

코스닥시장 우회상장 유형별 효과

2009. 5. 22

윤병섭(서울벤처정보대학원대학교 교수)

I. 서 론

우회상장(backdoor listing)은 비상장기업이 유가증권시장, 코스닥시장 등의 상장기업과 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑, 영업양수도, 현물출자 등을 통해 상장심사와 공모주 청약 등 정상적인 상장절차를 밟지 않고 곧바로 장내에 진입하는 것을 말한다. 대부분 두 기업 중 한 기업의 최대주주는 변경되며, 일반적으로 비상장기업의 최대주주가 우회상장 후 최대주주가 된다. 법률적으로는 주식인수와 합병이 순차적으로 결합된 형태를 말한다.

우리나라 금융감독원(www.fss.or.kr)은 우회상장을 비상장기업이 상장기업과 결합을 통하여 상장심사 등의 정상적인 상장 절차를 거치지 않고 상장기업이 되는 것으로 정의하고 있다. 한국거래소(www.krx.co.kr)는 경영권이 변동되는 우회상장 판정기준을 상장기업과 비상장기업의 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑, 영업양수도 등과 연계한 제 3자 배정증자를 통하여 비상장기업 최대주주 등이 코스닥기업의 최대주주가 되는 경우, 최대주주 변경이 없더라도 비상장기업의 최대주주 및 5%이상 주주가 소유한 코스닥기업 지분이 코스닥기업의 기존 최대주주 등의 지분보다 많은 경우를 판단기준으로 정하고 있다.

상장효과란 상장기업으로서의 각종 편익을 누리는 것이다. 우회상장 대상기업이 지니는 편익을 향유하기 위해 상장기업을 도구로 이용한다. 즉, 기존 상장기업과의 합병, 주식교환 및 이전, 영업양수도 등과 같은 각종 인수합병 기법들을 이용하거나 제3자 배정유상증자를 통해 자금을 조달하고 그 자금으로 타법인 출자를 통해 비상장기업을 계열회사로 편입시키는 방식으로 실질적인 상장효과를 얻는다.

Adjei, Cyree and Walker(2007)은 신규 증권 상장 이후 시장에서 역합병 회사의 생존 가능성을 분석하였다. Hensler, Rutherford and Springer(1997)의 연구와 같이 비관적인 이유들로 인해 거래소에서의 주식상장 폐지와 같은 실패를 분석하였다. Schultz(1993)는 마켓메이커(market maker)의 수가 불충분하다든지, 비용지불에 실패하거나 자본이 불충분할 때, 혹은 이와 비슷한 문제들로 인해 주식을 계속해서 상장하는데 대한 실패를 분석하였다. Capentier and Suret(2008)은 기업의 관점에서, 주식관련 규정들은 새로운 벤처를 감행하는데 있어서 큰 장애요소로 작용한다고 하였다. 김종원과 최용식(2008)은 코스닥시장에서 합병제외기업의 합병공시 효과는 일반적인 합병보다 역합병인 경우에 더

높게 나타났음을 보고하고 있다. 박연희, 박철원과 배수일(2008)은 우회상장 대상기업들이 어떤 특성을 가지고 있는지를 검증하였다. 더불어 단기간에 상장효과를 얻으려는 비상장기업과 우회상장을 통해서 높은 주가를 유도할 가능성이 있는 상장기업의 결합에 대해서 시장이 어떻게 반응하는지를 검증하였다. 최운열, 이진호와 이호선(2008)은 우회상장에 이용되는 합병과 일반적인 합병간의 차이를 살펴보았다. 2006년 우회상장에 대한 규제강화가 코스닥시장에서 일어난 합병사건과 그에 따른 주주부의 변화에 어떤 영향을 미쳤는지를 일반합병사건과 우회상장합병사건 그리고 규제이전과 이후로 구분하여 분석하였다.

그러나 선행연구는 상장기업과 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수도, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 우회상장의 가치에 대해 차이가 있는지를 검증하지는 않은 것으로 판단된다. 본 연구는 한국거래소에서 전자공시시스템 공시자료가 본격적으로 제공된 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지 금융기관을 제외한 제조 및 서비스업종에서 우회상장한 총표본 158개 중 137개 기업을 최종표본으로 선정하고 우회상장 유형에 따라 우회상장 가치에 차이가 있는지를 검증한다. 본 연구의 목적은 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 초과수익률에 차이가 있는지 비교 분석하여 차별적 우회상장 효과 존재유무를 검증하는데 있다. 본 연구가 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑으로 구분하여 초과수익률을 비교 분석하는 이유는 우회상장 유형의 거래구조의 차이가 차별적 우회상장 효과를 나타낼 것이라는 판단 때문이다. 기존 상장기업과의 합병, 주식교환 및 이전 등과 같은 각종 인수합병 기법이 상장기업에 대한 소유권확보 방법에 영향을 주어 우회상장 유형 간 초과수익률에 차이가 있을 것으로 판단되기 때문에 차별적 우회상장 효과 존재 여부를 검증하기 위한 것이다.

II. 우회상장의 유형

1. 우회상장의 유형

우회상장의 유형은 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑, 영업양수도 등이 있다. 이를 정리하면 다음과 같다.

1) 합병

기업을 합병하는 방법에 따라 신설합병과 흡수합병으로 분류된다. 먼저, 신설합병(consolidation)은 모든 당사기업이 소멸하고 새로이 기업을 설립하여 해산회사의 직원 및 재산을 새로이 설립된 기업에 포괄적으로 승계시키는 방법이다. 그리고 흡수합병(merger)은 당사기업 중에서 1회사가 존속하고 다른 회사는 해산하여 그 사원 및 재산 등이 존속회사에 포괄적으로 승계되는 방법이다. 합병은 우회상장시 가장 많이 이용되는 방법이며, 흡수합병 형태로 이루어진다. 형식상으로는 상장기업이 비상장기업을 흡수합병 하는 형태를 보이고 있으나, 실질적으로 그 이전에 비상장기업의 최대주주나 경영진이 상장기업의 경영권을 획득하고 흡수합병 이후 비상장기업의 최대주주가 상장기업의 최대주주가 되는 방법을 사용한다. 합병방법은 다른 방법에 비해 거래의 안정성이 높고 실질적인 통합효과가 있어 비상장기업의 사업성이 양호할 경우 주가에 미치는 영향이 크다. 그러나 소요기간이 길고 주식매수청구부담, 최대주주의 보호 예수의무 부담과 금융감독원의 심사판정이 까다로운 단점이 있다.

2) 포괄적 주식교환

2001년 7월 개정 상법에서 기업구조조정의 법적수단으로 포괄적 주식교환과 주식이전 제도를 도입했다. 비상장기업이 상장기업을 인수하여 비상장기업의 주주가 상장기업에 주식을 출자하고 그 대가로 상장기업의 주식을 교부 받는 것으로 교부 받는 주식 수는 주식교환비율에 의해 결정된다. 합병방식과 큰 차이점은 규제가 적으며, 비상장기업이 상장기업의 자회사(100% 소유)로 남는다는 점이다(유상수, 이남일, 윤정현과 나원구, 2006). 포괄적 주식교환은 합병과 같이 일정한 날을 정하여 주식교환에 관한 주주총회를 개최하여 특별결의를 하여야 한다. 주식교환에 반대하는 주주들에게는 주식매수청구권을 부여하고 있다. 최근 코스닥 상장기업과 비상장기업 사이의 합병요건이 강화되면서 사실상 비상장기업의 우회상장이 어려워졌으며, 따라서 이를 해결하기 위한 방안으로 주식교환을 사용하는 경우가 많아지고 있다.

3) 주식스왑

주식스왑이란 기업과 기업 사이의 주식을 일정비율에 따라 맞교환하는 것을 말한다. 완전자회사의 주식 100%와 완전모회사의 주식일부와 교환하는 포괄적 주식교환과는 구분된다. 또 주식스왑 방식에는 기존의 자사주를 각각 일정비율로 교환하는 방식과 하나의 기업이 신주를 발행하거나 쌍방회사가 신주를 발행하여 상대방회사에 인수시키는 형태가 있다. 기업가치의 산정이 어려운 바이오기업, 엔터테인먼트 업체들이 선호하는 방식이다. 인수절차 종료 후 상장기업이 비상장기업 주식의 전부 또는 일부를 취득하고 취득재원은 3자 배정증자 또는 주식관련 사채를 비상장기업의 주주가 인수하여 조달하는 방식이다. 3자 배정증자는 기존 주주가 아닌 특정 3자를 신주의 인수자로 정해놓고 실시한다. 자본금과 자기자본, 발행주식수가 증가하며 신주인수자가 주주 이외의 제3자 중 특정인이 된다. 그리고 신주인수권부사채는 회사채 형식으로 발행되며 일정 기간이 지나면 미리 정해진 가격으로 주식을 청구할 수 있는 사채를 말한다. 발행기업의 주식을 매입할 수 있는 권리가 부여된 사채를 워런트가 붙은 사채, 곧 신주인수권부 사채라 하며 워런트 소지자가 주식을 요구할 경우 대개 신주를 발행, 건네주는 게 일반적이며 발행기업의 주가가 약정된 매입가를 웃돌면 워런트를 행사 차익을 얻을 수 있다.

최근에 코스닥 상장기업과 비상장기업 사이의 합병요건이 강화되면서 사실상 비상장기업의 우회상장이 어려워졌다. 이를 해결하기 위한 방안으로 주식교환을 사용하는 경우가 많아지고 있다. 또한 주식교환을 여러 차례 행하면 최종적으로 자회사는 모두 100% 자회사의 형태를 띠므로 지주회사가 된다. 따라서 주식교환은 사업구조조정을 하는 경우 지주회사를 만들기 위한 간편한 방안이 될 수 있다. 이 때 지주회사는 기존의 영업을 계속적으로 영위할 수 있다.

