

세무학회지
제14권 제2호 2013년 4월 pp.9~46
한국세무학회

우회상장기업의 재무적 특성 및 이익조정에 관한 연구

김세연* · 박경호** · 이용규***

<요 약>

우회상장은 자금의 여유는 있으나 현시점에서 신규상장 심사요건을 충족시키지 못하거나, 심사요건은 만족시키더라도 빠른 장내진입을 원하는 비상장기업들이 영업 또는 재무적 어려움을 겪고 있는 상장기업을 인수한 후, 합병 등의 절차를 통하여 실질적으로 상장기업이 되는 것을 말한다. 우회상장을 하게 되면 상장에 필요한 까다로운 심사나 공모주 청약 등의 절차를 밟지 않고 곧바로 장내에 진입할 수 있게 되어 우회상장을 ‘백도어 리스팅(backdoor listing)’이라고도 한다. 비상장기업의 입장에서는 우회상장을 통해 상장심사나 공모주 청약을 거치지 않고도 상장의 효과를 얻을 수 있다는 장점이 있지만, 우회상장에 대한 금융감독당국의 시각은 기본적으로 부정적이며, 특히 최근에는 우회상장을 시도하는 비상장기업(Pearl Company)의 우회상장 전 회계처리가 부적절하다고 판단하여 우회상장을 하려는 비상장기업은 상장 전에 지정감사를 받도록 하는 규제방안도 추진하고 있는 상황이다. 따라서 본 연구는 금융감독당국의 우회상장 규제방안의 근거, 즉 우회상장을 하는 비상장기업은 회계투명성이 낮고, 우회상장 전 재무상태와 영업성과를 과대하게 계상함으로써 상장 후 투자자들에게 피해를 줄 수 있다는 주장이 타당성이 있는가를 실증적으로 검토하였다.

실증분석결과, 우회상장을 한 기업들의 재무상태가 비교대상 기업들에 비해 열악하였으며, 우회상장 후 재무상태가 상장 전에 비하여 악화됨을 발견하였다. 또한 우회상장 비상장기업들이 실제로 직상장기업이나 일반기업에 비하여 더 많은 양의 이익조정을 한다는 사실도 발견하였다. 즉 우회상장 비상장기업은 우회상장 직전에 이익을 증가시키는(공격적) 이익조정을 강화하였음이 발견되었고, 이들의 상장 후 재무적 상태가 보수적 이익조정을 했던 기업에 비하여 좋지 않음을 발견하였다. 따라서 본 연구에서는 우회상장 비상장기업에 대한 금융감독당국의 규제논리를 지지하는 실증적 증거를 확인할 수 있었으며, 우회상장 비상장회사의 재무정보를 기초로 우회상장회사에 투자를 고려하는 투자자들에게 신중한 주의가 필요하다는 시사점을 제시하고 있다.

<주제어> 우회상장, 직상장, 회계투명성, 이익조정, 비상장기업

* 숭실대학교 대학원 회계학과 박사과정, skim344@naver.com, 010-3275-8711, 제1저자

** 숭실대학교 경영대학 회계학과 조교수, atoz9@ssu.ac.kr, 02-828-7258, 교신저자

*** 숭실대학교 경영대학 회계학과 교수, yklee@ssu.ac.kr, 02-828-7250, 공동저자

I. 서 론

우회상장이란 비상장기업이 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장된 기업과의 합병 등을 통해, 상장을 위한 심사나 공모주 청약 등의 절차를 밟지 않고 곧바로 장내에 진입하는 것을 말하며 ‘백도어 리스팅(backdoor listing)’이라고도 불린다. 비상장기업들의 경우 자금의 여유는 있으나 현시점에서 신규상장 심사 요건을 충족시키지 못하거나 요건은 만족시키더라도 빠른 장내진입을 원하는 경우가 있다. 이럴 때 상장기업 가운데 영업 또는 재무에 어려움을 겪고 있는 기업을 인수한 후 비상장기업과의 합병 등을 하면 비상장기업이 상장기업화 되는 효과가 나타나는데 이를 우회상장이라 하는 것이다.¹⁾

우회상장에는 순기능과 역기능이 존재한다(박연희 등, 2009). 우선, 우회상장의 순기능은 성장동력이 고갈된 상장기업을 유망 비상장기업과 결합시킴으로써 기업회생 및 성장을 유도할 수 있다는 점이다. 그리고 주식시장 관점에서는 우회상장 과정에서 테마화가 일어나고 이를 통해 높은 주식수익률이 형성되면 주식시장 전체의 상승효과를 가져올 수도 있다.²⁾ 반면 시장 혼란과 투자자 피해라는 우회상장의 역기능도 예상할 수 있다. 만약 상장기업과 비상장기업이 결합할 때 합병비율을 지나치게 비상장기업에 유리하게 적용하면 상장기업 주주들의 부를 침해할 수 있으며, 우회상장 기업이 장기적으로 기업의 가치를 높이고 주가를 지속적으로 상승시키기 보다는 사전정보를 이용한 주식매매나 주가조작으로 단기차익을 노릴 가능성도 있다. 실제로 우회상장을 통한 최대주주 변경기업의 상당수는 경사손실을 내거나 자본잠식 상태로 퇴장직전인 되는 경우가 종종 발생하였다. 결과적으로 순기능을 시현한 경우(성공한 우회상장)는 장기적으로 기업경쟁력이 강화되어 회계이익이 증가하고 주가가 상승하는 반면, 역기능을 시현한 경우(실패한 우회상장)는 단기적으로는 주가가 급등할 수 있으나 장기적으로는 기업실적이 악화되고 주가가 침체되는 결과를 초래한다고 할 수 있다.

이처럼 이론적으로나 실질적으로 우회상장의 순기능과 역기능이 공존할 수 있음에도 불구하고 우회상장에 대한 금융감독당국의 시각은 부정적이다. 즉 2006년 6월 첫 우회상장 규제안을

1) 우회상장 비상장기업이 상장심사나 공모주청약을 거치지 않고도 결과적으로 상장의 효과를 누리게 된다면 어떠한 구조나 형태를 택하든 개념적으로 우회상장에 해당되며, 그 구조나 형태는 매우 다양하다고 할 수 있다. 우리나라 우회상장 관리규정 상 우회상장에 해당하는 대표적인 형태는 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수도, 주식스왑 그리고 현물출자의 다섯 가지 방식이 있다. 보통 우회상장을 시도하여 상장기업이 되는 비상장회사를 Pearl Company라고 부르고 우회상장을 위해 비상장회사가 인수하는 상장회사를 Shell Company라고 부른다. 본 연구에서는 Pearl Company를 ‘우회상장 비상장기업’으로, Shell Company를 ‘우회상장 대상기업’, 그리고 우회상장 비상장기업과 우회상장 대상기업의 결합으로 탄생한 상장회사를 ‘우회상장 후 상장기업’이라고 부르기로 한다.

2) Gleason et. al.(2005)의 연구나 최운열·이호선(2006)의 연구 등의 우회상장 관련 논문들에서도 우회상장이 완료된 후 우회상장 후 상장기업들의 누적초과주가수익률이 양의 값을 갖게 된다는 사실을 발견한 바 있다.

발표한 이후 지속적으로 규제를 강화하여 왔으며, 단 한 차례도 우회상장을 장려하는 정책으로 선회한 적은 없었다. 이런 금융감독당국의 규제는 크게 네 가지 종류(우회상장의 개념정립 및 범위확대, 우회상장 허용요건의 강화, 비상장기업 가치평가 적정성 제고, 비상장기업 회계처리 투명성 제고)로 구분할 수 있는데, 최근에는 비상장기업 회계처리 투명성 제고방안이 추진되고 있다.³⁾

본 연구의 목적은 우회상장 전 비상장기업의 특성과 이익조정 여부를 살펴봄으로써 금융감독원이 최근 도입추진 중인 새로운 규제안이 실증적인 타당성을 갖고 있는가를 분석하고자 하는 것이다. 류시영 등(2009)의 연구에서도 우회상장기업의 회계투명성을 분석한 바 있으나 이는 우회상장 후 상장기업의 회계투명성을 기타의 상장기업과 비교한 것인 반면, 본 연구는 우회상장 전 비상장기업의 회계투명성을 살펴본다는 점에서 차이가 있다. 즉 본 연구는 우회상장기업의 특성에 대한 연구에 해당하지만, 우회상장 참여회사들의 일반적 특징 이외에 우회상장 전 비상장기업의 이익조정여부를 중점적으로 검토한다. 이를 위하여 본 논문에서는 세 가지의 연구주제를 진행하였다. 첫째는 우회상장 참여회사들의 특징에 관한 분석이고, 둘째는 우회상장 비상장기업의 이익조정여부에 관한 분석이며, 셋째는 우회상장 비상장기업의 이익조정과 상장 후 재무성과의 관계에 관한 분석이다.

분석결과, 금융감독당국의 주장대로 우회상장 비상장기업은 직상장기업에 비하여 재무상태가 전반적으로 열악했고, 우회상장 대상기업은 기타 코스닥상장사에 비하여 재무상태가 좋지 않았으며, 우회상장 후 상장기업은 상장이전의 우회상장 비상장기업과 우회상장 대상기업보다 재무상태가 악화되었음이 발견되었다. 또한 우회상장 비상장기업은 직상장하는 비상장기업이나 일반 비상장기업에 비하여 양(+)의 방향으로 이익조정이 이루어짐을 발견하였다. 특히 양(+)의 이익조정을 하는 우회상장 비상장기업들이 우회상장 직전에 공격적 이익조정을 강화하고 있다는 사실을 발견하였으며, 이러한 공격적 이익조정을 한 우회상장 비상장기업들은 보수적 이익조정을 한 기업에 비하여 상장 이후 재무성과가 저조한 것으로 나타났다. 따라서 본 연구는 우회상장 비상장기업에 대한 금융감독당국의 규제를 지지하는 실증적 증거를 제시하며, 우회상장회사에 투자를 고려하는 투자자들에게 우회상장 비상장회사의 재무정보를 신중하게 살펴볼 필요가 있다는 실증적 증거를 제시하고 있다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, 제Ⅱ장에서는 선행연구 검토하고 이를 바탕으로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형을 설계하고 표본의 선정과정을 보고한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고 그 결과를 논의하며, 제Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구의 시사점 및 한계점에 대해 기술한다.

3) 금융감독원은 우회상장 비상장기업(Pearl Company)의 우회상장 전 회계처리가 부적절하다고 판단하여 우회상장 비상장기업이 상장 전에 지정감사를 받도록 하는 방안을 추진 중에 있다.

II. 선행연구의 검토와 가설설정

1. 선행연구

우회상장과 관련된 선행연구는 크게 세 종류로 나눌 수 있다. 첫째는 우회상장 기업의 특성에 대한 연구로서 다른 기업들(직상장 기업이나 일반적인 합병을 한 기업 등)과의 비교를 통해 우회상장 비상장기업의 특징을 밝히는 연구이다. 둘째는 우회상장의 효과에 대한 연구로서 우회상장 전후의 주가수익률이나 재무지표들의 변화를 통해 우회상장이 어떠한 효과가 있었는지를 밝히거나, 우회상장의 형태 중 어떠한 형태가 가장 효과가 큰지를 알아보는 연구이다. 셋째는 우회상장에 관련된 제도의 효과에 대한 연구이다.

가. 우회상장 기업의 특성에 관한 연구

우회상장에 대한 선행연구 중 많은 경우가 우회상장기업의 특성에 대한 연구를 수행하였다. Arellano and Brusco(2002)는 IPO기업과 역인수합병 기업⁴⁾의 재무지표를 비교한 결과 IPO기업의 재무지표가 전반적으로 우수하다는 사실을 보고하였으며, Brau et. al.(2003)은 장외기업이 IPO와 역인수합병을 선택하는데 미치는 영향을 분석하면서 IPO기업이 역인수합병기업에 비하여 산업집중도가 높고, 기술수준이 높으며, 부채비용과 기업규모가 크고, 내부자 지분율이 높다는 사실을 발견하였다. Gleason et. al.(2005)은 역합병기업의 동기와 특성을 분석하였는데, 역인수합병의 동기는 상장기업의 경우 비상장기업의 우량한 재무구조 때문이며, 비상장기업은 성장, 사업다각화, 상장으로 인한 혜택이 주된 동기라고 주장하였다. 또한 역인수합병 기업의 특성은 재무상 수익성, 안정성, 유동성이 낮은 것이라고 보고하였다. Gleason et. al.(2006)은 IPO와 역인수합병을 비교하여 우회상장이 IPO에 비하여 단기적 주식수익률은 더 높지만 수익률의 변동성이 크고 유동성은 낮으며, 기관투자자의 소유비율이 낮다는 사실을 보고하였고, Adjei et. al.(2008)도 IPO와 역인수합병의 비교에서 역인수합병 기업의 업력이 짧고, 규모가 작으며, 영업성과가 좋지 않음을 보고하였다. Carpentier and Suret(2008)은 역인수합병 기업의 특성을 연구하여 역인수합병 기업이 재무적으로 열악하고 성장성이 낮으며 생존율도 낮음을 발견하였다.

국내연구로는 우회상장과 IPO간의 선택적 의사결정을 연구한 최운열·이호선(2006)이 경기와 밀접한 관련이 있는 소비재 업종이나 IT 업종이 우회상장을 선택하는 경향이 있고, 기업규모나 시가총액, 그리고 수익성 측면에서는 IPO를 선택한 기업이 우회상장을 선택한 기업보다 우위에 있음을 제시하였다. 한편, 강원(2007)은 IPO와 우회상장을 비교하는 연구에서 우회상장을 한 경우 주주에게 자본이득을 가져다주며, 정보의 효율성 측면에서도 IPO와 크게 다르지 않다

4) 미국의 경우 우회상장이라는 용어보다는 역인수합병(reverse merger)이라는 용어를 주로 사용하는데, 이는 합병을 통한 우회상장과 동일한 개념이다.

