# 우회상장기업의 추정재무제표의 유용성에 관한 연구*

최성호(주저자)
조선대학교 경영학부
(csh@chosun.ac.kr)
최정호(교신저자)
중앙대학교 스포츠산업전공
(kebek@naver.com)

시장 진입방법에는 크게 신규상장과 우회상장이 있다. 일반적인 시장진입 방법인 신규상장은 신규투자자를 보호하기 위해 상장절차가 까다로우며 상장규정이 엄격하지만, 우회상장은 상장기업의 기존주주와 비상장기업의 주주간의 거래이기 때문에 신규상장에 비해 상장절차 및 상장규정이 엄격하지 않다.

가장 일반적인 주식 시장진입 수단으로 신규상장 방법이 있음에도 불구하고 규제기관이 우회상장을 허용하고 있는 이유는 시장을 활성화하기 위해서이다. 하지만 비상장기업의 대주주들이 사적이익을 추구하기 위한 방편으로 우회상장을 악용하고 있는 경우가 많아지면서 이로 인한 피해를 선의의 소액투자자들이 받고 있다. 따라서 규제당국은 우회상장의 부정적 측면을 해소하고 시장의 활성화를 위해 관련 규정을 지속적으로 개정하고 있다.

규제당국은 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 통해 상장요건, 감독기능, 그리고 공시기능을 강화하였다. 특히 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장사업부문의 재무예측수치와 실적수치를 별도로 구분하여 사업보고서에 공시하도록 하였다. 이는 과거 실적치 및 재무예측치를 바탕으로 가치평가를 하는 비상장주식의 특성상 주식의 과대평가로 인해 우회상장기업에 투자한 일반 투자자의 피해를 최소화하기 위해 마련된 제도이다.

선행연구 중 2006년에 시행된 '우회상장 규제강화조치'의 효과성을 검증한 연구는 최성호와 최관(2014)이 있다. 그들은 2006년 규제강화조치 이전에 우회상장한 기업과 이후에 우회상장한 비상장기업간의 상장 전 이익의 질이 차이가 나타나는지를 검증한 결과, 규제강화조치 시행이전과 이후에 우회상장한 기업간 상장 전 이익의 질은 유의한 차이가 나타나지 않았다고 보고하였다.

본 연구는 2006년 6월 '우회상장기업 규제강화조치'중 공시강화의 효과성을 검증하였다. 이를 검증하기 위해 추정손익의 과대 혹은 과소예측에 대해서 외부이해관계자들이 차별적으로 인지하는지를 분석하였다.

분석결과, 당기순이익을 비롯하여 매출액 및 영업이익에 대해서 우회상장 비상장기업의 추정손익정보가 실적손익정보에 비해 낙관적으로 예측될수록 자기자본비용은 유의하게 증가하였다. 즉, 자본시장참여자들은 추정손익정보의 과대예측에 대해 부정적으로 인지하였다. 둘째, 추정손익정보의 정확성이 낮아질수록 투자자들은 투자의사결정시 부정적으로 인지하는 것으로 나타났다. 셋째, 추정손익을 과대예측한 기업을 대상으로 가설을 재검증한 결과, 주요가설검증결과와 질적으로 차이가 없었다.

최근 SPAC(기업인수목적회사)을 통한 우회상장이 주목받고 있다. 우회상장을 통한 시장 활성화를 기대하고 있는 시점에서 향후 우회상장기업에 투자하는 선의의 일반 투자자의 이익이 보호되기 위한 제도 마련시 본 연구결과가 도움이 될 것이라 생각된다.

주제어: 우회상장, 추정재무제표, 자기자본비용

최초투고일: 2015. 12. 8 수정일: (1차: 2016. 3. 8, 2차: 2016. 4. 2) 게재확정일: 2016. 6. 2
* 이 논문은 2015년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2015016900).

# Ⅰ. 서 론

우회상장은 비상장기업이 기존 상장기업과 합병 등 기업결합을 통해 상장하는 방법이다. 일반적인 시장진입 방법인 신규상장은 신규투자자를 보호하기 위해 상장절차가 까다로우며 상장규정이 엄격하다. 하지만 우회상장은 상장기업의 기존주주와 비상장기업의 주주간 거래이기 때문에 신규상장에 비해 상장절차 및 상장규정이 엄격하지 않다.

가장 보편적인 주식 시장진입 수단으로 신규상장 방법이 있음에도 불구하고 규제기관이 우회상장을 허용하고 있는 이유는 기업의 구조조정이나 건전한 인수합병을 촉진하며, 우량 비상장기업의 첨단기술과 상장기업의 경영노하우를 결합시킴으로써 시너지 효과를 창출하기 위해서이다. 하지만 규제기관의 의도와는 달리 비상장기업의 대주주들이 사적이익을 추구하기 위한 방편으로 우회상장을 악용하고 있는 경우가 많다. 특히 비상장기업의 대주주들이 부실 상장기업과 기업결합을 통해 주식시장에 우회상장한 뒤 일정 기간이 지난 후 상장차익을 실현하고 상장폐지하는 사례가 속출하면서 많은 선의의 소액투자자들이 피해를 받고 있다. 따라서 규제당국은 우회상장의 부정적 측면을 해소하고 시장의 활성화를 위해 관련 규정을 꾸준히 개정해 오고 있다.

특히 2006년 6월에 시행한 '우회상장 규제강화조치'는 기존의 개정과는 달리 현실적 요구수준에 부합할 정도로 규정을 강화하였다. '우회상장 규제강화조치'는 크게 상장요건, 감독기능, 공시기능을 강화하였다. 먼저, 우회상장 규정을 기본적으로 신규상장 수준으로 강화하였다. 둘째, 불법 투기세력을 색출하기 위한 감독기능을 강화하였다. 마지막으로 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장사업부문의 재무예측수치와 실적수치를 별도로 구분하여 사업보고서에 공시하고, 차이발생시 그 원인에 대해서 기재하도록 공시를 강화하였다. 이는 과거 실적치 및 재무예측치를 바탕으로 가치평가를 하는 비상장주식의 특성상 주식의 과대평가로 인해 우회상장기업에 투자한 일반투자자의 피해를 최소화하기 위해 마련된 제도이다.

2006년에 시행된 '우회상장 규제강화조치'의 효과성을 검증한 선행연구로는 최성호와 최관(2014)이 있다. 그들은 2006년 규제강화조치 이전에 우회상장한 기업과 이후에 우회상장한 비상장기업간의 상장 전 이익의 질이 차이가 나타나는지를 검증하였다. 분석결과, 규제강화조치 시행이전에 우회상장한 기업과 시행이후에 우회상장한 기업간 상장 전 이익의 질은 유의한 차이가 나타나지 않았다. 즉, 저자들은 이익의 질 측면에서 살펴본 결과, 2006년 우회상장 규제강화조치는 효과성이 없다고 해석하고 있다. 하지만 선행연구는 2006년 우회상장규제강화조치의 전반적인 제도의 효과성을 검증하였을 뿐 비상장주식의 가치평가에 영향을 미치는 비상장기업의 추정재무제표의 정확성 및 유용성을 검증하지는 않았다. 따라서 본 논문은 2006년 6월 '우회상장기업 규제강화조치'중 공시강화의 효과성을 검증하기 위해 추정손익정보와 실적손익정보 공시에 대해서 외부이해관계자들이 투자의사결정시 유용하게 활용하는지를 검증하였다. 이를 위해 추정당기순이익과 실적당기순이익간 차이에 대한 투자자의 차별적인 인지정도를 살펴보았고, 추정매출액(추정영업이익)과 실적치간의 차이에 대해서도 투자자의 차별적인 인지정도를 살펴보았다. 이를 위해 코스닥시장에 2006년 6월부터 2014년까지 우회상장한 64개 기업을 대상으로 실증분석 하였다.

분석결과, 당기순이익, 매출액 및 영업이익에 대한 우회상장 비상장기업의 추정손익정보가 실적손익

정보에 비해 낙관적으로 예측될수록 자기자본비용은 유의하게 증가하였다. 즉, 자본시장참여자들은 추정손익정보의 과대예측에 대해 부정적으로 인지하였다. 이는 상장연도의 추정정보에 대한 분석뿐만 아니라 상장 1년 후 추정정보를 이용한 분석결과도 질적으로 차이가 없었다. 둘째, 추정손익정보와 실적손익정보의 정확성에 대해 투자자들이 차별적으로 인지하는지를 분석한 결과, 추정손익정보의 정확성이 낮아질수록 투자자들은 투자의사결정시 부정적으로 인지하는 것으로 나타났다. 셋째, 전체 표본 중 추정손익을 과대예측한 기업만을 이용하여 가설을 재검증한 결과, 주요가설검증결과와 질적으로 차이가 나타나지 않았다.

본 논문은 기존선행연구와 달리 2006년 '우회상장 규제강화조치' 중 추정손익정보의 유용성을 검증하였다. 이는 우회상장 비상장주식의 과대예측이 투자자의 이익을 침해하는 상황에서 시장참여자들이 추정손익정보의 낙관적(비관적) 예측정도와 정확성에 대해 차별적으로 인지하고 있음을 분석하였다는 점에서 의의가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 우회상장에 대해서 기술하고, 선행연구를 검토한 뒤 가설을 설정한다. 제3장에서는 연구모형과 표본선정절차를 설명하였고, 제4장에서는 실증분석결과를 기술하였다. 제5장에서는 결론 및 연구의 공헌점과 한계점을 제시하였다.

## II. 연구배경 및 선행연구

### 2.1 우회상장제도

한국거래소의 코스닥 상장규정에서 우회상장을 다음과 같이 정의하고 있다.[1)]

> 우회상장이란 상장법인이 주권비상장법인(주권이 아닌 지분증권을 발행하는 법인을 포함)을 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(최성호와 최관 2014).

우회상장은 기존 주주간 거래이므로 신규상장에 비해 상장규정이 덜 까다로우며, 상장절차는 간소하다. 먼저 우회상장기업은 기업결합 공시에서 우회상장임을 명시해야 된다. 거래소에 상장예비심사를 통해 상장을 위한 외형적 요건이 충족되었는지를 심사받아 통과되면 증권신고서를 금융위원회에 제출하고 합병신주 등을 상장한다.

하지만 우회상장은 신규상장에 비해 상장절차 및 상장규정이 엄격하지 않다는 제도적 허점을 악용하여 비상장기업들이 사적이익을 추구하기 위한 도구

1) 2010.12.1 신설. 코스닥 상장규정 제2조 7항.

