

# IPO가 우회상장보다 정보효율성이 더 높은가? : 코스닥시장을 중심으로

강 원\*

## <요 약>

본 연구에서는 2003년~2005년 기간에 코스닥 시장에서 발생한 두 가지 자본시장 진입수단인 IPO와 우회상장을 대상으로 벤치마킹 대비 단기 및 장기 초과보유수익률을 분석하고, 차이점과 의미에 대해 논하였다. 우회상장은 M&A의 성격을 띠고 있지만 동시에 IPO의 성격도 갖고 있다. IPO는 거래소가 제시한 상장요건을 맞춰야 하는 등 제도적인 간섭을 받기 때문에 제도에 의한 자본시장 진입방법이라고 할 수 있다. 반면 우회상장은 이러한 제도의 간섭은 미미하고 당사자 간의 거래에 의하여 진입여부가 결정되기 때문에 거래에 의한 자본시장 진입방법이라고 할 수 있다. 제도가 완전시장을 저해한다는 상식에 기초한다면 우회상장이 IPO보다 우수한 진입방법이라고 판단할 수 있지만, 반대로 IPO는 우회상장에 비해 정보의 비대칭성을 줄이고 부실한 기업의 시장진입을 통제할 수 있다는 면에서 장점이 있다고 볼 수 있다. 본 연구의 결과는 정보의 효율성 면에서 IPO가 우수하다는 본문의 주장을 지지하고 있다. 먼저 IPO 기업과 우회상장 기업은 모두 초기에는 높은 초과수익률을 기록하고 장기적으로는 둘 다 저성적을 보이거나 우회상장 기업의 장기성적이 더욱 하락하였다. 또한 두 표본 모두 사건 이후 3년 간의 회계적 성과가 하락하였으나 특히 우회상장 기업은 더욱 하락하였으며 모든 기간에서 손실을 기록하였다. 이는 과잉수요(fad)가 코스닥 시장의 IPO는 물론 우회상장에서도 똑같이 존재하며, 우회상장의 경우에는 과대포장(window dressing)의 가능성이 더욱 높음을 뜻한다. 결국 IPO보다는 우회상장이 상장시점에서 회사와 투자자 사이에 더욱 심한 정보의 비대칭성을 보이고 있음을 시사한다.

주제어 : 우회상장, IPO, 정보의 비대칭성, 초기과잉수요, 이익관리

## I. 서론

흔히 발행가와 발행일종가 간의 수익률로 측정되는 최초공모주(IPO)의 초기수익률은 거의 모든 경제에서 유의한 양의 값을 보이고 있으며, 하나의 정형화된 사실로 받아지고 있다. 이러한 IPO의 초기수익률을 설명하기 위해 그간 여러 가설과 많은 실증연구가 진행되어왔다. 1980년대까지만 해도 시장은 효율적이라는 가정 아래 IPO 초기수익률은 할인발행 때문에 나타나거나(Chalk and Reavy, 1984; Baron, 1982; Rock, 1986; Beatty and Ritter, 1986; Leland and Pyle, 1977; 강호석, 1990 임병균, 1997), 혹은 상장 이후 증자에 대한 신호로써 발생한다는 가설(Allen and Faulhaber, 1989; Welch, 1989) 등이 지지를 받았었다. 그러나 1990년대부터는 시장의 효율성을 의심하는 가설이 점점 지지를 받게 되었는데, 이에 따르면 IPO 초기수익률은 할인발행 때문에 발생하는 것이 아니라 IPO 시점에 과잉수요(fad)가 존재하기 때문에 발생한다는 것이다(Aggarwal and Rivoli, 1990; Ritter, 1991; Levis, 1993; 임웅기, 이성규, 1995; 윤평식, 김철중, 1997). 이러한 주장은 상장 이후 장기간 측정된 수익률이 하락하는 실증분석 결과에 토대를 두고 있다. 장기수익률의 하락은 또한 발생시점에서 기업들이 실제 기업내용을 밝히지 않고 과대포장(window dressing)을 하기 때문이라는 주장도 제기되었다(Teoh, Welch and Wong, 1998; 임병균, 1997; 김영규, 김영혜, 2000). 한편 국내시장을 대상으로 한 연구에서는 IPO 초기수익률에는 할인발행 효과와 과잉수요 효과가 모두 포함되어 있다는 주장도 있다(최문수, 2000).

초기수익률이 할인발행에 의하든 아니면 과잉수요에 의하든, 이러한 현상은 모두 발행시점에서 가격형성이 효율적이지 않음을 나타낸다. 또한 이런 초기수익률은 위험에 대해 조정하거나(임웅기, 이성규, 1995) 벤치마크 수익률에 대해 조정하여도(최문수, 2000) 유의한 양의 비정상수익률을 나타내며, 시장이 이러한 비정상 수익기회를 인식하고 있음에도 불구하고 해소되지 않고 계속 존재하기 때문에 현대 기업재무 이론에서는 퍼즐로 인식되고 있다.

한편 제도권 자본시장에 진입하는 방법은 IPO 이외에도 우회상장의 방법이 있다. 우회상장은 비공개기업이 상장기업의 경영권을 획득하고 두 기업이 합병을 하면서 이루어지는데, 합병 후 상장사의 기존사업보다는 비공개기업의 주력사업을 위해 자본시장 및 자금시장에서 자본을 조달하게 되기 때문에 비공개기업은 자연적으로 IPO 혜택을 누리게 된다. 이렇게 비공개기업이 상장사의 경영권을 인수하여 우회적으로 상장하는 것은, 상장요건을 충족해야 하는 의무와 같은 제도적인 간섭이 없이 피인수 상장사와

인수 비공개기업 간의 순수한 거래를 통해 이루어지기 때문에 시장거래를 통한 자본시장 진입이라고 할 수 있다.<sup>1)</sup> 이에 반해 거래소가 정한 상장요건을 맞추고 심사를 거쳐 상장하는 전통적인 IPO 방법은 제도에 의한 자본시장 진입이라고 할 수 있다. 시장의 불완전성을 조장하는 요소 중에 하나가 제도적인 장벽이라 할 때 우회상장은 IPO에 비해 좀 더 완전시장의 원칙에 가깝다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 증권시장이 제도에 의한 시장진입을 선호하는 이유는, 신규상장을 희망하는 기업에 대한 정보를 상장시점에서 시장에게 제공하고 부실한 기업의 시장진입을 막는데 우회상장보다는 IPO가 더욱 효과적이라고 판단하기 때문일 것이다. 신규상장 이전에는 해당기업이 비공개기업이었기 때문에 이들에 대한 정보는 시장과 경영진 간에 심한 비대칭성을 갖는다. 이러한 정보의 불균형은 IPO 절차를 거치면서 많이 제거되어 IPO 시점에서 청약자는 비교적 기업내용을 정확히 알게 된다. 또한 IPO 요건을 충족해야 하기 때문에 부실기업은 IPO를 통해 자본시장에 진입할 수가 없다. 그러나 우회상장의 경우는 상장사를 인수하려는 비상장사에 대한 기업내용을 일반투자자가 정확히 알기가 매우 어려우며, 따라서 부실기업이 우회상장을 통해 자본시장에 진입하는 것을 IPO 만큼 거래소가 통제하지 못한다. 결국 제도의 간섭 없이 시장거래에 의존한다는 면에서는 우회상장이 장점을 가지고 있으나, 정보 비대칭성을 해소한다는 면에서는 IPO가 장점을 가지고 있다고 볼 수 있다.

이와 같은 개념적인 틀을 가지고 본 논문은 상장시점에서 가격형성의 효율성이 과연 우회상장과 IPO 중 어느 것이 우수한지를 알아보기 위해, 2003~2005년 기간에 코스닥 시장에서 우회상장을 한 기업과 IPO를 한 기업을 대상으로 실증분석을 실행하였다. 앞서 언급하였듯이 대부분의 기존연구는 IPO의 초기 가격형성이 효율적이지 못함을 지지하고 있다. 한편 우회상장의 경우 초기 가격형성이 효율적인지 분석한 논문은 현재까지 없었던 것으로 보인다. 따라서 본 논문에서는 우회상장에서의 발행가(혹은 공정가)를 제시하고 이에 대비한 사건일(우회상장 공시일) 종가의 초기수익률을 측정된 뒤 이후 3년 간 전개되는 장기수익률을 측정하였다. 그 다음, 이러한 우회상장의 장단기 수익률을 동 기간에 발생한 IPO의 장단기 수익률과 비교하면서 자본시장의 두 가지 진입방법이 보이는 초기가격형성의 효율성을 비교하였다.

그 결과, IPO와 우회상장 모두 초기 벤치마크 대비 초과수익률이 유의미한 양의 값을 기록하였으며, IPO가 우회상장보다 유의적으로 더 높은 값을 보였다. 그러나 장기의

1) 우회상장 시 제도적으로 뚫아야 하는 절차로는 공정거래위원회에 제출해야 하는 기업결합신고를 들 수 있다.