는 연구결과를 보여주어서 우회상장에 대한 긍정적인 면을 보고하였다. 김인호(2008)의 연구는 비상장기업이 상장기업의 지위를 획득하기 위한 방법을 IPO, 기업매각, 우회상장으로 분류하고, 각각의 방법을 선택하는 기업들의 성격을 살펴보았는데, IPO를 선택한 기업들이 다른 두 거래 방식을 택한 기업들에 비하여 상대적으로 수익성과 성장성이 높고, 정보공개의 정도가 높았고, 우회상장을 선택한 기업들은 무형자산의 비중이 높아 정보의 비대칭성이 크고, 유동비율(특히 현금성 자산의 보유비중)이 높은 것을 발견하였다. 우회상장의 결정요인에 관한 김종일·이장순(2008)의 연구에서는 존속기간이 짧고 매출액 규모가 작을수록, 그리고 초기 투자비용이 크고 불확실성이 클수록 우회상장을 선호하며, 수익성이 높고 부채비율이 낮을수록 IPO를 선택한다고 보고하였다. 한편, 우회상장 대상기업의 특성을 조사한 박연희 등(2009)의 연구에서는 우회상장 대상기업의 수익성과 유동성이 상대적으로 낮다는 사실을 발견하였다. 임석필 등(2010)은 기업특성 및 M&A 형태에 따른 합병의 성과를 연구하여 우회상장이 일반합병에 비하여 초과수익률이 높다는 사실을 발견하였다.

나. 우회상장의 재무적 효과에 관한 연구

우회상장의 재무적 효과에 대한 연구는 주로 우회상장 공시 후 우회상장 대상기업의 초과주식수익률과 재무비율을 분석하였다. Gleason et. al.(2005)은 우회상장 후 초과수익률이 발생한다는 사실을 발견하였으나 재무비율 측면에서는 부채비율이 증가하고 수익성과 유동성은 떨어져서 오히려 재무적 곤경이 증가한다고 주장하였다. 그러나 Aydogdu et. al.(2007)는 우회상장 합병 공시 이후 누적초과수익률은 비유의적이어서 우회상장에 내부자거래나 주가조작의 증거를 찾을 수 없다고 주장하였다.

최운열·이호선(2006)의 연구에서는 우회상장 후 규모, 시가총액, 주가관련비율 등이 상승하는 반면 영업이익률, 순이익률, ROA, ROE 등의 재무지표는 악화되는 경향이 있음을 보고하였다. 윤여준·강문현(2009)의 연구에서는 우회상장기업의 상장 전후 재무특성 및 추가수익률을 분석하였는데, 우회상장일 전까지는 누적초과수익률이 상승하다가 상장이후 이전주가로 회귀하고, 기업의 규모는 우회상장으로 크게 상승하나 순이익이나 현금흐름은 악화된 것을 발견하였다. 박연희 등(2009)의 연구에서도 우회상장의 기대효과가 시장에 반영되어 초과수익률이 발생하고 이는 상장요건에 근접한 기업일수록 더욱 그러하다는 연구결과를 보고하였다. 코스닥시장 우회상장의 유형별 효과를 분석한 윤병섭 등(2009)의 연구에서는 우회상장 전과 우회상장 당일에는 누적초과수익률의 크기가 포괄적 주식교환 > 주식스왑 > 합병의 순이지만 우회상장 기간($t-45$ 일 ~ $t+60$ 일)에서는 포괄적 주식교환 > 합병 > 주식스왑의 순으로 다르게 나타남을 보고하였다.

다. 우회상장과 관련된 규제의 효과에 관한 연구

우회상장과 관련된 규제의 효과에 대한 연구에서 최운열 등(2008)의 연구는 우회상장 규제 강화가 우회상장을 위한 합병에 대한 우회상장 프리미엄을 감소시키고 정보의 비대칭성을 완화하였다고 주장하였다. 우회상장 규제 강화가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향을 분석한 류시영 등(2009)의 연구에서는 우회상장 후 상장기업이 기타기업에 비하여 재량적 발생액이 크지만, 우회상장 규제 강화 이후에는 재량적 발생액이 감소하였다는 사실을 보고하였다. 엄경식 등(2009)은 시장의 질적 수준이라는 지표를 이용하여 우회상장 규제의 효과를 분석하였는데, 우회상장 규제 강화 이후 시장의 질적 수준이 개선되는 기업이 우회상장을 하게 되었다고 주장하였다.

2. 연구가설

서론에서 언급하였듯이 금융감독당국은 우회상장에 대해 기본적으로 문제가 많다고 인식하고 있으며, 특히 최근에는 우회상장 비상장기업의 우회상장 전 회계처리가 부적절하다(순자산 및 이익을 과대 계상한다)고 판단하여, 우회상장기업이 상장 전에 지정감사를 받도록 추진하고 있다. 그러나 한편으로는 이러한 금융감독당국의 규제가 우회상장이 자본시장에 미치는 긍정적인 기능을 간과하고 있다는 우려의 시각도 있다. 즉, 우회상장을 통해 성장동력이 고갈된 상장기업이 유망 비상장기업과 결합됨으로써 기업회생 및 성장이 가능할 수 있는데도 금융감독당국의 지나친 규제로 인해 이런 가능성이 저해될 가능성도 있다. 따라서 본 연구는 우회상장에 대한 금융감독당국의 규제 근거로 제시되는 우회상장에 참여기업들의 재무적 특성 문제 그리고 우회상장 비상장기업이 회계투명성 문제(공격적인 이익조정)를 실증적으로 검토하고, 회계투명성의 제고가 우회상장의 순기능을 강화할 수 있을지에 대해 검증해보고자 한다.

가. 우회상장 참여 기업들의 재무적 특성과 문제점

우선, 우회상장에 참여하는 기업들(우회상장 비상장기업, 우회상장 대상기업)이 과연 어떤 재무적 특성을 가지고 있으며, 금융감독기관이 우려하는 것처럼 심각한 문제점을 가지고 있는지를 살펴보고자 한다. 이를 위하여 다음과 같은 가설들을 설정하였다.

가설 1-1 : 우회상장 비상장기업의 재무상태는 직상장기업의 재무상태와 차이가 있다.

가설 1-2 : 우회상장 대상기업의 재무상태는 일반 상장기업의 재무상태와 차이가 있다.

가설 1-3 : 우회상장 후 상장기업의 재무상태는 우회상장 이전 우회상장 비상장기업 및 우회상장 대상기업의 재무상태와 차이가 있다.

우회상장에 참여하는 기업들에는 우회상장 비상장기업과 우회상장 대상기업이 있는데, 먼저 우회상장 비상장기업의 재무상태(규모, 안정성, 수익성)를 직상장하는 비상장기업과 비교하여 살펴봄으로써 직상장을 하는 기업에 비하여 재무적으로 열악한 기업들이 우회상장이라는 편법을 이용하는 것인지, 아니면 직상장을 할 수 있을 만큼 충분히 우량한 회사들이 상장에 필요한 시간을 줄이기 위하여 우회상장을 택하는 것인지를 알아본다(가설 1-1). 또한 우회상장 대상기업과 일반적인 상장기업의 재무상태도 비교해 본다. 이를 통해 우회상장이 성장 동력이 고갈된 상장기업을 대상으로 한다는 이론적인 주장을 실증적으로 검증하며, 동시에 우회상장 비상장기업이 우회상장 대상회사를 인수하면서 기본적으로 큰 부담을 안고 시장에 진입할 수밖에 없는 상황인지를 검증한다(가설 1-2). 그리고 우회상장 후 상장기업의 재무상태가 우회상장 이전의 비상장기업과 우회상장 대상기업에 비하여 어떤 양상을 보이는지 살펴본다(가설 1-3). 대부분의 우회상장이 합병 방식을 통해 이루어지고, 합병이 이루어지지 않는다 하더라도 거의 100%에 가까운 지분관계를 갖게 되기 때문에 적어도 우회상장 이전의 비상장기업과 우회상장 대상기업의 재무상태의 합만큼 우회상장 후 상장기업의 재무상태가 유지되는 것이 적절한데 과연 이러한 재무상태가 계속 유지되고 있는지를 분석한다.

나. 우회상장 비상장기업의 이익조정

우회상장의 중심은 우회상장 비상장기업에 있다고 볼 수 있는데, 이는 우회상장 비상장기업의 영업이 우회상장 후 상장회사의 주된 영업이 되기 때문이며, 금융감독기관이 우회상장 비상장기업의 회계투명성에 관심을 갖는 이유도 바로 이 때문이다. 우회상장의 중심인 비상장기업의 재무상태나 영업성과가 공격적인 이익조정으로 인하여 과대계상 되어 있다면 우회상장 후 상장기업의 재무상태나 영업성과가 나빠질 가능성이 높다. 따라서 우회상장 비상장기업의 이익조정 여부를 살펴보기 위하여 먼저 우회상장 비상장기업의 우회상장 전 이익조정의 규모를 IPO를 통해 상장한 기업과 기타의 비상장기업과 비교한다. IPO를 통해 직상장하는 비상장회사 역시 이익조정의 유인을 갖고 있으나, 상장을 위하여 상장 전 지정감사를 받게 되므로 과도한 양(+)의 이익조정을 하기 어려울 것이며, 결과적으로 우회상장 비상장기업에 비하여 회계투명성이 높을 것으로 예상된다. 상장을 하지 않는 비상장회사는 상장을 위하여 재무상태나 영업성과를 조정할 동기가 없기 때문에 우회상장 비상장기업에 비하여 이익조정의 동기가 적을 것이므로 다음과 같은 가설들을 설정하였다.

가설 2-1 : 우회상장 비상장기업의 우회상장 직전 연도 이익조정의 규모는 IPO를 통해 직상장하는 기업의 상장 직전 연도 이익조정의 규모와 차이가 있다.

가설 2-2 : 우회상장 비상장기업의 우회상장 직전 연도 이익조정의 규모는 같은 기간 상장하지 않는 일반기업의 이익조정의 규모와 차이가 있다.

다음으로 우회상장 비상장기업이 우회상장 직전에 양(+)의 이익조정을 강화하는지 여부를 확인하고자 한다. 이는 우회상장 비상장기업이 우회상장을 시도하면서 회사의 재무상태나 경영 성과를 부풀려 우회상장 심사요건을 충족시키고, 나아가 우회상장을 위한 비상장기업의 평가금액을 크게 하려고 할 것이라는 예측 하에 과연 우회상장 시점에 가까워질수록 이익조정규모에 변화가 있는지 검증하는 것이다. 먼저 우회상장 비상장기업들의 우회상장 3년 전부터 우회상장 직전 연도까지의 이익조정의 규모를 살펴봄으로써 과연 우회상장 시점에 접근할수록 공격적인 이익조정이 개입되는지 여부를 살펴보기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 2-3 : 우회상장 비상장기업의 우회상장 직전 연도 이익조정의 규모는 그 이전 회계기간의 이익조정의 규모와 차이가 있다.

다. 우회상장 비상장기업의 이익조정과 우회상장 후 상장기업의 재무성과

공격적인 이익조정을 한 우회상장 비상장기업과 그렇지 않은 우회상장 비상장기업 간에 우회상장 후 상장기업의 재무성과를 비교한다.

가설 3 : 이익조정의 규모에 따라 우회상장 비상장기업을 구분할 경우 두 집단 간의 우회상장 후 상장기업의 재무성과에 차이가 있다.

우회상장 후 상장회사가 높은 재무성과를 기록한다면 순기능을 실현한 우회상장일 가능성이 높다고 할 수 있다. 반대로 가설 3의 검증을 통해 이익조정을 하지 않은 우회상장 비상장기업이 공격적인 이익조정을 한 우회상장 비상장기업보다 더 높은 재무성과를 보인다면 우회상장 비상장기업의 회계투명성 제고를 통해 우회상장의 순기능을 달성하고자하는 금융감독당국의 정책을 실증적으로 지지하는 결과로 해석할 수 있을 것이다.

Ⅲ. 연구모형 및 표본

1. 연구모형

연구가설 1-1, 1-2, 1-3의 검증을 위해서는 차이분석을 실행하며, 연구가설 2-1, 2-2, 2-3의 검증을 위해서는 다변량 횡단면분석을 실행하고자 한다. 다변량 횡단면분석을 위해 본 연구에서는 선행연구와 일관성이 있게 종속변수를 재량적 발생액으로 설정하고 재량적 발생액의 결정에 영향을 미치는 통제변수들을 모형에 포함하였다. 구체적으로 연구가설 2-1과 2-2의 검증을 위한 분석모형은 다음과 같다.

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 EVENTGRP_n + \alpha_2 lnasst + \alpha_3 lev + \alpha_4 roa + \alpha_5 cfo + \alpha_6 lossd + \alpha_7 YD_t + \epsilon \quad (1)$$

DA	: 재량적 발생액 / 기초총자산
EVENTGRP1	: 우회상장 기업일 경우 1, 직상장 기업이면 0인 더미변수
EVENTGRP2	: 우회상장 기업일 경우 1, 일반기업이면 0인 더미변수
EVENTGRP3	: 우회상장 기업일 경우 1, 직상장 기업이거나 일반기업이면 0인 더미변수
lnasst	: 총자산의 자연로그 값
lev	: 부채총액 / 기초총자산
roa	: 당기순이익 / 기초총자산
cfo	: 영업활동현금흐름 / 기초총자산
lossd	: 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수
YD _t	: 연도를 통제하기 위한 통제변수

연구모형 (1)은 우회상장 비상장기업, 직상장한 비상장기업, 상장하지 않은 일반 비상장기업 간의 이익조정을 비교하기 위한 모형이다. 이를 검증하기 위하여 연구모형 (1)에서는 각 기업집단들에 대하여 더미변수를 활용하여 그 차이를 보고자 한다. 재량적 발생액(DA)을 종속변수로 하는 것은 공격적 이익조정을 통하여 재무상태나 영업실적을 부풀리려는 의도가 있었는가를 검증하기 위한 것이다. 우회상장 비상장기업은 우회상장 요건심사의 통과나 기업가치의 증대를 위하여 우회상장 직전 연도에 양의 이익조정을 할 유인이 있는 반면, 일반 비상장기업은 이러한 필요성이 없고, 직상장 기업은 상장직전 이익조정의 유인은 존재할 수 있으나 상장 전 지정감사 제도로 인하여 이익조정을 하기가 쉽지 않을 것이므로 우회상장 비상장기업의 이익조정 규모가 가장 클 것으로 예상된다. 한편, 연구가설 2-3의 검증을 위한 모형은 다음과 같다.