로 우회상장을 선택해왔다. 이로 인해 시장의 건전성이 악화되고 선의의 피해자들이 발생하는 등 우회상장으로 인한 역기능이 계속 지적되어 왔다. 그럼에도 불구하고 우회상장은 기업의 구조조정이나 건전한 M&A를 촉진하고 우량 비상장기업의 우수한 첨단기술과 상장기업의 경영노하우를 결합시킴으로써 시너지 효과를 동시에 창출하기 위해 허용된 제도이다. 따라서 우회상장은 시장의 활력을 불어넣고, 기업의 시장진입을 유도한다는 본연의 순기능 또한 존재한다.

우회상장으로 인한 순기능은 강화하고, 역기능은 줄이기 위해 규제기관은 여러 차례 규제를 강화해왔다. 특히 2006년 6월에 시행한 '우회상장 규제강화조치'는 실질적인 우회상장의 역기능으로 인한 폐단을 줄이기 위해 많은 부분의 규제를 강화한 조치이다.

먼저 '우회상장 규제강화조치'는 상장요건, 감독 및 공시를 강화하였다. 먼저, 상장요건은 우회상장의 외형적 요건을 신규상장의 외형적 요건에 준하는 수준으로 강화하였다. 둘째, 우회상장기업의 주식을 미리 매입하고, 사전에 정보를 유출하여 주가를 상승시킨 후에 매도하는 작전세력들의 불공정 거래에 대한 감독기능을 강화하였다. 셋째, 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장사업부문의 재무예측수치와 실적수치를 사업보고서에 비교 공시하도록 하였으며, 차이발생시 그 원인에 대해서 기재하도록 공시를 강화하였다. 이는 비상장주식은 과거 실적치와 추정손익정보를 바탕으로 가치평가를 하기 때문에 주식의 과대평가는 상장기업과의 주식교환비율 산정시 비상장기업에게 유리하게 결정되고, 이는 곧 상장기업 주주의 부가 비상장기업의 주주에게 이전되는 부의 이전 효과가 발생한다. 또한 이러한 비상장주식의 과대평가는 결국 우회상장기업에 신규 투자한 투자자의 이익을 해칠 수 있기 때문에 규제기관은 이를 최소화하기 위해 관련된 규정을 강화하였다.

## 2.2 선행연구

우회상장과 관련된 선행연구들은 크게 신규상장과 우회상장 중 우회상장을 선택하는 기업의 특성을 분석한 연구, 상장 후 장·단기 수익률을 비교·분석한 연구 그리고 우회상장 기업의 이익의 질을 분석한 연구로 구분 할 수 있다.

우회상장을 선택한 비상장기업의 특성을 비교분석한 연구의 결과에 따르면 우회상장을 선택한 비상장기업은 기업규모가 작으며, 부채비율이 높고, 손실발생기업이 많으며, 총자산수익률이나 경상이익률 등 경영성과가 나쁘다(Adjei et al. 2008, Gleason et al. 2008, 유상수와 양동우 2011, 최성호와 최관 2014). 또한 설립이후 일정기간이 지나야 시장진입할 수 있다는 요건이 없기 때문에 신규상장기업에 비해 우회상장기업은 신생기업으로서 기업 업력이 짧다(Adjei et al. 2008). 그리고 Non-Big4 감사인에게 감사를 받을수록(최성호와 최관 2014), 벤처캐피탈이 투자하는 기업일수록(Floros and Sapp 2011, 김인호 2008), IT 및 엔터테인먼트 산업에 속한 기업일수록 우회상장을 통해 시장에 진입할 가능성이 높다(최운열과 이호선 2006).

우회상장기업의 상장 이후의 수익률을 비교분석한 연구결과를 살펴보면, 대부분 상장이후에 단기수익률은 우회상장기업이 신규상장기업보다 더 높은 것으로 나타났다(Gleason et al. 2005). 하지만 장기수익률은 신규상장보다 우회상장이 더 낮았으며(Carpentier et al. 2012, 김인호 2008), 생존가능성도 낮았다(Adjei et al. 2008). 단기수익률이 신규상장기업보다 우회상장기업이 높은 이유는 신규

상장기업보다 우회상장기업이 정보노출빈도도 낮고, 정보공개 기간도 짧으며, 신규상장기업처럼 다양한 규제기관 및 유관기관의 검증을 받은 뒤 공시되지도 않기 때문이다. 즉, 우회상장기업이 신규상장기업에 비해 기존주주와 신규주주간 정보비대칭이 더 높기 때문에 이로 인해 우회상장기업이 신규상장기업보다는 단기수익률이 높게 나타나는 것으로 판단된다.

마지막으로 우회상장기업의 상장 전 이익의 질을 분석한 연구를 살펴보면, 대체로 신규상장기업에 비해 우회상장기업의 상장 전 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 우회상장기업은 신규상장기업에 비해 상장 전 이익을 더 상향조정하였으며(김세연 등 2013, 최성호와 최관 2014), 이익지속성과 이익예측가능성이 더 낮았다(최성호와 최관 2014). 그리고 곽영민과 최종서(2013)은 우회상장기업의 상장 전·후의 이익조정행태를 분석한 결과, 내재가치가 낮은 우회상장기업일수록 상장 직전연도에 재량적발생액과 실물활동을 통해 이익을 상향조정한다는 결과를 보고하였다.

본 연구와 유사하게 2006년 6월 규제강화조치의 도입효과를 살펴본 연구로는 최성호와 최관(2014)이 있다. 최성호와 최관(2014)은 2006년 규제강화조치 도입 전·후로 이익의 질이 변하였는지를 살펴본 결과, 2006년 전·후로 이익의 질이 유의하게 변하지는 않았다. 이에 저자들은 외형적인 상장요건 및 조건의 강화뿐만 아니라 상장절차 및 질적요건의 보완이 필요하다는 의견을 제시하였다.

본 연구는 2006년 '우회상장 규제강화조치'의 공시강화 중 비상장기업의 주식평가에 필요한 추정손익정보와 실제손익정보의 비교 공시에 대해 외부정보이용자들이 투자의사결정시 유용하게 활용하고 있는지를 검증하였다. 하지만 선행연구인 최성호와 최관(2014)은 2006년 6월 규제강화조치 도입 전·후의 이익의 질을 살펴봤을 뿐 2006년 6월 규제강화조치의 세부적 개정사항의 유용성을 검증한 연구는 아직 없다. 특히 추정손익정보 공시와 관련된 개정사항에 대한 유용성을 검증한 선행연구는 아직까지 없다는 점이 선행연구와의 가장 큰 차별점이며 공헌점이다.

### 2.3 연구가설

우회상장은 신규상장과 달리 비상장기업이 상장기업과 결합을 통해 시장에 진입하는 방법이다. 신규상장은 신규투자자의 이익을 보호하기 위해 지정감사인, 수요예측 등과 같은 여러 가지 감시장치가 마련되어 있는 반면, 우회상장은 기존 비상장기업과 상장기업의 주주간의 거래이므로 신규상장에 비해 상장규정과 상장절차가 간소하다.

우회상장은 성장 모멘텀을 상실했거나 하락하고 있는 상장기업과 성장성이 높은 비상장기업의 결합으로 인해 상장기업을 회생시키고 비상장기업의 상장을 유인하여 시장을 활성화시키는 순기능이 있다. 하지만 신규상장에 비해 상장규정이 엄격하지 않고, 상장절차도 간소하다는 제도의 허점을 이용하여 비상장기업의 소유경영자가 사적이익을 취득하기 위한 목적으로 시장에 진입하는 경우가 있다. 이는 선의의 소액투자자들에게 피해를 주는 등 시장의 불건전성의 원인으로도 뽑히고 있다. 규제당국은 이러한 우회상장의 역기능을 감소시키기 위해 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 시행했다. '우회상장 규제강화조치'는 크게 상장요건강화, 감독강화, 공시강화로 구분할 수 있다.

첫째, 우회상장의 외형적 요건을 신규상장의 외형적 요건에 준하는 수준으로 강화하였다. 모든 우회상장기업은 외형적 요건을 충족시켜야 시장에 진입

할 수 있으며, 외형적 요건을 충족하지 못하는 부적격기업에 대해서는 비상장기업은 물론 기업결합이 완료되는 시점에 상장기업까지 상장폐지토록 상장요건을 강화하였다. 특히 기존에는 합병을 통한 우회상장기업에 대해서만 외형적 요건을 적용하였으나, 동 규제강화조치를 통해 영업양수·도, 자산양수·도 및 주식교환을 통해 우회상장 하는 기업들도 일정한 외형적 요건을 충족해야 시장에 진입할 수 있다.

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

셋째, 비상장기업은 상장기업과 주식교환을 하기 위해서는 주식교환비율을 산정해야 한다. 비상장주식은 활성시장이 존재하지 않는 관계로 공정가치로 평가되어 있지 않다. 따라서 비상장주식은 결합시점의 가치평가를 수행하는데, 이를 위해 과거 실적치 및 미래 추정손익정보를 활용한다. 대부분의 우회상장 비상장기업은 상장기업과의 주식교환에서 좀 더 유리하기 위해 비상장주식의 가치를 높게 책정하기를 희망하고, 이를 위해서는 추정손익정보를 낙관적으로 예측할 가능성이 높다. 이로 말미암아 우회상장기업에 신규투자하는 투자자들과 기존 상장기업의 주주들은 비상장주식의 과대가치평가로 인해 선의의 피해를 보게 됨에 따라, 이러한 피해를 최소화하기 위해 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장 사업부문의 추정손익정보와 실적정보를 별도로 구분하여 사업보고서에 공시하고, 차이발생시 그 원인에 대해서 기재하도록 하였다.

기존의 우회상장 규제강화조치는 상장요건에 한정하는 경우가 많았다. 하지만 2006년에 시행한 규제강화조치는 상장요건 뿐만 아니라 감독기능과 공시기능까지 강화하였다. 이 중 공시의 강화는 비상장주식의 과대평가를 막아 기존 상장기업의 투자자들과 결합이후 신규투자자의 피해를 줄이기 위한 조치였다. 이를 위해 규제기관은 비상장주식의 가치평가에 활용되는 재무예측수치 즉 추정손익정보가 과대하게 작성되는 것을 방지하기 위해 상장 2년 후까지 사업보고서에 공시하도록 의무화 하였다.

따라서 본 연구에서는 2006년에 개정된 '우회상장 규제강화조치' 중 공시 강화와 관련된 개정사항의 유용성을 검증하고자 한다.

만약 투자자들이 비상장기업의 추정손익정보와 실제손익정보의 차이에 대해 의사결정시 차별적으로 인지한다면, 비상장기업의 추정손익정보를 실제손익정보보다 과대예측한 기업일수록 시장에서 부정적으로 인지할 것이다. 따라서 비상장주식의 가치평가에 추정손익정보로 활용되는 대표적인 항목이 당기순이익이기에 가설 1을 다음과 같이 설정하였다.

