

우회상장제도가 이익의 질에 미치는 영향*

최성호(주저자)
조선대학교 경영학부 조교수
(csh@chosun.ac.kr)
최 관(교신저자)
성균관대학교 경영학부 교수
(kwanchoi@skku.edu)

비상장기업이 상장기업이 되고자 하는 방법에는 두 가지가 있다. 하나는 주식공모를 통한 신규상장이고, 다른 하나는 비상장기업이 상장기업과 합병 등의 기업결합을 통해 상장효과를 누리는 우회상장이다. 후자인 우회상장의 경우는 전자와 달리 신규상장의 요건과 절차를 거치지 않고 상장할 수 있는 방법이라는 점에서 기술력과 성장성을 갖춘 비상장기업이 단기간에 저렴한 비용으로 기업 이미지 제고와 금융시장 접근성 확보 등의 상장효과를 얻을 수 있는 이점이 있다. 우회상장기업에 대한 연구는 현재까지 초기 수준에 머물러 있고, 또한 이익의 질 관점에서 우회상장기업들을 다룬 선행연구는 찾아보기 어렵다. 본 논문은 신규상장과 우회상장의 상장요건과 절차의 차이로 인하여 우회상장을 앞둔 비상장기업(이하 우회상장기업)의 상장 전 이익의 질이 신규상장을 앞둔 비상장기업과 비교하여 차이가 있는지를 분석하였다. 그리고 규제기관의 2006년도 우회상장에 대한 규제강화 노력에 효과성이 있는가도 살펴보았다. 이를 위해서 규제강화 전후기간에 우회상장기업의 이익의 질이 차이가 나타나는지를 비교 분석하였다. 본 논문의 연구대상 기업은 2001년부터 2010년까지 코스닥시장에 우회상장한 221개 비상장기업과 비교 대상 표본으로 같은 기간에 신규상장한 448개 기업이다. 분석결과에 따르면 첫째, 우회상장기업의 상장 전 이익의 질은 신규상장기업보다 낮은 것으로 나타났다. 이는 상대적으로 엄격한 신규상장의 상장기준을 충족시키기 어려운 비상장기업들이 우회상장을 선택하여 시장에 진입했을 가능성이 있음을 시사한다. 둘째, 2006년 6월의 '우회상장 규제강화조치' 전후 기간에 우회상장한 기업들의 상장 전 보고이익의 질은 별다른 차이가 나타나지 않았다. 이는 현행 상장요건의 외형적 기준만을 강화한 2006년의 규제강화조치는 우회상장을 시도하는 비상장기업의 이익의 질을 향상시키는데 기여하지 않았음을 나타내는 결과이며, 또한 상장절차의 보완과 함께 신규상장 요건과 같이 질적 기준을 포함해야 함을 의미하고 있다.

주제어: 우회상장, 신규상장, 규제강화조치, 이익의 질

1. 서론

비상장기업이 증권시장에 진입하는 방법은 크게 신규상장과 우회상장으로 구분된다. 신규상장은 비상장기업이 주권의 공모를 통해 시장에 상장하는 방법이고, 우회상장은 비상장기업이 기존 상장기업과 합병 등 기업결합을 통해 상장하는 방법이다. 신규

상장은 엄격한 상장요건과 절차를 거쳐야 되기 때문에 비상장기업이 상장을 하기 위해서는 많은 시간과 노력을 투자해야 한다. 이와 달리 우회상장은 신규상장의 요건 및 절차를 거치지 않고도 간소하게 상장효과를 누릴 수 있는 방법이어서 최근 들어 코스닥에 상장을 원하는 비상장기업들이 자주 활용하고 있다.

우회상장은 원래 기업의 구조조정이나 건전한 M&A

최초투고일: 2013. 7. 6 수정일: (1차: 2013. 9. 30, 2차: 2014. 1. 11, 3차: 2014. 5. 12) 게재확정일: 2014. 7. 23

* 본 연구는 주저자의 성균관대학교 박사학위논문을 기초로 하여 작성되었습니다. 박사학위논문에 대하여 유익한 조언과 심사를 해주신 지도교수인 최 관 교수님과 심사위원이신 송인만 교수님, 최영수 교수님(성균관대), 정영기 교수님(홍익대), 박종일 교수님(충북대)께 깊은 감사 드립니다.

를 촉진하고 우량 비상장기업의 우수한 첨단기술과 상장기업의 경영노하우를 결합시킴으로써 시너지 효과를 동시에 창출하기 위해 허용된 제도이다. 하지만 이러한 우회상장의 순기능과 달리 부실한 비상장기업이 엄격한 신규상장규정을 피하여 상장할 수 있는 방법으로 악용되어 왔다. 예를 들어, 비상장기업의 소유경영자가 자신의 사적이익을 추구하기 위해 우회상장을 이용해 변칙상장을 하거나 상장 후에도 횡령 및 배임을 통해 투자자에게 손실을 전가하는 경우가 자주 실무계에서 거론되었다. 정부는 이러한 폐단을 개선하기 위하여 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 시행하면서 우회상장에 대한 관리와 규제를 종전보다 강화시켰다.

우회상장기업과 관련된 선행연구는 주로 우회상장을 하게 되는 기업의 특성을 살펴본 연구와 우회상장기업의 장기 기업성과를 살펴본 연구가 있다. 그러나 우회상장과 관련한 여러 사회적 문제점이 자주 회자되면서, 이와 관련된 연구의 필요성에도 불구하고 회계학 관점에서의 논의나 이를 뒷받침해 주는 실증적 증거는 매우 부족할 뿐 아니라, 관련연구 역시 아직까지는 미미한 수준에 머물러 있다. 이러한 맥락에서 본 논문은 우회상장기업과 신규상장기업의 상장규정과 상장절차의 차이가 시장에 진입하려는 비상장기업의 상장 전 이익의 질에 영향을 미쳤는지를 연구하였다. 또한 본 논문은 우회상장기업의 상장 전 이익의 질이 우회상장기업에 대한 규제강화조치에 따라 제고되었는가를 살펴봄으로써 감독당국에 의한 2006년 '우회상장 규제강화조치' 시행이 그 실효성 측면에서 유효했는지를 살펴보고자 한다.

분석대상 표본은 2001년부터 2010년까지 코스닥 시장에 우회상장한 비상장기업(이하 우회상장기업)이며, 비교대상 표본으로는 같은 시기에 신규상장한 기업이다. 2001년부터 2010년까지 코스닥시장에

우회상장을 통해 시장에 진입한 기업 중 표본선정 기준에 부합한 최종표본은 우회상장 221개 기업과 신규상장 448개 기업이다.

본 논문의 실증분석 결과에 따르면 첫째, 우회상장기업의 상장 전 이익지속성이 신규상장기업보다 유의하게 낮고, 이익예측가능성도 낮으며, 이익조정 정도는 더 높게 나타나 전반적으로 우회상장기업의 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 둘째, '우회상장 규제강화조치'를 시행한 이후에 우회상장 한 기업의 이익의 질이 더 높아졌다는 증거는 발견되지 않았다.

본 논문은 우회상장과 신규상장기업 간의 상장 전 이익의 질을 체계적으로 비교분석하여 우회상장기업의 상장 전 이익의 질이 신규상장의 경우보다 더 낮다는 사실을 보여주었다는 점에서 의미가 있다. 이와 더불어 우회상장으로 인한 역기능을 해소하기 위해 시행된 2006년 '우회상장 규제강화조치' 이후에도 우회상장을 시도하는 비상장기업의 보고이익의 질이 향상되지는 않았다는 본 연구결과는 외형적 요건을 중시한 2006년의 '우회상장 규제강화조치'가 시장의 건전성 제고에 도움이 되지 않았다는 실증적 증거를 제공한다. 따라서 우회상장으로 회계의 질을 향상시키기 위해서는 상장절차의 보완과 함께 상장규정에 신규상장과 같은 질적 요건을 포함시키는 것이 필요하다고 본다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 우회상장 및 신규상장을 비교하며, 선행연구 검토를 통해 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 연구모형을 제시하고 표본선정 절차를 기술하며, 제4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 제5장에서는 결과를 요약하고 본 연구가 갖는 시사점과 한계점을 제시한 후 결론을 맺고자 한다.

II. 연구배경 및 선행연구

2.1 우회상장의 의의와 연구배경

한국거래소의 코스닥 상장규정에서 우회상장을 다음과 같이 정의하고 있다.^{1) 2)}

우회상장이란 상장법인이 주권비상장법인을 대상으로 합병, 주식교환, 영업·자산양수, 현물출자 등의 기업결합을 하는 경우로서 경영권의 변동이 있고 주권비상장법인의 지분증권이 코스닥시장에 상장되는 효과가 있는 경우를 말한다.

우회상장은 비상장법인과 기존의 상장법인이 합병을 비롯한 주식교환, 영업양수·도 및 자산양수·도의 방법을 통해 기업이 결합하는 것으로서 외형상으로는 상장기업이 비상장기업의 전부 혹은 일부를 흡수하는 것처럼 보인다. 하지만 실질적으로는 비상장기업 혹은 비상장기업의 최대주주가 상장기업의 최대주주가 되어 실질적인 지배력을 가지게 된다.

우회상장은 신규상장에 비하여 상장규정과 상장절차에 상당한 차이가 있다. 무엇보다도 신규상장은 기존주주와 신규주주간 정보비대칭을 해소하기 위해 여러 가지 제도적인 감시 장치등이 마련되어 있어 상장절차가 복잡한 반면, 우회상장은 기존 주주간 거래이므로 상장절차가 간소하다. <표 1>은 신규상장기업의 상장절차이다. 신규상장기업은 상장 선행절차로 직전사업년도 재무제표를 지정감사인에게 감사를 받아야 한다. 또한 준비절차로 주관사를 선정하고 기업실사(due diligence)를 통하여 기업의 전

반적인 상황을 파악하는등 기업가치 평가를 받는다. 그 이후 거래소에 상장예비심사를 통해 상장을 위한 외형적 요건 및 질적 요건이 충족되었는지를 심사받아 통과되면 금융감독원에서 증자를 위한 공모절차를 밟는다. 이 과정에서 기관투자자를 대상으로 한 수요예측 결과를 참고하여 신주발행가액이 확정되고, 공모자금을 납입받아 한국거래소에 상장신청을 한다.

<표 2>는 우회상장기업의 상장절차이다. 먼저 우회상장기업은 기업결합 공시에서 우회상장임을 명시해야 된다. 그리고 공시시점부터 거래소에서 우회상장여부를 확인하여 통지할 때까지 상장기업은 시장에서의 주식 매매거래가 정지된다. 이후 거래소에 상장예비심사를 통해 상장을 위한 외형적 요건이 충족되었는지를 심사받아 통과되면 증권신고서를 금융위원회에 제출하고 합병신주 등을 상장한다.

<표 1>과 <표 2>에서 나타난 상장절차 뿐만 아니라 상장규정에 있어서도 신규상장과 우회상장간에는 차이가 있다. <표 3>은 우회상장규정이 강화된 2006년 이후 신규상장요건과 우회상장요건을 비교하였다. 2006년 이전에는 합병에 의한 우회상장에 대해서만 형식적인 상장규정요건이 존재했었다. 그런데 일부 비상장기업의 소유경영자가 자신의 사적이익을 추구하기 위해 우회상장을 이용해 변칙상장을 하거나 상장 후에도 횡령 및 배임을 통해 손실을 투자자에게 전가하는 경우가 자주 실무계에서 거론되었다. 이에 우회상장의 폐단을 개선하기 위해 2006년의 규제강화조치가 마련되었다. 신규상장과 2006년 이후 우회상장 요건의 가장 큰 차이점은 신규상장은 질적 심사요건이 적용되는데 반해, 우회상장은 적용

1) 2010.12.1 신설. 코스닥 상장규정 제2조 7항.

2) 미국의 경우 우회상장이라는 표현보다는 역합병(reverse takeover)이라는 표현을 더 많이 사용하고 있다. 하지만 역합병은 경영권 변동에 초점을 맞추고 있으며, 합병방법에 한정하고 있다는 점에서 우회상장의 개념과는 차이가 있다.

〈표 1〉 신규상장 절차

세부절차		내용
선행절차	지정감사인 감사	증권위가 지정하나 회계감사인에 의하여 직전 사업연도에 대한 감사
	기업 등록	금융위원회(이하 '금융위'라 한다)에 등록
사전준비	대표주관회사계약 체결	대표주관회사 선임 및 계약 체결
	정관 정비	상장회사협의회에서 정한 표준정관 참고
	명의개서대행계약 체결	한국에탁결제원, 국민은행, 하나은행 중에서 선택 및 계약 체결
	우리사주조합 결성	
	코스닥시장본부 예비접촉	상장요건 및 일정 등에 관하여 협의
상장 예비 심사	상장심사청구	상장예비심사청구서 제출
	상장심사	외형적, 질적 요건 심사
	코스닥시장 상장위원회 심의	상장 적격성 심의
	상장심사결과 통보	상장신청인과 금융위에 통보
공모	증권신고서 제출	금융위에 제출(수리후 15일 경과되면 효력발생)
	기업설명회 개최	시장의 적절한 평가를 받기 위해 기업 설명회를 개최
	수요예측 및 공모가 확정	수요예측후 인수회사와 협의하여 공모가 결정
	청약·배정 및 납입	납입후 등기
	증권발행실적 보고	증권발행실적을 금융위에 보고
상장	신규상장신청	납입일까지 상장신청서 제출
	심사	거래소에서 주식분산요건등 상장예비심사에서 확인되지 않은 사항을 심사하여 승인여부를 최종결정
	상장승인 및 매매 개시	

출처 : 한국거래소사이트(www.krx.co.kr) 상장제도의 신규상장세부절차 참고.

