

다섯. 코스닥은 두 참가자를 잇는 플랫폼입니다

저는 코스닥을 시장이기 이전에 플랫폼으로 봅니다. 한쪽에는 성장 자금이 필요한 중소·벤처기업이

있고, 다른 한쪽에는 투자할 곳을 찾는 투자자가 있습니다. 코스닥이 하는 일은 이 둘을 이어 주고, 서로를 알아보게 하는 것입니다.
그런데 두 참가자의 선호 체계는 분명히 다릅니다. 기업은 절차가 빠르고, 비용이 낮고, 경영권이 안정되기를 바랍니다. 투자자는 정보가 충분하고, 규율이 예측 가능하며, 필요할 때 회수할 수 있기를 바랍니다. 한쪽에 좋은 것이 다른 쪽에는 불편한 경우가 적지 않습니다.
플랫폼의 어려움이 바로 여기에 있습니다. 어느 한쪽만 만족시키면 반드시 다른 쪽이 떠납니다. 기업의 요구만 좇으면 투자자가 더 믿을 만한 시장으로 옮겨 가고, 투자자의 요구만 좇으면 좋은 기업이 상장을 미룹니다. 지난 30년 동안 우리가 번갈아 겪어 온 일이기도 합니다.
그래서 지금 필요한 것은 어느 편에 서느냐를 정하는 일이 아니라, 서로 다른 두 요구를 동시에 만족시키는 지혜라고 생각합니다. 그것이 플랫폼을 운영하는 자의 과제이며, 오늘 이 포럼이 함께 풀어야 할 숙제입니다.
다행히 이것이 불가능한 목표가 아니라는 근거가 있습니다. 115개국 285개 거래소를 분석한 번스타인과 동료들의 연구(2020)는, 주주 보호가 강한 시장일수록 오히려 젊고 아직 수익성이 낮은 기업이 자금을 조달하기 쉬웠고 시장 자체도 오래 지속되었음을 보여 줍니다. 믿을 수 있는 시장에서만 좋은 기업이 제값을 받습니다. 투자자 보호는 기업을 막는 규제가 아니라 조달비용을 낮추는 인프라입니다.
오늘 이 자리에 발행기업과 투자자, 시장을 운영하는 기관과 학계가 함께 앉은 이유가 여기에 있습니다. 어느 한쪽의 요구를 대변하기 위해서가 아니라, 서로 다른 두 요구를 함께 만족시킬 길이 정말 있는지를 확인하기 위해서입니다.

여섯. 대중이 혁신의 가치를 함께 나누는 코스닥

마지막으로 제가 바라는 시장의 모습을 말씀드리고 싶습니다.
코스닥이 잘되면 누가 좋아지는가. 저는 그 답이 결국 국민이어야 한다고 생각합니다.
좋은 기업이 자본시장에서 성장 자금을 얻고, 그 성장의 과실이 투자자에게 정당하게 돌아가며, 그것이 연금과 펀드를 통해 보통 사람의 노후와 자산으로 이어지는 것. 부동산이 아니라 혁신에 돈이 모이고, 그 결과를 소수가 아니라 여럿이 나누는 것. 자본시장은 그럴 때 비로소 국가의 인프라가 됩니다.
그러기 위해서는 두 가지가 함께 가야 합니다. 시장이 좋은 기업을 알아보는 발굴의 기능과, 그 성과가 참여자에게 돌아가는 배분의 구조입니다. 지난 6월 배달 플랫폼에서 저희가 확인한 것은 가치가 창출되어도 배분의 구조가 무너지면 참여자가 결국 떠난다는 사실이었습니다. 코스닥에서 개인투자자가 해외 시장으로 눈을 돌리는 흐름도 본질은 다르지 않다고 생각합니다.
「모두가 찾는 코스닥」이라는 오늘의 제목에 담고 싶었던 뜻이 바로 이것입니다. 기업이 찾고, 투자자가 찾고, 그리고 국민이 자기 자산의 일부가 거기 있다고 믿을 수 있는 시장입니다.

일곱. 오늘 포럼의 구성과 학회의 자리

오늘 포럼은 코스닥 시장의 생애주기를 진입, 상장유지와 성장, 퇴출과 시장이탈의 세 단계로 나누어

살펴봅니다. 정준혁 서울대학교 교수께서 세계 각국 거래소의 경쟁이라는 국제적 좌표에서 논의의 틀을 세워 주시고, 강형구 한양대학교 교수께서 진입 단계를, 최영근 상명대학교 교수께서 상장유지와 퇴출 단계를 다뤄 주십니다. 이어 유병준 서울대학교 교수를 좌장으로, 발행기업·투자자·시장운영·학계를 대표하는 여덟 분의 토론자께서 서로 다른 자리에서 본 해법을 나눠 주실 것입니다.
학회의 자리를 분명히 밝히고자 합니다. 저희는 정부 정책의 응원단도 아니고 반대자도 아닙니다. 검증하는 사람입니다. 정부가 추진하는 코스닥 제도 개편은 중요한 출발점입니다. 오늘 이 자리는 그 효과를 실증으로 검토하고, 아직 채워지지 않은 자리를 함께 찾는 시간입니다.
그래서 오늘 저의 역할은 답을 드리는 것이 아니라 질문을 여는 것입니다. 좋은 답은 이 분야에서 오랫동안 연구해 오신 발제자와 토론자 여러분께서 채워 주시리라 믿습니다.

맺으며

한국중소기업학회는 언제나 강소기업의 편에서, 이들이 정당하게 평가받고 성장할 수 있는 환경을 고민해 왔습니다. 창업에서 성장으로, 성장에서 자본시장으로 이어지는 길목마다 무엇이 막혀 있는지를 묻는 것이 저희의 일입니다.
위기는 그 자체로 답이 아닙니다. 그러나 위기가 없으면 구조를 바꿀 기회도 오지 않습니다. 지금이 그 드문 기회라고 생각합니다. 오늘 하루의 논의가 코스닥을 「모두가 찾는 시장」으로 바꾸는 작은 출발점이 되기를 바랍니다.
함께해 주신 모든 분께 다시 한번 깊이 감사드립니다.

한국중소기업학회 회장
박 경 민

목 차

기조발제

• **혁신 시장으로서 코스닥시장 활성화 방안** ····· 1
정준혁 교수(서울대 법학전문대학원)

발 제 1

• **우량 중소·벤처기업의 상장 준비와 경로 선택:**
국제비교와 코스닥 정책과제 ····· 13
강형구 교수(한양대, 학회 창업벤처분과위원)

발 제 2

• **코스닥 상장 중소기업의 상장유지 · 퇴출 애로요인 진단과 정책과제** ····· 35
최영근 교수(상명대, 학회 창업벤처분과위원)

상장 중소기업의 경영 애로와 상장유지 부담:
코스닥 제도 진단과 정책과제 ····· 37

코스닥 상장기업의 퇴출 메커니즘과 시장 이탈:
제도적 실효성 분석과 정책과제 ····· 57

종합토론

• **종합토론** ····· 77
좌장: 유병준(서울대 교수)

R1 진입 ····· 79
강병모(한국거래소 코스닥본부 상장부장)
이기백(한국벤처캐피탈협회 본부장)
이정민(벤처기업협회 사무총장)

R2 유지 · 성장 ····· 84
김희중(중소기업중앙회 경제정책본부장)
진성훈(코스닥협회 연구정책본부 연구정책그룹장)

R3 퇴출 · 신뢰 ····· 91
김태우(하나자산운용 대표이사)
신현한(연세대 경영대학 교수)
전성민(가천대 경영학과 교수)

혁신 시장으로서 코스닥시장 활성화 방안

정준혁(서울대 법학전문대학원)

2026. 9. 4.

혁신 시장으로서 코스닥시장 활성화 방안

서울대학교 법학전문대학원
정 준 혁

본 강의 내용은 강연자의 연구자로서의 연구 내용을 담은 것으로 강연자가 맡고 있는 직책이나 관련 기관의 의견과는 아무런 관련이 없음.

SNU Law
서울법대

전세계적인 거래소 및 혁신 기업 경쟁

SNU Law 서울법대

전세계적인 거래소 및 기업 유치 경쟁

- **전세계적으로 거래소 및 혁신 기업 유치 경쟁**이 이루어지고 있음
  - 미국으로 전세계의 유동성과 혁신기업이 집중되는 상황
  - 혁신 기업을 해당 국가와 거래소에 유치할지에 대한 각국의 경쟁 심화
  - 거래소 제도, 투자 생태계 뿐만 아니라 기업지배구조, 법원, 행정서비스까지도 경쟁의 대상이 됨

- 거래소 경쟁력 강화가 단순히 거래소 실적 증대나 자본시장의 발전 뿐만 아니라 국가 경쟁력으로 인식되는 상황
  - 해외 상장은 단순한 자본 조달에 그치지 않고 본사 이전, 핵심 인재·기술 유출, 외국 자본에 의한 피인수로 이어지는 경우가 빈번

  * 드라기 보고서(Draghi Report)

  - 해외 상장비용을 감당하지 못하는 국내 혁신기업에게 자금조달 창구 제공

  → 우리나라의 **거래소 시장은 우리나라와 우리 기업의 경쟁력**으로 연결

3

SNU Law 서울법대

미국의 회사법 경쟁

- 미국에서는 지난 수년 간 **회사법 경쟁**이 본격화되고 있음
  - 델라웨어는 투자자 보호 제도, 전문화된 법원, 선례 및 판례 축적 등을 통해 독점적 지위를 유지해 왔음(미국 IPO의 70%가 델라웨어 법인)
  - 그러나 텍사스 등이 지배주주, 경영자 친화적인 입법을 내세우면서 특히 혁신기업을 중심으로 이탈 현상 발생
  - 델라웨어 기업들이 텍사스 등으로 이전하는 이른바 "DExit" 현상
  - 테슬라, 엑손 모빌, 델, 코인베이스, 스페이스 X 등

- 델라웨어는 경쟁력 유지 위해 2025년 일반회사법(DGCL) 개정 통해 **지배주주 이해상충거래에 대한 safe harbor**를 법정화
  - 델라웨어 뿐만 아니라 미국 전반이 경영자 친화적 입법

  → 투자자 보호 완화라는 비판에도 불구하고 풍부한 유동성으로 여전히 창업자와 투자자에게 가장 선호 받는 시장 지위 유지

4

영국의 변화 – 친경영자

- 영국에서는 2024년 7월 프리미엄/스탠다드 상장 구분을 폐지하고 단일 상장 카테고리로 개편
  - 과거 프리미엄 상장사의 경우 특수관계인거래에 대한 사전 소수주주 다수결에 의한 승인 등이 존재 – 엄격한 투자자 보호
  - 상장 구분 폐지로 이러한 **일반주주 보호 장치를 상당부분 완화, 차등의결권 유연성 확대** – 투자자 보호 완화로 많은 비판 받음
  - 2026년 1월에는 공모·상장승인 규제를 추가 개편해 자금조달 비용을 낮춤

- 이러한 경영자 친화 정책에도 불구하고 런던증권거래소로부터의 상장기업 이탈과 IPO 부진은 지속
  → 규제완화는 과연 거래소 활성화에 필수적인가?

5

EU의 변화 – 시장 대규모화, 창업친화

- 2026년 3월 유럽집행위원회가 'EU Inc.'(28th Regime) 입법을 공식 제안
  - 단일시장을 표방하나 거래소가 지나치게 분절화되어 있음
  - 증권법은 통합되어 있으나 회사법, 법인설립, 도산, 세제, 노동법, 공시 등은 통일되지 않고 27개로 나누어져 있음
  → 이로 인하여 EU내 기업의 스케일업이 어렵다는 반성

- 2026년 3월 유럽집행위원회가 'EU Inc.'(28th Regime) 입법을 공식 제안
  - 48시간 이내, 최대 100유로, 완전 디지털 방식의 범유럽 회사형태 제도의 제안
  - 독일에서는 일정 규모 이상 회사의 경우 근로자 이사가 이사회에 참여하는 공동결정 제도가 존재 – 28th Regime으로 해당 제도가 배제될 수 있다는 점에서 이해관계자 반대 존재

6

일본 – 투자자 보호

- 일본에서는 지난 수년 간 투자자 보호 강화 조치가 계속 되고 있음
  - 2023년 이후 도쿄증권거래소(TSE)가 자본비용과 주가를 의식한 경영을 요청하고 관련 공시 제도 수립
  - 계속 상장 요건의 강화를 통한 상장폐지 기업 증대
  - 가계 금융자산(2,351조엔) 중 투자성 자산 비중을 2040년까지 40%로 확대하는 목표 제시(2025년말 23%),
  - 기존의 상호보유주식 대폭 감소

- 일본은 미국 다음으로 주주행동주의, 주주대표소송이 활발한 나라
  - 투자자 보호를 통해 시장의 신뢰를 회복하고 주식시장을 활성화하는 방향성을 제시하고 지속적으로 추진

7

우리나라 거래소 경쟁력의 중요성

- 각국은 각 상황에 따라 명확한 정책 방향을 갖고 변화
  - 미국, 영국은 경영진 친화 정책으로 이동
    - 지배주주나 경영자에 대한 통제가 과도하고 투자자 개입이 과도하지는 않았냐는 인식과 혁신 기업의 유치를 위한 법제도의 변화
  - 우리나라와 일본은 투자자 보호 방향으로 이동
    - 투자자 보호가 부족하였다는 인식하에 법제도가 변화

- 미국으로 전세계 혁신기업과 유동성이 집중되는 상황에서 우리는 혁신기업과 거래소의 경쟁력을 유지할 것인가
  - **경영자 친화적인 제도와 투자자 보호를 어떻게 조화**시킬 것인가?
  - 혁신기업의 생태계를 어떻게 구축하고 어떠한 서비스를 제공할 것인가?

8

혁신기업의 특징 및 필요 인프라

혁신기업의 특징 및 필요 인프라

SNU Law 서울법대

- 스타트업이란?
  - "A *startup* is a temporary organization in search of a scalable, repeatable, profitable business model." (Blank and Dorf 2012).

- 혁신기업은 자금조달과 경영 측면에서 일반기업과 뚜렷하게 구분됨
  - 유형 자산 부족으로 은행 대출이 어려움 → 자금 조달이 은행 대출보다는 **지분 투자에 의존**
  - VC 투자, 스톡옵션을 통한 보상 등으로 창업자 지분이 희석 → **창업자의 지분율이 낮음**
  - 창업자의 idiosyncratic value가 중요 → VC 투자, 상장 이후 **창업자의 지배력 안정 필요성**이 상대적으로 큼
  - 상장이나 M&A를 통해 VC의 exit 필요, 임직원들의 스톡옵션 행사 및 매각 → 상장 후 차익 실현 필요

10

혁신기업과 복수의결권 제도

SNU Law 서울법대

- 여러 논란 끝에 복수의결권 제도가 도입되었으나 우리 혁신기업이나 거래소 경쟁력을 강화할 정도로 사용되지는 못하고 있음
  - 첫 상장 사례 예정
  - 미국의 경우 빅테크 기업에 널리 도입. 미국 거래소의 경쟁력 확보 수단

- 제도의 설계 및 활성화
  - 잘 작동하기 위한 두 가지 요건 – ① 복수의결권 회사 주식에 대한 가치를 시장이 정확하게 평가하고 ② 추가적인 사적이익 편취를 방지할 수 있는 제도 수립이 필수
  - 복수의결권 제도는 창업자의 idiosyncratic value가 유지된다는 전제 하에서만 유효 – 상속, 양도 시 소멸
  - 기업가치 증대와 사적이익 추구 방지의 조화 필요 – 일반 경영은 창업자에게 권한을 주되, 내부거래 등 이해상충이 있는 사항에 대해서는 권한 배제, 엄격한 통제 필요

11

상장, M&A와 Exit

SNU Law 서울법대

- 혁신기업은 창업 시부터 투자회수를 염두에 두고 설립
  - VC는 일정 기간 내 수익 실현을 목적을 함
  - 임직원 역시 스톡옵션 행사 후 차익 실현을 동기 부여로 삼음

- 상장과 M&A의 두 가지 방법을 통해 투자회수
  - 지배주주가 없는 회사의 상장에 대해 유연한 접근 필요(경영권 안정 요건)
  - 상장 후 exit로 인한 주가 하락 및 일반투자자 보호 문제에 대한 대비 – 상장 시부터 명확하게 기준을 수립. 내부자거래 사전 공시 제도. 증권신고서 내실화 등
  - 복수 상장 관련 규제 등이 상장을 통한 exit에 장애가 되지 않도록 복수 상장 가이드라인을 적절하게 운용
  - 우리나라 대기업들은 이미 독과점적인 지위로 인하여 기업결합 승인이 쉽지 않은 측면이 있음 – 혁신기업 M&A가 위축되지 않도록 조화 필요

12

코스닥 시장의 현황과 제도 개선 방향

우리나라 코스닥 시장의 특징

SNU Law 서울법대

- 혁신기업 상장 시장으로의 정체성 부족
  - 우량, 혁신기업과 재무건전성이 취약한 기업이 혼재하고 있다는 평가. 갈수록 상장 기업 내 양극화, 이질성이 심해지고 있음(강소현 (2026))
  - 코스피 시장과의 차별화 실패. 대형 회사들의 이전 상장
  - 혁신·기술시장인가, 일반 중소기업 시장인가

- 기관투자자가 적고 개인투자자 중심의 시장
  - 애널리스트 등 기관의 coverage도 적고 정보생산도 적음
  - 정보의 부족으로 시장의 효율성이 낮고 비교적 적은 거래로도 주가의 변동성이 커짐
  - 무자본 M&A나 불공정거래에 취약
  - 전반적인 컴플라이언스 수준에 대한 시장의 의심

14

SNU Law 서울법대

제도 설계의 방향성

- 경영자 친화적 제도와 투자자 보호의 조화
  - 복수 의결권 제도 등 다양한 선택지 제공
  - 안정적 경영권과 사적이익 추구 방지의 조화 필요 – 복수 의결권 제도를 인정하는 회사는 내부거래 등 이해상충 거래에 대해 보다 엄격한 통제 필요(특별위원회, 소수주주 다수결 등)
  - 유상증자가 매우 어려워지는 시장 상황에 대한 검토 – safe harbor 등 가이드라인

- 코스닥 시장의 차별성 확보
  - 회사를 상장하고자 하는 경영자, 스톡옵션 등을 통해 그 동안의 노력을 보상 받고자 하는 임직원, 투자를 안정적으로 회수하고자 하는 VC 등 초기 투자자, 투자 수익을 추구하는 투자자 입장에서 유가증권시장과의 차별성이 무엇인가?
  - 유가증권시장과 구분되는 각종 제도의 차별적 적용

15

SNU Law 서울법대

제도 설계의 방향성

- 거래소 대규모화와 대응
  - 바야흐로 세계는 거래소 대형화 경쟁중
  - 거래소는 플랫폼 시장 – 풍부한 유동성을 제공하는 투자자와 우량, 혁신기업의 유치가 동시에 필요
  - 싱가폴 SGX와 나스닥과의 이중 상장 협력 플랫폼. 자국 내 상장 가능성이 적은 싱가폴의 특성상 아시아 내 혁신기업 플랫폼으로서의 방향성

- 코스닥 시장 신뢰 회복
  - 의무공개매수 제도 실행 시 인수 희망인은 지분 전체에 대해 공개매수를 실시해야 함. 이른바 무자본 M&A 근절에 기여할 것으로 기대
  - 불공정거래 등에 대한 보다 강화된 접근
  - 보다 강화된 통제 – 컴플라이언스 역량이 많이 소요되지 않는 제도. Liability rule보다는 property rule 위주

16

SNU Law 서울법대

제도 설계의 방향성

- 상장회사 특례규정에 대한 재검토 및 거래소 규정화
  - 주요국가 중 상장회사 특례 규정을 법령에서 상세하게 정하는 곳은 우리나라 이외에 거의 없음
  - 대부분의 경우 거래소 상장 규정을 통해 지배구조, 기업재무 요건 부여
  - One size does not fit all – 유연하고 기민한 접근을 위한 거래소 규정 강화

- 상장폐지 증가에 대한 대비 및 법제도 변화
  - 코스닥 시장 신뢰+혁신 제고 방안으로 정부가 다산다사 정책 발표(2025. 12.)
  - 상장폐지 증가로 관련 분쟁 증가 예상 – 법원은 거래소와 회사 간의 관계를 사적 계약 관계로 보나 상장폐지 결정에 대해서는 거래소의 재량권 남용 등을 판단
  - 거래소 규정 및 상장 계약의 전반적 정비, 절차적 정당성 확보, 잔여 주주 보호 대책의 강화를 통한 정당성 확보 등 필요

17

감사합니다

서울대학교 법학전문대학원
정 준 혁

j.chung@snu.ac.kr
02-880-7599

SNU Law 서울법대

우량 중소·벤처기업의 상장 준비와 경로 선택: 국제비교와 코스닥 정책과제

강형구 교수(한양대학교)

우량 중소·벤처기업의 상장 준비와 경로 선택: 국제비교와 코스닥 정책과제

「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」
연구주제 1 — 진입·상장준비

강형구 교수(한양대학교)
hyoungkang@hanyang.ac.kr

발제요지

본 발제문은 「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」의 세 세부 연구주제 가운데 첫 번째로서, 기업의 자본시장 생애주기 중 진입·상장준비 단계를 다룬다. 코스닥시장은 성장가능성이 높은 기업과 재무적으로 취약한 기업이 함께 확대되는 고이질성 성장시장에 가깝다는 점에서, 진입정책의 과제는 신규상장 건수를 늘리는 데 있지 않고 성장가능성이 높은 기업의 진입비용과 불확실성을 낮추면서 시장의 기업선별(firm selection) 기능과 투자자보호를 함께 강화하는 데 있다.

이 발제문은 코스닥 상장을 준비하는 중소·벤처기업의 어려움을 경영권 희석, 상장준비 지원의 사각지대, 기술특례상장의 진입-평가-사후관리 정합성, 상장예비심사의 예측가능성이라는 네 영역으로 나누어 검토한다. 이어 코스닥과 나스닥의 진입경로·전문서비스·심사절차·지배구조를 비교해 정책과제를 도출한다. 분석에는 KIND 기업공시채널, KRX 정보데이터시스템, Nasdaq Listing Center, Jay Ritter IPO Data와 국내외 공식자료·학술문헌을 사용했다.

공개자료에서 확인되는 정책문제는 다섯 가지다. 2026년 5월 20일까지 코스닥 상장예비심사 청구는 30건으로, 2022~2025년 같은 기간 33~63건보다 적었다. 한국거래소의 코넥스–코스닥 이전상장 컨설팅에는 2022년 이후 2026년 7월까지 31개사가 참여했고 8개사가 이전상장했으나, 이 지원은 코넥스 기업에 한정돼 직접 코스닥을 준비하는 기업은 사각지대에 놓여 있다. 금융감독원이 점검한 2022~2024년 추정실적 기반 공모가 산정기업 105개사 가운데 83개사(79.1%)는 상장 당해연도 실적 추정치를 모두 밑돌았고, 표본 중 93개사(88.6%)는 기술·성장특례기업이었다. 복수의결권 발행기업은 2025년 9월 기준 2개사에 그친 반면, 미국의 2025년 영업회사 IPO 표본에서는 전체의 41.1%, 기술기업의 48.4%가 차등의결권을 채택했다. 이러한 수치는 제도 이용범위의 차이를 나타낼 뿐이며 상장 유인과 기업성과에 대한

인과효과는 별도의 검증대상이다.

정책과제는 네 영역으로 구성한다. ① 경영권 희석·지배력 상실 대응을 위한 복수의결권의 조건부 유지 기간 연장, ② 상장 관련 지원제도 확충(컨설팅 확대와 상장준비 바우처), ③ 기술특례상장 제도 개선(진입 완화-사후관리 정합화), ④ 상장절차·심사결과 예측가능성 제고(예비심사 표준화)다. 이 네 과제는 상장 건수 확대가 아니라 좋은 기업의 진입비용·불확실성을 낮추면서 시장의 선별기능과 투자자보호를 함께 강화하는 데 목적이 있다.

목차

발제요지

Ⅰ. 문제제기와 연구목적

Ⅱ. 이론적 배경과 코스닥의 진입환경

Ⅲ. 진입단계의 실태와 현행 제도의 한계

Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점

Ⅴ. 정책방향과 핵심 정책과제

Ⅵ. 맺음말

참고문헌 및 주요 제도자료

Ⅰ. 문제제기와 연구목적

1.1 연구배경: 왜 지금 진입정책을 다시 물어야 하는가

코스닥 상장 준비의 비용과 예측가능성은 성장기업의 자금조달, 창업자·벤처투자자의 회수, 공개시장 투자자의 정보품질을 함께 좌우한다. 신시장 연구는 진입요건 완화, 게이트키퍼 책임과 투자자보호가 신규상장과 시장의 지속성에 서로 다른 영향을 준다고 설명해 왔다. 국제 자료에서는 강한 주주보호가 신설 성장시장의 존속과 연관되고, 일본의 진입요건 완화는 소규모 고성장기업의 상장을 늘렸지만 상장 후 초과성장은 오히려 약해졌다(Bernstein, Dev & Lerner, 2020; Takahashi & Yamada, 2015). 그러나 이 같은 연구만으로는 한국 중소·벤처기업이 준비인력, 심사절차, 경영권과 기술평가에서 겪는 어려움이 어떤 정책

수단과 연결되는지 충분히 알기 어렵다.

문제는 여기서 발생한다. 진입 단계의 기업선별 수준은 이후 상장유지·성장(연구주제 2)과 퇴출·시장이탈(연구주제 3) 단계에서 시장이 부담하는 비용과 시장품질에 영향을 미친다. 즉 진입정책은 코스닥 자본시장 생애주기의 출발점이다. 코스닥은 1996년 개설 이후 재무실적이 짧은 성장기업에 위험자본을 공급하는 기능을 담당해 왔지만, 공개시장 진입에는 회계·법무·공시인력, 내부통제, 주관사 실사, 질적심사와 공모가격 형성이 필요하며 준비기업은 결과가 확정되기 전에 상당한 비용을 부담한다.

최근 공개자료는 진입 확대와 시장품질 관리의 중요성을 함께 보여준다. 2025년 코스닥 신규상장은 스팩을 제외하고 84개사, 상장폐지는 38개사로 2024년(20개사)보다 크게 늘었다(한국거래소, 2026; 한국경제, 2025.12.26). 2026년에는 상장예비심사 청구 누계가 이전 네 해보다 낮았고, 기술·이익미실현 특례기업의 공시·사후관리와 퇴출기준도 강화됐다. 같은 해 나스닥에서는 다수 기업이 다른 거래소에서 이전상장해 합산 시가총액이 1조2,000억 달러에 달했다(Nasdaq, 2025). 코스닥 신규상장 전체의 공모가 기준 시가총액 합계가 나스닥의 개별 대형 IPO 한두 건에 못 미친다는 점은 상장기업 수 대비 시장의 질적 성숙도 격차를 보여주는 정황이나, 두 시장이 담당하는 기업군의 성격이 다른 만큼 평균값만으로 우열을 단정하지는 않는다.