가설 1: 우회상장 비상장기업의 추정당기순이익이 실제당기순이익보다 클수록 자기자본비용은 더 클 것이다.

추정손익정보를 공시한 기업 중 대부분의 기업들은 매출액과 영업이익 그리고 당기순이익을 상장연도와 상장 1년 후까지 2개 년도에 대해서 추정정보를 사업보고서에 공시하고 있다. 따라서 매출액과 영업이익에 대한 추정손익과 실적손익간 차이에 대해서 투자자들이 만약 의사결정에 반영한다면, 비상장기업의 추정매출액과 영업이익이 실제매출액과 영업이익보다 과대예측한 기업일수록 시장에서 부정적으로 인지할 것이다. 따라서 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2: 우회상장 비상장기업의 추정매출액(영업이익)이 실제매출액(영업이익)보다 클수록 자기자본비용은 더 클 것이다.

## Ⅲ. 연구방법론

### 3.1 연구모형의 설정

본 연구는 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'중 공시 강화의 일환으로 시행된 비상장기업의 추정재무제표의 유용성 및 정확성을 검증하였다. 먼저, 우회상장 비상장기업의 추정당기순이익이 실제당기순이익보다 큰 기업일수록 주식시장참여자들이 부정적으로 인지한다면, 추정당기순이익을 실제당기순이익에 비해 과대예측한 기업이 과소예측한 기업보다 자기자본비용이 더 클 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 모형식 (1)을 설정하였다.

$$COC_{it+k} = a_0 + a_1 SDNI_{it+k} + a_2 ROA_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 GROWTH_{it-1} + a_6 PROA_{it-1} + a_7 PSIZE_{it-1} + a_8 PLEV_{it-1} + a_9 PGROWTH_{it-1} + a_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

$COC_{it+k}$ = 우회상장 k년 후 자기자본비용

$SDNI_{it+k}$ = 우회상장 k년 후 당기순이익 실적치와 추정치간 차이(=당기순이익 실적치-당기순이익 추정치) / 전기 자산총계

$ROA_{it-1}$ = 비상장기업의 우회상장 전 총자산이익률(=당기순이익$_{it-1}$/자산총계$_{it-1}$)

$SIZE_{it-1}$ = 비상장기업의 우회상장 전 자산총계의 자연로그 값

$LEV_{it-1}$ = 비상장기업의 우회상장 전 부채비율(=부채총계$_{it-1}$/자산총계$_{it-1}$)

$GROWTH_{it-1}$ = 비상장기업의 우회상장 전 매출액성장률(=매출액$_{it-1}$-매출액$_{it-2}$/매출액$_{it-2}$)

$PROA_{it-1}$ = 상장기업의 우회상장 전 총자산이익률(=당기순이익$_{it-1}$/자산총계$_{it-1}$)

$PSIZE_{it-1}$ = 상장기업의 우회상장 전 자산총계의 자연로그 값

$PLEV_{it-1}$ = 상장기업의 우회상장 전 부채비율(=부채총계$_{it-1}$/자산총계$_{it-1}$)

$PGROWTH_{it-1}$ = 상장기업의 우회상장 전 매출액성장률(=매출액$_{it-1}$-매출액$_{it-2}$/매출액$_{it-2}$)

$PLOSS_{it-1}$ = 상장기업의 우회상장 전 손실발생여부(상장전 당기순손실이 발생했으면 1, 아니면 0인 더미변수)

$YD_{it}$ = 연도더미

$IND_{it}$ = 산업더미

$\varepsilon_{it-1}$ = 잔차항

상장 전 비상장기업의 추정손익계산서 작성은 비상장기업의 주식가치 평가에 이용되며, 이로 말미암아 상장기업과의 주식교환비율이 산정된다. 비상장기업은 상장기업과의 주식교환에서 유리하기 위해 비상장주식을 높이 평가받기를 원한다. 따라서 비상장기업의 추정손익계산서는 좀 더 낙관적으로 예측하는 경향이 있다. 하지만 이러한 문제로 인해 상장기업의 기존 주주들의 부가 비상장기업의 주주에게로 이전된다는 문제가 꾸준히 제기되어 옴에 따라 2006년 6월 '우회상장규제강화조치'를 시행하면서 비상장기업은 추정재무제표 특히 주식평가와 관련된 손익계산서 항목을 사업보고서에 기재하고 상장 후 추정재무제표와 실적치를 같이 보고하도록 하여 추정재무제표가 과다하게 낙관적으로 예측되는 상황을 사전에 막도록 하였다. 관심변수인 $SDNI_{it+k}$는 비상장기업의 실적당기순이익과 추정당기순이익간의 차

이를 나타낸 것이다. 이는 비상장기업이 우회상장을 통해 추정당기순이익을 실제당기순이익에 비해 과소 혹은 과대하게 예측하였는지를 나타낸 것으로 주식시장참여자들이 투자의사결정시 해당정보를 반영하는지를 검증하기 위해 설정한 변수이다.

종속변수는 우회상장 k년 후 자기자본비용($COC_{it+k}$)이다.[2)3)] 따라서 우회상장기업의 추정당기순이익이 실제당기순이익보다 클수록 자기자본비용이 더 클 것이라는 가설 1이 지지된다면, $SDNI_{it+k}$의 회귀계수인 $a_1$은 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 하지만 추정당기순이익이 실제당기순이익보다 클수록 자기자본비용이 더 작다면, $a_1$은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이며, 추정당기순이익과 실제당기순이익간 차이에 대해서 자본시장참여자들이 투자의사결정에 반영하지 않는다면 $a_1$은 유의하지 않을 것이다.

총자산이익률($ROA_{it-1}$), 기업규모($SIZE_{it-1}$), 부채비율($LEV_{it-1}$) 그리고 매출액성장률($GROWTH_{it-1}$)은 선행연구를 참고하여 우회상장 비상장기업의 특성을 통제하기 위해 통제변수로 포함시켰다. 기업공개(IPO)에 비해 우회상장은 주관사 선정 및 제반비용과 같은 고정비용이 추가적으로 필요하지 않기 때문에 규모가 작은 기업들은 상대적으로 적은 비용으로 시장에 진입하기 위해 우회상장을 선택한다(Gleason et al. 2008; Adjei et al. 2008). 또한 질적 요건 없이 외형적 요건만 충족하면 우회상장이 가능하기 때문에 신규상장기업에 비해 상대적으로 부채비율과 같은 재무건전성이 매우 열악하며 수익성이 낮다(Gleason et al. 2008; 유상수와 양동우 2011). 따라서 이를 통제하기 위해 총자산이익률($ROA_{it-1}$), 기업규모($SIZE_{it-1}$)와 부채비율($LEV_{it-1}$)을 통제하였다. 그리고 우회상장기업은 바이오산업이나 엔터테인먼트산업 등에 속한 기업들이 성장을 위해 신규자본이 필요해 주식시장에 진입하는 기업들이 대부분이다. 하지만 신규상장은 설립연수 조건이 있어 상대적으로 기업업력이 짧은 기업들은 우회상장을 통해 시장에 진입하고 있다. 따라서 성장성이 높은 비상장기업은 자본을 더 많이 조달하기 위해 자본시장에 진입하고자 하는 동기가 강하다. 이를 통제하기 위해 매출액성장률($GROWTH_{it-1}$)을 모형식에 포함시켰다(Adjei et al. 2008, 최성호와 최관 2014).

우회상장 비상장기업은 과거 비상장기업의 손익정보를 바탕으로 미래 거시적 경제상황과 함께 우회상

2) 선행연구에서 자기자본비용 추정은 주로 Gorden의 배당성장모형과 CAPM 등을 이용하였다. 그러나 재무학 분야에서는 측정방법의 유효성에 대해 의문이 제기되면서(Fama and French 1997), 가치평가모형을 기초로 내재된 자기자본비용(implied cost of capital)을 추정하는 다양한 연구가 진행되었다. 하지만 한국의 경우 재무분석가 이익예측정보가 비교적 최근에 이용 가능해짐에 따라 자기자본비용과 관련된 연구의 진행은 아직까지 미미한 실정이다(황이석 등 2008).
Gebhardt et al.(2001)은 I/B/E/S의 예측치 자료를 이용하여 기업의 위험 프리미엄을 추정하는 방식으로 자기자본비용을 추정하였다. 최근에는 Ohlson and Juettner(2005)의 초과이익성장모형(AEGV: abnormal earnings growth valuation model)을 활용하여 자기자본비용을 추정하는 연구가 수행되고 있다. Easton(2004)는 초과이익성장모형에서 미래초과회계이익 성장을 0으로 가정하는 수정 주가-이익성장모형(MPEG: modified price-earning growth model)과 추가적으로 미래 1기간의 주당배당금을 0으로 가정하는 주가-이익성장모형(PEG : price-earnings growth model)에 의한 자기자본비용 추정모형을 제시하였다.
이러한 연구들은 사후적 주식수익률 자료에 의존하지 않고 사전적 관점에서 위험 프리미엄을 측정한다는 점에서 중요한 공헌을 하고 있다. 그러나 예측기간(forecast horizon)에 대해 적용되는 재무분석가 예측치의 잠재적 편의(bias)가 내재되어 있을 가능성이 있으며(Kim et al. 2011), 우리나라의 경우 재무분석가의 예측치가 풍부하지 않아 연구수행에 어려움이 수반될 수 있다(최성호 2013). 특히 우회상장기업기업의 경우 재무분석가가 이익예측치를 발표한 기업이 많지 않아서 사전적 자기자본비용을 추정하기가 매우 힘들다.

3) 자기자본비용은 CAPM(Capital Asset Pricing Model)으로 측정하였다(Fama and French 1997).
$COC = R_f + (E(R_m) - R_f)*\beta$
$COC$ = 자기자본비용; $R_f$ = 무위험이자율(직전연도 3년만기 국고채 연평균 수익률); $R_m$ = 코스닥지수 연간수익률;
$\beta$ = 베타(연도별 기업별 과거 1년간 주식변동을 이용하여 시장모형에 의해 측정).

장 후 상장기업과의 시너지 효과등을 반영하여 추정손익을 산출한다. 따라서 비상장기업이 상장 전 추정한 손익정보와 상장 후 실적손익정보와의 차이에 대해 외부정보이용자들이 투자의사결정시 활용하는지에 대한 본 연구의 주제를 검증하기 위해서는 우회상장 전 상장기업의 기업특성을 통제하여야 한다. 따라서 우회상장 전 상장기업의 총자산이익률($PROA_{it-1}$), 기업규모($PSIZE_{it-1}$), 부채비율($PLEV_{it-1}$), 매출액성장률($PGROWTH_{it-1}$)과 손실발생여부($PLOSS_{it-1}$)를 통제변수로 포함하였다.[4] 마지막으로 표본기업의 연도별, 산업별효과를 통제하기 위하여 연도더미($\Sigma YD_{it}$)와 산업더미($\Sigma IND_{it}$)를 모형식에 추가하였다.