벤치마크 대비 초과보유수익률은 IPO와 우회상장 모두 빠르게 음수로 전환한 뒤 계속 하락하였으며, 사건 후 9월부터는 우회상장이 IPO보다 유의적으로 더 낮은 성과를 기록하였다. 따라서 IPO에서 발견되는 과잉수요(fad)가 우회상장에서도 똑같이 발견됨을 알 수 있다. 한편 두 표본에 대해 사건 이후 3년 간의 회계적 성과를 분석한 결과, 우회상장과 IPO 기업 모두 회계적 성과가 하락하고 있었으며, 우회상장의 경우는 모든 기간에 손실을 기록하고 있었다. 이러한 사실은 우회상장의 경우 과대포장(window dressing)의 가능성이 더욱 높음을 알려준다. 우회상장의 경우 비공개기업의 자본의 공정가치는 비공개기업과 상장사 간의 합병비율로 결정이 되는데, 비율에 대한 협상은 두 기업의 구주주 사이에서 일어나기 때문에 비공개기업에 대한 과대포장의 가능성은 더욱 커질 수 있다. 이와 같이 우회상장은 초기의 과잉수요와 함께 높은 과대포장의 가능성으로 인해 IPO에 비해 장기 주가수익률이 더욱 하락할 수 있다고 추정할 수 있다. 또한 과대포장의 결과 비공개기업의 공정가도 과대평가될 수 있다. 이러한 공정가의 과대평가는 우회상장과 IPO에서 모두 과잉수요가 존재함에도 불구하고 초기의 초과수익률은 우회상장이 더 낮았던 사실을 일부 설명해준다. 따라서 본 논문의 연구결과는 IPO보다 우회상장이 상장시점에서 더욱 심한 정보의 비대칭성을 보이고 있음을 시사한다. 한편 2003~2005년 기간에 코스닥 시장에서 IPO한 기업은 벤치마크 대비 장기 초과보유수익률이 코스피 시장을 대상으로 한 기존 연구결과에 비해 더욱 하락하고 있음도 발견되었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 IPO 단장기 수익률에 대한 기존연구와 우회상장에 대한 기존연구를 살펴보고, 제 III장에서는 표본 및 연구모델에 대한 설명을 한다. 제 IV장에서 실증분석의 결과를 보고하고 제 V장에서 결론을 논하도록 한다.

## II. 선행연구 고찰

IPO시 발견되는 초기수익률이 할인발행에 의한다는 주장은 오래 전부터 제기되었다. 할인발행의 원인에 대해서도 여러 가설이 나왔는데, Baron(1982)은 주간사와 발행회사 간에 존재하는 자본시장 관련 정보의 비대칭성 때문에 공모가격이 발행사의 실제가치보다 낮아진다고 주장하였으며, Rock(1986), Beatty and Ritter(1986) 등은 IPO 시 관련 정보를 충분히 취득하지 못한 일반 투자자들을 청약으로 유도하기 위해서 할인발행을 한다고 하였고, Leland and Pyle(1977)은 시장에 정보의 불균형이 있는 상황에서 우량 기업이 불량기업과 구별하기 위하여 최초공모주를 할인해서 발행할 수 있다는 가설을 세웠다. 한편 Welch(1989), Allen and Faulhaber(1989) 등은 상장 이후 기업들은 증자를

할 때 상황을 좀더 유리하게 만들기 위해 할인발행을 한다고 주장하였다.

위의 주장들이 발행시장의 효율성을 가정한 것이라면, 최근에 와서는 그 반대로 발행시장의 비효율성을 가정하고 IPO의 초기수익률을 과잉수요에 의한 현상으로 설명하는 주장도 제기되었다. 이러한 주장은 주로 IPO 기업이 장기적으로는 주가수익률이 하락하고 있음에 주목한다. Aggarwal and Rivoli(1990)는 최초공모주는 상장 이후 5월부터 가격이 하락한다고 보고하였고, Ritter(1991), Levis(1993) 등도 각각 미국과 영국 시장에 대해 IPO 이후 3년 간의 주가수익률을 측정된 결과 IPO 기업의 수익률이 시장 포트폴리오의 수익률보다 낮다고 보고하였다.<sup>2)</sup>

국내 시장을 대상으로 한 최근의 연구에서도 IPO 기업의 주가가 장기적으로 하락하는 현상이 보고되었다. 임병균(1997)은 Ritter(1991)가 사용한 상대적 부(Wealth relative)를 사용하여 상장 후 1년, 2년, 3년의 성과를 분석한 결과 기간이 늘어날수록 성과는 더욱 하락한다고 보고하였다. 한편 김영규, 김영혜(2000)은 국내 최초공모주의 3년간 성과를 분석한 결과 누적초과수익률(CAR)은 양의 초과성과를 보였고 보유초과수익률(BHAR)은 저성과를 보였으나 통계적으로 유의하지 않았다고 보고하였다. 임웅기, 이성규(1995)는 국내 최초공모주를 대상으로 Ibbotson(1975)이 사용한 RATS 방법에 따라 상장 이후 3월부터 36월까지의 위험조정 누적초과수익률을 측정된 결과, 장기 저성과 현상을 발견하였고, 증자효과를 통제하였을 때는 위험조정 누적초과수익률이 더욱 하락함을 보고하였다. 최문수(2000) 또한 국내 IPO 기업들의 단기성과와 장기성과를 측정된 결과, 발행가격할인의 요인을 제외하더라도 상장일 초기성과가 유의적으로 외국의 경우보다 높고 장기적으로는 저성과를 보이고 있음을 보고하였다. 이러한 실증결과에 기초하여 저자는 IPO 시점에서 보이는 높은 초기성과는 할인발행으로 발생하는 부분과 상장시점 투자자들의 일시적 과잉수요로 인해 발생하는 부분으로 구성되어 있다고 주장하였다. 코스닥 시장에 대해서는 최문수, 전수영(2006)이 IPO 기업의 상장일 수익률이 57%에 달한다고 보고하였다. 이들의 주요 실증분석 결과를 요약하면 아래 <표 1>과 같다.<sup>3)</sup>

2) Ritter(1991)는 1975~1984년 기간 동안 IPO를 한 1,526개 기업의 사건 후 1월부터 3년까지 보유수익률 (buy and holding return)이 34.7%였으나 동일 기간의 벤치마크 기업은 61.86%를 기록하였다고 보고하였고, Teoh, et al.(1998)은 1980~1992년 기간 동안 IPO를 한 1,649개 기업의 보유수익률은 -15.6%였고 동일 기간의 벤치마크 기업은 0.5%를 기록하였다고 보고하여, 둘 다 IPO 기업이 장기적으로 수익률이 하락하고 있음을 주장하였다. 한편 Chalk and Peavy(1984)는 IPO의 초과수익이 사건 이후 190일 동안 없어지지 않고 잔존함을 보고하여 위의 연구들과는 다른 결과를 보였다.

3) 이 밖에 윤평식, 김철중(1997)도 1988년부터 1990년까지 신규로 상장한 282개 기업을 조사한 결과, 상장 후 36개월까지의 누적초과수익률이 -10%를 기록하였다고 보고하여 IPO 기업의 장기 저성과를 지지하였다.

&lt;표 1&gt; 장기 저성과를 보고한 국내 주요 연구

저자	기간 및 표본	초기성과	장기성과	비고
임병균(1997)	1988~1994, 342개	75.45%	0.9503	벤치마크 대비 WR 상장후 1월~36월
최문수(2000)	1992~1998, 141개	61.38%	-17.18%	규모/BP의 벤치마크 대비 BHAR 상장후 1월~36월
김영규, 김영혜 (2000)	1986.6~1994. 12, 267개		-3.75%	규모/BP의 벤치마크 대비 BHAR 상장후 3월~36월
임용기, 이성규 (1995)	1980.1~1990.3, 331개		-11.53% -2.69%	증자 기업 제외 CAR 증자 기업 포함 CAR 상장후 3월~36월

반면 국내에서도 IPO 이후 장기성과가 하락하지 않는다는 실증분석 결과를 보고한 연구들이 있다. 이장원(1992)은 발행가 자율화 이전인 1980년 1월부터 1988년 6월까지 기간에 공개한 기업은 3.13%, 자율화 이후인 1988년 6월부터 1990년 6월까지 기간에 공개한 기업은 13.23%의 장기 초과성과를 기록하였다고 보고하였다.