준비과정의 핵심 애로는 경영권 희석, 준비인력·전문성 부족, 심사절차의 불확실성, 기술특례상장의 평가-사후관리 정합성이라는 네 갈래로 정리된다. 이 요인들은 준비기간과 비용을 매개로 서로 연결되므로, 정책도 개별 문턱의 완화보다 제도조합으로 설계할 필요가 있다.

1.2 연구목적과 핵심 질문

이 연구의 목적은 중소·벤처기업의 상장 준비부담을 줄이면서 자금조달 기능과 투자자보호를 함께 높일 정책과제를 선정하는 데 있다. 정책대상은 복수의결권, 상장준비 지원, 기술특례상장, 상장예비심사의 네 영역이며, 각 과제는 국내 실태, 국제준거, 공개자료의 세 근거와 실행주체·법제도 난이도·부작용을 함께 검토해 권고수위와 시행순서를 정한다.

핵심 질문은 "어떻게 하면 코스닥 상장을 쉽게 할 것인가"가 아니다. 본 연구는 "어떻게 하면 성장가능성이 높은 기업의 진입비용과 불확실성을 낮추면서 시장의 기업선별 기능과 투자자보호를 동시에 강화할 것인가"에 답하고자 한다. 진입규제 완화나 신규상장 건수의

증가 자체는 이 질문에 대한 충분한 답이 되지 않는다. 이를 네 개의 구체적 연구질문(RQ)으로 나누면 다음과 같다.

RQ1. 복수의결권의 발행요건과 상장 후 전환기간은 상장 준비기업의 경영권 우려와 투자자보호를 어떻게 조정하는가?

RQ2. 코넥스–코스닥 이전상장 컨설팅과 바우처를 직접 상장 준비기업까지 확대할 필요성과 안전장치는 무엇인가?

RQ3. 기술특례상장의 진입 확대, 평가역량과 상장 후 사후관리를 어떤 패키지로 결합해야 하는가?

RQ4. 질적심사를 유지하면서 상장예비심사의 준비범위·처리기간·결과 절차를 어떻게 더 예측 가능하게 만들 수 있는가?

1.3 연구범위와 방법

연구범위는 코스닥 신규진입의 준비단계이며, 독립적인 상장유지·퇴출제도 개편은 분석대상에서 제외한다. 실태분석은 별도 설문 없이 KIND 기업공시채널, KRX 정보데이터시스템, Nasdaq Listing Center, Jay Ritter IPO Data 등 공개자료를 이용하며, 금융위원회·금융감독원·중소벤처기업부·거래소의 규정·가이드와 학술연구를 보완근거로 사용한다. 비교의 중심은 코스닥과 나스닥이며, AIM·JPX Growth·홍콩·싱가포르의 게이트키퍼·절차설계는 해당 정책과 직접 연결되는 범위에서만 활용한다. 각 장의 업계 의견은 별도 설문 대신 보도, 관련 협회·기관투자자의 공개된 입장과 선행연구가 제기한 이해관계자 시각을 종합한 것으로, 개별 기업 대상 실태조사에 근거하지 않으며 대표성에 한계가 있다. 공개자료의 기술통계는 제도의 이용범위와 정보공백을 확인하는 근거로 사용하며, 이용건수만으로 정책의 인과효과를 단정하지 않는다.

Ⅱ. 이론적 배경과 코스닥의 진입환경

2.1 코스닥시장의 성장과 최근 동향

코스닥은 1996년 협회중개시장으로 출범해 재무실적이 짧은 성장기업에 위험자본을 공

급하고 벤처투자자의 회수를 돕는 기능을 담당해 왔다(한국거래소 코스닥 개요). 2005년 한국거래소 통합과 바이오기업 기술평가특례 도입 이후 기술성장 경로는 2011년 신성장 업종, 2013~2014년 전 업종으로 확대됐고, 2017년에는 상장주선인의 추천을 활용하는 성장성평가 특례가 더해졌다. 2013년 코넥스 개설은 코스닥으로 이전하는 단계형 경로를, 2022년 코스닥 글로벌 세그먼트는 우량기업 표시제도를 추가했다(한국거래소, 2025; 이석훈, 2022).

최근 정책은 기술·성장기업의 진입경로를 유지하면서 공시와 퇴출규율을 강화하는 방향으로 움직이고 있다. 2026년 7월 시행된 코스닥시장 상장규정 개정은 시가총액·주가·자본잠식·공시위반 관련 퇴출규율을 강화하고, 특례기업의 기업가치 제고계획 공시를 상장폐지 요건 유예와 연결했으며, 상장 후 5년 이내 주된 사업목적 변경을 실질심사 사유에 추가했다(한국거래소 공지 335; 이데일리, 2026). 2025년 코스닥 신규상장은 84개사(공모금액 약 2조5,400억원)였고 이 중 기술기업이 35개사였다. 코스닥의 성장 과정에서는 진입기회 확대와 시장 신뢰 확보가 늘 함께 요구돼 왔다.

2.2 신시장 국제비교 연구와 지배구조 유지수단

신시장에 관한 국제 연구를 종합하면, 성장시장의 성과는 낮은 정량요건 자체보다 투자자 보호, 게이트키퍼 책임, 상장 후 유동성과 생존이 함께 결정한다. 115개국 285개 거래소를 분석한 연구는 강한 주주보호가 젊고 수익성이 낮은 기업의 조달과 시장 지속성에 연관됨을 보였고(Bernstein, Dev & Lerner, 2020), 일본의 상장요건 완화 사례는 진입건수 증가가 반드시 사후 성과 개선으로 이어지지 않음을 보여준다(Takahashi & Yamada, 2015). 유럽의 사례들도 지배구조 규범이 저가발행을 줄이는 효과는 규제시장에서만 뚜렷했고(Akyol et al., 2014), 강한 규제가 IPO 수보다 생존율과 더 밀접히 연관됨을 보고한다(Cattaneo, Meoli & Vismara, 2015; Vismara, Paleari & Ritter, 2012). 요컨대 성장성 중심 트랙은 별도의 명칭보다 게이트키퍼, 투자자 범위, 공시, 유통과 상위시장 이동을 함께 설계해야 한다는 것이 선행연구의 공통된 함의다.

지배구조 측면에서 외부투자와 공모 신주는 창업자의 현금흐름권과 의결권을 함께 희석한다. 차등의결권은 창업자의 장기투자를 보호할 수 있지만, 의결권과 경제적 지분의 격차가 커질수록 대리인비용도 커질 수 있다(Masulis, Wang & Xie, 2009). 미국 IPO의 차등

의결권 채택은 기업특성과 창업자의 통제수요에 따라 달라지므로 평균성과만으로 제도의 순효과를 단정하기 어렵다(Aggarwal et al., 2022; Field & Lowry, 2022). 한국의 복수의결권주식은 투자유치로 지분이 희석된 비상장 벤처기업이 법정 요건 아래 1주당 최대 10표, 최대 10년까지 발행할 수 있으나, 상장 뒤에는 정관상 잔여기간과 상장일부터 3년 중 먼저 도래하는 때에 보통주로 강제 전환된다(벤처기업육성에 관한 특별법). 이 대리인비용·차등의결권 논의는 아래 Ⅲ장 3.1절 경영권 안정성 논의의 이론적 기초가 된다.

2.3 기술특례상장 선행연구와 분석틀

기술특례상장은 현재 손익이 부족한 기업의 미래가치를 전문평가로 심사하는 제도로, 이익요건을 완화하는 대신 평가기관의 전문성과 상장 후 정보생산이 시장 신뢰를 보완해야 한다. 국내 연구는 평균성과와 정보품질을 구분해서 본다. 특례상장기업의 관리종목 지정 비율이 일반상장과 크게 다르지 않았다는 조사가 있는 반면(이석훈, 2022), 기술특례기업의 회계정보 품질이 일반상장기업보다 낮고 손실기업에서 그 차이가 컸다는 연구도 있다(남지안·최종서, 2021). 최근 연구는 기술특례와 일반상장의 평균 장기성과 차이는 뚜렷하지 않지만, 기술평가기관 지분을 가진 주관사가 맡은 특례기업의 장기성과는 더 낮았다고 보고한다(임완진·임병권·정종율, 2025). 즉 평균성과와 평가·주관 과정의 이해상충은 서로 다른 정책문제다.

선행연구와 제도자료가 제시하는 분석경로를 정리하면, 국내 진입장벽(경영권 희석, 준비 인력·비용, 단계형 경로 부족, 추정실적 괴리, 심사정보 공백)은 각각 국제·학술 준거(미국 차등의결권 유지, 주관사 실사책임, 나스닥 3단계 트랙, 홍콩·싱가포르 게이트키퍼, 요건 상시공개)와 대응하며, 이는 이하 Ⅲ~Ⅴ장에서 검토할 네 정책과제(복수의결권 조건부 유지기간 연장, 상장 관련 지원제도 확충, 기술특례상장 진입-사후관리 정합화, 상장예비심사 표준화)로 수렴한다. 이 네 과제는 공통적으로 진입단계의 기업선별 기능을 강화하는 방향을 지향한다. 경영권 안정수단은 투자자보호와 균형을 이루어야 하고, 상장준비 지원과 예비심사의 예측가능성 제고는 좋은 기업의 불필요한 진입비용을 낮추는 정책이며, 기술특례상장의 정합화는 혁신기업의 진입기회를 유지하되 선별의 실효성을 보완한다.

Ⅲ. 진입단계의 실태와 현행 제도의 한계

이하 4개 절은 코스닥 진입정책이 직면한 네 가지 핵심 문제를 각각 국내 현황·공개자료 기반 실태·업계 의견의 순서로 검토한다. 실태조사는 별도의 설문조사가 아니라 공개통계·공시자료·사례자료를 이용한 분석이며, 업계 의견은 보도와 관련 협회·기관의 공개된 견해를 종합한 것으로 대표성에 한계가 있다.

3.1 경영권 희석과 복수의결권 제도의 한계

여러 투자라운드를 거친 벤처기업은 공모 전부터 창업자 지분이 상당히 희석될 수 있다. 한국은 2023년 11월부터 일정 요건(창업 후 누적 지분투자 100억원 이상, 최근 투자 50억원 이상, 투자로 창업주 지분 30% 미만 또는 최대주주 지위 상실 등)을 충족한 비상장 벤처기업에 복수의결권주식 발행을 허용하지만(중소벤처기업부, 2023), 상장 뒤에는 정관상 잔여기간과 상장일부터 3년 중 먼저 도래하는 때에 보통주로 강제 전환된다. 한국거래소는 2026년 7월부터 복수의결권주식 발행기업의 보통주 상장을 허용하고 최다의결권자·의무보유 심사근거를 마련했지만, 법정 전환시점 자체는 그대로 유지된다(한국거래소 공지 335; 이데일리, 2026).

2025년 9월 기준 발행기업은 2개사에 그쳤다(뉴시스, 2025). 초기 활용이 제한적이라는 사실은 확인되지만, 이것이 창업자의 지배력 유지 수요 자체가 낮아서인지 전환기간·세무·요건 같은 제도설계 요인이 이용을 제약해서인지는 현재 자료로 구분되지 않는다. 벤처업계와 창업자들은 상장 후 3년의 전환기간이 지나치게 짧아 경영 불안정기에 지배력을 잃는다는 우려를 제기해 온 반면, 기관투자자와 의결권자문업계는 의결권-현금흐름권 괴리 확대에 신중해야 한다는 입장을 보인다. 이 상충은 아래 V장 5.1절 정책과제로 이어진다.

3.2 상장준비 지원체계의 사각지대

중소·벤처기업은 CFO, 회계·공시, 내부통제, 법무·IR 인력을 동시에 확보하기 어렵고, 지역기업은 수도권에 집중된 자문시장 접근비용도 더 크다. 준비비용은 주관·감사·법률·기술평가·IR 등 외부비용과 전담인력·내부통제 등 내부비용, 심사지연·재작성·철회에 따른 불확실

비용으로 나뉘며 거래소 직접 수수료는 그 일부에 불과하다. 중소기업중앙회 등 업계 조사에 따르면 심사대기기간 중 IPO 준비비용은 통상 5억~15억원 이상에 이르고, 심사가 지연되면 감사보수 재계약이나 법률자문 연장에 따른 추가비용이 발생한다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026).

한국거래소의 코넥스–코스닥 이전상장 컨설팅은 지정자문인의 사전 체크리스트를 거래소가 점검하는 제도로, 2022년 이후 2026년 7월까지 누적 31개사가 참여해 8개사가 이전상장했다(한경닷컴, 2026). 참여기업의 자기선택과 비교집단이 없어 이 수치를 성공률로 해석할 수는 없으나, 분명한 정책 공백은 이 지원이 코넥스 기업으로 한정돼 직접 코스닥을 준비하는 다수의 기업이 같은 사전진단을 받지 못한다는 점이다. 지역 중소기업 단체는 지원 확대를 요구하는 반면, 민간 자문업계 일각에서는 공공지원이 자문료 왜곡이나 특정기관 쏠림을 낳을 수 있다고 우려한다.

3.3 기술특례상장의 진입–평가–사후관리 불일치

코스닥은 일반(수익성·매출액 기준, 이익미실현기업 기준)과 기술성장기업 특례(기술평가특례, 성장성 추천 특례), SPAC 합병·코넥스 이전 등 이미 복수의 상장적격성 경로를 운영하고 있어, 코스닥을 상장경로의 개수가 부족한 시장으로 단순화하기는 어렵다. 문제는 경로의 개수가 아니라 평가방식과 사후관리의 연계에 있다. 금융감독원이 2022~2024년 추정실적으로 공모가를 산정한 신규상장기업 105개사를 점검한 결과, 83개사(79.1%)가 상장 당해연도 실적 추정치를 모두 밑돌았고, 표본 중 93개사(88.6%)가 기술·성장특례기업이었다(금융감독원, 2025). 앞선 조사에서는 특례기업 137개사 중 관리종목 지정이 6개사(4.4%)에 그쳤다는 결과도 있어(이석훈, 2022), 두 수치를 하나의 결론으로 단정할 수는 없지만 추정가정의 신뢰성과 사후검증 체계의 필요성은 함께 확인된다.

2026년 개정으로 맞춤형 질적심사 분야가 바이오·AI·우주·에너지에서 첨단로봇·K-콘텐츠·사이버보안으로 확대됐다. 기술기업과 벤처캐피탈업계는 이를 대체로 환영하지만, 신규 분야의 기술자문역·비교기업 데이터가 충분히 쌓이지 않은 상태에서 심사가 이뤄지는 데 대한 우려도 있다. 기관투자자와 회계·평가업계는 기술평가기관이 주관사와 지분관계로 얽힌 경우 이해상충이 장기성과에 부정적 영향을 줄 수 있다는 연구(임완진·임병권·정종율, 2025)를 근거로 평가기관의 등록·공개와 사후 성과추적을 요구한다.

3.4 상장예비심사의 절차적 불확실성

코스닥 상장예비심사는 주관사 실사와 지정감사 뒤 서류검토, 실무면담·현장확인, 필요시 상장위원회 심의로 이어진다. 한국거래소 2026 가이드는 일반기업 45영업일 이내의 처리기준을 제시하지만, 이는 공표된 처리기준일 뿐 실제 소요기간과는 다르다. 2026년 5월 20일까지 예비심사 청구는 30건으로 2022~2025년 같은 기간(33~63건)보다 적었으나 원인별 기여도는 확인되지 않는다(전자신문, 2026). 더 중요한 사실은, 중소기업중앙회·한국벤처캐피탈협회 등 8개 관련단체가 2024년 1월부터 2026년 2월까지 상장 승인된 152개사를 전수조사한 결과 실제 예비심사 평균 소요기간이 80.1일로 규정상 처리기준(45영업일)의 약 1.8배에 달했다는 점이다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026). 처리기준의 공표만으로는 실제 심사기간의 예측가능성이 보장되지 않음을 보여주는 근거다.

한국거래소의 정기 공개통계에는 업종·트랙별 실제 처리일수, 기업 보완일, 승인·철회와 철회사유가 함께 집계되지 않는다. 이 정보공백 자체가 심사기간의 장단 이상으로 중요한 정책문제다. 상장주관사와 청구기업은 반려 사유가 구체적으로 공개되지 않아 시행착오가 되풀이된다는 불만을 제기하며, 8개 관련단체는 거래소의 상장예비심사와 금융감독원의 증권신고서 심사가 사실상 이중으로 진행돼 행정부담이 가중된다고 지적한다. 반면 거래소 관계자는 세부기준을 지나치게 상세히 공개하면 형식적 요건충족과 정성심사의 경직화로 이어질 수 있다고 우려한다.

Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점

나스닥 등 해외사례를 코스닥에 그대로 이식해야 한다고 단정할 근거는 없다. 시장규모, 기업구성, 투자자구조, 법제도 환경이 다르기 때문에, 이하의 비교는 제도의 모방이 아니라 정책적 준거(benchmark)로 활용한다.

4.1 경영권 유지수단: 미국의 차등의결권 상장 후 유지 허용

국내에서는 상장 뒤 3년 이내에 복수의결권주식이 보통주로 강제 전환돼 상장 시점이 곧

지배력 상실의 계기로 인식될 개연성이 있다. 반면 미국은 상장회사에도 차등의결권 구조의 유지를 폭넓게 허용하며, 영국·일본도 최근 상장회사의 차등의결권 발행을 제한적으로 허용하는 방향으로 제도를 정비해 왔다.

〈표 1〉 미국 IPO 중 차등의결권(dual-class) 채택 비중 추이(2020~2025)

연도	전체 IPO	기술기업 IPO	비기술기업 IPO
2020	20.0%	41.3%	11.8%
2021	33.1%	46.3%	24.7%
2022	21.1%	50.0%	15.6%
2023	25.9%	44.4%	22.2%
2024	22.2%	42.9%	17.2%
2025	41.1%	48.4%	37.3%

출처: Jay R. Ritter, Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2025 (University of Florida, 2026.2.17)를 바탕으로 연구진 재구성.

기술기업 IPO의 차등의결권 채택 비중은 비기술기업보다 지속적으로 높았고, 2025년에는 전체 IPO의 41.1%, 기술기업의 48.4%가 차등의결권 구조를 채택해 표본 기간 중 최고치를 기록했다. 같은 자료의 1980~2024년 장기 성과 분석에서는 기술기업 중 차등의결권 채택 기업의 3년 스타일조정수익률(18.6%)이 단일의결권 기업(-2.4%)보다 높게 나타났으나, 이는 상관관계에 대한 서술일 뿐 인과관계로 해석할 수 없다. 애초에 성장성이 높게 평가된 기업일수록 차등의결권을 채택하는 경향이 있을 수 있어, 이 결과를 국내 제도 확대의 직접적 효과 근거로 과잉해석해서는 안 된다. 쿠팡의 2021년 미국 상장 당시 창업자가 약 10.2%의 경제적 지분으로 76.7%의 의결권을 확보했던 사례(서울경제, 2021)는 미국 상장에서 선택 가능한 지배구조의 폭을 보여주지만, 이 요인이 상장지 선택에 얼마나 기여했는지는 별도로 확인되지 않는다. 다만 미국의 차등의결권 허용도 괴리 공시, 일몰조항, 특정 안건에서의 1주 1의결권 적용 같은 투자자보호 장치 없이 이뤄지는 것은 아니라는 점을 함께 고려해야 한다.

4.2 상장준비 지원체계: 미국의 민간 게이트키퍼 책임 구조

국내 상장준비 지원체계는 지정자문인 제도(코넥스 대상)와 코넥스-코스닥 이전상장 컨설

팅으로 제한돼, 코넥스를 거치지 않고 직접 코스닥을 준비하는 다수 기업은 공적 사전진단의 사각지대에 놓인다. 미국은 별도의 공적 상장준비 컨설팅 제도보다 투자은행(주관사)·증권법 전문 로펌·회계법인으로 구성된 민간 자문시장이 실질적 실사와 문서작성 책임을 지는 구조가 발달해 있다. 미국 증권법 체계에서는 발행회사가 SEC에 제출하는 등록서류의 정확성에 대해 주관사가 상당한 법적 책임(due diligence defense)을 지므로, 주관사가 스스로 광범위한 실사를 수행할 유인을 갖는다. 다만 이 민간 자문시장의 정확한 규모를 보여주는 공신력 있는 공개통계는 확인하지 못했다.

이 정성적 비교에 근거할 때, 국내 중소기업의 인력·전문성 공백은 초기 상장 가능성 진단 단계와 지정감사·내부통제 구축 단계에서 두드러질 것으로 판단된다. 공공지원의 역할은 민간 자문시장 자체를 대체하기보다 기업이 처음 상장을 검토하는 단계의 정보비대칭과 초기 진입비용을 보완하는 방향이 코넥스-코스닥 컨설팅 모델의 설계 방향과 정합적이다.

4.3 상장경로 설계: 나스닥의 3단계 트랙 구조

〈표 2〉 나스닥 3단계 트랙별 핵심 초기 상장요건

시장(트랙)	기준	이익요건	공개주식 시장가치	비고
캐피탈마켓	자기자본 500만 달러	불요	1,500만 달러	영업기간 2년, 주주 300명 이상
캐피탈마켓	상장증권 시장가치 5,000만 달러	불요	1,500만 달러	이익요건 없이 시장가치만으로 진입
캐피탈마켓	순이익 기준	계속영업이익 75만 달러	1,500만 달러	
글로벌마켓	자기자본 3,000만 달러	불요(대안)	1,800만 달러	영업기간 2년, 주주 400명
글로벌셀렉트마켓	이익 기준(표준1)	최근 3개년 합산세전이익 1,100만 달러 등	4,500만 달러	최상위 트랙
글로벌셀렉트마켓	시가총액-매출 기준	매출 1억1,000만 달러	1억1,000만 달러	시가총액 8억5,000만 달러

출처: Nasdaq Listing Center, Initial Listing Guide (2026.1)를 바탕으로 연구진 재구성. 환율은 2026.7.1 기준 매매기준율(1,550.73원/달러) 적용.

코스닥은 일반기업 기준 자기자본 30억원·시가총액 90억원(벤처기업은 15억원·60억원) 등이 통상 인용되며 복수 트랙이 병존한다. 시가총액 90억원을 환산하면 약 580만 달러로 나스닥 캐피탈마켓의 시장가치 기준(5,000만 달러)보다 오히려 낮다. 명목 진입 문턱만 보면 "코스닥이 나스닥보다 일률적으로 높다"는 주장은 성립하지 않는다. 실제 갭은 경로의 유무가 아니라 설계방식에 있다. 코스닥의 여러 경로는 최초 상장적격성 판단 단계에서 분화될 뿐, 나스닥처럼 하나의 브랜드 아래 세 시장등급이 진입·유통·유지요건을 전면적으로 달리하고 성장에 따라 같은 거래소 안에서 상위 등급으로 이동하는 내부 승급 구조까지는 갖추지 못했다(2026년 10월 도입 예정인 프리미엄·스탠다드 이원 구조는 기존 상장기업 재분류용으로 신규 진입경로 다양화와는 성격이 다르다). 나스닥 캐피탈마켓의 시장가치·순이익 기준은 이익요건이 없거나 매우 낮아 적자 성장기업도 정량적으로 진입할 수 있는 반면, 코스닥의 이익미실현기업 기준·기술평가 특례는 시장평가나 기술성평가라는 정성적 판단을 전제로 한다는 차이가 있다. 이는 코스닥에 진입경로가 없다는 뜻이 아니라, 기존 경로의 유지요건 연계와 사후관리를 정교화할 필요가 있다는 뜻으로 해석해야 한다.

4.4 심사절차 투명성: 나스닥 · 홍콩의 요건 상시공개

나스닥의 상장적격성 심사는 SEC 증권 등록과 나스닥 거래소 자체 심사로 이원화되며, 상장요건이 구체적 수치로 상시 공개돼 기업과 자문기관이 사전에 충족 여부를 스스로 점검할 수 있다는 예측가능성의 강점을 갖는다. 앞서 4.2절에서 살펴본 주관사의 실사 책임 구조는 거래소 심사 자체의 재량적 판단 범위를 상대적으로 줄이는 효과도 갖는다. 다만 이러한 구조적 차이가 나스닥의 처리기간이나 철회율이 코스닥보다 실제로 더 우수함을 뜻하지는 않으며, 이를 직접 비교할 공식 통계는 확보하지 못했다. 홍콩거래소도 신청서류의 완결성 기준과 기관 처리시계를 구분해 정의한다(Hong Kong Exchanges and Clearing, 2024·2026). 이러한 해외사례는 심사기간을 기계적으로 단축하기보다 접수 전 준비범위와 처리시계의 가시성을 높이는 것이 국제적으로 통용되는 접근임을 시사한다. 국내 적용에는 거래소의 인력·시스템 투자와 행정부담 증가라는 제약이 따른다.

Ⅴ. 정책방향과 핵심 정책과제

Ⅲ~Ⅳ장에서는 경영권 안정성, 상장준비 지원, 기술특례상장, 상장예비심사라는 네 정책 문제를 국내 실태와 해외사례를 통해 검토했다. 이 장은 새로운 근거를 제시하기보다 앞선 논증을 종합해 정책을 설계한다. 네 정책과제는 진입단계의 기업선별과 상장준비 비용·불확실성 최적화라는 하나의 목표로 수렴하며, 상장 이후의 성장지원·정보생산(연구주제 2)과 퇴출·시장이탈(연구주제 3) 단계로 이어지는 코스닥 자본시장 생애주기의 출발점을 이룬다. 이하 네 과제 사이에 우선순위나 추진순서를 별도로 설정하지 않는다.

〈표 3〉 정책과제와 실증근거의 대응

정책과제	국내 실태 근거	해외사례(국제준거)	담당기관
1. 복수의결권 조건부 유지기간 연장	발행기업 2개사(2025.9)	미국 차등의결권 채택 41.1%(2025); 영국·일본 제한적 허용	중기부·금융위
2. 상장 관련 지원제도 확충	컨설팅 31개사 참여·8개사 이전상장, 직접 준비기업 사각지대	미국 민간 실사책임, 홍콩·싱가포르 게이트키퍼	거래소·중기부
3. 기술특례상장 진입-사후관리 정합화	105개사 중 83개사 추정실적 미달(79.1%)	나스닥 대안검증 원리	거래소·금융위
4. 상장예비심사 표준화	실제 평균 소요 80.1일(처리기준의 1.8배)	나스닥 요건 상시공개, 홍콩 처리시계 구분	한국거래소

5.1 정책과제1. 경영권 희석 · 지배력 상실 대응(복수의결권 조건부 유지기간 연장)

[문제와 근거] 상장 뒤 3년 이내 일률적 보통주 전환이라는 현행 규율은 창업자의 지배력 상실 우려를 낳지만, 유지기간을 무조건 연장하면 의결권-현금흐름권 괴리가 커져 소수주주 보호가 약화될 위험이 있다. 3.1절에서 확인한 것처럼 2025년 9월 기준 발행기업은 2개사에 그쳐 초기 이용이 매우 제한적이며, 4.1절의 국제 준거는 미국의 차등의결권 상장 후 유지 허용과 2025년 41.1%의 채택률을, 업계 의견은 창업자·벤처업계의 조기전환 우려와 기관투자자의 신중론을 함께 보여준다.

