

세무와회계저널
제10권 제3호 2009년 9월 pp.81~103
한국세무학회

우회상장과 IPO에 대한 의사결정 비교연구

김종일* · 이장순**

<요 약>

본 연구의 목적은 IPO 요건을 갖추었음에도 불구하고 우회상장을 실시한 기업들의 특성을 분석하여 우회상장을 결정하는 요인을 파악하는데 있다. 이에 따라 본 연구에서는 코스닥시장을 대상으로 IPO 기업과 IPO 요건을 충족한 우회상장 기업들의 비교를 통해 우회상장을 촉진하거나 저해하는 요인을 분석하였다.

기존 연구에서는 전체 우회상장 기업을 대상으로 분석하였으나 본 연구에서는 우회상장 기업 중 IPO 요건을 충족한 기업, 합병 및 포괄적 주식교환 방법 등으로 우회상장을 실시한 기업 등으로 세분화하여 분석하였다.

2001년부터 2005년 동안 코스닥시장에 상장한 IPO 기업 458개와 우회상장 기업 154개 중 IPO 요건을 충족한 33개 기업을 대상으로 로지스틱회귀분석을 이용하여 실증분석을 수행하였다. 분석결과에 따르면 기업업력과 경상이익률은 예상대로 회귀계수가 음(-)으로 나타나 우회상장을 저해하는 요인으로 나타났으며 매출액 규모는 예상과는 다르게, 부채비율은 예상대로 회귀계수가 양(+)으로 나타나 우회상장을 촉진하는 요인으로 나타났다.

기업업력은 짧을수록, 기업규모는 커질수록 우회상장 가능성이 높아지는 것으로 나타나 저평가 가능성 측면에서 기업규모는 예측과는 다르게 관찰되었다. 부채비율이 높을수록, 경상이익률이 낮을수록 우회상장 가능성이 높게 나타나 안정성 및 수익성이 낮을수록 IPO보다 우회상장 가능성이 높아지는 것으로 나타났다. 실증분석결과 바이오와 엔터테인먼트업종은 우회상장 가능성이 높게 나타나지만 통계적으로 유의하게 관찰되지 않았으며 우회상장요건 적용대상 완화기간에는 예측대로 통계적으로 유의하게 우회상장 가능성이 높게 나타났다.

본 연구는 최근 우리사회에서 관심이 집중되는 우회상장에 대한 연구를 하였다. 코스닥시장은 중소기업 및 벤처기업 육성 차원에서 국가 경제적으로 중요하며 주식시장 상장은 기업의 지속적 성장 차원에서 경영자 개인적으로 중요한 의사결정이라고 볼 때, 어떠한 요인이 우회상장을 촉진하는지는 중요한 문제이다. 이러한 연구결과는 우회상장의 동기를 명확히 하여 우회상장을 고려하는 기업과 투자자 그리고 이를 규제하는 정책당국의 의사결정에 중요한 정보를 제공할 수 있다.

<주제어> 우회상장, 기업공개, 코스닥시장

* 가톨릭대학교 경영학부 조교수, jayk@catholic.ac.kr, 02-2164-4011, 제1저자

** 세일회계법인 공인회계사, jslee@seilcpa.com, 02-535-6903, 교신저자

논문접수일 2009년 2월

게재확정일 2009년 8월

I. 서 론

우회상장(back-door listing)은 비상장기업이 신규상장(initial public offering, 이하 IPO) 절차를 거치지 않고 이미 상장된 기업과 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 타법인 출자¹⁾, 현물출자 등의 방법으로 장내시장에서 매매가 가능한 상장기업의 주식으로 바뀌는 것을 말한다. 대부분 두 기업 중 한 곳의 최대주주는 변경되며, 일반적으로 비상장기업의 최대주주가 상장기업의 최대주주가 되는 경우가 많다. 결국 현금화가 쉽지 않아 유동성이 떨어지는 비상장기업 주식이 유동성이 높은 상장기업 주식으로 바뀌는 것을 의미한다.

2000년 중 코스닥시장의 테마인 A&D(acquisition & development)와 우회상장이 동일한 의미로 혼용되었다. 일반적으로 A&D는 기술력 있는 업체를 인수해 자사에 필요한 기술을 확보하고 외형 및 내실 성장을 도모하는 것이다. 즉, 사업연관성이 높고 우수한 기술력을 보유한 업체가 대상이다. 그러나 국내의 경우 A&D가 우회상장을 목적으로 한 경우가 대부분이었다. 규제당국은 2003년도에 우회상장제도를 통하여 코스닥시장의 활성화 방안을 마련하였다. 당시 코스닥시장의 침체와 경영실적의 악화로 코스닥상장기업의 구조조정 필요성이 급증하면서 벤처기업 등의 신기술 및 아이디어를 승계하고 자원배분의 효율성을 증대시키고자 우회상장을 활성화하여 코스닥상장기업이 부실화 이전 단계에서 스스로 자구노력을 하도록 유도하였다. 즉, 지나친 심사요건으로 인하여 건전한 우회상장 등 기업의 구조조정을 저해하는 부작용을 해소하고자 노력하였다. 특히 2005년 코스닥시장 우회상장은 37건에서 67건으로 전년대비 81% 증가하였으며, 합병보다는 비교적 규제가 약한 포괄적 주식교환이나 주식스왑 방식을 이용한 우회상장이 급증하였다. 그리고 2005년 들어 코스닥시장 활황, 황우석 효과, 한류 열풍 등으로 바이오·엔터테인먼트 업종을 중심으로 우회상장이 급증하였다.

우회상장은 성장 동력이 고갈된 상장기업을 유망 비상장사와 결합시킴으로써 활로를 터주는 긍정적인 기능을 가지고 있다. 그러나 횡령·배임, 주가조작, 소모적인 경영권 분쟁 등 우회상장으로 인한 부작용들이 속출하였으며 우회상장이 인기 테마에 편승해 단기 시세차익을 노리는 머니게임의 수단으로 전락하거나 잦은 경영권 변동과 함께 기업의 부실을 확대 재생산하는 등의 폐해도 나타났다. 따라서 현안으로 떠오른 우회상장의 순기능과 역기능의 논란 속에서 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입한 경영자의 주요 의도를 파악하는 것은 중요하다고 볼 수 있다. 이에 따라 IPO가 아닌 우회상장의 방법으로 코스닥시장에 상장한 기업의 특징을 분석하고자 한다.

논란이 되고 있는 우회상장의 공과를 떠나 왜 기업들이 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입하는지 정확한 분석이 이루어진다면 올바른 방향의 중소기업 육성정책, 코스닥시장 운영, 우회상장관련 심사가 이루어 질 것이다. 이러한 올바른 방향 하에서 건전한 코스닥시장이 형성되고 코스닥시장에 IPO 또는 우회상장한 중소벤처기업들이 지속적으로 성장해 나갈 것이다.

1) 코스닥시장상장규정에는 일반적으로 업계에서 관행적으로 사용하는 “주식스왑”이라는 표현은 사용하지 않고 있으며, 타법인 주식에 출자하거나 인수할 경우 자산양수도신고서를 제출하도록 되어 있다. 본 연구에서는 “타법인 출자”라는 용어를 사용한다.

본 연구는 비상장기업이 코스닥시장에 진입하는 방법 중 IPO가 아닌 우회상장을 선택하는 결정 요인을 파악하고자 한다. 이를 위해 우회상장 기업과 IPO 기업의 특성을 비교하였다. 이러한 결정요인에 대한 분석을 통해 우회상장을 선택한 동기를 파악하고자 한다.

코스닥시장은 중소기업 및 벤처기업 육성 차원에서 국가 경제적으로 중요하며 주식시장 상장은 기업의 지속적 성장 차원에서 경영자 개인적으로 중요한 의사결정이라고 볼 때, 어떠한 요인이 우회상장을 촉진하는지는 중요한 문제이다. 따라서 본 연구결과는 중소기업관련 당국, 코스닥시장을 운영 및 감독하는 증권선물거래소 및 금융감독원, IPO를 주관하는 증권회사, 벤처금융·기관투자자·개인투자자 등 투자자에게 시사하는 바가 크다 하겠다.