한편 Teoh et al.(1998)은 IPO 기업들은 상장 시점에서 실제 현금흐름과는 다르게 이익을 과대계상하는 등의 이익관리를 하기 때문에 IPO 이후 장기적으로 저성과가 목격되는 것이라고 주장하였다. 실제로 Jain, Kini(1994)도 미국의 IPO 기업은 회계적인 성과가 상장 후 상당히 하락하고 있음을 보고하였다. 국내에서도 김영규, 김영혜(2000)은 최초공모주를 대상으로 해당 기업이 채택한 이익관리방법에 따라 성과가 차이가 나는지를 분석하였는데, 공개 전 이익관리가 공격적으로 수행된 기업들이 보수적으로 이익을 관리한 기업들보다 장기성과가 낮게 나타났으나 통계적으로 유의하지는 않았다고 보고하였다. 한편 임병균(1997)도 IPO 이후 해당 기업은 매출액은 증가하지만 영업성과 측면에서 현저한 하락을 경험하고 있음을 지적하면서, 우리나라에서도 IPO 기업들은 공개모집을 하는 과정에서 투자자들에게 기업내용을 과대포장(window dressing)하여 보여줌으로써 IPO 주식을 과대평가하게 만드는 경향이 매우 크다고 주장하였다.

우회상장에 대한 연구는 국내외에서 많이 진행되지는 않았다. 먼저 Gleason et al.(2005)은 미국시장을 대상으로 121개의 역인수(reverse takeover) 사례를 분석한 결과 인수 대상이 되었던 상장사는 ROA가 평균 -20%를 하회하였고, 역인수 발표를 전후한 비정상 누적수익률(CAR)이 25.1%에 달했으나 2년 이후에는 54%가 상장폐지 되었으며, 이들의 ROA와 ROE는 각각 0.25, 22%, 149.84%를 기록하는 등 장기적으로 주주의 부를 창출하지 못했다고 보고하였다. 한편 국내에서는 강원(2009)이 2000년부터 2005년 기간에 코

스피 시장과 코스닥 시장에서 발생한 136개 우회상장 사례를 조사하여 유형을 나눈 뒤 이들 유형별 장단기 주가수익률을 분석하였다. 그는 국내 우회상장을 주식인수를 통해 비상장사나 그의 특수관계인이 상장사의 경영권만 인수한 경우, 경영권을 인수 한 이후 3년 이내에 포괄적 주식교환, 영업양수, 합병 등을 통하여 자산결합을 한 경우, 경영권 인수를 하지 않고 직접 자산결합을 한 경우 등 3가지 유형으로 분류하였다. 조사 결과, 전체 표본의(-20일, +30일) 비정상누적수익률은 33.7%로 높았으나, 사건일 이전 1월부터 사건 이후 24월까지 추정된 벤치마크 대비 초과보유수익률은 -72.7%를 기록하여, 국내에서도 Gleason et al.(2005)의 주장을 지지하는 결과를 얻었다. 또한 윤병섭, 조국연(2009)는 우회상장 유형별로 단기 누적초과수익률을 조사한 결과 포괄적주식교환이 주식스왑이나 합병보다 높은 수익률을 보였다고 보고하였다.<sup>4)</sup>

이들 우회상장에 대한 기존연구는, 본 연구와는 달리 우회상장을 M&A의 한 유형으로 취급하고 있다. 따라서 이들 연구는 우회상장의 초기수익률을 구할 때 IPO 연구에서 흔히 사용되는 발행가를 사용하지 않고, 대신 공시를 전후 한 일정 기간의 누적수익률을 측정하고 있다. 하지만 본 논문은 우회상장의 초기수익률을 구할 때 우회상장 시 공시된 공정가를 사용하였다. 우회상장은 이처럼 M&A의 성격과 IPO의 성격을 모두 가지고 있다는 점에서, 본 논문은 우회상장의 IPO 성격에 초점을 맞추어 진행된 연구라고 할 수 있다.

우회상장을 IPO의 일종으로 간주하고 실행된 국내 연구로, 김종일, 이장순(2009)는 2001년부터 2005년 동안 코스닥시장에 상장한 IPO 기업 458개와 우회상장 기업 33개에 대한 로짓분석을 통해 IPO와 우회상장의 의사결정에 영향을 주는 변수들을 조사하였다. 그 결과 업력이 짧고 규모가 크고, 경상이익률이 낮고, 부채비율이 높을수록 우회상장의 가능성이 높아졌음을 발견하였다. 한편 윤여준, 강문현(2009)도 2003년부터 2006년 동안 코스닥시장에 우회상장한 114개 기업과 IPO 기업 603개를 대상으로 단기 수익률 및 사건 후 200일까지의 수익률을 비교 분석하였다. 그 결과 단기 수익률과 200일까지의 수익률 모두 우회상장이 높은 것으로 나타났다.

본 연구는 이들 연구와 같이 우회상장과 IPO의 비교에 초점을 두고 있으나, 사건 후 3년 간의 장기분석을 실행하였고, IPO와 우회상장 간의 정보효율성 비교에 초점을 두었고, 또한 성과측정에서도 장기주가수익률을 측정할 때 가장 효율적인 지표로 알려진 벤치마크 포트폴리오 대비 보유초과수익률(Barber and Lyon, 1997)을 활용하여 좀더 정직한 분석을 실행하였다는 점에서 위의 연구와 차별성을 갖는다.

4) 그 밖의 우회상장의 성과를 분석한 국내연구로, 박연희, 박철원, 배수일(2007)은 2001년부터 2005년까지의 39개 사례를 조사하여 공시일을 즈음하여 양의 초과수익률이 나타났음을 보고하였다.

### Ⅲ. 표본과 연구방법

#### 1. 표본의 구성

본 연구는 우회상장의 범위를 정하는데 강원(2009)이 제시하였던 정의를 사용하였다. 그러나 본 논문에서는 우회상장을 자본시장 진입의 한 유형으로 보고 IPO와 비교하고 있기 때문에 우회상장의 범위는 좁아질 수밖에 없다. 즉, 단순히 경영권만 인수한 경우를 제외하고, 실제로 자산결합이 발생한 경우로 한정하였다. 이들의 특징을 다시 정리하면, 비상장사 혹은 비상장사의 특수관계인이 상장사의 경영권을 이미 인수한 상태에서 두 기업이 합병이나 100% 주식교환을 통해 결합하는 경우나, 또는 사전적인 경영권 인수 없이 직접 두 기업 간에 합병이나 100% 주식교환이 이루어진 경우이다. 자산결합 단계에서 형식상으로는 상장사가 비상장사를 합병하는 소위 역인수(reverse takeover)의 형태를 취하는 경우가 많다. 그러나 이 때도 상장사의 경영권을 가진 자 (혹은 회사)가 이미 합병대상이 되는 비상장사이거나 이의 최대주주이기 때문에 실질적으로는 우회상장으로 봐야 한다. 하나의 합병 등 자산결합 사례가 우회상장인지 아닌지를 가리기 위해서는 해당 공시뿐만 아니라 합병 이전의 공시도 철저히 조사해야 한다. 강원(2009)은 이들을 철저히 조사한 우회상장 표본을 제시하고 있기 때문에 본문에서도 강원(2009)의 표본에서 필요한 사례를 수집하였다.

두 경우 모두 사건일은 두 기업이 결합을 공시한 날로 정하였다. 또한 우회상장 사건일 이후 측정된 장기수익률에 새로운 우회상장의 영향이 반영되는 것을 막기 위해, 위의 사례 중 해당기업이 3년 이내에 다시 우회상장의 대상이 된 사례는 제외하였다. 이렇게 자료를 한정하였을 때, 강원(2009)의 표본 중에서 위의 조건을 만족시키는 사례는 모두 코스닥 기업이었고 대부분이 2003년에서 2005년 사이에 발생하였다. 따라서 본 연구에서는 2003년에서 2005년 기간 중에 코스닥 시장에서 발생한 55개 우회상장 사례를 최종 우회상장 표본으로 선정하였다.

