

특례상장기업의 지속가능성장이 기업가치에 미치는 영향*

김주원¹⁾

제1저자, (재)한국탄소산업진흥원 책임

김수연²⁾

공동저자, 국민연금관리공단 선임운용역

유민화³⁾

교신저자, 한국산업기술진흥원 책임연구원

요 약

본 연구는 2015년부터 2020년까지 코스닥 상장기업의 일명 테슬라 상장요건을 통과한 특례상장기업과 일반상장기업 간의 지속가능성장률, 기업가치의 차이를 분석하였다. 또한 두 그룹별로 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 분석 결과 상장 이후 특례상장기업의 지속가능성장률과 기업가치가 일반상장기업 대비 높게 나타났다. 이는 우수한 기술력으로 미래 성장성이 높다고 평가를 받아 상장 기회를 얻은 특례상장기업들이 상장 이후에도 지속적으로 높은 성장성을 유지하고 있음을 보여준다. 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 일반상장기업의 경우 지속가능성장률이 기업가치에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 특례상장기업의 경우 지속가능성장률 변수가 유의하지는 않지만 정(+)의 계수값을 보이는 것으로 나타났다. 또한, 일반상장기업은 현금흐름 총자산 비율, 매출액성장률, R&D집약도 변수가 기업가치에 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 특례상장기업의 경우 유의성은 낮지만 각 변수들의 부호가 반대로 나타난 것을 볼 수 있다. 이는 상장 이후에도 일반상장기업과는 다른 특성을 보이고 있음을 실증적으로 보여준다.

핵심주제어 : 특례상장제도, 지속가능성장, Higgins 성장모형, 토빈의 Q

논문접수일 2022년 3월 7일

심사완료일 2022년 3월 22일

게재확정일 2022년 3월 24일

* 논문은 한국연구재단과 아태경상저널에서 정한 윤리규정을 준수함.

1) 제1저자, ariam77@naver.com

2) 공동저자, sue.kim21@gmail.com

3) 교신저자, myoo3142@gmail.com

1. 서론

기술력과 성장성이 우수한 기업의 코스닥 시장 조기 진출을 위한 상장특례제도는 2005년 3월 코스닥 시장 상장 규정이 신설되면서 최초 도입되었다. 도입 이후 2014년까지는 이를 이용하여 코스닥 시장에 진입한 기업이 많지 않았다.

그러나 2015년 4월 한국거래소가 기술평가방식을 완화한 후, 기술성장기업의 특례상장은 크게 증가하였다. 2017년에는 성장성이 우수한 기업 중 상장추천인이 추천한 기업으로 특례대상을 확장하는 기술성장기업 성장성 특례제도가 추가되었다. 성장성 특례제도는 일명 테슬라 요건 상장으로 불리기도 한다. 현재 기술성장기업 상장특례제도를 정리해 보면 다음과 같다. 먼저 기술평가기관 중 2개 기관의 기술평가 결과가 A등급&BBB등급 이상이면 기술성장기업 기술평가 특례대상이 된다. 또한, 상장추천인이 성장성을 평가하여 추천하는 중소기업 또한 기술성장기업 성장성 특례대상이 될 수 있다. 기술성장기업 특례상장 기업 대상은 일반기업 상장요건과 비교하면 일부 외형요건이 면제 또는 완화된다. 경영성과 및 시장평가 등의 상장요건이 자기자본 10억원, 시가총액 90억원으로 일반상장기업의 요건에 비해 완화된다.¹⁾

지속적인 특례완화로 인한 특례상장 대상 기업의 시장진입 가능성 확대도 중요하지만, 상장 후 기업이 특례상장기업이 성장하지 않는다면, 투자자들의 피해가 커질 수밖에 없다.

기술성장기업 상장특례로 코스닥에 상장한 신라젠은 간암 치료제 ‘펙사백’이 주목을 받으며 코스닥 시가총액 2위까지 올랐지만 2022년 1월 18일 기업심사위원회에서 상장폐지가 결정됐다. 그전에도 2020년 주식거래 정지 및 2019년 임상 3상 중단이라는 사안이 발생해 연속 하한가를 기록한 사례가 있다. 앞으로 이러한 사건의 발생을 부정하기는 힘들다.

따라서 본 연구에서는 성장성 측면에서 우수한 평가를 받고 특례상장이 된 기업과 일반상장 기업의 상장 이후 지속가능성장과 기업가치에 대해 차이 분석을 하고자 한다.

추가로 지속가능성장이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 비교분석하고 상장기준이 다른 특례상장기업과 일반상장기업이 상장 이후 특성들이 어떻게 나타나는지 기업가치와 관련된 변수들을 검증하고자 한다.

‘지속가능성장’에 대한 정의는 1987년 ‘The World Commission on

1) 한국거래소 홈페이지 참조

Environment and Development’ 의 보고서 「Toward Sustainable Development - Our Common Future」에서 “다음 세대가 필요로 하는 여건으로서 존중하면서, 지금 세대의 욕구에 부응하는 정도의 성장” 이라고 했다.

경영자들은 기업의 지속적인 성장을 위해 영업, 투자, 재무활동에 대하여 총괄적인 관리를 하고 있다, 이러한 노력을 종합적으로 파악할 수 있는 지표로 본 연구에서는 ‘지속가능성장률’ 을 지속가능성장의 측정 지표로 활용 하고자 한다.

‘지속가능성장률’ 이란 부채비율을 일정하게 유지한 상태에서 유상증자를 통한 외부자금을 조달하지 않고 가능한 기업의 최대 성장률을 말한다.¹⁾

지속가능성장률과 관련된 선행연구는 이론적 모형과 검증모형 자체에 관한 연구로 첫째, Higgins(1977) 모형을 바탕으로 이론적 모형개발과 유용성 등에 그 초점을 맞추고 있다. 둘째, 기업의 지속가능성장률과 결정요인 간의 관계를 실증적으로 검증하는 연구이다. 셋째, 지속가능성장률모형의 확장성에 관한 연구로서 광범위한 적용과 구체적인 상황을 설명하는 실증연구들이다. 따라서 본 연구에서는 선행연구와 달리 다음의 관점에서 실증분석을 하고자 한다.