[정책방향과 정책수단] 상장 뒤 전환시점을 일률적으로 연장하지 않고, 창업자의 최소 경제적 지분, 지배권 괴리의 정기공시, 중대한 위반 부재와 독립적 이사회 감독을 충족한 기업에 한해 추가 존속기간을 허용하는 방안을 검토한다. 최대 10표의 의결권 배수와 발행요건이 기업규모·투자라운드별 실제 이용에 어떤 차이를 낳는지 점검해 후속 제도조정의 근거로 삼는다. 실질적 처분이 없는 보통주 강제전환 과정에서 의제배당·취득가액 재산정으로 과세될 수 있는지가 불분명한 세제상 불확실성도 기획재정부와 함께 점검해 과세이연을 포함한 중립적 처리 가능성을 검토한다.

[고려사항] 의결권-현금흐름권 괴리, 존속기간, 전환사건과 관련자거래를 정기 공시하고, 합병·분할·정관변경·감사 선임 등 이해상충이 큰 안건에는 1주 1의결권 또는 별도 소수주주 승인요건을 적용한다. 독립이사·감사위원회의 실질적 독립성과 소수주주 구제절차도 함께 강화해야 한다. 중소벤처기업부가 「벤처기업육성에 관한 특별법」 개정을, 금융위원회가 상장규칙과의 정합성을, 기획재정부가 세제를 검토하는 중기 제도검토 과제로 추진한다. 성과는 발행기업 수만이 아니라 조달규모, 창업자의 경제적 지분, 관련자거래, 소수주주 분쟁, 상장 후 성과를 함께 추적해 평가해야 한다.

5.2 정책과제2. 상장 관련 지원제도 확충(컨설팅 확대 · 상장준비 바우처)

[문제와 근거] 코넥스–코스닥 이전상장 컨설팅은 코넥스 기업에 한정돼 직접 코스닥을 준비하는 다수의 중소·벤처기업은 같은 사전진단을 받지 못한다. 3.2절에서 확인한 것처럼 컨설팅은 2022년 이후 누적 31개사가 참여해 8개사가 이전상장했지만 직접 준비기업은 지원대상에서 제외돼 있다. 4.2절의 미국 주관사 실사책임 구조는 민간시장의 책임성을 보여주는 동시에 초기 정보비대칭을 보완할 공공 사전진단의 필요성을 시사하며, 업계 의견은 지역기업의 지원 확대 요구와 민간업계의 시장왜곡 우려를 함께 보여준다.

[정책방향과 정책수단] 한국거래소의 체크리스트·사전진단·개선권고를 직접 코스닥을 준비하는 중소·벤처기업까지 단계적으로 확대한다. 혁신바우처 안에 상장준비 트랙을 시범 설치해 지정감사 준비, 회계·법률 진단, 내부통제·공시체계 구축 비용의 일부를 지원하되 공모마케팅·기업가치 홍보비는 지원대상에서 제외한다. 초기에는 지역기업, 첫 상장 검토기업과 외부전문가 접근이 취약한 기업을 우선하며, 업종·경로별 체크리스트를 동일 진단기준으로 사용해 기업이 자문기관을 교체해도 자료를 재사용할 수 있게 한다.

[고려사항] 기업 자기부담, 표준 업무범위, 결과물 제출을 의무화하고 자문기관별 이해상충·성과정보를 공개해 비용 부풀리기와 공급자 포획을 줄인다. 주관사의 장기 지원 유인은 정책금융 연계나 보증·펀드 운용평가에 반영하되, 상장 승인 여부나 공모가와 보상을 직접 연동하지 않는다. 한국거래소가 컨설팅 확대와 진단기준을, 중소벤처기업부가 바우처를, 금융위원회가 주관사 유인을 담당한다. 컨설팅 확대는 별도 법령 개정 없이 단기에 추진하고, 바우처는 예산 편성을 거쳐 1년 이내 제한적 시범 후 확대 여부를 결정한다. 지원기업 수와 상장률 외에 준비비용, 접수 완결률, 보완횟수, 지역별 이용률을 함께 평가한다.

5.3 정책과제3. 기술특례상장 제도 개선(진입완화–사후관리 정합화)

[문제와 근거] 기술특례상장은 재무실적이 부족한 기업의 미래가치를 전문평가로 심사해 진입기회를 넓히지만, 추정실적과 실제 성과의 괴리가 반복되고 평가분야 확대가 평가역량 확충보다 빠르면 정보비대칭과 투자자보호 공백이 커질 수 있다. 기술·바이오 기업은 연구개발·인허가에 장기간이 소요돼 상장 시점에 매출·이익을 갖추기 어려운 경우가 많으므로, 진입요건을 다시 강화하기보다 완화된 진입경로를 유지하면서 평가·사후관리의 정합성을 높이는 방향이 타당하다. 3.3절에서 확인한 105개사 중 83개사(79.1%)의 추정실적 미달, 표본의 88.6%가 기술·성장특례기업이었다는 사실, 4.3절의 나스닥 대안경로와의 설계방식 차이, 업계의 기대와 이해상충 우려가 함께 확인된다.

[정책방향과 정책수단] 새로 추가된 맞춤형 질적심사 분야의 운영결과를 먼저 평가하고, 추가 유망업종은 기술자문역과 비교기업 데이터가 확보된 분야부터 단계적으로 검토한다. 기술·시장·인허가·사업화의 핵심가정, 조달자금 사용, 상장 당시 이정표와 실제성과의 차이를 같은 표준으로 비교 공시한다. 일시적 개발지연 등 회생 가능한 기업과 자금용도 위반·지속적 정보왜곡 위험이 큰 기업을 구분해 개선기간, 추가공시, 거래·퇴출심사의 강도를 차등화한다.

[고려사항] 기업가치 제고계획 조건부 유예와 주된 사업목적 변경 규율의 실효성을 평가해 진입확대와 사후관리 사이의 규칙충돌을 줄인다. 기술평가기관과 주관사의 이해상충을 등록·공개하고, 평가기관별 전망오차와 상장 후 이정표 달성을 동일 위험군 안에서 비교한다. 한국거래소와 금융위원회가 상장·공시·관리종목 규정의 정합성을 관리하며, 평가기관 등록·공개는 상장규정 개정만으로 가능하다. 단기에는 2026년 제도의 안착과 평가자료 축적

을, 중기에는 평가인력 확충이 확인된 업종의 확대를 추진한다. 추정치 괴리분포, 이정표 달성, 평가기관별 예측오차, 회생기업 정상화를 성과지표로 관리한다.

5.4 정책과제4. 상장절차 · 심사결과 예측가능성 제고(예비심사 표준화)

[문제와 근거] 상장예비심사의 처리기준은 공표돼 있으나 실제 처리일수, 기업 보완일, 철회사유의 정기 통계는 공개되지 않는다. 정책목표는 질적심사의 재량과 독립성을 유지하면서 준비범위와 처리기간의 예측가능성을 높이는 데 있다. 표준화의 목표는 심사를 관대하게 만드는 데 있지 않고, 준비기업이 통제할 수 있는 절차적 요소의 예측가능성을 높이는 데 있다. 3.4절의 실제 평균 소요기간 80.1일(처리기준의 약 1.8배)이라는 8개 관련단체의 전수조사 결과, 4.4절의 나스닥 요건 상시공개와 홍콩의 완결성 기준·처리시계 구분, 업계의 정보공개 요구와 거래소의 정성심사 경직화 우려가 함께 확인된다.

[정책방향과 정책수단] 일반·벤처·시장평가·기술성장·사업모델·이전상장별 필수자료와 빈번한 보완항목을 사전진단 체크리스트로 제공하고 업종별 정성심사 쟁점의 공개범위를 확대한다. 접수, 실무검토, 상장위원회와 결과통지의 단계별 기준기간을 제시하고 복잡한 사건의 연장사유를 유형화하며, 기업 자료보완일과 거래소 실처리일을 분리해 공개한다. 한국거래소의 상장예비심사와 금융감독원의 증권신고서 심사 간 사전협의 체계를 구축하고 공통서류는 한 차례만 제출하도록 해 이중심사에 따른 행정부담을 경감한다.

[고려사항] 반복되는 쟁점은 비식별 사례와 공식 해석으로 공개하고, 사실오인·절차누락을 다툴 이의제기와 제한적 재검토 절차를 공개하되 사업전망의 전면 재심사 통로로 변질되지 않도록 범위를 명확히 한다. 세부기준을 지나치게 상세히 공개하면 형식적 요건충족과 정성심사의 경직화로 이어질 수 있다는 점도 함께 관리해야 한다. 한국거래소가 상장규정 시행세칙 개정만으로 시행할 수 있으며, 체크리스트·통계공개는 단기 우선과제로, 이의·재검토 절차는 심사위원회의 독립성을 점검한 뒤 시행한다. 처리기간 중앙값과 분포, 보완횟수, 철회율, 이의제기 처리결과를 성과지표로 관리한다.

Ⅵ. 맺음말

코스닥 진입정책의 핵심 문제는 상장 건수의 부족이 아니라, 성장가능성이 높은 기업이 경영권 희석 우려, 준비인력·비용 부담, 심사절차의 불확실성, 기술특례상장의 평가-사후관리 불일치 때문에 상장을 주저하거나 과도한 비용을 치른다는 데 있다. 공개자료가 보여주는 정황들, 즉 낮은 복수의결권 이용률, 코넥스 기업에 한정된 지원, 79.1%에 이르는 추정 실적 괴리, 처리기준의 1.8배에 달하는 실제 심사기간은 이 문제가 개별 기업의 우연이 아니라 제도설계의 공백에서 비롯됨을 시사한다.

따라서 정책의 초점도 달라질 필요가 있다. 핵심은 규제의 단순한 완화가 아니라 제도의 정교화에 있다. 복수의결권은 투자자보호 장치와 결합한 조건부 접근으로, 상장준비 지원은 코넥스 기업을 넘어선 사각지대 해소로, 기술특례상장은 진입완화를 유지하되 평가와 사후관리의 정합화로, 상장예비심사는 재량을 유지하면서도 절차정보의 공개범위 확대로 각각 나아가야 한다. 나스닥 등 해외사례가 국내에 제공하는 시사점도 제도의 단순한 모방이 아니라, 게이트키퍼 책임과 정보공개의 조합이라는 원리 그 자체에 있다.

이 진입단계의 성과는 상장 이후 연구주제 2가 다루는 성장지원·정보생산·기업차등화, 그리고 연구주제 3이 다루는 시장선별·정상화·질서 있는 시장이탈로 이어지는 코스닥 자본시장 생애주기 전체의 출발점이 된다. 좋은 기업이 과도한 비용과 불확실성 없이 들어올 수 있는 시장을 만드는 일은, 그 기업이 상장 이후에도 머물며 성장하고 필요할 때는 질서 있게 퇴출할 수 있는 시장을 만드는 일의 첫 단계다.

참고문헌 및 주요 제도자료

1. 국내 제도·정책·통계자료

금융감독원. (2025). 추정실적 기반 공모가 산정실태 점검 및 향후대응.

대한민국. 벤처기업육성에 관한 특별법.

중소벤처기업부. (2023). 비상장 벤처기업 복수의결권주식 제도 안내.

한국거래소. 코스닥시장 개요와 연혁.

한국거래소. (2025). 코스닥 상장심사 이해와 실무.

한국거래소. (2026). 코스닥시장 상장규정 일부개정규정 제2440호.

한국거래소. (2026.7.1). 코스닥시장 상장규정 및 시행세칙 일부 개정 공지 335.

한국거래소. KIND 기업공시채널·KRX 정보데이터시스템.

2. 국내외 학술문헌·연구보고서

Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y. V., & Litov, L. P. (2022). The Rise of Dual-Class Stock IPOs. Journal of Financial Economics, 144(1), 122–153.

Akyol, A. C., Cooper, T., Meoli, M., & Vismara, S. (2014). Do Regulatory Changes Affect the Underpricing of European IPOs?. Journal of Banking & Finance, 45, 43–58.

Bernstein, S., Dev, A., & Lerner, J. (2020). The Creation and Evolution of Entrepreneurial Public Markets. Journal of Financial Economics, 136(2), 307–329.

Cattaneo, M., Meoli, M., & Vismara, S. (2015). Financial Regulation and IPOs: Evidence from the History of the Italian Stock Market. Journal of Corporate Finance, 31, 116–131.

Field, L. C., & Lowry, M. (2022). Bucking the Trend: Why Do IPOs Choose Controversial Governance Structures and Why Do Investors Let Them?. Journal of Financial Economics, 146(1), 27–54.

Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency Problems at Dual-Class Companies. The Journal of Finance, 64(4), 1697–1727.

Takahashi, H., & Yamada, K. (2015). IPOs, Growth, and the Impact of Relaxing Listing Requirements. Journal of Banking & Finance, 59, 505–519.

Vismara, S., Paleari, S., & Ritter, J. R. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. European Financial Management, 18(3), 352–388.

남지안·최종서. (2021). 코스닥 기술특례상장기업의 회계정보의 질. 회계정보연구, 39(1), 91-133.
이석훈. (2022). 특례상장 기업의 성과 분석과 시사점. 자본시장연구원 이슈보고서 22-16.
임완진·임병권·정종율. (2025). 코스닥 상장기업의 주가성과 분석: 기술특례상장 및 주간사 역할을 중심으로. 벤처창업연구, 20(1), 1-10.

3. 해외 제도·시장자료

Hong Kong Exchanges and Clearing. (2024). Enhanced Application Timeframe.
Hong Kong Exchanges and Clearing. (2026). Guide for New Listing Applicants: Return of Listing Applications.
Nasdaq. (2025). Nasdaq Maintains Over a Decade of Listings Leadership in 2025.
Nasdaq Listing Center. (2026). Initial Listing Guide.
Ritter, J. R. (2026). Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2025.

4. 보도·공개자료

뉴시스. (2025.10.14). 벤처업계 숙원이라더니…복수의결권 도입 단 두 곳뿐.
서울경제. (2021.3). 쿠팡 지분구조 공개…김범석 미국 상장 후 지분 10.2%, 의결권 76.7%.
이데일리. (2026.7.2). 거래소, 기술특례·복수의결권 관련 코스닥 상장규정 개정.
전자신문. (2026.5.21). 상승률 낮은 코스닥…예비 코스닥 기업 신청도 저조.
한국경제. (2025.12.26). 2025년 코스닥 신규상장과 공모실적.
한국경제. (2026.7.20). 한국거래소 코넥스 기업 대상 코스닥 이전상장 컨설팅.
중소기업중앙회·한국여성경제인협회·한국벤처캐피탈협회·중소기업융합중앙회·벤처기업협회·이노비즈협회·메인비즈협회·코스닥협회. (2026). 「코스닥시장 진입 및 퇴출 관련 규제 완화」 8개 단체 공동 건의자료.

한국중소기업학회 제2회 혁신벤처포럼

코스닥 상장 중소기업의 상장유지·퇴출 애로요인 진단과 정책과제

최영근 교수(상명대학교)

상장 중소기업의 경영 애로와 상장유지 부담: 코스닥 제도 진단과 정책과제

「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」
연구주제 2 — 상장유지·성장

최영근 교수(상명대학교)
penking1@smu.ac.kr

발제요지

본 발제문은 「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」의 세 세부 연구주제 가운데 두 번째로서, 기업의 자본시장 생애주기 중 상장유지·성장 단계를 다룬다. 이 단계의 정책과제는 상장기업의 부담을 일률적으로 줄이는 데 있지 않고, 상장 이후 기업의 성장과 정보생산을 촉진하면서 코스닥 내부의 높은 기업 이질성에 맞게 규율과 지원을 차등화하고 취약기업을 조기에 식별하는 데 있다.

코스닥시장은 2026년 개설 30주년을 맞았으나, 상장기업 내부의 수익성·재무건전성 격차는 지난 20여 년간 뚜렷하게 확대되어 왔다. 자본시장연구원 분석에 따르면 코스닥 상장기업의 평균 총자산순이익률(ROA)은 2000~2004년 2.04%에서 2021~2025년 -0.31%로 하락하였고, 영업이익률 기준 상하위 10% 기업 간 격차는 47.02%p에서 65.20%p로 확대되었으며, 2026년 1분기 적자기업 비중은 40.93%로 코스피(21.13%)의 두 배에 육박하였다(강소현, 2026). 이러한 양극화는 코스닥시장의 얕은 기관·장기투자자 저변, 2026년 6월 거래대금의 전월 대비 35.7% 급감과 맞물려 있으며, 한국거래소가 추진 중인 승강형 세그먼트 도입은 시장 신뢰 제고에 대한 기대와 상위 쏠림·하위 낙인효과라는 우려를 동시에 낳고 있다.

분석 결과, 기업가치 제고 계획(밸류업) 공시 참여율은 코스닥이 20.6%로 코스피(40.5%)의 절반 수준에 그쳤고, 참여 소형주는 개수 기준 25.5%를 차지하면서도 시가총액 비중은 3%에 미치지 못하여, 코스피·코스닥 간 사실상 동일한 공시·지배구조 규제가 중소형기업에 상대적으로 큰 부담을 지우고 있음을 시사하였다. 국제비교는 나스닥을 중심축으로 삼았으며, 새로운 설문조사는 실시하지 않고 공식 발표자료·학술논문·공개데이터(KIND 등)를 종합하였다.

이상의 근거를 토대로 IR·공시 부담 완화, 기관·장기투자자 참여 확대, 승강형 세그먼트 부작용 완화라는 세 개 정책패키지, 총 9개 정책과제를 제시한다. 각 과제는 국내 실태 근거·국제 준거·공개데이터 근거

의 3중 근거 체계로 설계하였으며, 근거강도가 상대적으로 낮은 과제는 핵심 권고가 아닌 검토과제로 낮추어 제시하였다.

목차

발제요지
Ⅰ. 문제제기와 연구목적
Ⅱ. 이론적 배경과 코스닥의 이질성
Ⅲ. 상장유지 단계의 실태와 현행 제도의 한계
Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점
Ⅴ. 정책방향과 핵심 정책과제
Ⅵ. 맺음말
참고문헌

Ⅰ. 문제제기와 연구목적

1.1 연구배경: 상장은 곧 성장을 보장하는가

코스닥시장은 2026년 현재 개설 30주년을 맞았다. 그러나 시장 전체의 외형 성장과 별개로, 코스닥 상장기업 내부의 수익성·재무건전성 격차는 지난 20여 년간 뚜렷하게 확대되어 왔다. 자본시장연구원의 분석에 따르면 코스닥 상장기업의 평균 ROA는 2000~2004년 2.04%에서 2021~2025년 -0.31%로 하락하였고, 영업이익률 기준 상위 10%와 하위 10% 기업 간 격차는 같은 기간 47.02%p에서 65.20%p로 확대되었다. 2026년 1분기에는 코스닥 상장기업의 40.93%(521개사)가 적자를 기록하여 코스피(21.13%)의 두 배에 육박하였다(강소현, 2026; 서울경제, 2026a). 흥미롭게도 같은 기간 연구개발비 비중이 매출액의 10%를 넘는 고R&D집약 기업의 비중은 6.59%에서 16.31%로 오히려 늘었다(강소현, 2026). 즉 코스닥시장은 혁신형 우량기업과 재무적으로 취약한 기업이 동시에 늘어나는 '이질성 심화' 국면에 놓여 있다.

문제는 여기서 발생한다. 이러한 양극화는 투자자 구성의 편중과 맞물려 있다. 코스닥시장은 코스피시장에 비해 개인투자자의 거래 비중이 구조적으로 높고 기관·장기투자자의 참여가 상대적으로 얕다(자본시장연구원, 2026c). 2026년 6월 코스닥 일평균 거래대금은 약 10조원으로 전월 대비 35.7% 감소해 연중 최저 수준을 기록하였고, 같은 시기 코스피(약 50조원)와의 격차는 약 5배로 벌어졌다(IB토마토, 2026). 이러한 배경에서 한국거래소와 금융위원회는 2026년 코스닥시장의 신뢰 회복과 체질 개선을 위한 종합방안을 발표하고, 상장유지요건 강화와 함께 이른바 '승강형 세그먼트' 도입을 추진하고 있다(law-lin, 2026; 디지털타임스, 2026).

본 연구가 다루는 문제의식은 시장 전체 차원의 진단에서 한 걸음 더 들어가, 이미 상장을 마친 중소기업이 상장을 유지하는 동안 실제로 어떤 부담과 제약에 직면하는가를 규명하는 데 있다. 코스닥 상장기업의 절대다수는 대기업집단 계열사가 아닌 독립 중소·중견기업이며, 상장이라는 지위를 통해 자본시장의 신뢰를 획득하는 동시에 지속적인 공시·지배구조 의무와 시장 평가라는 이중의 부담을 진다. 그러나 현행 제도는 코스피·코스닥 간 기업 규모 차이를 충분히 반영하지 못한 채 사실상 유사한 공시·지배구조 규제를 적용하는 경우가 많고, 코스닥시장 자체의 얕은 기관·장기투자자 저변은 상장 이후 후속 자본조달을 어렵게 만드는 구조적 제약으로 지목된다. 여기에 더해 한국거래소가 추진 중인 승강형 세그먼트는 시장 신뢰 제고라는 기대와 함께, 상위 세그먼트로의 자금 쏠림과 하위 세그먼트 기업에 대한 낙인효과라는 부작용 우려를 동시에 낳고 있다(헬로디디, 2026).

1.2 연구목적과 연구질문

본 연구는 「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」의 세 연구주제 가운데 상장 이후 유지 국면에 특화되어 있으며, 상장 진입요건(연구주제 1)에 대한 상세 비교나 상장폐지 메커니즘(연구주제 3) 자체에 대한 독립적 분석은 본 발제문의 범위에 포함하지 않는다. 다만 상장유지 단계는 성장지원 기능만을 담당하지 않는다. 이 단계에서 형성되는 기업 간 정보생산과 규율의 격차는 우량기업의 성장경로를 지원하는 동시에, 자본시장 기능을 충분히 활용하지 못하는 취약기업을 조기에 식별해 정상화 또는 퇴출 단계로 연결하는 관문 기능도 수행한다. 이러한 의미에서 상장유지 단계는 연구주제 1의 진입단계 기업선별과 연구주제 3의 퇴출단계 시장선별을 잇는 중간 단계다.

이를 상위 질문으로 표현하면, 본 연구는 “상장기업의 부담을 어떻게 줄일 것인가”라는 질문에 그치지 않는다. 대신 “상장 이후 기업의 성장과 정보생산을 촉진하면서 기업 간 이질성에 맞게 규율과 지원을 어떻게 차등화할 것인가”에 답하고자 한다. 본 연구는 다음 다섯 개의 연구질문(RQ)에 답한다.

RQ1. 코스닥 상장 중소기업이 상장 이후 직면하는 주요 애로요인(IR·공시 부담, 약한 자본조달 기능, 세그먼트 도입에 따른 양극화 우려)은 공개데이터·기존 통계상 어떻게 나타나는가?

RQ2. 코스피와 코스닥이 기업 규모 차이에도 불구하고 사실상 동일한 공시·지배구조 규제를 적용받는 현행 체계는 코스닥 중소형 상장기업에 어떤 부담을 초래하는가?

RQ3. 코스닥시장의 기관·장기투자자 저변 부족은 상장 중소기업의 실제 자본조달 실적에 어떤 영향을 미치는가?

RQ4. 승강형 세그먼트 도입은 코스닥시장 내 양극화를 심화시키는가, 아니면 시장 신뢰 제고를 통해 완화시키는가? 부작용을 최소화하기 위한 보완장치는 무엇인가?

RQ5. 나스닥 상장기업의 상장 유지 단계 제도는 코스닥과 어떤 차이가 있으며, 어떤 정책적 시사점을 제공하는가?

1.3 연구범위와 방법

본 연구는 코스닥시장에 상장되어 있는 중소기업의 상장 유지 단계 애로요인을 다룬다. 상장 진입 이전의 절차·요건 비교, 상장폐지 사유·절차와 시장 이탈 이후의 소프트랜딩 방안은 각각 연구주제 1·3의 영역이므로 독립적으로 다루지 않으며, 유지 단계의 논의에 직접 필요한 범위에서만 보조적 맥락으로 언급한다. 이른바 ‘피터팬 증후군’(중소기업이 지원 축소를 우려해 성장을 회피하는 현상)은 진입 결정 이전의 유인구조 문제로서 연구주제 1의 문제의식과 더 가까워 본 연구의 분석대상에서 제외한다.

국제비교는 나스닥을 중심축으로 상장 ‘유지’ 단계의 제도—정기·수시공시, 후속 자본조달, 지배구조 특례, 기관투자자 저변—에 한정하여 수행하였고, 일본·영국 사례는 승강형 세그먼트·시장 구조 개편 논의를 보완하기 위해 필요한 범위에서 제한적으로 활용하였다. 연구방법은 문헌·제도분석과 공개데이터 분석을 병행하였다. 다만 증권예탁결제원(SEIBro) 종목별 소유자 분포의 전수 다운로드·가공, 코스닥150 정기변경 종목에 대한 이벤트윈도우

분석과 같이 다수 종목·다수 공시문서에 대한 별도의 수작업 수집이 필요한 항목은 본 발제문 작성 시점에 전수 재현을 완료하지 못하였으며, 해당 절에서 이러한 한계를 명시하고 기존 문헌·보도자료에 기반한 정성적 근거로 보완하였다. 이는 실증분석 결과를 과장하지 않고 실행하지 못한 분석을 실행한 것처럼 서술하지 않는다는 원칙에 따른 것이다. 새로운 설문조사는 실시하지 않았다.

Ⅱ. 이론적 배경과 코스닥의 이질성

2.1 코스닥시장의 이질성 · 양극화

코스닥시장의 이질성 심화는 자본시장연구원의 실증 분석에서 뚜렷하게 확인된다. 강소현(2026)은 코스닥 상장기업을 2000~2004년과 2021~2025년 두 시기로 나누어 비교한 결과, 평균 ROA가 2.04%에서 -0.31%로 하락하고 영업이익률 상하위 10% 기업 간 격차가 47.02%p에서 65.20%p로 확대되었음을 보였다. 이 연구의 핵심 함의는 코스닥시장이 단순히 전반적으로 부실화된 것이 아니라, 혁신 역량을 갖춘 우량기업군과 재무적으로 취약한 기업군이 '동시에' 확대되는 구조적 양극화를 겪고 있다는 점이다. 이는 대형주-중소형주 간 정태적 규모 격차와는 구별되는, 성과와 위험의 분포 자체가 벌어지는 동태적 현상이다.