우회상장기업은 상장 전 추정손익계산서에 일반적으로 매출액과 영업이익 그리고 당기순이익 정보를 공시하고 있다. 모형식 (2)는 손익계산서 구성요소인 매출액과 영업이익에 대한 추정치와 실적치간 차이에 대해서 투자자들이 투자의사결정에 반영하고 있는지를 검증하고자 설정하였다.

$$\begin{aligned} COC_{it+k} &= \beta_0 + \beta_1 SDSALES_{it+k}(SDOI_{it+k}) \\ &+ \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} \\ &+ \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 PROA_{it-1} \\ &+ \beta_7 PSIZE_{it-1} + \beta_8 PLEV_{it-1} \\ &+ \beta_9 PGROWTH_{it-1} + \beta_{10} PLOSS_{it-1} \\ &+ \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \end{aligned} \quad (2)$$

$SDSALES_{it+k}$ = 우회상장 k년 후 실제매출액과 추정매출액간 차이(=매출액 실적치-매출액 추정치)/전기 자산총계

$SDOI_{it+k}$ = 우회상장 k년 후 실제영업이익과 추정영업이익간 차이(=영업이익 실적치-영업이익 추정치)/전기 자산총계

$SDSALES_{it+k}$는 실제매출액과 추정매출액간의 차이를 나타낸 것이며, $SDOI_{it+k}$는 실제영업이익과 추정영업이익간의 차이를 나타낸 것이다. 만약 우회상장 비상장기업의 추정매출액이 실제매출액보다 더 클수록 투자자들이 부정적으로 인지하여 이를 투자의사결정에 반영한다면, $SDSALES_{it+k}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 영업이익에 대해서도 마찬가지로 추정영업이익이 실제영업이익보다 더 클수록 투자들이 부정적으로 인지하여 이를 투자의사결정에 반영한다면, $SDOI_{it+k}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 하지만 투자자들이 실제매출액(영업이익)과 추정매출액(영업이익)의 차이에 대해서 투자의사결정에 반영하지 않는다면, $\beta_1$은 유의하지 않을 것이다.

### 3.2 연구자료의 선택

본 연구는 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치' 시행이후부터 2014년까지 우회상장을 통해 코스닥(KOSDAQ)시장에 진입한 비상장기업을 대상으로 분석하였다.

대상기간을 2006년 6월 이후로 제한한 이유는 본 연구가 검증하고자 하는 우회상장 비상장기업의 추정재무정보를 사업보고서에 의무 공시하도록 강제화한 것이 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'이기 때문이다. 또한 표본을 최대한 확보하기 위해 2014년에 우회상장하여 2015년 상반기 재무제표를 제출한 기업까지 분석기간에 포함하였다.

4) 우회상장 전 비상장기업은 당기순손실을 보고한 기업이 없어서 비상장기업의 상장 전 손실발생여부($LOSS_{it-1}$)는 통제변수에서 자동적으로 제외되었다.

우회상장기업은 전자공시시스템에서 비상장기업 및 상장기업이 제출한 합병신고서, 주식교환신고서, 영업양수·도 신고서, 자산양수·도 신고서를 통해 표본을 추출하였으며, 2007년 이후기간에 대해서는 KOSCOM의 Check Expert와 상장사협의회의 TS2000을 통해 재확인하였다.[5] 그리고 다음의 조건을 모두 만족하는 기업을 표본으로 선택하였다.

(1) 금융업에 속하지 않은 12월 결산법인
(2) NICE 신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 재무자료에 대한 자료가 입수 가능한 기업
(3) 우회상장 후 사업보고서에 손익정보 추정치와 실적치를 공시한 기업[6]
(4) 우회상장 이후 2년내 다른 비상장기업과 우회상장을 시도하지 않은 기업

조건 (1)에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이할 수 있어 동일한 조건하에서 비교가능성을 제고하기 위해서이며, 12월 이외의 결산법인을 제외한 이유는 표본의 동질성 확보를 하기 위해서이다. 조건 (2)와 조건 (3)은 자료원에 관한 사항이다. 조건 (4)에서 우회상장 이후 2년내 다른 비상장기업과 우회상장을 시도한 기업을 제외한 이유는 우회상장 전 비상장주식 가치평가를 위해 산정한 추정손익계산서 정보와 손익계산서 실적치를 정확히 측정하기가 어렵기 때문이다. 또한 통제변수 중 연속변수의 상하 1%의 측정치를 극단치로 여겨 winsorising하였다.

〈표 1〉은 표본선정과정을 나타낸 것이다. 가설검증에 필요한 표본 중 우회상장기업 중 표본선정 기준을 충족한 기업은 총 64개 기업이다. 이중 우회상장 2년차 추정손익정보와 실제손익정보를 비교 공시한 기업은 39개 기업이다.

〈표 1〉 표본기업의 선정

| 기준 | 기업수 |
|---|---|
| 우회상장 기업(2006-2014) | 145 |
| - 금융업 혹은 12월 이외의 결산법인 | 1 |
| - 우회상장 전후 2년내 다른 기업과 우회상장을 한 기업 | 11 |
| - 상장 후 사업보고서에 재무정보 추정치나 실적치를 공시하지 않은 기업 | 69 |
| = 최종 표본 | 64 |

## Ⅳ. 실증분석결과

### 4.1 기술통계량

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계량은 〈표 2〉에 보고하였다. 패널 A는 가설검증에 필요한 주요변수에 대한 기술통계량이다. 우회상장기업의 상장연도 자기자본비용($COC_{it}$)의 평균은 0.070이며, 중위수는 0.069이다. 그리고 상장연도의 당기순이익 실적치와 추정치간의 차이를 나타내는 $SDNI_{it}$의 평균과 중위수는 각각 -0.621과 -0.181이다. 이는 상장연도의 실제당기순이익보다 추정당

5) 우회상장시점은 신주상장일을 기점으로 하였으며, 신주상장을 하지 않는 기업은 신고서 제출일을 기점으로 하였다.
6) 2006년부터 2008년까지는 사업보고서의 '재무에 관한 사항'에 우회상장전후 재무예측치와 실적치를 비교하였다. 하지만 2009년 이후부터는 사업보고서 보고양식이 바뀌면서 대부분 '그 밖에 투자자 보고를 위하여 필요한 사항'에 공시하고 있다. 2006년부터 2008년까지는 의무공시사항으로 거의 모든 기업들이 자료를 공시하고 있는 반면, 2009년부터는 사업보고서에 모든 기업들이 공시하고 있지는 않는다.

〈표 2〉 기술통계량

〔패널 A〕 주요 변수에 대한 기술통계량

| N=64 | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 중위수 | 최대값 |
|---|---|---|---|---|---|
| $COC_{it}$ | 0.070 | 0.010 | 0.048 | 0.069 | 0.088 |
| $SDNI_{it}$ | -0.621 | 1.393 | -6.991 | -0.181 | 0.219 |
| $SDSALES_{it}$ | -0.707 | 3.439 | -26.618 | -0.090 | 1.366 |
| $SDOI_{it}$ | -0.316 | 0.939 | -7.201 | -0.084 | 0.012 |
| $ROA_{it-1}$ | 0.087 | 0.082 | 0.006 | 0.061 | 0.340 |
| $SIZE_{it-1}$ | 10.428 | 0.507 | 9.052 | 10.394 | 11.567 |
| $LEV_{it-1}$ | 1.533 | 1.505 | 0.045 | 1.270 | 6.284 |
| $GROWTH_{it-1}$ | 0.144 | 0.594 | -1.554 | 0.117 | 1.773 |
| $PROA_{it-1}$ | -0.187 | 0.366 | -1.607 | -0.103 | 0.173 |
| $PSIZE_{it-1}$ | 10.500 | 0.317 | 9.780 | 10.458 | 11.259 |
| $PLEV_{it-1}$ | 0.380 | 0.231 | 0.035 | 0.373 | 0.901 |
| $PGROWTH_{it-1}$ | 0.011 | 0.436 | -0.755 | -0.020 | 1.467 |
| $PLOSS_{it-1}$ | 0.625 | 0.488 | 0.000 | 1.000 | 1.000 |

〔패널 B〕 주요 변수에 대한 집단간 차이검증

| | NI 과대추정 표본 (N=53) | | NI 과소추정 표본 (N=11) | | 차이검증 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 평균 | 중위수 | 평균 | 중위수 | 평균 | 중위수 |
| $COC_{it}$ | 0.071 | 0.069 | 0.065 | 0.062 | -1.86* | -0.99 |
| $SDNI_{it}$ | -0.758 | -0.270 | 0.040 | 0.015 | 3.87*** | 3.62*** |
| $SDSALES_{it}$ | -0.844 | -0.102 | -0.049 | -0.042 | 1.53 | 1.64* |
| $SDOI_{it}$ | -0.378 | -0.128 | -0.020 | -0.000 | 2.54** | 2.96*** |
| $ROA_{it-1}$ | 0.086 | 0.061 | 0.092 | 0.089 | 0.24 | 0.33 |
| $SIZE_{it-1}$ | 10.357 | 10.344 | 10.769 | 10.599 | 2.56** | 1.64* |
| $LEV_{it-1}$ | 1.554 | 1.089 | 1.433 | 1.414 | -0.24 | 0.99 |
| $GROWTH_{it-1}$ | 0.140 | 0.121 | 0.163 | 0.100 | 0.12 | -0.33 |
| $PROA_{it-1}$ | -0.210 | -0.104 | -0.077 | 0.038 | 1.51 | 0.33 |
| $PSIZE_{it-1}$ | 10.455 | 10.452 | 10.713 | 10.708 | 2.56** | 1.64* |
| $PLEV_{it-1}$ | 0.369 | 0.364 | 0.430 | 0.495 | 0.79 | 0.33 |
| $PGROWTH_{it-1}$ | -0.020 | -0.024 | 0.159 | 0.052 | 1.25 | 0.33 |
| $PLOSS_{it-1}$ | 0.660 | 1.000 | 0.455 | 0.000 | -1.28 | -1.27 |