〈표 2〉 우회상장 절차

세부절차		내용
기업결합	기업결합	상장법인과 비상장법인 기업결합 (비상장기업의 최대주주등이 상장법인의 경영권 취득)
사전준비	코스닥시장본부 예비접촉	상장요건 및 일정 등에 관하여 협의
	기업결합 공시	기업결합 공시 (매매거래정지)
상장 예비 심사	상장심사청구	상장예비심사청구서 제출
	우회상장 해당여부	해당여부 통지 및 매매거래재개
	상장심사	외형적 요건 심사
	코스닥시장 상장위원회 심의	상장 적격성 심의
	상장심사결과 통보	상장신청인과 금융위에 통보
기업결합 이행	우회상장 적격	증권신고서 제출
	우회상장 부적격	금융위에 제출
상장	합병신주	매매거래정지 - 기업결합 완료시 상장폐지
상장이후	공시	상장
		합병신주상장일로부터 차기사업연도의 사업보고서 제출기한 까지 우회상장 표시

출처 : 한국거래소 보도자료. 2010. 우회상장 질적심사제도 도입

〈표 3〉 신규상장과 우회상장의 상장요건

심사요건	상장요건	신규상장			우회상장			
		일반기업	벤처기업	성장형 벤처기업	합병	포괄적 주식교환	영업 양수·도	자산 양수·도
질적 심사요건	<ul style="list-style-type: none"> 기업계속성 경영투명성 투자자보호 	적용	적용	적용	-	-	-	-
외형적 심사요건	설립 후 경과연수	적용	-	-	-	-	-	-
	자기자본	적용	완화	완화	적용	적용	-	적용
	자본상태	적용	적용	적용	적용	적용	완화	적용
	주식의 분산	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A
	경영성과	적용	적용	-	적용	적용	적용	적용
	자기자본이익률 등	적용	완화	-	적용	적용	-	적용
	자본금 변경	적용	적용	적용	적용	적용	-	-
	감사의견	적용	적용	적용	적용	적용	적용	적용
	합병 등	적용	적용	적용	적용	적용	-	적용
	주식의 양도제한	적용	적용	적용	적용	적용	적용	적용
	최대주주 변경제한	적용	적용	적용	적용	적용	-	-
	회사의 기관	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A
	주식업무관련 사항	적용	적용	적용	N/A	N/A	N/A	N/A
상근감사	적용	적용	적용	-	-	-	-	
기타사항	적용	적용	적용	-	-	-	-	

- 1) N/A는 이미 상장회사가 구비하고 있어야 하는 항목이어서 적용의미가 없으므로 N/A로 표시하였다.
- 2) 최근 사업연도 말 자산총계 1,000억 원 이상 법인은 상근감사를 두어야 한다.
- 3) 기타사항은 IR 및 공시의무, 액면가액 결정 등과 관련된 항목이다.

되지 않는다. 신규상장기업의 질적 심사요건은 크게 기업계속성, 경영투명성, 투자자보호를 중심으로 평가한다. 외형적 심사요건도 우회상장의 경우에는 신규상장과 달리 설립 후 경과연수, 상근감사 등의 요건이 적용되지 않는다.

2.2 선행연구

2.2.1 우회상장과 관련된 선행연구

우회상장과 관련된 선행연구들은 크게 신규상장과

우회상장 중 우회상장을 선택하는 기업의 특성을 분석한 연구, 상장 후 장·단기 수익률을 비교분석한 연구로 구분할 수 있다.

우회상장을 선택한 비상장기업의 특성을 비교분석한 연구결과에 따르면 우회상장기업은 몇 가지 공통적 특성을 가진다. 먼저, 우회상장기업은 신규상장기업보다 기업규모가 작다(Adjei et al. 2008; Gleason et al. 2008; 유상수와 양동우 2011). 신규상장에 비해 우회상장은 주권사 선정 및 제반비용과 같은 고정비용이 추가적으로 필요하지 않다. 따라서 규모가 작은 기업들은 상대적으로 적은 비용

으로 시장에 진입하기 위해 우회상장을 선택한다. 둘째, 부채비율이 높고, 총자산이익률(ROA)이나 경상이익률 등 경영성과가 나쁘다(Gleason et al. 2008; 유상수와 양동우 2011). 외형적 요건만 충족되면 시장진입이 가능한 우회상장에 비해 신규상장은 외형적 요건뿐만 아니라 재무안전성 및 수익구조가 안정적인지에 대한 질적 심사요건도 충족시켜야 된다. 따라서 신규상장을 통해 시장에 진입한 기업에 비해 우회상장을 통해 시장에 진입한 기업의 수익성 및 재무구조가 대부분 취약하다. 셋째, 성장단계의 기업이거나 신생기업으로서 기업 업력이 짧다(Adjei et al. 2008). 우리나라의 경우 신규상장은 기업업력에 대한 요건이 있는 반면, 우회상장은 요건이 없다. 따라서 상대적으로 기업업력이 짧은 신생기업들은 시장진입을 위해 우회상장을 선택한다. 이 밖에도 벤처캐피탈이 투자하는 기업일수록 (Floros and Sapp 2011; 김인호 2008), 그리고 IT 및 엔터테인먼트 산업에 속한 기업일수록 우회상장을 선택했다(최운열과 이호선 2006).

우회상장과 관련된 두 번째 연구 분야는 신규상장 및 우회상장기업의 상장 이후 수익률을 비교분석한 것이다. 상장 이후에 단기수익률은 우회상장기업이 신규상장기업보다 더 높은 것으로 나타났다(Gleason et al. 2005). 특히 우회상장을 시도하는 비상장기업의 수익성과 성장성이 좋을수록, 그리고 신규상장 요건에 근접할수록 더 높은 단기수익률이 나타났다(박연희 등 2009). 이는 신규상장기업이 우회상장기업에 비해 정보노출빈도가 많으며, 많은 정보가 다양한 규제기관 및 유관기관에 의해 검증된 후에 공시되기 때문에 상장이후 신규상장기업에 비해 기존주주와 신규주주간 정보비대칭성이 높은 우회상장기업이 신규상장기업보다는 단기수익률이 높게 나타난 것이다.

신규상장기업과 우회상장기업 모두 장기수익률은 저조하다. 특히 우회상장기업이 신규상장기업보다 장기저성과를 보였으며(Carpentier et al. 2012; 김인호 2008), 생존율도 우회상장기업이 신규상장기업에 비해 더 낮았다(Adjei et al. 2008).

곽영민과 최종서(2013)는 우회상장기업의 상장 전·후의 이익조정행태를 분석하였다. 분석결과, 내재가치가 낮은 우회상장기업일수록 상장 직전연도에 재량적발생액과 실물활동을 통해 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다.

2.2.2 이익의 질에 관한 선행연구

회계정보는 다양한 이해관계자의 경제적 의사결정에 활용되고 있다. 특히 보고이익은 회계정보 가운데 가장 기본적인면서도 광범위하게 사용된다. 학계나 실무계에서는 보고이익의 질(earnings quality)이라는 개념을 이용하여 보고이익이 투자자에게 제공되는 유용성 정도를 측정하고 있다. 본 논문은 Dechow et al.(2010)에서 이익의 속성으로 분류한 이익지속성, 이익예측가능성, 이익조정, 그리고 보수주의를 이익의 질의 대응치로 사용한다.

먼저, 이익지속성은 당기순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 의미하는데(Lipe 1990), 이익지속성이 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 당기이익이 미래성과의 요약치로 유용하게 사용된다(Dechow et al. 2010). 따라서 이익지속성이 높은 기업일수록 이익반응계수가 더 높으며(Collins and Kothari 1989; Lev and Thiagarjan 1993 등), 자본비용도 감소한다(Francis et al. 2004).

둘째, 이익예측가능성은 과거이익을 이용하여 미래의 이익을 예측할 수 있는 정도를 의미한다(Lipe 1990). 이익예측가능성이 높은 기업의 당기이익정

보는 미래이익을 예측하는데 좀 더 유용하다. 이런 특성 때문에 미래이익을 예측하는 재무분석가는 이익예측가능성을 가장 중요한 이익의 질적 속성으로 인식한다(Bricker et al. 1995; 김문철과 최관 1999).

셋째, Schipper(1989)는 이익조정을 어떠한 사적인 이득을 얻기 위해 경영자가 재무제표 작성 과정에 의도적으로 개입하는 것으로 정의하고 있다. 이익조정 동기는 기업마다 다양하다. 그 중 본 논문과 관련된 동기를 살펴보면, 신규상장기업(IPO)은 신주발행가액을 높게 책정하기 위해서 상장 전 이익조정을 한다(Teoh et al. 1998; 최 관과 김문철 1997; 최종서 등 2010 등). 하지만, 일반적인 예측과 달리 유가증권시장을 대상으로 한 연구에서는 신규상장 전에는 이익조정 현상이 발견되지 않았다. 그러나 코스닥시장에 신규상장한 기업을 대상으로 분석한 연구에서는 상장 직전연도에 발생액 및 실물 활동을 통하여 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다(최종서 등 2010).

넷째, 보수주의는 회계관습으로 자리 잡은지 오래 되었지만 본격적으로 연구된 것은 최근의 일이다. 보수주의는 경영자의 낙관적 보고 성향을 방지하는 역할을 하는 것으로 투자자의 피해를 줄일 수 있어 보수적 회계처리를 하는 기업에 대해 이익의 질이 좋다고 평가하고 있다(Basu 1997). 특히 정보비대칭이 높은 신규상장기업을 대상으로 분석한 Ball and Shivakumar(2008)는 투자자들을 비롯하여 이해관계자들이 정보비대칭성을 해소하기 위해 높은 질의 보고를 요구하기 때문에 기존상장기업이나 비상장기업보다 신규상장기업이 상장 전에 더 보수적인 회계처리를 한다는 결과를 보고했다.

본 연구는 우회상장기업의 상장 전 이익의 질을 연구하고 있어서 신규상장기업을 대상으로 한 연구

와는 연구영역과 연구의 목적에 차이가 있다. 첫째, 우회상장 및 신규상장기업의 이익조정을 살펴본 연구는 존재하지만, 우회상장기업의 이익의 질을 체계적으로 분석한 연구는 찾아보기 어렵다. 둘째, 선행 연구는 신규상장기업의 상장 전 이익과 관련된 기업의 행태를 분석한 반면, 본 연구는 신규상장과 우회상장의 상장규정 및 상장절차의 차이가 상장 전 이익의 질에 미치는 영향을 분석하였다. 셋째, 본 연구는 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'의 시행을 전후로 우회상장기업의 상장 전 이익의 질을 비교하여 규제강화조치의 효과를 살펴보았다.

특히 광영민과 최종서(2013)은 2006년 우회상장 규제강화조치 시행이후 기간의 표본을 이용하여 우회상장기업의 상장요건 중 수익성기준을 충족시키기 위해 내재가치가 낮은 기업일수록 상장 직전연도에 이익을 상향조정한다는 연구결과를 보고하였다. 하지만 본 연구는 2001년부터 2010년까지 우회상장기업의 전수표본을 이용하여 분석하였으며, 분석대상도 이익조정에 국한하지 않고 우회상장기업의 이익의 질을 측정할 수 있는 대용변수들을 두루 분석하여 상호보완적인 해석을 하였다. 또한 2006년 우회상장요건 강화조치의 시행이 우회상장기업의 상장 전 이익의 질에 미치는 효과를 분석함으로써 우회상장제도의 효과성을 검증한 점이 선행연구와는 차별된다.

2.3 연구가설

신규상장규정에는 신규투자자와 기존주주와의 정보비대칭성을 해소하고 신규투자자의 이익을 보호하기 위하여 여러 가지 감시장치가 마련되어 있다. 하지만 우회상장은 기존주주간의 거래이므로 신규상장에 비해 상대적으로 상장절차가 간소하다. 또한 상

장규정에 있어서도 신규상장은 외형적 심사요건과 질적 심사요건을 모두 충족시켜야 하지만, 우회상장은 외형적 심사요건만 충족시키면 시장진입이 가능하다. 따라서 본 연구는 이러한 상장절차 및 상장요건의 차이가 우회상장기업과 신규상장기업의 상장 전 이익의 질에 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다.

먼저, 우회상장은 상장절차가 상당히 단순하다. 우선 상장법인과 비상장법인이 기업결합을 통해 비상장기업의 최대주주 등이 상장법인의 지배권을 획득하게 된다. 이후 질적 심사요건 없이 상장예비심사를 통해 외형적 요건 충족여부를 심사받는다. 심사통과 후 합병신주 등을 상장하여 비상장기업은 시장에 진입한다. 그러나 신규상장은 우회상장과 달리 신주상장에 필요한 선행 절차에서부터 상장이 마무리되기까지 절차가 복잡하며, 엄격하다.