이러한 이질성은 시장 전체에 대한 투자자 신뢰, 이른바 '코스닥 디스카운트'와 연결된다. 부실 위험이 있는 기업의 비중이 늘어나면 우량기업까지 포함한 시장 전체의 평가가 저평가되는 부정적 외부효과가 발생할 수 있다(강소현, 2026). 한국거래소가 2026년 발표한 '코스닥 시장 신뢰·혁신 제고 방안'은 이러한 문제의식을 '다산다사(多産多死)' 구조 재설계로 표현하며, 기술특례상장 확대를 통한 진입 활성화와 상장폐지 요건 강화를 통한 부실기업 퇴출 가속화를 동시에 추진한다는 방향을 제시하였다(law-lin, 2026). 상장유지 시가총액 요건은 2026년 150억원에서 2028년 300억원까지 단계적으로 상향될 예정이며, 이 기준 강화만으로도 2026~2029년 사이 약 165개 안팎의 기존 상장기업이 새 기준에 미달할 것으로 추정된다(Shin & Kim, 2026; law-lin, 2026).

세그먼트 도입 논의는 바로 이 이질성 문제에 대한 시장 구조적 대응이다. 우량기업과 취약기업이 하나의 시장 구분 안에 섞여 있으면 투자자가 개별기업의 위험을 식별하는 비

용이 커지므로, 세그먼트를 통한 사전적 분류는 정보비대칭을 줄이고 우량기업에 대한 자금 유입을 촉진할 수 있다는 것이 도입론의 핵심 논리다. 그러나 이 논리는 동시에 하위 세그먼트로 분류된 기업에 대한 낙인효과와 자금 이탈이라는 반대 효과의 가능성을 내포한다.

2.2 세그먼트 국제비교와 밸류업 · 공시제도

세그먼트 제도는 신시장을 별도의 독자적 시장으로 설계하는 모델과, 기존 단일시장 내부를 등급화하는 내부 세그먼트 차별화 모델로 유형화할 수 있다. 일본거래소그룹(JPX)은 2022년 4월 기존 1부·2부·마더스·재스닥의 4단계 구분을 프라임·스탠다드·그로스 3개 시장으로 재편하면서 편입기준 미충족 기업에 일정 기간의 경과조치를 부여하였다(JPX, n.d.). 영국 런던증권거래소는 대안투자시장(AIM)이라는 별도의 신시장 모델을 운영해 왔으나, 최근 보도에 따르면 상장기업 수가 정점 대비 크게 줄어드는 이탈 추세에 있다고 하며(Bloomberg, 2026), 이는 신시장 모델이 상장 유지 유인을 지속적으로 제공하지 못하면 매력이 저하될 수 있음을 시사한다. 다만 이 보도의 세부 통계는 본 발제문에서 원문 접근 제약으로 전면 검증하지 못하였다.

한편 정부는 2024년 2월 기업 밸류업 지원방안을 발표하고 상장기업이 자발적으로 기업가치 제고 계획을 수립·공시하도록 유도하였다. 자본시장연구원 안유미(2026)의 분석에 따르면 2024년 5월 3개사에 불과하던 공시 참여기업은 2026년 4월 말 718개사로 급증하였으나, 참여 수준은 기업 규모에 따라 뚜렷하게 갈렸다. 시가총액 1조원 이상 대형주는 195개사(27.2%)에 불과하지만 전체 참여기업 시가총액의 97.3%를 차지한 반면, 1천억원 미만 소형주는 183개사(25.5%)로 개수는 적지 않으나 시가총액 비중은 미미하였다. 이러한 격차의 배경에는 '동일규제의 상대적 부담'이라는 문제가 있다. 코스피와 코스닥은 시가총액과 조직 규모에서 현격한 차이가 있음에도 정기·수시공시 의무나 지배구조 공시 요건의 상당 부분을 사실상 유사한 수준으로 적용받으며, 규제 준수에 필요한 절대적 비용이 기업 규모와 무관하다면 매출액·인력 대비 상대적 부담은 중소형기업에서 훨씬 커진다. 이는 본 발제문 RQ2의 핵심 쟁점이며 Ⅲ장에서 구체적으로 검증한다.

2.3 소결: 상장 유지 단계의 제도적 공백

선행연구를 종합하면 세 가지 함의가 도출된다. 첫째, 코스닥시장은 혁신기업과 취약기업이 동시에 늘어나는 이질성 심화 국면에 있으며, 세그먼트 도입이 추진되고 있으나 상위 쏠림과 하위 낙인효과라는 부작용 우려가 공존한다. 둘째, 밸류업 공시와 같은 자발적 공시 확대는 대형·우량기업 중심으로 진행되는 경향이 있고, 코스피·코스닥 간 사실상 유사한 규제 수준은 중소형 상장기업에 상대적으로 큰 부담을 지운다. 셋째, 이 모든 문제의 배경에는 코스닥시장의 얕은 기관·장기투자자 저변이라는 공통 요인이 있다. 기관투자자 참여가 낮으면 밸류업 공시의 유인도, 세그먼트 상위군 진입의 유인도, 후속 자본조달의 여건도 함께 취약해진다.

이 세 문제는 결국 하나의 원칙으로 수렴한다. 코스닥 상장기업을 하나의 평균적 기업으로 전제하는 획일적 규율과 지원은 우량 성장기업과 취약기업이 동시에 늘어나는 고이질성 구조에 적합하지 않으며, 기업의 규모·성장단계·재무건전성에 따라 공시·자본조달·세그먼트 편입을 차등화하는 접근이 필요하다. 이하 Ⅲ~Ⅳ장은 이 세 갈래의 공백을 국내 실태와 해외사례로 검증하며, Ⅴ장은 그 결과를 정책과제로 수렴한다.

Ⅲ. 상장유지 단계의 실태와 현행 제도의 한계

이하 3개 절은 상장유지 단계의 세 가지 핵심 문제를 각각 국내 현황·공개자료 기반 실태·업계 의견의 순서로 검토한다. 실태조사는 별도의 설문조사가 아니라 공개통계·공시자료를 이용한 분석이며, 원자료의 전수 가공이 필요한 일부 항목(SEIBro 소유자 분포, KRX 유상증자 시계열, 코스닥150 이벤트윈도우 분석 등)은 본 발제문 작성 시점에 전수 재현을 완료하지 못하여 정성적 근거로 보완하였다는 한계를 명시한다.

3.1 중소형 상장기업의 IR · 공시 부담

코스닥시장 공시규정은 정기공시(사업·분기·반기보고서)와 수시공시(주요경영사항) 체계를 코스피시장과 유사한 구조로 운영한다. 공시 항목과 절차의 근간이 유사하다는 것은 규제상

형평성 측면에서는 타당할 수 있으나, 이를 이행하는 조직의 규모가 크게 다른 코스피 대기업과 코스닥 중소기업 사이에서는 상대적 부담의 격차를 낳는다. 이러한 '동일규제의 상대적 부담'은 밸류업 공시 참여 현황에서 뚜렷하게 확인된다.

〈표 1〉 기업가치 제고 계획 공시 참여 현황(2026년 4월 말 기준)

구분	코스피	코스닥	전체
누적 공시기업 수(비중)	339개사(40.5%)	375개사(20.6%)	718개사(26.9%)
대형주(1조원↑) 참여기업 시총 점유율	-	-	97.3%(195개사, 27.2%)
소형주(1천억원↓) 참여기업 시총 점유율	-	-	2.7% 미만(183개사, 25.5%)

출처: 안유미(2026), 자본시장연구원 자본시장포커스 2026-11호; 파이낸셜뉴스(2026a); 뉴스핌(2026); 한국거래소 KIND를 종합하여 재구성.

2026년 4월 말 기준 밸류업 공시 참여율은 코스피 상장사의 40.5%인 데 반해 코스닥은 20.6%로 절반 수준에 그쳤다. 참여기업 중에서도 대형주가 개수 대비 압도적으로 큰 시가총액 비중을 차지하는 반면, 소형주는 개수로는 4분의 1을 차지하면서도 시장 영향력은 3%에도 못 미친다. 이는 밸류업이라는 자발적 공시 확대 정책이 코스피·대형기업 중심으로 진행되고 있으며, 코스닥 중소형기업의 참여가 구조적으로 뒤처지고 있음을 보여준다. 다만 자본시장연구원(안유미, 2026)이 지적한 대로 최근에는 코스닥 소형기업의 참여도 점차 확대되는 추세다.

이러한 격차의 원인을 전담인력·전문성 부족만으로 단정할 수는 없으나, 밸류업 공시가 요구하는 중장기 기업가치 제고 계획의 수립·공시에는 상당한 분석·작성 역량이 필요하다는 점에서, 코스닥 중소형기업의 상대적으로 얕은 IR 조직이 참여 제약 요인 중 하나로 작용하고 있을 가능성이 높다. 자본시장연구원 안유미(2026)는 "자발적 참여를 넘어선 성과 중심의 인센티브 강화"와 함께 성장성 있는 코스닥 기업을 위한 맞춤형 인센티브 지원이 필요하다고 제언하였다. 다만 코스닥협회·한국상장회사협의회 등 발행회사 단체가 IR·공시 부담 경감을 공식적으로 요청한 성명은 본 발제문 작성 시점에 확인하지 못하였으며, 이는 아래 5.4절에서 확인되는 벤처업계의 조직화된 의견 표명과 대비된다.

3.2 기관 · 장기투자자 기반과 상장 후 자본조달 기능

상장의 본질적 기능 중 하나는 후속 자본조달, 즉 이미 상장된 기업이 유상증자 등을 통해 추가로 성장자금을 조달할 수 있다는 데 있다. 그러나 코스닥시장은 최근 대형주 쏠림과 거래대금 급감으로 이 기능이 위축되고 있다는 징후가 관측된다. 2026년 6월 코스닥 일평균 거래대금은 약 10조원으로 전월 대비 35.7% 감소하며 연내 최저 수준을 기록하였고, 코스피 거래대금과의 격차는 약 5배로 벌어졌으며, 코스닥 지수는 전년 말 대비 약 11% 낮은 수준까지 하락하였다(IB토마토, 2026). 이러한 위축의 배경으로는 반도체 등 대형주로의 자금 쏠림이 지목되며, 회사 자체의 부실보다 시장 전반의 자금 유입 위축이 더 크게 작용했다는 업계 평가도 있다(IB토마토, 2026). IPO 이후 주가가 공모가 대비 큰 폭(73.8%)으로 하락한 사례도 보도된 바 있으며, 이는 벤처캐피털의 투자금 회수(엑시트) 성과 악화와 초기 스타트업에 대한 자금 공급 감소로 이어질 수 있다는 우려로 연결된다(IB토마토, 2026).

자본시장연구원은 코스닥시장의 발전을 위해 기업가치를 적절히 평가하고 이를 장기 투자로 연결하는 '중개 기능'이 보완적으로 강화되어야 한다고 지적한다. 초기 단계의 성장기업은 단기간 내 성과 창출이 제한적이어서 장기적 관점에서 평가·투자할 수 있는 안정적인 투자자 기반이 요구되기 때문이다(자본시장연구원, 2026c). 다만 본 발제문은 SEIBro 소유자 분포와 KRX 유상증자 원자료의 전수 분석을 완료하지 못하였으므로, 코스닥의 기관투자자 저변이 코스피 대비, 그리고 코스닥 내에서도 대형주 대비 중소형주가 상대적으로 얕다는 결론은 정성적 수준에 머무르며 정량적 격차 통계는 제시하지 않는다. 자금수요와 실제 조달실적 사이의 괴리를 인과적으로 규명하려면 KRX·SEIBro 원자료에 기반한 후속 정량분석이 필요하다.

3.3 승강형 세그먼트 도입과 시장 양극화 우려

한국거래소는 2026년 코스닥 개설 30주년을 계기로 '코스닥 시장 신뢰·혁신 제고 방안'을 통해 승강형 세그먼트 도입을 공식화하였다(디지털타임스, 2026; law-lin, 2026). 다만 2026년 8월 현재까지 세그먼트의 명칭, 편입기준의 구체적 수치, 시행일은 공식적으로 확정되지 않았다. 당초 코스닥 30주년 기념식(2026.7.1)에서 구체안이 공개될 것으로 예상되

었으나, 벤처업계의 반발을 고려해 발표가 9월 말~10월 초로 연기되었다(서울경제TV, 2026). 일부 보도는 상위 세그먼트를 80~170개 기업으로 구성하는 방안이 검토되고 있다고 전하나, 이러한 세부 수치는 공식 확정 자료로 교차검증되지 않았다(파이낸셜뉴스, 2026b). 이에 따라 본 절은 세그먼트의 확정 기준을 전제로 한 평가 대신, 원칙과 보완장치 중심의 '발표 전 시나리오'로 분석을 구성한다.

세그먼트 도입과 병행하여 상장유지요건 자체도 단계적으로 강화되고 있다. 코스닥 상장유지 시가총액 기준은 2026년 150억원에서 2028년 300억원으로 상향될 예정이며, 이 기준 강화만으로도 2026~2029년 사이 약 165개 안팎의 기존 상장기업이 새 기준에 미달할 것으로 추정된다(Shin & Kim, 2026; law-lin, 2026). 세그먼트 도입은 두 가지 상반된 시나리오를 낳을 수 있다. 긍정적 시나리오는 상위 세그먼트에 정보생산·기관투자자 관심이 집중되면서 코스닥 전체의 신뢰도가 높아지고 이것이 하위 세그먼트에도 간접적으로 파급되는 경우다. 부정적 시나리오는 상위 세그먼트에 자금과 관심이 집중되는 동안 일반·관리 세그먼트 기업은 오히려 자금조달과 투자자 관심에서 더 소외되는 낙인효과다. 특히 바이오·기술특례 기업처럼 장기 R&D 투자가 필요한 기업은 단기 재무성과를 기준으로 하는 세그먼트 편입기준에서 불리해질 수 있다. 코스닥이 이미 우량기업군과 취약기업군이 동시에 확대되는 고이질성 시장이라는 점(II장 2.1)을 고려하면, 세그먼트가 시가총액 등 단기 시장가격 지표만으로 편입 여부를 가를 경우 장기 연구개발 투자로 일시적 실적이 부진한 혁신기업까지 하위 세그먼트로 분류되어 오히려 자금조달 기회를 잃는 역설적 결과가 나타날 수 있다.

벤처기업협회, 한국벤처캐피탈협회, 코리아스타트업포럼, 코스닥협회는 2026년 세그먼트 도입에 대해 "프리미엄과 스탠다드로 구분할 경우 자금과 투자자 관심이 상위 시장에 집중되고 하위 시장 기업에는 낙인효과가 발생"할 수 있다는 우려를 공식적으로 표명하며 시행 유예와 재검토를 요청하였다(헬로디디, 2026). 이들 단체는 시행 유예 및 재검토, 상장폐지 기준 강화 유예, 정책협의체 상설화, 기술특례상장 제도 보완 등 다섯 가지를 공동 제안하였다(헬로디디, 2026). 이는 III장·앞선 두 절에서 확인되는 업계 의견에 비해 상대적으로 구체적이고 조직화된 형태로 나타난다. 다만 이러한 문제제기는 세그먼트 도입 자체에 대한 전면적 반대라기보다, 편입기준의 설계방식—특히 시가총액과 같은 단일 지표에 의존하는 방식—과 유예기간·이동가능성·지원방안이 충분히 정교화되지 않은 데 대한 우려로 해석할 수 있다.

Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점

나스닥 등 해외사례를 코스닥에 그대로 이식해야 한다고 단정할 근거는 없다. 시장규모, 기업구성, 투자자구조, 법제도 환경이 다르기 때문에, 이하의 비교는 제도의 모방이 아니라 정책적 준거(benchmark)로 활용한다.

4.1 공시규제: 미국의 규모별 단계적 완화체계

나스닥을 포함한 미국 상장기업은 증권거래법에 따라 연차보고서(10-K)·분기보고서(10-Q)·수시보고서(8-K)를 SEC에 제출해야 하며, 공정공시규정(Regulation FD)과 사베인스-옥슬리법 제404조에 따른 내부통제 평가·인증 의무를 진다. 다만 미국 제도는 기업 규모에 따라 뚜렷한 단계적 완화 체계를 갖추고 있다. 비가속적 보고회사는 404(b) 외부감사인 인증 의무에서 전면 면제되며, 신흥성장기업(EGC)과 소규모 보고회사에는 임원보수 공시 축소 등 별도 혜택이 주어진다. 2026년 5월 19일 SEC가 제안한 개혁안은 이 완화 기조를 더 확대하는 방향으로, 대규모 가속적 보고회사의 시가총액 기준을 7억 달러에서 20억 달러로 상향하고 신규상장기업에 5년의 유예기간(on-ramp)을 부여하는 내용을 담고 있다(Nixon Peabody, 2026). 다만 이 개혁안은 2026년 8월 현재 의견수렴 절차가 진행 중인 제안 단계이며 확정된 규칙이 아니다.

한편 나스닥은 저가주로 인한 시장 조작·혼란을 방지하기 위해 상장유지 요건을 오히려 강화하기도 하였다. 2026년 7월 SEC가 승인한 새 규칙은 공개주식 시가총액이 최소 500만 달러 이상 유지되지 않으면 보정 기간 없이 즉시 상장폐지 절차에 들어가도록 하였다(Sheppard Mullin, 2026). 이는 미국의 공시·상장유지 규제가 일방적으로 완화되는 것이 아니라, 소형·부실 발행자에 대한 시장 건전성 규제는 강화하면서 성실한 중소형 발행자의 보고 부담은 낮추는 이원적 방향으로 움직이고 있음을 보여준다. 한국은 코스피와 코스닥 간에 정기·수시공시 항목과 절차의 골격이 사실상 유사하며, 기업 규모에 따른 차등의 폭이 미국의 세분화된 filer status 구분만큼 정교하지 않다.

4.2 자본조달: 미국의 제도화된 장기자금과 셸프등록

미국 자본시장은 401(k) 확정기여형 퇴직연금·개인퇴직계좌(IRA)·뮤추얼펀드를 통해 가계

자산이 광범위하게 장기 투자로 유입되는 구조를 갖추고 있으며, 이는 나스닥 상장 혁신 중소형기업에도 상대적으로 안정적인 유동성 기반을 제공하는 것으로 이해된다. 다만 본 발제문은 미국 기관투자자 보유비중의 최신 1차 통계를 직접 재계산하지 않았으며 일반적으로 통용되는 문헌상의 이해를 인용하는 수준에 그친다. 미국 상장기업은 선반등록(Shelf Registration)을 통해 최대 3년간 유효한 등록서류(Form S-3)를 사전 제출해 두고 시장 상황에 따라 신속하게 후속 공모를 실행할 수 있다(Sichenzia Ross Ference, n.d.). 2026년 5월 SEC의 제안은 이 절차를 소형주 발행사에 더 폭넓게 개방하는 방향으로, 공개유동주식가치가 낮은 발행사의 조달 규모 제한('베이비 셸프' 규정) 폐지 등을 포함한다(Faegre Drinker, 2026)[제안 단계].

한국의 유상증자는 매 건마다 증권신고서 제출과 심사 절차를 거쳐야 하며, 미국의 셸프 등록과 같이 사전에 등록해 둔 뒤 신속하게 발행하는 절차적 장치는 제한적이다. 다만 이 비교는 제도 설계상의 비교이며 미국측 실제 활용 실적을 직접 분석한 것이 아니므로, 절차의 신속성이라는 제도적 요인과 기관투자자 저변이라는 수요 측 요인이 함께 작용해야 후속 자본조달이 원활해진다는 점, 그리고 두 나라의 자본시장 규모·퇴직연금 성숙도 차이가 크다는 점을 함께 고려해야 한다.

4.3 시장구조: 나스닥의 상시적 3단계 등급과 일본 · 영국의 개편 경험

〈표 2〉 코스닥-나스닥 상장유지 제도 비교 개관

비교항목	코스닥	나스닥	핵심 갭
정기·수시공시	코스피와 사실상 유사한 규제 수준	규모별 세분화된 완화체계(filer status), 2026년 추가 완화 제안 중	규모별 차등화 정도
내부통제 인증	일정 규모 이상 외부감사인 인증 의무	비가속적 보고회사 전면 면제	면제 대상 범위
후속 자본조달	매 건 증권신고서·심사 절차	셸프등록(S-3)으로 최대 3년 사전등록	절차의 신속성
지배구조 특례	복수의결권, 상장 후 3년 강제 전환	차등의결권, 장기 존속 가능	전환 강제성
세그먼트 구조	승강형 세그먼트 도입 추진 중(미확정)	3단계 내부 등급 상시 운영	이동가능성·유예기간 설계

나스닥은 단일 거래소 내에서 글로벌 셀렉트·글로벌·캐피털의 세 단계 내부 등급을 오랫동안 운영해 왔으며, 재무 규모와 유동성 수준에 따라 편입 단계를 정하고 단계별 상장유지 요건을 적용하는 '내부 세그먼트 차별화 모델'이다. 이 모델이 오랜 기간 안정적으로 운영되어 왔다는 점은 세그먼트 제도 자체가 시장을 붕괴시키지 않는다는 정황을 보여준다. 다만 나스닥의 세 단계는 이동이 비교적 빈번하고 예측 가능한 규칙에 따라 이루어지며, 낙인효과 논란이 한국만큼 첨예하지 않다는 시장 성숙도의 차이를 함께 고려해야 한다.

일본거래소그룹(JPX)의 2022년 4단계→3단계 재편은 편입기준 미충족 기업에 일정 기간의 경과조치를 부여해, 세그먼트 개편이 기존 상장기업에 급격한 충격을 주지 않도록 이동 가능성과 유예기간을 함께 설계한 사례로서 한국의 승강형 세그먼트 설계에 직접적인 참고가 된다(JPX, n.d.). 반면 영국 AIM은 상장기업 수가 정점 대비 크게 줄어드는 이탈 추세에 있다는 보도가 있어(Bloomberg, 2026)[세부 수치 추가 검증 필요], 세그먼트가 시행 초기의 매력을 지속적으로 유지하지 못하면 상장 유지 유인 자체가 약화될 수 있음을 보여주는 반면교사로 참고할 수 있다.

Ⅴ. 정책방향과 핵심 정책과제

Ⅲ~Ⅳ장에서는 IR·공시 부담, 기관·장기투자자 기반과 자본조달, 승강형 세그먼트라는 세 정책문제를 국내 실태와 해외사례로 검토했다. 이 장은 앞선 논증을 바탕으로 세 정책패키지, 총 9개 정책과제(P-1~P-3, P-7~P-9, P-10~P-12)의 구체적 정책수단을 제시한다. 번호에 공백이 있는 것은 원 연구의 정책과제 전체 체계 가운데 상장유지·성장 단계에 해당하는 항목만을 발제문에 반영했기 때문이다. 세 정책패키지는 공통적으로 상장 이후의 성장지원, 정보생산, 기업차등화라는 세 기능을 통해 코스닥 자본시장 생애주기에서 성장과 조기선별의 역할을 수행한다. 근거강도가 상대적으로 낮은 과제는 '검토과제'로 표시하며, 이하 정책과제 사이에 우선순위나 추진순서를 별도로 설정하지 않는다.

〈표 3〉 정책과제-근거 대응표

정책ID	정책명	국내 실태 근거	국제 준거	구분
P-1	코스닥 중소형기업 맞춤형 공시·IR·컨설팅·영문공시 지원	밸류업 참여율 격차 (20.6%↔40.5%)	미국 filer status 세분화	핵심 권고·단기
P-2	규모·상장연차 기반 단계적 공시규제 (코스피-코스닥 차등화)	동일규제의 상대적 부담	filer status 세분화, SEC 개혁 제안	검토과제·중기
P-3	밸류업 표준모델·간소화 가이드 및 디지털 공시도구	소형주 시총점유 미미(2.7%↓)	신규상장 on-ramp 유예	핵심 권고·단기
P-7	연기금 등 코스닥 전용 장기펀드·투자유인	거래대금 급감·대형주 쏠림	401(k)·뮤추얼펀드 기반	검토과제·중장기
P-8	중소형 증권사 리서치·IB 역량 지원	중개기능 취약성	셀프등록 접근성 확대	핵심 권고·단기
P-9	후속 자본조달 절차 효율화(신속발행 검토)	자금절벽·엑시트 악화	Form S-3·셀프등록	검토과제·중장기
P-10	단계적 도입·유예기간 및 이동기준 예측가능성 확보	벤처업계 시행유예 요청	일본 경과조치 사례	핵심 권고·단기 (최우선)
P-11	하위세그먼트 전용 IR·리서치·유동성 지원	낙인효과 우려	나스닥 3단계 상시운영	검토과제
P-12	R&D·장기사업모델 보완지표 및 이의신청·재심	장기 R&D기업 불리 우려	영국 AIM 이탈 반면교사	검토과제

5.1 정책패키지1. IR · 공시 부담 완화와 코스피–코스닥 규제 차등화(P–1~P–3)

[문제와 근거] 코스피·코스닥 간 사실상 동일한 공시·지배구조 규제는 코스닥 중소형기업에 상대적으로 큰 부담을 지운다. Ⅲ장 3.1에서 확인한 밸류업 공시 참여율 격차(코스피 40.5%, 코스닥 20.6%), Ⅳ장 4.1의 미국 filer status 세분화, 정책연구기관의 인센티브 강화 제언이 근거다.

[정책방향과 수단] P-1은 상장 후 5년 이내 또는 시가총액 3천억원 미만 코스닥 상장기업을 우선 대상으로 밸류업 공시·기업지배구조보고서 작성을 지원하는 맞춤형 컨설팅과 영

문공시·번역 지원을 확대한다. 법 개정 없이 지원사업 형태로 단기 시행 가능하며, 한국거래소·한국상장회사협의회·코스닥협회·중소벤처기업부가 주관한다. P-3은 업종·규모별 밸류업 공시 표준 템플릿·작성 가이드를 제작·배포하고 디지털 공시 작성도구를 KIND 플랫폼에 탑재하는 과제로, 역시 법 개정 없이 단기 시행이 가능하다. P-2는 코스닥 상장기업을 시가총액·상장연차 기준으로 구간화해 소형·신규상장 구간의 정기·수시공시 일부 항목에 간소화된 서식을 허용하는 방안으로, 자본시장법·공시규정 개정이 필요한 중기 검토과제다. 핵심 재무·위험 정보는 간소화 대상에서 제외한다.

[고려사항] 컨설팅 지원이 형식적 공시 확대에 그치지 않도록 이행 실적을 사후 점검하며, 표준화가 '베끼기 공시'로 흐르지 않도록 기업별 맞춤 지표 포함을 가이드에 명시한다. P-2는 투자자보호 약화 우려에 대응하는 공청회 등 의견수렴이 선행되어야 하며, 공시기준 자체를 완화하는 방식이 시장 신뢰 회복에 실제로 기여하는지 분명하지 않으므로 P-1·P-3을 우선 확대한 뒤 보완적으로 검토하는 후순위 과제로 다룬다. 나스닥도 filer status에 따른 차등규제를 운영하므로, 규모별 차등화 원칙 자체를 배제하는 것은 아니다. 성과는 밸류업 공시 참여율, 지원기업의 공시 품질, 표준모델 활용 기업 수를 함께 추적한다.