4) 영업양수도

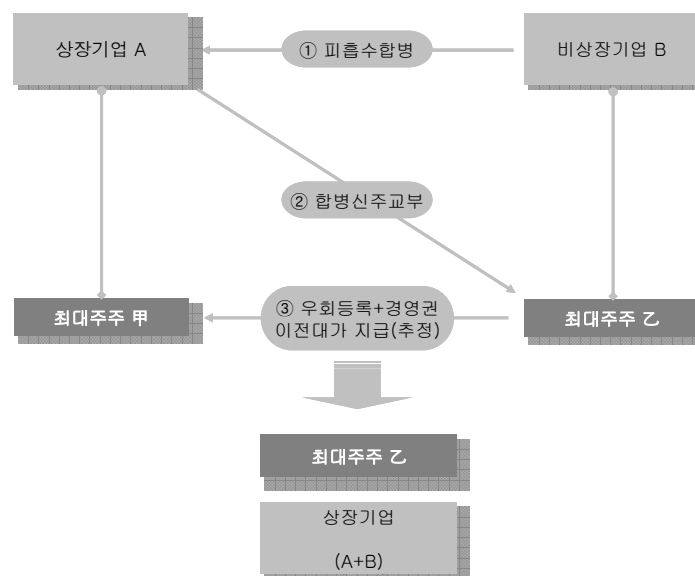
영업양수란 영리목적으로 조직화된 기능적 일체로서 객관적 의미의 영업(재산)을 영업의 동일성을 유지하면서 양수인이 양도인에게 이전 받는 것을 목적으로 하는 계약을 말한다. 영업양수에 있어서 이전의 목적이 되는 것은 단순한 물건, 또는 권리, 의무뿐만

아니라 거래선, 영업상의 비밀, 노하우 등과 같은 경영조직의 사실관계를 포함한 유기적 일체로서 양수인은 그것을 이용하여 양도인과 같은 영업자의 지위를 취득하게 된다. 영업양수 방식은 비상장기업의 청산을 전제로 하므로 특정한 목적 또는 불가피한 경우에만 사용한다.

2. 우회상장 절차¹⁾

1) 합병의 절차

합병은 가장 일반적인 우회상장 방법으로 대부분의 사례가 합병방법에 의한 우회상장을 취하고 있다. 합병의 절차는 상장기업 지분인수를 통하여 합병을 진행한다. 먼저, 상장기업의 경영권 확보를 위하여 비상장기업 내지 비상장기업의 주주가 상장기업의 지분을 인수한다. 다음으로 합병의 진행은 증권거래법 및 상법 절차에 따르며, 이는 주주총회 특별결의 사항이다. 합병절차는 <그림 II-1>과 같다.



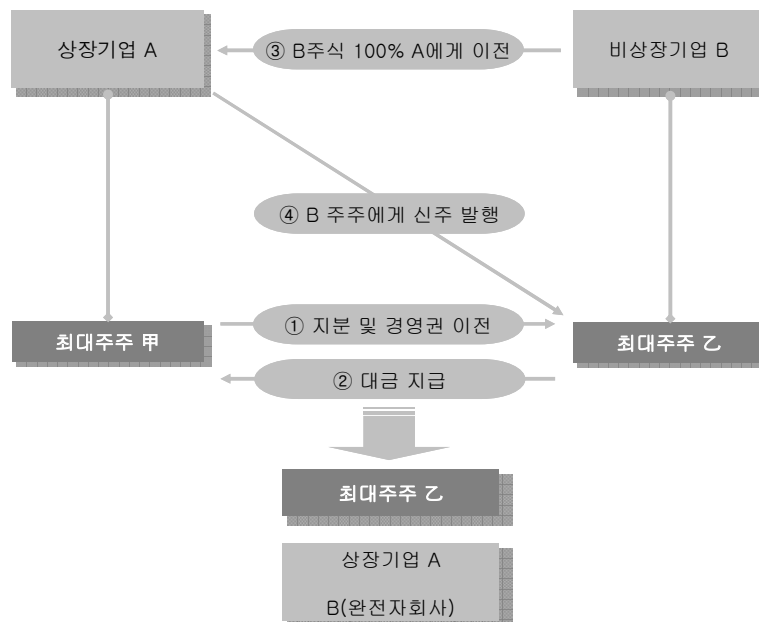
출처: S-IPO(2004), 『2003년 코스닥 IPO연감』.

<그림 II-1> 합병의 절차

1) S-IPO(2004), 『2003년 코스닥 IPO연감』을 참조.

2) 포괄적 주식교환의 절차

포괄적 주식교환이란 상법 제 360조의 2에 근거하여 상장기업이 비상장기업의 주식을 100%취득하고 그 대가로 비상장기업의 주주에게 상장기업의 주식을 교부해 주는 것으로 2001년에 상법개정으로 국내에 도입되었으며 절차의 간편성으로 많이 활용하고 있다. 교부받는 주식 수는 주식교환비율에 의해 결정된다. 비상장기업이 상장기업의 완전자회사(100%소유)가 된다(유상수, 이남일, 윤정현과 나원구, 2006). 포괄적 주식교환의 절차는 <그림 II-2>와 같다.



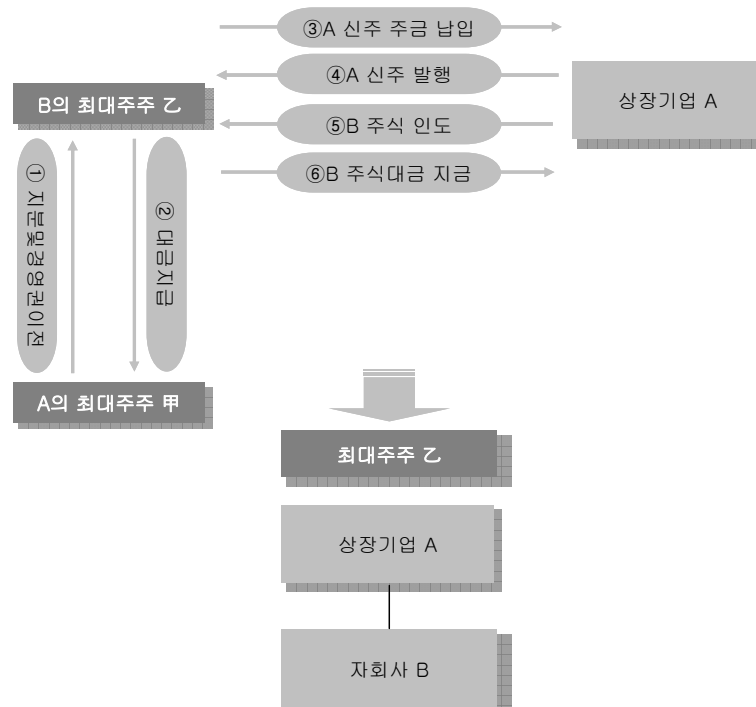
출처: S-IPO(2004), 『2003년 코스닥 IPO연감』.

<그림 II-2> 포괄적 주식교환의 절차

3) 주식스왑의 절차

상법 제 360조의 2에 의한 포괄적 주식교환은 주주총회 특별결의를 거쳐야 하고 반대 주주에게 주식매수청구권을 부여해야 한다. 이 경우 기간이 길어지고 상장기업의 자금부담이 발생할 수 있어 이를 회피하기 위한 방법으로 고안된 거래구조가 주식스왑(swap)이

다. 주식스왑의 절차는 <그림 II-3>과 같다. 주식스왑의 절차는 첫째, 합병 및 포괄적 주식교환과 동일하게 유상증자(또는 회사채)와 주식매매를 병행하여 상장기업의 지분을 인수한다. 둘째, 3자배정 유상증자를 실시한다. 상장기업은 비상장기업에 대한 가치에 따라 유상증자 규모를 결정하고 3자배정 대상은 비상장기업, 비상장기업 대주주, 제3자 등이 된다. 셋째, 상장기업은 유상증자 대금을 재원으로 비상장기업의 주식을 전부 또는 일부를 매입(swap)하며, 이때 비상장기업의 실질적인 가치와 지급하는 대가에 따라 부담이 달라 질 수 있다. 이 과정에서 주식스왑은 상법상의 포괄적 주식교환이 아니며 주식매매 방식이다.



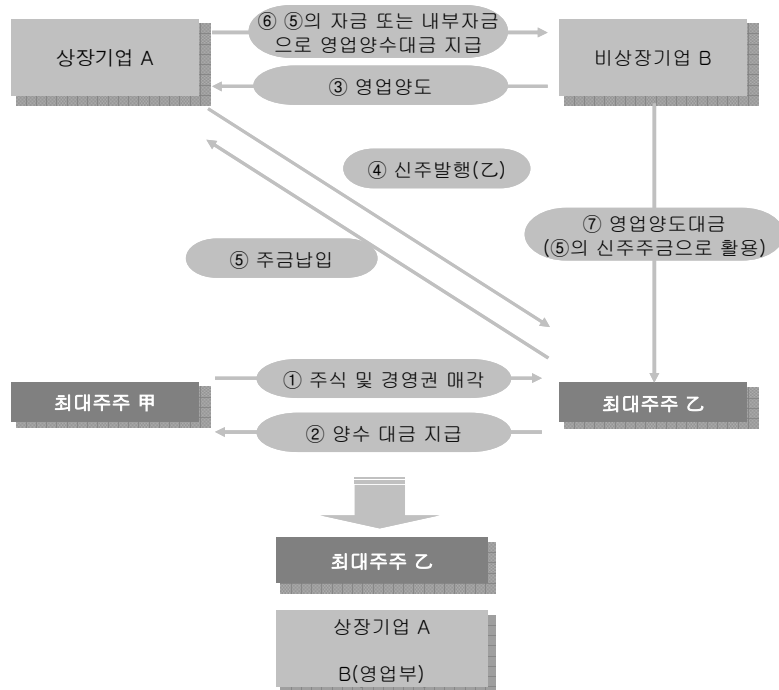
출처: S-IPO(2004), 『2003년 코스닥 IPO연감』 .

<그림 II-3> 주식스왑의 절차

4) 영업양수도의 절차

비상장기업의 영업 및 관련자산, 부채를 포괄적으로 상장기업에 넘겨주고 비상장기업의 주주들에게 영업양도 대가를 배분한 다음 비상장기업이 해산하는 형식이다. 이후에

상장기업의 신주 발행에 비상장기업의 주주들이 참여해 상장기업의 주주가 된다. 합병요건 회피나 거래조건의 탄력성 부여 등을 목적으로 상장기업이 3자배정 형태로 자금 조달하여 비상장기업의 사업부문을 양수함으로써 실질적인 합병은 물론 우회상장을 목적으로 하는 거래구조라 할 수 있다. 영업양수도 방식의 절차는 <그림 II-4>와 같다.