다음으로 신규상장과 우회상장의 상장규정의 차이를 살펴보면, 신규상장기업은 상장예비심사에서 외형적 요건과 질적 요건을 모두 충족시켜야 하는 반면 우회상장기업은 외형적 심사요건만 충족시키면 시장진입이 가능하다.³⁾

신규상장에만 존재하는 질적 심사요건은 크게 기업계속성, 경영투명성, 투자자보호로 구성되어 있다. 먼저, 기업계속성은 상장 전 재무구조와 경영성과를 이용하여 상장 이후에도 안정적인 경영기반과 수익성을 유지할 수 있는지가 평가된다. 기업계속성은 평가의 특성상 상장 전 과거의 지속적인 재무자료 및 기타정보를 이용하여 판단하여야 하므로 비상장기업의 이익은 일정부분 지속성이 있어야 할 것이다. 경영투명성은 경영진이 최대주주 및 지배회사로부터 독립적인지 여부와 감사 및 내부통제제도 등

기업지배구조가 확립되어 있는지를 평가한다. 경영투명성은 평가의 특성상 재무자료를 이용하여 직접적으로 측정하는 것은 아니지만, 효율적인 내부통제제도가 구축·운영되면 본래의 목적인 재무제표의 신뢰성이 향상되어 회계오류가 적어지고, 이익조정 수준이 낮아진다(손성규와 정기위 2009). 그러므로 질적 요건 중 경영투명성은 신규상장기업의 이익의 질에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 마지막 질적 심사요건은 투자자보호이다. 투자자보호는 최대주주와 관련된 거래 및 분식회계 등이 존재하는지 평가하며, 내부정보이용자와 외부정보이용자간의 정보비대칭을 해소하기 위해 기업의 재무상태 및 경영실적 등 주요사항에 대해서 적시에 공시하고 있는지의 여부를 평가한다.

따라서 우회상장에서는 상장절차에 여러 가지 제도적 감시장치가 마련되어 있지 않고, 상장규정도 기업계속성, 경영투명성, 그리고 투자자 보호등과 같은 질적 심사요건이 없기 때문에 우회상장기업은 신규상장기업보다 상장 전 이익의 질이 낮을 것으로 예상된다.

가설 1: 우회상장기업은 신규상장기업보다 상장 전 이익의 질이 더 낮을 것이다.

우회상장은 성장 동력이 고갈된 상장기업과 재무구조가 건실한 비상장기업의 결합으로 인해 상장기업을 회생시키고 비상장기업의 성장을 유인하여 시장을 활성화시키는 순기능이 있다. 하지만 신규상장에 비해 상장규정이 엄격하지 않고, 상장절차도 단순하다는 제도의 허점을 이용하여 비상장기업의 소

3) 2007년에 코스닥 신규상장규정이 4월, 7월, 12월 세 차례 개정되었다. 이 중에서 대부분은 신규상장요건을 완화하는 것이다. 한편, 12월의 일부 규정은 그동안 규칙(rule) 중심의 규정 중 일부를 원칙(principle) 중심으로 변경시켰으나 상장요건은 크게 변화하지 않았다. 따라서 2007년 코스닥 신규상장규정의 변화는 2006년 이후 우회상장기업의 증가에 큰 영향을 미치지 않았을 것으로 보인다.

유경영자가 사적이익을 취득하기 위한 목적으로 시장에 진입하거나 시장진입 후 방만한 경영으로 인해 선의의 소액투자자들에게 피해를 주는 사례가 증가하고 있다. 규제당국은 이러한 우회상장의 폐해를 감소시키기 위해서 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 시행했다. '우회상장 규제강화조치'는 크게 상장요건강화, 감독강화, 공시강화 등 3가지로 구분할 수 있다.

첫째, 우회상장의 외형적 요건을 신규상장의 외형적 요건에 준하는 수준으로 강화하였다. 모든 우회상장기업은 외형적 요건을 충족시켜야 시장에 진입할 수 있으며, 외형적 요건을 충족하지 못하는 부적격기업에 대해서는 비상장기업은 물론 상장기업까지 기업결합이 완료되는 시점에 상장폐지토록 상장요건을 강화하였다.

둘째, 우회상장기업의 주식을 미리 매입하고, 사전에 정보를 유출하여 주가를 상승시킨 후에 매도하는 일명 작전세력들의 불공정거래에 대한 감독을 강화하였다. 이는 선의의 소액투자자에게 미치는 피해를 줄이기 위한 것이다.

셋째, 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장 사업부문의 재무예측수치와 실적수치를 별도로 구분하여 사업보고서에 공시하고, 차이발생시 그 원인에 대해서 기재하도록 하였다. 이는 과거 실적치 및 재무예측수치를 바탕으로 가치평가하는 비상장주식의 특성상 주식의 과대평가로 인해 우회상장기업에 투자한 일반 투자자의 피해를 최소화하기 위해 마련된 제도이다.

이와 같은 여러 가지 규제강화는 우회상장기업의 이익의 질을 향상시켰을 것이라고 예상된다. 특히 새로 공시되는 재무예측수치는 상장 전 과거 재무제표를 근간으로 작성되기 때문에 2006년 6월 '규제강화조치' 이후에 우회상장한 기업은 이익지속성이나 예

측가능성 등의 이익의 질이 더 높을 것으로 예상된다.

가설 2: 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치' 이전에 우회상장한 기업보다 규제강화조치 이후에 우회상장한 기업은 상장 전 이익의 질이 더 높을 것이다.

III. 연구방법론

3.1 연구모형의 설정

3.1.1 변수의 측정

이익의 질은 Dechow et al.(2010)과 Francis et al.(2004)에서 이익의 질적 속성으로 사용한 이익지속성, 이익예측가능성, 이익조정 그리고 보수주의를 원용했다.

이익지속성은 이익이 앞으로 지속가능한지 여부를 판단할 수 있는 측정치이며(Lipe 1990), 이익예측가능성($PRED_ABS_{it-1}$)은 과거이익을 이용하여 미래의 이익을 예측할 수 있는 정도로 정의한다. 따라서 정의에 근거하여 이익지속성은 모형식 (1)의 ω_1 으로 측정하며, ω_1 이 클수록 이익지속성이 높은 것으로 해석한다. 이익예측가능성은 모형식 (1)의 잔차(ε_{it-1})의 절대값으로 측정한다(Lipe 1990; 백원선 2011). 즉 잔차의 절대값이 작을수록 이익예측가능성이 높은 것으로 해석한다.

$$E_{it-1} = \omega_0 + \omega_1 E_{it-2} + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

$$E_{it-1} = \text{상장 전 이익}$$

$$\begin{aligned}
 & \text{(당기순이익}_{it-1} / \text{평균자산총계}_{it-1}) \\
 E_{it-2} &= \text{상장 전전기 이익} \\
 & \text{(당기순이익}_{it-2} / \text{평균자산총계}_{it-2}) \\
 \varepsilon_{it-1} &= \text{잔차항}
 \end{aligned}$$

이익조정(DA_{it-1})은 Kothari et al.(2005)의 방법으로 재량적 발생액을 추정하여 측정하였다. 본 논문에서는 먼저 비재량적발생액을 측정하기 위해서 우회상장 및 신규상장을 시도하지 않은 비상장기업을 대상으로 연도-산업별⁴⁾로 모형식 (2)의 회귀계수를 추정하였다.⁵⁾ 재량적발생액은 총발생액에서 비재량적발생액을 차감한 잔차로 측정하였다. 또한 이익조정(AD $_{it-1}$)도 사용하였다. DA_{it-1} 와 ADA_{it-1} 의 값이 0에 가까울수록 이익조정을 하지 않은 것으로 해석한다.

$$\begin{aligned}
 ACC_{it-1}/Assets_{it-2} &= \delta_0 + \delta_1/Assets_{it-2} \\
 &+ \delta_2(\Delta Sales_{it-1}-\Delta AR_{it-1})/Assets_{it-2} \\
 &+ \delta_3PPE_{it-1}/Assets_{it-2} + \delta_4ROA_{it-1} \\
 &+ \varepsilon_{it-1}
 \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned}
 ACC_{it-1} &= \text{상장 전 총발생액} \\
 & \text{(당기순이익}_{it-1} - \text{영업현금흐름}_{it-1}) \\
 \Delta Sales_{it-1} &= \text{상장 전 매출액 변화분} \\
 & \text{(매출액}_{it-1} - \text{매출액}_{it-2}) \\
 \Delta AR_{it-1} &= \text{상장 전 매출채권 변화분} \\
 & \text{(매출채권}_{it-1} - \text{매출채권}_{it-2}) \\
 PPE_{it-1} &= \text{상장 전 감가상각대상 유형자산} \\
 & \text{(유형자산}_{it-1} - \text{토지}_{it-1} - \text{건설중인자산}_{it-1}) \\
 Assets_{it-2} &= \text{전전기 자산총계}
 \end{aligned}$$

보수주의는 호재보다 악재에 대해서 더 적시에 반

영하는 정도로 측정한다. 이를 측정하기 위해 Ball and Shivakumar(2008)의 방법론을 이용하였다. 모형식 (3)에서 κ_3 가 유의한 양의 값을 가질수록 보수적 회계처리를 하는 것으로 해석한다.

$$\begin{aligned}
 ACC_{it-1} &= \kappa_0 + \kappa_1CFO_{it-1} + \kappa_2DCFO_{it-1} \\
 &+ \kappa_3DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \kappa_4PPE_{it-1} \\
 &+ \kappa_5SIZE_{it-1} + \kappa_6LEV_{it-1} + \kappa_7GROWTH_{it-1} \\
 &+ \kappa_8LOSS_{it-1} + \Sigma IND_{it-1} + \Sigma YD_{it-1} \\
 &+ \varepsilon_{it-1}
 \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned}
 CFO_{it-1} &= \text{상장 전 영업현금흐름} \\
 & \text{(영업현금흐름}_{it-1} / \text{평균자산총계}_{it-1}) \\
 DCFO_{it-1} &= \text{상장 전 영업현금흐름이 음(-)이면} \\
 & \text{1, 아니면 0인 더미변수} \\
 SIZE_{it-1} &= \text{상장 전 기업규모} \\
 & \text{(=자산총계}_{it-1} \text{의 자연로그 값)} \\
 LEV_{it-1} &= \text{상장 전 부채비율} \\
 & \text{(=부채총계}_{it-1} / \text{자본총계}_{it-1}) \\
 GROWTH_{it-1} &= \text{상장 전 매출액 성장률} \\
 & \text{(=(매출액}_{it-1} - \text{매출액}_{it-2}) / \text{매출액}_{it-2}) \\
 LOSS_{it-1} &= \text{상장 전 손실발생여부 (= 상장 전} \\
 & \text{당기순손실이 발생했으면 1, 아니면} \\
 & \text{0인 더미변수)} \\
 \Sigma IND_{it-1} &= \text{산업더미} \\
 \Sigma YD_{it-1} &= \text{연도더미}
 \end{aligned}$$

3.1.2 가설 1 검증 모형식

우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 이익의 질이 더 낮은지에 대한 가설 1을 검증하기 위해 우회상장기업과 신규상장기업의 이익의 질을 비교하였

4) KIS-VALUE III에서 제공하고 있는 산업분류 중 중분류 기준을 이용하였다.

5) 추정표본을 비상장기업대신 우회상장을 통해 시장에 진입하지 않은 코스닥 상장법인을 대상으로 분석하여도 분석결과에는 질적으로 차이가 나타나지 않았다.

다. 먼저 이익지속성의 차이는 모형식 (4)를 이용하여 검증하였다.

$$E_{it-1} = a_0 + a_1E_{it-2} + a_2DI_{it} + a_3DI_{it} * E_{it-2} + a_4SIZE_{it-1} + a_5LEV_{it-1} + a_6GROWTH_{it-1} + a_7LOSS_{it-1} + \sum IND_{it-1} + \sum YD_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (4)$$

DI_{it} = 우회상장한 기업이면 1, 신규상장한 기업이면 0인 더미변수

모형식 (4)에서 관심변수는 $DI_{it} * E_{it-2}$ 이다. 만약 가설 1에서 예측한대로 우회상장 전 비상장기업이 신규상장 전 비상장기업보다 이익지속성이 더 낮다면 $DI_{it} * E_{it-2}$ 의 회귀계수인 a_3 는 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

기업규모($SIZE_{it-1}$), 부채비율(LEV_{it-1}), 그리고 손실발생여부($LOSS_{it-1}$)는 선행연구를 참고하여 신규상장과 우회상장의 특성을 통제하기 위해 통제변수로 포함시켰다. 기업규모($SIZE_{it-1}$)는 신규상장보다 우회상장을 선택한 기업은 기업규모가 작다는 특성을 통제하기 위해 포함시켰고(Gleason et al. 2008; Adjei et al. 2008), 부채비율(LEV_{it-1})은 우회상장기업이 신규상장기업보다 부채비율이 낮은 특성을 통제하기 위해 포함시켰다(Gleason et al. 2008). 성장성이 높은 비상장기업은 자본을 더 많이 끌어 모으기 위해 자본시장에 진입하고자 하는 동기가 강하다. 이를 통제하기 위해 매출액성장률($GROWTH_{it-1}$)을 모형식에 포함시켰다(Adjei et al. 2008). 또한 손실발생여부($LOSS_{it-1}$)는 우회상장기업은 신규상장기업에 비해 기업업력이 짧아 설립 이후 경영활동이 정상화되기 전까지 당기순손실을 보고하는 기업이 많아 이를 통제하기 위해 모형식에 포함시켰다(Carpentier et al. 2012). 그리

고 산업별 효과와 연도효과를 통제하기 위해 산업더미($\sum IND_{it-1}$)와 연도더미($\sum YD_{it-1}$)를 포함시켰다.