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 EVENTYR + \alpha_2 lnasst + \alpha_3 lev + \alpha_4 roa + \alpha_5 cfo + \alpha_6 lossd + \alpha_7 YD_t + \epsilon \quad (2)$$

DA	: 재량적 발생액 / 기초총자산
EVENTYR1	: 우회상장 직전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수
EVENTYR2	: 우회상장 2년 전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수
EVENTYR3	: 우회상장 3년 전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수
lnasst	: 총자산의 자연로그 값
lev	: 부채총액 / 기초총자산
roa	: 당기순이익 / 기초총자산
cfo	: 영업활동현금흐름 / 기초총자산
lossd	: 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수
YD _t	: 연도를 통제하기 위한 통제변수

우회상장 비상장기업의 경우 우회상장을 위하여 우회상장 시점에 가까워질수록 재무상태나 영업실적을 부풀리려는 의도가 있을 수 있기 때문에 연구가설과 같이 우회상장 직전 연도에 보다 많은 양의 이익조정을 할 것이라 예상된다. 이것을 검증하기 위하여 연구모형에서 우회상장

이전 사업연도들에 대해 각각의 더미변수를 활용하여 그 차이를 살펴보고자 한다.

연구가설 3을 검증하기 위해서는 재량적 발생액을 기준으로 양의 이익조정을 한 기업과 음의 이익조정을 한 기업을 나누어 두 집단의 상장 후 장기 재무성과의 차이를 분석해 보고자 한다. 상장 후 장기 재무성과로는 영업이익률, 당기순이익률, 시장초과수익률, 영업이익률의 증가 여부, 당기순이익률 증가 여부, 상장유지 여부를 설정하였다.

우회상장의 효과에 관한 선행연구에서는 주로 우회상장 공시 후 우회상장 대상회사의 초과수익률의 변화행태를 이용하여 우회상장을 시장에서 어떻게 판단하는지를 검증하였고 기업의 재무지표가 어떻게 변화되는지를 검토하여 우회상장의 장기적 효과를 추정하였다. Gleason et al.(2005)은 우회상장 후 초과수익률이 발생하지만 부채비율이 증가하고 수익성과 유동성 비율은 오히려 감소하여 우회상장 기업이 재무적 곤경에 처할 가능성이 높아진다고 주장하였다. 최운열·이호선(2006)은 우회상장 후 기업 규모와 시가총액, 주가관련 비율은 상승하지만 영업이익률과 당기순이익률 등의 재무지표는 악화되는 경향이 있음을 보고하였다. 또한 윤여준·강문현(2009)의 연구에서도 우회상장기업의 누적초과수익률이 우회상장일 전까지는 상승하지만 상장이후에는 이전의 주가로 회귀하며, 당기순이익과 현금흐름은 악화되는 현상을 발견하였다. 본 연구의 가설 3은 우회상장에 대한 시장의 반응과 기업의 재무지표가 상반된 방향으로 나타나는 선행연구의 결과가 우회상장의 동기에 따라 다르게 나타날 수 있는 결과인가를 검증하고자 설정되었다. 따라서 선행연구에서 제시한 변수들을 따라서 사용하며 추가적으로 상장유지 여부 변수도 살펴본다. 왜냐하면 상장유지는 우회상장에 대한 시장의 반응과 우회상장이 실제로 기업의 수익성과 성장성 미치는 장기적 효과를 종합적으로 보여줄 수 있는 변수이기 때문이다. 또한 영업이익률과 당기순이익률에 대해서는 증가 여부를 나타내는 더미변수를 추가적으로 사용함으로써 실증결과가 소표본에 의한 검증력 부족 때문에 왜곡될 수 있는 가능성을 통제하려 하였다.

영업이익률과 당기순이익률은 우회상장 1년 후의 날이 속하는 회계연도의 손익계산서를 기준으로 측정하였는데, 영업이익률이나 당기순이익률을 우회상장 당해 연도가 아닌 우회상장 1년 후의 손익계산서를 기준으로 측정한 이유는 첫째, 우회상장 당해 연도에는 아직 우회상장으로 인한 효과가 정확하게 재무제표에 반영되지 않았을 것으로 판단되었기 때문이고, 둘째, 우회상장 당해 연도는 역합병 회계처리를 한 회사와 그렇지 않은 회사 간에 차이가 존재할 수 있는 회계연도이며, 셋째, 우회상장 직전 연도의 재량적 발생액의 반대 효과가 우회상장 당해 연도에 나타나므로 이는 우회상장으로 인한 재무성과의 개선을 충분히 나타내지 못하기 때문이다. 시장초과수익률은 우회상장일이 속한 달의 익월부터 12개월간의 개별종목 주가수익률이 같은 기간의 시장수익률(개별종목이 속한 시장의 평균수익률)을 초과하는 부분으로 측정하였다. 상장 후 1년간의 시장초과수익률로 측정한 이유는 우회상장의 장기성과를 판단하는 기준으로 52주(1년) 누적평균초과수익률을 사용한 임석필 등(2010)의 연구에 근거한다. 영업이익률의 증가 여부와 당기순이익률의 증가 여부는 위에서 구한 우회상장 1년 후 영업이익률과 당기순이익률이 우회상

장 직전 연도의 영업이익률과 당기순이익률보다 증가했는지 감소했는지를 나타내는 더미변수로 설정하였다. 그리고 상장유지 여부는 우회상장 후 현재까지 정상적인 상장을 유지한 경우와 관리종목, 상장폐지, 폐업 등의 경우를 구분한 더미변수이다.

2. 종속변수의 측정

이익조정과 관련된 연구에서는 산업별 횡단면 분석에 의한 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)을 이용하여 측정된 비재량적 발생액이 주로 사용되어 왔으나 수정 Jones 모형은 극단적인 기업성과를 나타내는 표본에 대해서는 실제로 이익조정이 없는 경우에도 이익조정이 있는 것으로 나타나는 결과(1종 오류)를 나타내는 경향이 있다는 문제점이 선행연구를 통해 제기되었다(Kasznik 1999 ; Yoon and Miller 2002 ; Kothari et al. 2005). 이와 같은 문제점을 완화하기 위하여 Yoon and Miller(2002)는 수정 Jones 모형에 판매관리비, 매입채무, 퇴직급여 비용 등의 변수들을 추가하여 비재량적 발생액을 추정할 것을 제안하였고, Kothari et al.(2005)은 수정 Jones 모형에 상수항과 전기 총자산수익률(ROA)을 포함할 경우 모형의 설정오류가 감소될 수 있다고 주장하였다. 이들 선행연구의 영향으로 최근에 진행된 이익조정 관련 연구에서 총자산수익률을 통제한 모형을 사용하거나 수정 Jones 모형을 사용한 경우에도 강건성 분석에서 총자산수익률을 통제한 모형의 결과를 제시하는 경우가 다수 존재한다(Hribar and Nichols 2007 ; Prawitt et al. 2009 ; 이아영 등 2007 ; 박영민과 최종서 2011 ; 전성빈 등 2011 ; 박종일 등 2012). 특히 본 연구에서 다루고 있는 우회상장과 직상장 기업의 경우에는 이익조정 변수가 경영성과가 밀접하게 관련되어 있을 가능성이 매우 높다. 따라서 본 연구의 가설을 검증함에 있어 경영성과를 적절히 통제하지 않은 재량적 발생액 모형을 이용한 이익조정 측정치를 사용하게 될 경우, 이익조정의 여부 및 방향성에 대해 검증하는 과정에서 오류를 범할 수 있으므로 본 연구에서는 Kothari et al.(2005)에서 제안된 모형을 이용하여 비재량적 발생액의 기대치를 산출한 후 실제 발생액에서 비재량적 발생액의 기대치를 차감하여 이익조정을 측정함으로써 기업의 경영성과를 적절하게 통제하고자 하였다.⁵⁾

성과대응 재량적 발생액을 추정하기 위해 먼저 총발생액을 측정하는 방법으로는 재무상태표 관련 계정의 변동을 이용하여 측정하는 간접적인 방법과 현금흐름표로부터 직접 발생액을 측정하는 현금흐름표 접근법이 있다. Hribar and Collins(2002)는 표본기업 중 인수 및 합병이 포함된

5) 기업의 경영성과를 통제하기 위한 방법으로 존스모형 및 수정존스모형에서 비재량적 발생액을 추정하는 회귀모형 독립변수에 성과 관련 변수인 총자산수익률(ROA)을 추가하는 방법(Kothari et al. 2005)과 분석 기업의 재량적 발생액에서 동일 산업-연도에서 총자산수익률(ROA)이 가장 유사한 기업의 재량적 발생액을 차감하는 방법(Kasznik 1999)이 있다. 특히 Kothari et al.(2005)의 첫 번째 방법은 상수항과 총자산수익률만을 추가하는 간단한 수정모형이기 때문에 많은 국내외 연구들이 Kothari et al.(2005)의 모형을 사용하고 있으며 본 연구에서도 이 방법을 따랐다.

기업이 포함될 경우 재무상태표 접근법을 활용하여 측정한 총발생액은 측정오차의 문제로 인해 잘못된 결과를 도출할 수 있다는 분석결과를 제시하였는데, 본 연구의 표본기업이 인수 및 합병 기업이므로 다음의 식(3)과 같이 현금흐름표 접근법에 따라 총발생액을 측정함으로써 재무상태표 접근법이 가지고 있는 측정오차의 문제를 완화하고자 하였다.

$$\text{총발생액}(TA_t) = \text{당기순이익}(NI_t) - \text{영업활동에 의한 현금흐름}(CFO_t) \quad (3)$$

TA_t : t년의 총 발생 금액

NI_t : t년의 당기순이익

CFO_t : t년의 현금흐름표에 보고된 영업활동으로 인한 현금흐름

총발생액(TA)은 경영자가 재량적으로 관리 및 조정할 수 있는 재량적 발생액(DA : Discretionary Accruals)과 환경적 요인에 의해 변동하기 때문에 경영자가 임의적으로 관리 및 조정을 할 수 없는 비재량적 발생액(NDA : Non Discretionary Accruals)으로 구성된다. 따라서 다음의 과정을 거쳐 성과대응 재량적 발생액(DA)을 추정하였다. 성과대응 재량적 발생액은 추정 표본을 대상으로 산업별-연도별⁶⁾ 횡단면 분석을 통하여 비재량적 발생액의 기대치를 추정하고, 실제 발생액에서 비재량적 발생액의 기대치를 차감하여 산정한다. 식(4)의 계수 추정을 위하여 직전 5년간의 동종 산업별 자료를 활용하여 회귀계수 값을 추출하였다. 추출한 회귀계수들을 이용하여 개별 기업들에 대해 식(5)를 적용하여 개별 기업의 재량적 발생액을 추정하였다. 이러한 회귀분석은 분석대상기간 중 매년 재추정되었다. 특히 본 연구에서, 경영성과에 따른 비재량적 발생액과 성과대응 재량적 발생액을 적절히 통제하기 위하여 모형에 총자산수익률(ROA)을 독립변수로 추가하였다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta REV_t - \Delta AR_t)}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \beta_3 ROA_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \left[\hat{\beta}_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{(\Delta REV_t - \Delta AR_t)}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_3 ROA_t \right] \quad (5)$$

DA_t : t년의 재량적 발생

TA_t : t년의 총 발생액

A_{t-1} : t-1년의 총자산

ΔREV_t : t년의 매출액 변화

ΔAR_t : t년의 매출채권 변화

PPE_t : t년의 설비자산

ROA_t : t년의 총자산이익률

6) 산업 구분은 KIS-Value의 KSIC 산업분류 중 중분류를 기준을 사용하였다. 2003년부터 2010년까지 8개년 동안의 산업별-연도별 구성은 총 322(산업/연도)이다.

3. 표본의 선정

분석에 사용된 우회상장 비상장기업 표본은 우회상장에 대한 규제가 강화된 2006년 6월 이후부터 2010년까지 우회상장 비상장기업을 대상으로 하였다. 이 기간에 발생한 총 138건의 우회상장 중 4건은 다대일의 우회상장(우회상장 대상회사 1개에 다수의 비상장사가 결합하여 우회상장을 하는 경우)이어서 실제로 같은 기간 동안 우회상장을 한 총 비상장기업의 표본수는 144개이다. 우회상장 비상장기업의 경우 상당수가 상장기업과의 합병으로 인하여 우회상장 이후에 소멸되었기 때문에 자료의 수집이 용이하지 않아 해당하는 비상장기업의 자료를 DART에서 직접 수집(hand collection)하였다. 총 144 기업/연도 표본 중에서 실제 분석에 활용된 표본에 대한 구성은 다음 <표 1>과 같다.

가설 2-3의 검증을 위해서는 우회상장을 한 사업연도를 기준으로 그 전 사업연도의 이익조정 행위를 보다 명확하게 구분할 필요가 있으므로 직전 3개년의 자료가 모두 수집 가능한 표본만을 대상으로 제한하였다.