출처: S-IPO(2004), 『2003년 코스닥 IPO연감』 .

<그림 II-4> 영업양수도의 절차

5) 우회상장 거래구조

우회상장 거래구조를 거래 유형별로 정리하면 <표 II-1>과 같다. 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑, 영업양수도 등은 기존 주주의 주식을 감자한다는 공통점이 있으나 소유권 확보, 신주의 참여 권리, 합병형태, 우회상장 후 자금회수 방법 등에서 차이점이 존재한다.

<표 II-1> 우회상장의 거래구조

| 단계 | 합병 | 포괄적주식교환 | 영업양·수도 | 주식스왑 |
|----|---|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 1 | 비상장기업이 상장기업의 대주주로부터 상장기업의 주식을 매입하거나 전화사채 및 신주인수권부 사채를 매입하여 주식으로 전환함 (상장기업에 대한 소유권 확보) | 비상장기업이 상장기업의 대주주로부터 상장기업의 주식을 매입하거나 전환사채 및 신주인수권부 사채를 매입하여 주식으로 전환함 (상장기업에 대한 소유권 확보) | 비상장기업의 영업 및 관련자산, 부채를 상장법인에 포괄적으로 양도 | 비상장기업의 주주가 소유한 비상장기업의 주식을 상장기업에게 양도 |
| 2 | 기존 주주 감자 | 기존 주주 감자 | 기존 주주 감자 | 기존 주주 감자 |
| 3 | 이사회 구성원 및 경영진 교체 (경영권 확보) | 이사회 구성원 및 경영진 교체 (경영권 확보) | | |
| 4 | 비상장기업의 기존주주가 상장기업의 증자에 참여 또는 전환사채 및 신주인수권부 사채를 인수함 | 비상장기업의 기존주주가 상장기업의 증자에 참여 또는 전환사채 및 신주인수권부 사채를 인수함 | 비상장기업의 기존주주가 상장기업의 제3자 배정 유상증자에 참여 | 비상장기업의 기존주주가 상장기업의 제3자 배정 유상증자에 참여 |
| 5 | 비상장기업과 상장기업 간 합병 | 포괄적 주식교환 결의 (비상장기업 주식을 상장기업 주식으로 전환) | | |
| 6 | 우회상장 완료 후 1단계에서 비상장기업이 취득한 주식을 장에서 매각하여 1단계에서 투입한 자금회수 | 우회상장 완료 후 1단계에서 비상장기업이 취득한 주식을 장에서 매각하여 1단계에서 투입한 자금회수 | 비상장기업 주식을 실효되고 비상장기업 주주는 상장법인 주주로 전환 | 비상장기업 주식을 실효되고 비상장기업 주주는 상장기업 주주로 전환 |

3. 우회상장관련 제도

우회상장관련 제도 변경이 이전에도 여러 번 있어 왔으나 2005년 12월에 변경된 제도는 매각제한 적용대상 확대 및 기간 차별화로 요약할 수 있다. 2005년 증권선물거래소는 우회상장 기업의 효율적 관리방안 마련 및 상장·퇴출 관련 일부 제도의 보완을 위해 『코스닥시장 상장규정』을 개정, 금융감독위원회의 승인을 받아, 2005년 12월 12일부터 시행하기 시작하였다. 개선내용 중 우회상장 관련 사항의 핵심은 매각제한 적용대상 확대 및 매각제한 기간 차별화라 할 수 있다.

기존 우회상장 방법에는 합병과 포괄적 주식교환만 존재하였으나, 영업양도 및 제 3자 배정, 주식스왑 등을 추가로 가능케 하고, 매각제한 기간도 무조건 2년에서 우회상장 성격에 따라 차등 적용하도록 하여, 보다 합리적으로 관리제도를 개선하였다.

이러한 조치를 통해 코스닥기업이 구조조정 수단으로 우회상장을 사용할 수 있도록 하면서 동시에 코스닥시장에서 M&A를 활성화시킬 수 있도록 하였다.

<표 II-1> 매각제한 적용대상 및 기간 변경

| | 현행 | 개선안 |
|----|----------------|---|
| 대상 | 합병 포괄적 주식교환 | 합병, 포괄적 주식교환 영업양도 및 제3자 배정 ¹ 주식스왑 ² |
| 기간 | 2년 | 우회상장 성격에 따라 차등적용(1년, 2년, 3년) |

주 1) 장외기업이 코스닥기업에게 영업을 양도하고, 영업양도 후 6개월 이내에 장외기업 또는 장외기업의 최대주주가 코스닥기업의 제 3자 배정 증자에 참여함

2) 장외기업 최대주주가 코스닥기업에게 장외기업 주식을 양도하고, 양도 후 6개월 이내에 코스닥기업의 제3자 배정 증자에 참여함

자료: 한국거래소(www.krx.co.kr)

매각제한기간 차별화의 주요 기준은 우회상장으로 인한 최대주주의 변경여부이다. 즉, 코스닥기업의 최대주주가 변경되지 않는 경우에는 매각제한 기간을 기존 2년에서 1년으로 단축하고, 최대주주가 변경되는 경우에는 현행대로 2년을 적용하였다. 다만, 합병·포괄적 주식교환의 경우 우회상장하는 장외기업의 직전년도 실적이 일정수준에 미달하는 경우에는 1년을 추가하여 3년을 적용하였다. 자본잠식, 경상손실, 부채비율이 업종평균(또는 코스닥평균)의 1.5배를 상회하는 경우 적용된다.

결과적으로 2005년 12월 우회상장 제도개선은 우회상장의 범위 확대 및 각 유형별 매각제한 기간 차별화를 실시함으로써, 증권시장에서 우회상장이라는 방법을 좀 더 건전하게 정착시키려는데 목적이 있다.

<표 II-2> 1차 우회상장 관리제도 개선사항 요약(2005년 12월)

| 우회상장유형 | | 현행 | 개선안 | |
|----------------|---------------------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 합병 | 지배권 불변 | 2년 (1년경과 후 월5%매각허용) | 1년 (6개월 경과 후 월5% 매각 허용) | |
| | 지배권변동 | | 재무요건 충족 ¹ | 2년 (1년 경과 후 월 5% 매각 허용) |
| | | | 재무요건 미충족 | 3년 (2년 경과 후 월 5% 매각 허용) |
| 포괄적 주식교환 | 지배권 불변 | 2년(상동) | 1년(상동) | |
| | 지배권변동 | | 재무요건 충족 | 2년(상동) |
| | | | 재무요건 미충족 | 3년(상동) |
| 영업양도, 제3자배정 | 지배권 불변 | 미적용 | 1년(상동) | |
| | 지배권 변동 ² | | 2년(상동) | |

주 1) 우회상장 전 장외기업의 직전사업년도 실적을 기준으로 적용함(경상이익 있을 것, 자본잠식 없을 것, 부채비율이 업종평균 또는 코스닥 평균의1.5배 미만일 것).

2) 영업양도 및 제3자 배정의 경우 비공개법인의 영업 및 자산의 일부가 양도되므로 비공개법인에 대한 재무요건 적용이 곤란함.

자료: 한국거래소(www.krx.co.kr)

<표 II-3>은 2006년 6월 시행된 코스닥시장 우회상장 요건이다. 2006년 6월 시행된 우회상장에 대한 관리제도 개선 이후 무분별하게 일어났던 우회상장 사건수는 이전에 비해 안정되었으며, 우회상장을 하려는 비상장기업의 재무여건이나 도덕적인 부분 역시 과거에 비해 나아졌다.

<표 II-3> 2차 우회상장 관리제도 개선사항 요약(2006년 6월)

| 우회상장유형 | | 형행 | 개선안 |
|------------------|-----------|----------|--------------------------|
| 합병 및 포괄적 주식교환 | 경영권 불변 | 매각제한(1년) | 현행 유지 |
| | 경영권 변경 | 요건충족 | 매각제한(2년), 우회상장 표시(2년) |
| | | 요건 미충족 | 매각제한(3년) |
| 영업양수 및 주식스왑 | 경영권 불변 | 매각제한(1년) | 현행 유지 |
| | 경영권 변경 | 요건충족 | 매각제한(2년), 우회상장 표시(2년) |
| | | 요건 미충족 | 매각제한(2년) |

자료: 한국증권선물거래소(2007.3.30), 『코스닥시장 우회상장제도 설명자료』.

Ⅲ. 선행연구

Shostrom Jr.(2008)은 역합병과 IPO는 근본적으로 다르기 때문에 이에 수반되는 비용과 시간을 비교하는 것은 그릇된 판단을 야기할 수 있다고 주장하였다. 그는 역합병과 IPO의 차이점을 5가지로 정리하고 있다. 첫째, 역합병의 절차에는 IPO와 달리 공시에 관련된 제한 사항이 없으며, 통보서로 모든 절차가 종료된다. 둘째, 역합병은 지속상장 기준에만 적합하면 되지만 IPO는 이보다 더 많은 기준이 명시되어 있는 최초상장 기준을 만족시켜야 한다. 셋째, IPO기업의 대부분은 공개모집을 하는 반면, 역합병기업들은 사적모집을 통해 자금조달 활동을 하는 것으로 나타났다 (공개모집 발행 주식이 많지 않다는 것은 존속기업들이 시장에서 활발히 활동을 하지 않고 있어, 유동성이 거의 없다는 것을 의미한다). 넷째, IPO절차에는 보증인들이 개입하는 반면에 역합병의 경우는 일체의 관여가 없다. 다섯째, IPO기업들은 역합병을 하는 기업들에 비해 길고 지속적인 수입업력을 지니고 있으며, 역합병기업들은 비교적 신생기업들임을 확인하고 있다. 여섯째, 역합병기업들은 대부분 투자은행을 설득하기에 규모가 너무 작고, 위험성이 높기 때문에, 역합병 방법 이외에는 다른 방법을 이용하여 상장을 취득할 수 없다고 주장하였다.