이익예측가능성과 이익조정에 대한 가설은 모형식 (5)를 통해 검증하였다.

$$EQ_{it-1} = \beta_0 + \beta_1DI_{it} + \beta_2SIZE_{it-1} + \beta_3LEV_{it-1} + \beta_4GROWTH_{it-1} + \beta_5LOSS_{it-1} + \beta_6ROA_{it-1} + \sum IND_{it-1} + \sum YD_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (5)$$

EQ_{it-1} = 기업별 측정가능 이익의 질 대용치(이익예측가능성($PRED_ABS_{it-1}$), 이익조정(DA_{it-1} , ADA_{it-1}))

ROA_{it-1} = 상장 전 총자산 이익률
(당기순이익 $_{it-1}$ / 자산총계 $_{it-2}$)

모형식 (5)에서 관심변수는 DI_{it} 이다. 만약 가설 1이 지지된다면, 우회상장기업의 이익예측가능성이 낮을 것이므로 $PRED_ABS_{it-1}$ 이 높은 값을 나타내어 모형식 (5)의 DI_{it} 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 이익조정에 대한 가설검증의 관심변수도 모형식 (5)의 DI_{it} 이다. 만약 가설 1에서 예측한대로 우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 이익을 더 상향 조정 한다면 DI_{it} 의 회귀계수인 β_7 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

모형식 (6)은 Ball and Shivakumar(2008)의 모형식을 원용한 것으로 보수주의와 관련된 가설 검증을 위해 설정한 모형식이다.

$$ACC_{it-1} = \lambda_0 + \lambda_1CFO_{it-1} + \lambda_2DCFO_{it-1} + \lambda_3DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_4DI_{it} + \lambda_5DI_{it} * CFO_{it-1} + \lambda_6DI_{it} * DCFO_{it-1} + \lambda_7DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_8PPE_{it-1} + \lambda_9SIZE_{it-1} + \lambda_{10}LEV_{it-1}$$

$$\begin{aligned}
 & +\lambda_{11}GROWTH_{it-1} + \lambda_{12}LOSS_{it-1} \\
 & + \sum IND_{it-1} + \sum YD_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (6)
 \end{aligned}$$

만약 가설에서 예측한 바와 같이 우회상장기업이 신규상장기업에 비해 상장 전 덜 보수적인 회계처리를 한다면, 관심변수인 $D1_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$ 의 회귀계수인 λ_7 은 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다.

3.1.3 가설 2 검증 모형식

2006년 6월 '우회상장 규제강화조치' 시행 이전에 우회상장한 기업보다 규제강화조치 시행 이후에 우회상장한 기업이 상장 전 이익의 질이 더 높은지에 대한 가설 2를 검증하기 위해서 우회상장기업 표본만을 이용하여 분석하였다. 먼저 이익지속성과 관련된 가설 2의 검증을 위해서는 모형식 (7)을 이용하였다.

$$\begin{aligned}
 E_{it-1} = & a_0 + a_1 E_{it-2} + a_2 D2_{it} + a_3 D2_{it} * E_{it-2} \\
 & + a_4 SIZE_{it-1} + a_5 LEV_{it-1} + a_6 GROWTH_{it-1} \\
 & + a_7 LOSS_{it-1} + \sum IND_{it-1} + \sum YD_{it-1} \\
 & + \varepsilon_{it-1} \quad (7)
 \end{aligned}$$

$D2_{it}$ = 2006년 6월 이전에 우회상장한 기업이면 1, 2006년 6월 이후에 우회상장한 기업이면 0인 더미변수

만약 가설 2에서 예측한대로 2006년 규제가 엄격해짐에 따라 2006년 이전에 우회상장한 비상장기업이 2006년 이후에 우회상장한 비상장기업보다 이익지속성이 낮다면 관심변수인 $D2_{it} * E_{it-2}$ 의 회귀계수인 a_3 는 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

이익예측가능성과 이익조정에 대한 가설은 모형식 (8)을 통해 검증하였다.

$$\begin{aligned}
 EQ_{it-1} = & \beta_0 + \beta_1 D2_{it} + \beta_2 SIZE_{it-1} \\
 & + \beta_3 LEV_{it-1} + \beta_4 GROWTH_{it-1} \\
 & + \beta_5 LOSS_{it-1} + \beta_6 ROA_{it-1} + \sum IND_{it-1} \\
 & + \sum YD_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (8)
 \end{aligned}$$

만약 가설 2가 지지된다면, 2006년 이전에 우회상장한 기업의 이익예측가능성이 낮으므로 $PRED_ABS_{it-1}$ 이 높은 값을 나타내어 모형식 (8)의 $D2_{it}$ 의 회귀계수인 β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 그리고 2006년 규제가 엄격해짐에 따라 2006년 이전에 우회상장한 기업이 2006년 이후에 우회상장한 기업보다 상장 전 이익을 더 상향조정 한다면 $\beta_1(D2_{it})$ 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

보수주의와 관련된 가설을 검증하기 위해서는 다음과 같은 모형식을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 ACC_{it-1} = & \lambda_0 + \lambda_1 CFO_{it-1} + \lambda_2 DCFO_{it-1} \\
 & + \lambda_3 DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_4 D2_{it} \\
 & + \lambda_5 D2_{it} * CFO_{it-1} + \lambda_6 D2_{it} * DCFO_{it-1} \\
 & + \lambda_7 D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_8 PPE_{it-1} \\
 & + \lambda_9 SIZE_{it-1} + \lambda_{10} LEV_{it-1} \\
 & + \lambda_{11} GROWTH_{it-1} + \lambda_{12} LOSS_{it-1} \\
 & + \sum IND_{it-1} + \sum YD_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (9)
 \end{aligned}$$

만약 2006년 규제강화조치 시행 이전에 우회상장한 기업이 시행 이후에 우회상장한 기업에 비해 덜 보수적인 회계처리를 할 것이라는 가설 2가 지지된다면, 관심변수 $D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$ 의 회귀계수인 λ_7 은 유의한 음(-)의 값을 보고할 것이다.

3.1.4 우회상장 특성요인 분석 모형식

선행연구(Adjei et al. 2008; Floros and Sapp

2011: 유상수와 양동우 2011 등)에서는 우회상장기업은 일반기업과 다른 여러 가지 특성을 가지고 있다고 보고하였다. 따라서 우회상장기업과 신규상장기업의 표본추출에는 항상 자기선택편의(self selection bias)의 문제가 내제되어 있다(Carpentier et al. 2012). 이 논문에서는 이를 통제하기 위해서 Heckman (1979)의 2단계 회귀분석을 이용하였다. Heckman (1979)의 방법으로 모형식 (10)의 프로빗 회귀모형을 통해 측정한 IMR(Inverse Mill's Ratio)을 2단계 회귀분석에 Lambda 변수로 포함시켜 표본선택편의를 통제하였다.

우회상장기업의 특성변수들은 선행연구들(Adjei et al. 2008; Floros and Sapp 2011; 유상수와 양동우 2011 등)로부터 신규상장 대신 우회상장을 선택하는 기업들의 특성으로 알려진 변수들을 선정했다. 특성변수로는 기업규모($SIZE_{it-1}$), 총자산이익률(ROA_{it-1}), 부채비율(LEV_{it-1}), 유동비율(LIQ_{it-1}), Big4여부($BIG4_{it-1}$), 손실보고여부($LOSS_{it-1}$), 기업업력(AGE_{it-1}), 벤처캐피탈투자여부(VC_{it-1}), High Tech 산업포함여부(HT_{it-1})와 엔터테인먼트 산업포함여부(ET_{it-1})이다.

$$\begin{aligned}
 DI_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_{it-1} + \gamma_2 ROA_{it-1} \\
 & + \gamma_3 LEV_{it-1} + \gamma_4 LIQ_{it-1} + \gamma_5 BIG4_{it-1} \\
 & + \gamma_6 LOSS_{it-1} + \gamma_7 AGE_{it-1} + \gamma_8 VC_{it-1} \\
 & + \gamma_9 HT_{it-1} + \gamma_{10} ET_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (10)
 \end{aligned}$$

LIQ_{it-1} = 상장 전 유동비율
 (=현금및현금성자산_{it-1}/자산총계_{it-1})
 $BIG4_{it-1}$ = 상장 전에 Big4 감사인에게 감사받았으면

1, 아니면 0인 더미변수
 AGE_{it-1} = 상장 전 기업업력 (= (코스닥상장연도 - 설립연도) + 1)의 자연로그 값
 VC_{it-1} = 상장 전에 벤처캐피탈이 투자한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수
 HT_{it-1} = High Tech 산업⁶⁾에 속한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수
 ET_{it-1} = 엔터테인먼트 산업에 속한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

3.2 연구자료의 선택

본 연구는 2001년부터 2010년까지 10년간 코스닥시장(KOSDAQ)에 우회상장한 비상장기업을 대상으로 분석하였으며, 상장 전 4년부터 직전년도까지의 재무자료를 이용하였다. 따라서 실제 분석에 사용된 표본기업의 재무자료는 1997년부터 2009년까지이다.^{7) 8)}

대상기간을 2001년 이후로 제한한 이유는 전자공시시스템(DART)에 우회상장과 관련된 신고서가 2000년 7월부터 제공되었기 때문이다. 우회상장기업은 전자공시시스템에서 비상장기업 및 상장기업이 제출한 합병신고서, 주식교환신고서, 영업양수·도신고서, 자산양수·도신고서를 통해 표본으로 추출하였으며, 2007년 이후기간에 대해서는 KOSCOM의 Check Expert를 통해 재확인하였다.

우회상장기업과 비교를 목적으로 선택한 통제기업은 2001년부터 2010년까지 신규상장한 기업이다. 그리고 우회상장기업이 모두 KOSDAQ 시장에 상장한 기업들이므로 신규상장기업도 KOSDAQ에 상장한 기업으로 제한했다. 신규상장과 우회상장의 시

6) Brown et al.(2010)은 IT산업, 통신업, 바이오산업을 High Tech산업으로 분류하였다.
 7) 분석에 이용한 자료를 상장 4년까지 한정된 이유는 우회상장기업이 신고서를 제출할 때 일반적으로 최대 4년 전 재무자료까지 보고하고 있기 때문이다.
 8) 2001년부터 2010년까지 유가증권시장(KSE)에 우회상장한 비상장기업은 단 3개밖에 없다.

점은 신주상장일을 기점으로 하였으며, 우회상장기업 중 신주상장을 하지 않은 기업은 신고서 제출일로 보았다. 그리고 다음 조건을 모두 만족하는 기업을 표본으로 선택하였다.

- 우회상장기업
- (2) 금융업에 속하지 않은 12월 결산법인
 - (3) NICE 신용평가정보(주)의 KIS-VALUE III에서 분석에 필요한 재무자료 및 감사인에 대한 자료가 입수 가능한 기업

- (1) 상장기업과 비상장기업이 일대일로 결합하는

〈표 4〉 표본기업의 선정

[패널 A] 표본기업의 선정

기준	신규상장 기업수	우회상장 기업수	합계
전체표본(2001년~2010년)	782	327	1,109
금융업	(19)	(4)	(23)
12월 이외의 결산법인	(25)	(7)	(32)
재무자료가 없는 표본	(290)	(98)	(388)
2개의 비상장기업과 1개의 상장기업이 결합한 표본	-	(7)	(7)
합계	448	211	659

- 1) 가설 1과 2를 검증하기 위해 상장 4년 전부터 직전년도까지의 재무자료를 이용하였음.
- 2) 우회상장 및 신규상장에 대한 유가증권신고서 및 합병신고서가 2000년 7월부터 전자공시시스템(DART)에 공시됨에 따라 표본을 2001년부터 신규상장 및 우회상장을 기업을 대상으로 하였음.
- 3) 우회상장의 경우 비상장기업과 상장기업간 1대1 결합이 아닌 2대1 결합의 경우 어느 비상장기업이 우회상장을 주도했는지 명확히 구분할 수가 없기 때문에 이를 통제하기 위해서 표본에서 제외하였음.

[패널 B] 우회상장과 신규상장의 연도별 기업수 - 분석표본 기준

상장방법	년도										합계
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
신규상장	8	67	64	42	54	50	48	29	41	45	448
우회상장	6	12	13	24	19	28	28	28	28	25	211

[패널 C] 우회상장의 연도별, 상장방법별 표본수 - 분석표본 기준

상장방법	년도										합계
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
합병	4	6	11	10	14	12	26	27	23	25	158
주식교환	0	2	2	8	4	11	0	0	1	0	28
영업양수·도	2	4	0	6	0	0	0	0	1	0	13
자산양수·도	0	0	0	0	1	5	2	1	3	0	12
합계	6	12	13	24	19	28	28	28	28	25	211

- 1) 현물출자를 통한 우회상장은 자산양수·도(주식스왑)를 통한 우회상장과 결론적으로 동일한 우회상장 방식이나 대금을 현물로 납입하는 방식이기 때문에 자산양수·도에 포함시켰음.

조건(1)에서 상장기업과 비상장기업간에 일대일로 결합하지 않는 우회상장기업을 제외한 이유는 상장기업과 비상장기업이 일대다로 결합되어 있는 경우 어느 비상장기업이 우회상장을 주도했는지 명확히 구분할 수가 없기 때문이다. 조건(2)에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식 및 계정과목 등의 성격이 일반기업과는 상이하여 분석결과에 대한 비교가능성을 제고하기 위함이며, 12월 결산법인을 분석대상으로 한 것은 표본의 동질성 확보를 위한 사항이다. 조건(3)은 자료원에 관한 사항이다.