첫째, 다수의 선행연구는 종속변수로 실제 성장률 또는 지속가능성장률을 선택하여 분석하였으나 본 연구에서는 기업가치를 추가 비교 분석하여 외부자금조달을 고려하지 않은 지속가능성장에 대한 분석을 보완하고자 한다.

둘째, 선행연구에서는 코스닥 시장과 유가증권을 비교하였으나, 코스닥 시장과 유가증권은 기업의 산업군, 규모, 특성 등이 다르므로 두 시장의 비교 연구는 적절치 않다. 본 연구에서는 기업의 특성이 상대적으로 유사한 코스닥 내 특례상장기업과 일반상장기업의 상장 이후 지속가능성장과 기업가치 차이를 비교·분석하였다.

마지막으로 지속가능성장이 기업가치에 미치는 영향을 기업가치 대용변수인 토크빈Q를 활용하여 특례상장기업과 일반상장기업을 비교 분석하고자 한다. 선행연구에서는 상장 당시의 코스닥 특례상장기업은 일반상장기업과 비교하면 기업 규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁘다고 기술하였다. 반면 현금성 자산과 무형자산은 풍부하고, 유동비율은 우수하다고 논하였는데 본 연구에서는 상장 이후 특례상장기업과 일반상장기업의 기업가치를 비교 분석하고자 한다. 아울러 기업가치에 미치는 변수들은 어떠한 차이가 있는지 검증하고자 한다.

1) 기업이 재무레버리지를 증가시키지 않고 유지할 수 있는 성장률로, 자기자본은 부채에 비해 비싸고 현재의 주주들은 새로운 주주들이 진입하는 것을 꺼리거나 추가로 유상증자대금을 납입을 원하지 않기 때문에 유상증자하지 않는 것으로 전제하였다.

특례상장 제도는 잠재력이 우수한 기업에게 시장 조기 진입을 시켜 자금조달 기회를 제공하는 긍정적인 효과는 분명하다. 그러나 신라젠 사례처럼 개인 투자자의 피해가 우려된다는 의견도 있는 건 사실이다. 게다가 2015년 특례상장제도의 변경 이후 특례상장 기업의 코스닥 시장 상장이 증가하였음에도 불구하고 상장 이후의 연구는 아직 미흡한 수준이다. 따라서 본 연구는 코스닥 특례상장기업과 일반상장기업의 상장 이후 지속가능성장과 기업가치에 관해 비교 연구를 했다는 점에서 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 정리하고, 제3장에서는 연구가설과 분석 모형, 표본선택에 대해 제시한다. 제4장에서는 기초통계량을 확인하고, 분석 결과를 살펴보기로 한다. 제5장에서는 연구의 요약 및 시사점을 제시하며 마무리하고자 한다.

2. 선행연구의 검토

2.1. 지속가능성장률모형 실증

기업 성장과 관련하여 그동안 많은 논의가 진행됐다. 다양한 관점의 논의 중에서 Higgins(1977)는 기업이 추가적인 자기자본 조달 없이 일정한 재무구조를 유지하면서 달성할 수 있는 최대의 매출 증가율인 지속가능성장률모형(Sustainable Growth Rate Model)을 제안하였다.

지속가능성장률모형을 활용한 국내 연구로 주병철, 박성태(2019)는 한국 상장기업의 지속가능성장에 관한 실증연구를 통해 코스닥 시장과 유가증권 상장기업을 비교 분석하였다. 코스닥 기업들은 유가증권 상장기업들과 다르게 자산규모가 크고 내부 유보액과 수출 비중이 작을수록 성장하는 특성을 보였다. 그렇지만 코스닥 시장과 유가증권은 기업의 산업군, 규모, 특성 등이 다르므로 두 시장의 비교 연구는 한계점이 있다.

안형준, 최청균 *et al.*(2011)은 국내 건설회사의 지속가능성장률 분석을 통해 건설 산업 특성에 관한 연구를 하였다. 그 결과 국내건설업이 2007년을 기점으로 음(-)의 성장률을 기록하여 지속가능성장률이 저하되었을 가능성이 높음을 확인하였다.

지속가능성장률모형을 활용한 해외 연구로 Vasiliou and Karkazis(2002)는 제조업

과 다른 특징의 재무구조를 가지는 금융업의 지속가능성장률을 연구하기 위해 그리스 국영은행의 자료를 이용하여 분석하였다. 다른 분야에도 적용하여 연구를 진행하였으나 해당 분야 다양한 기업을 분석하지 못한 한계점이 있었다.

Olson and Pagano(2005)는 금융산업을 대상으로 적용성 여부와 평가 틀에 관하여 연구하였다. Platth *et al.*(1995)은 재무적 곤경 기업에서의 성장률을 연구하는 등 다양한 목적에서 지속가능성장률 모형을 활용하였다.

2.2. 지속가능성장률과 기업가치

지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향과 관련된 국내 연구로는 유성용, 김동현(2016)의 지속가능성장률과 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구가 있다. 연구 결과 지속가능성장률이 높을수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 경영자들은 기업의 지속적인 성장을 위해 영업, 투자, 재무활동에 대하여 총괄적인 관리를 하고 있는데 이러한 노력을 종합적으로 파악할 수 있는 지표로 지속가능성장률을 제시하였다.

김주은(2017)은 한국채택국제회계기준 도입 이후의 제조기업의 외형적 성장과 활동성이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 검증하였다. 종속변수인 기업가치로는 토빈Q와 주가를 사용하였고 성장요인으로는 지속가능성장률, 초과이익, 매출액증가율, 당기순이익증가율, 배당금지급액을 사용하였다. 분석결과 기업가치와 유의적인 변수로 매출액증가율, 매출채권회전율 등이 양의 영향을 미친다고 하였고 활동성보다는 성장성이 더 큰 영향을 미친다고 하였다.