Adjei, Cyree and Walker(2007)은 신규 증권 상장 이후 시장에서 역합병 회사의 생존 가능성을 분석하였다. Hensler, Rutherford and Springer(1997)의 연구와 같이 비관적인 이유들로 인해 거래소에서의 주식상장 폐지와 같은 실패를 분석하고 하였다. Schultz(1993)는 마켓메이커(market maker)의 수가 불충분하다든지, 비용지불에 실패하거나 자본이 불충분할 때, 혹은 이와 비슷한 문제들로 인해 주식을 계속해서 상장하는데 대한 실패를 분석하였다. Adjei, Cyree and Walker(2007)는 회사가 주식을 상장함에 있어서 기업공개(IPO)대신 역합병(RM) 방법을 사용하는 동기를 알아내고 RM회사와 IPO회사의 신규 증권 발행 이후 시장에서의 생존에 관해 분석한 결과 RM기술을 사용하는 회사는 평균적으로 볼 때 IPO회사보다 규모가 작고 설립된 기간이 짧으며 사전적 실적이 좋지 않음을 발견하였다. IPO를 사용하는 모든 회사가 주식을 상장주 명부에 올리는 데에 대해 적어도 한 가지의 요구사항은 충족시키는데 비하여 RM을 사용하는 회사 중 1.4%는 주식상장을 위한 그 어떤 요구조건도 충족시키지 못하는 것으로 밝혔다. 27%의 IPO회사가 증권거래소에서 3년 안에 주식상장을 폐지하는데 비하여 RM회사의 경우에는 그 수치가

42%에 달한다. RM을 사용하는 회사가 주식상장을 폐지하는 가장 유력한 시점은 24개월 이내이며, 이는 IPO회사의 37개월과는 차이가 있다.

Shostrom Jr.(2008)은 역인수합병의 기본원리와 거래구조 및 법적 적용에 대해 조사하였다. 비록 역인수합병이 전통적인 IPO와 비교해서 일반적으로 비용이 적게 들고 빠르게 상장을 할 수 있는 방법이지만, 이 논문은 그런 상장은 많은 기업들로 하여금 잘못된 방향으로 나아가게 할 수 있다고 주장하고 있다.

Aydogdu, Shekhar and Torbey(2007)는 소규모 비상장기업(상장제외기업)의 입장에서 볼 때 상장대상기업(shell company)은 역합병을 통해 상장하기에 아주 편리한 수단이 될 수도 있지만 이에 반하여서 각종 지면에서 거론되는 것과 같이 주가조작과 연관될 수도 있다고 주장한다. 최근 SEC는 이러한 기업들에게 재무정보공시의 촉구 및 장외시장의 잠재적남용에 대한 좀 더 엄격한 규칙을 부가했다. Aydogdu, Shekhar and Torbey(2007)는 역합병을 둘러싼 거래 활동에 주시하였다. 합병은 합병 공시 후 즉각적으로 해당기업의 주식거래가 활발해 진다는 점에 있어서 분명 중요한 사건이다. SEC가 해당기업에게 적시의 정보공개와 관련서류제출을 촉구하는 것도 이러한 이유에서 일 것이다. Aydogdu, Shekhar and Torbey(2007)는 산발적이지만 통계적으로 상장대상기업(shell company)의 가치에 대해서 합병이 긍정적인 결과를 가져다준다는 것과 또한 합병공시 이후 해당기업이 통계적으로 비유의한 누적평균초과수익률을 나타내는 것을 입증하였다. Aydogdu, Shekhar and Torbey(2007)는 연구분석 결과 내부자 거래나 주가조작에 관련된 어떤 유형의 증거도 찾지 못했음을 제시하고 있다.

Capentier and Suret(2008)은 기업의 관점에서, 주식관련 규정들은 새로운 벤처를 감행하는데 있어서 큰 장애요소로 작용한다고 보고 있다. 학자들은 강력한 규정과 기준 없이는 시장실패가 나타날 우려가 있다고 주장하고 있다. 그들은 이를 규명하기 위하여 최소한의 공시 및 거의 아무런 규정의 통제를 받지 않고 역합병을 통한 상장을 하는 캐나다 기업들을 대상으로 대량 선출해 표본을 구성, 이를 분석 하였으며 기업의 특성, 상장 이후 성과, 전략 그리고 해당기업들의 시장에서의 이윤 및 이들의 생존율을 분석해본 결과 학자들의 견해가 상당부분 옳다는 것을 확인 할 수 있었다. 역합병 10년 후에는 거의 60%의 존속기업이 상장을 폐지 당했고 이 사실은 역합병한 존속기업들의 수준이 매우 저조하다는 것을 나타내고 있고, 역합병 기업이 사건 3년 후 얻는 낮은 수익률을 보이는

것도 동일한 의미를 지닌다고 보았다. 그들은 절대적으로 규정을 완화시켜 벤처기업의 지원을 도모해야 한다는 관점을 피력했고 이에 정반대의 결과를 제시하였다.

최운열과 이호선(2006)은 2003년부터 2005년까지 우회상장 기업과 IPO기업간의 비교 및 우회상장과 IPO간의 선택요인에 대해 다루었다. 연구 분석의 결과 우회상장을 통해 기업의 자산이나 자본의 증가가 일어나고 시가총액의 급격한 증가가 일어나나, 우회상장 전후의 수익성 개선효과가 뚜렷하게 나타나지 않았으며, 우회상장 기업은 동 기간의 IPO 기업에 비해 상대적으로 기업규모와 시가총액등 여러 측면에서 열등한 것으로 분석하였다. 또한 우회상장과 IPO간 선택 요인으로 업종과 자산규모가 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

김인호(2008)는 비상장기업의 신규공모(IPO), 기업매각, 우회상장의 선택결정요인에 대한 비교 연구를 하였으며 IPO를 선택한 기업들은 상대적으로 높은 수익성과 성장성을 나타냈고 낮은 정보비대칭성과 부채비율을 나타냈고, IPO의 선택은 기관투자자의 지분율과 정(+)의 상관관계를 나타냈다. 기업매각을 선택한 기업들은 상대적으로 높은 자본적 지출과 부채비율 그리고 큰 기업규모를 나타냈고, 기업매각의 선택은 최대주주지분율과 계열여부와 정(+)의 상관관계를 나타냈다. 우회상장을 선택한 기업들은 높은 정보 비대칭성, 유동비율, 현금성 자산보유비중이 높은 것으로 나타났고, 우회상장의 선택은 벤처 캐피탈의 투자여부와 정(+)의 상관관계를 나타냈으며, 높은 단기 수익률을 보였다.

김종원과 최용식(2008)은 코스닥시장에서 합병제의 기업의 합병공시 효과는 일반적인 합병보다 역합병인 경우에 더 높게 나타났다. 누적기간 (-30,10)에서 두 집단 간 누적평균초과수익률의 차이가 32.24%로 나타났고 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 역합병의 공시효과가 상대적으로 높은 이유로 역합병시 합병제의기업은 실질적으로 피인수기업이 된다는 점을 들 수 있다. 코스닥 상장 기업이 비상장기업과 합병할 경우 코스닥기업의 최대주주변경 여부에 따라 주식매각 제한 기간의 차이가 주식가격에 영향을 준 것으로 판단하였다. 합병공시효과의 영향 요인에 대한 회귀분석결과, 합병에 따른 새로운 주식대량 보유자 지분율이 높을수록 합병제의 기업의 누적초과수익률이 더 큰 것으로 나타났다. 합병대상기업이 소수에 의해 소유되고 있고 합병시 주식교환으로 인해 새로운 주식대량 보유자가 출현하게 되면, 새로운 대주주에 의한 감시효과로 주주와 경영자간의 대리인 문제와 정보의 비대칭 문제등을 완화시켜 합병기업의 가치를 상

승 시킨 것으로 해석하였다.

박연희, 박철원과 배수일(2008)은 우회상장 대상기업들이 어떤 특성을 가지고 있는지를 검증하였으며, 더불어 단기간에 상장효과를 얻으려는 비상장기업과 우회상장을 통해서 높은 주가를 유도할 가능성이 있는 상장기업의 결합에 대해서 시장이 어떻게 반응하는지를 검증하였다. 또한 분석기간을 확대하여 2001년부터 2005년까지로 하였다. 우회상장대상기업은 수익성과 성장성이 매우 낮은 것으로 나타났으며 우회상장 제외기업이 대상기업의 수익성과 성장성보다 높으면 높을수록 더 높은 양(+)의 초과수익률이 나타났다. 코스닥상장 요건에 근접한 비상장기업의 경우 상장요건에 근접하지 않은 비상장기업의 경우보다 더 높은 초과수익률을 보였다.

최운열, 이진호와 이호선(2008)은 우회상장에 이용되는 합병과 일반적인 합병간의 차이를 살펴보았으며 2006년 우회상장에 대한 규제강화가 코스닥시장에서 일어난 합병사건과 그에 따른 주주부의 변화에 어떤 영향을 미쳤는지를 일반합병사건과 우회상장합병사건 그리고 규제이전과 이후로 구분하여 분석하였다. 그 결과, 우회상장합병기업과 일반합병기업간에 규제강화 이전과 이후 모두 평균초과수익률의 움직임과 누적평균초과수익률이 유의한 차이를 보이는 것을 확인하였다. 또한 우회상장합병 및 일반합병의 규제강화 전후의 차이에 대해서는 공시일 전후에 단기간에 대해서는 유의한 차이가 나타나지 않는 반면 장기간에는 유의한 차이가 나타났다. 또한 우회상장합병과 일반합병간의 누적평균초과수익률의 차이는 규제강화 이전보다 이후에 현저하게 작아졌다. 규제강화로 인한 정보의 증가로 공시일의 평균초과수익률의 표준편차로 측정한 주가변동성이 규제강화 이후에 유의하게 감소하였다. 우회상장합병과 일반합병간에는 현격한 차이가 존재하며 우회상장 규제강화가 우회상장합병에 대한 우회상장 프리미엄을 감소시키고 정보의 증가를 가져왔었다고 해석하였다.

IV. 연구설계

1. 표본의 선정

1) 표본집단

본 연구의 목적은 비상장기업이 우회상장 공시를 할 때 우회상장 유형에 따라 나타나는 우회상장대상기업의 기업가치에 미치는 효과를 분석하는 데 있다.

본 연구의 대상이 되는 표본기업들은 증권선물거래소의 각종 보도자료, on-line공시자료와 off-line공시자료, 전자공시시스템의 각종 회계정보 등을 활용하여 실증분석 가능 기업들이다. 우회상장기업관련 자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)상의 사업계획서를 이용하였으며, 일별수익률 자료를 비롯한 주식 수 및 주가정보, 주주비율 등 각종 재무자료는 (사)한국상장협회의 Kocoinfo(Korea Company Information)에서 제공하는 TS-2000 데이터베이스 시스템, 공정거래위원회의 공정거래백서, 매일경제신문사의 코스닥 IPO연감과 회사연감 등을 활용하였다.