본 연구는 기존의 우회상장 또는 IPO와 관련된 연구와 달리 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입한 기업과 IPO를 통해 시장에 진입한 기업의 특성을 심층적으로 비교분석하였다. 기존 연구에서는 우회상장 기업 또는 IPO 기업만을 대상으로 하거나 비교연구의 경우 전체 우회상장기업을 대상으로 분석하였으나 본 연구에서는 우회상장 기업 중 IPO 요건을 충족한 기업, 상대적으로 우회상장요건이 엄격한 합병 및 포괄적 주식교환 방법 등으로 우회상장을 실시한 기업 등으로 세분화하여 분석하였다. 또한 기존 연구에서는 우회상장에 이용된 기존 코스닥상장기업을 대상으로 하였으나 본 연구에서는 우회상장을 시도한 비상장기업을 연구대상으로 하였다. 우회상장과 IPO의 결정요인을 분석한 국내 연구를 비교한 결과는 다음 <표 1>과 같다.

<표 1> 우회상장과 IPO의 결정요인에 관한 국내 연구 비교

구 분	최운열, 이호선(2006)	김종일, 이장순(2008)	본 연구	비 고
기간	2003년~2005년	2001년~2005년	2001년~2005년	2년 추가
표본 기업	우회상장 대상 상장기업과 IPO 기업	우회상장 시도 비상장기업과 IPO 기업	우회상장 시도 비상장기업과 IPO 기업	비교기업 차이
분석 기업	전체 우회상장기업	전체 우회상장기업	IPO 요건 충족기업, 합병 및 포괄적 주식교환 방법	대상기업 차이
설명 변수	업종관련 요인, 시장예측관련 요인, 자산총계, CD 91률	업력, 매출액, 부채비율, 경상이익률, 업종	업력, 매출액, 부채비율, 경상이익률, 업종, 요건완화기간 가변수	변수 차이

본 연구는 2001년부터 2005년 사이에 코스닥시장에 IPO를 통하여 상장한 기업과 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 타법인 출자, 현물출자 등의 방법에 의하여 우회상장한 기업 중 비교가능성이 낮은 금융업종, 결산월이 12월이 아닌 기업과 전자공시시스템을 통하여 공시의무가 없어 재무자료를 구할 수 없는 기업을 제외한 표본을 추출하였다. 이에 따라 IPO 기업은 총 484개 기업 중 458개 기업을 표본으로 추출하였다. 그리고 우회상장기업은 총 194개 기업 중 154개 기업을 표본으로 추출하였으며 이 중 IPO 요건을 충족한 33개 기업을 대상으로 저평가 가능성, 재무구조, 수익성과 관련하여 로지스틱회귀분석을 이용하여 실증분석을 수행하였다.

이러한 표본을 기초로 우회상장을 선택한 동기를 파악하기 위하여 우회상장기업과 IPO 기업의 재무적 특성에 어떠한 차이가 있는가를 상장 직전연도의 재무적 변수를 가지고 평균차이검증분석, 상관관계분석과 로지스틱회귀분석을 통해 연구를 수행하였다.

우회상장기업의 경우 IPO 심사요건을 충족하였음에도 불구하고 우회상장을 통하여 시장에 진입한 기업과 IPO를 통하여 시장에 진입한 기업의 재무적 특성 차이를 분석하였다. 또한 다른 방법에 비하여 우회상장요건이 엄격한 합병 및 포괄적 주식교환의 방법으로 시장에 진입한 기업과 IPO기업을 비교하여 우회상장 심사요건의 엄격한 정도에 따라 연구결과에 차이가 있는지 분석하였다.

II. 우회상장에 대한 이해

IPO는 한국증권선물거래소에 상장 예비심사청구 후 엄격한 심사과정을 거친 후 일반적으로 공모 절차를 통하여 증권시장에 진입하게 되며 이에 비해 우회상장은 기존 상장법인과의 합병 등의 방법을 통하여 엄격한 심사과정이나 공모절차를 밟지 않고 결과적으로 상장효과를 얻는 것을 말한다. 코스닥시장 상장규정에는 ‘우회상장’이라는 용어를 직접적으로 사용하지 않으며 코스닥상장기업이 비상장기업과 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 타법인 출자, 현물출자 등을 할 때 코스닥시장 상장 규정 시행세칙에서 정하는 경영권 변동이 발생하는 경우 상장요건의 일부를 충족하도록 요구하고 있다. 코스닥시장 상장규정에 의한 유형별 우회상장의 정의를 요약하면 <표 2>와 같다²⁾.

<표 2> 유형별 우회상장의 정의

구 분	내 용
합 병	코스닥상장기업이 비상장기업과 합병을 함으로써 경영권이 변동하거나 합병 전 1년 이내에 경영권변동이 발생한 경우
포괄적 주식교환	코스닥상장기업이 비상장기업과 포괄적 주식교환을 함으로써 경영권이 변동하거나 포괄적 주식교환 전 1년 이내에 경영권변동이 발생한 경우
영업양수	코스닥상장기업이 비상장기업의营业을 양수하고, 영업양수 전후 6월 이내에 비상장기업의 최대주주 및 특수 관계자를 대상으로 제3자 배정으로 주식 등을 발행하여 경영권이 변동하는 경우
타법인 출자	코스닥상장기업이 비상장기업의 최대주주 등으로부터 비상장기업의 주식을 취득하고, 주식취득 전후 6월 이내에 비상장기업의 최대주주 및 특수 관계자를 대상으로 제3자 배정으로 주식 등을 발행하여 경영권이 변동하는 경우로서 타법인출자의 결과 코스닥상장기업의 비상장기업 지분율이 30%를 초과하면서 최대출자자가 되는 경우
현물출자	코스닥상장기업이 현물출자를 통해 경영권이 변동하는 경우로서 현물출자의 결과 코스닥상장기업이 비상장기업의 지분율 30%이상 소유하면서 최대출자자가 되는 경우

2) 코스닥시장 상장규정 제19조, 제19조의2, 동 규정시행세칙 제19조, 제19조의2

코스닥시장 상장규정 시행세칙에서 경영권이 변동하는 경우라 함은 우회상장으로 인하여 비상장 기업의 최대주주 및 특수 관계자가 코스닥상장기업의 최대주주가 되는 경우, 최대주주의 변경이 없더라도 우회상장결과 비상장기업의 최대주주 및 특수 관계자와 5% 이상 주주의 코스닥상장기업 지분이 코스닥상장기업의 기존최대주주보다 큰 경우, 합병 등을 통한 우회상장 이전 1년 이내에 비상장기업의 최대주주 및 특수 관계자가 코스닥상장기업의 최대주주가 되는 경우를 말한다(김종일·이장순 2008, 2025).

한편, 코스닥시장상장규정은 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 타법인 출자 및 현물출자의 방법을 통하여 시장에 진입하는 모든 우회상장에 대하여 일정요건을 충족하도록 요구하는 것이 아니라 특정한 경우에 한하여 우회상장 요건을 충족하도록 규정하고 있다. 이러한 요건을 충족해야 하는 우회상장의 범위는 코스닥시장의 성장과 함께 계속적으로 변화었는데 그 내용을 보면 <표 3>과 같다.

〈표 3〉 우회상장요건 적용대상의 변천

구 분	주 요 내 용
2002.03.18 이전	자산총액, 자본금, 매출액 3가지 중 2가지 이상 비상장회사가 큰 경우에만 적용
2002.03.18 이후	모든 합병에 대하여 무조건 적용
2005.07.22 이후	자산총액, 자본금, 매출액 3가지 중 2가지 이상 비상장회사가 큰 경우에만 적용
2006.06.23 이후	자산총액, 자본금, 매출액 3가지 중 2가지 이상 비상장회사가 큰 경우와 시행세칙에서 정하는 최대주주변동이 있는 경우에 적용

2002년 3월 코스닥상장기업이 비상장기업과 합병하는 경우 기업가치 저하방지 및 투자자보호를 위하여 상장기업보다 비상장기업이 자산총계, 자본금, 매출액 중 2가지 이상이 큰 경우에서 모든 비상장기업으로 확대하였으며 코스닥상장기업과 포괄적 주식교환을 한 비상장기업에 투자한 벤처금융 및 기관 투자자에 대해서도 합병시 적용하는 수준의 주식매각 제한제도를 도입하였다.