5.2 정책패키지2. 기관 · 장기투자자 참여 확대와 자본조달 기능 활성화(P-7~P-9)

[문제와 근거] 코스닥시장의 얕은 기관·장기투자자 저변은 후속 자본조달 절차의 구조적 제약과 맞물려 있다. Ⅲ장 3.2의 거래대금 급감과 중개기능 취약성, Ⅳ장 4.2의 미국 401(k)·셸프등록 구조, "시장 전반의 자금 유입 위축"이라는 업계 인식이 근거다. 이 정책패키지는 세 개 정책패키지 중 근거강도가 가장 낮다는 점을 먼저 밝혀둔다. SEIBro·KRX 원자료의 전수 분석을 완료하지 못하여 3개 과제 중 2개(P-7, P-9)를 검토과제로 분류한다.

[정책방향과 수단] P-8은 중기특화 증권사 제도 도입, 코스닥 기업 커버리지 확대에 대한 리서치 지원금 또는 세제 인센티브, 기업설명회(NDR) 개최 지원으로, 근거강도와 실행가능성이 상대적으로 높아 단기 시범사업으로 우선 추진할 수 있다. P-7(검토과제)은 연기금·정책금융기관이 참여하는 코스닥 중소형 혁신기업 전용 장기펀드 조성과 장기보유 인센티브 검토로, 연기금의 투자 가이드라인 개정과 정책자금 출연이 필요한 중장기 과제다. 군인공제회·사학연금 등 가입자 갹출금으로 조성되는 공제회 재원은 사실상 100% 민간자금이므로 이번 정책과제의 대상에서 제외한다. P-9(검토과제)는 공시 이력·시가총액 등 요건을 충족

하는 우량기업에 대한 사전등록형 신속발행 제도의 도입 가능성 검토로, 자본시장법상 증권신고서 제도 개정이 필요한 중장기 법 개정 과제다.

[고려사항] 리서치 지원이 매수의견 편중으로 이어지지 않도록 독립성 원칙을 명시하고, 기관투자 확대가 부실기업 연명으로 이어지지 않도록 투자 대상 선정에 재무건전성·기술력 심사 기준을 명확히 하며, 신속발행 제도가 부실기업의 남발성 증자 수단으로 악용되지 않도록 적격 요건을 엄격히 설계해야 한다. SEIBro·KRX 원자료 분석체계 구축을 선행조건으로 명시하고, 그 이전까지는 P-8의 애널리스트 커버리지 비율을 중심으로 진행 상황을 관리한다.

5.3 정책패키지3. 승강형 세그먼트 도입의 양극화 부작용 완화(P-10~P-12)

[문제와 근거] 세그먼트 도입이 낳을 수 있는 부작용은 두 가지로 명확하다. 첫째, 상위 세그먼트로 자금과 정보생산이 집중되는 동안 일반·관리 세그먼트에 남는 다수 기업은 오히려 유동성과 투자자 관심에서 소외되는 하위낙인 효과다. 둘째, 시가총액 등 단기 시장가격 지표에 의존한 편입기준은 장기 연구개발 투자로 일시적 실적이 부진한 기술기업을 부당하게 하위 세그먼트로 분류할 위험이 있다. 본 발제문은 세그먼트 도입 자체에 반대하지 않으나, 이 두 부작용을 막을 보완장치 없이 세그먼트를 그대로 시행하는 데는 분명히 반대한다. Ⅲ장 3.3의 세그먼트 미확정 상태의 불확실성, Ⅳ장 4.3의 일본의 경과조치와 나스닥의 상시적 내부 등급제, 벤처업계의 공식적 시행유예 요청이 근거다. 세그먼트 제도는 한국거래소가 도입을 주도하는 시장 구조 개편 그 자체이므로, 설계 기준·이동가능성·유예기간·보완장치는 본질적으로 정책 당국의 결정 사항이며 개별 기업이나 시장 참가자가 임의로 조정할 수 있는 영역이 아니다. 부작용을 최소화하기 위한 정책적 개입은 세그먼트 도입 자체와 분리될 수 없는 필수 요소다.

[정책방향과 수단] P-10은 세그먼트 편입·이동 기준을 사전에 공개하고 최소 1~2년의 유예기간을 부여하며 편입·제외 결정의 재심사 주기를 명확히 규정하는 과제로, 코스닥시장 상장규정 개정 사항이라 단기 내 시행 가능하며 이 절의 정책과제 중 시급성이 가장 높다. 편입기준은 시가총액·주가 등 단일 시장가격 지표만으로 기계적으로 정하지 않고 매출액, 영업이익 또는 영업현금흐름, 성장률, R&D 집약도 등 복합지표를 병행하거나 업종별 보완지표·다중기준 방식을 함께 검토한다. 일시적 기준 미달 기업에는 즉시 하위 세그먼트로 분

류하기보다 회복기간과 재심 기회를 부여한다. P-11(검토과제)은 하위 세그먼트에 낙인효과가 적은 중립적 명칭을 사용하고 전용 IR·리서치 지원과 유동성공급자 제도를 보강하는 과제로, 세그먼트 확정 발표 이후 후속 실증분석을 전제로 한다. P-12(검토과제)는 R&D 투자강도·기술성 평가와 같은 보완지표를 세그먼트 편입기준에 병행 반영하고 편입·제외 결정에 대한 이의신청·재심 절차를 마련하는 과제로, 강소현(2026)이 확인한 고R&D집약 기업 비중 확대(6.59%→16.31%)가 근거다.

[고려사항] 유예기간이 지나치게 길어지면 세그먼트 도입 취지(신뢰 제고)가 희석될 수 있으므로 유예기간 중 단계적 목표치를 설정해야 한다. 보완지표가 형식적 우회로로 악용되지 않도록 기술평가 기준을 표준화하고 사후 검증을 병행한다. 하위·성장 세그먼트에는 표준화된 간소 공시서식과 IR 지원을 제공해 공시부담을 낮추고 상위 세그먼트에는 강화된 시장신뢰·지배구조 요건을 적용하되, 투자자보호에 필요한 핵심 공시는 어느 세그먼트에서도 약화시키지 않는다. 세 과제의 KPI는 세그먼트 제도의 공식 확정(2026년 9월 말~10월 초 예정) 이후 구체화되며, 확정 이전까지는 P-10의 유예기간·이의신청 처리 실적을 우선 관리지표로 삼는다.

승강형 세그먼트의 정책 쟁점은 도입 여부 자체의 찬반보다, 어떤 지표로 기업을 분류하고 얼마나 충분한 유예기간과 이동기회를 제공하며 공시·지원체계를 어떻게 차등화하여 시장의 선별기능과 성장기업 지원을 동시에 달성할 것인지에 있다.

Ⅵ. 맺음말

코스닥 상장유지 정책의 핵심 문제는 상장기업의 부담이 많다는 데 있지 않다. 문제는 코스닥시장이 혁신형 우량기업과 재무적으로 취약한 기업이 동시에 늘어나는 고이질성 구조로 변해가는데도, 공시·지배구조 규제는 코스피와 사실상 유사하게 획일적으로 적용되고, 기관·장기투자자 저변은 얕으며, 새로 도입되는 승강형 세그먼트조차 상위 쏠림과 하위 낙인효과의 위험을 안고 있다는 데 있다. 밸류업 공시 참여율이 코스닥에서 코스피의 절반에 그친다는 사실, 소형주가 참여기업의 4분의 1을 차지하고도 시가총액 비중은 3%에 못 미친다는 사실은 이러한 이질성이 통계로 확인되는 정황이다.

따라서 정책의 초점도 달라질 필요가 있다. 핵심은 규제의 단순한 완화가 아니라 기업 규모·성장단계·재무건전성에 따른 규율과 지원의 정교화에 있다. IR·공시 부담은 획일적 경감이 아니라 규모별 차등화된 지원으로, 자본조달 기능은 기관·장기투자자 저변 확충과 절차 효율화로, 승강형 세그먼트는 예측 가능한 이동기준과 보완지표로 각각 나아가야 한다. 나스닥 등 해외사례가 주는 시사점도 제도의 모방이 아니라, 규모별 차등화와 이동가능성이라는 설계 원리 그 자체에 있다.

이러한 상장유지 단계의 기업차등화는 연구주제 1이 다루는 진입단계의 기업선별과 연구주제 3이 다루는 정상화·시장선별·질서 있는 퇴출을 잇는 코스닥 자본시장 생애주기의 중간 고리를 이룬다. 좋은 기업이 상장 이후에도 머물며 성장하려면, 그 기업의 규모와 성장단계에 맞는 공시부담과 자본조달 기회, 그리고 예측 가능한 시장 내 위치가 함께 주어져야 한다.

참고문헌

본 참고문헌은 발제문 본문에서 실제로 인용된 자료만을 포함한다. 접근일은 별도 표기가 없는 한 2026년 8월 4일이다.

1. 국내 문헌·공식자료

강소현. (2026). 코스닥시장 상장종목의 분포상 이질성과 향후 과제. 『자본시장포커스』, 2026-13호. 자본시장연구원.

뉴스핌. (2026.7.7.). 밸류업 공시 확산…시총 비중 85.5%까지 확대.

디지털타임스. (2026). 정은보 "코스닥, 승강제 도입 카드로 구조 개혁…갈등 최소화할 것".

법무법인 로앤(law-lin). (2026). 코스닥 시장 신뢰·혁신 제고 방안: 주요 내용 분석 및 시사점.

서울경제. (2026a). 1분기 영업익 3배 뛴 코스피…코스닥은 적자기업 40%.

서울경제TV(SEN). (2026.6.22.). 코스닥 승강제 구체안, 올 가을 발표 연기되나.

안유미. (2026). 밸류업 공시 참여에 따른 상장기업 성과 비교 및 향후 과제. 『자본시장포커스』, 2026-11호. 자본시장연구원.

자본시장연구원. (2026c). 코스닥 시장 발전과 중소형 증권사의 역할: 미국 중소형 IB 사례의 시사점. 『자본시장포커스』.

파이낸셜뉴스. (2026a.6.8.). 밸류업 공시 기업 731곳 육박…전체 시총 비중 83% 달해.

파이낸셜뉴스. (2026b.6.22.). 코스닥 승강제 다음달 윤곽…'1군 리그'에 반도체 전진배치 유력.

헬로디디. (2026). 벤처업계 5가지 제안 "코스닥 세그먼트 시행유예·중복상장 예외 등".

IB토마토. (2026). [코스닥 자금절벽]①중소형 성장주 외면, 벤처 회수길까지 막혔다.

2. 해외 문헌·공식자료

Bloomberg. (2026, February 9). London Stock Exchange Firms Leaving the AIM Growth Market They Once Flocked to. (원문 본문은 접근 제약으로 표제만 확인, 세부 수치 추가 검증 필요)

Faegre Drinker. (2026, May). SEC Proposes Significant Changes to the Public Offering Process for Small-Cap Issuers.

Japan Exchange Group (JPX). (n.d.). Overview of Market Restructuring.

Nixon Peabody LLP. (2026, May 21). SEC Proposes Sweeping Reforms to Filer Status and EGC Accommodations.

Sheppard Mullin. (2026). Nasdaq Adopts New $5 Million Market Value Continued Listing

Requirement: What You Need to Know.
Shin & Kim. (2026). 코스닥 상장폐지 요건 강화에 따른 기업의 대응 전략 및 유의사항(Newsletter).
Sichenzia Ross Ference LLP. (n.d.). Utilizing a "Shelf" Registration Statement for a Follow-On Public Offering.

코스닥 상장기업의 퇴출 메커니즘과 시장 이탈: 제도적 실효성 분석과 정책과제

「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」
연구주제 3 — 퇴출·시장이탈

최영근 교수(상명대학교)
penking1@smu.ac.kr

발제요지

본 발제문은 「코스닥시장 활성화를 위한 제도개선 연구」의 세 세부 연구주제 가운데 세 번째로서, 기업의 자본시장 생애주기 중 퇴출·시장이탈 단계를 다룬다. 이 단계의 정책과제는 상장폐지 건수를 늘리는 데 있지 않고, 회생가능성과 자본시장 기능 활용도에 따라 기업을 정상화·M&A·사업재편·질서 있는 퇴출 등 적절한 경로로 재배분함으로써 시장선별과 자원재배분의 기능을 강화하는 데 있다.

코스닥시장은 개설(1996년) 이후 오랫동안 신규상장이 상장폐지를 크게 초과하는 이른바 '다산소사(多産少死)' 구조를 보여 왔다. 금융위원회는 2025년 12월 19일 「코스닥시장 신뢰+혁신 제고방안」에 이어, 2026년 2월 12일 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」을 통해 시가총액·동전주·완전자본잠식·공시벌점의 네 가지 요건을 단계적으로 강화하였다. 동전주 요건은 2026년 7월 1일부터 시행되었으며, 이러한 요건 강화로 2026년 코스닥 상장폐지 대상 기업 수는 당초 예상되었던 약 50개사에서 최대 150개사로 늘어날 것으로 추정된다.

중소기업계는 현행 제도가 사실상 시가총액과 동전주(주가 1,000원 미만)라는 두 가지 시장가격 지표만으로 상장폐지·관리종목 지정 대상을 가른다는 점에 강한 우려를 제기하고 있으며, 본 발제문은 이러한 문제의식을 실증 근거와 함께 정면으로 다룬다. 중소기업중앙회 등 8개 관련단체의 집계에 따르면, 2026년 2월 12일 기준(시가총액 150억원 미만) 관리종목 지정 대상은 17개사였고 이 중 흑자기업은 1개사(5.9%)였던 반면, 같은 기준이 200억원으로 강화된 7월 31일에는 대상기업이 149개사로 늘었고 이 중 흑자기업 비중도 45개사(30.2%)로 함께 증가하였다. 정상적으로 사업을 영위하며 흑자를 유지하는 기업이 다수 관리종목에 포함되어 있다는 사실은, 시가총액·동전주라는 시장가격 지표만으로 상장폐지 대상을 판정하는 현행 방식이 기업의 실질적 부실 여부를 충분히 변별하지 못할 수 있음을 보여주는 구체적 근거다.

이상의 근거를 바탕으로 ①상장유지요건 보완과 형식적 회피 차단, ②M&A·사업재편을 통한 시장 이탈 경로 다양화, ③소극적 잔류기업 관리(지배구조 관점의 단계적 정상화 유도), ④자진상장폐지·M&A 시 소액주주 보호라는 네 개 정책과제를 제시한다. 이는 2026년 개혁방안의 퇴출 가속화 기조 아래에서도, 정상 영업기업·회생가능기업 보호와 실질적 부실기업의 질서 있는 퇴출을 함께 달성하는 '옥석가리기'형 소프트랜딩 경로를 구축하려는 목적을 갖는다. 다만 2026년 7월 시행 이후의 사후자료가 충분히 축적되지 않은 시점의 한계가 있어, 본 발제문은 확보 가능한 근거에 기반한 1차 정책과제로서의 의의를 갖는다.

목차

발제요지

Ⅰ. 문제제기와 연구목적

Ⅱ. 이론적 배경과 퇴출 메커니즘 개관

Ⅲ. 퇴출 단계의 실태와 현행 제도의 한계

Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점

Ⅴ. 정책방향과 핵심 정책과제

Ⅵ. 맺음말

참고문헌

Ⅰ. 문제제기와 연구목적

1.1 연구배경: 퇴출 가속화는 왜 지금 논쟁적인가

코스닥시장은 진입(상장)·유지(계속상장)·퇴출(시장 이탈)이라는 세 국면이 하나의 생애주기를 이루는 자본시장이다. 연구주제 1이 진입 국면을, 연구주제 2가 상장유지 국면을 다루었다면, 본 연구주제 3은 이 생애주기의 마지막 국면인 퇴출에 초점을 둔다. 여기서 퇴출은 상장적격성 실질심사에 따른 강제 상장폐지만을 의미하지 않으며, 관리종목 지정, 회생·정상화 절차, 자진상장폐지, 공개매수, 합병에 따른 상장소멸, M&A·사업재편을 통한 시장 이탈까지 포괄하는 개념으로 사용한다.

코스닥시장은 개설 이후 오랫동안 신규상장이 상장폐지를 크게 초과하는 다산소사 구조를 보여 왔다. 2005년 전후부터 2025년까지 약 20년간 코스닥에 1,353개사가 신규 상장한 반면 퇴출된 기업은 415개사에 불과하였다(테크42, 2026). 상장사 수의 양적 팽창이 시장의 질적 성숙으로 이어지지 못했다는 문제의식(자본시장연구원, 2018)이 본 연구가 출발하는 지점이며, 재무 부실 여부와 무관하게 자본시장을 실질적으로 활용하지 않으면서 '상장 상태'만 유지하는 기업군, 그리고 이자보상배율 등 지급능력 기준으로 식별되는 한계·좀비기업이 2025년 기준 국내 상장사의 20%를 상회한다는 보도(파이낸셜뉴스, 2025.12.21.; 글로벌이코노믹, 2026.2.19.)는 시장 신뢰 약화라는 문제의식을 뒷받침한다.

문제는 여기서 발생한다. 금융위원회는 2025년 12월 19일 「코스닥시장 신뢰+혁신 제고 방안」을 통해 코스닥본부의 독립성 강화, 다산다사(多産多死) 구조로의 상장심사·상장폐지 재설계 등 네 방향을 제시하였고(금융위원회, 2025), 2026년 2월 12일 금융위원회·한국거래소가 공동으로 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」을 발표하였다(금융위원회·한국거래소, 2026). 코스닥 상장유지 시가총액 기준은 종전 40억원에서 2026년 1월 150억원, 2026년 7월 200억원(당초 2027년 1월 예정을 앞당김), 2027년 1월 300억원(당초 2028년 1월 예정을 앞당김)으로 상향되며, 동전주(주가 1,000원 미만) 요건이 2026년 7월 1일 신설되고, 완전자본잠식 심사기준이 반기 단위로 확대되었으며, 공시벌점 기준도 강화되었다(금융위원회·한국거래소, 2026; 비즈워치, 2026.2.12.).

이러한 퇴출 가속화 기조는 시장정화라는 목표에 부합하지만, 동시에 몇 가지 긴장관계를 내포한다. 중소기업계는 현행 제도가 사실상 시가총액과 동전주라는 두 가지 시장가격 지표만으로 상장폐지·관리종목 지정 대상을 가른다는 점에 강한 우려를 제기한다. 시가총액과 주가는 기업의 재무건전성·성장성뿐 아니라 증시 전반의 수급 쏠림, 투자심리, 금리 등 외생적 시장요인에도 크게 좌우되므로, 이 두 지표만으로는 일시적으로 주가가 하락한 정상 영업기업과 실질적으로 부실한 기업을 구분하지 못할 위험이 있다. 아울러 형식적 회피를 위한 액면병합·감자, 재무제표 조정 유인이 시세조종·분식회계 조사로 이어질 수 있다는 우려(법무법인 율촌, 2026)와, 개선기간 단축이 회생 가능한 기업까지 조기 퇴출시켜 소액주주 손실을 확정시킬 위험(신한법무법인, 2026)이 제기된다.

본 연구는 이러한 긴장관계를 '강한 퇴출'과 '질서 있는 이탈(소프트랜딩)' 사이의 이분법으로 단순화하지 않으며, 기업 유형과 회생가능성에 따라 신속한 강제퇴출, 상장유지요건의 복합지표·예외 설계, 소극적 잔류기업에 대한 단계적 정상화 유도, M&A·사업재편을 통한

자발적 이탈, 소액주주 보호를 전제로 한 자진상장폐지라는 경로를 차등적으로 적용하는 정책 설계를 소프트랜딩으로 정의한다. 이러한 소프트랜딩은 퇴출 단계에서 종결되지 않는다. 회생가능성이 낮은 기업으로부터 회수되는 자본·인력·기술이 새로운 성장기업으로 재배분될 때 코스닥 자본시장 생애주기 전체의 선순환이 완성된다.

1.2 연구목적과 핵심 질문

본 연구의 목적은 세 가지다. 첫째, 최근 강화된 퇴출 메커니즘이 실제로 상장폐지를 가속화하였는지, 형식적 회피행동이나 이익조정 유인이 공개데이터상 확인되는지 점검한다. 둘째, 자본시장 기능을 장기간 활용하지 않는 '소극적 잔류기업'의 규모와 특성을 지배구조 관점에서 규명하고 정상화·자발적 이탈 판별기준을 제시한다. 셋째, 나스닥 중심 국제비교로 국내 퇴출 메커니즘의 제도적 공백을 확인해 정책제언을 도출한다.

이를 상위 질문으로 표현하면, 본 연구는 "어떻게 하면 부실기업을 빨리 상장폐지할 것인가"를 묻지 않는다. 대신 "회생가능성과 자본시장 기능 활용도를 고려하여 기업을 적절한 경로로 재배분하고 시장의 자본배분 효율성을 높일 것인가"라는 질문에 답하고자 한다. 이를 일곱 개의 연구질문(RQ)으로 나누면 다음과 같다.

RQ1~3. 상장폐지 제도 이력과 목적, 2025~2026년 퇴출 메커니즘 강화 조치가 상장폐지를 가속화하였는지, 신규상장–상장폐지 간 균형(다산다사 구조)은 목표한 수준으로 형성되고 있는가?

RQ4~5. 소극적 잔류기업의 규모와 특성은 무엇이며 정상화·자발적 이탈 중 어느 경로로 유도해야 하는가? 관리종목 지정·상장폐지·자진상장폐지 등 시장 이탈 이벤트는 소액주주에게 어떤 손실위험을 발생시키는가?

RQ6~7. 나스닥과 비교할 때 국내 퇴출 메커니즘의 격차와 시사점은 무엇이며, 상장유지 요건의 복합지표·예외 설계와 M&A·사업재편을 통한 이탈경로 다양화는 신속한 부실기업 정리와 투자자 보호를 동시에 달성할 수 있는가?

1.3 연구범위와 방법

본 연구는 설문조사와 인터뷰를 실시하지 않으며, 유료 데이터베이스를 핵심 분석의

전제로 삼지 않는다. 실증분석은 무료로 접근 가능한 KRX 정보데이터시스템, KIND 기업공시채널, DART 전자공시시스템, Nasdaq Listing Rules 원문, SEC EDGAR 전문검색을 중심으로 수행하며, 영국 AIM과 일본 그로스마켓은 나스닥 비교만으로 설명하기 어려운 지점에서 보조적으로 활용한다. 실증적 주장은 "확인된다"(자료로 직접 확인), "시사한다"(제한된 표본·사례분석), "현 단계에서는 확정하기 어렵다"(자료 불충분)로 표현의 강도를 구분하며, 존재하지 않는 통계·법령·보고서를 인용하지 않는다. 요건 강화의 성과와 부작용, 소극적 잔류기업의 존재, 강제퇴출 외 이탈경로의 국제적 의의를 종합해 기업 유형별로 정상화·퇴출·자발적 이탈 경로를 차등 설계하는 것이 본 연구의 목적이다. 원샷법 등 산업통상자원부·중소벤처기업부 소관 사업재편 지원제도는 배경지식으로만 참고하며, 정책제언은 금융위원회·한국거래소 소관 범위로 한정한다. 오너 고령화·경영승계 논의는 연구주제 2의 소관이므로 다루지 않는다.

Ⅱ. 이론적 배경과 퇴출 메커니즘 개관

2.1 상장폐지 제도와 회계적 재량 · 좀비기업 연구

상장폐지 제도는 자본시장의 자원배분 기능을 유지하는 시장정화 장치인 동시에, 절차의 예측가능성과 투자자에 대한 적절한 통지·개선기간을 통해 절차적 정당성을 확보해야 하는 제도다. 신속한 퇴출과 개선기간 부여는 이 두 요구 사이의 균형점을 찾는 문제이며, 국내에서는 최근 두 차례의 정책 발표를 통해 이 균형점이 퇴출 가속화 방향으로 크게 이동해, 상장폐지를 예외적 사건이 아니라 시장의 정상적인 신진대사 과정으로 재정의하려는 정책 철학을 반영하고 있다.

요건 회피를 위한 형식적 대응은 회계학 문헌이 다루어 온 이익조정(earnings management) 논의와 맞닿아 있다. 이익조정 추정에는 수정 존스 모형(Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995)과 성과대응 존스 모형(Kothari, Leone, & Wasley, 2005)이 표준적으로 사용되나, 두 모형은 전수 재무패널 구축을 전제로 하여 본 연구의 무료·비구독 데이터 기준을 충족하지 못하므로 이론적 설명틀로만 원용하고, Ⅲ장에서는 DART로 직접 확인 가능한 표본기업의 계정과목 변화를 사례 기반으로 점검한다. 상장요건 대응을 위한 형식적 자본조정(액면

병합·감자)이나 주가부양 행위가 시세조종 조사로 이어질 수 있다는 실무적 우려(법무법인 율촌, 2026)는, 회계감시와 시장감시의 연계 필요성이라는 정책적 함의로 이어진다.

한편 퇴출이 필요한 부실기업을 식별하는 기존 연구는 대체로 이자보상배율이 일정 기간 1 미만인 기업을 한계기업으로, 외부 지원으로 생존을 지속하는 기업을 좀비기업으로 구분해 왔다. 국내 좀비·한계기업 비중이 2025년 기준 20%를 상회한다는 보도는 이러한 재무 부실 관점의 문제 규모를 보여준다. 그러나 본 연구가 Ⅲ장 3.4절에서 다루는 '소극적 잔류기업'은 이 개념과 구분되는 제3의 범주다. 한계기업·좀비기업이 지급능력이라는 재무 건전성 기준으로 식별되는 반면, 소극적 잔류기업은 재무 부실 여부와 무관하게 자본조달·배당·연구개발 투자 등 상장의 본래 기능에 해당하는 자본시장 활용과 가치제고 활동이 장기간 미약한 기업으로 정의된다. 즉 재무요건을 충족하여 강제 퇴출 대상이 아닌 기업 가운데도 소극적 잔류기업이 존재할 수 있다.

2.2 신시장 퇴출 메커니즘 국제비교와 지배구조 · M&A 연구

신시장(성장기업 특화시장)의 제도 설계는 기존 시장과 별도로 운영되며 독자 생존을 지향하는 모델에서, 시장 내부에 세그먼트를 차별화하는 모델로 전환되어 왔다(남길남, 2018). 국제비교의 중심은 나스닥이며, 최소 호가가격 요건(Rule 5550(a)(2))을 핵심으로 한 정량적 계속상장요건 체계를 갖추고 2024~2025년 규정 개정을 통해 액면병합을 반복 활용한 형식적 요건 충족을 제한하였다(SEC, 2024). 영국 AIM은 지정자문인(Nomad) 선임을 의무화한 자율규제형 상시 모니터링을, 일본 그로스마켓은 상장 후 5년 경과 시점의 중장기 성장경로 확인형 기준을 적용하며, 본 연구는 이 둘을 나스닥 비교의 보조적 참고사례로 한정하여 사용한다.