우회상장은 크게 합병, 포괄적주식교환, 영업양수도, 주식스왑 등 네 가지 유형으로 구분할 수 있다. <표 IV-1>은 유형별로 본 코스닥시장 우회상장 현황을 나타낸 것이다.

<표 IV-1> 유형별 우회상장 현황

(단위: 건)

| 유형별 | 년도별 | | | | | | | | |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|---------|-----|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008(상) | 합계 |
| 합병 | 15 | 11 | 15 | 20 | 25 | 15 | 37 | 17 | 155 |
| 포괄적주식교환 | 2 | 3 | 4 | 8 | 25 | 19 | | | 61 |
| 주식스왑 | | | | 6 | 14 | 10 | 6 | 2 | 38 |
| 영업양수 및 제3자배정 | 18 | 21 | 43 | 21 | 3 | 1 | | | 107 |
| 합계 | 35 | 35 | 62 | 55 | 67 | 45 | 43 | 19 | 361 |

자료: 한국거래소(2008), 『내부자료』.

2005년 1월부터 2008년 7월까지 코스닥시장에서 우회상장을 공시한 기업은 총 174개이다. 2003년부터 2005년 사이 우회상장이 급증하였다. 2005년 이전에는 포괄적주식교환,

주식스왑방식, 영업양수 및 제3자배정 등을 이용한 우회상장이 많음을 알 수 있다. 이는 포괄적주식교환, 주식스왑방식 등이 합병보다 비교적 약한 우회상장 규제 때문에 나타난 결과로 판단된다. 2006년 6월 26일부터 코스닥시장 우회상장 규제가 강화되었다. 우회상장을 하기 위한 비상장기업 요건이 상대적으로 엄격해 졌으며, 그 영향으로 2006년 하반기부터 우회상장이 둔화되었고 포괄적주식교환, 주식스왑방식, 영업양수 및 제3자배정 등을 이용한 우회상장이 크게 감소하였음을 알 수 있다. 분석기간을 2005년부터 시작한 이유는 정부의 벤처 및 코스닥시장 활성화 정책과 함께 완화된 상장요건으로 우회상장이 급증하였기 때문이다. IPO로 상장한 기업수 68개사보다 많아 코스닥시장 상장기업을 통한 우회상장에 대해 자본시장이 어떻게 반응하는지 그리고 그 원인은 무엇인지를 밝히는 것이 필요할 것으로 판단하였기 때문이다. 뿐만 아니라 2005년부터 증권선물거래소에서 전자공시시스템 공시자료를 본격적으로 제공하고 있어 자료를 종전보다 훨씬 수월하게 수집할 수 있고 자료 및 연구결과에 대한 신뢰성 확보, 연구표본의 균질성 확보 등을 도모할 수 있기 때문이다.

2) 분석자료

본 연구의 표본기간은 증권선물거래소에서 전자공시시스템 공시자료가 본격적으로 제공된 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지이다. 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지 금융기관을 제외한 제조 및 서비스업종에서 우회상장한 총표본 158개 중 140개 기업이 분석가능한 표본으로 선정되었다. 140사의 표본구성을 보면 합병 80사, 포괄적주식교환 29사, 주식스왑 28사, 영업양수 및 제3자배정 3사 등이다. 이 중 영업양수 및 제3자배정 3사를 제외하면 비교 분석 가능한 최종표본을 137사로 정리할 수 있다. 최종 표본기업을 유형별로 분류하면 다음과 같다(<표 IV-2>).

<표 IV-2> 우회상장 유형별 분류

(단위: 건)

| 유형 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008. 7월말 | 합계 |
|--------------|------|------|------|-----------|-----|
| 합병 | 19 | 13 | 32 | 16 | 80 |
| 포괄적 주식교환 | 17 | 12 | | | 29 |
| 주식스왑 | 11 | 9 | 6 | 2 | 28 |
| 최종표본 | 47 | 34 | 38 | 18 | 137 |
| 영업양수 및 제3자배정 | 2 | 1 | | | 3 |
| 분석가능한 표본 | 49 | 35 | 38 | 18 | 140 |

3) 사건일의 결정

초과수익률을 측정하는 사건연구(event study)의 경우 기존연구들은 사건일을 우회상장 이사회 결의일, 우회상장 공시시점, 실제매수 우회상장일 등을 사용하고 있다. 본 연구의 사건일은 우회상장제의기업이 코스닥시장에 우회상장과 관련한 정보를 최초로 직접 공시한 날로 한다. 본 연구는 기존 우회상장과 관련한 선행연구와 같이 우회상장 공시일을 사건일로 정한다. 이는 우회상장에 대한 정확하고 올바른 완전정보가 처음으로 공시되는 날이기 때문이다. 또한 본 연구표본의 사건일은 우리나라의 경우 투자자들이 거의 비용이 없이 정보를 획득할 수 있고 정보가 가장 널리 공시되는 증권시장지의 공시일을 최초공시일로 볼 수 있기 때문에 우회상장대상기업이 우회상장을 공시한 날을 사건일로 결정한다.

4) 사건기간의 결정

본 연구는 코스닥시장에서 우회상장 공시정보에 대한 사전정보누출기간이 사건공시일 전 (-)45일 이내일 것으로 가정하고 공시일 후 (+)60일까지의 추가움직임을 분석함으로써 초과수익률에 영향을 주는 결정요인들에 대한 실증적 증거, 즉 우리나라 자본시장의 효율성을 설명할 수 있는 근거로 삼았다. 우회상장 공시일 이후 장기적인 성과 측정도 필요하지만 본 연구는 단기성과에 국한하고 있다. 시장반응에 대한 관찰기간은 기존 국내 선행연구보다는 다소 길다. 이는 국내 선행연구에서 유·무상 증자의 공시효과가 약 30일 정도인 것으로 알려져 있지만, 우회상장 이외의 다른 사건으로 인한 오염 가능성을

배제할 수 있기 때문이다.

2. 분석모형과 분석방법

1) 초과수익률 측정모형

본 연구는 일별 누적평균초과수익률을 산정하기 위해 표본을 합병일 기준으로 1차정렬 후 합병 형식에 따라 2차 정렬을 실시하여 데이터를 공시일을 기준으로 산출하며, 월별 누적평균초과수익률을 산정하기 위해서 회사마다 액면가를 전자공시시스템에서 분기보고서를 참고하여 서로 다른 액면가를 500원으로 조정후 일별 누적평균초과수익률과 같은 방식으로 수익률을 산출 한다.

일반적으로 알려진 표준적 사건연구에서 사용하는 초과수익률(abnormal return: AR)을 시장조정수익률 모형에 의하여 계산하며 이를 가지고 기업가치의 변화를 측정하였다. 코스닥증권시장에서 우회상장 공시시점을 사건일로 하여 사건일 전후의 초과수익률과 기업 특성을 통제한 후 분석하였다. 그리고 시장포트폴리오수익률은 코스닥지수에 의하여 계산한다. 시장조정수익률법에서 초과수익률은 주가수익률에서 동일기간의 주가지수수익률을 차감하여 계산한다. 즉, 특정주식의 초과수익률은 주식의 실현수익률에서 시장포트폴리오의 실현수익률을 차감한 수익률이 된다.

2) 회귀분석 모형

본 연구는 코스닥시장에서 우회상장 유형별 우회상장대상기업의 공시효과가 기업가치 변화에 영향을 미치는 원인을 분석하기 위하여 누적초과수익률을 종속변수로 기업의 특성변수를 독립변수로 하는 회귀분석을 한다. 전통적인 사건연구기법과 함께 가치변동 요인의 도출을 위해서 초과수익률에 유의한 영향을 미칠 수 있는 설명변수에 대한 횡단면 회귀분석을 실시한다. 우회상장대상기업의 누적초과수익률에 영향을 주는 독립변수로 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 3개의 명목변수의 더미변수 2개, 즉 합병을 기준으로 BDL_1 , BDL_2 , 우회상장대상기업의 Tobin's Q 비율(TBQ), 부채비율(DEB), 합병제의기업

공시 직전년도 자기자본순이익률(ROE), 공시 직전년도 상대적 규모(RES) 등을 선정하였다. Tobin' s Q 비율 계산방법은 Chung and Pruitt(1994)가 고안한 비율이다. Chung and Pruitt(1994)가 고안한 Tobin's Q 비율 계산방법은 Lindenberg and Ross(1981)의 계산방법이 방대한 자료와 복잡한 계산을 요구하는 데 따른 실제적인 적용상의 문제점을 해소하고자 S&P사의 COMPUSTAT에서 쉽게 구할 수 있는 자료로만 Tobin' s Q를 계산할 수 있도록 하였다. 이들의 연구결과에 따르면 Lindenberg and Ross(1981)의 방법과 비교할 때 오차율이 4%이내인 것으로 증명되었다.

우회상장 유형별 우회상장대상기업의 공시효과가 기업가치에 영향을 미치는 원인에 대한 횡단면 다중회귀모형은 (식 1)과 같다.

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BDL_1 + \beta_2 BDL_2 + \beta_3 TBQ + \beta_4 DEB + \beta_5 ROE + \beta_6 RES + \varepsilon_i \quad (\text{식 1})$$

여기서,

$CAR_{i,t}$: 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률

BDL_1 : 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=1, 주식스왑=0)

BDL_2 : 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=0, 주식스왑=1)

TBQ : 우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율

DEB : 부채비율

ROE : 자기자본순이익률

RES : 상대적 규모

ε_i : 오차항

V. 실증분석

1. 상장전후 초과이익률 분석

본 연구는 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지 우회상장한 137개 기업을 대상으로 우회상장 유형에 따라 우회상장 가치에 차이가 있는지를 분석하였다. 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 초기초과이익률과 누적초과이익률에 차이가 있는지 구분하여 살펴보았다.