1) 변수정의는 다음과 같음. $COC_{it+k}$: 우회상장 k년 후 자기자본비용; $SDNI_{it+k}$: 우회상장 k년 후 당기순이익 실적치와 추정치간 차이((당기순이익 실적치-당기순이익 추정치)/전기 자산총계); $SDSALES_{it+k}$: 우회상장 k년 후 매출액 실적치와 추정치간 차이((매출액 실적치-매출액 추정치)/전기 자산총계); $SDOI_{it+k}$: 우회상장 k년 후 영업이익 실적치와 추정치간 차이((영업이익 실적치-영업이익 추정치)/전기 자산총계); $ROA_{it-1}$: 비상장기업의 우회상장 전 총자산이익률(전기 당기순이익/전기 자산총계); $SIZE_{it-1}$: 비상장기업의 우회상장 전 기업규모(전기 자산총계의 자연로그 값); $LEV_{it-1}$: 비상장기업의 우회상장 전 부채비율(전기 부채총계/전기 자본총계); $GROWTH_{it-1}$: 비상장기업의 우회상장 전 매출액성장률((전기 매출액-전전기 매출액)/전전기 매출액); $PROA_{it-1}$: 상장기업의 우회상장 전 총자산이익률(전기 당기순이익/전기 자산총계); $PSIZE_{it-1}$: 상장기업의 우회상장 전 기업규모(전기 자산총계의 자연로그 값); $PLEV_{it-1}$: 상장기업의 우회상장 전 부채비율(전기 부채총계/전기 자본총계); $PGROWTH_{it-1}$: 상장기업의 우회상장 전 매출액성장률((전기 매출액-전전기 매출액)/전전기 매출액); $PLOSS_{it-1}$: 상장기업의 우회상장 전 손실발생 여부(상장 전 당기순손실이 발생했으면 1, 아니면 0인 더미변수).
2) 아래 첨자 it는 i기업의 상장연도 t를 나타냄.
3) 평균차이검증은 t-test이며, 값은 t-value임. 중위수 차이검증은 Wilcoxon test이며, 값은 z-value임.
4) ***,**,*은 양측 검증시 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

기순이익이 더 크다는 것으로 비상장기업의 주식평가시 미래 추정손익을 과대하게 측정하여 비상장주식의 가치를 높게 책정하려는 경향이 있다는 지적을 실증적으로 보여주는 결과이다. 매출액에 대한 실적치와 추정치간의 차이를 나타내는 $SDSALES_{it}$의 평균과 중위수는 각각 -0.707과 -0.090이며, 영업이익에 대한 실적치와 추정치간 차이를 나타내는 $SDOI_{it}$의 평균과 중위수는 각각 -0.316과 -0.084이다. 이는 추정당기순이익이 실제당기순이익보다 과대보고하는 경향이 있다는 결과와 유사하게 매출액과 영업이익의 추정치도 실적치보다 과대추정하는 성향이 있음을 나타내는 결과이다.

비상장기업의 우회상장 전 총자산이익률($ROA_{it-1}$)의 평균(중위수)는 0.087(0.061)이며, 기업규모($SIZE_{it-1}$)의 평균과 중위수는 각각 10.428과 10.394이다. 또한 부채비율($LEV_{it-1}$)의 평균은 1.533이며, 중위수는 1.270이다. 매출액성장률($GROWTH_{it-1}$)은 평균 0.144으로, 이는 전년대비 매출액이 평균적으로 14% 증가했다는 결과이다.

상장기업의 우회상장 전 총자산이익률($PROA_{it-1}$)의 평균(중위수)는 -0.187(-0.103)이다. 그리고 손실발생여부($PLOSS_{it-1}$)의 평균은 0.625로 전체 표본 64개 중 40개 기업(62.5%)이 우회상장 전 당기순손실을 보고했다는 결과이다. 매출액성장률($PGROWTH_{it-1}$)은 평균 0.011로, 전년대비 매출액이 평균적으로 1% 증가했음을 의미한다. 기업규모($PSIZE_{it-1}$)의 평균과 중위수는 각각 10.500과 10.458이며, 부채비율($PLEV_{it-1}$)의 평균은 0.380이며, 중위수는 0.373이다. 이상의 결과를 종합해보면, 우회상장 비상장기업은 상장기업에 비해 수익성과 성장성이 좋은 반면, 재무건전성은 오히려 더 열악하다.

패널 B는 상장연도에 대한 추정당기순이익을 실제당기순이익보다 과대예측(실적손익 〈 추정손익)한 기업과 과소예측(실적손익 〉 추정손익)한 기업으로 구분하여 주요변수에 대한 기술통계와 집단간 차이검증 결과를 보고하였다. 당기순이익 과대예측기업의 상장연도의 자기자본비용($COC_{it}$)은 평균과 중위수가 각각 0.071과 0.069인 반면, 과소예측기업의 자기자본비용의 평균과 중위수는 각각 0.065와 0.062이다. 집단간 평균 차이검증을 수행한 결과, 과대예측기업이 과소예측기업에 비해 유의하게 자기자본비용이 더 높은 것으로 나타났다. 이는 당기순이익을 과대예측한 기업에 대해서 당기순이익을 보수적으로 추정한 기업(과소예측 기업)에 비해 시장참여자들이 투자의사결정시 부정적으로 인지하고 있다는 결과이다. 또한 당기순이익을 과대예측한 기업이 과소예측한 기업에 비해 매출액($SDSALES_{it}$)과 영업이익($SDOI_{it}$)도 더 과대 추정하는 것으로 나타났다. 그리고 당기순이익을 과대예측하는 기업이 과소예측하는 기업에 비해 비상장기업의 우회상장 전 기업규모($SIZE_{it-1}$)와 상장기업의 우회상장 전 기업규모($PSIZE_{it-1}$)가 유의하게 작았다.

### 4.2 주요변수간의 상관관계 분석

〈표 3〉는 가설을 검증하는데 앞서 주요변수 간의 피어슨(Pearson) 상관계수와 그에 따른 유의수준을 보고하였다.

상장연도에 당기순이익의 실적치와 추정치간 차이($SDNI_{it}$), 매출액의 실적치와 추정치간 차이($SDSALES_{it}$), 영업이익의 실적치와 추정치간 차이($SDOI_{it}$)는 자기자본비용($COC_{it}$)과 유의한 음(-)의 상관성을 가지고 있다. 이는 당기순이익을 과대예측한 기업에 대해서 시장참여자들이 부정적으로 평가하고 있다는 것을 의미하며, 매출액과 영업이익

에 대해서도 과대예측한 기업에 대해서 투자자들이 투자의사결정시 부정적으로 평가하고 있다는 것을 의미한다.

그리고 당기순이익의 실적치와 추정치간 차이($SDNI_{it}$), 매출액의 실적치와 추정치간 차이($SDSALES_{it}$), 그리고 영업이익의 실적치와 추정치간 차이($SDOI_{it}$)는 모두 유의한 양(+)의 상관성을 가지는 것으로 나타났다. 당기순이익의 실적치와 추정치간 차이($SDNI_{it}$)는 비상장기업의 우회상장 전 총자산이익률($ROA_{it-1}$)와는 음(-)의 상관성을, 비상장기업의 우회상장 전 기업규모($SIZE_{it-1}$)와는 양(+)의 상관성이 나타났다. 매출액의 실적치와 추정치간 차이($SDSALES_{it}$)와 영업이익의 실적치와 추정치간 차이($SDOI_{it}$)도 비상장기업의 우회상장 전 기업규모($SIZE_{it-1}$)와는 양(+)의 상관성이 나타났다. 추가적으로 영업이익의 실적치와 추정치간 차이

〈표 3〉 상관관계분석

| | $COC_{it}$ | $SDNI_{it}$ | $SDSALES_{it}$ | $SDOI_{it}$ | $ROA_{it-1}$ | $SIZE_{it-1}$ | $LEV_{it-1}$ | $GROWTH_{it-1}$ | $PROA_{it-1}$ | $PSIZE_{it-1}$ | $PLEV_{it-1}$ | $PGROWTH_{it-1}$ | $PLOSS_{it-1}$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| $COC_{it}$ | 1 | -0.232<br>(0.065) | -0.242<br>(0.054) | -0.208<br>(0.099) | -0.053<br>(0.681) | 0.013<br>(0.916) | 0.103<br>(0.420) | -0.054<br>(0.673) | -0.057<br>(0.656) | 0.148<br>(0.244) | 0.289<br>(0.021) | -0.100<br>(0.431) | 0.071<br>(0.577) |
| $SDNI_{it}$ | | 1 | 0.731<br>(0.000) | 0.693<br>(0.000) | -0.259<br>(0.039) | 0.576<br>(0.000) | -0.079<br>(0.535) | 0.044<br>(0.732) | -0.072<br>(0.570) | 0.052<br>(0.684) | 0.004<br>(0.974) | 0.145<br>(0.255) | -0.126<br>(0.320) |
| $SDSALES_{it}$ | | | 1 | 0.934<br>(0.000) | -0.028<br>(0.825) | 0.253<br>(0.043) | 0.031<br>(0.808) | -0.113<br>(0.375) | -0.080<br>(0.528) | 0.014<br>(0.911) | -0.022<br>(0.863) | 0.170<br>(0.179) | 0.092<br>(0.472) |
| $SDOI_{it}$ | | | | 1 | 0.005<br>(0.969) | 0.282<br>(0.024) | 0.128<br>(0.312) | -0.233<br>(0.063) | -0.059<br>(0.643) | 0.009<br>(0.942) | -0.021<br>(0.867) | 0.198<br>(0.116) | 0.074<br>(0.561) |
| $ROA_{it-1}$ | | | | | 1 | -0.183<br>(0.148) | -0.036<br>(0.775) | 0.034<br>(0.789) | 0.150<br>(0.237) | 0.019<br>(0.883) | 0.079<br>(0.534) | 0.168<br>(0.186) | -0.096<br>(0.451) |
| $SIZE_{it-1}$ | | | | | | 1 | -0.090<br>(0.480) | 0.076<br>(0.549) | 0.120<br>(0.347) | 0.432<br>(0.000) | -0.131<br>(0.303) | 0.036<br>(0.777) | -0.216<br>(0.086) |
| $LEV_{it-1}$ | | | | | | | 1 | -0.106<br>(0.406) | -0.470<br>(0.000) | -0.146<br>(0.250) | -0.055<br>(0.668) | -0.111<br>(0.382) | 0.191<br>(0.130) |
| $GROWTH_{it-1}$ | | | | | | | | 1 | -0.114<br>(0.368) | -0.054<br>(0.669) | 0.126<br>(0.323) | 0.190<br>(0.133) | -0.022<br>(0.860) |
| $PROA_{it-1}$ | | | | | | | | | 1 | 0.319<br>(0.010) | 0.115<br>(0.368) | 0.243<br>(0.053) | -0.543<br>(0.000) |
| $PSIZE_{it-1}$ | | | | | | | | | | 1 | 0.013<br>(0.921) | -0.138<br>(0.276) | -0.157<br>(0.217) |
| $PLEV_{it-1}$ | | | | | | | | | | | 1 | -0.018<br>(0.890) | 0.221<br>(0.080) |
| $PGROWTH_{it-1}$ | | | | | | | | | | | | 1 | -0.200<br>(0.114) |
| $PLOSS_{it-1}$ | | | | | | | | | | | | | 1 |

1) Pearson 상관계수를 나타냄. ( )은 상관계수의 유의성을 나타낸 p-value임.
2) 변수정의는 〈표 2〉의 하단과 같음.