기업의 성장과 기업가치에 관한 해외 연구를 살펴보면, Marris(1966)의 연구에서는 기업 가치의 극대화를 위해 효용의 극대화를 추구하게 되며 이것은 기업의 성장과 관련되어 있다고 했다. 즉, 경영자들이 성장을 추구하면서 기업의 가치는 증대되어 진다는 것이다.

Phillips and Kirchhoff(1989)의 연구에서는 기업의 성장이 기업가치를 증가할 수 있게 하고 조직을 강화할 수 있는 요인이라고 하였다.

Viguerie and Baghai(2008)의 연구에서는 기업의 장기적인 성장은 단기적 기업가치 상승뿐만 아니라 생존 문제와도 관련된다고 하였다.

3. 연구설계

3.1. 가설설정

코스닥 시장 특례상장기업의 특성에 대한 박영규(2020) 연구에 따르면, 상장 당시의 코스닥 특례상장기업과 일반상장기업의 특성을 비교하면 기업 규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁘다고 기술하였다. 반면에 현금성 자산과 무형자산은 풍부하고, 유동비율은 우수하다고 논하였다. 이는 기술력이 풍부하고 성장잠재력이 풍부한 기업에게 코스닥 시장 조기 진입의 기회를 제공한다는 특례상장제도의 취지에 부합한다고 제시하였다.

특례상장기업은 기술력과 미래 성장 가능성이 큰 기업에게 상장요건을 완화해 시장진입 기회를 제공해주므로 상대적으로 일반상장기업보다 재무상태가 좋지 않은 상황에서 출발하였다. 그렇지만 상대적으로 재무상황이 좋지 않고 아직 안정화 되지 않은 기업의 코스닥 시장진입 이후 실적 부진이 발행하는 경우 다수의 투자자에게 피해가 갈 것이라는 일부 우려가 있는 것도 사실이다.

한국 상장기업의 지속가능성장에 관한 실증연구를 통해 코스닥 시장과 유가증권 상장기업을 비교 분석한 선행연구는 있으나 코스닥 시장 내 일반상장기업과 특례상장기업의 상장 이후 성장성에 관한 실증연구는 없다.

따라서, 성장성 측면에서 재무요인을 반영한 지속가능성장률 및 외부요인의 영향을 받는 기업가치 측면에서 특례상장기업과 일반상장기업이 상장 이후에도 차이가 있는지 검증하고자 한다. 추가로 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향에 대해 특례상장기업과 일반상장을 비교하여 검증하고자 한다.

가설 1 : 일반상장기업과 특례상장기업의 지속가능성장률은 차이가 있을 것이다.

가설 2 : 일반상장기업과 특례상장기업의 기업가치는 차이가 있을 것이다.

가설 3 : 지속가능성장률이 높을수록 기업가치는 높을 것이다.

3.2. 분석모형

지속가능성장률은 Higgins가 1977년 제시했으며, 기업에서 부채비율을 증가시키지 않으면서 실현 가능한 최대한의 성장률로, 지속가능성장률을 계산하기 위해서는 가정이 필요하게 된다. 유상증자를 하지 않는다고 가정하므로 자산의 증가는 내부유보자금이나 부채조달로 이루어진다. 따라서 자기자본의 증가에 따라 자산에 대한 투자가 결정되고, 자산의 증가는 매출 증가율을 제약하기 때문에 자기자본의 증가율을 지속가능성장률이라고 보게 된다. 이러한 가정하에서 시작하는 지속가능성장률 분석은 기업의 내부성장률 분석으로 시작하게 된다.

내부성장률은 재무상태표에서 이익잉여금으로 처리되는 유보이익이라는 내부금융만을 통해서 달성할 수 있는 최대한도의 매출액성장률을 의미한다. 따라서 기업의 내부성장률은 부채 등의 외부자금 조달 없이 달성할 수 있는 최대한도의 매출액성장률을 말한다. 지속가능성장률과 관련된 내부성장률의 산출을 위해서 먼저 대상 기업의 외부자금 조달액(external financing needed)을 계산하여야 하며, 안형준 *et al.*(2011)의 연구를 인용하여 외부자금 조달액을 도식화하면 다음과 같다.

$$E = as \times pg - m(S_t) \times a(1 + pg) = 0 \quad (1)$$

식 (1)에서 E는 외부자금 조달액, as는 기준연도 자산총계, pg는 추정 매출액성장률, m은 매출액순이익률(=당기순이익/매출액), St는 기준연도 매출액, a는 내부유보율을 나타낸다. 매출액순이익률은 당기순이익을 매출액을 나누어 계산한다. 기업의 신규자산 필요액은 유보이익 추가액에 외부자금조달액을 더해 준 값과 일치하게 된다. 따라서 내부성장률(IGR : Internal Growth Rate)은 식(1)에서 외부자금조달액이 0인 경우로 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$\begin{aligned} E = 0 &= as \times IGR - m(S_t) \times a(1 + IGR) \\ &= -m(S_t) \times a[as - m(S_t) \times a] \times IGR \\ IGR &= \frac{m(S_t) \times a}{[as - m(S_t) \times a]} \end{aligned} \quad (2)$$

한편, 기업의 수익성 지표 중 하나로 사용되는 총자산순이익률(ROA : return on assets)은 당기순이익을 자산총계로 나눈 값이므로 $m(S_t)/as$ 가 된다. 따라서 이러한 총자산순이익률을 이용하여 식 (2)의 분자와 분모에 as를 나누면 내부성장률은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$IGR = \frac{ROA \times a}{1 - ROA \times a} \quad (3)$$

그러나 기업에서 현재와 같은 부채비율을 유지하면서 최대한의 매출액성장률인 지속가능성장률을 달성하기 위해서는 유보이익 추가액만큼의 외부조달금액이 필요하다. 이때, 회사의 추가적인 신주발행이 없다는 가정하에 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$\frac{D}{E} = \frac{EFN}{PM(S) \times b(1 + SGR^*)} \quad (4)$$