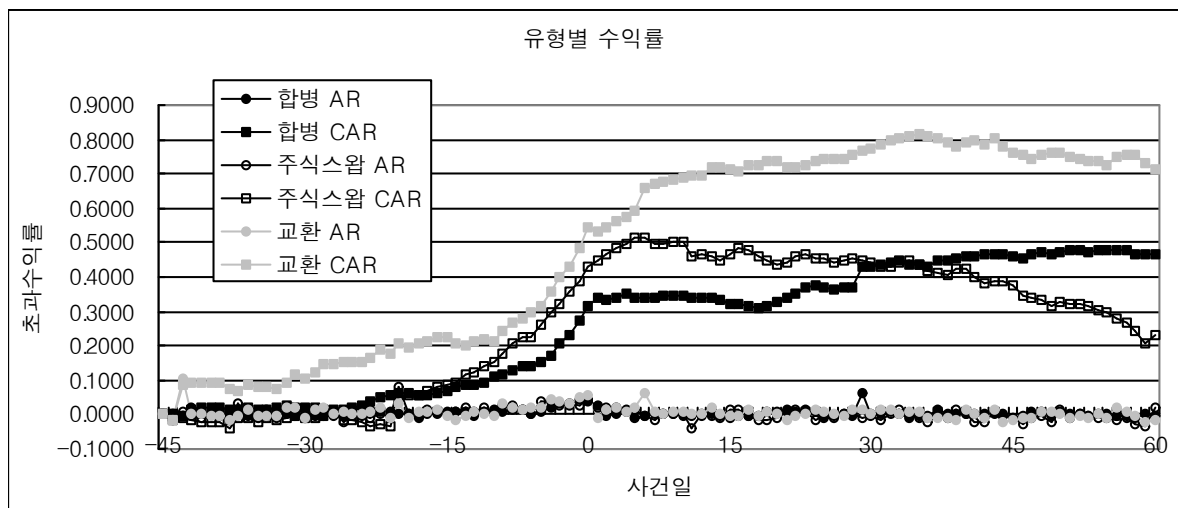
<표 V-1>은 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 초기초과이익률과 누적초과이익률을 나타내고 있다. t시점 (-)45일부터 t시점 (-)1일까지 누적초과이익률을 보면 합병 27.26%, 포괄적 주식교환 48.38%, 주식스왑 38.69% 등을 나타내어 초과이익률 크기의 순서는 포괄적 주식교환> 주식스왑> 합병으로 보여 주고 있다. t시점 일 당일도 포괄적 주식교환 5.80%> 주식스왑 4.33%> 합병 4.13%를 나타내어 포괄적 주식교환의 초과이익률이 가장 높았으며, 초과이익률 크기의 순서 또한 t시점 (-)45일부터 t시점 (-)1일까지 누적초과이익률의 크기와 같게 나타났다. 더 나아가 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적초과이익률을 보면 합병 46.61%, 포괄적 주식교환 71.65%, 주식스왑 23.07% 등을 나타내어 초과이익률의 크기가 포괄적 주식교환 71.65%> 합병 46.61%> 주식스왑 23.07%을 나타내어 포괄적 주식교환의 초과이익률이 가장 높았다. 포괄적 주식교환에서 높은 초과이익률이 나타나는 이유는 포괄적 주식교환은 비상장기업이 상장기업을 인수하여 비상장기업의 주주가 상장기업에 주식을 출자하고 그 대가로 상장기업의 주식을 교부 받으므로 합병에 비하여 규제가 적으며, 비상장기업이 상장기업의 자회사(100% 소유)로 남는다는 장점이 있기 때문이다. 따라서 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장 유형별 거래구조의 차이가 차별적 우회상장 효과를 나타낸다고 여겨지며, 이는 기존 상장기업과의 합병, 주식교환 및 이전 등과 같은 각종 인수합병 기법이 상장기업에 대한 소유권확보 방법에 영향을 주어 우회상장 유형 사이 초과이익률에 차이가 있다는 증거로 해석할 수 있다.

<표 V-1> 합병유형별 평균초과수익률

| 사건일 | 교환(n=29) | | 합병(n=80) | | 주식스왑(n=28) | |
|-----|-----------|---------|-----------|---------|------------|---------|
| | AR | CAR | AR | CAR | AR | CAR |
| -45 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| -44 | -0.0168 | -0.0168 | -0.0002 | -0.0002 | -0.0174 | -0.0174 |
| -43 | 0.1036*** | 0.0868 | -0.0058 | -0.0060 | 0.0067 | -0.0107 |
| ∴ | | | | | | |
| -38 | -0.0176 | 0.0736 | -0.0045 | 0.0159 | -0.0165 | -0.0409 |
| -37 | -0.0031 | 0.0705 | -0.0005 | 0.0154 | 0.0298 | -0.0111 |
| -36 | 0.0143 | 0.0848 | 0.0028 | 0.0182 | -0.0007 | -0.0118 |
| ∴ | | | | | | |
| -28 | 0.0211** | 0.1442 | -0.0055 | 0.0162 | 0.0086 | -0.0032 |
| -27 | 0.0035 | 0.1477 | -0.0024 | 0.0138 | 0.0099 | 0.0067 |
| -26 | 0.0054 | 0.1531 | 0.0015 | 0.0153 | -0.0207** | -0.0140 |
| ∴ | | | | | | |
| -17 | 0.0076 | 0.2140 | 0.0024 | 0.0594 | 0.0148 | 0.0715 |
| -16 | 0.0125 | 0.2265 | 0.0033 | 0.0627 | 0.0101 | 0.0816 |
| -15 | -0.0036 | 0.2229 | 0.0065 | 0.0692 | 0.0038 | 0.0854 |
| -14 | -0.0142 | 0.2087 | 0.0104 | 0.0796 | 0.0094 | 0.0948 |
| -13 | -0.0042 | 0.2045 | 0.0091 | 0.0887 | 0.0207** | 0.1155 |
| -12 | 0.0091 | 0.2136 | -0.0041 | 0.0846 | 0.0071 | 0.1226 |
| -11 | 0.0041 | 0.2177 | 0.0064 | 0.0910 | 0.0184 | 0.1410 |
| -10 | -0.0049 | 0.2128 | 0.0174 | 0.1084 | 0.0109 | 0.1519 |
| -9 | 0.0309** | 0.2437 | 0.0058 | 0.1142 | 0.0281** | 0.1800 |
| -8 | 0.0219** | 0.2656 | 0.0135 | 0.1277 | 0.0275** | 0.2075 |
| -7 | 0.0133 | 0.2789 | 0.0128 | 0.1405 | 0.0150 | 0.2225 |
| -6 | 0.0188 | 0.2977 | 0.0016 | 0.1421 | 0.0007 | 0.2232 |
| -5 | 0.0183 | 0.3160 | 0.0106 | 0.1527 | 0.0368*** | 0.2600 |
| -4 | 0.0437*** | 0.3597 | 0.0213** | 0.1740 | 0.0368*** | 0.2968 |
| -3 | 0.0377*** | 0.3974 | 0.0304*** | 0.2044 | 0.0276*** | 0.3244 |
| -2 | 0.0338*** | 0.4312 | 0.0239** | 0.2283 | 0.0341*** | 0.3585 |
| -1 | 0.0526*** | 0.4838 | 0.0443*** | 0.2726 | 0.0284*** | 0.3869 |
| 0 | 0.0580*** | 0.5418 | 0.0413*** | 0.3139 | 0.0433*** | 0.4302 |
| 1 | -0.0105 | 0.5313 | 0.0267** | 0.3406 | 0.0179 | 0.4481 |
| 2 | 0.0156 | 0.5469 | -0.0044 | 0.3362 | 0.0194 | 0.4675 |
| 3 | 0.0184 | 0.5653 | 0.0007 | 0.3369 | 0.0182 | 0.4857 |
| 4 | 0.0106 | 0.5759 | 0.0128 | 0.3497 | 0.0103 | 0.4960 |
| 5 | 0.0182 | 0.5941 | -0.0074 | 0.3423 | 0.0173 | 0.5133 |
| 6 | 0.0654*** | 0.6595 | -0.0049 | 0.3374 | -0.0009 | 0.5124 |
| 7 | 0.0107 | 0.6702 | 0.0019 | 0.3393 | -0.0158 | 0.4966 |
| 8 | 0.0042 | 0.6744 | 0.0040 | 0.3433 | 0.0011 | 0.4977 |

| 사건일 | 교환(n=29) | | 합병(n=80) | | 주식스왑(n=28) | |
|-----|-----------|--------|----------|--------|------------|--------|
| | AR | CAR | AR | CAR | AR | CAR |
| 9 | 0.0066 | 0.6810 | 0.0038 | 0.3471 | 0.0021 | 0.4998 |
| 10 | 0.0112 | 0.6922 | -0.0024 | 0.3447 | 0.0025 | 0.5023 |
| 11 | 0.0054 | 0.6976 | -0.0026 | 0.3421 | -0.0411 | 0.4612 |
| 12 | 0.0008 | 0.6984 | -0.0045 | 0.3376 | 0.0039 | 0.4651 |
| 13 | 0.0203** | 0.7187 | 0.0007 | 0.3383 | -0.0064 | 0.4587 |
| 14 | 0.0006 | 0.7193 | -0.0056 | 0.3327 | -0.0074 | 0.4513 |
| 15 | -0.0034 | 0.7159 | -0.0113* | 0.3214 | 0.0145* | 0.4658 |
| ∴ | | | | | | |
| 20 | 0.0017 | 0.7371 | 0.0092 | 0.3272 | -0.0090 | 0.4379 |
| 21 | -0.0169 | 0.7202 | 0.0132* | 0.3404 | 0.0075 | 0.4454 |
| 22 | -0.0017 | 0.7185 | 0.0114 | 0.3518 | 0.0130 | 0.4584 |
| 23 | 0.0051 | 0.7236 | 0.0164* | 0.3682 | 0.0111 | 0.4695 |
| ∴ | | | | | | |
| 30 | 0.0051 | 0.7719 | 0.0025 | 0.4304 | -0.0018 | 0.4452 |
| 31 | 0.0139 | 0.7858 | 0.0044 | 0.4348 | -0.0158* | 0.4294 |
| 32 | 0.0147 | 0.8005 | 0.0072 | 0.4420 | 0.0009 | 0.4303 |
| ∴ | | | | | | |
| 40 | 0.0163 | 0.7946 | 0.0038 | 0.4595 | -0.0004 | 0.4218 |
| 41 | 0.0030 | 0.7976 | 0.0005 | 0.4600 | -0.0190* | 0.4028 |
| 42 | -0.0119 | 0.7857 | 0.0045 | 0.4645 | -0.0202 | 0.3826 |
| ∴ | | | | | | |
| 45 | -0.0160 | 0.7636 | -0.0079 | 0.4613 | -0.0092 | 0.3782 |
| 46 | -0.0088 | 0.7548 | -0.0065 | 0.4548 | -0.0302** | 0.3480 |
| ∴ | | | | | | |
| 50 | -0.0003 | 0.7596 | 0.0055 | 0.4717 | 0.0116 | 0.3264 |
| 51 | -0.0095 | 0.7501 | 0.0051 | 0.4768 | -0.0067 | 0.3197 |
| ∴ | | | | | | |
| 58 | -0.0008 | 0.7561 | -0.0082 | 0.4670 | -0.0258** | 0.2431 |
| 59 | -0.0229** | 0.7332 | 0.0004 | 0.4674 | -0.0356*** | 0.2075 |
| 60 | -0.0167 | 0.7165 | -0.0013 | 0.4661 | 0.0232** | 0.2307 |

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.