($SDOI_{it}$)는 비상장기업의 우회상장 전 매출액 성장률($GRWOTH_{it-1}$)와는 음(-)의 상관성이 나타났다. 하지만 다른 변수와도 관련이 있기 때문에 다변량 회귀분석을 통해 분석해 보아야 이들 변수들의 직접적인 효과를 파악할 수 있다.

### 4.3 회귀분석

우회상장을 통해 시장에 진입한 비상장기업이 상장 전 비상장주식의 가치평가를 위해 작성한 추정당기순이익이 상장 후 보고한 당기순이익과의 차이에 대해서 외부정보이용자들이 차별적으로 인지하는지에 대한 가설 1의 분석결과를 〈표 4〉에 보고하였다. 모형 1은 상장연도의 추정손익과 실제손익과의 차이에 대한 외부투자자의 인지정도를 살펴본 것이고, 모형 2은 상장 1년 후 추정손익과 실제손익과의 차이에 대한 외부정보이용자의 인지정도를 살펴본 것이다. 회귀분석상에 산업($\Sigma IND$)과 연도($\Sigma YD$) 더미변수는 포함되었지만, 지면상 보고는 생략한다. 모형의 적합도를 나타내는 F-value는 모든 모형에서 통계적으로 유의하게 나타났으며, 모형의 설명력(Adj $R^2$)은 모형 1은 17.5%, 모형 2은 64.4%로 나타났다.[7)]

먼저, 모형 1에서 우회상장 비상장기업이 상장연도의 추정손익을 실적손익에 비해 과대예측한 기업에 대해서 외부정보이용자인 투자자들이 투자의사결정시 부정적으로 인지하는지를 살펴보기 위한 관심변수는 $SDNI_{it}$이다. 만약 가설에서 예측한대로 비상장기업이 실적손익에 비해 추정손익을 과대예측한 기업에 대해서 투자자들이 부정적으로 인지한다면 자기자본비용은 유의하게 더 높을 것이다. 분석결과, 관심변수인 $SDNI_{it}$의 회귀계수인 $a_1$은 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이는 가설에서 예측한대로 추정손익을 실적손익에 비해 과대예측한 기업의 자기자본비용이 더 크다는 결과로서, 추정손익을 과대예측한 기업에 대해 외부정보이용자들이 부정적으로 인지하고 있음을 나타낸 것이다.

그리고 상장 1년 후에 추정손익과 실적손익의 차이에 대한 투자자의 인지정도를 분석한 모형 2의 결과를 살펴보면, 관심변수인 $SDNI_{it+1}$의 회귀계수인 $a_1$은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다.

이상의 결과를 종합해 보면, 우회상장 비상장기업이 상장 전 추정한 당기순이익이 상장 후 실제당기순이익보다 과대 추정될수록 상장 후 투자자들은 투자의 사결정시 부정적으로 인지한다는 결과이다. 이러한 결과는 비상장기업이 미래추정손익을 과대하게 산정하려는 행위를 공시를 통해 규제하고자 한 '2006년 우회상장 규제강화조치'의 유효성을 뒷받침 하는 실증결과이다.

우회상장기업은 사업보고서에 비상장기업의 대표적인 손익계산서 항목의 실적치와 재무예측치를 공시하도록 2006년 관련 규정을 개정하였다. 이에 손익계산서 항목 중 매출액과 영업이익 그리고 당기순이익에 대해서 대부분의 기업들이 비교정보를 사업보고서에 공시하고 있다. 따라서 우회상장 비상장기업의 추정매출액(영업이익)이 실제매출액(영업이익)보다 클수록 투자자들이 투자의사결정시 부정적으로 인지하는지에 대한 가설 2의 분석결과를 〈표 5〉에 보고하였다. 모형 1과 모형 2는 상장연도의 매출액 차이와 영업이익 차이를 분석한 것이고, 모형 3과 모형 4는 상장 1년 후 매출액 차이와 영업이익 차이를 분석한 것이다. 표 보고 형식은 〈표 4〉와 동일하다.

7) 〈표 4〉의 변수간 다중공선성을 체크해본 결과, VIF값이 가장 큰 변수는 모형 2의 $PROA_{it-1}$로서 4.337이다.

〈표 4〉 가설 1에 대한 회귀분석

$$COC_{it+k} = a_0 + a_1 SDNI_{it+k} + a_2 ROA_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 GROWTH_{it-1} + a_6 PROA_{it-1} + a_7 PSIZE_{it-1} + a_8 PLEV_{it-1} + a_9 PGROWTH_{it-1} + a_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

| 종속변수 | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ |
|---|---|---|
| Model | Model 1 | Model 2 |
| 상수항 | -0.045<br>(-0.98) | -0.125<br>(-1.73)* |
| $SDNI_{it}$ | -0.003<br>(-2.75)*** | |
| $SDNI_{it+1}$ | | -0.043<br>(-5.82)*** |
| $ROA_{it-1}$ | -0.019<br>(-1.22) | -0.006<br>(-0.20) |
| $SIZE_{it-1}$ | 0.006<br>(1.67) | 0.009<br>(1.81)* |
| $LEV_{it-1}$ | 0.001<br>(1.41) | 0.001<br>(0.26) |
| $GROWTH_{it-1}$ | -0.002<br>(-0.87) | -0.001<br>(-0.22) |
| $PROA_{it-1}$ | -0.001<br>(-0.24) | -0.000<br>(-0.01) |
| $PSIZE_{it-1}$ | 0.005<br>(1.12) | 0.010<br>(1.26) |
| $PLEV_{it-1}$ | 0.011<br>(1.97)* | 0.014<br>(1.27) |
| $PGROWTH_{it-1}$ | 0.000<br>(0.16) | 0.002<br>(0.35) |
| $PLOSS_{it-1}$ | -0.000<br>(-0.03) | 0.004<br>(0.75) |
| $\Sigma IND$ & $\Sigma YD$ | Included | Included |
| F-value | 2.11** | 6.72*** |
| Adj $R^2$ | 0.1750 | 0.6438 |
| 표본수 | 64 | 39 |

1) 변수정의는 〈표 2〉의 하단과 같음.
2) ***, **, *은 양측검증으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

모형의 적합도를 나타내는 F-value는 모형과 상관없이 통계적으로 모두 유의하게 나타났다. 그리고 모형의 설명력(Adj $R^2$)은 12.6%에서 63%까지 나타났다.[8)]

먼저, 모형 1에서 우회상장 비상장기업이 상장연도의 추정매출액을 실제매출액에 비해 과대예측한 기업에 대해서 외부정보이용자인 투자자들이 투자의사결정시 부정적으로 인지하는지를 살펴보기 위한 관심변수는 $SDSALES_{it}$이다. 만약 가설에서 예측한대로 비상장기업이 실제매출액에 비해 추정매출액을 과대예측한 기업에 대해서 투자자들이 부정적으로 인지한다면, 추정매출액을 과대예측한 기업은 과소예측한 기업에 비해 자기자본비용이 유의하게 더 높을 것이다. 분석결과, 관심변수인 $SDSLAES_{it}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 유의한 음(-)의 값이 나타났다.

모형 2는 상장연도의 실제영업이익에 비해 추정영업이익을 과대예측한 기업에 대해서 외부정보이용자인 투자자들이 투자의사결정시 차별적으로 인지하는지를 살펴보기 위한 관심변수는 $SDOI_{it}$이다. 분석결과, 가설에서 예측한대로 관심변수인 $SDOI_{it}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 유의한 음(-)의 값이 나타났다.

이는 상장연도의 추정매출액과 추정영업이익을 실제매출액과 실제영업이익에 비해 과대하게 예측할수록 투자자들은 부정적으로 인지한다는 결과로, 가설 1 검증결과인 〈표 4〉 모형 1의 결과와 질적으로 동일하다.

모형 3은 상장 1년 후 실제매출액과 추정매출액의 차이에 대해서 투자자의 인지정도를 분석한 것이다. 분석결과, 관심변수인 $SDSLAES_{it+1}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 음(-)의 값이 나타났으나 유의하지는 않는다.[9)] 이는 투자자들이 우회상장 비상장기업의 상장연도 추정매출액과 실제매출액의 정보를 투자의사결정시 활용하는 반면, 상장 1년후에는 매출액 예측오차 정보를 투자의사결정에 반영하고 있지 않다는 것을 의미한다.

모형 4는 상장 1년 후 실제영업이익과 추정영업이익의 차이에 대해서 투자자의 인지정도를 분석한 결과, 관심변수인 $SDOI_{it+1}$의 회귀계수인 $\beta_1$은 유의한 음(-)의 값이 나타났다.

따라서 모형 1부터 모형 4까지의 분석결과를 종합해보면, 투자자들이 매출액에 대해서는 상장연도의 첫 예측오차정보를 민감하게 반영하고 있는 반면, 영업이익은 대표적인 수익성 항목으로 투자자들의 수익과도 직결되어 있어 상장연도와 상장 1년후 예측오차 정보를 투자의사결정에 모두 반영하고 있다. 이는 상장 1년 후 실제매출액과 추정매출액의 차이를 분석한 모형 3을 제외하고 실제손익(매출액, 영업이익)보다 추정손익을 과대예측할수록 외부이해관계자들은 투자의사결정시 부정적으로 인지한다는 결과로서 앞서 가설 1 검증결과와 유사하다. 우회상장 비상장기업이 추정손익을 낙관적으로 예측하게 되면, 비상장주식의 가치는 높게 평가되고, 이로 인해 상장기업과의 주식교환 비율 산정시 비상장기업의 기존주주에게 유리하게 된다. 따라서 상대적으로 비상장기업의 추정손익의 과대예측은 상장기업의 기존주주의 부를 비상장기업의 주주에게 이전하게 되는 효과가 있기에 이로 인해 폐해를 줄이기 위해 추정손익의 과대예측 정도를 사업보고서에 공시하도록 법제화 하였다. 본 분석결과는 추정손익과 실적손익의 공시정보를 시장참여자들이 투자의사결정에 반영하고 있다는 결과로서 '2006년 우회상장 규제강화 조치' 중 추정손익 정보와 관련된 공시정책은 효과성

8) 〈표 5〉의 변수간 다중공선성을 체크해본 결과, VIF값이 가장 큰 변수는 모형 4의 $PROA_{it-1}$로서 4.539이다.
9) 기술통계상 $SDSALES_{it+1}$가 다른 관심변수보다 분산이 작다. $SDSALES_{it}$의 표준편차는 3.439이나, $SDSALES_{it+1}$의 표준편차는 0.324이다. 그리고 $SDOI_{it}$과 $SDOI_{it+1}$의 표준편차는 각각 0.939과 0.372이다.