2005년 7월 계속되는 시장 활성화 조치에도 불구하고 코스닥시장이 회복되지 않자 우회상장 활성화를 위하여 합병시 요건을 충족하여야 하는 비상장기업의 범위를 축소하였다. 즉, 비상장기업이 자산, 자본금, 매출액 중 2가지 이상이 코스닥상장기업보다 큰 경우에 한하여 합병요건을 심사하도록 개정하였다.

2006년 6월 코스닥시장은 코스닥시장의 우회상장실태점검보고서를 토대로 요건을 충족해야 하는 우회상장의 범위를 i) 코스닥기업과 비상장기업이 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수와 연계한 제3자 배정에 의한 유상증자, 타법인 출자 등에 의하여 코스닥상장기업의 경영권변동이 발생하는 경우, ii) 경영권변동이 없더라도 자산총액, 자본금, 매출액 기준으로 코스닥상장기업보다 2가지 이상 큰 비상장기업과 합병 및 포괄적 주식교환을 하는 경우로 변경하였다.

코스닥시장상장규정은 일반기업, 벤처기업 그리고 성장형 벤처기업으로 구분하여 상장요건을 규

정하고 있는데 그 내용은 <표 4>와 같다³⁾.

<표 4> 코스닥시장 IPO 요건

상장요건	일반기업	벤처기업	성장형 벤처
설립 후 경과연수	3년 이상	-	-
자기자본	30억원 이상	15억원 이상	15억원 이상
자본상태	자본잠식 없을 것	자본잠식이 없을 것	자본잠식이 없을 것
주식의 분산	일정요건을 충족할 것	일정요건을 충족할 것	일정요건을 충족할 것
경영성과	경상이익이 있을 것	경상이익이 있을 것	-
자기자본 이익률	10% 또는 당기순이익 20억원 이상	5% 또는 당기순이익 10억원 이상	-
자본금 변경	1년 이내에 일정규모 이상의 유상증자 등이 없을 것		
감사의견	최근 사업연도 적정의견		
합병 등	결산재무제표가 확정될 것		
소송 및 부도발생	중요한 소송사건 및 부도발생이 없을 것		
주식의 양도제한	양도제한이 없을 것		
최대주주 변경제한	1년 이내 최대주주변경이 없을 것		
회사의 기관	상근감사 등의 요건을 충족할 것		
주식업무관련 사항	주식관련 업무수행요건 구비		
기타사항	가. 공시 관련 사항 위반이 없을 것 나. 재무적 안정성 관련 위해요인이 없을 것 다. 관련자의 해당기업 주식투자사실이 없을 것 라. 공시 관련 사항 위반 사례 등이 없을 것 마. 주식변동으로 인한 경영안정성 등 위해요인 및 법령위반, 업종특성에 따른 부적합 사유가 없을 것		

출처 : 김종일 등(2008) <표 1>

주1) 성장형 벤처 : 성장업종으로서 기술평가 결과가 A등급 이상인 벤처기업

주2) 외형요건이었던 부채비율 요건은 재무안정성에 대한 심사료 대체

벤처기업의 IPO 요건은 일반기업 요건 중 설립 후 경과연수가 제외되고, 상장예비심사청구일 현재 자기자본이 15억원 이상이어야 하며, 최근 사업연도 말 현재 자기자본이익률이 100분의 5 이상이거나 최근 사업연도의 당기순이익이 10억원 이상으로 완화되어 있다. 이외의 다른 규정은 일반기업과 동일하다. 증권선물거래소가 코스닥시장상장규정시행세칙이 정하는 바에 따라 당해 벤처기업

3) 코스닥시장 상장규정 제7조 및 제8조

의 기술력과 성장성을 인정하는 성장형 벤처기업의 경우에는 벤처기업에 적용되는 요건에서 경영성과와 자기자본이익률 등의 규정을 적용하지 아니한다.

합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 타법인 출자, 현물출자를 통한 우회상장 요건과 유형별 IPO 요건을 비교하면 <표 5>와 같다⁴⁾. 설립 후 경과연수는 IPO의 경우 일반기업은 설립 후 3년 이상 경과할 것을 요구하고 있으나 벤처기업 및 성장형 벤처기업은 요구하지 않고 있다. 우회상장은 일반기업에 대하여도 설립 후 경과연수에 대한 규정은 없다.

자기자본은 IPO의 경우 30억원(벤처기업은 15억원) 이상이 되어야 하나 우회상장은 이러한 규정을 요구하지 않고 있다. 반면에 자본상태는 IPO 및 우회상장에 모두 적용되어 결손금의 발생으로 자본총계가 납입자본금보다 작아지면 안 되도록 규정하고 있다. 다만, 영업양수에 의한 우회상장의 경우 부채가 자산을 초과하지 않을 것으로 규정되어 자본총계가 부(-)의 값을 갖지만 않으면 되도록 규정을 완화하여 적용하고 있다.

<표 5> IPO 심사요건과 우회상장 심사요건의 비교

상장요건	IPO			우회상장				
	일반기업	벤처기업	성장형벤처기업	합병	포괄적주식교환	영업양수	주식스왑	현물출자
설립 후 경과연수	적용			-	-	-	-	-
자기자본	적용	완화	완화	-	-	-	-	-
자본상태	적용	적용	적용	적용	적용	완화	적용	적용
주식의 분산	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
경영성과	적용	적용	적용	적용	적용	적용	적용	적용
자기자본 이익률 등	적용	완화	완화	-	-	-	-	-
자본금 변경	적용	적용	적용	적용	적용	-	-	-
감사의견	적용	적용	적용	적용	적용	적용	-	-
합병 등	적용	적용	적용	적용	적용	-	적용	적용
소송 및 부도발생	적용	적용	적용	적용	적용	-	적용	적용
주식의 양도제한	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
최대주주 변경제한	적용	적용	적용	적용	적용	-	-	-
회사의 기관	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
주식업무관련 사항	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
기타사항	적용	적용	적용	-	-	-	-	-

출처 : 김종일 등(2008) <표 2>

4) 코스닥시장 상장규정 제19조, 제19조의2, 동 규정시행세칙 제19조, 제19조의2

IPO의 경우 성장형 벤처기업을 제외하고는 자기자본이익률이 10%(벤처기업은 5%)이상이거나 당기순이익이 20억원(벤처기업은 10억원) 이상이 되도록 규정하고 있다. 그러나 우회상장은 자기자본이익률에 대한 규정은 없다.

주식이 최소요건 이상 분산되어 있을 것, 감사 및 사외이사 등 회사의 기관을 구비할 것, 주식업무를 취급할 수 있는 조직 등을 구축할 것 등과 같이 이미 상장회사가 구비한 사항으로 우회상장에 적용의미가 없는 규정은 N/A로 표시되어 있다.

III. 선행연구

주상룡(1997)은 1981년부터 1990년 사이의 국내 합병사례 중 34개 표본을 선정하여 비상장인 피합병기업의 기업공개요건 충족여부를 검토하여 우리나라 합병시장의 문제점 중 하나인 변칙상장여부를 분석하였다. 그리고 합병기업과 피합병기업, 합병기업과 통제기업, 합병기업과 산업, 피합병기업과 산업 간의 합병전후 연도별 성과비교를 통해 국내 합병의 주된 동기로 되어있는 기업규모 확대와 재무구조 개선효과를 재검토하였다. 분석결과 비상장·피합병기업은 대부분 상장요건을 충족치 못하였고, 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등의 비교집단간(합병·피합병, 합병·통제, 합병·산업, 피합병·산업) 연도별 차이는 대부분 비유의적으로 나타났다. 합병기업의 초과수익률은 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등이 유의한 설명력을 갖고 있었다. 이 연구에서는 유가증권시장의 합병을 분석대상으로 하였다는 점에서 코스닥시장의 합병을 포함한 모든 우회상장 형태를 분석대상으로 한 본 연구와 차이가 있다.