<그림 V-1> 유형별 평균초과수익률 그래프

2. 기술통계량

<표 V-2>는 변수들의 기술통계량이다. Tobin' s Q비율의 평균은 1.48로서 1보다 높게 나타났다. 부채비율의 평균은 66.49%, 자기자본순이익률의 평균은 8.66%, 설립자가족의 지분율의 평균은 37.40%, 기업의 총자산은 485.38억원, 기업의 설립년수는 15.77년을 나타내었다.

<표 V-2> 기술통계량

| | 평균 | 최소 | 최대 | 표준편차 |
|--------|-------|-------|----------|--------|
| TBQ | 1.48 | -1.33 | 11.72 | 2.65 |
| DEB(%) | 66.49 | 0.83 | 1,123.79 | 102.91 |
| ROE(%) | 8.66 | -8.86 | 42.49 | 13.12 |

주) TBQ: 우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율, DEB: 부채비율, ROE: 자기자본순이익률

3. 상관분석

상관분석은 두 확률변수 간 선형관계의 강도와 방향을 측정하는데 사용된다. 본 연구는 연구모형에서 제시한 변수들의 pearson 상관관계를 분석하였다. 그 결과는 <표 V-3>과 같다.

<표 V-3> 상관분석

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|------------|--------------------|---------------------|-------------------|---------------------|--------------------|-------|
| $BDL_1(1)$ | 1.000 | | | | | |
| $BDL_2(2)$ | 0.238 (0.033)** | 1.000 | | | | |
| $TBQ(3)$ | 0.219 (0.057)* | 0.303 (0.009)*** | 1.000 | | | |
| $DEB(4)$ | 0.188 (0.094)* | 0.052 (0.611) | 0.064 (0.435) | 1.000 | | |
| $ROE(5)$ | -0.112 (0.182) | -0.062 (0.620) | -0.071 (0.438) | -0.085 (0.311) | 1.000 | |
| $RES(6)$ | 0.237 (0.036)** | 0.072 (0.644) | 0.055 (0.374) | 0.348 (0.004)*** | 0.306 (0.019)** | 1.000 |

주) BDL_1 : 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=1, 주식스왑=0), BDL_2 : 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=0, 주식스왑=1), TBQ : 우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율, DEB : 부채비율, ROE : 자기자본순이익률, RES : 상대적 규모

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율, 자기자본순이익률, 상대적 규모, 설립자가족의 지분율, 기업의 총자산, 기업의 설립연수 등은 각 변수 간 체계적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있고 있으며, 부채비율은 각 변수 간 체계적인 음(-)의 상관관계를 보이고 있고 있다. 상관계수가 0.8이상 나타나지 않아 독립변수 간 상관관계는 없는 것으로 판단된다. 즉, 다중공선성의 문제가 제기되지 않아 본 연구의 타당성을 입증한다고 볼 수 있다.

4. 회귀분석

1) 우회상장대상기업 사건일 전체의 회귀분석

본 연구는 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지 우회상장한 137개 기업을 대상으로 우회상장 유형에 따라 우회상장 가치에 차이가 있는지를 분석하였다. 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률에 차이가 있는지 구분하여 살펴보았다. 회귀분석한 결과는 <표 V-4>와 같다.

첫째, 우회상장대상기업의 누적초과수익률에 영향을 주는 독립변수로 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 명목변수의 더미변수, 즉 합병, 주식스왑을 0, 포괄적 주식교환을 1로 두고(BDL₁) 우회상장 유형별 우회상장대상기업의 공시효과가 기업가치에 영향을 미치는 정도를 회귀분석한 결과 포괄적 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 현상은 종속변수를 고려하여도 동일한 결과가 체계적으로 나타났다.

둘째, 우회상장대상기업의 누적초과수익률에 영향을 주는 독립변수로 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 명목변수의 더미변수, 즉 합병, 포괄적 주식교환을 0, 주식스왑을 1로 두고(BDL₂) 우회상장 유형별 우회상장대상기업의 공시효과가 기업가치에 영향을 미치는 정도를 회귀분석한 결과 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 현상은 종속변수를 고려하여도 동일한 결과가 체

계적으로 나타났다.

<표 V-4> 우회상장대상기업 사건일 전체의 회귀분석

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BDL_1 + \beta_2 BDL_2 + \beta_3 TBQ + \beta_4 DEB + \beta_5 ROE + \beta_6 RES + \varepsilon_i$$

| | CAR(1) | CAR(1) | CAR(1) | CAR(1) | CAR(1) |
|-------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <i>BDL</i> ₁ | 0.073** (2.310) | | 0.053** (2.129) | | 0.056** (2.177) |
| <i>BDL</i> ₂ | | -0.064** (-2.006) | | -0.049* (-1.942) | -0.037* (-1.909) |
| <i>TBQ</i> | | | 0.063* (2.255) | 0.058* (2.040) | 0.056* (2.121) |
| <i>DEB</i> | | | -0.046* (-1.973) | -0.011 (-1.249) | -0.000 (-1.082) |
| <i>ROE</i> | | | 0.092** (2.437) | 0.059* (2.016) | 0.048** (1.937) |
| <i>RES</i> | | | 0.021 (0.689) | 0.000 (0.670) | 0.044 (1.716) |
| 상수 | 0.098*** (7.029) | 0.093*** (5.696) | 0.049** (2.375) | 0.050** (2.393) | 0.054** (2.448) |
| R ² | 0.030 | 0.043 | 0.068 | 0.092 | 0.087 |
| Adj. R ² | 0.024 | 0.026 | 0.048 | 0.038 | 0.040 |
| F-value | 5.335** (0.022) | 2.519* (0.060) | 3.427** (0.029) | 2.128* (0.066) | 1.834* (0.086) |

주) CAR(1): 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률(-45, +60), *BDL*₁: 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=1, 주식스왑=0), *BDL*₂: 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=0, 주식스왑=1), *TBQ*: 우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율, *DEB*: 부채비율, *ROE*: 자기자본순이익률, *RES*: 상대적 규모

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

셋째, 우회상장대상기업의 Tobin' s Q 비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 우회상장대상기업의 Tobin' s Q 비율이 높을수록 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률은 높게 나타났다. 투자자들은 우회상장대상기업의 Tobin' s Q 비율이 높을수록 투자에 매력이 있음을 자본시장을 통하여 보여주고 있다.

넷째, 부채비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 음(-)의 영향을 미치고

있으나 유의하지는 않았다. 즉, 부채비율이 높을수록 우회상장대상기업의 누적평균초과 수익률은 감소되며, 부채비율이 낮을수록 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률은 높아짐을 보여주고 있다.

다섯째, 자기자본순이익률은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 자기자본순이익률이 높을수록 누적평균초과수익률은 향상되며, 자기자본순이익률이 낮을수록 누적평균초과수익률은 낮아지고 있다.

여섯째, 상대적 규모는 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있으나 유의하지는 않았다.

2) 우회상장대상기업 사건일(-4, 0)이 기업가치에 미치는 영향

본 연구는 앞에서 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 우회상장 가치에 차이가 있는지를 연구의 전체기간, 즉 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률을 가지고 분석하였으나 평균초과수익률의 유의성 여부에 관계없이 분석하여 종속변수에 미치는 영향을 정확히 밝히는 데는 한계가 있다고 판단하여 유의한 평균초과수익률이 있는 구간, 즉 t(-4, 0)의 누적평균초과수익률을 가지고 분석하였다. 회귀분석한 결과는 <표 V-5>와 같다.

첫째, 우회상장대상기업의 누적초과수익률에 영향을 주는 독립변수로 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 명목변수의 더미변수, 즉 합병, 주식스왑을 0, 포괄적 주식교환을 1로 두고(BDL₁) 그리고 합병, 포괄적 주식교환을 0, 주식스왑을 1로 두고(BDL₂) 우회상장대상기업 사건일 중 유의한 사건일을 갖는 t(-4, 0) 기간 동안 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석하였다. 그 결과 우회상장대상기업 사건일 전체가 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과와 동일한 결과를 발견하였다. 즉, 본 연구의 전체기간인 t(-45, 60) 기간 동안 기업가치에 미치는 영향과 동일하게 포괄적 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있었으며, 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 현상은 종속변수를 고려하여도 동일한 결과가 체계적으로 나타났다.

둘째, 우회상장대상기업의 Tobin's Q 비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률

에 양(+)의 영향을 미치고 있었으나 유의하지는 않았다. 이는 연구의 전체기간, 즉 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률을 가지고 분석한 유의한 양(+)의 결과와 차이가 있다. 그 이유는 버블 등이 잠재한 단기성과에서 Tobin' s Q 비율이 투자에 매력이 있음을 자본시장이 잘 설명하지 못한다고 여겨진다.