〈표 5〉 가설 2에 대한 회귀분석

$$COC_{it+k} = \beta_0 + \beta_1 SDSALES_{it+k}(SDOI_{it+k}) + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 PROA_{it-1} + \beta_7 PSIZE_{it-1} + \beta_8 PLEV_{it-1} + \beta_9 PGROWTH_{it-1} + \beta_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (2)$$

| 종속변수 | $COC_{it}$ | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ | $COC_{it+1}$ |
|---|---|---|---|---|
| Model | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 |
| 상수항 | -0.030<br>(-0.66) | -0.029<br>(-0.64) | -0.185<br>(-1.72)* | -0.096<br>(-1.30) |
| $SDSALES_{it}$ | -0.001<br>(-2.29)** | | | |
| $SDOI_{it}$ | | -0.003<br>(-2.06)** | | |
| $SDSALES_{it+1}$ | | | -0.014<br>(-1.10) | |
| $SDOI_{it+1}$ | | | | -0.046<br>(-5.63)*** |
| $ROA_{it-1}$ | -0.011<br>(-0.70) | -0.009<br>(0.59) | -0.032<br>(-0.76) | -0.018<br>(-0.61) |
| $SIZE_{it-1}$ | 0.002<br>(0.71) | 0.002<br>(0.79) | 0.007<br>(0.97) | 0.007<br>(1.44) |
| $LEV_{it-1}$ | 0.002<br>(1.72)* | 0.002<br>(1.89)* | 0.002<br>(0.54) | 0.001<br>(0.51) |
| $GROWTH_{it-1}$ | -0.002<br>(-0.97) | -0.003<br>(-1.17) | -0.004<br>(-0.60) | 0.000<br>(0.10) |
| $PROA_{it-1}$ | 0.001<br>(0.19) | 0.001<br>(0.26) | -0.034<br>(-2.16)** | 0.003<br>(0.23) |
| $PSIZE_{it-1}$ | 0.007<br>(1.56) | 0.007<br>(1.44) | 0.020<br>(1.69) | 0.010<br>(1.21) |
| $PLEV_{it-1}$ | 0.009<br>(1.59) | 0.010<br>(1.69)* | -0.013<br>(-0.82) | 0.005<br>(0.45) |
| $PGROWTH_{it-1}$ | 0.001<br>(0.23) | 0.001<br>(0.28) | 0.011<br>(1.05) | 0.003<br>(0.39) |
| $PLOSS_{it-1}$ | 0.002<br>(0.67) | 0.002<br>(0.62) | -0.008<br>(-0.88) | 0.004<br>(0.60) |
| $\Sigma IND$ & $\Sigma YD$ | Included | Included | Included | Included |
| F-value | 1.86* | 1.75* | 1.87* | 6.40*** |
| Adj $R^2$ | 0.1408 | 0.1255 | 0.2160 | 0.6303 |
| 표본수 | 64 | 64 | 39 | 39 |

1) 변수정의는 〈표 2〉의 하단과 같음.
2) ***,**,*은 양측검증으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

이 있다고 판단된다.

### 4.4 강건성 분석

주요 가설과 관련하여 검증결과에 강건성이 있는지를 살펴보기 위하여 몇 가지 분석을 추가적으로 수행하였다. 첫째, 우회상장 비상장기업의 실적손익정보와 추정손익정보의 차이의 절대값을 이용하여 가설을 재검증하였다. 주요가설검증은 실적손익정보와 추정손익정보의 차이를 이용한 것으로 부호효과를 고려하였다. 즉 실적손익정보에 비해 추정손익정보의 과대예측이 시장참여자의 의사결정에 부정적인 영향을 미치는지를 살펴본 것이라면, 강건성분석에서는 추정손익정보의 정확성을 살펴보고자 한다. 따라서 우회상장 비상장기업의 추정손익정보의 정확성이 투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는지에 대한 분석결과를 〈표 6〉에 보고하였다. 지면상 통제변수와 상수항 그리고, 산업더미와 연도더미는 기술하

〈표 6〉 추정치와 실적치간 차이에 대한 절대값을 이용한 가설 재검증

$$COC_{it+k} = a_0 + a_1 ABSDNI_{it+k} + a_2 ROA_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 GROWTH_{it-1} + a_6 PROA_{it-1} + a_7 PSIZE_{it-1} + a_8 PLEV_{it-1} + a_9 PGROWTH_{it-1} + a_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (A1)$$

$$COC_{it+k} = \beta_0 + \beta_1 ABSDSALES_{it+k}(ABSDOI_{it+k}) + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 PROA_{it-1} + \beta_7 PSIZE_{it-1} + \beta_8 PLEV_{it-1} + \beta_9 PGROWTH_{it-1} + \beta_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (A2)$$

| 가설 | H1 | | H2 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종속변수 | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ | $COC_{it}$ | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ | $COC_{it+1}$ |
| Model | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 | Model 6 |
| $ABSDNI_{it}$ | 0.003<br>(2.67)*** | | | | | |
| $ABSDNI_{it+1}$ | | 0.042<br>(5.68)*** | | | | |
| $ABSDSALES_{it}$ | | | 0.001<br>(2.41)** | | | |
| $ABSDOI_{it}$ | | | | 0.003<br>(2.07)** | | |
| $ABSDSALES_{it+1}$ | | | | | 0.002<br>(0.16) | |
| $ABSDOI_{it+1}$ | | | | | | 0.047<br>(5.64)*** |
| *Control Variables* | Included | Included | Included | Included | Included | Included |
| $\Sigma IND$ & $\Sigma YD$ | Included | Included | Included | Included | Included | Included |
| F-value | 2.06** | 6.49*** | 1.92* | 1.75* | 1.70 | 6.42*** |
| Adj $R^2$ | 0.1685 | 0.6341 | 0.1494 | 0.1257 | 0.1806 | 0.6311 |
| 표본수 | 64 | 39 | 64 | 64 | 39 | 39 |

1) 변수정의는 〈표 2〉의 하단과 같음. $ABSDNI_{it+k}$= 우회상장 k년 후 당기순이익 추정치와 실적치간 차이의 절대값(ABS(당기순이익 실적치-당기순이익 추정치)/전기 자산총계); $ABSDSALES_{it+k}$= 우회상장 k년 후 매출액 추정치와 실적치간 차이의 절대값(ABS(매출액 실적치-매출액 추정치)/전기 자산총계); $ABSDOI_{it+k}$= 우회상장 k년 후 영업이익 추정치와 실적치간 차이의 절대값(ABS(영업이익 실적치-영업이익 추정치)/전기 자산총계).
2) 상수항도 포함하여 분석했으나 표에 별도로 기술하지는 않음.
3) ***,**,*은 양측검증으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

지 않고, 관심변수 위주로 보고하였다.

만약 실적손익정보에 비해 추정손익정보와의 차이가 크면 클수록 (추정손익정보의 정확성이 낮아질수록) 외부이해관계자들이 투자의사결정시 부정적으로 인지한다면, 자기자본비용은 높을 것이다. 하지만 이와는 반대로 실적손익정보와 추정손익정보와의 차이에 대해서 민감하게 반응하지 않는다면 자기자본비용과는 유의한 관련성이 나타나지 않을 것이다.

가설 1에 대해 재검증한 결과, 상장연도(모형 1)와 상장 1년후(모형 2)의 추정당기순이익의 정확성($ABSDNI_{it}$, $ABSDNI_{it+1}$)이 떨어질수록 자기자본비용은 유의하게 높은 것으로 나타났다. 그리고 가설 2에 대한 재검증 결과, 상장 1년 후 추정매출액의 정확성을 분석한 모형 5($ABSDSALES_{it+1}$)의 분석결과만 유의하지 않을 뿐 상장연도의 추정매출액의 정확성(모형 3, $ABSDSALES_{it}$)과 추정영업이익의 정확성(모형 4, $ABSDOI_{it}$) 그리고 상장 1년 후 추정영업이익의 정확성(모형 6, $ABSDOI_{it+1}$)이 떨어질수록 자기자본비용은 유의하게 높은 것으로 나타났다.

〈표 7〉 과대예측 표본을 이용한 가설 재검증

$$COC_{it+k} = a_0 + a_1 SDNI_{it+k} + a_2 ROA_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 GROWTH_{it-1} + a_6 PROA_{it-1} + a_7 PSIZE_{it-1} + a_8 PLEV_{it-1} + a_9 PGROWTH_{it-1} + a_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

$$COC_{it+k} = \beta_0 + \beta_1 SDSALES_{it+k}(SDOI_{it+k}) + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 PROA_{it-1} + \beta_7 PSIZE_{it-1} + \beta_8 PLEV_{it-1} + \beta_9 PGROWTH_{it-1} + \beta_{10} PLOSS_{it-1} + \Sigma YD_{it} + \Sigma IND_{it} + \varepsilon_{it-1} \quad (2)$$

| 가설 | H1 | | H2 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종속변수 | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ | $COC_{it}$ | $COC_{it}$ | $COC_{it+1}$ | $COC_{it+1}$ |
| Model | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 | Model 6 |
| $SDNI_{it}$ | -0.002<br>(-2.33)** | | | | | |
| $SDNI_{it+1}$ | | -0.042<br>(-5.19)*** | | | | |
| $SDSALES_{it}$ | | | -0.001<br>(-2.78)** | | | |
| $SDOI_{it}$ | | | | -0.003<br>(-2.46)** | | |
| $SDSALES_{it+1}$ | | | | | -0.018<br>(-0.93) | |
| $SDOI_{it+1}$ | | | | | | -0.047<br>(-5.33)*** |
| *Control Variables* | Included | Included | Included | Included | Included | Included |
| $\Sigma IND$ & $\Sigma YD$ | Included | Included | Included | Included | Included | Included |
| F-value | 2.34** | 5.43*** | 2.21** | 2.67*** | 1.84 | 5.71*** |
| Adj $R^2$ | 0.2357 | 0.6169 | 0.2354 | 0.2668 | 0.2788 | 0.6313 |
| 표본수 | 53 | 34 | 48 | 56 | 27 | 34 |

1) 변수정의는 〈표 2〉의 하단과 같음. 과대추정 표본은 당기순이익, 매출액, 영업이익 각각에 대해 실적치에 비해 과대예측한 표본만을 대상으로 분석함.
2) 상수항도 포함하여 분석했으나 표에 별도로 기술하지는 않음.
3) ***,**,*은 양측검증으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

이상의 결과를 종합해보면, 투자자들은 우회상장 비상장기업의 실제손익에 비해 추정손익을 과대하게 예측하는 것에 대해서도 부정적으로 인지할 뿐만 아니라, 추정손익의 정확성이 낮을수록 투자의사결정시 부정적으로 인지하는 것으로 나타났다.