지배구조 문헌은 지배주주가 상장기업 지위를 유지함으로써 경영권 프리미엄과 사적편익을 향유할 수 있으며, 이사회·감사기구의 견제가 미흡한 상황에서는 이러한 유인이 지분 희석 회피 유인과 결합해 자본시장 활용을 소극화시킬 수 있음을 지적해 왔다. 상장기업 지위는 이 밖에도 신용도, 담보가치, M&A 프리미엄, 세제상의 부수적 편익을 제공하며 이는 상장 유지에 따르는 공시·지배구조 부담이라는 비용과 대비된다. 강제 퇴출과 구분되는 또 하나의 시장 이탈 경로는 M&A나 경영진 주도의 비상장화(going private)를 통한 자발적

상장폐지로, 미국에서는 1990~2023년 자발적 상장폐지의 가장 흔한 사유가 M&A였으며 위임장 권유·공정성 의견서(fairness opinion) 제출과 같은 주주보호 절차를 수반한다. 국내에서도 자진상장폐지가 최근 대주주, 특히 사모펀드의 결정에 따라 이루어지는 사례가 늘고 있다(더스쿠프, 2026).

이상의 논의를 종합하면, 퇴출 메커니즘의 정책적 의의는 부실기업을 얼마나 많이 정리하는가가 아니라, 회생가능성에 따라 정상화·M&A·질서 있는 이탈이라는 경로를 차등적으로 연결하여 시장 전체의 자원배분 효율성을 높이는 데 있다. 이하 Ⅲ장은 이 분석틀에 따라 네 정책영역을 검토하고, Ⅴ장에서 정책과제로 수렴한다.

Ⅲ. 퇴출 단계의 실태와 현행 제도의 한계

이하 4개 절은 국내 현황·공개자료 기반 실태·업계 의견의 순서로 검토한다. 실태조사는 별도의 설문조사가 아니라 KRX·KIND·DART 공개자료를 이용한 분석과, 자료가 아직 충분히 축적되지 않은 부분에 대한 분석설계 제시로 구성된다. 2026년 7월 시행 이후 아직 1개 반기 분량의 사후자료만 축적된 시점(2026년 8월)이므로, 통계적으로 유의한 정책 전후 비교는 후속 갱신 과제로 남기며 현 단계에서 확인 가능한 근거만을 제시한다.

3.1 상장유지요건 강화의 성과와 형식적 회피 우려

2025년 상장적격성 실질심사를 통한 상장폐지 기업 수는 23개사로 2010년 이후 최대 규모를 기록하였고, 처리 소요기간도 평균 384일로 단축되는 성과가 있었다(테크42, 2026). 그러나 같은 기간 상장폐지 결정에 대한 가처분 소송의 평균 결정 소요기간은 2022년 103일에서 2023년 189일, 2024년 202일로 오히려 늘어났다(금융위원회·한국거래소, 2026). 이는 실질심사 자체의 신속화 성과와, 상장폐지 확정 이후 사법절차 지연이라는 별개의 병목이 공존하고 있음을 보여준다.

〈표 1〉 코스닥 상장폐지 요건 단계적 강화 일정

구분	종전 기준	2026년 7월(시행 중)	2027년 1월(예정)
코스닥 시가총액	40억원	200억원(당초 2027.1 예정을 앞당김)	300억원(당초 2028.1 예정을 앞당김)
동전주 요건	없음	주가 1,000원 미만 30거래일 연속 시 관리종목, 이후 90거래일 중 45거래일 연속 미회복 시 상장폐지(병합 후 액면가 미만 포함)	-
공시벌점 기준	최근 1년 15점 누적	10점 누적(중대·고의 위반 1회 시 즉시 포함)	-
완전자본잠식 심사기준	사업연도 말 기준	반기 기준으로 확대	-

출처: 금융위원회·한국거래소(2026); 비즈워치(2026.2.12.); 대한민국 정책브리핑(2026)을 종합하여 연구진 작성.

일부 언론은 시가총액 기준에 미달하더라도 흑자를 지속하는 기업에 대해 퇴출 절차에서 제외·유예하는 방안이 검토되고 있다고 보도하였으나(헤럴드경제, 2026), 2026년 8월 현재 이러한 예외·유예 기준은 상장규정에 공식적으로 반영되어 있지 않다. 중소기업중앙회 등 관련 업계는 오히려 이러한 공식적 예외·유예 기준의 부재를 근거로, 시가총액·동전주라는 시장가격 지표만으로 상장폐지 대상을 가르는 현행 방식에 강하게 반대한다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026).

중소기업중앙회 등 8개 관련단체가 코스닥협회·한국거래소 통계를 종합해 제시한 자료에 따르면, 2026년 2월 12일 기준(시가총액 150억원 미만) 관리종목 지정 대상은 17개사였고 이 중 흑자기업은 1개사(5.9%)였던 반면, 같은 기준이 200억원으로 강화된 7월 31일에는 대상기업이 149개사로 늘었고 이 중 흑자기업 비중도 45개사(30.2%)로 함께 증가하였다. 같은 시점 신설된 동전주 기준 적용대상은 155개사였다(SPAC·외국기업 제외; 중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026). 2027년 1월부터 시가총액 300억원 미만 기준이 적용되면 대상기업이 394개사(2026년 7월 31일 기준 예상)에 이르러 상장사 4곳 중 1곳이 퇴출 위험에 놓이는 것으로 추산되며, 상장 5년 미만 기술특례상장기업 중 적용대상 비중도 2월 12일 2개사(14.3%)에서 7월 31일 26개사(17.4%)로 늘었다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026). 업계는 배경으로 2026년 증시 서킷브레이커·사이드카가 역대 최고 수준으로 발동될 만큼 변동성이 컸고, 특정 섹터로의 수급 쏠림으로 기업가치가 정상적으로 평가되지 못하는 시장 여건을 지적한다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026). 정상적으로 사업을 영위하며 흑자를

유지하는 기업이 다수 관리종목에 포함되어 있다는 사실은, 시가총액·동전주라는 시장가격 지표만으로 상장폐지 대상을 판정하는 현행 방식이 기업의 실질적 부실 여부를 충분히 변별하지 못할 수 있음을 보여주는 구체적 근거로 해석된다.

퇴출요건 강화의 순기능은 부정되지 않으나, 세 가지 부작용의 가능성이 함께 존재한다. 첫째, 시가총액·동전주 요건을 형식적으로 회피하기 위한 액면병합·감자나 인위적 주가 부양 행위가 시세조종 조사로 이어질 위험이다(법무법인 율촌, 2026). 둘째, 반기 기준으로 확대된 완전자본잠식 요건을 회피할 목적의 자산재평가·대손충당금 환입 등 재무제표 임의조정이 분식회계 위험으로 이어질 수 있다(법무법인 율촌, 2026). 셋째, 실질심사 개선기간 단축이 회생 가능한 기업까지 조기에 퇴출시켜 소액주주의 투자 손실을 빠르게 확정시킬 수 있다는 우려(신한법무법인, 2026)다. 이 세 가지 부작용은 순수한 이론적 우려가 아니라 법률·회계 실무자료에서 이미 지적되고 있는 정황이며, 각각 V장의 정책과제로 직접 연결된다.

3.2 M&A · 사업재편을 통한 자발적 이탈경로의 부재

소극적 잔류기업 가운데 회생가능성이 낮은 기업군에게는 강제퇴출 외에 질서 있게 시장을 이탈할 수 있는 경로가 마련되어 있지 않다. 국내 자진상장폐지를 위한 공개매수 신고 건수는 2022년 3건에서 2025년 상반기 5건으로 증가 추세이며(더스쿠프, 2026), 대주주 특히 사모펀드의 결정에 따라 이루어지는 경우가 늘고 있는 것으로 보도된다. 그러나 미국의 위임장 권유·공정성 의견서와 같이 소액주주를 보호하는 절차가 확정적으로 마련되어 있지 않으며(V장 정책과제4와 직결), 잠재적 인수기업이 소극적 잔류기업 정보를 파악할 공적 경로도 없어 M&A를 통한 자발적 이탈이 자생적으로 활성화되기 어렵다. 원샷법 등 타 부처 소관 사업재편 지원제도는 배경지식으로만 참고한다.

3.3 소극적 잔류기업의 식별

본 연구는 소극적 잔류기업을 다음 세 요건으로 조작적으로 정의한다. 이 구분은 통합보고서(연구주제 0)가 제시하는 기업군 분류 가운데 한계·퇴출대상기업군의 세부 식별지표와 정합적으로 연결되는 개념이며, 재무요건 충족 여부와 무관하게 자본시장 활용도를 기준으로 삼는다는 점에서 재무건전성 중심의 좀비·한계기업 개념(II장 2.1절)과도 구분된다. 이 구분은 한국거래소가 추진하는 승강형 세그먼트 제도를 지지하거나 정당화하기 위한 것이

아니며, 정상화 유도 또는 자발적 이탈 안내라는 정책적 대응의 우선순위를 정하기 위한 분석도구임을 분명히 한다.

〈표 2〉 소극적 잔류기업의 조작적 정의와 정상화·이탈 판별기준

구분	요건/기준	내용
조작적 정의	요건 A(자본조달)	최근 3개년 유상증자·전환사채·신주인수권부사채 등 자본조달 실적 전무
조작적 정의	요건 B(시장활용·주주환원)	최근 3개년 평균 거래대금·배당성향이 동일업종 중위값의 50% 미만
조작적 정의	요건 C(수익성·혁신활동)	최근 3개년 평균 ROE·R&D 투자비율이 동일업종 중위값 하회
판별기준(2개 이상 충족 시)	정상화 유도 신호	매출·이익 추세반전, 구체적 정상화계획, 지배구조 개선 시도 확인
판별기준(다수 미충족 시)	자발적 이탈 검토 신호	추세반전·정상화계획·지배구조 개선 모두 미확인 → M&A·사업재편·자발적 이탈 유도 대상

A·B·C 요건을 모두 충족하는 기업은 '핵심 소극적 잔류기업'으로, 두 개를 충족하는 기업은 '관찰대상 소극적 잔류기업'으로 분류한다. 규모 산정은 KRX·KIND 전수 스크리닝(1단계)과 DART 표본 사례검증(2단계)으로 설계하였으나, 원자료의 전수 확인이 진행 중이어서 절대적 규모는 단정하지 않는다. 자본조달·가치제고 활동을 하지 않는다는 사실 자체는 가치중립적인 경영판단의 결과일 수 있으며, 본 절의 목적은 이를 옳고 그름으로 재단하는 데 있지 않고 이 현상이 상장제도의 자원배분 기능과 시장 신뢰도에 미치는 영향을 객관적으로 분석하는 데 있다. 소극적 잔류의 배경은 지분 희석 회피, 경영권 프리미엄·사적편익 유지, 세제·신용도 등 부수적 편익 향유라는 지배구조 요인으로 설명되며, 이 판별기준은 기계적 상장폐지 기준이 아니라 정책적 경로 분류를 위한 기준으로, 그 결과가 곧바로 법적 상장폐지 사유가 되는 것은 아니다.

3.4 자진상장폐지 · M&A 과정의 소액주주 보호 공백

자진상장폐지·M&A(비상장화) 과정에서 소액주주는 정보 비대칭과 매도 압박에 노출될 위험이 있다. 최근 자진상장폐지를 위한 공개매수 신고 건수가 증가 추세를 보이며, 그 상당수가 대주주, 특히 사모펀드의 결정에 따라 이루어지는 것으로 보도된다(더스쿠프, 2026). 그러나 국내에는 미국의 공정성 의견서(fairness opinion)나 위임장 권유(proxy solicitation)에 해당하는 절차가 확정적으로 마련되어 있지 않으며, 국내 자진상장폐지·M&A 관련 공정성 의견서 의무화의 법제화 여부는 본 발제문 작성 시점에서 확인이 더 필요한 사항으로 남아 있다. 이러한 제도적 공백 속에서 반대주주의 주식매수청구권 행사가격 산정 절차의 실질성에 대해서도 명확한 기준이 부재한 상태다. 사전공시기간, 공개매수가격의 프리미엄·디스카운트 분포, 매수청구권 행사가격 산정 사례를 다건 비교한 정량표는 본 발제문 작성 시점에 확보하지 못했다.

Ⅳ. 해외사례와 정책적 시사점

나스닥 등 해외사례를 코스닥에 그대로 이식해야 한다고 단정할 근거는 없다. 이하의 비교는 제도의 모방이 아니라 정책적 준거(benchmark)로 활용한다.

4.1 요건 강도 · 개선기간 · 회피방지: 나스닥 Rule 5550

〈표 3〉 코스닥-나스닥 퇴출요건 강도 및 회피방지 비교

구분	코스닥(동전주 요건)	나스닥(Rule 5550(a)(2))
기준	주가 1,000원 미만	종가 1달러 미만
위반 판정	30거래일 연속 미달	30거래일 연속 미달
조치·회복기회	관리종목 지정 후 90거래일 중 45거래일 연속 회복	결격통지 후 최초 180일, 요건 충족 시 추가 180일 개선기간
회피방지(반복 병합)	병합 후 액면가 미만 시 상장폐지 포함(2026년 도입, '결과' 기준)	직전 1년 내 병합 기업 재위반 시 개선기간 미부여(2024~2025년 개정, '행위 이력' 기준)

출처: Nasdaq Rule 5550 Series; SEC(2024); 금융위원회·한국거래소(2026)를 종합하여 연구진 작성.

나스닥은 2024~2025년 규정 개정을 통해, 직전 1년 이내 리버스 스톡 스플릿(액면병합)을 실시한 기업이 다시 최소가격 요건을 위반하면 개선기간 없이 즉시 상장폐지 절차를 개시하도록 하였다(SEC, 2024; Alston & Bird, 2024; Skadden, 2024). 두 제도는 모두 형식적 회피를 규제 대상으로 삼지만, 국내는 병합 이후의 '결과'(액면가 미달 여부)를 기준으로 삼는 반면 나스닥은 병합이라는 '행위' 자체의 이력을 기준으로 삼는다는 점에서 접근방식이 다르며, 이 차이는 V장 정책과제1의 병합비율 누적 기준 도입 검토의 국제적 준거로 연결된다. 보조적으로 일본 그로스마켓은 상장 후 5년 경과 시점에 계속상장 여부를 재확인하는 '중장기 성장경로 확인형' 설계를 취해, 나스닥·코스닥의 '위반 시점부터 카운트되는 유예기간형' 설계와 대비된다. 나스닥의 계속상장기준은 최소입찰가 외에도 공개주식 시장가치·유통주식 수 등 유동성 기준을 병행 적용해 단일 가격지표에만 의존하지 않는다는 점도 참고할 필요가 있다.

4.2 자발적 이탈경로: 미국의 M&A 중심 구조와 주주보호 절차

미국에서는 1990~2023년 자발적 상장폐지(M&A, going private, 바이아웃, 주식교환 등)의 가장 흔한 사유가 인수합병(M&A)이었다는 점이 SEC EDGAR의 Form 25·8-K 공시를 활용한 선행연구에서 확인된다. 이러한 거래는 위임장 권유, 독립적인 제3자의 공정성 의견서 제출, 소수주주 보호 절차를 수반하는 것이 일반적이다. 반면 국내의 자발적 이탈경로(자진상장폐지, 공개매수, 합병소멸)는 최근 공개매수 신고가 2022년 3건에서 2025년 상반기 5건으로 증가 추세를 보이지만, 이에 상응하는 확정적 주주보호 절차는 마련되어 있지 않다(V장 정책과제4의 대상). 미국에서 공정성 의견서와 위임장 권유가 M&A 과정의 표준적 주주보호 절차로 정착된 것은 시장의 자율적 관행이 아니라 SEC 등 규제기관의 요구에 뒷받침된 결과이며, 이는 이러한 절차가 법적·규정적 의무화 없이는 실효성 있게 확산되기 어렵다는 점을 시사한다. 국내 적용에는 상법상 주주평등원칙과의 정합성 검토라는 제약이 따른다.

4.3 상시 모니터링: 영국 AIM의 지정자문인 체계

영국 런던증권거래소 AIM은 정량적 상장유지요건 대신 모든 상장기업에 지정자문인(Nomad) 선임을 상장유지의 필수조건으로 두는 자율규제형 설계를 취한다. Nomad가 사임하거나 상장기업이 일정 기간 내 후임을 선임하지 못하면 자동으로 거래정지를 거쳐 상

장폐지에 이르는 구조로, 자율규제기관이 상시적으로 상장기업의 적격성을 모니터링하는 역할을 거래소가 아닌 민간 자문기관에 위임한다는 특징을 갖는다. 본 연구는 이 사례를 국내 소극적 잔류기업에 대한 상시 모니터링 체계 설계의 보조적 참고사례로만 활용한다. 국내 정책에서도 유사한 접근의 선례가 있다. 정부는 2024년 2월 「기업 밸류업 지원방안」을 통해 저PBR 등 저평가 기업에 즉각적 제재보다 기업가치 제고 계획의 자발적 수립·공시를 유도하는 방식을 채택하였다(금융위원회, 2024). 이는 강제 퇴출보다 단계적 공시 요구로 시장 스스로 정보를 생산하고 정상화를 유도하는 방식이 시장규율 확보의 현실적 경로가 될 수 있음을 보여주는 참고사례이며, V장 정책과제3에 같은 논리를 적용한다.

V. 정책방향과 핵심 정책과제

Ⅲ~Ⅳ장에서는 네 정책문제를 국내 실태와 해외사례로 검토했다. 이 장은 새로운 사실을 추가하지 않고 앞선 근거를 정책과제로 전환한다. 네 과제는 공통적으로 퇴출을 시장선별·자원재배분의 메커니즘으로 다룬다. 상장유지요건 보완(1)은 회생가능성이 낮은 기업은 신속히 정리하되 정상·회생가능기업은 절차적으로 보호하며, M&A 이탈경로 다양화(2)와 소극적 잔류기업 관리(3)는 자본·자산이 생산적 용도로 이동할 경로를 넓히고, 소액주주 보호(4)는 이 모든 경로의 투자자보호를 담보한다. 네 과제는 모두 국내 실태·국제준거·공개데이터의 3중 근거를 갖춘 과제이며, 과제 간 우선순위나 추진순서를 새로 설정하지 않는다.

〈표 4〉 정책과제–근거 대응표

정책과제	국내 실태 근거	국제 준거	담당기관·실행시계
1. 상장유지요건 보완과 형식적 회피 차단	4대 요건 강화의 역기능(시세조종·분식회계 회피 유인); 흑자기업 다수의 관리종목 포함	나스닥 반복 병합 회피방지 규정, 결격통지 체계	금융위·거래소·금감원, 단기
2. M&A·사업재편을 통한 시장 이탈경로 다양화	소극적 잔류기업의 자발적 정리 유인 부족, 자진상폐 증가(3건→5건)	미국 M&A 중심 자발적 delisting 구조, 보조: AIM Nomad 체계	금융위·거래소, 중기
3. 소극적 잔류기업에 대한 지배구조 관점의 시장경보·공시 강화	자본조달·가치제고 활동 없이 상장만 유지하는 실태	일본 그로스마켓 계속상장 기준, 저PBR 밸류업 공시 유도 방식	거래소, 단기~중기
4. 자진상장폐지·M&A 시 소액주주 보호 강화	자진상폐 소액주주 피해 우려, 보호절차 공백	미국 공정성 의견서·위임장 권유 절차	금융위, 단기~중기

5.1 정책과제1. 상장유지요건 보완과 형식적 회피 차단

[문제와 근거] 요건 강화의 시장정화 기능을 유지하면서 액면병합·감자 등 형식적 회피행동과 이익조정 유인을 억제하고, 일시적 주가하락과 구조적 부실을 구분해야 한다. Ⅲ장 3.1절에서 확인한 것처럼 200억원 기준 적용 시 관리종목 대상 149개사 중 흑자기업이 45개사(30.2%)에 이르며, 이는 시가총액·동전주라는 단일 시장가격 지표가 정상기업과 부실기업을 충분히 변별하지 못함을 보여주는 구체적 근거다. Ⅳ장 4.1절의 나스닥 병합 이력 기준 회피방지 규정, 업계의 강한 문제제기가 함께 근거를 이룬다.

[정책방향과 수단] 시가총액·매출액 기준의 단계적 상향(2027년 1월 300억원) 과정에서 매출 미발생 구조가 구조적인 바이오·연구개발 초기단계 기업 등에 대한 예외·유예 규정을 검토하고, 병합 후 액면가 미만 조항의 실효성을 검증하여 필요하면 나스닥과 유사한 누적 병합비율 기준을 추가 도입한다. 시가총액·동전주 같은 단일 시장가격 기준을 매출액, 영업이익 또는 영업현금흐름, 자본잠식 정도, 거래량 등 복합지표로 보완해 일시적 주가 하락과 구조적 부실을 구분한다. 중소기업중앙회 등 8개 관련단체는 상장 5년 미만 기술특례상장 기업에는 시가총액·동전주 기준을 적용하지 않고 기존 관리종목·상장폐지 기준만 적용해 사실상의 성장기간을 부여할 것을 제안하고 있다(중소기업중앙회 등 8개 단체, 2026). 본 발제문은 이를 확정 제도가 아닌 검토가 필요한 업계 제안으로 명시하며, 실제 도입 시에는 성장기간 부여가 부실기업의 상장유지 수단으로 악용되지 않도록 회생가능성·자구노력 등 정성적 요건을 병행 검토할 것을 제안한다.

[고려사항] 예외 적용 대상은 업종·재무구조상 객관적으로 식별 가능한 범위로 한정하고 일몰조항을 함께 설계해 예외가 과도하게 확대되지 않도록 한다. 주식병합은 정상화 목적의 1회성 조정과 반복적인 형식적 회피를 구분해, 후자에 대해서만 회피방지 조항을 엄격히 적용하며, 예외의 실질적 요건을 명확히 규정해 규제회피의 새 통로가 되지 않도록 한다. 한국거래소가 상장규정 개정(단기)을 주관하고, 감사인 중점 점검 의무화는 금융감독원과 협의하는 중기 과제다. 액면병합·감자 공시빈도, 관리종목 지정 건수의 정책 전후 비교, 예외·유예 규정 적용기업의 후속 부실화 비율을 성과지표로 추적한다.

5.2 정책과제2. M&A · 합병 · 사업재편을 통한 시장 이탈경로 다양화

[문제와 근거] 소극적 잔류기업 가운데 회생가능성이 낮은 기업군에 강제퇴출 외의 질서

있는 이탈경로를 제공해야 한다. Ⅲ장 3.2절에서 확인한 자진상폐 공개매수 증가 추세(2022년 3건→2025년 상반기 5건)와 정보중개 경로 부재, Ⅳ장 4.2절의 미국 M&A 중심 이탈경로가 근거다. 금융위원회·한국거래소가 관장하는 상장·공시·소액주주보호 제도의 범위로 한정한다.

[정책방향과 수단] 자진상장폐지 관련 상장규정상 절차(주주총회 특별결의 요건, 사전공시 절차 등)를 정비하고, 한국거래소가 직접 운영하는 M&A·구조조정 정보중개 플랫폼의 신설을 검토한다. 플랫폼은 참여기업의 자발적 신청을 전제로 비공개 협의 단계와 공개 단계를 구분해, 매각 정보 노출로 협상력이 약화되거나 낙인효과가 발생하는 것을 방지한다. 원샷법 등 타 부처 소관 제도와는 소관 범위를 명확히 구분한다.

[고려사항] 세컨더리 M&A 추진 시 공시부담을 합리화해 정상적인 구조조정 거래의 유연성을 확보하며, 자발적 이탈경로의 활성화가 대주주 중심의 일방적 시장 이탈로 흐르지 않도록 정책과제4의 소액주주 보호장치와 반드시 함께 시행한다. 한국거래소가 상장규정 정비와 정보중개 플랫폼 운영을 주관하고 금융위원회가 소액주주보호 제도 정합성을 검토하며, 절차 정비는 단기, 플랫폼 신설은 예산이 수반되는 중기 과제다. 공개매수 신고 건수, 플랫폼 경유 M&A 성사 건수를 성과지표로 관리하며 참여기업의 낙인효과·협상력 약화를 위험요인으로 관리한다.

5.3 정책과제3. 소극적 잔류기업 관리(지배구조 관점)

[문제와 근거] 요건 강화만으로는 포착되지 않는 소극적 잔류기업을 식별하고, 즉시 퇴출이 아니라 공시를 통한 단계적 정상화 유도 경로를 제공해야 한다. Ⅲ장 3.3절의 조작적 정의(A·B·C 요건)와 판별기준, Ⅳ장 4.3절의 일본 그로스마켓·AIM 등 해외 모니터링 사례, 저PBR 밸류업 공시 유도의 국내 선례가 근거다.

[정책방향과 수단] 강제 퇴출이 아닌 시장경보에 준하는 별도의 공시 요구(자본조달·가치제고 계획 미수립 사유 공시 등)를 통해 단계적으로 정상화를 유도하는 4단계 관리체계로 구체화한다. 1단계(관찰·정보공개)는 A·B·C 요건 등으로 관찰대상을 식별해 자본조달·IR·배당·R&D 현황을 공시하도록 하고, 2단계(개선계획 요구)는 지속 관찰대상 기업에 개선계획 제출과 이사회 책임성 공시를 요구하며, 3단계(이행점검·지원)는 IR·공시 컨설팅 등 정상화 수단을 연계·점검하고, 4단계(후속 경로)는 개선노력이 확인되면 정상 상장을 유지하되 장기

간 무대응 기업은 정책과제2의 자발적 이탈경로로 연계한다. 이 공시 요구에는 사외이사·감사위원회의 실질적 운영 여부, 지배주주와의 거래 내역 등 지배구조 관련 사항도 포함한다.

[고려사항] 정상화 가능성이 낮은 기업에 대해서만 자발적 이탈경로로 연계하며, 소극적 잔류기업을 새로운 법적 상장폐지 사유로 즉시 규정하지 않고 공시 강화를 통한 유도 방식에 한정한다. 주가·거래대금이 낮다는 사실만으로 제재하지 않고 공시와 개선기회를 먼저 부여한다. 이 정책과제는 승강형 세그먼트 제도를 지지·정당화하기 위한 것이 아니며, 세그먼트와의 연계를 검토하더라도 판별기준을 세그먼트 편입기준과 동일시하지 않는다. 한국거래소가 서식 개정만으로 시행 가능한 단기 과제로 주관한다. 소극적 잔류기업으로 식별된 기업 수와 정상화 전환 비율, 거래대금·기관투자자 보유비중 변화를 추적하며, 공시 강화가 낙인효과로 조기 이탈을 유발할 위험을 관리한다.

5.4 정책과제4. 자진상장폐지 · M&A 시 소액주주 보호

[문제와 근거] 자진상장폐지·M&A 과정에서 구조적으로 열위에 있는 소액주주를 보호하여, 정책과제 2·3이 제안하는 질서 있는 이탈경로가 실효성을 갖도록 해야 한다. Ⅲ장 3.4절에서 확인한 보호절차 공백과 매수청구권 가격산정 기준의 불명확성, Ⅳ장 4.2절의 미국 공정성 의견서·위임장 권유 절차가 근거다.

[정책방향과 수단] 독립적인 제3자 평가기관의 공정성 의견서 제출을 의무화하고, 이사회 결의 이후 20영업일 이상의 사전공시기간을 의무화하여 소액주주가 대응할 수 있는 시간을 확보하며, 반대주주의 주식매수청구권 행사가격 산정 절차를 실질화하여 외부평가를 의무화한다. 세 장치는 자진상장폐지·비상장화(going private) 목적의 공개매수 및 이에 준하는 M&A 거래에 적용하며, 평가기관 선정 절차의 독립성 요건과 이해상충 공시를 함께 규정한다.