한편 IPO 표본도 우회상장과의 동등한 비교를 위해, 2003년에서 2005년 기간에 코스닥 시장에서 발생한 410개 IPO 사례 중에서 해당기업이 IPO 이후 3년 안에 증자를 실시하지 않은 사례로 한정하였다. 임웅기, 이성규(1995)은 신규상장 이후 증자를 실시한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 높은 장기수익률을 기록하였음을 보이면서 공개 후 증자를 통제해야 할 필요를 주장한 바 있다. 이렇게 IPO 이후 3년 이내에 증자를 실시한 기업과 IPO가 실행된 해의 보통주 자본의 장부가를 구할 수 없는 기업을 제외하고 최



종적으로 111개의 사례가 최종 IPO 표본으로 선정되었다. 한편, 시장조성제도는 2007년 5월에 한 번 크게 변화하였고, 본 논문에서 발행가 혹은 공정가를 추정하는 기간 내에는 제도의 큰 변화가 없었기 때문에 제도변화의 영향은 본 논문에서 고려하지 않았다.<sup>5)</sup>

## 2. 벤치마크의 구성

우회상장 표본과 IPO 표본은 사건일의 시점이 모두 다르기 때문에 두 표본의 장기수익률을 직접 비교할 수가 없어, 각각에 대해 벤치마크 대비 초과수익률을 구한 뒤 이 초과수익률을 비교하였다. Barber and Lyon(1997)은 장기주가수익률을 측정할 때, 시장의 지수에 대비하여 구한 초과수익률보다는 보통주의 시가총액과 보통주의 시장가 대비 장부가 비율을 기준으로 선택된 벤치마크(통제) 기업의 수익률과 대비하여 초과수익률을 구할 것을 제안하고 있다. 그리고 이 때 수익률은 비정상누적수익률(CAR)보다는 초과보유수익률(buy-and-hold abnormal return)을 사용하여야 하며, 초과보유수익률은 표본의 보유수익률에서 통제기업의 보유수익률을 차감하여 측정해야 한다고 주장하였다 Barber and Lyon(1997)은 시장지수 대비 초과수익률을 사용할 경우, 신규상장 편이, 포트폴리오 재구성 편이, 왜도 편이가 발생한다고 주장하였다.<sup>6)</sup> 국내에서도 최근 정형찬(2007)도 국내 시장에 대해 분석하면서 Barber and Lyon(1997)과 같은 결과를 보고하였다.

본문에서도 Barber and Lyon(1997)이 제안한 방법에 기초하여 우회상장과 IPO 표본에 대한 장단기 초과보유수익률을 측정하였다. 이렇게 벤치마크 대비 초과보유수익률을 구하기 위해서는 벤치마크 포트폴리오에 포함될 기업의 범위, 포트폴리오의 구성방법 및 구성시점(표본기업과의 매칭시점) 등이 연구자마다 다를 수 있다. 먼저 Fama and French(1992, 1993)와 Barber and Lyon(1997)은 시가 대비 장부가 비율 기준의 측정시점으로  $t-1$ 년 말을 사용하였고, 시가총액 기준의 측정시점은  $t$ 년 7월을 사용하였다.<sup>7)</sup> 따라서 벤치마크에 포함되는 기업의 범위도  $t$ 년의 7월에 보통주 시가총액이 존재하고,  $t-1$ 년 말의 보통주 시가총액과 장부가가 존재하는 기업들로 자연히 한정되었다. 또한

5) 최근 시장조성제도는 2003년 9월에 폐지되면서 대신 풋백옵션 제도가 도입되었다가, 다시 2007년 5월에 풋백옵션 제도도 폐지되었다. 본 연구에서 수익률을 측정기간은 2003~2008년이지만 발행가 혹은 공정가 추정기간은 2003~2005년이다.

6) 한편 비정상누적수익률(CAR)은 보유수익률(buy-and-hold return)에 대해 편향된 값을 보여주고 있으며, 측정치가 편향되지 않았다고 하더라도 초과수익률의 크기를 정확히 대변하지 못한다고 비판하였다.

7) 이렇게 시가 대비 장부가 기준의 측정시점이 시가총액 기준을 적어도 6개월 이상 앞서게 만든 이유로 이들은 회계정보의 공시가 충분히 시가에 반영되게 하기 위해서라고 하였다.

이 과정에서 이들은 순자본이 0보다 작은 기업도 대상에서 제외하였다. 이러한 표본을 가지고 Barber and Lyon(1997)은 연구대상 기업과 벤치마크 기업을 일대일 대응시켰는데, 먼저 보통주 시가총액이 연구대상 기업 보통주 시가총액의 70%~130%에 달하는 모든 기업을 벤치마크로 선택한 뒤 이 중에서 보통주의 시장가 대비 장부가의 비율이 연구대상 기업의 그것과 가장 가까운 기업을 최종 벤치마크 기업으로 선택하는 방법을 사용하였다.

한편 최문수(2000)는 두 기준의 측정시점을 모두 사건 직전연도 말로 잡았다. 또한 Barber and Lyon(1997)은 연구대상 기업과 벤치마크 기업을 일대일 대응시킨 반면, 최문수(2000)는 벤치마크 포트폴리오를 만들고 이를 연구대상 기업과 대응시켰다. 여기서 벤치마크 포트폴리오는 사건연도 말 상장된 신규공모기업이 제외된 모든 상장회사를 가지고 이들의 직전 회계연도 말 보통주 시장가치와 시가 대비 장부가 비율을 토대로 총 16개를 만들어 사용하였다.

본 논문에서는 연구대상 기업과 벤치마크 기업을 일대일 대응시킨 Barber and Lyon(1997)의 방법보다는 연구대상 기업과 벤치마크 포트폴리오를 대응시킨 최문수(2000)의 방법을 따랐다. 먼저, 각 연도 t별로 벤치마크 포트폴리오에 포함될 기업의 범위는 직전연도 t-1의 11월 말 현재 코스닥시장에 상장되어 있으며 자본잠식이 없는 기업으로 한정하였다. 이런 과정을 통해 표본기업과 매칭되는 벤치마크 포트폴리오에는 수익률 측정기간 동안 신규로 상장된 기업은 모두 제외되었다. 그러나 이들 기업을 가지고 벤치마크 포트폴리오를 구성하는 단계에서는 연도 t의 연말시점 보통주 시가총액과 장부가 대비 시가 비율을 사용하였다. 연도별로 먼저 보통주 시가총액을 기준으로 표본을 4개의 하위표본으로 나누고, 그 다음 각 하위표본을 다시 장부가 대비 시가 비율을 기준으로 4개로 나누어 포트폴리오를 구성하였다. 따라서 연도별로 16개의 벤치마크 포트폴리오가 만들어졌으며 각 포트폴리오는 연구기간 동안 지속되도록 하였다.

이들 벤치마크 포트폴리오와 표본기업은, 표본기업의 사건연도 말 정보(보통주 시가총액과 장부가 대비 시가 비율)와 벤치마크 포트폴리오의 t년 말 정보(보통주 시가총액과 장부가 대비 시가비율)를 기준으로 매칭시켰다. 이렇게 표본기업의 사건연도와 포트폴리오의 t년 정보를 사용하여 매칭하는 이유는, 특히 IPO의 경우 연구대상 기업의 시가총액은 사건 이전에는 형성이 되어있지 않기 때문이다. 또한 IPO나 우회상장 모두 사건일 이후 짧은 기간 내에 주가가 사건일 증가로부터 상당히 이탈되기 때문에 사건이 일어난 해의 연말 자료를 사용해야 벤치마크 포트폴리오와 연구대상 기업 간의 매칭이 더욱 효율적으로 이루어진다고 판단되었기 때문이다. 비록 연구대상 표본기업과

벤치마크 포트폴리오 간의 매칭은 사건이 일어난 해의 연말 시점에서 이루어졌으나, 이들 벤치마크 포트폴리오의 수익률은 이들과 매칭되는 표본기업의 사건 시점부터 측정되었다.

### 3. 벤치마크 대비 초과수익률의 측정

각 벤치마크 포트폴리오의 추가수익률은 포트폴리오 구성종목의 월수익률을 산술 평균하여 구하였으며, 각 종목의 월수익률은 수정주가를 사용하여 측정하였다. IPO와 우회상장의 장기수익률을 비교하려 할 때 두 가지 문제가 발생할 수 있다. 먼저 우회상장 이후 목격되는 주가의 움직임이 과연 우회상장을 실행한 비상장사의 사업만을 반영하는 것이다. 우회상장 이후에도 우회상장 대상이 되었던 상장사의 기존 사업이 계속 남아 있는 경우가 상당 수 있기 때문에 우회상장 이후 목격되는 주가가 우회상장을 실행한 비상장사의 사업만을 반영하는 것인지 불확실하다. 본 연구에서는 우회상장 이후에는 상장사의 기존사업이 주가에 주는 영향이 미미하다고 가정하였다. 즉, 우회상장 시점에서 주가의 움직임은 비상장사의 사업에 대한 기대 때문에 발생하는 것이며, 이후 장기적으로도 새로운 경영진은 상장사의 옛 사업에 관심을 갖지 않는다고 예상하는 것이다. 또한 추후로 상장사의 옛 기존사업이 정리되는 과정에서도 주가에 주는 영향은 미미하다고 가정한다.<sup>8)</sup>

한편 두 번째 문제는 IPO에서의 발행가와 대비할 수 있는 평가액을 우회상장에서 찾는 것이다. 본문에서는 우회상장을 비상장사와 상장사 간의 자산결합으로 정의하고 있기 때문에, 우회상장 시 상장사와 비상장사 간의 합병비율 혹은 주식교환 비율을 정하기 위해 측정된 평가액(합병가액 혹은 매수가액)을 해당 공시에서 구할 수 있다. 상장사의 합병가액 혹은 매수가액은 대부분, (구)증권거래법시행령 제84조의7 제1항 제1호 및 동법 시행규칙 제36조의12 제1항에 의거하여, 이사회결의일과 계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 하여 최근 1개월의 거래량 가중평균종가, 최근 1주일 거래량 가중평균종가 최근일 종가 등 3가지를 산술평균한 가액과 최근일 종가 중 낮은 가액을 기준으로 산출된다. 이렇게 산출된 평가액은 곧 우회상장을 하려는 비상장사의 공정

8) 55개의 우회상장 표본을 대상으로 사업보고서에 보고된 매출구성의 변화추이를 조사하였다. 유사 지주회사의 형태를 취하고 있으면서 연결재무제표를 발표하지 않아 매출구성의 변화를 관찰하기 어려운 3개 기업을 제외하고 나머지 기업은, 사건년말에 상장사의 기존사업이 총매출의 45%를 차지하였고, 사건 후 1년 말에는 22%, 사건 후 2년 말에는 12%, 사건 후 3년 말에는 8%로 하락하였다. 이러한 사실에 근거할 때 본문의 가정은 크게 무리가 있어 보이지는 않는다.