〈표 4〉는 우회상장기업과 신규상장기업에 대한 표본 분포를 나타낸다. 패널 A는 신규상장기업과 우회상장기업의 표본선정과정이다. 신규상장기업은 782개 기업이며, 우회상장기업은 327개 기업이다. 하지만 금융업 및 12월 이외의 결산법인 그리고 재무자료가 없거나 기타표본선정에 해당하지 않은 기업을 제외하면 신규상장기업은 448개 기업, 우회상장기업은 211개 기업으로 총 표본수는 659개이다. 패널 B는 분석 표본을 기준으로 신규상장과 우회상장기업의 연도별 표본수를 나타낸 것이다. 2000년대 초반에는 신규상장의 비중이 크다가 2000대 후반으로 갈수록 우회상장의 비중이 점차 증가한다. 패널 C는 우회상장기업의 연도별 그리고 우회상장방법별 표본수를 나타낸 것이다. 우회상장의 여러 방법 중 합병을 통한 우회상장이 연도와 무관하게 매우 큰 비중을 차지하고 있는 반면, 합병을 제외한 우회상장방법은 2006년 이전에 주로 이용되었다. 합병 이외의 우회상장방법을 이용하여 시장에 진입한 기업이 2006년 이전에 많은 이유는 2006년 '우회상장 규제강화조치'가 시행되기 이전에는 합병 이외의 우회상장은 규제대상이 아니었기 때문이다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계량은 〈표 5〉에 보고하였다. 패널 A는 가설 1과 2의 검증에 필요한 주요변수를 중심으로 우회상장기업과 신규상장기업간의 기술통계량에 대한 차이분석 결과이다. 우회상장기업의 상장 전 이익(E_{it-1})의 평균과 중위수는 각각 0.092와 0.074인데 반해, 신규상장기업의 경우에는 평균과 중위수가 각각 0.186과 0.161이다. 우회상장기업의 상장 전의 이익 수준이 신규상장기업보다 유의하게 더 낮았다. 우회상장기업의 영업현금흐름(CFO_{it-1})의 평균은 0.037이고, 신규상장기업은 0.178로 우회상장기업이 신규상장기업보다 영업현금흐름 수준도 낮다. 자산규모($SIZE_{it-1}$)는 우회상장기업이 신규상장기업보다 더 작고, 부채비율(LEV_{it-1})은 더 높다.

패널 B는 우회상장기업을 중심으로 2006년 6월 '규제강화조치'시행 전후로 표본을 나누어 주요변수에 대한 기술통계와 시점간 차이검증 결과를 보고하였다. 2006년 규제강화조치 이전에 우회상장한 기업의 상장 전 이익(E_{it-1})의 평균과 중위수는 0.060과 0.064이다. 그리고 규제강화조치 이후에 우회상장한 기업의 E_{it-1} 의 평균과 중위수는 0.119와 0.080이다. 규제강화조치 이후에 우회상장한 기업의 상장 전 이익이 유의하게 더 크게 나타났다. 기업규모($SIZE_{it-1}$)도 규제강화조치 이후에 우회상장한 기업이 더 크다. 이러한 집단간 차이는 규제강화조치의 영향과 두 기간의 기업경제 환경의 차이 및 기간간 차이가 모두 반영된 결과이다.

〈표 5〉 기술통계량

[패널 A] 우회상장기업과 신규상장기업의 주요변수에 대한 차이검증

상장방법 주요변수	우회상장 (N=211)					신규상장 (N=448)					차이검증	
	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	평균 ²⁾	중위수 ²⁾
E_{it-1}	0.092	0.074	0.192	-0.656	1.401	0.186	0.161	0.127	-0.350	1.007	6.47***	7.73***
E_{it-2}	0.040	0.051	0.208	-1.294	0.568	0.162	0.131	0.148	-0.352	0.823	7.66***	6.23***
ACC_{it-1}	0.055	0.027	0.195	-0.580	1.278	0.008	0.001	0.131	-0.578	0.588	-3.19***	-2.45**
CFO_{it-1}	0.037	0.040	0.217	-0.924	1.002	0.178	0.157	0.182	-0.538	1.159	8.19***	7.23***
$DCFO_{it-1}$	0.403	0.000	0.492	0.000	1.000	0.114	0.000	0.318	0.000	1.000	-7.80***	-8.55***
PPE_{it-1}	0.162	0.115	0.163	-0.031	0.828	0.199	0.162	0.162	0.004	0.809	2.75***	2.39**
$SIZE_{it-1}$	10.251	10.205	0.501	8.746	12.537	10.385	10.348	0.298	9.653	11.534	3.59***	4.23***
LEV_{it-1}	2.756	1.148	10.924	0.013	146.749	0.870	0.736	0.642	0.053	4.812	-2.51**	-5.78***
$GROWTH_{it-1}$	0.367	0.209	0.718	-2.524	2.940	0.417	0.326	0.451	-0.873	2.648	0.93	3.06***
$LOSS_{it-1}$	0.123	0.000	0.329	0.000	1.000	0.011	0.000	0.105	0.000	1.000	-4.83***	-6.33***

[패널 B] 우회상장 규제강화조치 이전과 이후의 우회상장기업에 대한 주요변수의 차이검증

규제전후 주요변수	규제강화조치 이전 (N=95)					규제강화조치 이후 (N=116)					차이검증	
	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	평균 ²⁾	중위수 ²⁾
E_{it-1}	0.060	0.064	0.225	-0.656	1.401	0.119	0.080	0.156	-0.023	1.157	2.19**	1.18
E_{it-2}	-0.013	0.033	0.244	-1.294	0.301	0.084	0.070	0.161	-0.563	0.568	3.34***	1.73*
ACC_{it-1}	0.066	0.038	0.191	-0.580	0.803	0.046	0.021	0.199	-0.514	1.278	-0.75	-0.75
CFO_{it-1}	-0.007	0.000	0.251	-0.924	1.002	0.073	0.054	0.176	-0.335	0.734	2.62***	2.01**
$DCFO_{it-1}$	0.505	1.000	0.503	0.000	1.000	0.319	0.000	0.468	0.000	1.000	-2.76***	-2.74***
PPE_{it-1}	0.164	0.102	0.170	0.007	0.803	0.161	0.120	0.157	-0.031	0.828	-0.15	0.90
$SIZE_{it-1}$	10.085	10.065	0.486	8.746	12.537	10.387	10.345	0.472	8.983	12.149	4.57***	4.77***
LEV_{it-1}	3.486	1.122	15.179	0.013	146.749	2.159	1.241	5.368	0.045	56.347	-0.81	0.63
$GROWTH_{it-1}$	0.508	0.330	0.787	-0.504	2.940	0.252	0.164	0.638	-2.524	2.561	-2.56**	-2.13**
$LOSS_{it-1}$	0.263	0.000	0.443	0.000	1.000	0.009	0.000	0.093	0.000	1.000	-5.51***	-5.58***

1) E_{it-1} = 상장 전 이익 (= 당기순이익_{it-1} / 평균자산총계_{it-1}), E_{it-2} = 상장 2년 전 이익 (= 당기순이익_{it-2} / 평균자산총계_{it-2}), ACC_{it-1} = 상장 전 총발생액 (= 당기순이익_{it-1} - 영업현금흐름_{it-1}) / 평균자산총계_{it-1}, CFO_{it-1} = 상장 전 영업현금흐름 (= 영업현금흐름_{it-1} / 평균자산총계_{it-1}), $DCFO_{it-1}$ = 상장 전 영업현금흐름이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수, PPE_{it-1} = 상장 전 감가상각대상 유형자산 (= (유형자산_{it-1} - 토지_{it-1} - 건설중인자산_{it-1}) / 자산총계_{it-1}), $SIZE_{it-1}$ = 상장 전 기업규모 (= 자산총계_{it-1}의 자연로그 값), LEV_{it-1} = 상장 전 부채비율 (= 부채총계_{it-1} / 자본총계_{it-1}), $GROWTH_{it-1}$ = 상장 전 매출액 변화분 (= 매출액_{it-1} - 매출액_{it-2} / 평균자산총계_{it-1}), $LOSS_{it-1}$ = 상장 전 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수, ROA_{it-1} = 상장 전 총자산이익률 (= 당기순이익_{it-1} / 평균자산총계_{it-1}).

2) 평균 차이검증은 t-value이며, 중위수 차이검증은 z-value임.

3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

4.2 주요변수간의 상관관계 분석

〈표 6〉은 가설 1과 가설 2를 검증하는데 앞서 주요변수 간의 피어슨(Pearson) 상관계수와 그 유의 수준을 보고하였다. 패널 A는 가설 1과 관련된 신규상장기업과 우회상장기업을 모두 포함한 전체 표본기업의 변수간 상관계수이고, 패널 B는 가설 2와 관련된 우회상장 표본기업만을 대상으로 한 변수간 상관계수이다.

먼저 패널 A를 보면, 우회상장을 선택한 비상장기업(DI_{it})은 상장 전 이익(E_{it-1}), 전전기 이익(E_{it-2}), 상장 전 영업현금흐름(CFO_{it-1}), 감가상각대상 유형자산(PPE_{it-1}) 그리고 기업규모($SIZE_{it-1}$)와는 모두 유의한 음(-)의 상관성을 가지고 있는데 반해, 총 발생액(ACC_{it-1}), 음(-)의 영업현금흐름($DCFO_{it-1}$), 부채비율(LEV_{it-1}) 그리고 손실발생여부($LOSS_{it-1}$)와는 유의한 양(+)의 상관성을 가지고 있다.

패널 B의 결과를 보면, 우회상장을 선택한 비상장기업 중 2006년 '규제강화조치' 이전에 우회상장한 기업($D2_{it}$)은 상장 전 이익(E_{it-1}), 전전기 이익(E_{it-2}), 영업현금흐름(CFO_{it-1}) 그리고 기업규모($SIZE_{it-1}$)와는 각각 유의한 음(-)의 상관성을, 반면 음(-)의 영업현금흐름($DCFO_{it-1}$), 매출액성장률($GROWTH_{it-1}$), 손실발생여부($LOSS_{it-1}$)와는 각각 유의한 양(+)의 상관성을 가지는 것으로 나타났다.⁹⁾

상관관계 분석결과, 신규상장기업에 비해 우회상장기업이 상장 전 재무구조가 더 취약한 것으로 나타났다. 또한 우회상장표본만을 대상으로 살펴본 결과에서도 2006년 이전기간에 우회상장한 기

업이 이후에 우회상장한 기업에 비해 재무구조가 취약한 것으로 나타났다. 하지만 이러한 현상을 다른 변수와도 관련이 있기 때문에 다변량 회귀분석을 통해 분석해 보아야 전체적인 효과를 파악할 수 있다.

4.3 우회상장 결정요인분석

〈표 7〉에는 모형식 (10)을 이용해 비상장기업이 우회상장을 선택하는 요인에 대한 프로빗 회귀분석 결과를 보고하였다.

〈표 7〉에서 프로빗 모형의 종속변수 DI_{it} 는 우회상장을 통해 시장진입한 비상장기업이면 1, 신규상장을 통해 시장진입한 비상장기업이면 0인 더미변수이다. 그리고 모형식에 이용된 설명변수들은 과거 선행연구(Adjei et al. 2008; Brown et al. 2010; Floros and Sapp 2011; 유상수와 양동우 2011 등)에서 우회상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업의 결정요인으로 알려진 변수들이다. 프로빗 회귀분석 결과에 따르면, 선행연구의 결과와 일치하게 기업규모($SIZE_{it-1}$)가 작을수록, 총자산이익률(ROA_{it-1})이 낮을수록 그리고 부채비율(LEV_{it-1})이 높을수록 비상장기업이 시장진입 방식으로 신규상장보다 우회상장을 더 선호하는 것으로 나타났다.

또한 Non-Big 4 감사인에게 감사를 받는 기업일수록($BIG4_{it-1}$), 손실을 보고한 기업일수록($LOSS_{it-1}$), 하이테크 산업(HT_{it-1}) 및 엔터테인먼트 산업에 속한 기업일수록(ET_{it-1}) 신규상장 보다는 우회상장을 통해 시장진입을 더 선호하는 것으로 나타났다. 그에 반해 벤처캐피탈에게 투자 받는 기업(VC_{it-1})은 시

9) 2006년 이후 기간에 우회상장기업과 신규상장기업 간 재무변수에 대한 평균 및 중위수에 대한 차이검증을 수행한 결과, 하이테크 산업(IT, 바이오, 통신)에 속한 기업일수록 신규상장 보다는 우회상장을 선택할 확률이 높았다. 또한 우회상장기업은 신규상장기업보다 상장 전 이익과 영업현금흐름, 매출액성장률이 더 낮았으며, 부채비율은 더 높았다.