김석태 등(2005)은 2000년4월부터 2003년12월까지 코스닥시장의 역인수 합병 36개 표본기업을 대상으로 역인수 합병 기업의 특성 및 동기를 살펴보았다. 기업특성과 관련하여 역인수 합병 이전의 재무적 특성, 공시시점의 시장반응, 역인수 합병 이후의 기업가치 변화에 대해서 살펴보았고, 동기와 관련하여 최대주주의 지분변동을 대리인 이론의 측면에서 분석하였다. 연구결과 우리나라 코스닥시장의 역인수 합병 기업의 M&A 이전 재무적 특성은 수익성은 열악한 반면 재무구조는 우량한 것으로 나타났다. 열악한 수익성은 해당 코스닥상장기업이 M&A시장에 나온 이유이며, 우량한 재무구조는 코스닥상장기업이 역인수 합병의 실질적인 인수대상으로 채택된 이유라고 설명하고 있다. 이 연구에서는 역인수 합병에 이용된 코스닥상장기업을 대상으로 하였으나 본 연구는 우회상장을 시도한 비상장기업과 IPO 기업을 비교하였다.

최운열 등(2006)은 2003년부터 2005년까지의 기간에 걸쳐 일어난 우회상장 사건들을 대상으로 동기간의 IPO 기업과의 비교를 수행하였다. 우회상장 전에 비해 자산총계, 자본총계의 증가와 시가총액의 급격한 증가를 경험한 것으로 나타났다. 특히 주가와 시가총액을 기초로 한 PSR, PBR, 시장가치자기자본비율은 크게 상승되는 것으로 나타났다. 그러나 영업이익률과 순이익률, ROA, ROE로 나타나는 수익성의 경우 비슷하거나 오히려 악화되는 것으로 나타났다. 한편 우회상장 기업들은 IPO

기업들과 비교하여 자산총계와 자본총계 및 시가총액에서 열위에 있음을 볼 수 있으며, 수익성 측면에서 큰 차이를 보임을 확인할 수 있었다. 저자는 이를 상장예비심사과정의 각종 요건들을 만족한다는 것 자체가 IPO 기업의 건실성을 의미하며, IPO 직후 기업은 상장 후 시간이 지난 기업에 비해 상대적으로 건실함을 나타내는 것으로 해석하였다. 이 연구에서는 우회상장에 이용된 상장기업과 IPO 기업을 비교한 반면 본 연구는 우회상장을 시도한 비상장기업과 IPO 기업을 비교함으로써 우회상장과 IPO에 대한 선택 동기를 파악하였다.

김종일 등(2008)은 2001년부터 2005년 코스닥시장을 대상으로 기업의 어떤 특성이 IPO 또는 우회상장을 선택하는 요인이 되는가를 파악하였다. 연구결과 존속기간이 짧고 매출액 규모가 작아 IPO 시 저평가 가능성이 높은 기업은 공모자금 유입혜택이 낮아지므로 IPO보다는 우회상장을 선호하고 수익성이 높고 부채비율이 낮은 안정된 기업은 우회상장보다는 IPO를 선택하여 충분한 상장의 효과를 얻으려고 하였다. 업종의 특성에 따라 초기투자비용이 높고 불확실성이 큰 기업은 IPO 요건을 충족하기 어려워 우회상장의 방법으로 시장에 진입하였다. 기업은 그들이 가지고 있는 특성에 따라 IPO 또는 우회상장을 통해 시장에 진입함으로써 각 방법이 가지고 있는 혜택을 충분히 얻으려는 선택을 하고 있었다. 이 연구에서는 전체 우회상장기업을 대상으로 분석하였으나 IPO 요건을 갖추지 못한 경우 우회상장을 선택할 수밖에 없고 IPO 요건이 우회상장 요건보다 엄격하므로 본 연구에서는 우회상장 기업 중 IPO 요건을 충족한 기업, 상대적으로 우회상장요건이 엄격한 합병 및 포괄적 주식교환 방법 등으로 우회상장을 실시한 기업 등으로 세분화하여 심층적으로 분석하였다.

IV. 실증분석 방법

1. 가설설정

본 연구는 IPO 기업과 우회상장 기업의 상장 전 기업특성을 비교함으로써 우회상장을 결정하는 요인을 파악하였다. IPO 요건을 갖추지 못한 기업의 경우 우회상장을 통해 주식시장에 진입할 수밖에 없지만 요건을 갖추었음에도 불구하고 우회상장을 실시한 기업들의 특성을 분석하였다. 외형적 요건이 충족되더라도 모두 IPO에 성공하는 것은 아니지만 질적 심사요건에 대한 개별 기업의 해당 자료입수가 불가능하므로 본 연구에서는 외형적 요건충족 여부만을 검토하였다. 이러한 점이 본 연구의 한계점이라고 할 수 있지만 앞서 언급하였듯이 외형적 요건의 미충족 기업은 우회상장이 유일한 대안이므로 비교분석대상을 우회상장 전체기업이 아닌 요건충족기업으로 한정하였다.

일반적으로 투자자들은 발행회사들보다 IPO 기업의 진정한 가치에 대해서 잘 알고 있지 못하기 때문에, 정보의 불균형은 IPO 기업의 질적인 측면에 역효과를 가져와 주식 발행가격에도 영향을 미칠 수 있다(Leland and Pyle 1977). 즉, 정보의 불균형이 주식 발행가격의 저가평가의 정도를 결정하게 되는 것이다(Rock 1986). 정보의 불균형으로 인해 발생하는 기업의 비용은 특히 규모가 작고 업력이

짧은 회사들에게는 기업공개 시 큰 장애물로 작용할 수 있다(Chemmanur and Fulghieri 1995). 이러한 기업들은 제공할 만한 과거의 누적된 정보가 많지 않기 때문이다. Muscarella et al.(1989)의 연구는 회사의 업력이 오래될수록 시장에 정보가 많이 알려져 있기 때문에 기업공개 시 공모주의 저평가 폭을 감소시킨다는 결과를 보고하고 있다⁵⁾. Pagano et al.(1998), 김종일 등(2006)은 기업업력 및 매출액 변수를 역선택(adverse selection) 비용에 대한 대응치로 사용하여 기업공개 결정요인에 관한 연구를 수행하였다.

IPO의 경우 주식의 분산요건을 갖추기 위해 주식에 대한 공모과정을 거치게 된다. 위에서 설명한 바와 같이 기업업력이 짧고 기업규모가 작은 기업은 공모과정에서 저평가 받을 가능성이 높다. 따라서 이러한 기업 입장에서는 IPO보다는 우회상장을 선호할 것이므로 기업업력과 매출액 규모를 저평가 가능성에 대한 대응치로 간주하여 우회상장과의 관계를 실증적으로 규명하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : IPO 요건충족기업의 경우 저평가 가능성이 클수록 IPO보다 우회상장을 선호한다.

재무구조의 안정성이 낮은 기업은 직접자금조달의 필요성이 높기 때문에 IPO에 따른 공모자금의 유입을 위해 우회상장보다는 IPO를 실시할 가능성이 높아진다. 하지만 재무구조의 안정성이 낮은 기업은 엄격한 질적 심사과정에서 불리한 결과가 나올 수 있으므로 IPO보다는 우회상장을 실시할 가능성도 높아진다. 부채비율을 재무구조의 안정성에 대한 대응치로 간주하여 우회상장과의 관계를 실증적으로 규명하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2-1 : IPO 요건충족기업의 경우 재무구조의 안정성이 낮을수록 우회상장보다 IPO를 선호한다.

가설 2-2 : IPO 요건충족기업의 경우 재무구조의 안정성이 낮을수록 IPO보다 우회상장을 선호한다.