가로 사용될 수 있으며, 이 공정가를 IPO에서의 발행가와 대비되는 평가액으로 사용할 수 있다. 이는 합병비율이 어떠한지 간에 우회상장 시 비상장사의 공정가치는 결국 상장사의 1주당 가치로 표현되고 이후 장기성과를 측정하는 데에도 상장사의 주가가 계속 사용되기 때문이다.

위의 논리에 따라, 우회상장의 공정가와 대비되는 벤치마크 포트폴리오의 각 구성종목별 평가액도 우회상장의 공시일을 기산일로 하여 (구)증권거래법 시행령 제84조의7 제1항 제1호 및 동법 시행규칙 제36조의12 제1항에 의거하여 산출하였다. 그리고 IPO의 발행가와 대비되는 벤치마크 포트폴리오의 각 구성종목별 주가는 IPO의 공모일에 기록된 증가를 사용하였다. 연구대상 표본의 보유수익률에서 벤치마크 포트폴리오의 보유수익률을 차감한 값을 초과보유수익률로 사용하였다. 자세한 초과보유수익률의 측정방법은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 BHAR_i &= BHR_i - BHR_i^B & : i\text{번째 표본의 벤치마크 대비 초과보유수익률} \\
 BHR_i &= \prod_t (1 + MR_{i,t}) - 1 & : i\text{번째 표본의 보유수익률} \\
 BHR_i^B &= \prod_t (1 + MR_{i,t}^B) - 1 & : i\text{번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의} \\
 & & \text{평균 보유수익률}
 \end{aligned}$$

$$MR_{i,t} : i\text{번째 표본의 } t\text{번째 달의 월수익률} \tag{1}$$

단, t가 사건월일 때는 발행가 또는 공정가와 사건월말 증가 간의 수익률

$$\begin{aligned}
 MR_{i,t}^B &= \frac{1}{J} \sum_j MR_{i,t}^{Bj} & : i\text{번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의} \\
 & & t\text{번째 달의 평균 월수익률}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 MR_{i,t}^{Bj} &: i\text{번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의 } j\text{번째 구성종목의} \\
 & & t\text{번째 달의 월수익률}
 \end{aligned} \tag{3}$$

단, t가 사건월일 때는 표본의 공모일에 기록된 증가와 사건월말 증가 사이의 수익률, 또는 표본의 공정가 산출방식으로 측정된 가액과 사건월말 증가 사이의 수익률

## IV. 실증분석

### 1. 표본의 회계적 특성

먼저 <표 2>는 우회상장 표본의 사건연말 회계정보를 보여주고 있다. Panel A에서 전체 표본의 총자산은 중위수가 181.29억 원(평균 263.5억 원)이나, 최소 7.17억 원에서 최대 1,285.91억 원까지 매우 값의 넓게 분포되어있다. 매출의 중위수는 101.15억 원(평균 189.27억 원)으로 자산회전율이 0.56(평균 0.72)에 지나지 않는다.

<표 2> 우회상장 표본의 사건연도 회계성과

2003년부터 2005년 기간에 코스닥시장에 우회상장된 기업의 사건연도 말 회계적 특성을 보고한다. ROA : 영업이익/총자산, ROE : 당기순이익/총자본, ROS : 당기순이익/총매출 ROE는 자본잠식된 기업을 제외한 52개 표본이다.

Panel A : 전체 표본

	관찰수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
자산(백만원)	55	26,350	25,174	717	18,129	128,591
매출(백만원)	55	18,927	18,927	741	10,115	92,348
순자산(백만원)	55	13,948	13,948	-1,331	9,771	84,403
부채비율	55	0.499	0.499	0.010	0.476	1,560
ROA	55	-0.183	-0.183	-2.736	-0.056	0.317
ROE	52	-1.072	-1.072	-19.846	-0.273	0.283
ROS	55	-0.705	-0.705	-11.567	-0.248	0.337

Panel B : 연도별 표본

	2003		2004		2005	
	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균
관찰수	7		17		31	
자산(백만원)	20,335	32,646	22,589	21,876	17,121	27,382
매출(백만원)	9,263	21,596	12,687	24,349	9,382	15,351
순자산(백만원)	9,844	19,369	11,631	10,572	8,627	14,575
부채비율	0.476	0.435	0.447	0.521	0.478	0.502
ROA	-0.268	-0.217	0.024	-0.237	-0.077	-0.146
ROE	-0.658	-0.683	0.000	-0.817	-0.346	-1.290
ROS	-0.263	-0.895	-0.002	-0.855	-0.315	-0.579

한편 ROA는 중위수가 -5.6%(평균 -18.3%)이고, ROE는 중위수가 -27.3%(평균 -10.72%)이며, ROS는 중위수가 -25.8%(평균 -70.5%)로, 모든 이익률지표도 음의 값을 보이고 있다.<sup>9)</sup> 이는 우회상장이 일어난 해에 기업의 회계성과는 매우 열악했음을 나타낸다. Panel B는 이를 다시 사건연도별로 나누어 살펴본 결과를 보여준다. 코스닥 시장에서 본문의 조건에 맞는 우회상장 사례는 2003년에 7건에서 2004년 17건, 2005년에는 31건으로 늘어났다. 그러나 자산, 매출, 순자산은 일정하게 증가하거나 감소하는 패턴을 보여주지는 않았다. ROA, ROE, ROS 등 이익률지표는 각 연도별로도 평균값이 음수를 기록하여 Panel A와 같은 결과를 보였다. 즉, 우회상장의 시점에 상관없이 평균적으로 우회상장기업의 사건연말의 회계성과는 매우 부정적이라고 할 수 있다.

<표 3> IPO 표본의 사건연도 회계성과

2003년부터 2005년 기간에 코스닥시장에 IPO를 한 기업의 사건연도 말 회계적 특성을 보고한다. ROA : 영업이익/총자산, ROE : 당기순이익/총자본, ROS : 당기순이익/총매출.

Panel A : 전체 표본

	관찰수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
자산	111	43,819	31,422	5,111	34,469	206,801
매출	111	44,997	42,332	2,069	30,180	226,005
순자산	111	31,382	23,931	4,102	24,881	191,552
부채비율	111	0.266	0.156	0.028	0.246	0.650
ROA	111	0.118	0.093	-0.419	0.126	0.361
ROE	111	0.133	0.129	-0.839	0.144	0.423
ROS	111	0.108	0.140	-0.859	0.107	0.588

Panel B : 연도별 표본

	2003		2004		2005	
	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균
관찰수	42		25		44	
자산	28,510	38,113	38,747	47,137	41,304	47,379
매출	22,924	37,306	46,002	52,860	26,622	47,871
순자산	19,667	27,013	27,615	33,642	31,458	34,268
부채비율	0.259	0.287	0.202	0.280	0.237	0.238
ROA	0.114	0.118	0.145	0.148	0.101	0.100
ROE	0.136	0.148	0.180	0.137	0.132	0.118
ROS	0.111	0.125	0.147	0.117	0.096	0.086

9) ROE에 대해서만은 55개 표본 중에 사건연도에 자본잠식이 된 기업 3개를 제외하고 측정하였기 때문에 ROE의 관찰 수는 52개이다.