〈표 6〉 주요변수간의 상관관계분석

[패널 A] 전체표본기업

N=659	DI_{it}	E_{it-1}	E_{it-2}	ACC	CFO	$DCFO$	PPE	$SIZE$	LEV	$GROWTH$	$LOSS$
DI_{it}	1.000	-0.279 (0.000)	-0.319 (0.000)	0.141 (0.000)	-0.322 (0.000)	0.333 (0.000)	-0.107 (0.006)	-0.164 (0.000)	0.141 (0.000)	-0.042 (0.277)	0.247 (0.000)
E_{it-1}		1.000	0.416 (0.000)	0.144 (0.000)	0.657 (0.000)	-0.320 (0.000)	-0.075 (0.054)	-0.013 (0.736)	-0.125 (0.001)	0.429 (0.000)	-0.449 (0.000)
E_{it-2}			1.000	-0.011 (0.779)	0.327 (0.000)	-0.227 (0.000)	-0.081 (0.038)	0.045 (0.244)	-0.081 (0.038)	-0.080 (0.041)	-0.329 (0.000)
ACC_{it-1}				1.000	-0.652 (0.000)	0.536 (0.000)	-0.187 (0.000)	-0.068 (0.082)	0.193 (0.000)	0.054 (0.166)	-0.006 (0.869)
CFO_{it-1}					1.000	-0.654 (0.000)	0.085 (0.029)	0.042 (0.286)	-0.243 (0.000)	0.288 (0.000)	-0.339 (0.000)
$DCFO_{it-1}$						1.000	-0.141 (0.000)	-0.143 (0.000)	0.102 (0.009)	-0.077 (0.049)	0.294 (0.000)
PPE_{it-1}							1.000	0.198 (0.000)	-0.034 (0.386)	0.019 (0.635)	-0.040 (0.309)
$SIZE_{it-1}$								1.000	-0.030 (0.438)	-0.075 (0.055)	-0.168 (0.000)
LEV_{it-1}									1.000	-0.058 (0.135)	0.210 (0.000)
$GROWTH_{it-1}$										1.000	-0.138 (0.000)
$LOSS_{it-1}$											1.000

[패널 B] 우회상장 표본기업

N=211	$D2_{it}$	E_{it-1}	E_{it-2}	ACC	CFO	$DCFO$	PPE	$SIZE$	LEV	$GROWTH$	$LOSS$
$D2_{it}$	1.000	-0.155 (0.024)	-0.233 (0.001)	0.052 (0.453)	-0.184 (0.007)	0.189 (0.006)	0.010 (0.882)	-0.301 (0.000)	0.061 (0.381)	0.178 (0.010)	0.385 (0.000)
E_{it-1}		1.000	0.179 (0.009)	0.373 (0.000)	0.549 (0.000)	-0.252 (0.000)	-0.115 (0.096)	0.022 (0.746)	-0.095 (0.169)	0.401 (0.000)	-0.499 (0.000)
E_{it-2}			1.000	-0.056 (0.415)	0.209 (0.002)	-0.164 (0.017)	-0.090 (0.191)	0.084 (0.222)	-0.029 (0.680)	-0.225 (0.001)	-0.335 (0.000)
ACC_{it-1}				1.000	-0.570 (0.000)	0.532 (0.000)	-0.142 (0.039)	-0.070 (0.310)	0.246 (0.000)	0.106 (0.125)	-0.026 (0.704)
CFO_{it-1}					1.000	-0.702 (0.000)	0.026 (0.706)	0.083 (0.229)	-0.305 (0.000)	0.260 (0.000)	-0.418 (0.000)
$DCFO_{it-1}$						1.000	-0.100 (0.147)	-0.182 (0.008)	0.068 (0.325)	-0.082 (0.236)	0.280 (0.000)
PPE_{it-1}							1.000	0.187 (0.006)	-0.062 (0.370)	0.064 (0.352)	-0.001 (0.985)
$SIZE_{it-1}$								1.000	-0.039 (0.570)	-0.160 (0.020)	-0.169 (0.014)
LEV_{it-1}									1.000	-0.080 (0.247)	0.201 (0.003)
$GROWTH_{it-1}$										1.000	-0.159 (0.021)
$LOSS_{it-1}$											1.000

1) 변수정의 : DI_{it} = 우회상장기업이면 1, 신규상장기업이면 0인 더미변수, $D2_{it}$ = 2006년 '규제강화조치' 시행 이전에 우회상장한 기업이면 1, 이후에 우회상장한 기업이면 0인 더미변수, 나머지 변수정의는 〈표 5〉의 하단과 같음.

장진입 방식으로 우회상장 보다는 신규상장을 더 선호하는 것으로 나타났다.

이를 종합해 보면, 우회상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업은 신규상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업에 비해 상대적으로 기업규모가 작고, 부채비율이 높으며 총자산이익률이 낮은 등 재무구조가 취약한 것으로 나타났으며, 또한 하이테크 산업이나 엔터테인먼트 산업 등 특정 산업군에 속한 비상장기업일수록 시장진입 방식으로 우회상장을 더 선호하는 것으로 나타났다. <표 7>의 결과는 회귀분석에서 우회상장 및 신규상장기업의 특성을 통제하기 위한

변수로도 사용되었을 뿐만 아니라, 강건성 분석의 일환인 자기선택편의(self selection bias)를 통제하기 위한 Heckman(1979)의 2단계 회귀분석에서 1단계 프로빗 분석으로도 사용된다.

4.4 가설 1 검증: 상장전 우회상장기업과 신규상장 기업간의 이익의 질 비교

우회상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업의 이익의 질이 신규상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업의 이익의 질과 차이가 있는지에 대한 가설 1의

<표 7> 우회상장 결정요인

$$DI_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_{it-1} + \gamma_2 ROA_{it-1} + \gamma_3 LEV_{it-1} + \gamma_4 LIQ_{it-1} + \gamma_5 BIG4_{it-1} + \gamma_6 LOSS_{it-1} + \gamma_7 AGE_{it-1} + \gamma_8 VC_{it-1} + \gamma_9 HT_{it-1} + \gamma_{10} ET_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

	Coefficient	Z-value
Intercept	4.495	(2.73)***
SIZE _{it-1}	-0.490	(-3.02)***
ROA _{it-1}	-1.488	(-2.49)**
LEV _{it-1}	0.471	(5.70)***
LIQ _{it-1}	-0.071	(-0.15)
BIG4 _{it-1}	-0.468	(-3.80)***
LOSS _{it-1}	0.697	(1.99)**
AGE _{it-1}	0.002	(0.24)
VC _{it-1}	-0.691	(-5.33)***
HT _{it-1}	1.018	(7.30)***
ET _{it-1}	1.092	(2.49)**
Likelihood χ^2 - Value	244.52***	
Pseudo R ²	0.2959	
표본수	659	

1) 변수정의 : DI_{it} = 우회상장으로 통해 시장에 진입한 비상장기업은 1, 신규상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업은 0인 더미변수, $SIZE_{it-1}$ = 상장 전 기업규모(= 자산총계_{it-1}의 자연로그 값); ROA_{it-1} = 상장 전 총자산이익률(= 당기순이익_{it-1} / 평균자산총계_{it-1}); LEV_{it-1} = 상장 전 부채비율(= 부채총계_{it-1} / 자본총계_{it-1}); LIQ_{it-1} = 상장 전 유동비율(= 현금 및 현금성자산_{it-1} / 자산총계_{it-1}); $BIG4_{it-1}$ = 상장 전 Big4 감사인에게 감사를 받았으면 1, 아니면 0인 더미변수; $LOSS_{it-1}$ = 상장 전 순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수; AGE_{it-1} = 기업연령(= (코스닥상장연도 - 설립연도)+1); VC_{it-1} = 벤처캐피탈이 투자한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수; HT_{it-1} = 하이테크 산업에 속한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수(= Brown et al. 2010은 하이테크 산업을 IT산업(information technology), 통신업(telecommunications), 바이오산업(biotechnology)으로 구분하였다. 이에 본 논문에서도 동일하게 하이테크 산업을 분류함); ET_{it-1} = 엔터테인먼트 산업에 속한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수임.

2) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

분석결과를 <표 8>에 보고하였다. 이익의 질은 이익 지속성(모형 1), 이익예측가능성(모형 2), 이익조정(모형 3과 4) 및 보수주의(모형 5)로 측정했다. 회귀분석상에 산업($\sum IND_{it-1}$)과 연도($\sum YD_{it-1}$) 더미변수는 포함되었지만, 지면상 보고는 생략한다.

먼저, 모형식 (4)에서 신규상장기업에 비해 우회상장기업의 이익지속성이 더 낮은지를 살펴보기 위한 관심변수는 $DI_{it} * E_{it-2}$ 이다. 분석결과, 예상과 일치하게 회귀계수인 a_3 는 유의한 음(-)의 값으로 나타나 우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 이익지속성이 더 낮았다.

다음으로 우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 예측가능성이 낮은지 여부를 검증한 결과는 모형 2에 보고하였다. 분석결과, 관심변수인 DI_{it} 의 결과는 유의한 양(+)의 계수값이 나타나 예상과 일치하게 우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 이익예측가능성이 더 낮았다.

모형 3과 4는 우회상장기업이 신규상장기업보다 상장 전 이익을 더 상향조정하는지를 분석한 것이다. 모형 3는 재량적 발생액의 절대값(ADA_{it-1})으로 측정된 결과를, 모형 4는 재량적 발생액(DA_{it-1})으로 측정된 결과를 각각 보고하였다. 분석결과, 예상과 일치하게 DI_{it} 의 회귀계수 β_1 이 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 우회상장기업이 신규상장기업보다 재량적 발생액을 이용한 이익조정 정도가 더 높은 수준인 것을 의미한다.

마지막으로, 모형 5는 우회상장기업과 신규상장기업 간의 상장 전 보수주의 성향에 차이가 있는지를 살펴본 것이다. 분석결과, 신규상장기업에 비해 우회상장기업의 보수적 회계처리 성향 정도를 나타내는 $DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$ 의 회귀계수는 통계적으로 유의한 결과가 관찰되지는 않았다. 즉 신규상장기업과 우회상장기업간의 상장 전 보수적 회계처리

정도에는 유의한 차이가 없다는 것을 나타낸다.

신규상장기업의 상장 전 보수적 회계처리 정도를 나타내는 $DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$ 의 회귀계수 λ_3 는 -0.437로 1% 수준으로 유의하다. 또한 우회상장기업의 상장 전 보수적 회계처리 정도를 나타내는 $\lambda_3 + \lambda_7$ ($DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$)도 -0.451(-0.437 - 0.014)로 1% 수준에서 유의하다. 이러한 결과로 볼 때 우회상장기업과 신규상장기업 모두 상장 전 공격적인 회계처리를 하고 있음을 의미한다.

이상의 이익의 질 측정치를 이용한 결과를 종합해 보면, 우회상장기업의 상장 전 이익의 질이 전반적으로 신규상장기업의 경우보다 더 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 신규상장에 비해 덜 엄격한 상장규정과 간소한 상장절차로 시장에 진입할 수 있는 우회상장을 선택한 비상장기업의 상장 전 이익의 질이 더 낮다는 결과로서, 상장규정과 상장절차의 차이가 상장 전 비상장기업의 이익의 질에 영향을 미치고 있음을 나타내는 것이다.

4.5 가설 2 검증: 2006년 규제강화조치 전후기간에 우회상장기업의 상장 전 이익의 질 비교

우회상장의 역기능을 방지하고 시장의 건전성을 향상시키기 위해 규제기관은 2006년 6월에 '우회상장 규제강화조치'를 시행했다. 따라서 2006년 6월 우회상장 규제강화조치의 시행으로 인해 우회상장기업의 상장 전 이익의 질이 향상되었는지를 살펴보면 규제강화조치의 실효성을 알아볼 수 있다.

<표 9>에는 '우회상장 규제강화조치' 시행 전·후 기간에 우회상장기업의 상장 전 이익의 질에 차이가 있는지를 회귀분석한 결과를 보고하였다. 분석방법은 가설 1을 검증했던 <표 8>과 동일하다. 다만, 관

(표 8) 가설 1 검증 : 우회상장기업과 신규상장기업의 상장 전 이익의 질에 대한 회귀분석 결과

$$E_{it-1} = a_0 + a_1E_{it-2} + a_2DI_{it} + a_3DI_{it} * E_{it-2} + a_4SIZE_{it-1} + a_5LEV_{it-1} + a_6GROWTH_{it-1} + a_7LOSS_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (4)$$

$$EQ_{it-1} = \beta_0 + \beta_1DI_{it} + \beta_2SIZE_{it-1} + \beta_3LEV_{it-1} + \beta_4GROWTH_{it-1} + \beta_5LOSS_{it-1} + \beta_6ROA_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (5)$$

$$ACC_{it-1} = \lambda_0 + \lambda_1CFO_{it-1} + \lambda_2DCFO_{it-1} + \lambda_3DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_4DI_{it} + \lambda_5DI_{it} * CFO_{it-1} + \lambda_6DI_{it} * DCFO_{it-1} + \lambda_7DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_8PPE_{it-1} + \lambda_9SIZE_{it-1} + \lambda_{10}LEV_{it-1} + \lambda_{11}GROWTH_{it-1} + \lambda_{12}LOSS_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (6)$$

N=659	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
이익의 질	이익지속성	예측가능성	이익조정	이익조정	보수주의
종속변수	E_{it-1}	$PRED ABS_{it-1}$	ADA_{it-1}	DA_{it-1}	ACC_{it-1}
Intercept	0.251 (1.69)*	-0.070 (-0.63)	2.006 (2.55)**	-1.051 (-1.16)	0.157 (1.20)
E_{it-2}	0.397 (10.62)***				
DI_{it}	-0.010 (-0.78)	0.053 (6.40)***	0.121 (2.05)**	0.140 (2.06)**	
$DI_{it} * E_{it-2}$	-0.284 (-5.18)***				
CFO_{it-1}					-0.484 (-14.37)***
$DCFO_{it-1}$					0.032 (1.54)
$DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.437 (-3.32)***
DI_{it}					-0.043 (-2.70)***
$DI_{it} * CFO_{it-1}$					0.073 (1.10)
$DI_{it} * DCFO_{it-1}$					0.025 (0.84)
$DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.014 (-0.08)
PPE_{it-1}					-0.126 (-4.84)***
$SIZE_{it-1}$	-0.016 (-1.20)	0.003 (0.33)	-0.201 (-2.91)***	0.079 (0.99)	-0.007 (-0.61)
LEV_{it-1}	0.000 (-0.38)	0.000 (0.38)	0.004 (0.98)	0.010 (2.27)**	0.001 (1.00)
$GROWTH_{it-1}$	0.114 (13.07)***	0.005 (0.76)	0.286 (5.93)***	-0.052 (-0.92)	0.060 (7.60)***
$LOSS_{it-1}$	-0.212 (-8.43)***	0.253 (13.17)***	0.201 (1.43)	-0.246 (-1.51)	-0.224 (-9.72)***
ROA_{it-1}		0.461 (16.70)***	-0.310 (-1.18)	0.780 (2.56)**	
ΣIND and ΣYD	Included	Included	Included	Included	Included
F-Value	19.48***	15.68***	7.97***	2.98***	26.97***
Adj R ²	0.4810	0.4165	0.2412	0.0827	0.6000
계수차이검증					$\lambda_3 + \lambda_7 = 0$ (15.16)***