<표 V-5> 우회상장대상기업 사건일(-5, 0)의 회귀분석

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BDL_1 + \beta_2 BDL_2 + \beta_3 TBQ + \beta_4 DEB + \beta_5 ROE + \beta_6 RES + \varepsilon_i$$

| | CAR(2) | CAR(2) | CAR(2) | CAR(2) | CAR(2) |
|-------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>BDL</i> ₁ | 0.082*** (2.879) | | 0.081*** (2.909) | | 0.082*** (2.924) |
| <i>BDL</i> ₂ | | -0.078*** (-2.965) | | -0.082*** (-3.013) | -0.088*** (-3.112) |
| <i>TBQ</i> | | | 0.006 (0.154) | 0.021* (1.877) | 0.004 (0.678) |
| <i>DEB</i> | | | -0.033* (-1.839) | -0.024* (-1.901) | -0.061* (-2.020) |
| <i>ROE</i> | | | 0.018 (0.902) | 0.198*** (3.974) | 0.005 (0.714) |
| <i>RES</i> | | | 0.002 (0.094) | 0.018 (1.577) | 0.008 (0.924) |
| 상수 | 0.052*** (4.735) | 0.088*** (4.374) | 0.035** (2.288) | 0.070** (2.076) | 0.069** (2.437) |
| R ² | 0.028 | 0.021 | 0.036 | 0.028 | 0.038 |
| Adj. R ² | 0.025 | 0.018 | 0.026 | 0.019 | 0.026 |
| F-value | 4.390*** (0.000) | 4.216*** (0.000) | 4.503*** (0.000) | 4.865*** (0.000) | 4.908*** (0.000) |

주) CAR(2): 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률(-5, 0), *BDL*₁: 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=1, 주식스왑=0), *BDL*₂: 더미변수(합병=0, 포괄적 주식교환=0, 주식스왑=1), *TBQ*: 우회상장대상기업의 Tobin' s Q비율, *DEB*: 부채비율, *ROE*: 자기자본순이익률, *RES*: 상대적 규모
***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

셋째, 부채비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 체계적으로 유의한 음(-)

의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이는 연구의 전체기간, 즉 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률을 가지고 분석한 결과 나타나는 음(-)의 결과와 차이가 있다. 그 이유는 단기성과에서 부채비율을 고려한다고 판단된다.

넷째, 자기자본순이익률은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있으나 체계적인 유의성은 나타나지 않았다. 상대적 규모는 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있으나 유의하지는 않았다.

VI. 결 론

본 연구는 2005년 1월 1일부터 2008년 7월 31일까지 금융기관을 제외한 제조 및 서비스업종에서 우회상장한 최종표본 137개 기업을 가지고 우회상장 유형에 따라 우회상장 가치에 차이가 있는지를 검증하였다. 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장의 유형에 따라 초과수익률에 차이가 있는지 비교 분석하여 차별적 우회상장 효과 존재유무를 검증하고 다음과 같은 결과를 도출하였다.

첫째, t시점 (-)45일부터 t시점 (-)1일까지 누적초과수익률을 보면 합병 27.26%, 포괄적 주식교환 48.38%, 주식스왑 38.69% 등을 나타내어 초과수익률 크기의 순서는 포괄적 주식교환> 주식스왑> 합병으로 보여 주고 있다. t시점일 당일도 포괄적 주식교환 5.80%> 주식스왑 4.33%> 합병 4.13%를 나타내어 포괄적 주식교환의 초과수익률이 가장 높았으며, 초과수익률 크기의 순서 또한 t시점 (-)45일부터 t시점 (-)1일까지 누적초과수익률의 크기와 같게 나타났다. 더 나아가 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적초과수익률을 보면 합병 46.61%, 포괄적 주식교환 71.65%, 주식스왑 23.07% 등을 나타내어 초과수익률의 크기가 포괄적 주식교환 71.65%> 합병 46.61%> 주식스왑 23.07%을 나타내어 포괄적 주식교환의 초과수익률이 가장 높았다. 포괄적 주식교환에서 높은 초과수익률이 나타나는 이유는 포괄적 주식교환은 비상장기업이 상장기업을 인수하여 비상장기업의 주주가 상장기업에 주식을 출자하고 그 대가로 상장기업의 주식을 교부 받으므로 합병에 비하여 규제가 적으며, 비상장기업이 상장기업의 자회사(100% 소유)로 남는다는 장점이 있기 때문이다. 따라서 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 우회상장 유형별 거래구조의 차이가 차별적 우회상장 효과를 나타낸다고 여겨지며, 이는 기존 상장기업과의 합병,

주식교환 및 이전 등과 같은 각종 인수합병 기법이 상장기업에 대한 소유권확보 방법에 영향을 주어 우회상장 유형 사이 초과수익률에 차이가 있다는 증거로 해석할 수 있다.

둘째, 우회상장대상기업의 누적초과수익률에 영향을 주는 독립변수로 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑 등 명목변수의 더미변수, 즉 합병, 주식스왑을 0, 포괄적 주식교환을 1로 두며 그리고 합병, 포괄적 주식교환을 0, 주식스왑을 1로 두어 우회상장대상기업 사건일 중 유의한 사건일을 갖는 $t(-4, 0)$ 기간 동안 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석하였다. 그 결과 우회상장대상기업 사건일 전체가 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과와 동일한 결과를 발견하였다. 즉, 본 연구의 전체기간인 $t(-45, 60)$ 기간 동안 기업가치에 미치는 영향과 동일하게 포괄적 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있었으며, 주식교환이 합병보다 기업가치에 더 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이러한 현상은 종속변수를 고려하여도 동일한 결과가 체계적으로 나타났다.

셋째, 우회상장대상기업의 Tobin' s Q 비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있었으나 유의하지는 않았다. 이는 연구의 전체기간, 즉 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률을 가지고 분석한 유의한 양(+)의 결과와 차이가 있다. 그 이유는 버블 등이 잠재한 단기성과에서 Tobin' s Q 비율이 투자에 매력이 있음을 자본시장이 잘 설명하지 못한다고 여겨진다.

넷째, 부채비율은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이는 연구의 전체기간, 즉 t시점 (-)45일부터 t시점 (+)60일까지 누적평균초과수익률을 가지고 분석한 결과 나타나는 음(-)의 결과와 차이가 있다. 그 이유는 단기성과에서 부채비율을 고려한다고 판단된다.

다섯째, 자기자본순이익률은 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있으나 체계적인 유의성은 나타나지 않았다. 상대적 규모는 우회상장대상기업의 누적평균초과수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있으나 유의하지는 않았다.

이와 같이 본 연구가 합병, 포괄적 주식교환, 주식스왑으로 구분하여 초과수익률을 비교 분석한 결과 우회상장 유형의 거래구조 차이가 차별적 우회상장 효과를 나타내고 있음을 발견하였다. 기존 상장기업과의 합병, 주식교환 및 이전 등과 같은 각종 인수합병 기법이 상장기업에 대한 소유권확보 방법에 영향을 주어 우회상장 유형 간 초과수익률에

차이가 있음을 차별적 우회상장 효과 존재로 확인하였다.

본 연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, 우회상장하는 비상장기업의 자료확보가 힘들고 표본 수를 충분히 확보하지 못하여 다양한 분석을 하지 못하였다. 둘째, 우회상장대상기업은 코스닥시장의 상장기업이지만 우회상장제외기업은 비상장기업으로 재무제표 등 자료확보에 한계가 있고 우회상장제외기업의 주가를 측정할 수 없어 다양한 연구를 하지 못하였다. 우회상장 직전의 재무자료를 활용한 비상장기업과 상장기업의 분석, 우회상장 후 재무상태의 변화 등을 충분히 반영한 분석이 이루어진다면 보다 더 흥미로운 연구가 될 것으로 판단한다. 더 나아가 장기누적초과수익률 분석과 경영성과 분석, 우회 상장에 관한 한국거래소의 규제 전후 추가수익률을 분석하는 것도 흥미로울 것이다.

참 고 문 헌

- 김인호, 『비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정요인에 대한 비교연구』, 성균관대학교대학원 박사학위논문, 2008, pp.1~163.
- 김종원, 최용식, “코스닥상장기업과 비상장기업의 합병에 관한 연구,” 『경영연구』, 제23권 제1호, 2008, pp.229~254.
- 박연희, 박철원, 배수일, “우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과: 코스닥시장을 중심으로,” 『한국증권학회 발표논문집 2008년 제1차 정기학술발표회』, 2008, pp.59~83.
- 유상수, 이남일, 윤정현, 나원구, “투자자의 미래를 바꾸는 1% pear,” 서울: 팩스넷, 2006, pp.28~29.
- 최운열, 이진호, 이호선, “우회상장 규제강화의 효과: 코스닥시장을 중심으로,” 『한국증권학회 발표논문집 2008년 제1차 정기학술발표회』, 2008, pp.317~341.
- 최운열, 이호선, “우회상장은 IPO와 무엇이 다른가? : 코스닥기업을 중심으로,” 『한국증권학회 발표논문집 2006년 제4차 정기학술발표회』, 2006, pp.67~93
- S-IPO, 『2003년 코스닥 IPO연감』, 2004.
- 금융감독원(www.fss.or.kr)

한국거래소(www.krx.co.kr)

한국증권선물거래소, 『코스닥시장 우회상장제도 설명자료』, 2007. 3. 30.

Adjei, Frederick, Ken B. Cyree and Mark M. Walker, "The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs.," *Journal of Economics and Finance*, Vol.32, No.2, 2007, pp.176 ~ 194.

Aydogdu, Murat, Chandor, Shekhar and Violet, Torbey, "Shell companies as IPO alternatives: an analysis of trading activity around reverse mergers," *Applied Financial Economics*, Vol.17 No.16, 2007, pp.1335 ~ 1347.

Capentier, Cecile, Jean-marc, Suret, "The Economic Effects of Low Listing Requirements: An Analysis of Reverse Merger Listings," *working papers*, 2008.

Chung, Kee H, Pruitt, Stephen W., "A Simple Approximation of Tobin's q," *Financial Management*, Vol.23, No.4. 1994, pp.70 ~ 74.

Hensler, DA., RC. Rutherford, and TM. Springer, "The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket," *Journal of Financial Research*, Vol.20, 1997, pp.93-100.

Lindenberg, Eric B. and Stephen A. Ross, "Tobin's Q ratio and industrial organization," *Journal of Business*, Vol.54, No.1, 1981, pp.1 ~ 32.

Schultz, Paul, "Unit initial public offerings: A form of staged financing," *Journal of Financial Economics*, Vol.34, No.2, 1993, pp.199 ~ 229.

Shostrom Jr., William K., "The Truth About Reverse Mergers," *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol.2, No.2, 2008, pp.743 ~ 759.