식 (4)에서 D는 부채총계, E는 자본총계로 좌변은 부채비율을 의미한다. 우변의 분자 EFN은 외부자금 조달액을 의미하고, 분모 중 PM은 매출액순이익률, S는 매출액, b는 내부유보율을 각각 의미하므로, 분모는 유보이익 추가액을 나타낸다. 여기서 외부자금 조달액 EFN은 성장에 필요한 신규자산 투자액($A \times SGR^*$)에서 유보이익 추가액을 차감한 값으로 나타낼 수 있으므로, 이를 식(1)에 대입한 후 지속가능성장률 SGR^* 에 대해 정리하면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$SGR^* = \frac{PM(S) \times b(1 + \frac{D}{E})}{[A - PM(S) \times b(1 + \frac{D}{E})]} \quad (5)$$

식 (5)에서 A는 자산총계를 의미한다. 식 (2)의 분자와 분모에 A로 나눈 후 총자산이익률(ROA)과 자기자본순이익률(ROE) 개념을 적용하면 식 (5)를 식 (6)과 같이 정의하게 된다.

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b} \quad (6)$$

따라서, 식 (6)은 자기자본순이익률은 매출액순이익률, 자산회전율, (1+부채비율)의 곱으로 나타낼 수 있으며 회사의 지속가능성장률(SGR : Sustainable Growth Rate)은 자기자본순이익률의 설명변수(매출액순이익률, 자산회전율, 부채비율)와 내부 유보율에 따라 결정된다는 것을 알 수 있다.

$$TBQ = \alpha + \beta_1 SGR + \beta_2 VOL + \beta_3 CFO + \beta_4 RNSALES + \beta_5 GRS + \beta_6 SIZE + \epsilon_i \quad (7)$$

식 (7)은 지속가능성장률(SGR)이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 기업가치의 종속변수는 토빈Q를 활용했으며, 지속가능성장률(SGR)을 설명변수로, 변동성(VOL, 개별종목 주가의 표준편차), 영업현금흐름(CFO), R&D집약도(RNSALES), 매출액성장률(GRS), 규모(SIZE)를 통제변수로 설정하였다.

3.3. 표본의 선정

2005년 특례상장제도 도입 후 본 제도를 이용하여 코스닥에 상장된 기업이 많지 않았으나, 2015년 4월 한국거래소가 기술평가 절차 간소화, 평가기간 단축, 비용감면 등 기술평가방식이 완화된 이후, 기술성장기업의 상장 특례상장 기업이 증가하며 활성화로 이어진다. 따라서 본 연구의 분석대상은 2015년부터 2020년까지 코스닥 시장에 상장된 기업이다. 일반상장기업과 특례상장기업의 리스트는 한국거래소, 재무데이터는 Fn Guide에서 추출하였다. 데이터 분석 기간은 2015년도에서 2020년도이며, 각 기업별, 연도별 12월 31일 결산자료를 추출하였다¹⁾. 그 중 금융업, 자본잠식기업, 극단치를 제외한 표본은 총 1188개다.

4. 분석결과

4.1. 기술통계량

다음의 <표1>은 주요 변수의 코스닥 상장기업 전체와 일반상장기업, 특례상장기업을 구분하여 통계량을 제시하고 있다. 전체 지속가능성장률(SGR) 평균은 -1.495로 음(-)의 값으로 나타났고 특례상장기업의 지속가능성장률(SGR)은 0.958인 양(+)의 값으로 나타났다. 특이한 점은 특례상장기업의 지속가능성장률(SGR)이 평균이 높으며, 일반상장기업과 특례상장기업의 평균값의 부호가 상반되게 나타났다. 기업의 현금흐름을 나타내는 현금흐름총자산비율(CFO)의 경우 일반상장기업의 평균값은 양(+)으로 나타났지만, 특례상장기업의 평균값은 음(-)의 값으로 나

1) 2015년 이후 상장한 기업을 대상으로 각 연도별 연말 회계 데이터를 추출하였음.

타나 특례상장기업의 현금흐름이 좋지 않음을 알 수 있다. R&D집약도(RNDSALES)의 경우 특례상장기업이 일반상장기업 보다 평균값이 3배 가까이 높은 것으로 나타났다. 이는 특례상장기업의 경우 연구개발비에 많은 자금을 투자하는 것으로 볼 수 있다. 매출성장률(GRS)도 특례상장기업의 평균값이 일반상장기업에 비해 높은 것으로 나타났다.

〈표 1〉 기술 통계량

변수	구분	평균	표준편차	최소값	최대값	N
SGR	전체	-1.495	16.915	-67.604	94.663	1188
	일반	-1.740	17.583	-67.604	94.663	1080
	특례	0.958	7.075	-14.824	24.434	108
TBQ	전체	1.998	1.484	0.228	21.578	1188
	일반	1.842	1.123	0.228	9.660	1080
	특례	3.560	3.004	0.943	21.578	108
VOL	전체	0.550	0.239	0.000	1.588	1091
	일반	0.542	0.239	0.000	1.588	1001
	특례	0.645	0.216	0.038	1.448	90
CFO	전체	5.401	11.025	-50.372	69.364	1188
	일반	5.965	11.076	-50.372	69.364	1080
	특례	-0.238	8.720	-35.607	24.159	108
RNDSALES	전체	3.017	4.878	0.000	29.211	1188
	일반	2.631	4.244	0.000	27.476	1080
	특례	6.873	8.110	0.000	29.211	108
GRS	전체	17.536	44.899	-89.450	348.110	1156
	일반	16.136	43.161	-89.450	336.500	1048
	특례	31.122	57.679	-52.550	348.110	108
SIZE	전체	18.181	0.930	14.586	22.042	1188
	일반	18.243	0.915	15.858	22.042	1080
	특례	17.564	0.853	14.586	20.182	108

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

VOL : 기업의 변동성(개별 종목 주가의 표준편차)

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

RNDSALES : R&D집약도(연구개발비/매출액)

GRS : 매출액성장률

SIZE : 기업규모(총자산의 자연로그값)

한편 <표2-1>는 전체기업의 변수 간의 상관계수를 나타내고 있다. 주요 관심 변수인 기업가치변수(TBQ)와 지속가능성장률(SGR), 현금흐름 총자산 비율(CFO), 기업규모(SIZE)를 나타내는 변수들은 음의 상관관계를 나타내고 있으나 총자산비율(CFO)의 경우 통계적으로 유의하지는 않다. 또한 기업의 변동성(VOL)과 R&D 집약도(RNDSALES)는 양의 상관관계를 나타내고 있고 통계적으로도 유의하게 나왔다. 전체적으로 높은 상관관계를 보이는 변수는 발견되지 않고 추가로 VIF 값을 확인한 결과 다중공선성은 발견되지 않았다.