다음 <표 3>은 IPO 표본에 대한 사건연말의 회계성과를 보여준다. Panel A에서 자산의 중위수는 344.69억 원(평균 438.19억 원)으로 우회상장 사례에 비해 1.9배에 달하며, 매출 또한 중위수가 301.8억 원(평균 449.97억 원)으로 우회상장 사례에 비해 약 3배에 달한다. 자산회전율도 따라서 0.87에 달해 우회상장 사례보다 양호한 결과를 보였다. ROA, ROE, ROS 등도 모두 중위수(각각12.6%, 14.4%, 10.7%)와 평균(각각 11.8%, 13.3%, 10.8%)이 양의 값을 기록하고 있다. 이는 우회상장에 비해 IPO가 사건연말의 회계성과가 매우 우월했음을 뜻한다. 한편 Panel B에서 사건연별로 살펴보았을 때, 자산은 연도별로 증가하고 있으나 이외의 지표는 일정한 패턴을 보이고 있지 않으며, 수익률지표는 모두 양의 값을 기록하고 있어 Panel A에서 보았던 결과가 연도별로도 유지되고 있음을 알 수 있다.

## 2. 표본의 시장성과 벤치마크 포트폴리오

다음으로는 우회상장 표본과 IPO 표본의 시장성과에 대해 알아보았다. <표 4>는 우회상장 표본과 IPO 표본의 사건연도 말 보통주 시가총액과 보통주 장부가 대비 시가의 비율을 보여준다. 이들은 벤치마크와 매칭할 때 사용되는 기준이기도 하다.

먼저 보통주 시가총액을 보면, 우회상장 기업의 중위수는 78.3억 원(평균 100.3억 원)이며 IPO 기업의 중위수는 407.8억 원(평균 759.0억 원)으로 IPO 기업의 규모가 더 크다. 한편 보통주의 장부가 대비 시가 비율은 우회상장 기업의 경우 중위수가 2.68(평균 3.62)인데 반해 IPO 기업의 경우는 1.72(평균 2.23)을 기록하여 IPO 기업에 대해 시장은 더 낮은 평가를 하고 있음을 알 수 있다. 우회상장 기업 중에는 사건연도에 자본잠식을 기록한 3개의 기업이 있어 장부가 대비 시가 비율의 최저가는 음수를 기록하였다. 비록 사건연도 말에 우회상장 기업이 IPO 기업보다 낮은 회계적 성과를 보였지만, 시장은 우회상장 기업의 자본 가치를 더 높게 평가하고 있음을 알 수 있다. 이는 우회상장과 IPO가 모두 자본시장 진입이라는 면에서 같은 활동이라 하더라도 시장은 사건연도 말에 이 둘을 차별적으로 평가하고 있음을 뜻한다.

본 연구에서는 우회상장과 IPO 표본의 초과수익률을 구하기 위하여 표본의 각 종목과 벤치마크 포트폴리오와 매칭을 하였다. 벤치마크 포트폴리오는 이미 3장에서 설명된 방법에 따라 각 연도별로 16개가 만들어졌다. 이들 벤치마크 포트폴리오와 우회상장 표본, 그리고 벤치마크 포트폴리오와 IPO 표본을 매칭할 때 <표 4>의 정보를 사용하였다.

<표 4> 우회상장과 IPO 표본의 사건연도 말 시장성과

2003년부터 2005년 기간에 코스닥시장에 우회상장을 한 기업과 IPO를 한 기업의 사건연도 말 시장성과를 보고한다. Price-to-book은 보통주의 장부가 대비 시가 비율이다.

		수	평균값	중위수	최소값	최대값
우회상장	보통주 시가총액(억 원)	55	100.3	78.3	21.2	447.9
	Price-to-book	55	3.62	2.68	-91.67	77.61
IPO	보통주 시가총액(억 원)	111	759.0	407.8	45.2	5,637.3
	Price-to-book	111	2.23	1.72	0.46	10.41

<표 5> 벤치마크 포트폴리오 및 이와 매칭되는 우회상장, IPO 기업의 분포

패널A는 우회상장과 IPO 표본과 매칭된 벤치마크 포트폴리오의 구성기준이다. 보통주 시가(size)와 보통주의 장부가 대비 시가 비율(P/B)을 각각 4분위로 나누어 구성하였다. 패널 B는 이러한 기준을 기초하여 매칭된 우회상장(BL), IPO, 벤치마크 기업(BC)의 수를 보여준다.

Panel A : 벤치마크 포트폴리오의 구성 기준

2003년	보통주 시총	P/B 1분위값	P/B 2분위값	P/B 3분위값
size 1분위	( ~75.6억 원)	0.38	0.56	1.00
size 2분위	(75.6~138.7억 원)	0.48	0.70	1.04
size 3분위	(138.7~292.3억 원)	0.49	0.77	1.32
size 4분위	(292.3~ )	0.83	1.36	2.29
2004년	보통주 시총	P/B 1분위값	P/B 2분위값	P/B 3분위값
size 1분위	( ~72.4억 원)	0.33	0.50	0.84
size 2분위	(72.4~130.5억 원)	0.42	0.57	0.85
size 3분위	(130.5~276.2억 원)	0.47	0.73	1.21
size 4분위	(276.2~ )	0.80	1.26	2.09
2005년	보통주 시총	P/B 1분위값	P/B 2분위값	P/B 3분위값
size 1분위	( ~213.8억 원)	0.67	0.94	1.53
size 2분위	(213.8~364.5억 원)	1.04	1.39	2.10
size 3분위	(364.5~664.1억 원)	1.17	1.77	2.87
size 4분위	(664.1~ )	1.68	2.39	3.76



Panel B : 벤치마크 포트폴리오와 매칭되는 표본의 분포

2003년	P/B1			P/B2			P/B3			P/B4		
	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC
size 1			46	4		47	1	1	46		1	47
size 2			46		2	47		1	46	1	6	47
size 3			46		2	47		6	46		4	47
size 4			46		2	47		6	46	1	11	47
2004년	P/B1			P/B2			P/B3			P/B4		
	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC
size 1	3		46	3		47		1	47	1		47
size 2			46	1	1	47	3		47	2		47
size 3			46			47	1	3	47	2	1	47
size 4		2	46		2	47		6	47	1	9	47
2005년	P/B1			P/B2			P/B3			P/B4		
	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC	BL	IPO	BC
size 1	3	2	48	2		49	5	1	48	1		49
size 2	2		48	2	2	49	5	3	48	7	3	49
size 3	1		48		6	49	2	4	48	1	1	49
size 4		2	48		5	49		7	48		8	49

매칭 결과는 <표 5>에 요약되어 있다. 먼저, Panel A에는 각 연도별로 벤치마크 포트폴리오의 구성 기준이 보고되었다. 가령 2004년에는 보통주 시가총액의 2분위가 72.4억~130.5억 원이었고, 이에 속하는 기업들을 다시 보통주 장부가 대비 시가 비율로 4등분하면 3분위에 속하는 기업은 0.57~0.82의 비율을 기록하고 있고 4분위에 속하는 기업은 0.82이상의 비율을 기록하고 있다. Panel B는 이러한 기준에 기초하여 만들어진 벤치마크 포트폴리오의 구성기업 수와 각 벤치마크 포트폴리오에 매칭된 우회상장 기업의 수 그리고 IPO 기업의 수를 나타낸다. 가령 2004년의 경우 벤치마크 포트폴리오를 구성하는데 사용된 코스닥 기업은 모두 606개였고 이 중 보통주 시가총액이 3분위 (size1 : 103.5~276.2억 원)에 속하면서 장부가 대비 시가 비율이 3분위(P/B2 : 0.73~1.21)에 속하는 기업은 모두 47개였다. 이들 기업을 가지고 만든 벤치마크 포트폴리오와 매칭된 우회상장 표본기업은 1개가 있었고, IPO 표본기업은 3개가 있었다.

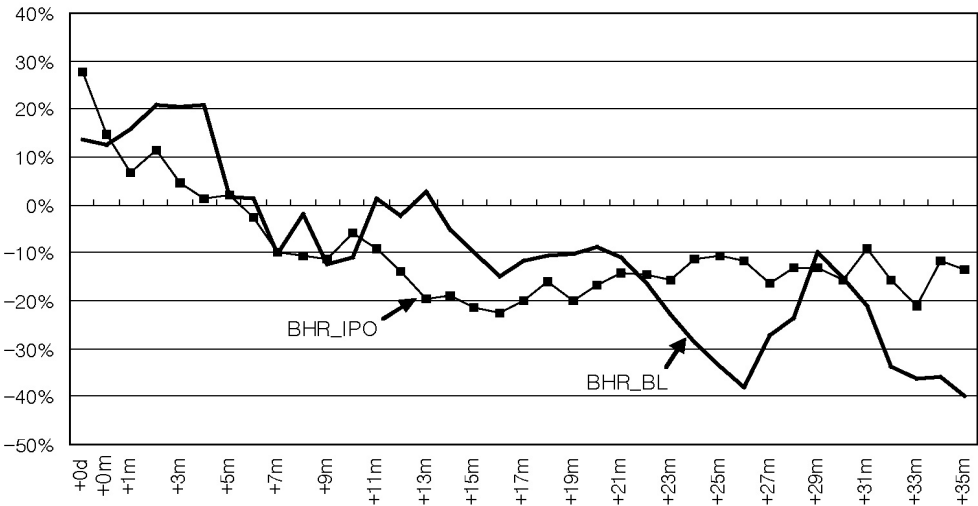
Panel B에 나와있듯이 코스닥 상장기업의 각 연도별 보통주 시가총액 중위수는 2003년에 138.7억 원, 2004년에 130.5억 원, 2005년에 364.5억 원이었다. 따라서 <표 4>에 보고된 내용과 비교하면, 우회상장 기업의 중위수는 시장 중위수와 비슷하나 IPO 기업의

중위수는 비교적 큼을 알 수 있다. 또한 벤치마크 포트폴리오 구성에 사용된 코스닥 상장기업의 연도/규모별 장부가 대비 시가 비율 중위수를 평균하면 1.08이 얻어진다. 따라서 우회상장 기업이나 IPO 기업의 장부가 대비 시가 비율 중위수는 시장 중위수에 비해 훨씬 크다고 할 수 있다. 따라서 우회상장이나 IPO를 통해 자본시장에 진입한 기업에 대해서 시장은 사건연도 말에 상당히 높은 수준의 평가를 하고 있었다고 볼 수 있다.