<표 1> 표본의 구성

내 용	해당표본 (기업/연도)			
	우회상장 비상장기업	직상장 기업	우회상장 대상 기업	우회상장 후 상장기업
기준에 부합하는 총 표본	144	344	130	130
자료가 누락된 경우	(31)	(106)	(8)	(27)
2010년에 우회상장하여 상장 다음 연도의 재무자료가 아직 없는 경우	—	—	—	(23)
분석을 위해 사용되는 표본	113	238	121	80
우회상장 2~3년 전 자료가 누락된 경우	(16)	na	na	na
우회상장 1, 2, 3년 전 자료가 모두 있는 경우	97	na	na	na
우회상장 4년 전 자료가 없어서 가설2-2의 검증 시 변수의 계산이 불가능한 경우	(11)	na	na	na
연구모형 2의 분석을 위해 사용되는 표본	86	na	na	na

na : 해당사항 없음(not available)

한편 분석에서 사용된 직상장 기업의 경우는 2006년 7월부터 2010년 12월까지 IPO를 통해 신규 상장한 344개 기업/연도 중 자료가 없거나 불완전한 106개를 제외하여 총 238개 기업/연도 자료를 이용하였다. 우회상장 대상 기업의 경우 2006년 7월부터 2010년 12월까지 발생한 총 138건의 우회상장 중 8건이 1개의 상장사가 같은 기간에 2회 우회상장을 받아들인 경우이어서

결국 130개 상장사가 우회상장의 대상이 되었다고 할 수 있다. 이들 기업 중 우회상장 직전연도의 완전한 재무제표가 입수 가능한 121개 기업/연도의 자료를 우회상장 대상 기업 표본으로 이용하였다. 우회상장 후 상장기업 역시 130개의 상장사가 있으나 2010년에 우회상장을 하였기 때문에 아직 우회상장 다음 연도(2011년)의 결산일이 도래하지 않아 우회상장 다음 연도의 재무자료를 이용할 수 없는 23개 기업을 제외하였고, 또한 완전한 자료를 구할 수 없는 27개를 추가적으로 제외하여 총 80개 기업/연도 자료를 표본으로 이용하였다.

IV. 실증분석결과

1. 우회상장 비상장기업과 직상장 기업의 비교 [가설 1-1 검증]

본 절에서는 우회상장 비상장기업과 직상장 기업의 재무적 특성을 비교하여 차이가 있는지(가설 1-1)를 검증한다. 2006년 7월부터 2010년 12월까지 발생한 총 138건의 우회상장 중 4건은 다대일의 우회상장이어서 실제로 이 기간 동안 우회상장 한 총 비상장기업의 표본수는 144개이며 이들 중 우회상장 직전 연도의 재무제표가 입수 가능한 113개 자료의 재무지표들을 238개 직상장 기업/연도의 재무지표와 비교해보면 <표 2>와 같다.

비교대상인 직상장 기업은 같은 기간(2006년 7월~2010년 12월)에 직상장한 총 344개 기업/연도 자료 중 직전 연도의 재무제표가 입수 가능한 238개 기업/연도의 자료를 이용하였다.

재무현황을 비교한 결과 우회상장 비상장기업은 직상장한 비상장기업에 비하여 상장 직전 연도 기준으로 볼 때 자산규모에서는 약 75,666(백만 원)이 작았다. 매출액 규모 또한 약 91,367(백만 원)이 작았으며, 당기순이익은 약 9,270(백만 원)이 낮았다.⁷⁾ 각각의 재무현황에 대해 모수적, 비모수적 차이검증을 실시한 결과 또한 1%~5% 수준에서 유의한 결과를 나타내고 있다. 재무비율 측면에서 살펴보면 부채비율은 우회상장을 한 비상장기업이 직상장한 비상장기업에 비해 약 17% 높은 반면 영업이익률의 경우에는 직상장한 비상장기업의 직전 연도 영업이익률에 비해 약 7% 낮았고, 당기순이익률 역시 약 15% 정도 낮았음을 나타내고 있다. 재무비율에 대한 모수적, 비모수적 차이검증 결과에서도 당기순이익률의 모수적 검증 결과를 제외하고는 모두 1% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 이와 같은 결과는 재무상태와 영업성과가 직상장하는 기업만큼 훌륭한 회사들이 단지 상장에 따른 시간을 절약하기 위하여 우회상장을 선택하기 보다는 재무상태와 영업성과가 직상장기업보다 좋지 않은 기업들이 우회상장의 방법을 택하여 자본시장에 입성하는 경향이 있음을 제시하는 결과로 해석된다.

7) 차이금액은 각각의 재무현황의 평균값을 기준으로 하였다.

〈표 2〉 우회상장 비상장기업과 직상장 기업의 재무현황 차이분석

(재무비율외 금액단위 : 백만 원)

구 분	변 수	표본크기	평균값	중위수	T-test (P 값)	Wilcoxon (Z 값)
BDL	총자산	113	57,331	23,806	-2.27	-2.3705
IPO		238	132,997	29,132	(0.0240)**	(0.0178)**
BDL	부채총계	113	30,532	13,646	-1.97	1.0150
IPO		238	71,040	12,123	(0.0501)*	(0.3101)
BDL	자기자본	113	26,799	10,081	-2.56	-6.1085
IPO		238	61,957	18,373	(0.0109)**	(<.0001)***
BDL	총매출액	113	51,169	26,514	-2.97	-3.3557
IPO		238	142,536	36,450	(0.0032)***	(0.0008)***
BDL	영업이익	113	3,995	1,839	-3.88	-7.8074
IPO		238	14,429	5,272	(<.0001)***	(<.0001)***
BDL	당기순이익	113	3,184	1,571	-4.17	-8.4131
IPO		238	12,454	4,612	(<.0001)***	(<.0001)***
BDL	부채비율	113	0.558	0.592	7.96	7.5327
IPO		238	0.390	0.401	(<.0001)***	(<.0001)**
BDL	영업이익률	113	0.084	0.079	-4.30	-6.6
IPO		238	0.158	0.140	(<.0001)***	(<.0001)***
BDL	당기순이익률	113	-0.006	0.061	-1.40	-6.9507
IPO		238	0.136	0.119	(0.1632)	(<.0001)***

BDL : 우회상장 비상장기업, IPO : 직상장 기업

부채비율 : 부채총계/기말 총자산

영업이익률 : 영업이익/총매출액

당기순이익률 : 당기순이익/총매출액

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 의미함(양측검증)

2. 우회상장 대상기업과 일반상장기업의 비교 [가설 1-2 검증]

본 절에서는 우회상장 대상기업과 일반 상장기업의 재무적 특성을 비교하여 차이가 있는지 (가설 1-2)를 검증한다.

〈표 3〉 우회상장 전 우회상장 대상기업의 재무현황

(재무비율의외 금액단위 : 백만 원)

변 수	구 분	표본크기	평균값	중위수	T-test (P 값)	Wilcoxon (Z 값)
총자산	일반기업	2,758	84,744	53,941	2.21**	-8.4436***
	대상기업	121	54,144	24,370	(0.0271)	(<.0001)
부채총계	일반기업	2,758	37,980	18,930	1.52	-3.6715***
	대상기업	121	28,103	12,843	(0.1299)	(0.0002)
자기자본	일반기업	2,758	46,763	30,876	2.86***	-9.8003***
	대상기업	121	26,041	11,850	(0.0042)	(<.0001)
총매출액	일반기업	2,758	80,298	43,505	6.74***	-7.3155***
	대상기업	121	38,127	20,093	(<.0001)	(<.0001)
영업이익	일반기업	2,758	3,963	1,966	3.19***	-2.6418***
	대상기업	121	1,739	1,121	(0.0017)	(0.0082)
당기순이익	일반기업	2,758	542	1,453	2.01**	-2.1752**
	대상기업	121	-2,073	994	(0.0461)	(0.0296)
부채비율	일반기업	2,758	0.409	0.397	-5.46***	6.2507***
	대상기업	121	0.562	0.527	(<.0001)	(<.0001)
영업이익률	일반기업	2,758	-0.022	0.040	1.83*	0.8342
	대상기업	121	-0.145	0.062	(0.0697)	(0.4041)
당기순이익률	일반기업	2,758	-0.160	0.028	2.30**	1.5963
	대상기업	121	-0.749	0.047	(0.0231)	(0.1104)

부채비율 : 부채총계/기말 총자산

영업이익률 : 영업이익/총매출액

당기순이익률 : 당기순이익/총매출액

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 의미함(양측검증)

2006년 7월부터 2010년 12월까지 발생한 총 138건의 우회상장 중 8건은 1개의 상장사가 같은 기간에 2회 우회상장을 받아들인 경우이어서 결국 130개 상장사가 우회상장의 대상이 되었다고 할 수 있다. 이중 우회상장 직전연도의 재무제표가 입수 가능한 121개사의 주요 재무지표는 <표 3>과 같다.

우회상장 직전 연도가 2005년~2009년에 해당하므로 비교대상은 같은 기간의 코스닥 상장사 전체 평균액에 해당한다. 코스닥 상장기업만을 대상표본으로 사용한 것은 이 기간의 우회상장이 대부분 코스닥 상장기업을 대상으로 일어났기 때문이다. 재무현황을 비교해 본 결과 우회상장

대상기업은 전체 시장평균에 비하여 자산규모, 매출액규모, 이익규모와 안정성, 수익성이 모두 낮았다. 자산규모의 경우 약 30,600(백만 원)이 작았고, 매출액 규모는 우회상장 대상기업이 기타 코스닥 상장기업에 비해 약 52,171(백만 원)이 작았다. 당기순이익을 기준으로 보면 평균값이 음(-)의 값을 보여 평균적으로 당기순손실을 보였음을 알 수 있다. 부채비율의 경우 우회상장 대상기업이 일반 코스닥 상장기업에 비해 약 15% 정도 높은 것으로 나타났고, 영업이익률과 당기순이익률 역시 각각 13%, 59% 정도 낮음을 보이고 있다. 이러한 주요 재무변수들에 대한 모수적, 비모수적 차이검증 결과에서도 대부분 유의한 값을 나타내고 있다. 즉, 우회상장 대상기업은 보통의 상장사에 비하여 재무상태 및 재무비율이 열악하였다고 판단할 수 있다. 이를 통해 우회상장이 성장 동력이 고갈된 상장회사를 대상으로 한다는 이론적인 주장이 지지되었으며, 우회상장 비상장기업들이 우회상장의 비용을 최소화(비교적 가격이 낮은 상장기업을 인수)하기 위하여 재무상태가 열악한 상장기업을 우회상장 대상기업으로 정하고 있음을 발견하였다. 그러나 우회상장 비용 최소화의 역효과로서 우회상장 비상장기업이 우회상장 대상회사를 인수하면서 기본적으로 큰 부담을 안고 시장에 진입할 수밖에 없는 상황임을 알 수 있다.

3. 우회상장 전후의 비교 [가설 1-3 검증]

본 절에서는 우회상장 비상장기업 및 우회상장 대상기업의 우회상장 전후의 재무상태를 비교하여 차이가 있는지(가설 1-3)를 검증하고자 한다. 2006년 7월부터 2010년 12월까지 우회상장 대상이 된 총 130개의 우회상장 대상회사 중 2010년에 우회상장을 하였기 때문에 우회상장 다음 연도(2011년)의 결산일이 아직 도래하지 않은 23건을 제외한 107개 상장사를 대상으로 하였다.⁸⁾

우회상장이 일어난 다음 연도의 우회상장 후 상장기업이 우회상장 전에 비하여 어떠한 변화가 일어났는가를 살펴보면 우회상장의 효과를 파악해 볼 수 있을 것이다. 우회상장 직전 연도와 직후 연도의 우회상장 대상기업과 우회상장 비상장기업의 재무제표를 모두 입수할 수 있었던 80개사의 재무자료는 다음의 <표 4>와 같다.

8) 우회상장 후 상장기업의 현재 상황

구 분	상장유지	관리종목	상장폐지	폐 업	폐합병	합 계
회사 수	72	6	15	13	1	107

총 107개사 중 현재까지 정상적인 상장상태를 유지하고 있는 회사는 78개에 불과하며 그중에서도 6개는 관리종목에 편입되었다. 107개 회사 중 우회상장 후 다음 연도의 결산일이 도래하기도 전에 폐업한 경우가 5건에 해당하였으며, 나머지 102개 회사 중 91개 회사만이 우회상장 다음 연도에 감사인으로부터 적정의견을 받았다.

〈표 4〉 우회상장 전후 재무현황 비교

(단위 : 백만 원)

변 수	우회상장 후 상장기업①	우회상장 전			차이③ (①-②)	증가율 (③/②)
		대상기업	비상장기업	합계②		
총 자 산	83,583	52,205	43,443	95,648	-12,065	-12.6%
부채총계	47,772	27,428	22,170	49,598	-1,826	-3.7%
자기자본	35,811	24,777	21,272	46,050	-10,239	-22.2%
매 출 액	81,108	42,006	51,626	93,632	-12,524	-13.4%
영업이익	1,328	2,064	3,925	5,989	-4,661	-77.8%
당기순이익	-8,413	-911	3,187	2,276	-10,689	na

<표 4>에서 볼 수 있듯이 우회상장 이전의 우회상장 대상기업과 우회상장 비상장기업 각각의 자기자본과 매출액 규모보다는 우회상장 후 상장기업의 자기자본이나 매출액 규모가 증가하였다. 그러나 우회상장 대상기업과 우회상장 비상장기업의 합계만큼 증가하지는 못하였다. 대부분의 우회상장이 합병 방식이었으므로 자기자본 규모는 두 기업의 합계만큼은 증가하여야 함에도 불구하고 이에 크게 미치지 못한 것은 우회상장 후 당기순이익이 큰 폭으로 감소함에 따라 자기자본이 감소한 것이 가장 큰 원인으로 보인다. 우회상장 후 상장기업의 영업이익은 우회상장 대상기업과 우회상장 비상장기업의 영업이익 합계는 물론이고, 그 각각의 영업이익보다도 감소한 것으로 나타난다. 그리고 당기순이익은 두 기업의 합계보다 무려 100억 원 이상 감소하였다. 이는 우회상장 후 영업이익이 감소한 이유 외에도 우회상장대상기업이 영위하던 사업을 낮은 가격에 매각하거나 중단시킴으로써 나타난 손실의 영향 때문인 것으로 보인다.