기업의 수익성이 높은 기업은 IPO를 통해 많은 공모자금을 유입시킬 수 있다. 특히 경영자들은 높은 수익성을 주식공모가의 과대평가에 이용할 수도 있으며 공모자금의 극대화를 위해 기업상장 시기를 비정상적으로 높은 영업성과를 보인 시기에 맞출 수도 있다. 따라서 경상이익률을 수익성의 대응치로 간주하여 우회상장과의 관계를 실증적으로 규명하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3 : IPO 요건충족기업의 경우 수익성이 높을수록 우회상장보다 IPO를 선호한다.

5) 상기 본 문단은 김종일 등(2006, 134)의 내용을 인용하였다.

2. 연구방법

IPO 기업의 경우 한국증권선물거래소의 공시시스템에 의해 표본을 추출하였으며, 우회상장 기업의 경우 금융감독원 통계자료 및 전자공시시스템의 합병신고서, 주식교환이전신고서, 영업양수도신고서, 자산양수도신고서를 근거로 표본을 추출하였다. <표 6>에서 보는 바와 같이 결산월, 업종, 가용 재무자료를 고려하여 총 484개의 IPO 기업 중 458개 기업, 총 194개의 우회상장 기업 중 154개 기업을 최종분석대상으로 하였다⁶⁾.

〈표 6〉 우회상장 및 IPO 기업 표본

구 분		2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	합 계
IPO	총기업수	150	146	70	48	70	484
	결산월	0	0	0	0	0	0
	금융업	0	1	0	0	0	1
	자료없음	8	6	2	3	6	25
	표본기업	142	139	68	45	64	458
우회상장	총기업수	31	22	36	38	67	194
	결산월	1	0	0	1	0	2
	금융업	0	3	0	0	0	3
	자료없음	12	4	9	0	10	35
	표본기업	18	15	27	37	57	154

연도별 유형별 우회상장 현황 및 비상장기업의 IPO 심사요건 충족여부에 따라 전체 우회상장기업 154개를 분류한 내역은 <표 7>과 같다. 표본으로 추출된 154개 표본 중 합병을 통한 우회상장이 83개 기업으로 53.90%를 차지하고 있으며 포괄적 주식교환이 39개 기업으로 25.32%를 차지하여 두 가지 방법에 의한 우회상장이 약 80%를 차지하고 있다. 또한 상장 전 IPO 요건을 충족한 비상장기업과 결합한 우회상장(이하 요건충족기업)은 전체 154개 중 33개로 전체우회상장기업의 21.43%에 해당한다. 다만, 요건충족여부를 판단함에 있어 비상장기업의 기술성 등과 같은 질적인 요인은 자료수집이 불가능하여 재무적 특성변수만을 사용하여 구분하였다.

6) 본 논문의 전체표본은 김종일 등(2008)의 연구와 동일하나 본 논문의 분석대상표본은 IPO 요건충족기업으로서 다르다.

〈표 7〉 우회상장의 유형 및 요건충족여부에 따른 표본

구 분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	합 계
합 병	14	8	15	22	24	83
포괄적 주식교환	1	3	3	8	24	39
영업양수	1	1	2	1	3	8
타법인 출자	2	3	7	6	6	24
총표본 기업	18	15	27	37	57	154
IPO 요건충족	0	3	8	13	9	33
IPO 요건불충족	18	12	19	24	48	121
총표본 기업	18	15	27	37	57	154

가설검증의 목적은 코스닥시장에서 우회상장을 촉진하는 요인을 살펴보는 것으로서, IPO 기업과 신규상장 요건을 갖추었으나 우회상장을 수행한 기업의 재무적 특성을 비교하였다. 또한 우회상장의 방법 중 다른 방법보다 심사요건이 엄격한 합병 및 포괄적 주식교환 방법으로 우회상장한 기업의 표본을 추출하여 추가 분석하였다. 검증은 우회상장 유무를 종속변수로 한 로지스틱 회귀분석을 이용하였으며 재무적 특성을 나타내는 변수 설명은 <표 8>에 기술되어 있다. 한편, 극단치(outlier)의 영향을 줄이기 위하여 각 변수의 상·하위 5%를 벗어나는 자료는 상·하위 5%값으로 극단치를 조정(winsorizing)하여 분석의 표본으로 사용하였다.

〈표 8〉 변수의 정의

변 수	변수설명	측정속성
Y	우회상장 기업은 1, IPO 기업은 0	종속변수 (상장방법)
old	설립 후 상장 전까지 기업업력	저평가
sales	매출액의 자연로그 값	저평가
liability	부채총계/자산총계	재무구조
ordinary	경상이익률	수익성
bioent	바이오 및 엔터테인먼트업종 1, 이외 업종 0	통제변수
year	우회상장요건 적용대상 완화기간 1, 이외 기간 0 (모든 합병에 대하여 우회상장요건을 적용한 2002.03.18~ 2005.07.21 기간을 0으로 처리함)	통제변수

V. 실증분석 결과

1. 기술통계

전체 우회상장기업과 요건충족기업, 합병 및 포괄적 주식교환의 방법을 통해 우회상장한 기업의 기술통계량을 <표 9>에서 보여주고 있다. 기업업력에 대한 평균은 요건충족기업이 전체 우회상장기업보다 높으나 중위수는 큰 차이는 없지만 오히려 낮음을 알 수 있다. 이는 요건충족기업이 기업업력에 대한 규제를 적용 받지 않는 벤처기업이 많아 나타난 결과라고 판단한다. 매출액 규모는 평균과 중위수 모두 높으며 부채비율은 평균과 중위수 모두 낮아 매출규모 및 재무구조 측면에서 요건충족기업이 전체 우회상장기업보다 우위에 있음을 알 수 있다. 특히, 경상이익률의 평균은 전체 우회상장기업은 음(-)의 값을 갖는 반면 요건충족기업은 양(+)의 값을 보이고 있으며 중위수 기준으로 상대적으로 매우 높아 수익성 측면에서 요건충족기업이 전체 우회상장기업보다 우위에 있음을 알 수 있다.

한편 상대적으로 우회상장요건이 엄격한 합병 및 포괄적 주식교환의 방법으로 시장에 진입한 기업의 기술통계량을 보면 모든 변수가 전체 우회상장기업과 평균과 중위수 모두 큰 차이를 보이지 않는다. 기업업력과 부채비율은 평균과 중위수 모두 전체 우회상장기업보다 약간 낮으며 경상이익률은 평균과 중위수 모두 전체 우회상장기업보다 약간 높게 나타난다.

<표 9> 표본기업에 대한 기술통계량

구 분		평 균	표준편차	중위수	최소값	최대값
old	전 체	6.1886	3.6938	5.2900	2.0400	16.4100
	요건충족	6.5570	4.1284	5.1300	2.0400	16.4100
	합병·포괄적 주식교환	6.1793	3.6969	5.2700	2.0400	16.4100
Sales	전 체	16.0756	1.2252	16.2100	13.5200	18.1000
	요건충족	16.7852	0.7938	16.6100	15.4400	18.1000
	합병·포괄적 주식교환	16.0372	1.2083	16.2150	13.5200	18.1000
liability	전 체	56.6712	27.6942	54.8900	9.6900	118.6500
	요건충족	49.6148	17.2957	50.5600	18.4000	74.4100
	합병·포괄적 주식교환	52.6373	25.9239	54.3700	9.6900	118.6500
ordinary	전 체	-4.8012	31.1897	3.5000	-112.0300	27.3000
	요건충족	9.2206	7.3333	6.7400	1.5200	27.3000
	합병·포괄적 주식교환	-3.9655	32.8142	3.8550	-112.0300	27.3000

2. 상관관계 분석

우회상장기업 중 IPO 요건을 충족한 비상장기업에 대한 상관관계 분석결과는 <표 10>에 나타나 있다. 저평가 가능성의 대용치인 기업업력과 매출액 규모는 계수의 값이 각각 -0.1174와 -0.0639로 모두 예측과 같이 음(-)의 상관관계를 나타냈으나 매출액 규모는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 통계적으로 유의하게 부채비율은 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며 경상이익률은 음(-)의 계수값을 나타내고 있다. 불확실성이 높은 바이오 및 엔터테인먼트 업종은 계수의 값이 0.0237로 양(+)의 상관관계를 나타내지만 통계적으로 유의하지 않아 김종일 등(2008)에서 다룬 전체 우회상장 기업표본과는 다른 결과를 보여주고 있다.