### 3. 우회상장 기업과 IPO 기업의 단기 추가수익률

위의 우회상장 표본과 IPO 표본을 가지고 각각의 보유수익률(BHR)을 측정하였다. [그림 1]은 발행가 및 공정가부터 월별로 계산된 우회상장 표본의 보유수익률(BHR\_BL) 중위수와 IPO 표본의 보유수익률(BHR\_IPO) 중위수를 그래프로 보여준다.

[그림 1] 우회상장 표본과 IPO 표본의 공정가 또는 발행가부터 측정된 보유수익률 추이  
우회상장 표본의 공정가부터 측정된 보유수익률(BHR\_BL)과 IPO 표본의 발행가부터 측정된 보유수익률(BHR\_IPO)의 추이를 보여준다.



그림의 가로축에서 +0d는 사건일이고, +0d과 +1m 사이에 위치한 +0m은 사건일의 마지막 날이다. 따라서 +0d와 대응하는 세로축의 값은 발행가와 상장일 증가 간의 수익률(IPO) 또는 공정가와 사건일 증가 간의 수익률(우회상장)을 나타내고, +0m은와 대응하는 세로축의 값은 상장일 증가와 상장월말의 증가 간의 수익률(IPO) 혹은 사건일 증가와 사건월말의 증가 간의 수익률(우회상장)을 나타낸다.

발행가 또는 공정가부터 측정했을 때 우회상장이나 IPO 모두 사건 후 5월까지의 양의 보유수익률을 기록하다가 7월부터는 계속 음의 보유수익률을 기록하고 있다. IPO 기업의 보유수익률은 사건 후 16개월까지 하락하다가 이후부터는 약 -20%를 하한으로 횡보를 하다가 36월에는 -12%를 기록하였다. 그러나 우회상장 기업의 보유수익률은 사건 후 26개월까지 하락하고 이후에는 -10%에서 -40%까지 매우 큰 폭으로 변동하다가 36월에는 -40%를 기록하였다.

그 다음에는 공정가와 사건일 증가 또는 발행가와 상장일 증가 간의 수익률을 측정하고 이를 벤치마크의 수익률에서 차감하여 구한 초기 초과수익률을 <표 6>에 보고하였다. 먼저 Panel A의 우회상장을 보면, 사건일 벤치마크의 수익률 중위수는 1.16%인데 비해 우회상장 기업의 수익률 중위수는 13.53%를 기록하여 초과수익률은 11.84%로 유의한 양의 값을 보이고 있다. Panel B의 IPO의 경우도 상장일 벤치마크의 수익률 중위수는 1.11%인데 반해 IPO 기업의 수익률 중위수는 27.87%를 기록하여 초과수익률은 유의한 양의 값인 27.11%를 기록하였고, 우회상장의 초과수익률을 상회하고 있다. 우회상장의 초과수익률(BHAR\_BL)과 IPO의 초과수익률(BHAR\_IPO)은 중위수나 평균이나 모두 차이검정에서 유의한 차이를 나타내고 있음을 알 수 있다.

<표 6> 공정가(발행가) 대비 사건일 증가 수익률

BHR\_BL : 우회상장 기업의 보유수익률, BHR\_BLb : 우회상장 기업에 대응되는 벤치마크의 보유수익률, BHAR\_BL : 벤치마크 보유수익률을 차감한 우회상장 기업의 초과보유수익률, BHR\_IPO : IPO 기업의 보유수익률, BHR\_IPOb : IPO 기업에 대응되는 벤치마크의 보유수익률, BHAR\_IPO : 벤치마크 보유수익률을 차감한 IPO 기업의 초과보유수익률을 나타낸다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였으며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

	평균	중위수	표준편차	최소값	1분위수	3분위수	최대값
Panel A : 우회상장							
BHR_BL	0.1703***	0.1353***	0.1559	-0.1005	0.0492	0.2745	0.4626
BHR_BLb	0.0163***	0.0116***	0.0283	-0.0339	-0.0008	0.0292	0.0960
BHAR_BL	0.1540***	0.1184***	0.1443	-0.0928	0.0411	0.2543	0.4150
Panel B : IPO							
BHR_BL	0.4397***	0.2787***	0.6595	-0.9063	0.0571	0.7250	2.5588
BHR_BLb	0.0239***	0.0111***	0.0747	-0.1232	-0.0249	0.0683	0.2738
BHAR_BL	0.4158***	0.2711***	0.6391	-0.8694	0.0380	0.6792	2.3839
BHAR 차이분석	t-값	4.14***		Chi2-값	5.688**		

이러한 결과는 초기수익률을 공정가와 사건일 증가 또는 발행가와 사건일 증가 간의 수익률로 측정하여도 일부 유지되었다. <표 7>은 그 결과를 보여준다. Panel A의 우회상장의 경우 벤치마크 대비 초과수익률은 중위수가 6.71%인데 반해 Panel B의 IPO의 경우 초과수익률은 중위수가 10.58%로 더 높았다. 그러나 우회상장과 IPO 간의 차이는 더 이상 유의적이지 않았다. 한편, <표 6>에서는 평균값이 중위수에 비해 그렇게 높지 않은 반면, <표 7>에서는 평균값이 중위수에 비해 3배 이상 높았다. 이는 표본의 수익률 분포가 높은 왜도를 보이고 있음을 나타낸다. 따라서 본 논문에서는 평균과 중위수를 모두 보고하고는 있지만 주로 중위수에 기초하여 분석을 수행하였다.

<표 7> 공정가(발행가) 대비 사건일 증가 수익률

BHR\_BL : 우회상장 기업의 보유수익률, BHR\_BLB : 우회상장 기업에 대응되는 벤치마크의 보유수익률, BHAR\_BL : 벤치마크 보유수익률을 차감한 우회상장 기업의 초과보유수익률, BHR\_IPO : IPO 기업의 보유수익률, BHR\_IPOb : IPO 기업에 대응되는 벤치마크의 보유수익률, BHAR\_IPO : 벤치마크 보유수익률을 차감한 IPO 기업의 초과보유수익률을 나타낸다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였으며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

	평균	중위수	표준편차	최소값	1분위수	3분위수	최대값
Panel A : 우회상장							
BHR_BL	0.2755***	0.1237***	0.4885	-0.2123	-0.0400	0.7000	1.7882
BHR_BLB	0.0289***	0.0131**	0.0803	-0.0928	-0.0189	0.0597	0.2697
BHAR_BL	0.2466***	0.0671***	0.4748	-0.2591	-0.0393	0.2322	1.7429
Panel B : IPO							
BHR_BL	0.4763***	0.1470***	1.1401	-0.9116	-0.1785	0.7000	4.9919
BHR_BLB	0.0372***	0.0278***	0.1076	-0.1323	-0.0392	0.1032	0.3103
BHAR_BL	0.4391***	0.1058***	1.1127	-0.8889	-0.1834	0.7251	4.9185
BHAR 차이분석	t-값	1.55		Chi2-값	0.291		

<표 8>은 사건연도별로 공정가 대비 사건일 수익률과 공정가 대비 사건일 증가 수익률을 보고하고 있다. 어느 연도에 사건이 발생하였든 초기 초과보유수익률은 모두 IPO 기업이 우회상장 기업보다 높아 <표 6> 및 <표 7>의 결과와 비슷하였다. 다만 2004년도에 발생한 사건의 경우 발행가 대비 사건일증가 수익률은 IPO 기업과 우회상장 기업 간의 차이가 유의하지 않았다.