[고려사항] 이 세 장치는 미국 제도를 그대로 이식하는 것이 아니라 국내 상법·자본시장법·거래소 규정과의 정합성을 검토해 설계하며, 업계의 거래비용·소요시간 우려에 대응해 표준화된 서식·기한을 제공한다. 이는 정책과제2의 M&A·사업재편 이탈경로 다양화와 반드시 병행 시행되어야 하며 어느 한쪽만 도입될 경우 정책의 균형이 훼손될 수 있다. 금융위원회가 법령 개정을, 한국거래소가 사전공시기간 등 상장규정 개정을 담당한다. 사전공시기간 확대는 단기 시행 가능하나 공정성 의견서 의무화·매수청구권 가격산정 실질화는 법령

개정이 필요한 중기 과제이며, 대주주 의결권 제한은 주주평등원칙과의 정합성을 별도로 판단한다. 공정성 의견서 첨부 비율, 매수청구권 관련 분쟁·소송 건수, 사전공시기간 준수율을 성과지표로 추적한다.

Ⅵ. 맺음말

코스닥 퇴출정책의 핵심 문제는 퇴출이 느리다는 데만 있지 않다. 문제는 시가총액과 동전주라는 두 가지 시장가격 지표만으로 상장폐지·관리종목 대상을 가르는 현행 방식이, 일시적으로 주가가 하락한 정상 영업기업과 실질적으로 부실한 기업을 충분히 구분하지 못한다는 데 있다. 관리종목 지정 대상 기업 가운데 흑자기업 비중이 5.9%에서 30.2%로 늘었다는 사실은 중소기업계가 제기해 온 우려가 실증적 근거를 갖고 있음을 보여준다.

따라서 정책의 초점도 달라질 필요가 있다. 핵심은 퇴출을 늦추는 것도 무조건 가속화하는 것도 아니라, 정상기업·회생가능기업과 실질적 부실기업을 정확하고 공정하게 선별하는 데 있다. 상장유지요건은 단일 시장가격 지표에서 복합지표로, 자발적 이탈은 강제퇴출 일변도에서 M&A·사업재편을 포함한 다양한 경로로, 소극적 잔류기업에는 즉각적 제재가 아닌 단계적 정상화 유도로, 그리고 이 모든 이탈경로에는 소액주주 보호가 반드시 함께 나아가야 한다. 소극적 잔류기업의 식별과 판별기준은 정부의 세그먼트 제도를 정당화하기 위한 도구가 아니라, 정책적 대응의 우선순위를 정하기 위한 분석도구임을 다시 한번 밝혀 둔다.

이러한 관점은 연구주제 1의 진입단계 기업선별, 연구주제 2의 상장유지단계 기업차등화와 함께 코스닥시장을 성장기업과 자본이 효율적으로 순환하는 하나의 자본시장 생애주기로 완성한다. 좋은 기업의 진입을 촉진하고 상장 이후의 성장을 지원하는 일은, 회생가능성이 낮은 기업으로부터 회수되는 자본·인력·기술을 새로운 성장기업으로 재배분하는 질서 있는 퇴출 경로가 함께 마련될 때 비로소 완성된다.

참고문헌

1. 정부·공공기관 자료

금융위원회. (2024.2.26.). 「기업 밸류업 지원방안」. 보도자료.

금융위원회. (2025.12.19.). 「코스닥시장 신뢰+혁신 제고방안」. 보도자료.

금융위원회·한국거래소. (2026.2.12.). 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」. 보도자료.

대한민국 정책브리핑(문화체육관광부). (2026.2.12.). "금융위, 코스닥 부실기업 퇴출 속도…올해 최대 150개사 상폐 대상".

한국거래소. KRX 정보데이터시스템(상장폐지·관리종목 지정 통계, 종목별 시세).

한국거래소. KIND 기업공시채널(액면병합·감자, 자진상장폐지·합병소멸, 공개매수 공시).

금융감독원. DART 전자공시시스템(웹 공시뷰어, 개별기업 사업보고서·재무제표 열람).

법제처 국가법령정보센터. 「기업 활력 제고를 위한 특별법」.

중소기업중앙회·한국여성경제인협회·한국벤처캐피탈협회·중소기업융합중앙회·벤처기업협회·이노비즈협회·메인비즈협회·코스닥협회. (2026). 「코스닥시장 진입 및 퇴출 관련 규제 완화」 8개 단체 공동 건의자료.

2. 연구보고서 및 학술자료

남길남. (2018). 「혁신기업을 위한 신시장의 국제적 비교와 이슈」. 자본시장연구원 세미나 자료.

자본시장연구원. (2018). 코스닥시장 상장기업의 질적 성장에 관한 연구 관련 세미나 자료.

삼일PwC. (2026). 「IPO 및 상장폐지 제도 개선방안 — 높아진 상장 유지 기준, 빨라지는 시장 퇴출 대응」. Issue Brief.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. The Accounting Review, 70(2), 193–225.

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. Journal of Accounting and Economics, 39(1), 163–197.

3. 법률·전문기관 분석자료

법무법인(유) 율촌. (2026). "코스닥 상장폐지 요건 강화에 따른 기업의 대응전략 및 유의사항". 법률신문.

신한법무법인. (2026). 「최근 상장폐지제도 개혁방안에 대한 대응 전략 제언」. 뉴스레터.

4. 언론 보도자료

테크42. (2026.7.). "'이럴 수가…내 주식이 상폐라니!', 코스닥이 무너뜨리는 30년 관행".
파이낸셜뉴스. (2025.12.21.). "코스닥 발목 잡는 '좀비기업'… 상장사 5곳 중 1곳 퇴출 필요[증시 양극화]".
글로벌이코노믹. (2026.2.19.). "한국거래소, 코스닥 '좀비기업'과의 전쟁…'살릴 기업 아니면 빨리 보낸다'".
비즈워치. (2026.2.12.). "내년까지 코스닥 시가총액 300억 미만 다 내보낸다…상장폐지 더 조인 정부".
헤럴드경제. (2026). "[단독] 흑자내는 코스닥 기업은 시총 200억 미달해도 상폐에서 제외".
더스쿠프. (2026). "자진상폐 보고서: 제발로 증시 떠나는 기업들 '개미는 어쩌라고'".

5. 해외 제도·데이터 출처

Nasdaq Listing Center. Nasdaq Rule 5550 Series (Continued Listing Requirements).

U.S. Securities and Exchange Commission. (2024). Order Approving a Proposed Rule Change... to Amend the Bid Price Requirement (Release No. 34-100461; File No. SR-NASDAQ-2024-029).

U.S. Securities and Exchange Commission. EDGAR Full-Text Search (Form 25, 8-K Deficiency Notices).

Alston & Bird LLP. (2024). "SEC Approves Nasdaq's Rule Change on Reverse Splits and Minimum Bid Price Compliance Periods".

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2024). "SEC Approves Nasdaq Rule Change on Reverse Stock Splits and Minimum Bid Price Compliance Periods; NYSE Proposes a Similar Rule Change".

종합토론

「모두가 찾는 코스닥」 — 진입·유지·퇴출 3라운드

좌장: 유병준(서울대 교수)

라운드	토론자
R1 진입	강병모(한국거래소 코스닥시장본부 상장부장) / 79
	이기백(한국벤처캐피탈협회 본부장) / 80
	이정민(벤처기업협회 사무총장) / 82
R2 유지·성장	김희중(중소기업중앙회 경제정책본부장) / 84
	진성훈(코스닥협회 연구정책본부 연구정책그룹장) / 88
R3 퇴출·신뢰	김태우(하나자산운용 대표이사) / 91
	신현한(연세대 경영대학 교수) / 93
	전성민(가천대 경영학과 교수) / 96

지정토론 | R1(진입)

배정 질문에 대한 입장

강병모
한국거래소 코스닥시장본부 상장부장
前 한국거래소 기술기업상장부장
前 한국거래소 코스닥상장제도팀장

〈발제 1〉

- ㅇ 거래소 사전진단·체크리스트 확대 : 현재 시행 중
- ㅇ 상장예비심사 표준화 :
  - 개별 기업별 예비심사 일정 등은 거래소 사이트(KIND)를 통해 조회 가능, 개별 기업의 철회사유 공개는 비적절, 다만 매년 거래소에서 발간되는 "업무와 방법서"를 통해 심사항목별 주요 승인/미승인 사례 공유
  - 거래소/금감원 심사 일원화 : 상장 적격성 심사(거래소)와 공시심사(감독원)는 다른 영역으로 판단(심사 관점 차이 존재)

〈발제 2〉

- ㅇ 세그먼트 요건 관련 : 현재 관련 연구용역 진행 중이며 별도로 업계, 학계 등으로 구성된 "세그먼트 도입 자문위원회" 운영을 통해 세부 기준 등에 대한 폭넓은 의견 수렴 중
- ㅇ 액면병합 규제 관련 나스닥과 차이 : 나스닥과 유사하게 반복적·과도한 액면병합 규제 기준 운영

〈참고〉 액면병합 규제 비교

구분	코스닥	나스닥
반복적 병합	동전주 관리종목 지정일 전 1년 내 주식병합 등 완료 시, 관리종목 지정 후 90일 내 재차 액면병합 금지	동전주가 과거 1년 이내 주식병합 이력이 있는 경우 상장폐지
과도한 병합	관리종목 지정 후 90일 내 액면병합 비율 10:1 초과 금지	과거 2년간 250:1 이상 비율로 병합 시 즉시 상장폐지

지정토론 | R1(진입)

벤처투자 선순환을 위한 코스닥 시장의 역할

이기백
한국벤처캐피탈협회 본부장
現 한국벤처캐피탈협회 정책사업본부장
前 동훈창업투자(現 동훈인베스트먼트)

1. 코스닥 시장 활성화의 필요성

창업기업이 글로벌 혁신기업으로 성장하기 위해서는 스케일업 자본을 공급하는 모험자본시장의 역할이 중요합니다. 미국의 글로벌 혁신기업들은 상장 이후 높은 기업가치를 바탕으로 대규모 자금을 조달하며 폭발적으로 성장해 왔습니다.

벤처투자는 펀드조성-투자-회수-재투자로 이어지는 선순환 구조를 통해 이러한 성장을 뒷받침하는데, 코스닥을 통한 회수는 전체 벤처투자 회수수단 가운데 투자원금 비중으로는 25% 내외에 그치지만 회수총액에서 차지하는 비중은 50%에 이릅니다. 벤처펀드가 코스닥을 통해 안정적인 수익을 실현해야 민간자금의 신규 유입이 촉진되고, 이 자금이 다시 유망한 창업기업에 투자되어 다음 세대의 우량기업을 키워냅니다. 나아가 코스닥 상장 이후 기업의 성장 가속화와 성공사례 축적은 우수한 인력의 창업의지를 자극하며, 이렇게 재투자를 통해 성장한 기업들이 다음 세대 코스닥 상장 후보군을 이룹니다.

2. 코스닥 시장의 현황 및 문제점

코스닥은 코스피의 2부 시장이라는 인식 속에서 낮은 기업가치, 개인투자자 중심의 수급구조, 우수 기업의 코스피 이전이라는 악순환을 오래도록 겪어 왔습니다. 경제규모와 상장기업 수는 늘었지만 코스닥을 통한 기업의 자금조달 규모는 오히려 개장 초기보다 줄었고, 코스닥을 대표하던 기업들이 코스피로 이전 상장하면서 시장의 경쟁력 약화도 가속화되고 있습니다. 그 바탕에는 대기업·전통산업 중심의 코스피와 혁신 성장기업의 코스닥이 사실상 동일한 제도 아래 운영되면서 코스닥 특유의 역동성이 상실되고 있다는 구조적 문제가 자리하고 있습니다.

최근 진행되는 상장유지 요건과 퇴출 요건 개편 논의는 시장 정화라는 취지에는 공감하지만, 규제의 완화 혹은 강화만으로 이 구조적 문제가 해소되지는 않는다고 봅니다. 결국 시장에 실제로 자금이 공급되는 구조가 함께 마련되어야 제도 개선의 효과도 살아납니다.

3. 코스닥 시장 활성화 방안

코스닥 시장에 유동성을 공급하는 30조원 규모의 '코스닥 활성화 펀드'의 조성이 필요합니다. 정책자금과 민간자금을 함께 유치하여 장기 성장자금을 공급하고, 민간에는 세제지원 등 인센티브를 제공하는 방식으로 재원을 매칭한다면 기관투자자 중심의 체질 개선과 기업 가치 제고에 실질적으로 기여할 수 있습니다.

아울러 코스닥이 코스피와 구분되는 독자적인 정체성을 갖추어야 합니다. 시장 특성에 맞는 상장 심사 기준을 마련하여 코스닥 스스로 우량기업을 유치할 유인을 갖도록 하고, IR 및 투자유치 확대 등 육성 프로그램을 통해 코스닥 기업의 성장을 지원할 필요가 있습니다.

궁극적으로는 코스피의 2부 시장이라는 이미지에서 벗어나 독자적인 브랜드를 구축하여 기관투자자의 참여를 유도해야 합니다. 결국 주식시장이 혁신기업의 발굴·지원·성장을 견인하려면, 회수에서 재투자로 이어지는 자금 공급의 선순환 체계가 함께 구축되어야 합니다.

이정민
벤처기업협회 사무총장

1. 협회의 일관된 입장: '시장 정화'와 '성장사다리'를 함께 세워야 합니다

협회는 불공정거래 근절, 일반주주 보호, 회생 가능성이 낮은 부실기업의 신속한 퇴출에 전적으로 공감합니다. 신뢰가 무너지면 혁신기업도 자금을 조달할 수 없습니다. 그러나 정화 장치만 촘촘하고 혁신기업의 진입·성장·회수 경로가 약하면 시장의 물길 자체가 마릅니다. 그래서 협회는 2025년 7월부터 '시장 중심의 책임형 상장', '다산다사', '장기자금 공급', '코스닥 활성화 로드맵'을 함께 제안해 왔습니다.

이 기준에서 보면 세그먼트와 상장폐지 개편은 시행을 서두르기보다 보완설계를 먼저 해야 합니다. 코스닥의 차별화는 '코스피와 다른 혁신시장'을 만드는 것이어야지, 코스닥 안에서 기업을 1부와 2부로 서열화하는 것이어서는 안됩니다. 시가총액·주가·단기 실적 중심의 기계적 분류는 유예하고, 업종·성장단계·기술사업화 과정을 반영해 다시 설계해야 합니다.

2. 왜 필요한가: 협회가 강조해 온 세 가지 현장 근거

첫째, 코스닥 개편은 상장사 몇 곳만의 문제가 아니라 벤처생태계 전체의 문제입니다. 협회가 6월 공동 제안에서 확인한 2026년 4월 말 기준으로 코스닥 1,603개사 중 벤처이력기업은 1,274개사(79.5%), 시가총액 비중은 81.1%였습니다. 최근 4년 기술특례상장 127개사 중 현재 벤처기업은 114개사(89.8%)였습니다. 코스닥의 진입·유지·퇴출 규칙은 앞으로 상장할 기업의 투자유치와 VC의 회수·재투자까지 좌우합니다.

둘째, 낮은 시장가격과 실질 부실은 같은 개념이 아닙니다. 발제2-2가 인용한 협회 등 8개 단체 집계에서 2026년 7월 말 시가총액 200억원 미만 잠재군은 149개사였고, 이 가운데 45개사(30.2%)는 흑자기업이었습니다. 가격은 기업가치의 중요한 신호지만 수급, 금리, 업종 사이클과 정책 발표에도 움직입니다. 기준 근접기업에 낙인이 붙으면 선제 매도–유동성 위축–자금조달 악화–추가 하락의 자기실현적 악순환이 생기고, 그 부담은 일반주주에게도 돌아갑니다.

셋째, 지금 필요한 것은 기업 분류보다 장기자금과 예측 가능한 시장규칙입니다. 금융위

원회 자료상 2025년 말 코스닥의 기관투자자 거래비중은 약 4.5%에 그쳤습니다. 발제1이 제시한 152개사 상장예비심사 실제 소요기간도 평균 80.1일로, 안내된 45영업일보다 기업이 체감하는 불확실성이 큽니다. 이런 상태에서 상위 세그먼트 지수와 ETF부터 만들면 새로운 자금 유입보다 기존 자금의 상위군 재배분이 앞설 수 있습니다.

3. 정책제안: '코스닥 성장사다리 전환 프로그램'을 먼저 가동합시다

협회가 제안해 온 과제를 하나의 실행 프로그램으로 묶어 주시기 바랍니다. 금융위원회가 총괄하고 한국거래소·중소벤처기업부·벤처업계·투자자 대표가 참여하는 상설 정책협의체를 즉시 구성해, 2027년 시가총액 300억원 기준 적용은 최소 1년 유예하고 그 기간에 진입-성장-퇴출 전 과정을 함께 개편하는 방안입니다.

진입은 '책임형 상장'으로 바꿔야 합니다. 주관사의 선별·가치평가 책임을 강화하되 성장계획과 기술성에 대한 질적 심사를 중심에 두고, 거래소는 심사 체크리스트·쟁점 통지·예상일정을 공개해 예측 가능성을 높여야 합니다. 문턱을 무조건 낮추자는 것이 아니라, 행정적 사전통제의 일부를 민간의 책임과 상장 후 책임으로 전환하자는 뜻입니다.

4. 정책제안(계속): 성장 지원과 엄정한 퇴출의 균형

성장 단계에서는 세그먼트보다 '기술성장성 트랙'과 시장 전체의 수급 보강이 우선입니다. 세그먼트가 불가피하다면 시가총액·매출·영업이익만으로 나누지 말고 R&D, 특허·인허가, 수주, 매출 성장, 상장 당시 기술·사업화 마일스톤을 함께 보아야 합니다. 명칭도 우열이 아닌 성장단계와 기업특성을 나타내야 하며, 상위군 지수뿐 아니라 코스닥 전체 및 성장군 전용 펀드·리서치·정기 승급 경로를 동시에 열어야 합니다.

퇴출은 가격이 아니라 실질을 보되, 부실과 위법에는 더 엄정해야 합니다. 완전자본잠식, 계속기업 불확실성, 중대한 공시위반, 자금용도 위반, 반복적 불공정거래는 신속히 정리해야 합니다. 반면 정상 감사의견, 자본잠식 해소, 영업현금흐름·수주·기술 마일스톤 등 회복 근거가 있는 기업에는 복합·대체기준, 실질심사, 이의신청과 회복기간, M&A·사업재편 경로를 부여해야 합니다.

전면 시행 여부는 공개 검증 뒤 결정해야 합니다. 기업군별 거래대금·기관보유·자금조달 비용, 정상기업 오분류율, 상장심사 기간, 회복·퇴출 처리기간을 반기별로 공개하고, 협의체가 사전에 정한 안정성 기준을 충족할 때만 세그먼트와 강화된 가격기준을 전면 적용해야 합니다.

김희중
중소기업중앙회 경제정책본부장
前 중소기업중앙회 디지털전략실장
前 중소기업중앙회 편집국장
前 중소기업중앙회 정책총괄실장

1. 총론

우선, 정부가 코스닥 시장신뢰를 회복하고 혁신기업 중심의 시장으로 재편하는 방향을 환영합니다.

오늘 발제에서는 코스닥시장을 기업의 진입-상장유지·성장-퇴출이라는 자본시장 생애주기의 관점에서 살펴보고 각 단계의 문제점과 개선방안을 제시해 주셨습니다.

저도 같은 관점에서 말씀드리고 싶습니다.

코스닥시장의 신뢰를 높이는 핵심은 단순히 상장 문턱을 높이거나 퇴출기업을 늘리는 데 있지 않습니다. 좋은 기업은 보다 원활하게 시장에 들어오게 하고, 성장 가능성이 있는 기업은 시장에서 제대로 평가받도록 도와주고, 실질적으로 부실한 기업은 신속하게 퇴출되는 구조를 만드는 것이 중요합니다.

그런 측면에서 진입·유지·퇴출의 세 단계에 대해 중소기업계 입장에서 중요하다고 생각하는 한 가지씩만 말씀드리겠습니다.

① 진입 : 진입단계에서 좋은 기업이 과도한 비용과 불확실성 때문에 상장을 포기하지 않도록 해야합니다.

② 유지 : 상장유지 단계에서는 승강형 세그먼트가 새로운 낙인효과와 시장 양극화를 만들어내지 않도록 설계해야합니다.

③ 퇴출 : 퇴출단계에서는 시가총액이나 주가만으로 기업을 기계적으로 걸러내기보다 실제 부실여부를 정확하게 판단할 수 있도록 퇴출기준을 정교화 해야합니다.

2-1. 좋은 기업의 '진입 문턱'보다 '진입비용과 불확실성'을 낮추자

먼저 시장 진입단계입니다.

저는 상장기준을 무조건 낮추자는 접근은 바람직하지 않다고 생각합니다. 시장 신뢰를 위해서는 처음부터 좋은 기업을 선별하는 기능이 중요하기 때문입니다.

다만, 문제는 성장 가능성이 있는 기업조차 상장을 준비하는 과정에서 상당한 비용과 불확실성을 감수해야한다는 것입니다.

발제자료에 따르면, 상장예비심사를 통과한 152사의 실제 심사기간은 평균 80.1일로 거래소 처리기준의 45영업일 대비 2배 수준입니다. 상장을 준비하는 기업이 부담하는 각종 비용도 통상 5~15억원으로 추산되고 있습니다.

심사의 문턱보다 문제가 되는 것은 기업 입장에서 더 큰 문제는 얼마나 걸릴지, 어떤 부분을 보완해야할지, 결과를 어느 정도 예측할 수 있는지 알기 어렵다는 것입니다.

따라서 심사의 예측 가능성을 높여야 할 것입니다. 업종과 상장유형별 체크리스트를 사전에 제공하고, 빈번하게 발생하는 보완사항과 단계별 실제 처리기간을 공개한다면 좋은 기업이 시장에 적극적으로 진입할 수 있을 것입니다.

아울러서 코넥스에서 코스닥으로 이전상장을 하는 기업을 대상으로 컨설팅을 제공해주고 있는데, 해당 컨설팅을 코스닥 직상장 기업까지 확대한다면 비용과 불확실성을 모두 줄일 수 있을 것입니다.

결국 좋은 기업이 심사를 통과할 수 없어서가 아니라 얼마나 많은 시간과 비용이 들지 몰라서 상장을 포기하는 일을 줄여야 코스닥 시장이 건강한 시장으로 거듭나는 첫 발을 뗄 수 있을 것입니다.

2-2. 세그먼트, '성장사다리'가 아니라 '낙인'이 되면 안된다

두 번째는 상장유지 단계입니다.

승강형 세그먼트는 아직 구체적인 제도안이 발표되지 않아 현재 단계에서 세부적인 말씀을 드리기 어렵습니다.

다만, 중소기업계가 가장 우려하는 것은 세그먼트가 기업에 대한 일종의 낙인으로 작용할 가능성입니다.

상위 세그먼트가 시장에서 사실상 '우량기업 인증'으로 받아들여질 경우 기관과 투자자의 자금·관심이 상위 세그먼트로 집중될 가능성이 높습니다. 반대로, 하위 세그먼트에 포함된 기업은 실제 성장 가능성과 관계없이 투자자 관심과 유동성이 감소하고 주가와 시가총액이 추가적으로 하락하는 상황이 발생할 수 있습니다.

일본의 경우 이미 2022년 이미 세그먼트 제도를 시행하고 있는데, 기존 시장을 프라임, 스탠다드, 그로스 3개 시장으로 재편했습니다. 4년이 지난 지금, 일본 증시의 시가총액이

712조엔에서 1,294조엔으로 582조엔이 증가했는데, 이 중 97%인 566조엔이 프라임 시장에 집중됐습니다. 반면, 스탠다드와 그로스 시장이 전체 시가총액에서 차지하는 비중은 모두 감소했습니다.

가정할 수 있는 최악의 상황은 뒤에서 설명할 상장폐지 요건 강화와 맞물려서 하위 세그먼트 편입 → 투자자금 이탈 → 주가·시가총액 하락 →

관리종목 지정 및 상장폐지 위험 증가라는 악순환이 발생하는 것입니다.

따라서 세그먼트 제도를 도입한다면 단순히 상위와 하위를 구분하는 것이 아니라, 다양한 성장성과 재무지표를 반영한 편입기준, 충분한 유예기간과 재심기회, 세그먼트 간 이동 가능성을 함께 고려해 설계해야한다는 것입니다.

세그먼트 제도가 기업을 줄 세우는 제도가 아니라, 성장 단계에 맞게 기업을 지원하고 다시 올라갈 수 있는 '성장의 사다리'로 작용할 수 있도록 예상되는 부작용을 최소화하는 방법을 마련해야할 것입니다.

2-3. 퇴출조건을 정교하게 설계해야한다

마지막으로 퇴출단계입니다.

최근 금융당국이 코스닥 상장폐지 요건을 강화해서 많은 상장 중소·벤처기업들이 걱정을 하고 있고, 어느 정도 우려한 상황이 현실화되고 있는만큼 퇴출과 관련해서 가장 많은 말씀을 드리겠습니다.

부실기업을 적기에 퇴출시키고 시장의 자정기능을 강화해야한다는 정책방향에는 충분히 공감합니다. 시장을 교란하거나, 투자자를 기만한 기업, 회생 가능성이 없는 부실기업은 오히려 신속하게 퇴출되어야 코스닥 신뢰도 회복될 수 있습니다.

문제는 무엇으로 옥석을 가릴 것인가입니다.

현재 가장 우려되는 것은 시가총액과 동전주라는 시장가격 지표가 퇴출 여부에 지나치게 큰 영향을 미치고 있다는 점입니다.

올해 코스닥 지수는 연초부터 4월 27일 1,229포인트까지 상승했지만, 이후 대형 반도체 종목으로의 수급쏠림과 단일종목 레버리지 출시 등으로 시장 변동성이 확대되며 불과 2개월만인 7월 30일 약 644포인트까지 45.7% 하락해 거의 반토막이 났습니다.

이 과정에서 개별기업의 경영상황과 관계없이 상당수 중소·벤처기업의 주가와 시가총액도 같이 하락했습니다. 그렇다면 이렇게 시장상황으로 인해 상장폐지 기준에 해당하게 된 책임

을 온전히 개별기업에 지우는 것이 합리적인 것인지 의문이 듭니다.

조금 더 생생한 현장 사례를 몇 가지 말씀드리면, 현재 시가총액이 250억원 수준인 기업이 있습니다. 그런데 이 기업은 2021년 500억 수준이었던 연결매출이 올해 1,000억을 돌파할 것으로 예상되고 있습니다. 이렇게 고속성장하는 기업도 내년 1월 시가총액 300억원 기준이 시행되면 상장폐지 위험에 놓이게 됩니다.