<표 5>는 우회상장 이전의 우회상장 대상기업과 우회상장 비상장기업을 단순 결합한 재무지표와 우회상장 후 상장기업의 재무지표간의 쌍체 차이분석을 실시한 결과를 제시하고 있다. <표 5>을 보면, 총자산, 부채총계를 제외한 모든 재무지표에서 모수적, 비모수적 분석 모두에서 유의한 차이가 발견되었다. 주요 재무비율을 살펴보면, 우회상장 후 상장기업은 우회상장 이전의 우회상장 대상기업이나 우회상장 비상장기업보다 부채비율은 증가하였고, 영업이익률과 당기순이익률은 크게 감소한 것을 볼 수 있다. 우회상장 후 상장기업의 주요 재무비율은 우회상장 전 비상장기업과 우회상장 대상기업의 단순합계로 산출한 재무비율보다 악화되었으며 우회상장 비상장기업 및 우회상장 대상기업 각각의 재무비율보다도 악화되었다. 이는 전반적으로 우회상장 후 성공적인 기업의 운영에 실패한 경우가 많으며 우회상장의 순기능보다는 역기능이 많이 작용하고 있었다는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 또한 우회상장 후 자기자본 및 영업이익 등이 크게 감소한 것으로 미루어 볼 때 우회상장 전 재무제표가 이익조정 등에 의하여 양호하게 작성되어 있었음을 의심할 수 있다.

〈표 5〉 우회상장 전후의 주요 재무비율 쌍체 차이분석

(재무비율외의 금액단위 : 백만 원)

변 수	평균값	중위수	T-test (P 값)	Wilcoxon 부호순위
총 자 산	-12,064	912	-1.37 (0.1748)	-22 (0.9167)
부채총계	-1,826	695	-0.35 (0.7273)	124 (0.5553)
자기자본	-10,238	-2,611	-1.93* (0.0573)	-272 (0.1938)
매 출 액	-12,523	-11,992	-2.12** (0.0374)	-537*** (0.0091)
영업이익	-4,660	-2,850	-3.01*** (0.0036)	-714*** (0.0004)
당기순이익	-10,689	-7,013	-4.17*** (<0.0001)	-957*** (<0.0001)
부채비율	0.097	0.036	2.92*** (0.0046)	536*** (0.0093)
영업이익률	-0.151	-0.042	-3.00*** (0.0165)	-741*** (0.0002)
당기순이익률	-0.553	-0.105	-3.10*** (0.0027)	-1017*** (<0.0001)

부채비율 : 부채총계/기말 총자산

영업이익률 : 영업이익/총매출액

당기순이익률 : 당기순이익/총매출액

표본크기 : 80개

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 의미함(양측검증)

가설 1-1, 1-2, 1-3에 대한 검증결과는 <표 2>~<표 5>에서 각각 제시되어 있지만 이들은 분석결과에 영향을 미칠 수 있는 변수들의 효과를 통제하지 않은 단순 차이분석의 결과만을 제시하고 있으므로 가설에 대한 엄격한 검증결과는 아니라는 중요한 한계점이 있다. 따라서 연구 가설 1에 대한 실증결과는 우회상장 기업의 재무적 특성에 대한 기초적 자료를 제시하고 다음의 회귀분석을 위한 예비적 분석의 결과이다.

4. 우회상장 비상장기업과 다른 기업의 이익조정 비교

가. 모형에 포함된 변수의 기술통계량

본 절에서는 우회상장 비상장기업과 직상장 기업 및 기타 상장하지 않은 일반기업의 이익조정 행태에 차이가 있는지를 검증한다. 다음의 <표 6>은 우회상장 비상장기업의 우회상장 직전 연도와 직상장기업의 직상장 직전연도, 그리고 일반 외부감사 대상기업의 주요 재무변수에 대한 기술통계량을 보여주고 있다.

<표 6> 기술통계량 : 우회상장 비상장기업, 직상장 기업, 일반기업의 주요 변수에 대한 기술통계량

[Panel A] : 우회상장 기업(n=113)							
변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
DA	0.041	-1.000	-0.048	0.041	0.128	1.000	0.247
lnasst	10.207	6.820	9.644	10.078	10.817	14.159	1.091
lev	0.938	0.116	0.553	0.769	1.006	13.683	1.319
roa	0.175	-1.514	0.036	0.069	0.159	4.350	0.535
cfo	0.089	-0.824	-0.026	0.046	0.152	2.472	0.340
[Panel B] : 직상장 기업(n=238)							
변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
DA	-0.050	-1.000	-0.128	-0.038	0.024	0.448	0.147
lnasst	10.582	8.553	9.843	10.280	10.985	15.233	1.143
lev	0.524	0.053	0.347	0.520	0.695	0.986	0.223
roa	0.217	-0.330	0.116	0.190	0.264	0.956	0.149
cfo	0.213	-0.318	0.095	0.195	0.325	0.864	0.174
[Panel C] : 기타 외부감사대상 기업(n=53,972)							
변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
DA	-0.008	-1.000	-0.066	0.013	0.085	1.000	0.260
lnasst	9.898	7.711	9.339	9.774	10.392	12.090	0.794
lev	0.914	0.000	0.494	0.755	1.000	1719.830	9.210
roa	0.039	-0.307	0.002	0.033	0.083	0.356	0.093
cfo	-0.001	-1465.037	-0.018	0.030	0.118	61.746	6.363

DA : 재량적 발생액(기초총자산으로 나눈 값)

lnasst : 총자산의 자연로그 값

lev : 부채비율(=총부채/기초총자산)

roa : 총자산수익률(=당기순이익/기초총자산)

cfo : 영업활동에 의한 현금흐름(=영업활동에 의한 현금흐름/기초총자산)

<표 6>의 [Panel A]는 우회상장 비상장기업의 경우, 직상장 기업 및 외부감사 대상기업과는 달리 이익조정의 측정치인 재량적 발생액(DA)의 평균값이 0.041로 양(+)의 값으로 나타나고 있으며 재량적 발생액(DA)의 중위수 또한 0.041로 양(+)의 값으로 나타나고 있음을 보여준다. 반면 [Panel B]는 직상장기업의 경우, 재량적 발생액(DA)의 평균값이 -0.050으로 음(-)의 값을 나타내고 있으며, 중위수 또한 -0.038로 음(-)의 값으로 나타남을 보여주고 있다. [Panel C]의 경우는 기타 외부감사 대상기업의 재량적 발생액(DA) 평균값 또한 -0.008로 음(-)의 값을 나타내고 있으나, 중위수는 0.013으로 양(+)의 값으로 나타남을 제시하고 있다.

<표 7> 주요변수들의 상관관계 분석

구 분	DA	EVENTYR1	EVENTYR2	EVENTYR3	lnasst	lev	roa	cfo
DA	1.000	0.096*	-0.003	-0.100*	0.105*	0.242***	0.199***	-0.442***
EVENTYR1	0.101*	1.000	-0.551***	-0.497***	0.131**	-0.013	0.077	-0.028
EVENTYR2	-0.034	-0.551***	1.000	-0.449***	0.001	0.038	0.022	-0.000
EVENTYR3	-0.073	-0.497***	-0.449***	1.000	-0.140**	-0.025	-0.106*	0.030
lnasst	0.059	0.156***	-0.011	-0.155***	1.000	-0.040	-0.016	-0.030
lev	0.156***	-0.037	0.017	0.021	-0.030	1.000	0.500***	0.311***
roa	-0.048	0.107*	0.070	-0.188***	-0.065	0.066	1.000	0.605***
cfo	-0.712***	-0.025	0.079	-0.054	-0.022	0.035	0.426***	1.000

DA : 재량적 발생액 / 기초총자산

EVENTYR1 : 우회상장 직전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수

EVENTYR2 : 우회상장 2년 전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수

EVENTYR3 : 우회상장 3년 전 연도일 경우 1, 아니면 0인 더미변수

lnasst : 총자산의 자연로그 값

lev : 부채총액 / 기초총자산

roa : 당기순이익 / 기초총자산

cfo : 영업활동현금흐름 / 기초총자산

<표 7>의 경우, 주요 변수들의 모수적, 비모수적 상관관계 분석에 대한 결과를 나타낸다. 본 연구에서 활용한 이익조정의 대용치인 재량적 발생액(DA)의 경우 우회상장 직전연도를 타나내는 더미변수인 EVENTYR1 변수와 모두 10% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이것은 우회상장 직전연도와 이익조정은 양(+)의 관계에 있다는 본 연구의 가설을 부분적으로 지지하는 결과로 볼 수 있다. 하지만, 기타 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 변수들이 통제되지 않은 결과이므로, 보다 정확한 통계적 검증을 위해 다변량 회귀분석을 실시하였다.

나. 다변량 회귀분석 [가설 2-1과 2-2 검증]

본 절에서는 이익조정 측정치인 재량적 발생액(DA)에 영향을 미칠 수 있는 기타 통제변수를 설정한 다변량 회귀분석을 통해 가설 2-1과 2-2를 검증한다. 다음의 <표 8>은 표본을 세 집단을 구분하여 본 연구의 관심 표본인 우회상장 비상장기업 표본과 다른 집단의 차이를 분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 8>의 [모형1]에서는 우회상장 비상장기업 표본과 직상장 기업 표본으로 구성된 경우에 대하여 두 집단 사이에 이익조정의 행태가 다른가를 우회상장 비상장기업을 나타내는 EVENTGRPn 더미변수를 설정하여 분석하였다. [모형2]에서는 우회상장 비상장기업과 일반 외부감사 대상기업을 표본으로 구성하여 분석하였고, [모형3]에서는 우회상장 비상장기업 표본과 일반 외부감사 대상기업 및 직상장 기업 표본을 모두 포함하여 분석하였다.

[모형1]의 경우 우회상장 비상장기업을 나타내는 EVENTGRPn 변수의 회귀계수가 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내므로, 직상장 기업보다 우회상장 기업이 양(+)의 이익조정을 함을 확인할 수 있었다. [모형2]의 경우에서도 EVENTGRPn 더미변수의 회귀계수가 양(+)의 방향으로 1% 수준에서 유의한 값을 나타내고 있다. [모형2]는 우회상장 비상장기업과 일반 외부감사 대상 기업을 비교하였으므로 두 집단 간 이익조정의 행태는 우회상장 기업이 일반 외부감사 대상 기업에 비해 양(+)의 이익조정 행위가 있었음을 나타내는 결과로 해석할 수 있다. 한편 직상장 기업과 비교한 모든 표본을 전부 포함하여 분석한 [모형3]의 경우 EVENTGRPn 변수의 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다.

기타 통제변수의 경우를 살펴보면, 규모를 통제하기 위한 lnasst 변수와 경영성과 통제를 위해 설정한 총자산수익율(roa) 변수는, [모형2]와 [모형3]에서는 음(-)의 회귀계수를, [모형1]에서는 양(+)의 회귀계수를 나타내며 모두 1% 혹은 5% 수준에서 유의하였다. 부채비율(lev)의 경우 [모형1], [모형2], [모형3] 모두 음(-)의 방향으로 각각 1%, 5%, 1% 수준에서 유의한 계수를 나타내고 있다. 영업활동에 의한 현금흐름을 기초총자산으로 나눈 변수(cfo)의 경우, 음(-)의 방향으로 1% 수준에서 유의한 계수값을 나타내고 있다. 당기순손실 더미인 lossd 변수의 경우 [모형2]와 [모형3]에서는 모두 음(-)의 방향을 나타내지만, [모형1]의 경우 양(+)의 상이한 방향을 나타내며 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 값을 보이고 있다. 우회상장 비상장기업과 직상장 기업의 경우에는 “상장”이라는 event를 앞두고 재무상태와 영업성과를 좋게 보이게 하려는 유인이 있기 때문에 당기순손실인 경우 적극적인 이익조정으로 적자를 회피하고자 하였으며, 적자를 회피한 이후에도 이익조정을 강화하여 자산규모와 자산이익률을 더욱 높이려고 했다고 볼 수 있다. 반면, 일반 비상장기업은 “상장”이라는 event가 없기 때문에 전반적으로 자산 규모가 크고 이익률이 우수한 기업은 이익조정의 유인이 작았으며, 당기순손실을 기록한 경우에는 이익조정을 통해 적자탈피를 하기보다는 손실을 이용한 Big Bath를 시도하는 경향이 있었음을 시사해준다.