- 1) DI_{it} = 우회상장한 기업이면 1, 신규상장한 기업이면 0인 터미변수, ROA_{it-1} = 상장 전 당기순이익 / 평균자산총계, 나머지 변수정의는 (표 5)의 하단과 같음.
- 2) 가설 1을 검증할 때 모형 1과 모형 5는 ROA_{it-1} 를 통제하지 않음. 모형 1은 종속변수 E_{it-1} 이 ROA_{it-1} 와 같은 개념의 값을 가지기 때문에 모형에 삽입하지 않음. 그리고 모형 5는 $ACC_{it-1} = NI_{it-1} - CFO_{it-1}$ 로서 종속변수는 ACC_{it-1} 이고, 기타 관심변수 중 하나가 CFO_{it-1} 이기 때문에 NI_{it-1} 를 나타내는 변수를 모형에 추가하게 되면 모형이 성립되지 않게 되는 문제가 있어 ROA_{it-1} 를 모형에 삽입하지 않음.
- 3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

심변수($D2_{it}$)가 2006년 6월 '규제강화조치' 이전에 우회상장 기업이면 1, 이후에 우회상장한 기업이면 0인 더미변수이다. 물론 <표 9>의 분석대상기업은 우회상장기업에 국한된다.

먼저, 모형 1은 우회상장기업에 대한 규제가 강화되기 이전보다 이후기간에 이익지속성이 더 향상되었는지를 살펴본 결과이다. 분석결과, 관심변수인 $D2_{it} * E_{it-2}$ 의 회귀계수인 a_3 는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 결과로 나타났다. 즉 $D2_{it}$ 의 정의에 기초할 때 2006년 이후기간에 우회상장한 기업이 2006년 이전의 경우보다 이익지속성이 유의하게 증가한 것으로 나타났다. 이는 2006년 규제강화조치 시행 이후에 상대적으로 이익지속성이 높은 우회상장기업들의 시장진입이 많아졌음을 나타낸다. 그러나 모형 1의 결과는 다른 이익의 질 측정치와 더불어 종합적으로 판단할 필요가 있다.

모형 2는 2006년 이후의 우회상장기업이 이전의 경우보다 이익예측가능성이 높은지를 분석한 것이다. 분석결과, 관심변수인 $D2_{it}$ 의 회귀계수인 β_1 의 값은 통계적으로 유의한 결과가 나타나지는 않았다. 즉 규제강화조치 시행 이전과 비교해 시행 이후에 우회상장기업의 상장 전 이익예측가능성이 향상되지 않았다.

모형 3과 4에서는 2006년 이후에 우회상장한 기업은 이전에 우회상장한 기업보다 이익조정 수준이 낮아졌는지를 분석한 것이다. 분석결과, 모형 3과 4의 경우 모두 관심변수인 $D2_{it}$ 의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않았다.

마지막으로 모형 5는 '우회상장 규제강화조치'가 시행된 이후에 우회상장한 기업은 이전 기간에 비해 상장 전 보수적 회계처리 성향이 증가하는지를 분석한 것이다. 분석결과, 관심변수인 $D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$ 의 회귀계수값인 λ_7 은 통계적으로 유의한 수

준으로 나타나지 않았다.

이익의 질에 대한 여러 대용치를 이용하여 가설 2를 검증한 결과를 종합해 보면, 비록 2006년 6월에 시행된 '우회상장 규제강화조치' 이후에 기업들의 이익지속성이 증가했지만 기타 이익의 질 대용치들은 규제강화조치 이후에 유의하게 변하지 않았다. 이는 규제강화조치를 통해 우회상장의 외형적 요건 및 공시가 강화되었지만, 본질적으로 우회상장기업의 상장 전 보고이익의 질이 향상되지 않았음을 의미한다. 이러한 맥락에서 볼 때 신규상장과 같은 질적 요건의 강화뿐 아니라, 상장 이전부터 꾸준히 이익의 질을 관리하는 상장절차의 보완이 필요하다고 생각한다. 이러한 정책의 강화는 우회상장의 역기능으로 인식되어 온 시장의 불건전성, 비효율성의 문제를 경감시키는데 보다 기여할 것으로 판단된다.

4.6 강건성 분석

주요 가설과 관련하여 검증결과에 강건성이 있는지를 살펴보기 위하여 몇 가지 분석을 추가적으로 수행하였다. 첫째, 우회상장은 비상장기업이 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수·도, 자산양수·도 등을 통해 상장사와 결합하여 시장에 진입하는 방법이다. 이중 합병을 통한 우회상장의 경우가 가장 보편적인 우회상장방법이라는 점에서 이들 표본을 대상으로만 추가분석을 수행해 보았다. 분석결과, 가설 1의 분석에 사용된 표본은 606개 기업으로서 합병을 통해 우회상장한 기업이 신규상장기업보다 이익지속성이 낮고, 이익예측가능성이 낮으며, 이익조정 정도는 더 높은 것으로 나타나 <표 8>의 결과와 질적으로 유사하다. 또한 합병을 통해 우회상장한 205개 기업을 대상으로 분석한 가설 2의 결과도 <표 9>의 결과와 질적으로 유사하다.

〈표 9〉 가설 2 검증 : 우회상장의 규제강화조치 전후기간의 우회상장기업의 상장 전 이익의 질에 대한 회귀분석 결과

$$E_{it-1} = a_0 + a_1E_{it-2} + a_2D2_{it} + a_3D2_{it} * E_{it-2} + a_4SIZE_{it-1} + a_5LEV_{it-1} + a_6GROWTH_{it-1} + a_7LOSS_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (7)$$

$$EQ_{it-1} = \beta_0 + \beta_1D2_{it} + \beta_2SIZE_{it-1} + \beta_3LEV_{it-1} + \beta_4GROWTH_{it-1} + \beta_5LOSS_{it-1} + \beta_6ROA_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (8)$$

$$ACC_{it-1} = \lambda_0 + \lambda_1CFO_{it-1} + \lambda_2DCFO_{it-1} + \lambda_3DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_4D2_{it} + \lambda_5D2_{it} * CFO_{it-1} + \lambda_6D2_{it} * DCFO_{it-1} + \lambda_7D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1} + \lambda_8PPE_{it-1} + \lambda_9SIZE_{it-1} + \lambda_{10}LEV_{it-1} + \lambda_{11}GROWTH_{it-1} + \lambda_{12}LOSS_{it-1} + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_{it-1} \quad (9)$$

N=211	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
이익의 질	이익지속성	예측가능성	이익조정	이익조정	보수주의
종속변수	E_{it-1}	$PRED_ABS_{it-1}$	ADA_{it-1}	DA_{it-1}	ACC_{it-1}
Intercept	-0.178 (-0.63)	0.140 (0.67)	3.720 (2.01)**	-0.987 (-0.45)	-0.075 (-0.29)
E_{it-2}	0.254 (2.72)***				
$D2_{it}$	-0.035 (-0.87)	-0.002 (-0.07)	0.037 (0.14)	-0.156 (-0.50)	
$D2_{it} * E_{it-2}$	-0.265 (-2.24)**				
CFO_{it-1}					-0.577 (-4.79)***
$DCFO_{it-1}$					0.059 (1.28)
$DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.240 (-0.70)
$D2_{it}$					-0.084 (-1.71)*
$D2_{it} * CFO_{it-1}$					0.309 (1.92)***
$D2_{it} * DCFO_{it-1}$					0.013 (0.20)
$D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.276 (-0.70)
PPE_{it-1}					-0.162 (-2.43)**
$SIZE_{it-1}$	0.017 (0.70)	-0.015 (-0.80)	-0.368 (-2.26)**	0.081 (0.42)	0.013 (0.56)
LEV_{it-1}	0.000 (0.11)	0.000 (0.11)	0.005 (0.80)	0.009 (1.17)	0.001 (1.00)
$GROWTH_{it-1}$	0.105 (6.20)***	0.012 (0.88)	0.304 (2.67)***	-0.047 (-0.35)	0.065 (4.15)***
$LOSS_{it-1}$	-0.226 (-5.08)***	0.267 (7.97)***	-0.258 (-0.83)	0.190 (0.52)	-0.185 (-4.38)***
ROA_{it-1}		0.563 (10.47)***	-0.693 (-1.06)	2.118 (2.75)***	
ΣIND and ΣYD	Included	Included	Included	Included	Included
F-Value	5.29***	8.29***	4.10***	2.10***	7.63***
Adj R ²	0.3718	0.4929	0.2921	0.1283	0.5175
계수차이검증					$\lambda_3 + \lambda_7 = 0$ (6.38)**

- 1) $D2_{it}$ = 2006년 '우회상장 규제강화조치' 시행 이전에 우회상장한 기업이면 1, 이후 기간에 우회상장한 기업이면 0인 더미변수. ROA_{it-1} = 상장 전 당기순이익 / 평균자산총계, 나머지 변수정의는 〈표 5〉의 하단과 같음.
- 2) 가설 2를 검증할 때 모형 1과 모형 5는 ROA_{it-1} 를 통제하지 않음. 모형 1은 종속변수 E_{it-1} 이 ROA_{it-1} 와 같은 개념의 값을 갖기 때문에 모형에 삽입하지 않음. 그리고 모형 5는 $ACC_{it-1} = NI_{it-1} - CFO_{it-1}$ 로서 종속변수는 ACC_{it-1} 이고, 기타 관심변수 중 하나가 CFO_{it-1} 이기 때문에 NI_{it-1} 를 나타내는 변수를 모형에 추가하게 되면 모형이 성립되지 않게 되는 문제가 있어 ROA_{it-1} 를 모형에 삽입하지 않음.
- 3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

둘째, 상장 직전년도에 감사품질이 높다고 알려진 대형 감사인(Big 4)으로부터 감사를 받은 우회상장 기업과 중·소형 감사인(Non-Big 4)에게 감사를 받은 우회상장기업의 상장 전 이익의 질에 차이가 있는지를 살펴보았다. 이를 알아보기 위하여 전체표본을 Big 4에게 감사를 받은 기업과 Non-Big 4에게 감사받은 기업으로 나누어 분석하였다. 가설 1과 관련하여 신규상장기업과 우회상장기업의 상장 전 보고이익의 질의 차이가 있는지를 분석한 결과에 따르면, Big 4 감사인에게 감사를 받는 경우는 <표 8> 결과와 동일하였다. 즉 Big 4감사인에게 감사를 받은 우회상장기업의 상장 전 이익의 질은 Big 4에게 감사를 받은 신규상장기업의 상장 전 이익의 질 보다 낮다. 그에 반해, Non-Big 4 감사인에게 감사를 받은 우회상장기업은 신규상장기업에 비해 이익예측 가능성만 더 낮게 나타났다. 가설 2와 관련한 검증 결과는 규제강화조치 시행 이후에 Big 4 감사인에게 감사를 받은 우회상장기업은 규제강화조치 시행 이전에 Big 4 감사인에게 감사를 받은 우회상장기업보다 이익지속성이 더 높았으나, 이익은 상향조정하는 것으로 나타났다. 이는 이익조정(DA_{it-1}) 결과를 제외하고는 <표 9>의 결과와 유사함을 나타낸다. 하지만 Non-Big 4 감사인에게 감사를 받은 우회상장기업은 규제강화조치 시행 이전과 이후의 기간간 이익의 질에 유의한 차이가 나타나지 않았다.¹⁰⁾

셋째, Gow et al.(2010)의 연구에서는 패널자료를 통합하여 회귀분석하면 자료의 특성에 따라서는 시계열적 종속성(time-series dependence)과 횡단면적 종속성(cross-sectional dependence) 문제가 발생될 수 있다고 주장한다. 따라서 추가분석

에서는 이를 통제하는 방식의 하나로 Gow et al.(2010)의 주장에 따라 two-way clustering(기업 & 연도)을 강건성 분석의 일환으로 수행해 보았다. 기업과 연도를 clustering한 회귀분석 결과를 <표 10>에 보고하였다. 가설 1을 기업과 연도를 clustering하여 재검정한 결과, OLS 회귀분석결과와 질적으로 차이가 나타나지는 않았다. 가설 2를 기업과 연도를 clustering하여 재검정한 결과에서는 OLS 회귀분석 결과 달리 이익지속성의 유의성이 검증되지 않았다. 나머지 분석은 OLS 회귀분석결과와 질적으로 차이가 없다. 즉 자료의 횡단면적 종속성과 시계열적 종속성을 통제하여도 OLS 회귀분석결과와 같은 결과를 제시해 주고 있다. <표 10>은 주 가설 검증과 동일하게 분석하였으나, 지면관계상 관심변수만 보고하였다.