<표 10> 요건충족 기업의 상관관계분석

변 수	우회/IPO	old	sales	liability	ordinary	bioent
우회/IPO	1.0000					
old	-0.1174**	1.0000				
	0.0092					
sales	-0.0639	0.2713**	1.0000			
	0.1575	0.0000				
liability	0.1374**	0.1125**	0.3570**	1.0000		
	0.0023	0.0126	0.0000			
ordinary	-0.1510**	-0.2239**	-0.3370**	-0.4900**	1.0000	
	0.0008	0.0000	0.0000	0.0000		
bioent	0.0237	0.0929*	-0.1467**	-0.0828*	0.0665	1.0000
	0.6009	0.0396	0.0011	0.0667	0.1412	

주) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

합병 및 포괄적 주식교환 방법으로 시장에 진입한 우회상장기업의 상관관계분석 결과는 <표 11>에 나타나 있다. 저평가 가능성의 대용치인 기업업력과 매출액 규모는 -0.2245와 -0.4002로 예측과 같이 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 그리고 예측대로 경상이익률과 음(-)의 상관관계, 부채비율과 양(+)의 상관관계를 가지고 있다. 바이오 및 엔터테인먼트 업종의 상관관계수는 0.1413으로 예측과 같이 양(+)의 상관관계를 가지고 있으며 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하다. 이러한 결과는 전체 우회상장 기업표본을 다룬 김종일 등(2008)과 같은 결과를 보여주고 있다.

〈표 11〉 합병 및 포괄적 주식교환 기업의 상관관계분석

변 수	우회/IPO	old	sales	liability	ordinary	bioent
우회/IPO	1.000					
old	-0.2245**	1.0000				
	0.000					
sales	-0.4002**	0.3015**	1.0000			
	0.0000	0.0000				
liability	0.2539**	0.0566	0.1805**	1.0000		
	0.0000	0.1732	0.0000			
ordinary	-0.4068**	0.0150	0.3072**	-0.2957	1.0000	
	0.0000	0.7177	0.0000	0.0000		
bioent	0.1413**	0.0602	-0.1786**	0.0385	-0.1410**	1.0000
	0.0006	0.1473	0.0000	0.3550	0.0007	

주) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

3. 평균차이 분석

〈표 12〉 요건충족 기업의 평균차이분석

변 수	상장방법	평 균	표준편차	t-값	유의확률
old	우회	6.5570	4.1284	-3.5576**	0.0009
	IPO	9.2961	5.9135		
sales	우회	16.7852	0.7938	-1.4157	0.1731
	IPO	16.9837	0.7769		
liability	우회	49.6148	17.2957	2.8509**	0.0072
	IPO	40.7742	15.8925		
ordinary	우회	9.2206	7.3333	-3.8969**	0.0004
	IPO	14.4389	8.6541		
bioent	우회	0.0600	0.2420	0.5234	0.6009
	IPO	0.0415	0.1996		

주) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

요건충족 기업의 평균차이 분석결과인 <표 12>에 의하면 저평가 가능성과 관련된 기업업력 평균은 통계적으로 유의하게 IPO 기업이 크게 나타나고 매출액 규모 평균도 IPO 기업이 크나 통계적으로 유의하지 않았다. 그리고 통계적으로 유의하게 부채비율 평균은 우회상장 기업이 크고 경상이익률 평균은 우회상장 기업이 작게 나타난다. 한편 바이오와 엔터테인먼트업종 평균은 우회상장이 크나 통계적으로 유의하지 않았다.

합병 및 포괄적 주식교환의 방법으로 시장에 진입한 우회상장 기업의 평균차이 분석 결과인 <표 13>에 의하면 저평가 가능성과 관련된 기업업력과 매출액 규모의 평균은 통계적으로 유의하게 IPO 기업이 크다. 그리고 통계적으로 유의하게 부채비율 평균은 우회상장 기업이 크고 경상이익률 평균은 우회상장 기업이 작게 나타난다. 한편 바이오와 엔터테인먼트 업종 평균은 우회상장이 통계적으로 유의하게 크게 나타났다.

<표 13> 합병 및 포괄적 주식교환 기업의 평균차이분석

변 수	상장방법	평 균	표준편차	t-값	유의확률
old	우회	6.1793	3.6969	-7.1813**	0.0000
	IPO	9.2961	5.9135		
sales	우회	16.0372	1.2083	-8.2114**	0.0000
	IPO	16.9837	0.7769		
liability	우회	52.6373	25.9239	4.8190**	0.0000
	IPO	40.7742	15.8925		
ordinary	우회	-3.9655	32.8142	-6.1384**	0.0000
	IPO	14.4389	8.6541		
bioent	우회	0.1230	0.3297	2.6047*	0.0101
	IPO	0.0415	0.1996		

주) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

4. 회귀분석

IPO 요건은 우회상장 요건보다 엄격하므로 김종일 등(2008)의 전체 우회상장기업에 대한 분석에서 우회상장기업이 IPO 기업보다 열위에 있는 것은 예측 가능한 결과이다. 이에 따라 IPO 요건을 충족하였음에도 불구하고 우회상장을 통하여 시장에 진입한 기업과 IPO 기업을 비교분석하였으며 회귀분석결과는 <표 14>와 같다.

〈표 14〉 요건충족 기업의 로지스틱회귀분석

독립변수	기대부호	계수(B)	표준오차	Wald	유의확률(P값)	Exp(B)
old	-	-0.1345	0.0493	7.4618	0.0063**	0.8741
sales	-	0.9396	0.4726	3.9533	0.0468*	0.3908
liability	+	0.0276	0.0141	3.8253	0.0505*	1.0280
ordinary	-	-0.1304	0.0405	10.3587	0.0013**	0.8777
bioent	+	0.5430	0.9099	0.3561	0.5507	1.7211
year	+	1.7960	0.4808	13.9529	0.0002**	6.0254
상수		10.7160	5.7629	3.4578	0.0630	45073.4680

모형적합도 : 카이제곱 39.9638, p값 0.0000**

주1) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

주2) 변수의 정의

old : 설립 후 상장 전까지 기업업력

sales : 매출액의 자연로그 값

liability : 부채총계/자산총계

ordinary : 경상이익률

bioent : 바이오 및 엔터테인먼트업종 1, 이외 업종 0

year : 우회상장요건 적용대상 완화기간 1, 이외 기간 0

모형의 적합도를 나타내는 카이제곱은 39.9638로 회귀모형은 통계적으로 상당히 유의하다고 볼 수 있다. 업종변수 이외에는 모두 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 특히 기업업력(Wald 7.4618), 경상이익률(Wald 10.3587)은 통계상 매우 유의적으로 나타났다. 기업업력과 경상이익률은 예상대로 회귀계수가 음(-)으로 나타나 우회상장을 저해하는 요인으로 나타났으며 매출액 규모는 예상과는 다르게, 부채비율은 회귀계수가 양(+)으로 나타나 우회상장을 촉진하는 요인으로 나타났다.

<표 14>에서 Exp(B)는 e^B 를 의미하는데 기업업력의 경우 $e^{-0.1345}=0.8741$ 이 된다. Exp(B)의 값은 각 변수가 1만큼 증가하는 경우 내부값이 0인 집단(IPO를 실시할 경우)에 속할 확률보다 내부값이 1인 집단(우회상장을 실시할 경우)에 속할 확률이 몇 배인가를 나타낸다. 예를 들어, 기업업력의 경우 변수가 1단위 커지면, 즉 업력이 1년 길어지면 “IPO를 실시할 경우”보다 “우회상장을 실시할 경우”에 속할 확률이 0.8741배 커져 결국 우회상장을 실시할 가능성이 줄어들게 된다.