<표 8> 다변량분석 : 우회상장 비상장기업과 직상장 기업, 일반기업의 이익조정 회귀분석

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 EVENTGRPn + \alpha_2 lnasst + \alpha_3 lev + \alpha_4 roa + \alpha_5 cfo + \alpha_6 lossd + \alpha_7 YD_t + \epsilon$$

구 분	[모형1]	[모형2]	[모형3]
	우회상장 비상장기업 vs 직상장 기업	우회상장 비상장기업 vs 일반기업	우회상장 비상장기업 vs 직상장 기업+일반기업
변 수	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)
절 편	-0.183 (-3.24)***	0.016 (1.10)	0.016 (1.10)
EVENTGRPn	0.021 (1.71)*	0.067 (2.74)***	0.067 (2.75)***
lnasst	0.019 (3.83)***	-0.003 (-2.32)**	-0.003 (-2.33)**
lev	-0.020 (-2.13)**	-0.001 (-3.15)***	-0.001 (-3.17)***
roa	0.603 (19.90)***	-0.156 (-10.12)***	-0.157 (-10.39)***
cfo	-0.855 (-26.54)***	-0.002 (-9.02)***	-0.002 (-9.05)***
lossd	0.224 (4.26)***	-0.013 (-3.89)***	-0.13 (-3.95)***
표본크기	351	54,085	54,323
F 값	94.14***	35.43***	36.25***
수정 R ² 값	0.7269	0.0063	0.0064

DA : 재량적 발생액 / 기초총자산 (종속변수)
 EVENTGRP1 : 우회상장 기업일 경우 1, 직상장 기업이면 0인 더미변수
 EVENTGRP2 : 우회상장 기업일 경우 1, 일반기업이면 0인 더미변수
 EVENTGRP3 : 우회상장 기업일 경우 1, 직상장 기업이거나 일반기업이면 0인 더미변수
 lnasst : 기말 총자산의 자연로그 값
 lev : 부채총액 / 기초총자산
 roa : 당기순이익 / 기초총자산
 cfo : 영업활동에 의한 현금흐름 / 기초총자산
 lossd : 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수
 편의상 YD_t(연도더미변수)의 회귀계수는 생략함
 VIF 계수 : 전체 4 미만
 */**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 의미함(양측검증)

<표 8>에서 우회상장 비상장기업의 재량적 발생액이 직상장 기업이나 일반기업보다 양의 방향으로 유의하게 나온 결과는 우회상장 비상장기업이 직상장 기업이나 일반 비상장기업에 비하여 이익조정을 더 많이 한다는 가설 2-1과 2-2를 지지하는 결과이다. 즉, 우회상장을 하는 비상장기업은 우회상장 기준을 통과하고 우회상장을 위한 기업가치 평가를 보다 유리하게 하기 위하여 다른 기업들에 비하여 공격적인 회계처리를 통해 재무상태와 영업성과를 양(+의 방향으로 조정하는 성향이 있다는 것을 알 수 있다.

5. 우회상장 비상장기업의 우회상장 전 이익조정 변화 [가설 2-3 검증]

가. 모형에 포함된 변수의 기술통계량

가설 2-1와 2-2에 대한 실증분석 결과, 우회상장 비상장기업은 직상장하는 기업이나 상장하지 않는 일반기업에 비하여 공격적인 이익조정을 하고 있는 것을 알 수 있었다. 그렇다면, 우회상장 비상장기업이 우회상장 직전에 특히 많은 양의 이익조정을 하고 있는지 살펴보는 것이 가설 2-3에 대한 검증이다. 우회상장은 단기 의사결정에 의해 이루어지는 경우가 많고, 특히 우회상장 심사요건이 우회상장 직전 회계연도의 재무제표를 기준으로 하고 있으며, 우회상장을 위한 기업가치 평가 시에도 우회상장 직전 회계연도 재무제표가 큰 영향을 미치기 때문에 우회상장 비상장회사는 우회상장 직전 연도에 양의 이익조정을 할 유인을 갖고 있다. 따라서 만약 우회상장 직전 연도에 보다 많은 양(+)의 이익조정을 한다면 이는 우회상장을 위하여 공격적인 회계처리를 한 것임을 보여주는 증거가 될 수 있을 것이다.

<표 9>는 우회상장 당해 연도 및 직전 사업연도들의 기술통계량을 제시한다.

<표 9> 주요변수의 기술통계량 : 우회상장 전 연도별

변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
[Panel A : 우회상장 1년 전 사업연도] (n=113)							
da	0.049	-1.000	-0.047	0.045	0.153	1.000	0.250
lnasst	10.207	6.820	9.644	10.078	10.817	14.159	1.091
lev	0.938	0.116	0.553	0.769	1.006	13.683	1.319
roa	0.175	-1.514	0.036	0.069	0.159	4.350	0.535
cfo	0.089	-0.824	-0.026	0.046	0.152	2.472	0.340
[Panel B : 우회상장 2년 전 사업연도] (n=99)							
da	0.012	-1.000	-0.105	0.018	0.109	0.992	0.316
lnasst	10.013	6.608	9.374	9.919	10.750	14.180	1.121
lev	1.012	0.028	0.566	0.741	1.090	7.742	0.990
roa	0.144	-2.060	0.025	0.080	0.185	2.599	0.413
cfo	0.102	-1.905	-0.015	0.091	0.213	2.042	0.414
[Panel C : 우회상장 3년 전 사업연도] (n=86)							
da	-0.032	-1.000	-0.103	0.008	0.095	0.600	0.294
lnasst	9.754	6.265	9.106	9.709	10.465	14.174	1.273
lev	0.915	0.007	0.548	0.732	1.157	3.254	0.578
roa	0.054	-2.138	-0.020	0.044	0.122	1.748	0.379
cfo	0.121	-0.773	-0.067	0.033	0.156	2.778	0.419

DA : 재량적 발생액 / 기초총자산
 lnasst : 기말 총자산의 자연로그 값
 lev : 부채총액 / 기초총자산
 roa : 당기순이익 / 기초총자산
 cfo : 영업활동에 의한 현금흐름 / 기초총자산

본 연구에서 초점을 두고 있는 [Panel A 우회상장 1년 전 사업연도]의 경우는 여타 사업연도보다 상대적으로 높게 재량적 발생액(DA)의 평균값과 중위수가 각각 0.049와 0.045의 양(+)의 값을 나타내고 있다. [Panel B 우회상장 2년 전 사업연도]의 경우, 재량적 발생액(DA)의 평균값과 중위수는 각각 0.012와 0.018로서 우회상장 직전 연도보다 낮은 수치를 나타내고 있다. 또한 [Panel C 우회상장 3년 전 사업연도]의 경우, 재량적 발생액(DA)의 평균값은 -0.032, 중위수는 0.008으로서 가장 낮은 평균값과 중위수를 보인다.

나. 다변량 회귀분석

<표 10>은 연구모형을 통해 종속변수를 재량적 발생액(DA)으로 설정하고, 각각의 사업연도를 나타내는 더미변수를 활용하여 회귀분석을 한 결과를 제시하고 있다. [모형1]의 경우는 연구모형 (2)에서 우회상장 직전 사업연도와 우회상장 2년 전 사업연도의 표본을 대상으로 이익조정 행태의 차이를 비교하였다. 분석결과, 회귀계수는 0.019로 양(+)의 방향을 나타내고 있으나, 통계적인 유의성은 검증되지 않았다. [모형2]의 경우는 연구모형 (2)에서 우회상장 직전 연도와 3년 전 사업연도의 표본을 비교하였다. [모형2]에 대한 분석결과는 [모형1]에서와 마찬가지로 EVENTYR1 변수가 양(+)의 계수값을 나타내고 있지만, 통계적 유의성은 발견되지 않았다. 우회상장 2년 전, 3년 전의 자료를 모두 포함시켜 회귀분석을 한 [모형3]의 결과에서는 상장 1년 전을 나타내는 EVENTYR1이 양(+)의 계수값을 가지는 것으로 나타났지만 [모형2]와 마찬가지로 통계적 유의성은 발견할 수 없었다.

통제변수에 대한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 규모를 통제하기 위한 총자산의 자연로그값(lnasst) 변수의 경우, [모형3]에서만 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 부채비율과 총자산수익률 변수의 경우 [모형1], [모형2], [모형3]의 경우 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 영업활동에 의한 현금흐름 변수(cfo)는 [모형1], [모형2], [모형3] 모두 1% 수준에서 음(-)의 값을 나타내고 있다. 당기순손실을 나타내는 더미변수인 lossd 변수는 모두 양(+)의 회귀계수를 나타내며 [모형1], [모형2], [모형3] 각각 1%, 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다.

<표 8>의 결과에서도 설명하였듯이 우회상장 비상장기업의 경우 “상장”이라는 event를 앞두고 있기 때문에 당기순손실을 기록하고 있는 적자기업은 적극적인 이익조정을 통해 적자탈피를 하려했으며, 이러한 이익조정 행위는 적자를 탈피하는 수준에서 그치지 않고 자산규모와 이익률

을 계속 증가시키는 방향으로 이루어졌음을 알 수 있다. 또한 우회상장 직전 연도뿐만 아니라 2년 전, 3년 전에도 이러한 성향이 있었음을 간접적으로 확인할 수 있다.

<표 10> 다변량분석 : 우회상장 직전 연도와 이익조정의 관계

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 EVENTYR_n + \alpha_2 lnasst + \alpha_3 lev + \alpha_4 roa + \alpha_5 cfo + \alpha_6 lossd + \alpha_7 YD_t + \epsilon$$

구 분	[모형1]	[모형2]	[모형3]
변수	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)
절편	-0.122 (-1.00)	-0.262 (-1.97)*	-0.222 (-2.12)**
EVENTYR1	0.019 (0.85)	0.020 (0.59)	0.001 (0.07)
lnasst	0.007 (0.67)	0.016 (1.45)	0.020 (2.29)**
lev	0.081 (5.30)***	0.124 (4.69)***	0.039 (3.40)***
roa	0.574 (15.11)***	0.458 (12.44)***	0.425 (13.10)***
cfo	-0.918 (-20.83)***	-0.716 (-16.01)***	-0.701 (-21.51)***
lossd	0.143 (2.94)**	0.072 (1.73)*	0.079 (2.29)**
표본크기	190	162	298
F 값	44.82***	26.63***	43.43***
수정 R ² 값	0.7184	0.6365	0.6316

DA : 재량적 발생액 / 기초총자산 (종속변수)

EVENTYR1 : 우회상장 직전연도이면 1, 아니면 0인 더미변수

lnasst : 기말 총자산의 자연로그 값

lev : 부채총액 / 기초총자산

roa : 당기순이익 / 기초총자산

cfo : 영업활동에 의한 현금흐름 / 기초총자산

lossd : 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수

편의상 YD_t(연도더미변수)의 회귀계수는 생략함

VIF 계수 : 전체 3 미만

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 의미함(양측검증)

각각 모형1, 2, 3은 1년 전-2년 전 / 1년 전-3년 전 / 1년 전, 2년 전, 3년 전 표본을 포함함

<표 10>의 다변량 회귀분석의 결과를 종합하여 보면, 우회상장 직전 연도의 경우, 기타의 통제변수들을 통제하고 난 이후에는 그 이전 사업연도와 비교하여 이익조정의 차이가 뚜렷하게 검증되지는 않음을 알 수 있다. 이는 우회상장 비상장기업들이 우회상장을 위하여 우회상장 직전 연도에 공격적인 양의 이익조정을 할 것이라는 기대와는 다른 결과이다. 이를 통해 우회상장을 준비하는 비상장기업의 경우 예상과는 달리 우회상장 이전 장기간에 걸쳐 우회상장을 준비하면서 이익조정을 하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 이러한 현상이 모든 우회상장 비

상장기업에 적용되는 보편적인 것은 아닐 수 있다는 판단 하에 우회상장 비상장기업을 재량적 발생액에 따라 공격적인 회계처리를 한 집단과 보수적인 회계처리를 한 집단으로 구분하여 우회상장 전 3년 동안의 이익조정에 차이가 있는지 다시 살펴보았다.

다. 기업집단을 구분한 회귀분석

<표 11>은 우회상장 직전 연도의 재량적 발생액(DA)에 따라 양(+)의 이익조정을 한 공격적 회계처리 집단과 음(-)의 이익조정을 한 보수적 회계처리 집단으로 나누어 표본을 구성한 뒤 <표 10>과 같이 각각 2년 전, 3년 전과 비교한 회귀분석을 실시한 결과를 보여준다.

<표 11> 다변량분석 : DA 구분에 따른 이익조정 행태의 차이

$$DA = \alpha_0 + \alpha_1 EVENTYR_n + \alpha_2 lnasst + \alpha_3 lev + \alpha_4 roa + \alpha_5 cfo + \alpha_6 lossd + \alpha_7 YD_t + \epsilon$$

구분	1년 전-2년 전		1년 전-3년 전	
	[모형1] (-)DA	[모형2] (+)DA	[모형1] (-)DA	[모형2] (+)DA
변수	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)
절편	-0.561 (-2.07)**	0.181 (1.64)	-0.343 (-1.26)	-0.151 (-1.48)
EVENTYR1	-0.017 (-0.36)	0.039 (1.94)*	-0.026 (-0.32)	0.066 (2.52)**
lnasst	0.051 (2.30)**	-0.023 (-2.35)**	0.032 (1.40)	0.007 (0.79)
lev	0.029 (0.85)	0.082 (6.09)***	0.029 (0.36)	0.106 (5.33)***
roa	0.472 (3.78)***	0.545 (17.44)***	0.376 (3.07)***	0.423 (15.84)***
cfo	-0.846 (-7.41)***	-0.840 (-21.30)***	-0.882 (-6.54)***	-0.588 (-18.39)***
lossd	-0.035 (-0.24)	0.165 (4.33)***	0.059 (0.05)	0.067 (2.36)**
표본크기	72	118	58	104
F 값	6.45***	53.22***	5.51***	44.74***
수정 R ² 값	0.4577	0.8308	0.4653	0.8237

DA : 재량적 발생액 / 기초총자산 (종속변수)

EVENTYR1 : 우회상장 직전연도이면 1, 아니면 0인 더미변수

lnasst : 기말 총자산의 자연로그 값

lev : 부채총액 / 기초총자산

roa : 당기순이익 / 기초총자산

cfo : 영업활동에 의한 현금흐름 / 기초총자산

lossd : 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수

편의상 YD_t(연도더미변수)의 회귀계수는 생략함

VIF 계수 : 전체 2 미만

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10% / 5% / 1%를 의미함(양측검증)

<표 11>의 [모형1]의 결과를 살펴보면, 보수적 집단의 경우에 직전 연도를 나타내는 주요 관심변수인 EVENTYR1의 경우 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 하지만 이익조정의 방향이 양(+)인 공격적 집단을 나타내는 [모형2]의 경우, EVENTYR1의 계수가 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 3년 전과 비교한 경우에도, 보수적 집단을 나타내는 [모형3]에서는 통계적인 유의성이 나타나지 않았지만 공격적 집단을 나타내는 [모형4]의 경우 EVENTYR1의 회귀계수 값이 양(+)의 방향으로 5% 수준에서 유의한 값을 나타내고 있다.