<표 2-1> 상관관계 분석_전체

	TBQ	SGR	VOL	CFO	RNDSALES	GRS	SIZE
TBQ	1.000						
SGR	-.042* (.087)	1.000					
VOL	.346*** (.000)	-.063** (.020)	1.000				
CFO	-.017 (.292)	-.055** (.036)	-.214*** (.000)	1.000			
RND SALES	.096*** (.001)	-.002 (.470)	.072*** (.010)	-.055** (.036)	1.000		
GRS	.109*** (.000)	-.041* (.093)	-.068** (.014)	.209*** (.000)	-.071*** (.010)	1.000	
SIZE	-.051** (.048)	-.061** (.024)	.035 (.124)	.122*** (.000)	.084*** (.003)	.057** (.031)	1.000

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

VOL : 기업의 변동성(개별 종목 주가의 표준편차)

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

RNDSALES : R&D집약도(연구개발비/매출액)

GRS : 매출액성장률

SIZE : 기업규모(총자산의 자연로그값)

***, **, * 은 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타낸다.

다음의 <표2-2>는 특례상장 기업 변수 간의 상관계수를 나타내고 있다. 주요 관

심변수인 기업가치변수(TBQ)와 지속가능성장률(SGR), 현금흐름 총자산 비율(CFO), 기업규모(SIZE)를 나타내는 변수들은 음의 상관관계를 나타내고 있으나 현금흐름 총자산 비율(CFO)의 경우 통계적으로 유의하지는 않았다. 이는 <표2-1>과 크게 차이를 보이고 있지 않는데, 이는 전체 코스닥 상장기업의 분석대상이 특례상장기업에 비해 일반상장기업 자료의 수가 많아 전체기업과 유사한 상관관계가 확인됨을 알 수 있다.

<표 2-2> 상관관계 분석_일반

	TBQ	SGR	VOL	CFO	RNDSALES	GRS	SIZE
TBQ	1.000						
SGR	-.078* (.011)	1.000					
VOL	.321*** (.000)	-.072** (.024)	1.000				
CFO	.024 (.429)	-.043 (.161)	-.214*** (.000)	1.000			
RND SALES	.126*** (.000)	-.027 (.375)	.064** (.043)	-.014 (.652)	1.000		
GRS	.089*** (.000)	-.043* (.160)	-.078** (.015)	.288*** (.000)	-.087*** (.005)	1.000	
SIZE	.068* (.026)	-.041 (.183)	.099*** (.002)	.054 (.077)	.141*** (.000)	.047 (.131)	1

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

VOL : 기업의 변동성(개별 종목 주가의 표준편차)

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

RNDSALES : R&D집약도(연구개발비/매출액)

GRS : 매출액성장율

SIZE : 기업규모(총자산의 자연로그값)

***, **, * 은 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타낸다.

다음의 <표2-3>은 특례상장기업 변수 간의 상관계수를 나타내고 있다. 주요 관심변수인 지속가능성장률(SGR)의 상관계수가 통계적으로 유의하지는 않으나 양(+)의 값을 보이고 있어 일반상장기업의 음(-)의 계수값과는 부호가 상반되게 나

타났다. 현금의 흐름을 나타내는 현금흐름 총자산 비율(CFO)의 경우에도 상관계수 값이 통계적으로 유의하지는 않으나 음(-)의 계수값을 보이고 있어 일반상장기업의 양(+)의 계수값과는 부호가 상반됨을 알 수 있다. 기업규모(SIZE)는 기업가치(TBQ)와 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다.

〈표 2-3〉 상관관계 분석_특례

	TBQ	SGR	VOL	CFO	RNDSALES	GRS	SIZE
TBQ	1.000						
SGR	.064 (.507)	1.000					
VOL	.502*** (.000)	-.018 (.863)	1.000				
CFO	-.132 (.174)	-.049 (.614)	.016 (.883)	1.000			
RND SALES	-.141 (.147)	-.029 (.769)	-.032 (.763)	.004 (.970)	1.000		
GRS	.125 (.199)	-.044 (.649)	-.107 (.314)	-.322** (.001)	-.138 (.156)	1.000	
SIZE	-.287** (.003)	.053 (.589)	-.029 (.786)	.317** (.001)	.139 (.151)	-.068 (.485)	1.000

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

VOL : 기업의 변동성(개별 종목 주가의 표준편차)

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

RNDSALES : R&D집약도(연구개발비/매출액)

GRS : 매출액성장률

SIZE : 기업규모(총자산의 자연로그값)

***, **, * 은 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타낸다.

〈표 3〉은 일반상장기업과 특례상장기업의 지속가능성장률(SGR)과 기업가치(TBQ)를 비교하여 차이가 있는지 검증하였다. T-test전 Levene의 등분산 검정을 실시하여 두 가지 변수에 대한 검증을 하였고 두 변수 모두 등분산성을 만족하지 못해 T-test 검증 시 반영하였다. 상장형태에 따른 지속가능성장률과 기업가치 차이 분석결과는 다음과 같다.

지속가능성장률(SGR)의 경우 일반상장기업 평균값이 -1.740, 특례상장기업 평균값이 0.958로 두 값의 차이가 통계적으로 1% 유의수준에서 유의하게 나왔다. 기업가치(TBQ) 역시 일반상장기업이 1.842, 특례상장기업이 3.560으로 평균값의 차이가 통계적으로 1% 유의수준에서 유의하게 나와, 지속가능성장률(SGR)과 기업가치(TBQ) 변수 모두 특례상장의 평균값이 높은 것으로 나타났다.