기업업력(old)이 길수록 우회상장 가능성은 낮아지는 것으로 나타나 업력이 길 경우 IPO를 실시하며 업력이 짧은 경우 우회상장을 실시하는 것으로 보인다. IPO의 경우 업력이 짧은 기업은 까다로운 신규상장 심사에서 불이익을 받을 가능성이 높아지고 주식공모과정에서 저평가 받을 가능성도 높아지게 되는 점을 반영하는 것으로 보여 진다. 따라서 IPO 요건충족기업은 저평가 가능성 측면에서 기업업력이 짧을수록 IPO보다 우회상장을 선호한다는 가설 1은 지지된다.

매출액 규모(sales)가 커지면 우회상장 가능성이 높아지는 것으로 나타나 기업규모가 작을수록 우회상장을 실시할 것이라는 기대와는 다르게 나타났다. 이는 전체 우회상장 기업표본을 다룬 김종일 등(2008)의 연구와 Pagano et al.(1998)과는 다른 결과를 보여주고 있다. 아래 수익성에 따른 실증분석 결과와 함께 종합적으로 고려하면 IPO 요건충족 기업의 경우 외형은 크나 수익성이 낮은 기업은 우회상장 가능성이 높다는 해석이 가능할 것으로 보인다. 따라서 IPO 요건충족기업은 저평가 가능성 측면에서 기업규모가 작을수록 IPO보다 우회상장을 선호한다는 가설 1은 지지되지 못한다.

부채비율(liability)이 높아질수록 우회상장 가능성이 높게 나타났다. 자금조달 측면에서 부채비율이 높을 경우 공모자금을 조달할 수 있는 IPO를 선호할 것이라는 가설 2-1은 지지되지 못하는 데 상장심사와 관련이 있는 것으로 보인다. 부채비율이 높을 경우 상장심사시 질적 요건 측면에서 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 김희석·조경식(2001), Pagano et al.(1998)의 연구결과에서도 부채비율이 높을수록 IPO 가능성이 낮아지는 것으로 나타나 본 연구결과에 의하면 부채비율이 높은 기업은 IPO보다는 우회상장을 통해 주식시장에 진입하는 것으로 보인다. 따라서 IPO 요건충족기업은 안정성이 낮을수록 IPO보다 우회상장을 선호한다는 가설 2-2가 지지된다.

수익성이 높은 기업은 주식의 과대평가가 용이하기 때문에 IPO를 통해 공모자금의 극대화를 추구할 수 있으므로 우회상장보다는 IPO를 선호할 것이라고 예측할 수 있다. 예측과 같이 실증분석 결과 경상이익률(ordinary)이 높을수록 IPO 가능성은 높게 나타났다. 따라서 IPO 요건충족기업은 수익성이 높을수록 우회상장보다 IPO를 선호한다는 가설 3은 지지된다.

초기 투자비가 높고 불확실성이 큰 업종인 바이오와 엔터테인먼트기업(bioent)은 자금조달의 필요성이 높아 공모자금의 유입을 위해 IPO를 선택할 수도 있고 까다로운 신규시장 심사절차를 피하기 위해 우회상장을 선택할 수도 있다. 실증분석결과 바이오와 엔터테인먼트업종은 우회상장 가능성이 높게 나타나지만 통계적으로 유의하게 관찰되지 않았다.

우회상장요건 적용대상 완화기간(year)에는 예측대로 통계적으로 유의하게 우회상장 가능성이 높게 나타났다. 이는 우회상장을 활성화하기 위한 정부정책이 주효했다고 볼 수 있을 것이다. 정부는 그 동안 코스닥시장 상황에 따라 우회상장요건 적용대상의 기준에 대해 완화 및 강화를 반복하여 왔다.

추가적으로 다른 우회상장 방법에 비해 상대적으로 엄격한 심사기준을 요구하는 합병 및 포괄적 주식교환의 방법에 의하여 시장에 진입한 기업과 IPO 기업을 비교분석한 결과는 <표 15>에 나타나 있다.

모형의 적합도를 나타내는 카이제곱은 234.4709로 회귀모형은 통계적으로 상당히 유의하다고 볼 수 있다. 독립변수 모두 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 특히 기업업력(Wald 14.3053), 매출액 규모(Wald 10.5941), 부채비율(Wald 16.9314), 경상이익률(Wald 28.8669)은 통계상 매우 유의적으로 나타났다. 기업업력, 매출액 규모, 경상이익률은 예상대로 회귀계수가 음(-)으로 나타나 우회상장을 저해하는 요인으로 나타났으며 부채비율, 바이오 및 엔터테인먼트업종은 회귀계수가 양(+)으로 나타나 우회상장을 촉진하는 요인으로 나타났다.

〈표 15〉 합병 및 포괄적 주식교환 기업의 로지스틱회귀분석

독립변수	기대부호	계수(B)	표준오차	Wald	유의확률 (P값)	Exp(B)
old	-	-0.1308	0.0346	14.3053	0.0002 **	0.8774
sales	-	-0.9301	0.2858	10.5941	0.0011 **	0.3945
liability	+	0.0363	0.0088	16.9314	0.0000 **	1.0370
ordinary	-	-0.1056	0.0197	28.8669	0.0000 **	0.8998
bioent	+	1.0510	0.5622	3.4946	0.0616 *	2.8605
year	+	1.1702	0.2898	16.3049	0.0001 **	3.2226
상수		24.0890	3.6678	43.1348	0.0000 **	2.896E + 10

모형적합도 : 카이제곱 234.4709, p값 0.0000**

주1) *, **는 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

주2) 변수의 정의 <표 14> 참조

요건충족 기업대상 결과와 마찬가지로 합병 및 포괄적 주식교환 기업대상도 기업업력(old)이 길수록 우회상장 가능성은 낮아지는 것으로 나타나 업력이 길 경우 IPO를 실시하며 업력이 짧을 경우 우회상장을 실시하는 것으로 보인다. 기대와 같이 매출액 규모(sales)가 커지면 우회상장 가능성이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 앞서 살펴본 요건충족 기업대상과는 다른 결과를 보여주고 있으며 합병 및 포괄적 주식교환 기업대상의 경우 예상대로 기업규모가 작을수록 우회상장을 실시할 가능성이 높다는 것을 알 수 있다.

요건충족 기업대상 결과와 마찬가지로 부채비율(liability)이 높아질수록 경상이익률(ordinary)이 낮을수록 우회상장 가능성이 높게 나타났다. 즉, 안정성 및 수익성이 낮을수록 IPO보다 우회상장을 선호하는 결과를 보이고 있다. 실증분석결과 바이오와 엔터테인먼트업종(bioent)은 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 우회상장 가능성이 높게 나타나는 것으로 관찰되었다. 동일한 양(+)의 방향을 보였지만 통계적으로 유의하지 않은 요건충족 기업대상 결과와 비교된다. 우회상장요건 적용대상 완화기간(year)에는 예상대로 통계적으로 유의하게 우회상장 가능성이 높게 나타났다.

VI. 결 론

코스닥시장에 상장할 경우 증권거래법, 세법 등 여러 규정 및 방법에 의해 다양한 혜택을 입을 수 있다. 우회상장과 비교하여 IPO의 경우 공모과정을 통해 거액의 자금조달이 가능하며 상대적으로 엄격한 심사과정을 거치게 되므로 기업의 대외인지도가 개선되어 홍보효과를 거둘 수 있고 공신력이 제고된다. 종업원 입장에서는 사기가 증대되고 기업 입장에서는 엄격한 심사과정에 대비하기 위해 내부통제제도 강화 등 경영합리화를 도모할 수 있다. 그러나 IPO의 경우 기업 입장에서는 상대적으로 많은 시간, 비용 및 인력이 소요되며 상장심사과정에서 기각될 수 있는 불확실성이 존재한다.