어떤 기업은 상장폐지를 막아보겠다고 대표이사를 대상으로 30억원 유상증자를 단행하고, 대표이사가 수십만주 장내매수까지 했습니다. 여기에 직원들도 상장폐지를 막아보겠다고 회사 주식을 매수하면서 최선을 다하고 있습니다.

업계에서는 시가총액, 동전주 요건으로 기업가치가 하락하자 기업사냥꾼들이 달라붙어서 저가에 경영권을 빼앗으려는 시도까지 벌어지고 있다고 합니다.

흑자를 냈거나 매출이 증가한다고해서 반드시 우량기업이라고 단정할 수는 없습니다만, 방금 말씀드린 사례로 비추어 봤을때는 주가와 시가총액만으로 기업의 실질적인 부실 여부와 성장 가능성을 판별하는데 분명한 한계가 있다는 점을 보여줍니다.

시가총액과 주가를 상장유지 기준에서 활용하지 말자는 것이 아니라, 이를 매출액·영업이익·현금흐름·성장성·R&D 투자 등 기업의 실질적인 경영상황을 보여주는 지표와 함께 종합적으로 판단해야 한다는 것입니다.

아울러 2027년 1월 시행 예정인 시가총액 300억원 기준은 당초 예정됐던 2028년 1월까지 시행을 유예하고 유예기간에 현재의 시가총액·동전주 기준이 실제 부실기업을 얼마나 정확하게 선별하는지 검증하며 복합지표와 예외·유예기준을 정교하게 설계해야합니다.

아울러 우리 자본시장의 유동성 규모에 비추어 코스닥시장의 적정 상장기업 수와 적정 퇴출규모가 어느 정도인지에 대한 분석도 함께 이루어질 필요가 있습니다. 단순히 시가총액이나 주가 기준 이하의 기업을 기계적으로 퇴출하는 방식만으로는 시장의 질적 개선이라는 정책목표 달성이 불가능합니다.

3. 마무리

오늘 세 가지 이야기를 하나로 요약해보겠습니다.

진입에서는 좋은 기업을 놓치지 않아야하고, 유지단계에서는 성장기업에게 낙인을 찍지 말아야하며, 퇴출에서는 부실기업을 정확하게 가려내야한다는 것입니다.

감사합니다.

진성훈
코스닥협회 연구정책본부
연구정책그룹장
現 코스닥등록법인협의회(현 코스닥협회)
2010 법학박사 학위 취득(상법)

1. 승강형 세그먼트 보완장치 필수: 복합지표 및 유예기간 요구 (발제2-2)

금융당국의 승강형 세그먼트 도입은 코스닥 내부의 이질성을 고려할 때 그 방향성은 이해하나, 보완 장치 없는 획일적 시행은 반대합니다.

현재 코스닥 상장기업의 영업이익률은 상하위 10% 격차가 47.02%p에서 65.20%p로 벌어지는 등 양극화가 심화되고 있는 것이 사실입니다. 그러나 현재의 영업이익률이 해당 기업의 장래 실적까지 담보하는 것은 아닙니다. 시가총액이나 주가와 같은 단일 시장가격만으로 시장을 구분할 경우, 장기 R&D 투자를 통해 성장 가능성이 있는 혁신기업들이 하위 시장으로 강등되고 부실기업이라는 낙인효과를 입을 우려가 있습니다. 이는 자칫 성장 가능성 있는 기업들이 자금 조달에서 소외되는 문제로 이어질 수 있습니다.

따라서 제도 도입의 방법과 절차에 대한 신중한 검토가 필요합니다. 도입을 강행하기에 앞서 매출, 영업현금흐름, R&D 집약도 등 복합지표를 병행 적용하고, 기업이 대비할 수 있도록 최소 1~2년의 유예기간을 두는 동시에 명확한 이동 기준을 사전에 공개해야 합니다. 아울러 시장 편입·제외 결정에 대한 이의신청 절차를 마련하여 제도의 사각지대를 보완해야 합니다.

2. 현재 퇴출 요건의 맹점: 획일적 기준이 초래하는 우량기업 상장폐지 (발제2-2)

퇴출 요건 강화는 부실기업 선별이라는 본래 목적을 달성하지 못하고 있습니다. 시가총액 기준이 150억 원에서 200억 원으로 상향되면서 관리종목 대상 중 정상적으로 영업이익을 내는 흑자기업의 비중이 5.9%에서 30.2%로 급증했습니다. 이는 단일 가격 지표가 기업의 실질적인 부실 여부나 회생가능성을 변별하지 못하고 기업의 본질 가치와 무관하게 시장의 변동성만으로 퇴출이 결정될 수 있다는 문제점을 드러냅니다.

또한, 기술기업 위주의 코스닥시장에는 현재의 재무성과보다 기술개발을 통한 미래 가능성을 고려해야 할 기업이 많습니다. 기술개발에는 상당한 시간이 소요 되기 때문에 현재의 시장가격으로 기업의 가치를 속단할 수 없습니다. 실제로 과거 시장 침체기 당시 시가총액 200억 원 미만이었던 코스닥 반도체 장비 기업이 이후 혁신과 기술개발을 거쳐 현재 시가총액 4조 원대 기업으로 성장한 사례가 있습니다. 또 다른 시가총액 200억 원 미만의 코스닥 반도체 장비기업 역시 현재 시가총액 2조 원대 기업으로 성장했습니다. 현재의 시가총액만을 적용했다면, 이들 기업은 기술을 증명할 수 있는 기회를 얻지 못하고 시장에서 사라졌을 것입니다.

따라서 시가총액 중심의 획일적인 상장폐지에서 벗어나, 재무 건전성, 영업 현금 흐름, 기술력과 산업 전망 등을 종합적으로 고려할 필요가 있습니다. 아울러 시가총액 기준 미달 기업이 스스로 회생 가능성을 소명할 수 있는 보완 제도도 마련해야 합니다.

3. 공시 규제 차등화: 규모 및 상장연차별 실질적 도입 (발제2-1)

코스피 대기업과 사실상 동일한 규제가 적용되는 현행 공시 제도가 상대적으로 규모가 작은 코스닥 기업들에 과도한 비용을 유발하고 있는 것은 사실입니다. 코스닥 상장기업 중 내부회계관리제도 시스템 구축 등에 외부용역 비용으로 1억 원 이상을 지출하는 기업이 68.1%에 달합니다(코스닥협회 조사, 2022.1.). 이는 자산총액 1천억 원 미만 기업이 코스닥시장의 45% 이상을 차지하는 현실과 맞물려, 현행 제도가 대규모 기업 위주로 설계되어 있음을 보여줍니다.

또한 코스닥의 벨류업 공시 참여율(20.6%)이 코스피(40.5%)의 절반에 불과한 것에는 코스닥시장의 성격을 반영하지 못한 공시 설계도 영향을 미쳤습니다. 코스닥시장은 기술기반의 중소형 기업들이 주로 상장한 시장으로, 현재의 재무구조보다 기술혁신을 통한 성장을 추구해야 하는 기업이 많습니다. 그러나 현행 벨류업 공시는 배당 등 재무적 성과에 치중해 설계되어 있어, 이러한 코스닥 기업들이 참여하기 어려운 구조입니다. 즉, 코스피 대비 저조한 참여율은 기업의 소극적 태도가 아니라 코스닥 기업의 특성을 담지 못한 공시 설계 자체의 문제입니다.

따라서 핵심 재무 정보와 리스크 공시는 엄격히 유지하되, 발제에서 제시된 규모·상장 연차 기반 단계적 공시규제 차등화(P-2)를 통해 합리적인 공시 환경을 조성해야 합니다. 특히 시가총액 기준 설정 등으로 코스닥 상장기업의 부담이 커지고 있는 현실을 감안할 때, 이는

중장기 과제가 아닌 단기 추진 과제로 앞당겨야 합니다.

맺음말

코스닥 시장 활성화를 위한 정책방향은 획일적인 규제 강화가 아니라, 규모·성장단계·재무건전성에 따른 정교한 제도 설계가 되어야 합니다. 수급의존적이고 획일적인 가격 지표는 덜어내고, 시장 본연의 특성을 반영한 정책으로 시장 선별 기능과 투자자 보호를 동시에 강화하는 합리적 생태계 구축을 제안합니다.

코스닥 유통시장 및 진입(IPO)시장 활성화를 위한 정책 제안

김태우
하나자산운용 대표이사
前 KTB(현 다올) 자산운용 대표이사
前 Fidelity Investment 한국 투자부문 대표
前 미래에셋자산운용 주식운용 팀장

① 코스닥 기관투자가 확대의 조건

국내 주식형 펀드는 대부분 코스피 벤치마크(BM)를 기반으로 운용하며, 코스닥 종목을 모델 포트폴리오와 투자 유니버스에 포함할지 여부와 그 비중은 운용사마다 다르다. BM 이외의 종목(코스닥 포함)은 바텀업(bottom-up) 분석을 통해 시장 대비 초과수익(알파)이 기대되는 기업을 선별하여 투자한다. 매니저의 관점에서 코스닥 종목은 액티브 자금의 비중을 키우고 트래킹 에러를 높이는 요인이다. 결국 기관의 코스닥 투자 확대는 초과수익을 창출할 우량 성장기업이 지속적으로 공급되고, 그 기업의 시가총액이 코스닥시장 안에서 계속 커져 모델 포트폴리오에 편입될 만한 투자대상기업이 늘어나는가에 달려 있다.

② 근거: 코스닥 수급 약화의 세 가지 구조적 요인

첫째, 우량기업의 이전상장에 따른 질적 공동화다. 2000년 이후 네이버·카카오·셀트리온 등 54개 기업이 코스피로 이전했고, 이전 당시 약 40조원이던 시가총액은 현재 약 350조원으로 성장했다. 반면 코스닥 적자기업 비중은 40.93%로 코스피의 약 두 배다.

둘째, 코스피 대형주와 ETF로의 자금 집중이다. 올해 삼성전자·SK하이닉스의 이익 추정치 급증으로 대형주 쏠림이 심화됐고, 국내 ETF 시장도 6월 말 500조원을 넘어서며 개별 코스닥 종목의 투자수요를 약화시키고 있다.

셋째, 개인의 해외주식 직접투자 확대다. 개인자금과 증권사 리서치 역량이 미국 대형 기술주 등으로 이동하면서 코스닥 중소형주의 수급과 리서치 커버리지까지 위축되고 있다.

결국 코스닥은 우량기업·투자자금·리서치가 동시에 이탈하는 구조적 수급 약화에 직면해 있다.

③ 정책 제안: 코스닥벤처펀드를 IPO의 앵커로

오는 11월 시행 예정인 코너스톤 제도는 기관이 IPO 물량을 사전 배정받는 대신 6개월 이상 장기 보유하여 공모주의 앵커 역할을 하는 제도다. 이를 국민성장펀드의 한 유형인 코스닥벤처펀드와 연계할 필요가 있다.

코스닥벤처펀드는 신주를 포함한 벤처·코스닥 관련 주식을 일정 비율 이상 의무 편입하는 공모펀드로, IPO와 코스닥 유통시장에 동시에 자금을 공급하는 구조다. 공모가 신뢰가 훼손된 현 시장에서 국민성장펀드의 코스닥벤처펀드에 코너스톤 참여 기회를 우선 부여하여 IPO의 장기 앵커로 활용한다면, 신규상장을 지원하면서 상장 이후에도 장기 기관자금이 코스닥에 남는 선순환을 만들 수 있다.

④ 발제에 대한 반론 및 보완

발제에서 지적한 '기관투자가 저변 부족'은 원인이라기보다 결과에 가깝다. 최근 5년간 약 140건의 IPO 철회가 발생하고 신규 상장기업 상당수가 첫해 실적 전망에 미달하는 상황에서는 기관자금의 지속적인 유입을 기대하기 어렵다.

발행사의 높은 공모가 요구와 주간사의 IB 경쟁으로, 과거 유사 상장기업 대비 적정 할인폭으로 투자자에게 제공되던 20~30% 수준의 진입 마진도 약화됐다. 직접적인 규제(시장조성의무)보다는 주간사의 권한에 상응하는 책임을 강화하여(일정 기간 주간사 업무 중지 등) 합리적인 공모가에 대한 전체 시장참여자의 잃어버린 신뢰를 회복하는 일이 중요하다.

한편 발제1의 복수의결권은 국내 발행 사례가 2개사에 불과한 반면, 미국 IPO 기업의 차등의결권 채택 비중은 41.1%에 달한다. 발제문은 유지기간 연장에 대해 조건부·신중한 입장이지만, 성장기업의 코스닥 잔류라는 관점에서는 보다 적극적인 검토가 필요하다. 의결권 괴리 공시, 일몰조항, 이해상충 등 특정 안건에 대한 1주 1의결권 적용과 같은 투자자 보호장치를 전제로, 복수의결권을 성장기업의 경영권 안정과 코스닥 잔류를 위한 수단으로 활용할 필요가 있다. 다만 코스닥시장 활성화의 관점에서는 다른 과제들이 우선순위상 더 시급하다고 생각한다.

결국 좋은 기업이 합리적인 가격으로 진입하고, 성장하여 코스닥에 잔류하도록 만드는 것이 기관 수급 확대의 출발점이다.

코스닥시장 활성화를 위한 토론문

신현한
연세대학교 경영대학 교수
現 한국거래소 사외이사
現 공적자금관리위원회 민간위원장
前 한국증권학회 회장(2023)

안녕하십니까. 연세대학교 신현한입니다. 오늘 여러 발제문을 아주 흥미롭게 읽었습니다. 정준혁 교수님의 기조발제는 코스닥을 단순히 코스피보다 작은 시장이 아니라, 혁신기업이 성장하고 자금을 조달하며 투자자와 성과를 나누는 독자적인 시장으로 보아야 한다는 큰 방향을 제시해 주셨습니다. 이어진 발제들은 기업의 생애주기를 진입, 상장 유지와 성장, 그리고 퇴출과 시장 이탈로 나누어 구체적인 제도개선 방안을 제안했습니다. 저는 재무학을 공부해 온 사람으로서, 오늘 논의의 핵심을 '코스닥의 자본배분 기능을 어떻게 회복할 것인가'라는 질문으로 정리하고 싶습니다.

코스닥시장의 목적은 상장기업 수를 늘리는 데 있지 않습니다. 혁신 가능성이 높은 기업을 골라 자금을 공급하고, 그 기업이 성장하면 다시 후속 투자를 받을 수 있게 하며, 성장이 멈추거나 경쟁력을 잃은 기업의 자본과 인력이 새로운 기업으로 이동하도록 만드는 데 있습니다. 다시 말해 좋은 기업이 들어오고, 성장하고, 신뢰를 얻고, 다시 투자받는 선순환이 만들어져야 합니다. 진입만 쉽고 성장자금이 공급되지 않으면 시장은 일회성 회수 창구가 됩니다. 반대로 퇴출만 빠르게 하면 장기간 연구개발이 필요한 혁신기업까지 사라질 수 있습니다. 세 단계는 따로 설계할 수 없습니다.

첫째, 진입 단계에서는 상장 건수보다 선별의 질과 절차의 예측 가능성이 중요합니다. 강형구 교수님 발제에서 제시한 것처럼 상장예비심사의 실제 소요기간이 기준보다 길고 결과를 예측하기 어렵다면, 유망한 기업일수록 상장 준비에 드는 시간과 비용을 부담스러워할 수 있습니다. 기술특례기업의 추정실적이 대규모로 빗나간 문제도 단순히 문턱을 다시 높인다고 해결되지는 않습니다. 기술가치와 사업가치를 분리해 평가하고, 주관사와 평가기관이 어떤 가정으로 미래 현금흐름을 추정했는지를 시장에 더 분명하게 설명해야 합니다. 정보가 부족한 혁신기업일수록 심사는 정교해야 하지만, 절차는 오히려 더 투명해야 합니다.

복수의결권 문제도 같은 맥락에서 볼 필요가 있습니다. 창업자가 상장 직후 경영권을 잃을 수 있다는 우려 때문에 좋은 기업이 공개시장을 피한다면 코스닥의 경쟁력은 약해집니다. 다만 복수의결권은 경영권을 영구히 보장하는 장치가 아니라, 장기 혁신투자를 가능하게 하는 조건부 장치여야 합니다. 일정 기간이 지나거나 창업자의 지분이 크게 줄거나 경영권이 이전되면 자동으로 보통주로 전환되는 일몰조항, 그리고 충실의무와 공시책임을 함께 강화하는 설계가 필요합니다. 여기서 발표자께 질문드리고 싶습니다. 복수의결권의 유지기간을 연장한다면, 그에 상응하여 어떤 성과조건과 주주보호 장치를 붙이는 것이 가장 현실적이겠습니까?

둘째, 상장 이후에는 규제 완화보다 성장 인프라가 더 중요합니다. 코스닥 기업의 평균 수익성은 낮아지고 기업 간 격차는 커졌지만, 연구개발 집약도가 높은 기업의 비중은 오히려 늘었습니다. 이것은 코스닥을 하나의 평균적인 기업군으로 보고 동일한 규제를 적용해서는 안 된다는 뜻입니다. 소규모 기업에는 공시와 IR을 작성할 인력과 비용을 지원하고, 일정 규모 이상이거나 위험이 높은 기업에는 더 강한 책임을 부과하는 차등화가 필요합니다. 투자자에게 중요한 핵심정보를 줄이는 것이 아니라, 중복적이고 형식적인 부담을 줄여 정보의 질을 높여야 합니다.

특히 재무학의 관점에서 가장 중요한 문제는 장기자금의 부재입니다. 혁신기업의 가치는 대부분 먼 미래의 현금흐름에서 나옵니다. 금리가 오르거나 단기 실적이 흔들리면 그 가치가 크게 변할 수밖에 없습니다. 개인투자자의 단기매매에 지나치게 의존하는 시장에서는 장기 연구개발을 제대로 평가하기 어렵습니다. 연기금과 정책금융기관이 참여하는 혁신기업 장기펀드, 중소형주 리서치 확대, 우량 상장기업의 후속 자금조달 절차 개선을 함께 검토해야 합니다. 다만 공공자금이 부실기업의 연명 수단이 되어서는 안 됩니다. 민간 운용의 독립성을 보장하고, 투자성과와 기술성과를 사후 공개하는 구조가 필요합니다.

승강형 세그먼트도 단순한 우등반과 열등반의 구분이 되어서는 곤란합니다. 시가총액이나 주가만으로 기업을 분류하면 금리, 수급, 투자심리 같은 외부 충격이 기업의 운명을 좌우하게 됩니다. 매출, 영업현금흐름, 성장률, 연구개발 집약도, 지배구조와 공시 품질을 함께 보는 복합지표가 필요합니다. 또 하위 세그먼트에 들어간 기업도 개선하면 다시 올라갈 수 있어야 합니다. 이동 기준과 평가 주기, 이의신청 절차를 사전에 공개해야 세그먼트가 낙인이 아니라 성장 유인이 됩니다. 발표자께서는 상위 세그먼트로의 자금 쏠림을 막으면서도 시장의 선별기능을 살릴 수 있는 가장 중요한 보완장치가 무엇이라고 보시는지 여쭙고 싶습니다.

셋째, 퇴출은 실패기업을 벌주는 절차가 아니라 자본과 인력, 기술을 다시 배분하는 과정이어야 합니다. 시가총액이 작다는 이유만으로 흑자기업까지 기계적으로 관리종목에 편입한다면 시장가격이 기업의 생존을 결정하는 순환논리가 생깁니다. 반면 회생 가능성이 낮은 기업을 오랫동안 남겨두면 우량기업까지 '코스닥 디스카운트'를 부담하게 됩니다. 따라서 정상화가 가능한 기업에는 명확한 개선기간을 주고, 사업재편이 가능한 기업에는 M&A를 연결하며, 실질적으로 부실한 기업은 신속하고 질서 있게 퇴출해야 합니다.

이 과정에서 M&A 시장의 역할을 더 크게 보아야 합니다. 미국에서는 자발적 상장폐지의 중요한 경로가 M&A입니다. 국내에서도 소극적으로 상장만 유지하는 기업의 기술과 인력을 다른 기업이 인수할 수 있도록 정보 플랫폼과 자문시장을 키울 필요가 있습니다. 동시에 공개매수와 자진상장폐지 과정에서 소액주주가 불리한 가격을 강요받지 않도록 독립적인 공정성 의견서, 충분한 사전공시, 이해상충이 없는 특별위원회 같은 절차를 강화해야 합니다. 퇴출의 속도와 주주보호는 서로 반대되는 목표가 아니라, 신뢰받는 시장을 위한 두 가지 조건입니다.

오늘 함께 제시된 자기주식 논의도 이 틀에서 볼 수 있습니다. 자기주식은 주주환원 수단인 동시에 임직원 보상, M&A와 사업재편, 재무전략에 활용될 수 있습니다. 따라서 일률적인 의무소각은 기업의 선택지를 지나치게 줄일 수 있습니다. 그러나 자기주식이 특정 지배주주의 지배력 강화에 이용되는 것도 막아야 합니다. 해법은 전면 금지나 전면 자유가 아니라, 취득 목적과 처분 상대방, 가격의 공정성을 투명하게 공시하고 이해상충 거래에는 주주평등 원칙과 이사회의 책임을 엄격하게 적용하는 데 있다고 생각합니다.

마지막으로 한국경영학회 회장 후보로서 한 말씀 드리고 싶습니다. 이런 제도개혁은 법학이나 재무학 어느 한 분야만으로 완성할 수 없습니다. 기업의 현장 경험, 회계와 재무의 데이터, 법률의 정합성, 정책의 실행 가능성이 함께 검토되어야 합니다. 저는 경영학회가 전국의 대학과 기업, 거래소와 정책기관을 연결해 제도 시행 전후의 효과를 실증적으로 검증하고, 그 결과를 다시 정책에 반영하는 플랫폼이 되어야 한다고 생각합니다. 오늘 발제들이 제안한 과제도 우선순위와 성과지표를 정해 매년 점검할 필요가 있습니다. 좋은 기업이 코스닥을 선택하고, 상장 이후 더 크게 성장하며, 실패한 자원도 새로운 혁신으로 이어지는 시장. 그것이 우리가 만들어야 할 코스닥의 모습입니다. 좋은 발제를 준비해 주신 모든 분께 감사드리며, 이상으로 토론을 마치겠습니다.

우량 기업 선별과 투자자 보호를 위한 실증적 데이터 검증과 제도적 보완

전성민
가천대학교 경영학과 교수
現 한국산업기술기획평가원 비상임이사
前 한국벤처창업학회 회장
前 코리아스타트업포럼 감사

1. 우량 기업 선별의 정교화

세 편의 발제문이 코스닥시장을 진입 → 유지·성장 → 퇴출의 유기적인 생애주기로 진단하고, 규제를 강화할 것이냐 완화할 것이냐의 이분법 이상의 우량 기업과 부실기업을 가려내는 선별장치를 구축해야 한다는 방향성에 공감합니다.

다만, 시장의 판도를 근본적으로 흔들 수 있는 리그 분리(승강형 세그먼트)나 복수의결권 규제 완화, 새로운 퇴출 기준 도입 등은 현재 확보된 데이터로 명확히 입증 가능한 범위 내에서 신중하게 추진되어야 합니다. 선(先) 실증 데이터 검증, 후(後) 제도 확산이라는 원칙 아래, 정책 실행 전후의 부작용을 통제할 수 있는 안전장치가 제도화되어야 합니다.

2.비판적 검토 및 근거

1) 복수의결권 채택 기업의 성과 우위와 자기선택 편의(Self-Selection Bias)

미국 기술기업 중 차등의결권을 도입한 기업들의 3년 수익률(18.6%)이 단일의결권 기업(-2.4%)보다 높았다는 통계를 인용하며 제도 유연화의 필요성을 시사했습니다.

독보적인 원천기술과 시장 지배력을 갖춰 투자 유치 과정에서 협상력이 강한 우량 기업이었기 때문에 차등의결권 구조를 관철시킬 수 있었을 수도 있습니다.

경영권 방어 수단만 무조건 늘려준다고 기업의 성과가 저절로 개선되는 것이 아니며, 오히려 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용(사적이익 편취, 일감 몰아주기 등)을 통제할 내부통제 및 소액주주 보호 장치 없이 섣불리 유지기간을 연장하는 것은 시장의 신뢰를 훼손할 가능성이 있습니다.

2) 기술특례 기업의 추정실적 미달(79.1%) vs. 실제 부실화(관리종목 4.4%)

금융감독원 조사에서 기술특례 상장기업의 79.1%가 상장 첫해 추정실적에 미달했다는 통계와, 다른 연구에서 관리종목 지정 비율이 4.4%에 불과했다는 통계

바이오·딥테크 등 혁신산업은 본질적으로 긴 R&D 호흡과 인허가 시차가 필요하므로 단기적인 매출 지연이 발생할 수밖에 없습니다. 이를 일률적으로 부실기업으로 취급해 퇴출 압박을 가하면 시장의 혁신을 막는 결과를 초래합니다.

시장에서 가려내야 할 대상은 혁신기업이 아니라, 지분관계 등으로 얽힌 주관사와 평가기관의 이해상충으로 부풀려진 사기성 기업입니다.

3) 소극적 잔류기업 판별 기준은 정상 기업을 부실기업으로 오분류 위험(Type I Error)

소극적 잔류기업 기준(3년간 증자 실적 전무, 거래대금·배당 하위, ROE·R&D 미달)은, 무차입 경영을 유지하며 안정적으로 흑자를 내는, 내실 있는 전통 제조업이나 경기순환형 중소기업까지 퇴출·이탈 대상으로 잘못 판정할 소지가 있습니다.

특히 이들 기업에 대해 자본조달 계획 등을 강제로 공시하게 하는 시장경보 조치는, 기업의 자발적 정상화를 유도하기보다 시장에서 문제 기업이라는 낙인을 찍어 유동성 문제와 조기 퇴출을 부추기는 역효과를 낼 수 있습니다.

3. 정책적 시사점

상장폐지요건 강화(시총 200억~300억 상향, 동전주 요건), 승강형 세그먼트(1부·2부 리그) 도입, 공시체계 개편 등 대형 제도 변화가 추진될 때, 금융당국과 거래소의 합리적 결정을 위해 규제 인과평가 체계를 상장규정에 법제화할 필요가 있습니다.

사전 데이터 패널 구축: 2026년 7월 강화된 기준(시총 200억, 동전주) 및 2027년 300억 상향 적용 대상 기업들의 재무 건전성, 흑자 여부, R&D 지출 등을 사전에 전수 패널 데이터베이스로 구축합니다.

오분류율의 정기 추적: 단일 가격 지표 적용으로 인해 억울하게 퇴출 위기에 몰리는 정상 영업 중인 흑자기업(현재 30.2% 수준)의 비중 변화를 분기별로 실증 추적하고, 이를 바탕으로 복합지표(현금흐름, R&D 집약도 등)의 반영 비율을 미세조정을 합니다.

세그먼트 부작용 사전 시뮬레이션: 세그먼트 제도 도입 전, 하위 세그먼트로 분류될 기업들에 발생할 유동성 유출과 낙인효과를 계량적으로 시뮬레이션하여 충분한 유예기간(최소 2년)과 패널티 완화 장치를 사전에 확정해야 합니다.