따라서 ‘일반상장기업과 특례상장기업의 지속가능성장률은 차이가 있을 것이다.(가설1)’, ‘일반상장기업과 특례상장기업의 기업가치는 차이가 있을 것이다.(가설2)’, 두 가설 모두를 채택하게 된다.

〈표 3〉 일반상장-특례상장 지속가능성장률과 기업가치_차이분석 결과

변 수	상장형태	평균	표준편차	F값/유의확률 (Levene의 등분산 검정)	
				F값/유의확률	t값/유의확률
SGR	일반상장기업	-1.740	17.58	15.426/.000***	-3.116/.002***
	특례상장기업	.958	7.07		
TBQ	일반상장기업	1.842	1.12	107.551/.000***	-5.903/.000***
	특례상장기업	3.560	3.00		

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

***, **, * 은 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타낸다.

〈표 4〉에서는 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 코스닥 전체기업과 일반상장, 특례상장기업으로 나누어 분석하였다. 전체상장기업의 경우 지속가능성장률(SGR)과 현금흐름 총자산 비율(CFO)를 제외한 모든 계수 값이 통계적으로 유의하게 나왔다. 일반상장기업은 기업의 규모(SIZE)를 제외한 지속가능성장률(SGR), 기업의 변동성(VOL), 총자산비율(CFO), R&D집약도(RNDSALES), 매출액성장률(GRS)에서 통계적으로 유의한 계수 값이 나왔다. 특례상장기업의 경우 기업의 변동성(VOL), 기업규모(VOL)의 계수 값이 기업가치에 영향을 미치는 것으로 통계적으로 유의한 계수 값이 나왔다.

〈표 4〉 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향_회귀분석 결과

	전체		일반상장		특례상장	
	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.
SGR	-.001	-.562	-.011	-1.812*	.052	1.434
VOL	2.254	12.333***	-.003	11.138***	7.163	5.735***
CFO	.007	1.567	1.666	2.946***	.026	.704
RNDSALES	.027	3.130***	.010	3.916***	-.051	-1.555
GRS	.005	4.610***	.032	3.141***	.009	1.603
SIZE	-.143	-2.974***	.003	-.285	-.938	-2.336**
Constant	3.155	3.597***	.960	1.325	15.428	2.155**
Pr>F	0.000		0.000		0.000	
Adj R2	.147		.138		.313	
n	1188		1080		108	

SGR : 지속가능성장률

TBQ : 시장가치/장부가치

VOL : 기업의 변동성(개별 종목 주가의 표준편차)

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

RNDSALES : R&D집약도(연구개발비/매출액)

GRS : 매출액성장율

SIZE : 기업규모(총자산의 자연로그값)

***, **, * 은 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타낸다.

4.2. 가설검증 결과

각 변수별로 결과를 분석해 보면, 지속가능성장률(SGR)의 경우 전체기업에서는 -0.001로 음의 계수 값이, 일반상장기업의 경우도 -0.011로 음의 계수 값으로 10% 유의수준에서 유의하게 나왔다. 반면, 특례상장기업의 경우 0.052로 유의하

지 않은 양의 계수 값이 나왔다. 특례상장기업의 경우 통계적으로 유의하지 않지만 일반상장기업과 다르게 기업가치(TBQ)와 지속가능성장률(SCR)의 양(+)의 관계를 확인할 수 있다.

기업의 변동성(VOL)은 전체기업에서는 2.254의 계수 값이, 일반상장기업에는 -0.003의 계수 값이, 특례상장기업의 경우 7.163의 계수 값이 나왔고 모두 1% 유의수준에서 유의하게 나왔다. 주목할만 한 점은 일반상장기업과 특례상장기업의 계수가 상반되게 나타났다는 점이다.

현금흐름총자산비율(CFO)의 경우 일반상장에서만 계수 값이 1.666.으로 통계적으로 1%수준에서 유의한 값이 나왔고 전체기업에서는 0.007, 특례상장기업에서는 0.026으로 유의하지 않은 양의 값이 나타났다. 특례상장기업에서 계수 값이 통계적으로 유의하지는 않지만 특례상장기업이 일반상장기업에 비해 현금흐름이 좋지 않다는 것을 확인할 수 있다.

R&D집약도(RNDSALES)는 전체기업의 계수 값이 0.027과 일반상장기업이 0.010으로 1% 유의수준에서 유의한 값이 나왔고, 특례상장기업에서는 -0.051로 유의하지 않은 값이 나타났다. 이는 특례상장기업들이 막대한 R&D 투자에도 불구하고 단기적 성과로 나타나지 않고 R&D 성공률이 낮은 현실을 나타낸다고 볼 수 있다.

매출액성장률(GRS)은 전체기업의 계수값이 0.005, 일반상장기업이 0.032로 1% 유의수준에서 둘 다 유의한 값으로 나왔으나 특례상장기업에서는 0.009로 계수 값이 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 특례상장기업의 계수 값은 유의하지 않다는 것은 특례상장기업이 단기적 성장성은 상대적으로 낮다는 것을 확인할 수 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구에서 특례상장기업의 기업가치가 높게 나온 것은 기업의 단기적 성장성이 아닌 기업의 중,장기적인 미래 성장성이 반영된 결과라고도 볼 수 있다.

기업의 규모(SIZE)는 전체기업의 계수 값이 3.155로 1% 유의수준에서 유의하게 나왔으며 일반상장의 경우 0.960으로 유의하지 않은 계수 값으로 나왔다. 반면에 특례상장기업의 계수 값은 -0.938로 5% 유의수준에서 유의한 값이 나왔다. 특이한 점은 특례상장 기업의 규모가 작을수록 기업가치가 높게 나타났다는 것이다. 이는 일반상장기업 및 기존 선행연구에서 기업의 규모가 클수록 기업가치가 높게 나타난 결과와는 다른 결과라고 볼 수 있다.