넷째, 신규상장을 선택하지 않고 우회상장을 선택하는 비상장기업은 자기선택편의(self selection bias)의 문제가 내재되어 있을 수 있다(Carpentier et al. 2012). 이 문제를 통제하기 위해서 Heckman(1979)의 2단계 회귀분석을 이용하였다. 먼저, 모형식 (10)의 1단계 프로빗 모형을 통해 산출된 IMR(Inverse Mill's Ratio: Lambda)을 가설 검증 모형식에 추가하여 2 단계 회귀분석을 실시하였다. 표로 나타내지는 않았지만 가설 1의 재검증결과, 이익조정(DA_{it-1}) 결과를 제외하곤 <표 8>과 질적으로 유사하다.

다섯째, 가설1의 검증시 우회상장 표본과 신규상장 표본, 그리고 가설2의 검증시 2006년 이전 우회상장 표본과 2006년 이후 우회상장 표본간 차이가 커서 관심변수인 DI_{it} , $D2_{it}$ 의 회귀계수가 과대 혹은 과소하게 나타날 가능성이 있다. 따라서 표본선택편

10) Big4 감사인 여부와 상장방법에 따라 재량적 발생액(DA_{it-1})의 중위수를 살펴본 결과, Big4 감사인에게 감사를 받은 신규상장기업의 재량적 발생액(DA_{it-1})의 중위수는 -0.003이며, 우회상장기업의 재량적 발생액(DA_{it-1})의 중위수는 0.057이다. 또한 Non-Big4 감사인에 감사를 받은 신규상장기업과 우회상장기업의 재량적 발생액(DA_{it-1})의 중위수는 각각 0.000과 0.070이다.

〈표 10〉 Two-way clustering 분석결과

[패널 A] 가설 1 검증

N=659	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
이익의 질	이익지속성	예측가능성	이익조정	이익조정	보수주의
종속변수	E_{it-1}	$PRED_ABS_{it-1}$	ADA_{it-1}	DA_{it-1}	ACC_{it-1}
DI_{it}		0.053 (3.75)***	0.121 (1.67)*	0.140 (1.88)*	
$DI_{it} * E_{it-2}$	-0.284 (-2.76)**				
$DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.437 (-5.84)***
$DI_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.014 (-0.00)

[패널 B] 가설 2 검증

N=211	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
이익의 질	이익지속성	예측가능성	이익조정	이익조정	보수주의
종속변수	E_{it-1}	$PRED_ABS_{it-1}$	ADA_{it-1}	DA_{it-1}	ACC_{it-1}
$D2_{it}$		-0.002 (-0.38)	0.037 (0.18)	-0.156 (-0.97)	
$D2_{it} * E_{it-2}$	-0.265 (-1.40)				
$DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.240 (-1.55)
$D2_{it} * DCFO_{it-1} * CFO_{it-1}$					-0.276 (-0.38)

- 1) 변수정의는 〈표 5〉, 〈표 6〉의 하단과 같음.
- 2) two-way clustering은 시계열적 상관성과 횡단면적 상관성의 영향을 통제하기 위한 목적으로 기업과 연도를 clustering한 것임.
- 3) clustering은 standard error를 조정하는 것으로 회귀계수는 OLS분석결과와 동일함.
- 4) 주 가설검증과 동일하게 분석하였으나, 지면관계상 관심변수만 보고하였음.
- 5) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

의(selection bias)를 감소시키고자 propensity score matching기법을 적용하여 분석하였다. 분석 결과를 지면관계상 표로 제시하지는 않았지만, 가설 1과 가설 2에 대한 재검증결과는 〈표 8〉, 〈표 9〉의 주 가설검증 결과와 질적으로 차이가 없다.

V. 결론 및 한계점

신규상장에서는 새로운 다수의 소액투자자와 기존 주주와의 정보비대칭성 문제가 발생하게 된다. 이를 해소하고 신규투자자의 이익을 보호하기 위하여 여러 가지 제도적 감시 장치가 상장절차에 포함되어

있다. 그런데 우회상장에서는 비상장기업이 상장기업과 기업결합을 하면서 기존 주주간의 거래가 중심이 되어 신규상장보다 상대적으로 상장절차가 간소하다. 뿐만 아니라 상장규정에 있어서도 신규상장은 외형적 요건과 실적 요건 모두를 충족시켜야 하지만, 우회상장은 외형적 요건만 충족시키면 시장진입이 가능하다.

우회상장은 시장 활성화를 목적으로 비상장기업과 상장기업간 건전한 인수합병을 촉진할 목적으로 도입된 제도이다. 하지만 비상장기업들이 엄격한 신규상장요건과 절차를 피해 부실한 기업을 상장시키는 방법으로 악용함에 따라 규제당국은 2006년 6월에 우회상장에 대한 관리 및 규제를 보다 강화하였다.

본 논문은 이러한 상장절차와 상장규정의 차이가 상장 전 우회상장기업의 보고이익의 질에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하였다. 그리고 우회상장기업을 대상으로 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 전·후로 하여 상장 전 이익의 질에 변화가 있는가를 분석하였다.

본 논문의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 우회상장기업의 이익의 질은 신규상장기업보다 낮은 것으로 나타났다. 이는 상장규정과 상장절차의 차이가 상장 전 비상장기업의 보고이익의 질에 영향을 미치고 있다는 것을 의미한다. 둘째, 우회상장기업만을 대상으로 분석한 결과, 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'의 시행 이전에 우회상장한 기업과 시행 이후에 우회상장한 기업간 상장 전 이익의 질은 유의한 차이가 나타나지 않았다. 이는 우회상장규정이 외형적 요건 측면에서 신규상장과 유사한 수준으로 강화되었음에도 보고이익의 질은 향상되지 않았음을 의미한다. 셋째, 합병을 통한 우회상장기업만을 대상으로 분석하여도 분석결과가 질적으로 차이가 나타나지 않았다. 그리고 패널자료의 시계

열적·횡단면적 종속성을 통제하기 위해 two way clustering 분석을 한 결과와, 자기선택편의를 제거하기 위해 수행한 Heckman 2단계 회귀분석결과 모두 가설검증의 결과가 질적으로 차이가 나타나지 않았다.

본 논문은 다음과 같은 시사점과 공헌점을 가지고 있다. 첫째, 우회상장과 신규상장기업의 상장 전 이익의 질을 비교하여 분석함으로써 시장진입규제가 낮은 우회상장기업의 상장 전 보고이익의 질이 낮은 결과를 보여주었다. 이는 규제기관에게는 향후 우회상장의 제도개선을 위한 단서를 제공한다. 둘째, 상장 전 이익의 질 관점에서 분석된 결과에 따르면 우회상장으로 인한 역기능을 감소시키기 위해 2006년에 시행된 '우회상장제도강화조치'는 규제기관의 제도 개선을 위한 노력에도 불구하고 그 실효성이 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 외형적 요건을 중시한 규제강화가 시장의 건전성 제고에 도움이 되지 않는다는 정책적 시사점을 제공한다. 따라서 규제기관이 우회상장과 관련된 제도를 개선시키기 위해 관련 제도를 정비하고자 할 때에는 신규상장과 같이 질적 기준의 요건도 높여서 상장규정을 마련할 필요가 있음을 시사해 준다.

본 논문은 다음과 같은 한계점이 있다.

첫째, 우회상장기업의 재무자료가 우회상장 시점을 기준으로 최대 직전 4년간에 대해서만 공시되었기 때문에 시계열 분석을 통해 측정해야 되는 변수들(이익지속성 및 이익예측가능성)을 자료의 한계상 횡단면 분석을 통해 측정했다.

둘째, 이익의 속성을 나타내는 여러 대용치를 이용하였지만, 이들 측정치가 이익의 질을 어느 정도까지 대변할 수 있는지는 여전히 한계점으로 남아 있다.

셋째, 우회상장 및 신규상장기업의 이익의 질에는

기업의 고유한 특성, 지배구조, 상장의 목적 및 상장 시점 등 많은 요인이 복합적으로 영향을 미칠 수 있지만, 자료상의 한계로 모형설계에 생략된 변수의 문제가 남아 있을 수 있으므로 이를 고려한 해석이 필요하다.

참고문헌

- 곽영민·최종서(2013), "코스닥시장 우회상장 기업의 이익 조정," *회계학연구*, 38(1), 87-134.
- 금융감독위원회(2006), "코스닥시장 우회상장 관련 제도 개선".
- 김문철·최 관(1999), "이익의 질의 개념에 관한 연구," *회계저널*, 8(1), 221-249.
- 김인호(2008), "비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정요인에 대한 비교연구," 박사학위논문, 성균관대학교.
- 박연희·박철원·배수일(2009), "우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과 - 코스닥시장을 중심으로-", *회계저널*, 18(3), 149-176.
- 백원선(2011), "수익비용대응원칙과 이익의 질," *회계학연구*, 36(2), 101-127.
- 손성규·정기위(2009), "내부회계관리제도의 도입이 회계 오류의 발생에 미친 영향," *회계저널*, 18(2), 221-249.
- 유상수·양동우(2011), "우회상장 결정요인에 관한 실증연구," *한국증권학회 발표논문*, 1-23.
- 최 관·김문철(1997), "신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적연구," *회계학연구*, 22(2), 1-28.
- 최운열·이호선(2006), "우회상장은 IPO와 무엇이 다른가?: 코스닥기업을 중심으로," *한국증권학회 발표논문*, 1-26.
- 최종서·곽영민·백정환(2010), "코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구," *회계학연구*, 35(3), 37-80.
- 한국거래소(2010), "우회상장 질적심사제도 도입, 국제회계기준(IFRS) 시행에 대비한 진입·퇴출요건 정비 등 상장규정 개정".
- 한국거래소, "코스닥상장규정".
- Adjei, F., K. B. Cyree, and M. M. Walker(2008), "The determinants and survival of reverse mergers versus IPOs," *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Ball, R., and L. Shivakumar(2008), "Earnings quality at Initial Public Offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 324-349.
- Basu, S.(1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Bricker, R., G. Previts, T. Robinson, and S. Young (1995), "Financial analyst assessment of company earnings quality," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 10(3), 541-554.
- Brown, P., A. Ferguson, and P. Lam(2010), "What's in a shell?: Analysing the gain to shareholders from reverse takeovers," *Working Paper*.
- Carpentier, C., D. Cumming, and J. Suret(2012), "The value of capital market regulation: IPOs versus reverse mergers," *Journal of Empirical Legal Studies*, 9(1), 56-91.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari(1989), "An analysis of international and cross-sectional determinants of earnings response coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3), 143-181.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand(2010), "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- Flores, I. V., and R. A. Sapp(2011), "Shell games:

- On the value of shell companies," *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 850-867.
- Francis, J., R. Lafond, P. Olsson, and K. Schipper (2004), "Costs of equity and earnings attributes," *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Gleason, K. C., L. Rosenthal, and R. A. Wiggins III (2005) "Backing into being public: An exploratory analysis of reverse takeovers," *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79.
- Gleason, K. C., R. Jain, and L. Rosenthal(2008), "Alternatives for going public: Evidence from reverse take overs, self-underwritten IPOs, and traditional IPOs," *Working Paper*.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor(2010), "Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research," *The Accounting Review*, 85(2), 483-512.
- Heckman, J.(1979). "Sample selection bias as a specification error," *Econometrica*, 47(1), 153-161.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley (2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Lev, B., and R. Thiagarajan(1993), "Fundamental information analysis," *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215.
- Lipe, R.(1990), "The relation between stock return and accounting earnings given alternative information," *The Accounting Review*, 65 (1), 49-71.
- Schipper, K.(1989), "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizon* 3(4), 91-102.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong(1998), "Earnings management and the long-run market performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.

The Effect of Backdoor Listing Requirements and Procedures on Earnings Quality

Sung-Ho Choi* · Kwan Choi **

Abstract

There are two ways of becoming listed firms for unlisted firms. One is initial public offering (IPO) and the other is backdoor listing(BL). The BL has simpler listing requirements and procedures than the IPO. Unlisted firms with short history, small firm size, high technology, and high growth rate can become listed firms through BL at a low cost and thus can enhance public recognition and increase financing capabilities. The BL can give diversification advantage and synergy effect to unlisted firms and can increase vigor for the stock market with the combination of listed firms and unlisted firms.

The research on the BL firms is at early stage, and it is hard to find a prior research in accounting area. This paper investigates whether the earnings quality of the BL firms before listing is different from that of the IPO firms. This paper also examines the difference of the earnings quality of the BL firms prior to listing before and after 2006 when the regulations of BL strengthened.

As measures of earnings quality, this research uses persistence, predictability, earnings management, and conservatism which were discussed in Dechow et al.(2010). The number of BL firms analyzed in the paper is 221 which were listed in KOSDAQ from 2001 to 2010.

Research findings are as follows. First, the earnings quality of the BL firms before listing is lower than that of IPO firms. This implies that the unlisted firms having difficulty to meet the strict IPO listing requirements and procedures may have chosen BL to enter the market. Second, the earnings quality of the BL firms before and after the 2006 regulations is not significantly

* Assistant Professor, College of Business, Chosun University, Korea

** Professor, School of Business, Sungkyunkwan University, Korea

different. The result means that the new quantitative requirements of the regulation for BL do not contribute to increasing the earnings quality of the BL firms.

The findings of this paper will contribute to the studies on the BL which have been neglected so far in accounting and finance area.

Key words: backdoor listing, reverse takeover, initial public offering, regulatory system of backdoor listing, earnings quality