<표 11>은 전체적으로는 우회상장 비상장기업들이 우회상장 직전 연도에 특별히 이익조정을 증가시키지 않는 것으로 보이지만, 우회상장 직전 연도에 양의 이익조정을 한 공격적인 회계처리 집단의 경우에는 2년 전, 3년 전 비교하여 직전 연도의 이익조정이 더욱 상향됨을 보여주는 결과라 할 수 있다.

6. 이익조정과 우회상장 후 재무성과 [가설 3 검증]

가. 변수들의 기술통계량

가설 2-1과 2-2를 통하여 우회상장 비상장기업이 직상장 기업이나 일반 비상장기업에 비해 이익조정을 많이 한다는 사실을 확인하였으며, 가설 2-3의 검증을 통해 이 중 공격적인 이익조정을 하는 기업집단은 우회상장 직전에 이익조정을 강화함을 알 수 있었다. 가설 3에서는 우회상장 비상장기업의 우회상장 직전 연도에서의 이익조정에 따라 우회상장 이후의 상장기업 재무성과에 차이를 가져올 것으로 예상하고 이를 검증하였다.

<표 12>는 우회상장 직전연도 재량적 발생액에 따라 우회상장 비상장기업 표본을 ‘공격적’과 ‘보수적’으로 구분하고, 상장직후 1년 후 사업연도의 상장폐지 여부, 영업이익률, 당기순이익률, 시장초과수익률, 영업이익 증가율, 당기순이익 증가율을 나타낸 기술통계량이다.⁹⁾ <표 12>의 결과를 살펴보면, 우회상장 직전연도의 보수적 회계처리(재량적 발생액이 낮은 경우)를 한 비상장기업의 상장 후 상장유지율, 영업이익률, 당기순이익률 및 시장초과수익률이 평균값과 중위수 값 모두 높았음을 알 수 있다. 영업이익률의 변동분이나 당기순이익률의 변동분에서는 평균값과 중위수 값에서 예상과 다른 결과가 다수 발견되었으나, 이는 영업이익률의 변동분이나 당기순이익률의 변동분을 계산함에 있어서 매출규모의 증가를 고려하지 않았기 때문에 그 변동분 자체가 갖는 의미는 없다고 할 수 있다. 따라서 차이분석에서는 영업이익률 변동분이나 당기순이익률 변동분 대신 영업이익률과 당기순이익률이 증가하였을 경우와 감소하였을 경우를 나누는 더미변수를 이용하여 차이를 살펴보았다.

9) 표본을 ‘공격적’과 ‘보수적’으로 나눈 기준은, 가설 2-3의 분석에 활용된 113개 표본 중 우회상장 직후 사업연도의 재무데이터를 모두 구할 수 있는 86 기업/연도를 기준으로 하여 재량적 발생액(DA)이 양수인 경우 ‘공격적’으로, 음인 경우 ‘보수적’으로 표시한 것이다.

〈표 12〉 기술통계량 : 우회상장기업의 이익조정에 따른 영업성과 변수의 기술통계량

[Panel A] 우회상장 직전연도 재량적 발생액이 음(-)인 경우(보수적 집단, n=32)							
변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
conti	0.906	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000	0.296
opratio	-0.061	-1.838	-0.023	0.032	0.076	0.438	0.397
neratio	-0.294	-3.378	-0.196	0.005	0.052	0.679	0.803
ar	0.468	-1.458	-0.548	-0.074	0.312	16.232	2.911
Δopr	-0.103	-2.219	-0.153	-0.044	-0.003	1.088	0.464
Δner	-0.233	-2.188	-0.369	-0.098	-0.015	3.968	1.029
[Panel B] 우회상장 직전연도 재량적 발생액이 양(+)인 경우(공격적 집단, n=54)							
변수	평균값	최소값	25%수	중위수	75%수	최대값	표준편차
conti	0.667	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.476
opratio	-0.127	-2.614	-0.144	0.005	0.067	0.493	0.434
neratio	-0.775	-11.865	-0.749	-0.096	0.013	0.402	1.932
ar	-0.152	-1.367	-0.446	-0.167	0.000	2.057	0.602
Δopr	0.081	-2.743	-0.161	-0.027	0.072	6.267	0.994
Δner	-0.093	-7.204	-0.605	-0.102	0.020	18.371	2.867

conti : 우회상장 후 현재(2011년 10월말)까지 상장유지이면 1, 아니면 0인 더미변수

opratio : 영업이익률(영업이익÷매출액)

neratio : 당기순이익률(당기순이익÷매출액)

ar : 시장초과수익률(우회상장 후 1년의 개별주가수익률-시장평균수익률)

Δopr : 영업이익률의 변동분

Δner : 당기순이익률의 변동분

나. 차이분석

<표 13>은 이익조정(DA)의 정도에 따라 구분한 보수적 기업과 공격적 기업에 대한 경영성과의 차이분석 결과를 나타낸다.

먼저 영업이익률의 경우에는 보수적인 집단의 경우 -6.1%, 공격적인 집단의 경우 -12.7%로 보수적인 집단의 평균이 높은 것으로 나타났으며 당기순이익률의 경우에는 보수적인 집단은 -29.4%이나 공격적인 표본은 -77.5%로 보수적인 집단이 약 48.1% 높은 것으로 나타났다. 시장초과수익률은 보수적인 집단과 공격적인 집단에서 각각 46.8%와 -15.2%로 나타나서 보수적인 집단이 약 62% 정도 높은 것으로 나타났다. 차이분석 결과를 살펴보면, 모수적 검증인 t-test에서는 당기순이익증가 더미와 상장유지 더미에서만 유의한 결과가 나오고, 다른 변수에서는 유

의한 차이가 발견되지 않았으나, 비모수적 검증인 윌콕슨 순위합 검증에서는 시장초과수익률을 제외한 모든 변수에서 모두 유의한 차이를 나타내고 있다.

〈표 13〉 차이분석 : 우회상장기업의 이익조정에 따른 영업성과

구 분	변 수	표본크기	평균값	중위수	T-test (P 값)	Wilcoxon (Z 값)
보수적	영업이익률	32	-0.061	0.032	0.72	1.3536
공격적		54	-0.127	0.005	(0.4732)	(0.0879)*
보수적	당기순이익률	32	-0.294	0.005	1.34	2.0415
공격적		54	-0.775	-0.096	(0.1838)	(0.0206)**
보수적	시장초과수익률	32	0.468	-0.074	1.48	0.9809
공격적		54	-0.152	-0.167	(0.1426)	(0.1633)
보수적	영업이익률 증가더미	32	0.844	1	1.46	1.4467
공격적		54	0.704	1	(0.1474)	(0.0740)*
보수적	당기순이익률 증가더미	32	0.938	1	1.96	1.9211
공격적		54	0.778	1	(0.0533)*	(0.0274)**
보수적	상장유지더미	32	0.906	1	2.57	2.4793
공격적		54	0.667	1	(0.0121)**	(0.0066)***

영업이익률 : 영업이익/총매출액

당기순이익률 : 당기순이익/총매출액

시장초과수익률(우회상장 후 1년의 개별주가수익률-시장평균수익률)

영업이익률증가더미 : (직후연도 영업이익-직전연도 영업이익) > 0 이면 1, 아니면 0인 더미변수

당기순이익률증가더미 : (직후연도 당기순이익-직전연도 당기순이익) > 0 이면 1, 아니면 0인 더미변수

상장유지더미 : 2011년 10월 말 기준 상장이면 1, 아니면 0인 더미변수

*/**/** : 각각 통계적 유의수준 10%/ 5% / 1%를 의미함(양측검증)

이와 같은 차이분석의 결과를 종합해 보면, 우회상장 직전 연도에 양의 이익조정을 한 공격적 회계처리 집단의 상장 후 재무성고가 우회상장 직전 연도에 음의 이익조정을 한 보수적 회계처리 집단의 상장 후 재무성고에 비하여 전반적으로 좋지 않음을 알 수 있다. 이는 연구가설 3을 지지하는 결과라 할 수 있다. 그리고 이 결과를 가설 2-3과 연결시켜 보면, 이익조정 패턴이 우회상장 후 재무성고에 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 즉, 공격적인 이익조정을 하는 기업집단은 우회상장 직전 이익조정을 더욱 강화하였지만 상장 후에는 좋지 않은 재무성고를 보인 반면, 보수적인 이익조정을 하는 기업집단은 우회상장 직전 특별히 이익조정을 강화하지 않으며 상장 후에는 비교적 양호한 재무성고를 보였다.

7. 추가분석 : 성공한 우회상장과 실패한 우회상장

우회상장의 순기능은 우량한 비상장회사가 우량한 상장회사와 결합하여 기업경쟁력이 강화되는 것이라 할 수 있다. 일반적으로 우량한 비상장회사(Good Pearl)는 수익성과 영업현금흐름이 우량한 회사로서 역사가 길고 규모가 큰 안정적인 기업인 반면, 역사가 짧고 규모가 작으며, 아직 수익성이 크지 않은데 다만 미래의 가능성만 보고 우회상장을 시도하는 비상장회사는 위험한 우회상장 회사(Pearl)라고 인식된다. 한편, 우량한 대상기업(Good Shell)은 일반적으로 안정성이 좋고 현금보유액이 많으며 대주주지분율이 높아서 인수 후 비상장회사를 과도하게 평가하지 않아도 충분한 지분율을 확보할 수 있는 회사이다. 따라서 M&A시장에서는 우량한 우회상장 비상장기업과 우량한 우회상장 대상기업이 결합해야 안정적으로 상장을 유지하면서 경쟁력이 강화된다고 인식되고 있다.

이러한 현상을 살펴보기 위하여 우회상장 직전 연도와 직후 연도의 상장회사와 비상장회사의 재무제표를 모두 입수할 수 있는 80개사의 재무자료를 보다 세분화된 분석을 실시하였다.

<표 14>에서는 우회상장 후 상장유지에 성공하여 아직까지 계속 유지되고 있는 기업(60개 기업)과 상장유지에 실패하여 퇴출되거나 폐업한 경우(20개 기업)를 비교하였다. 분석 결과, 상장유지에 실패한 기업들은 우량하지 않은 비상장기업과 불안한 상장기업이 결합한 경우였다는 것을 알 수 있다. 상장유지에 실패한 경우의 기업들은 우회상장을 한 비상장기업의 영업현금흐름과 순이익률이 좋지 않았고, 자산규모가 작고, 업력도 길지 않았다. 또한 우회상장의 대상이 된 상장회사 역시 안정성이 낮고 대주주지분율이 높지 않았던 것을 확인할 수 있다.

〈표 14〉 성공한 우회상장과 실패한 우회상장

구 분	주요지표	상장유지 성공	상장유지 실패
우회상장 비상장기업	영업현금흐름 비율	7.35%	-3.52%
	당기순이익률	6.78%	2.94%
	총자산규모	469억원	330억원
	설립 후 경과연도	13년	8년
우회상장 대상기업	순현금비율	-20.29%	-26.79%
	부채비율	52.36%	53.38%
	당기순이익률	1.03%	-21.04%
	대주주지분율	27.52%	19.93%

다음으로 우회상장 후 상장유지에 성공한 기업들 중 상장 다음 연도에 당기순이익을 실현한 흑자기업(33개)과 당기순손실을 실현한 적자기업(27개)으로 나누어 우회상장 전 비상장기업과 대상기업의 재무지표를 살펴보면 <표 15>와 같다.

<표 15> 우회상장 후 상장유지기업의 회계수익률에 따른 비교

구 분	주요지표	흑자기업	적자기업
우회상장 비상장기업	영업현금흐름 비율	9.61%	4.97%
	영업이익률	10.20%	3.42%
	당기순이익률	8.11%	5.38%
	총자산규모	469억원	470억원
	설립 후 경과연도	13년	13년
우회상장 대상기업	순현금비율	-13.89%	-27.69%
	부채비율	50.56%	54.42%
	당기순이익률	0.11%	3.01%
	대주주지분율	29.93%	24.56%

우회상장 후 흑자를 기록한 기업들이 적자를 기록한 기업들에 비하여 우회상장 비상장기업의 수익성이 좋고, 우회상장 대상기업의 안정성이 뛰어났던 것을 볼 수 있다. 우회상장 비상장기업의 총자산규모나 설립 후 경과연도는 흑자기업과 적자기업간의 큰 차이가 없었고, 우회상장 대상기업의 당기순이익률은 오히려 적자기업이 더 좋았다. 이는 역시 좋은 우회상장 대상기업의 요인은 수익성보다는 안정성이 우선함을 보여준다고 볼 수 있다.

회계이익에 따른 구분 대신에 우회상장 후 상장유지에 성공한 기업들 중 상장 후 1년간 시장 평균을 초과하는 추가수익률을 실현한 기업(15개)과 이를 실현하지 못한 기업(45개)으로 나누어 우회상장 전 비상장기업과 대상기업의 재무지표를 살펴보면 <표 16>과 같다.