분석결과를 정리하면 다음과 같다. 가설1과 가설2에 대한 모형은 특례상장기업이 일반상장기업에 비해 지속가능성장률(SCR)과 기업가치(TBQ) 모두 통계적으로

유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 상장 당시 기술에 대한 성장성이 우수하다고 판단되어 특례상장이 된 기업들이 상장 이후에도 일반상장기업보다 성장성 측면에서 우수하다고 볼 수 있다.

반면 가설3 모형의 설명변수인 지속가능성장률(SGR)은 통계적으로 유의하지 않았다. 그렇지만 일반상장기업과 특례상장기업의 각 변수 계수 값들은 부호가 다르거나 유의한 계수 값이 상이하다는 사실을 확인할 수 있다. 일반상장기업의 경우 기업 본연의 사업 활동과 관련된 재무적 변수들이 기업가치에 영향을 주는 것으로 볼 수 있다. 반면, 특례상장기업의 경우 기업의 주가 변동성이 클수록, 기업 규모는 작을수록 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 특례상장기업과 일반상장기업의 상이한 상장 기준이 상장 이후 기업가치와 관련된 각 변수에도 다른 특성으로 반영된 것으로 볼 수 있다.

5. 결론

특례상장은 기술 잠재력이 우수한 기업에 조기 시장진입을 통한 자금 조달 기회를 제공하는 제도이다. 기술 가치가 시장 성과로 빠르게 나타나고 있는 최근 경제 환경에서 기술혁신 기업의 경우 특례상장제도가 빠른 성장과 시장 확보를 지원하는 데 도움이 된다고 평가받고 있다. 다만, 최근 신라젠 사태처럼 재무상황이 불안정한 초기기업의 상장으로 인해 개인 투자자의 피해가 우려된다는 시각도 있다. 2015년 이후 특례상장 요건이 다소 완화되면서 다양한 혁신 기업들의 주식시장 진입이 늘어나고 있음에도 불구하고 아직 특례상장기업의 성과를 명확하게 검증한 실증연구들이 부족하다. 따라서 본 연구에서는 코스닥 상장기업의 상장 이후의 성장성을 검증하기 위해 2015년 이후 코스닥에 상장된 기업을 대상으로 2020년까지의 기업별, 연도별 재무데이터를 이용하였다. 1188개 재무데이터를 추출하여 특례상장기업과 일반상장기업의 지속가능성장률과 기업가치 차이를 분석하고, 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 비교 분석하였다.

분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저, 일반상장기업과 특례상장기업의 지속가능성장률의 차이는 특례상장기업의 지속가능성장률이 일반상장기업 대비 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 또한, 일반상장기업과 특례상장기업의 기업가치의 차이를 분석한 결과에서도 특례상장 기업의 기업가치가 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 이는 상장 당시 기술의 성장성이 우수하다고 판단되어 특례상장이 된 기업들은 상장 이후에도 일반상장기업과 비교하여 성장성 및 기업가치가

낮지 않게 유지되는 것을 볼 수 있다.

또한, 지속가능성장률이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 일반상장기업의 경우 지속가능성장률은 기업가치에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특례상장기업의 경우 통계적으로 유의하지는 않았지만 지속가능성장률은 정(+)의 계수 값으로 나타났다. 또한, 특례상장기업과 일반상장기업의 기업가치에 유의한 영향을 주는 변수들이 상이하게 나타났으며, 각 변수의 부호 역시 두 그룹 간에 반대로 나타났다. 일반상장기업의 경우 기업 본연의 사업 활동과 관련된 재무적 변수들이 기업가치에 영향을 주는 것으로 해석된다. 반면, 특례상장기업의 경우 기업의 주가 변동성이 클수록, 기업 규모는 작을수록 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 상반된 결과는 특례상장기업과 일반상장기업의 상이했던 상장 당시 기준이 상장 이후에도 다른 특성으로 반영되고 있는 것으로 볼 수 있다.

본 연구는 코스닥 특례상장기업과 일반상장기업의 상장 이후 지속가능성장률 및 기업가치 실증분석을 통해 코스닥 특례상장기업의 성장성은 상장 이후에도 여전히 유효하다는 점을 실증적으로 밝혔다는 점에서 의의가 있다. 다만 실증연구 과정에서 다음과 같은 한계점도 있다.

첫째, 지속가능성장률의 도출 과정에서 자금 조달의 방법 중 증자를 통한 부분은 고려하지 않았다. 그러나 실제 기업경영에서는 유상증자도 발생하기 때문에 이런 부분을 추후 분석 모형 설계 시 외부자금조달과 관련된 변수를 추가하여 기업가치에 미치는 영향에 대한 논의가 필요할 것으로 판단된다.

둘째, 특정 시점(2015) 이후부터 2020년까지의 코스닥 상장기업을 대상으로 비교 분석 하였으므로 분석대상이 제한적이라는 한계가 있다. 향후 분석대상을 확대한 지속적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

셋째, 본 연구에서는 일반상장기업과 특례상장기업이라는 상장 방식을 비교하여 실증 분석하였으나 향후 상장 방식 외 상장 전 기술 성장성 등급이 상장 이후의 영업 성과에 미치는 영향에 대한 시계열 분석도 가능할 것이다. 이를 통해 기술적 가치가 성장잠재력에 미치는 영향을 보다 엄밀하게 살펴볼 필요가 있다.

마지막으로 코스닥 특례상장기업 상장제도에 대한 일부 우려의 시각을 희석 또는 불식시킬 수 있도록 상장 이후의 성장성에 대하여 업종별, 혁신, 조직, 경영자 특성, 지배구조 등을 고려한 중·장기적이고 종합적인 후속 연구를 기대한다.