둘째, 우회상장 비상장기업이 실제손익에 비해 추정손익을 과대하게 예측하는 기업과 보수적으로 추정하여 과소예측하는 기업의 표본구성을 살펴보면, 상장연도의 과대예측하는 기업은 64개 중 53개로 약 83%에 해당하며, 상장 1년 후에 과대예측하는 기업은 39개 중 34개로 87%정도이다. 이는 대부분의 우회상장 비상장기업은 추정손익을 실제손익보다 낙관적으로 예측하는 경향이 있다고 볼 수 있다. 따라서 전체표본 중 추정손익을 과대예측하는 기업만을 대상으로 가설을 재검증하여 분석결과의 강건성을 살펴보고자 한다. 분석결과는 관심변수 위주로 〈표 7〉에 보고하였다.

분석결과, 모형 5의 결과를 제외하고 모두 관심변수가 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이는 주요가설 검증결과와 질적으로 유사한 결과로서, 비상장기업의 실적손익정보에 비해 추정손익정보를 과대예측할수록 외부이해관계자는 투자의사결정시 부정적으로 인지한다는 결과이다.

## Ⅴ. 결 론

우회상장은 시장에 상장된 기업과 비상장기업이 결합함으로서 비상장기업이 시장에 진입하는 효과를 가지는 방법이다. 하지만 우회상장은 신규상장에 비해 상장규정이나 상장절차가 상대적으로 까다롭지 않다. 이러한 제도적 허점을 악용하여 비상장기업의 이해관계자는 시장진입 방법으로 우회상장을 선택해 왔다. 이에 규제기관은 우회상장의 역기능을 방지하고 시장의 건전성을 향상시키기 위해 2006년 6월 '우회상장 규제강화조치'를 시행하였다.

2006년 시행된 '우회상장 규제강화조치'는 상장규정, 감독, 공시를 강화하였다. 이중 비상장주식의 특성상 주식의 과대평가로 인해 우회상장기업에 투자한 일반 투자자의 피해를 최소화하기 위해 상장 후 2년간 우회상장으로 흡수한 비상장 사업부문의 추정손익정보와 실적수치를 사업보고서에 비교 공시하도록 하였다.

본 연구는 추정손익과 실적손익과의 차이에 대해서 외부이해관계자들이 투자의사결정시 차별적으로 인지하는지를 검증하였다. 이를 위해 추정당기순이익과 실적 당기순이익간 차이에 대한 투자자의 차별적인 인지정도를 살펴보았고, 추정매출액 및 추정영업이익과 실적치간의 차이에 대해서도 투자자의 차별적인 인지정도를 살펴보았다.

분석결과, 당기순이익를 비롯하여 매출액 및 영업이익에 대해서 우회상장 비상장기업의 추정손익이 실적손익에 비해 낙관적으로 예측될수록 자기자본비용은 유의하게 증가하였다. 즉, 자본시장참여자들은 추정손익이 과대예측될수록 더 부정적으로 인지한다는 결과이다. 이는 상장연도의 추정손익에 대한 분석결과뿐만 아니라 상장 1년 후 추정손익정보를 이용한 분석결과도 질적으로 차이가 없었다. 둘째, 추정손익의 정확성에 대해 투자자들이 차별적으로 인지하는지를 분석한 결과, 추정손익의 정확성이 낮아질수록 투자자들은 더 부정적으로 인지하는 것으로 나타났다. 셋째, 전체 표본 중 추정손익을 과대예측한 기업만을 이용하여 가설을 재검증한 결과, 주요가설검증결과와 질적으로 유사하였다.

본 논문은 2006년 시행된 규제강화조치 중 추정

손익정보와 실적손익정보의 사업보고서 공시효과에 대한 유용성을 실증적으로 분석함으로써, 2006년 시행된 '우회상장 규제강화조치'의 정책 입안의 타당성을 검증하였다는 점에서 의의가 있다.

그럼에도 불구하고 본 논문은 다음과 같은 한계점이 있다. 첫째, 2006년 6월 이후 우회상장을 통해 시장에 진입한 기업이 적어 분석이 충분한 표본으로 이루어지지 못하였다. 특히 상장 1년 후에 추정손익정보와 실적손익정보를 비교 공시한 기업은 더 적어서 실증분석이 충분히 수행되지 못하였다.

둘째, 추정손익정보를 사업보고서에 의무적으로 비교 공시하도록 관련규정의 개정이 2006년 이루어졌다. 하지만 2009년 사업보고서 형식이 바뀌면서 우회상장 추정손익정보에 대한 공시를 의무적으로 하지 않은 기업들이 존재하여 이들 기업은 분석표본에서 제외되었다.

셋째, 자기자본비용을 계산하는데 필요한 베타를 측정하기 위해 과거 1년간의 주가변동을 이용하였다. 하지만 기업결합을 기점으로 상장기업의 본질은 크게 달라짐에도 불구하고 상장연도와 상장 1년후의 자기자본비용을 계산하기 위해 필요한 베타를 기업결합 전 상장기업의 주가변동을 포함시켜 측정하였다.

넷째, 우회상장기업의 자기자본비용에는 기업의 고유한 특성, 지배구조, 거시적 요인 등 많은 요인이 복합적으로 영향을 미칠 수 있지만, 자료상 한계로 모형설계상에 생략된 변수의 문제는 남아 있을 수 있으므로 이를 고려한 해석이 필요하다.

## 참고문헌


곽영민 · 최종서(2013), "코스닥시장 우회상장 기업의 이익조정," **회계학연구**, 38(1), 87-134.

금융감독위원회(2006), "코스닥시장 우회상장 관련 제도개선".

김세연 · 박경호 · 이용규(2013), "우회상장기업의 재무적 특성 및 이익조정에 관한 연구," **세무와회계저널**, 14(2), 9-46.

김인호(2008), "비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정요인에 대한 비교연구," **박사학위논문**, 성균관대학교.

유상수 · 양동우(2011), "우회상장 결정요인에 관한 실증연구," **한국증권학회 발표논문**, 1-23.

최성호(2013), "내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향," **경영학연구**, 42(5), 1465-1494.

최성호 · 최관(2014), "우회상장제도가 이익의 질에 미치는 영향," **경영학연구**, 43(6), 1845-1874.

최운열 · 이호선(2006), "우회상장은 IPO와 무엇이 다른가?: 코스닥기업을 중심으로," **한국증권학회 발표논문**, 1-26.

한국거래소, "코스닥상장규정".

황이석 · 이우종 · 임승연(2008), "국내주식시장에서의 자기자본비용 추정에 관한 연구," **회계학연구**, 33(1), 97-125.

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.

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.

Easton, P. D(2004), "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital," *The Accounting*

*Review*, 79(1), 73-95.

Fama, E., and K. French(1997), "Industry Costs of Equity," *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153-193.

Floros, I. V., and R. A. Sapp(2011), "Shell Games: On the Value of Shell Companies," *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 850-867.

Gebhardt, W., C. Lee, and B. Swaminathan(2001), "Toward an Implied Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176.

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.*

Kim, J. B., B. Y. Song, and L. Zhang(2011), "Internal Control Weakness and Bank Loan Contracting: Evidence from SOX Section 404 Disclosures," *The Accounting Review*, 86(4), 1157-1188.

Ohlson, J., and B. Juettner(2005), "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value," *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.

# The Study on the Usefulness of the Pro Forma Financial Statements of Backdoor Listing Firms

Sung-Ho Choi* · Jung-Ho 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). IPO has stick listing requirement and procedure for protecting new investor, but BL don't have stick listing procedure and don't require compare with IPO because it's trade between shareholders of listing firm and shareholder of unlisted firm.

A regulatory agency permit BL because of market activation. But large shareholder of unlisted firm abuse BL as a method of personal gain, as a result, bona-fide small investors are affected. So a regulatory agency solve negative aspects of BL and amend relative regulation consistently for market activation.

A regulatory agency strengthened listing requirement, supervision, disclosure through 'Backdoor Listing The Regulatory Change' in 2006. The backdoor listing company must disclose a business report separately pro forma information and performance information of unlisted business segment which they merge as backdoor listing in the two years since company listed. This is system for damage minimization of BL firms investor according to overestimate of unlisted shares which it asses value based on past performance and pro forma information.

Choi and Choi(2014) examines the difference of the earnings quality of the BL firms the before and after the regulations strengthened in 2006. In a result, they reported that the earnings quality of the BL firms the before and after regulations strengthened is not significantly different.

But this paper investigates effectiveness of strengthened disclosure in 'Backdoor Listing The

* Assistant Professor, Division of Business Administration College of Business, Chosun University, Korea, First Author
** Adjunct Professor, Division of Sports Industry and Management College of Sports Science, Chungang University, Korea, Corresponding Author

Regulatory Change' in 2006. For effectiveness investigation, we analyzed whether external stakeholder recognize discriminately overestimation or underestimation of pro forma information.

Research findings are as follows. First, optimistic pro forma information(net income, sales and operating income) of BL unlisted firm are positively associated with the cost of capital (COC), respectively. In other words, capital market participants recognize negatively about overestimation of pro forma income information. The second, investors negatively recognize when the accuracy of pro forma income information is low. The third, we re-examinate hypothesis about firms which overestimate pro forma income, the result don't different qualitatively from main hypothesis investigation result.

Recently, it is regarded that BL by SPAC(special purpose acquisition company). This study will help to make a system which profits of general investors protected at a time when BL is expected to vitalize of equity market.

Key words: backdoor listing firms, pro forma financial statements, cost of capital

• 저자 최성호는 현재 조선대학교 경상대학 경영학부 회계전공 조교수로 재직 중이다. 충북대학교 경영대학에서 경영학사와 경영학석사를 취득하였으며, 성균관대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 주요연구분야는 재무회계이다.

• 저자 최정호는 현재 중앙대학교 체육대학 스포츠산업전공 겸임교수로 재직 중이다. 중앙대학교 법학과를 졸업하였으며, 중앙대학교에서 스포츠산업으로 체육학석사를 취득하였고, 박사과정을 수료하였다. 현재 SC성남 구단주이며, 스포츠에이전트로도 활동하고 있다. 주요연구분야는 스포츠산업, 스포츠경영 및 일반경영 등이다.