IPO와 비교하여 우회상장의 경우 유동성이 떨어지는 비상장기업 주식이 현금화가 용이한 유동성이 높은 상장기업 주식으로 바뀌게 된다. 우회상장은 재무구조가 우량한 비상장기업이 일시적으로 자금난을 겪거나 성장한계에 부딪친 상장기업을 인수해 기업가치를 높이는 시나리오가 있을 수 있다. 그리고 성장에 한계를 느끼고 있는 상장기업이 기술력은 있지만 자금력이 부족한 비상장기업을 인수·합병하여 시너지 효과를 가져오는 것도 시나리오 중의 하나이다. 이와 같이 우회상장은 구조조정을 통한 기업가치 상승, 합병 등을 통한 시너지 효과, IPO를 위한 시간과 절차 단축, 단기간에 주식의 유동화에 기여할 수 있는 장점들이 있다. 즉, 우회상장은 벤처시장 활성화와 기업경쟁력 강화라는 긍정적인 역할을 할 수 있다. 그러나 부실한 비상장기업이 무리한 레버리지를 통한 우회상장 이후 동반 부실이 심화되거나 대주주들이 우회상장 이후 횡령·배임 등을 통해 개인적인 이익을 챙기는 수단으로 활용되어 일반인들이 부정적인 이미지를 가지고 있는 것도 사실이다. 결국 비상장기업은 IPO 또는 우회상장을 통해 주식시장에 진입할 수 있으나 두 가지 방법은 각각의 장단점을 가지고 있다.

본 연구의 목적은 IPO 요건을 갖추었음에도 불구하고 우회상장을 실시한 기업들의 특성을 분석하여 우회상장을 결정하는 요인을 파악하는데 있다. 이에 따라 본 연구에서는 코스닥시장을 대상으로 IPO 기업과 IPO 요건을 충족한 우회상장 기업들의 비교를 통해 우회상장을 촉진하거나 저해하는 요인을 분석하였다.

2001년부터 2005년 동안 코스닥시장에 상장한 IPO 기업 458개와 우회상장 기업 154개 중 IPO 요건을 충족한 33개 기업을 대상으로 저평가 가능성, 재무구조, 수익성과 관련하여 로지스틱회귀분석을 이용하여 실증분석을 수행하였다. 분석결과에 따르면 기업업력과 경상이익률은 예상대로 회귀계수가 음(-)으로 나타나 우회상장을 저해하는 요인으로 나타났으며 매출액 규모는 예상과는 다르게, 부채비율은 회귀계수가 양(+)으로 나타나 우회상장을 촉진하는 요인으로 나타났다.

기업업력은 짧을수록, 기업규모는 커질수록 우회상장 가능성이 높아지는 것으로 나타나 저평가 가능성 측면에서 기업규모는 예측과는 다르게 관찰되었다. 수익성에 따른 실증분석 결과와 함께 종합적으로 고려하면 IPO 요건충족 기업의 경우 외형은 크나 수익성이 낮은 기업은 우회상장 가능성이 높다는 해석이 가능할 것으로 보인다.

부채비율이 높을수록, 경상이익률이 낮을수록 우회상장 가능성이 높게 나타나 안정성 및 수익성이 낮을수록 IPO보다 우회상장 가능성이 높아지는 것으로 나타났다. 부채비율은 자금조달 측면과 관련, 예측 방향과는 다르게 나타났는데 상장심사와 관련이 있는 것으로 보인다. 부채비율이 높을 경우 상장심사시 질적 요건 측면에서 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

실증분석결과 바이오와 엔터테인먼트업종은 우회상장 가능성이 높게 나타나지만 통계적으로 유의하게 관찰되지 않았으며 우회상장요건 적용대상 완화기간에는 예측대로 통계적으로 유의하게 우회상장 가능성이 높게 나타났다.

본 연구는 최근 우리사회에서 관심이 집중되는 우회상장에 대한 주제를 다루었다. 코스닥시장은 중소기업 및 벤처기업 육성 차원에서 국가 경제적으로 중요하며 주식시장 상장은 기업의 지속적 성장 차원에서 경영자 개인적으로 중요한 의사결정이라고 볼 때, 어떠한 요인이 우회상장을 촉진하는지는 중요한 문제이다. 이러한 연구결과는 우회상장의 동기를 명확히 하여 우회상장을 고려하는 기업과 투자자 그리고 이를 규제하는 정책당국의 의사결정에 중요한 정보를 제공할 수 있다.

외형적 요건이 충족되더라도 모두 IPO에 성공하는 것은 아니지만 질적 심사요건에 대한 개별 기업의 해당 자료입수가 불가능하므로 본 연구에서는 외형적 요건충족 여부만을 검토하였다. 이러한 점이 본 연구의 한계점이라고 할 수 있지만 외형적 요건의 미충족 기업은 우회상장이 유일한 대안 이므로 비교분석대상을 우회상장 전체기업이 아닌 요건충족기업으로 한정하였다.

참고문헌

- 김석태 · 광노성 · 허노중. 2005. “역인수합병기업의 특성과 동기에 관한 연구”. 2005년도 경영관련학회 통합학술대회 발표논문집.
- 김종일 · 김은혜. 2006. “기업공개결정요인에 대한 실증연구 : 코스닥시장 상장기업을 중심으로”. 회계저널 제15권 특별호 : 123 - 158.
- 김종일 · 이장순. 2008. “우회상장의 결정요인에 관한 실증연구 : 코스닥시장 우회상장을 중심으로”. 대한경영학회지 제21권 제5호 : 2023 - 2046.
- 김희석 · 조경식. 2001. “기업공개의 결정요인에 관한 실증연구”. 경영연구 제16권 제3호 : 173 - 195.
- 주상룡. 1997. “국내합병 · 피합병기업 특성 비교”. 97년 춘계학술연구발표회. 한국경영학회 : 695 - 728.
- 최운열 · 이호선. 2006. “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가? : 코스닥기업을 중심으로”. 한국증권학회 학술발표대회 발표논문집.
- Chemmanur, Thomas and Paolo Fulghieri. 1995. Information production, private equity financing, and the going public decision. Working paper, Columbia University.
- Degeorge, Francois and Richard Zeckhauser. 1993. The reverse LBO decision and firm performance : Theory and evidence. *Journal of Finance* 48 : 1323 - 1348.
- Leland, Hayne E. and David H. Pyle. 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32 : 371 - 387.
- Muscarella, C.J. and M. R. Vetsuypens. 1989. The underpricing of second initial public offerings. *Journal of Financial Research* 12 : 183 - 202.
- Pagano, Marco, Fabio Panetta and Luigi Zingales. 1998. Why do companies go public? : An empirical analysis. *Journal of Finance* 53 : 27 - 64.
- Ritter, Jay R. 1987. The costs of going public. *Journal of Financial Economics* 19 : 269 - 281.
- Rock, Kevin. 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15 : 187 - 212.

A Comparative Study on the Determinants of the Back-door Listing and IPO in KOSDAQ Market

Jong-II Kim* · Jang-Soon Lee**

〈Abstract〉

This paper analyses the determinants of back-door listing in the KOSDAQ market by comparing the characteristics of back-door listing with those of initial public offerings(IPOs). The sample contains 458 new listings and 33 firms that carried out back-door listings even though they met the listing requirements.

I estimated a logistic regression model of the probability of back-door listing by comparing newly listed firms with back-door listing firms that satisfy the official requirements for listing. The result shows that the size of a company and the leverage have a positive impact on the likelihood of a back-door listing. On the other hand, the firm's age and profitability have a negative significance on the decision to carry out back-door listing.

In the presence of adverse selection, the probability of back-door listing should be negatively correlated with the age and/or the size of a company because of its track record. However, The findings indicate that the size of a company has a positive impact on the likelihood of a back-door listing.

The findings also indicate that the leverage is a deterrent from going public due to close scrutiny by the authorities and positively correlated with a back-door listing. The probability of a back-door listing is negatively affected by the profitability because going public of firms with high profitability provides a benefit of financing large amount through public offering.

This Study assessed characteristics of each method by comparatively analyzing backdoor listing and IPO. Both of two methods of listing on stock exchange, that is, IPO and backdoor listing, have double-edge of imparting positive or negative effect on the market, and companies select either of the methods in accordance with the companies' own characteristics.

<Key words> back-door listing, initial public offering, KOSDAQ

* Assistant Professor, Department of Business Administration, The Catholic University of Korea

** Ph. D., Department of Business Administration, Korea University