참고문헌

- 김권중, (2001). 초과이익평가모형의 실행과 유용성 분석. *회계학연구*, 24(3), 91-122.
- 김권중, & 김진선. (2006). Ohlson 모형에서의. *한국증권학회지*, 35(4), 39-69.
- 김문철, & 전영순. (2015). 기업의 성장가능성이 사내유보이익과 기업가치의 관계에 미치는 영향. *경영학연구*, 44(3), 737-765.
- 김민철. (2016). 기업의 도산확률과 회계이익 질과의 관계. *국제회계연구*, 69, 49-67.
- 김민철, & 최경아. (2020). 기업의 성장률변수와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향. *국제회계연구*, 94, 155-171.
- 김주은. (2017). K-IFRS 이후 제조업의 외형적 성장과 활동성이 기업 가치에 미치는 영향. *상업교육연구*, 31(4), 111-139.
- 나종길, & 신희정. (2013). 구조적 접근에 근거한 기본변수들의 정보성. *회계정보연구*, 31(2), 33-60.
- 박경서, & 정찬식. (2010). 종업원지주제도 (ESOP) 도입을 통한 종업원의 영향력 강화가 기업경영과기업가치에 미치는 영향. *금융연구*, 24(1), 33-65.
- 박영규. (2020). 코스닥시장 특례상장기업의 특성에 대한 연구. *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 22(2), 675-684.
- 안형준, 최청균, 김주형, & 김재준. (2011). 국내 건설회사의 지속가능성장률 분석을 통한 건설산업 특성에 관한 연구: Higgins 모형과 Babcock 모형을 중심으로. *대한건축학회 논문집-구조제*, 27(5), 109-117.
- 우원석, & 최형석. (2015). 성장기업의 자금조달에 관한 연구. *한국증권학회지*, 44(3), 595-614.
- 유성용. (2003). 성장성과 자원의 가치에 따른 기업가치평가. *회계정보연구*, 21, 285-308.
- 유성용, & 김동헌. (2016). 지속가능성장률과 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향. *유통경영학회지*, 19(3), 105-120.
- 이정길. (2020). 기업 성장률의 결정요인에 관한 연구. *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 22(2), 725-738.
- 이종천. (2003). 회계정보를 이용한 기업성장의 요인과 유형에 관한 실증적 분석: 미국기업을 중심으로. *경영학연구*, 32(6), 1659-1693.
- 정안정. (2016). 산업별 기술수준에 따른 연구개발비 지출이 이익지속성, 이익성장성 및 기업가치에 미치는 영향. *글로벌경영학회지*, 13(1), 17-44.
- 주병철, & 박성태. (2019). 한국 상장기업의 지속가능 성장에 관한 실증연구. *산업경제연구*, 32(5), 1885-1907.

- Adjei, F., Cyree, K. B., & Walker, M. M. (2008). The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs. *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Cheng, C. S., & McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349-370.
- Davis, A. K. (2002). The value relevance of revenue for Internet firms: Does reporting grossed-up or barter revenue make a difference?. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 445-477.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock. *The journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Gleason, K. C., Jain, R., & Rosenthal, L. (2006). Alternatives for going public: Evidence from reverse takeovers, self-underwritten IPOs, and traditional IPOs. *Self-Underwritten Ipos, and Traditional Ipos (March 15, 2006)*.
- Gleason, K. C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R. A. (2005). Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79.
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford?. *Financial management*, 7-16.
- Kennedy, D., Lakonishok, J., & Shaw, W. H. (1992). Accommodating outliers and nonlinearity in decision models. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(2), 161-190.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of accounting research*, 27, 153-192.
- Marris. (1966). *The Economy Theory of Managerial Capitalism*. Macmillian, London.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Olson, G. T., & Pagano, M. S. (2005). A new application of sustainable growth: A multi-dimensional framework for evaluating the long run performance of bank mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9-10), 1995-2036.
- Phillips, B. D., & Kirchhoff, B. A. (1989). Formation, growth and survival; small firm dynamics in the US economy. *Small business economics*, 1(1), 65-74.
- Platt, H. D., Platt, M. B., & Chen, G. (1995). Sustainable growth rate of firms in financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 19(2), 147-151.
- Vasiliou, D., & Karkazis, J. (2002). The sustainable growth model in banking: An application to the national bank of Greece. *Managerial Finance*.
- Viguerie, P., Smit, S., & Baghai, M. (2008). *The granularity of growth: how to identify the sources of growth and drive enduring company performance*. John Wiley & Sons.

Effect of sustainability growth of specially listed companies on corporate value*

Kim, JooWon¹⁾

Senior Manager, Korea Carbon Industry Promotion Agency

Kim, SooYeon²⁾

Senior Portfolio Manager, National Pension Service

Yoo, MinHwa³⁾

Responsible researcher, Korea Institute for Advancement of Technology

Abstract

This study analyzed the difference in sustainable growth rate and corporate value between special listed companies and general listed companies that passed the so-called Tesla listing requirements of KOSDAQ-listed companies from 2015 to 2020. In addition, the effect of sustainability growth on corporate value was analyzed for each of the two groups. As a result of the analysis, the sustainability growth rate and corporate value of specially listed companies after listing were higher than that of general listed companies. This shows that special listed companies, which were evaluated as having high future growth potential with excellent technology and obtained opportunities for listing, continue to maintain high growth potential even after listing. As a result of analyzing the effect of sustainability growth on corporate value, it was found that in the case of general listed companies, the sustainability growth rate had a significant negative effect on corporate value. On the other hand, in the case of specially listed companies, the sustainability growth rate variable was not significant, but it was found to show a positive coefficient value. In addition, it was found that the cash flow total asset ratio, sales growth rate, and R&D intensity variables had a positive effect on corporate value for general listed companies, but the signs of each variable were reversed. This empirically shows that even after listing, it shows different characteristics from general listed companies.

Keyword : Special listing System, Sustainable Growth Rate, Higgins Growth Rate Model, Tobin's Q

Received March 7, 2022

Revised March 22, 2022

Accepted March 24, 2022

* All papers comply with the ethical code set by the National Research Foundation and the Asia-Pacific Journal of Business and Commerce.

1) First Author, ariam77@naver.com

2) Co-Author, sue.kim21@gmail.com

3) Corresponding Author, myoo3142@gmail.com