이 결과 역시 우회상장 후 양의 추가수익률을 기록한 기업들이 음의 추가수익률을 기록한 기업들에 비하여 우회상장 비상장기업의 수익성이 좋고, 우회상장 대상기업의 안정성이 뛰어났던 것을 볼 수 있다. 여기에서도 우회상장 대상기업의 당기순이익률은 오히려 (-)추가수익률을 기록한 기업들이 더 높게 나타나 좋은 우회상장 대상기업의 요인은 수익성보다는 안정성이 우선함을 보여주었다.

〈표 16〉 우회상장 후 상장유지기업의 시장수익률에 따른 비교

구 분	주요지표	(+)초과주가수익률	(-)초과주가수익률
우회상장 비상장기업	영업현금흐름 비율	15.37%	4.16%
	영업이익률	7.73%	6.56%
	당기순이익률	6.03%	7.08%
	총자산규모	697억원	393억원
	설립 후 경과연도	13년	13년
우회상장 대상기업	순현금비율	-16.21%	-22.15%
	부채비율	49.33%	53.73%
	당기순이익률	-4.94%	4.13%
	대주주지분율	29.19%	26.79%

V. 결 론

우회상장은 성장동력이 고갈된 상장기업을 유망 비상장사와 결합시킴으로써 기업회생 및 성장을 유도하고 이를 통해 주식시장 상승의 원동력을 제공할 수 있으며, 기업의 경쟁력도 높일 수 있다는 장점을 갖는다. 그러나 시장 혼란과 투자자 피해를 야기할 수 있다는 점이 지적되어 금융감독원은 2006년 우회상장 규제 방안을 발표한 이후 지속적으로 규제를 강화하여 왔다. 최근에는 우회상장 비상장기업의 우회상장 전 회계처리가 부적절하다고 판단하여 우회상장 기업이 상장 전 지정감사를 받도록 하는 외부감사인법 개정을 추진하고 있다.

이에 본 연구에서는 우회상장의 문제점을 파악해 보고, 특히 우회상장 비상장기업의 이익조정 여부를 통해 금융감독원이 추진하고 있는 새로운 규제안의 타당성 여부를 실증적으로 분석하고자 하였다. 이를 위하여 우회상장 참여기업들의 재무적 특성을 살펴보았으며, 우회상장 비상장기업과 직상장 기업이나 상장하지 않은 일반기업간의 이익조정 규모를 비교하였다. 또한 우회상장에 근접한 직전 회계연도의 이익조정 행태와 규모를 살펴보고, 공격적 이익조정과 상장 후 재무적 성과간의 관계도 분석하였다.

분석결과 우회상장 비상장기업은 직상장 기업에 비하여 재무상태가 열악하고, 우회상장 대상기업은 코스닥 상장기업 평균에 비하여 재무상태가 좋지 않으며, 우회상장 전 우회상장 비상장기업과 우회상장 대상기업의 단순합보다 우회상장 후 상장기업의 재무상태가 악화됨을 발견하였다. 또, 우회상장 비상장기업의 재량적 발생액이 직상장 기업이나 일반기업의 재량적 발생액보다 크다는 사실이 발견되어 연구가설을 뒷받침하였다. 전반적으로는 우회상장 비상장기업의

우회상장 직전연도의 재량적 발생액이 우회상장 2년, 3년 전의 재량적 발생액과 차이가 있다는 것은 발견할 수 없었으나, 우회상장 비상장기업 중 양의 이익조정을 한 기업들(공격적인 회계처리를 한 기업들)은 2, 3년 전과 비교하여 더 큰 양의 이익조정을 한 반면, 음의 이익조정을 한 기업들(보수적인 회계처리를 한 기업들)은 우회상장 2, 3년 전의 이익조정 규모와 큰 차이를 보이지 않았다. 이는 우회상장 비상장기업들이 모두 우회상장 직전에 이익조정을 통하여 재무상태와 영업성과를 부풀리는 것은 아니며, 공격적인 이익조정을 하는 기업들에게 이러한 성향이 발견됨을 보여준 결과이다. 또, 우회상장 비상장기업의 재량적 발생액과 우회상장 후 상장기업의 상장유지 더미, 영업이익률, 당기순이익률, 영업이익률 증가 더미 및 당기순이익률 증가 더미와는 상당한 음의 상관관계가 존재함이 발견되어, 우회상장 전 양의 이익조정을 많이 한 회사일수록 상장 후 좋지 않은 재무성과를 내고 있음을 보여주었다.

금융감독당국은 회계투명성이 우회상장의 순기능을 실현하는데 매우 중요한 요인이라는 판단 하에 지정감사제도를 통해 우회상장 비상장기업의 이익조정을 저지하고자 하고 있다. 본 연구는 이러한 금융감독기관의 정책에 대한 타당성을 실증적으로 뒷받침하고 있다. 또한 우회상장 회사에 투자하려는 투자자들에게 우회상장 비상장회사의 재무정보를 판단함에 있어서 주의가 필요하다는 증거를 제시하고 있다. 하지만 본 연구에서 분석에 사용된 표본은 2006년 6월 우회상장 규제강화 이후부터 2010년까지 우회상장 비상장기업이며 이 기간의 우회상장 한 기업/연도 표본수는 144개이다. 따라서 제한된 기간에서 추출된 소규모 표본을 이용한 연구결과로 인해 연구결과의 일반화에 제약이 있을 수 있다는 한계점도 있다. 특히 가설 1-1, 1-2, 1-3에 대한 검증결과는 단순 차이분석의 결과만을 제시하고 있으므로 가설에 대한 엄격한 검증결과는 아니라는 중요한 한계점이 있다.

참고문헌

- 강 원. 2007. “비공개기업의 상장사 인수와 신규상장의 비교연구”. 한국증권학회 발표논문집, 2007년 제1차 정기학술발표회.
- 곽영민 · 최종서. 2011. “최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성”. 회계학연구 제36권 제2호 : 129-184.
- 김인호. 2008. “비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정요인에 관한 비교연구”. 한국증권학회 발표논문집, 2008년 제2차 정기학술발표회.
- 김종원 · 최용식. 2008. “코스닥상장 기업과 비상장기업의 합병에 관한 연구”. 경영연구 제23권 제1호 : 229-254.
- 김종일 · 이장순. 2008. “우회상장의 결정요인에 관한 실증연구 : 코스닥시장 우회상장을 중심으로”. 대한경영학회지 제21권 제5호 : 2023-2046.
- 류시영 · 조현우 · 천종환. 2009. “우회상장 규제강화가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향 : 코스닥시장을 중심으로”. 국제회계연구 제25집 : 157-174.
- 박연희 · 박철원 · 배수일. 2009. “우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과 : 코스닥시장을 중심으로”. 회계저널 제18권 제3호 : 149-176.
- 박종일 · 박경호 · 박찬웅. 2012. “발생액 및 실제 이익조정이 기업신용등급에 미치는 효과 : 상장과 비상장기업을 중심으로”. 세무와회계저널 제13권 제1호 : 65-98.
- 엄경식 · 박종호 · 이진호. 2009. “시장의 관점에서 고찰한 우회상장 : 2006년 코스닥의 규제강화조치를 중심으로”. 미계재논문.
- 윤병섭 · 조국연. 2009. “코스닥시장 우회상장 유형별 효과”. 재무관리논집 제15권 제1호 : 49-71.
- 윤여준 · 강문현. 2009. “우회상장기업의 상장전후 재무특성 및 주가수익률 분석”. 재무관리논집 제15권 제1호 : 25-47.
- 이아영 · 전성빈 · 박성수. 2007. “최고경영자 교체와 이익조정”. 회계학연구 제32권 제2호 : 117-150.
- 임석필 · 이춘범 · 전웅수. 2010. “기업특성 및 M&A형태에 따른 코스닥기업의 합병성과에 관한 실증연구”. 회계연구 제15권 제2호 : 91-118.
- 전성빈 · 권혜진 · 김성혜. 2011. “부채의 특성에 따른 이익조정”. 회계와 감사 연구, 제53권 제2호 : 39-78.
- 최운열 · 이진호 · 이호선. 2008. “우회상장 규제강화의 효과 : 코스닥시장을 중심으로”. 한국증권학회 발표논문집, 2008년 제1차 정기학술발표회.
- 최운열 · 이호선. 2006. “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가? : 코스닥기업을 중심으로”. 한국증권학회 학술발표대회 발표논문집, 2006년 제4차 정기학술발표회.
- Adjei, F., K.B. Cyree, and M.M. Walker. 2008. The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs. *Journal of Economics and Finance* 32 : 176-194.
- Arellano, O., and S. Brusco. 2002. Understanding reverse merger : a first approach. *Universidad Carlos III de Madrid* : 2-28.

- Aydogdu, M., C. Shekhar, and V. Torbey. 2007. Shell companies as IPO alternatives : an analysis of trading activity around reverse mergers. *Applied Financial Economics* 17 : 1335–1347.
- Brau, J., W. Francis, and N. Kohers. 2003. The choice between IPO versus takeover : an empirical analysis. *Journal of Business* 76 : 583–612.
- Buijink, W., S. Maijoor, R. Meuwissen, and A. Witteloostuijn. 1996. *The role, position and liability of the statutory auditor within the European Union*, Commissioned by DGXV of the European Commission.
- Carpentier, C. and J. M. Suret. 2008. The economic effect of low listing requirements : an analysis of reverse merger listings. *Working paper*, Laval University.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 : 193–225.
- DeFond, M. and J. Jiambalvo. 1993. Factors related to auditor–client disagreements over income increasing accounting methods. *Contemporary Accounting Research* 9 : 415–431.
- DeFond, M. and K.R. Subramanyam. 1998. Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25 : 35–67.
- Dopuch, N., R. King, and R. Schwartz. 2001. An experimental investigation of retention and rotation requirements. *Journal of Accounting Research* 39 : 93–118.
- Gleason, K., L. Rosenthal, and R. Wiggins. 2005. Backing into being public : an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance* 12 : 54–79.
- Gleason, K., R. Jain, and L. Rosenthal. 2006. Alternatives for going public : evidence from reverse takeovers, self–underwritten IPOs, and traditional IPOs. *Working paper*.
- Hribar, P. and D.W. Collins. 2002. Errors in estimating accruals : implications for empirical research. *Journal of Accounting Research* 40(1) : 105–134.
- Hribar, P. and D.C. Nichols. 2007. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research* 45(5) : 1017–1053.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigation. *Journal of Accounting Research* 29 : 193–228.
- Johnson, W.B. and T. Lys. 1990. The market for audit services. *Journal of Accounting and Economics* 12 : 281–308.
- Kaszniak, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37(1) : 57–81.
- Kinney, W. 1994. Audit litigation research : professional help is needed. *Accounting Horizon* 8 : 73–89.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures, *Journal of Accounting and Economics* 39(1) : 163–197.
- Lys, T. and R. L. Watts. 1994. Lawsuits against auditors. *Journal of Accounting Research* 32

- (Supplement) : 65–93.
- Magee, R. and M. Tseng. 1990. Audit pricing and independence. *The Accounting Review* 65 : 315–336.
- Myers, J., L. Myers, and T. Omer. 2003. Exploring the term of the auditor–client relationship and the quality of earnings : a case for mandatory auditor rotation? *The Accounting Review* 78(3).
- Poulsen, A.B. and M.A. Stegemoller. 2008. Moving from private to public ownership : selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management* 31 : 81–101.
- Prawitt, D., J. Smith, and D. Wood. Internal audit quality and earnings management. *The Accounting Review* 84(4) : 1255–1280.
- Sjostrom, W.K. Jr. 2008. The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal* 2 : 743–759.
- St. Pierre, K., and J. Anderson. 1984. An Analysis of the Factors Associated with Lawsuits Against Public Accountants. *The Accounting Review* 59 : 242–263.
- Yoon, S. and G. Miller, 2002. Cash from operations and earnings management in Korea. *International Journal of Accounting* 37 : 395–412.

An Empirical Study on Financial Features and Earnings Management of Backdoor Listing Companies

Sea-Yeon Kim* · Kyung-Ho Park** · Yongkyu Lee***

〈Abstract〉

A backdoor listing(“BDL” hereinafter) means the way that an unlisted company(“UL” hereinafter) enters capital markets such as KSE or KOSDAQ without any IPO process. Although there are both positive and negative effects of BDL theoretically as well as practically, the Korean Financial Supervisory Service(“KFSS” hereinafter) has tightened regulations on BDL. Recently, KFSS is enacting UL who tries BDL to receive an audit by the accountant designated by KFSS, because they suspect that UL who tries BDL does not have accounting transparency.

This study examine whether the recent regulation of KFSS is justified on an empirical evidences by analysing BDL companies' various financial features and earnings management. Firstly, this study examined financial features of participants of BDL(pearl companies and shell companies). Secondly, we compared earnings management of BDL companies with that of direct listing(“IPO” hereinafter) companies or the other UL. we also analyzed earnings management of prior periods to BDL. Finally, this study tested the relation between earnings management before the BDL and accounting or market performance after the BDL.

This study found that pearl companies and shell companies had worse financial status and operation results at prior fiscal year to BDL than compared group(directly listed companies and the other KOSDAQ companies, respectively). Also, we found assets, sales, incomes and important financial ratios of BDL companies have decreased after the BDL. In addition, this study found that BDL companies did more earnings management than IPO companies or the other UL, and BDL companies with more aggressive earnings management have achieved lower financial performance after the BDL.

In sum, this study provides empirical evidence on validity of the KFSS's new regulation, and also provides useful information to investors which consider investment on BDL companies.

〈Key words〉 Backdoor Listing, IPO Process, Accounting Transparency, Earnings Management, Unlisted Company

* Ph D. Student, School of Business, Soongsil University, skim344@naver.com, First Author

** Assistant Professor, School of Business, Soongsil University, atoz9@ssu.ac.kr, Corresponding Author

*** Professor, School of Business, Soongsil University, yklee@ssu.ac.kr, Co-Author