<표 8> 사건연도별 단기수익률

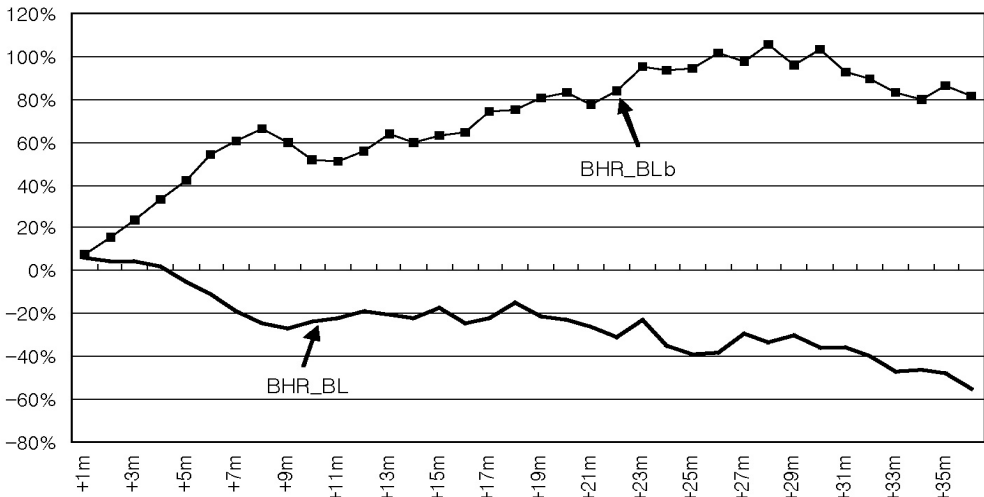
BHAR\_BL: 벤치마크 보유수익률을 차감한 우회상장 기업의 초과보유수익률, BHAR\_IPO: 벤치마크 보유수익률을 차감한 IPO 기업의 초과보유수익률을 보여준다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였으며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

	2003년		2004년		2005년	
Panel A : 발행가 대비 사건일종가 수익률						
BHR_BL	0.2312***	0.2536**	0.0860***	0.0764***	0.1771***	0.1902***
BHR_IPO	0.4954***	0.2552***	0.1313	0.1749	0.5223***	0.2796***
BHAR 차이분석	t-값	2.41**		0.41		3.37***
	Chi2-값	0.260		0.632		4.427**
Panel B : 공정가 대비 사건일종가 수익률						
BHR_BL	0.4395*	0.1940*	0.0807	-0.0017	0.2973***	0.0924***
BHR_IPO	0.4767***	0.2771***	0.1738	-0.0158	0.5343***	0.1133***
BHAR 차이분석	t-값	0.23		0.40		1.17
	Chi2-값	0.394		0.028		0.345

#### 4. 우회상장 기업과 IPO 기업의 장기 추가수익률

다음으로 우회상장 표본에 대해 사건일 종가부터 월별로 장기 보유수익률을 측정하고 이들과 매칭된 벤치마크 포트폴리오의 장기 보유수익률도 같은 방법으로 측정하여 [그림 2]에 보고하였다.

[그림 2] 우회상장 기업과 벤치마크 포트폴리오의 보유수익률 중위수(시초가 : 사건일 종가)  
우회상장 표본의 사건일 종가부터 측정한 보유수익률(BHR\_BL)과 이에 매칭되는 벤치마크 포트폴리오의 사건일 종가부터 측정한 보유수익률(BHR\_BLb)의 추이를 보여준다.

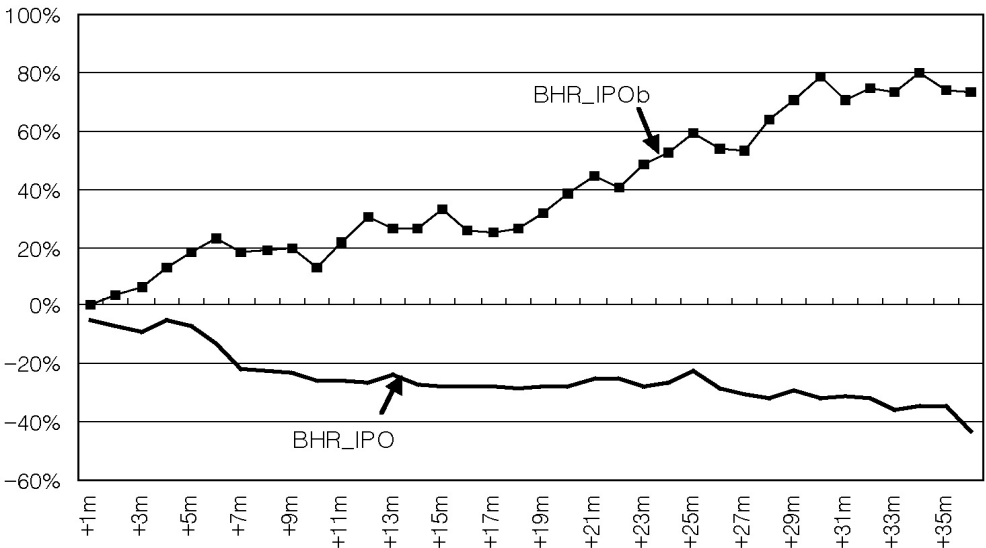


그림에서 가로축의 +1m은 사건 이후 1월을 뜻하며, 따라서 이와 대응되는 세로축의 값은 사건월 증가부터 이후 1월까지의 월수익률을 나타낸다. 사건월 증가부터 시작하였을 때 우회상장 기업의 보유수익률(BHR\_BL) 중위수는 사건 후 4월까지의 양수를 기록하다가 이후 음수로 변환된 뒤 계속 하락하여 36월에는 -50%를 하회하였다. 한편 이와는 달리 벤치마크 포트폴리오의 장기 보유수익률(BHR\_BLb) 중위수는 사건 후 1월부터 양의 값을 기록하고 이후 계속 상승하여 26월에는 100%를 넘었고 36월에는 80%대를 기록하였다. 벤치마크의 보유수익률이 36개월 동안 이렇게 100%에 가까운 높은 값을 갖는 것은, 본 연구의 주가수익률 측정기간인 2003년부터 2008년까지 코스닥주가지수는 2008년을 제외하고는 대체적으로 상승하였기 때문이다. 2003년 3월 최소가 344.60부터 2007년 10월 최고가 828.83까지 코스닥주가지수의 수익률은 140%를 넘는다. 따라서 벤치마크 포트폴리오의 높은 보유수익률을 고려한다면 우회상장 기업은 장기적으로 매우 저조한 시장성적을 기록하였다고 할 수 있다.

다음으로, IPO 표본에 대해서도 같은 분석을 한 뒤 [그림 3]에 보고하였다. 사건월 증가부터 측정하였을 때 IPO 기업의 보유수익률(BHR\_IPO) 중위수는 첫 달부터 음의 값을 기록하고 있다.

[그림 3] IPO 기업과 벤치마크 포트폴리오의 보유수익률 중위수(시초가 : 사건월 증가)

IPO 표본의 사건월 증가부터 측정된 보유수익률(BHR\_IPO)과 이에 매칭되는 벤치마크 포트폴리오의 사건월 증가부터 측정된 보유수익률(BHR\_IPOb)의 추이를 보여준다.



이는 [그림 1]에 이미 나타난 바와 같이, IPO 표본은 상장 이후 첫 달부터 매우 빠르게 보유수익률이 하락하고 있기 때문이다. 이에 반해 [그림 1]의 우회상장 표본을 보면 사건 후 4월까지 보유수익률이 떨어지지 않고 있음을 알 수 있다. [그림 3]에서 IPO 표본의 장기 보유수익률은 사건 후 7월까지 하락하고 이후 안정적인 모습을 나타내다가 25월부터 다시 하락하기 시작하여 36월에는 -40% 이하로 하락하였다. 한편 벤치마크의 장기 보유수익률(BHR\_IPOb)을 우회상장에서와 같이 계속 상승하여 29월에는 80%를 기록하였다. 따라서 우회상장 사례에서와 같이 IPO 사례에서도 벤치마크 포트폴리오의 보유수익률을 고려한다면 IPO 기업들은 장기적으로 매우 저조한 시장성과를 보였다고 할 수 있다.

<표 9> 우회상장 기업과 IPO 기업의 벤치마크 대비 초과보유수익률(시초가 : 사건월 증가)

BHAR\_BL : 벤치마크 보유수익률을 차감한 우회상장 기업의 초과보유수익률, BHAR\_IPO : 벤치마크 보유수익률을 차감한 IPO 기업의 초과보유수익률을 나타낸다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였으며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

기간말 시점	중위수			평균		
	BHAR_BL	BHAR_IPO	차이 Chi2	BHAR_BL	BHAR_IPO	차이 t-value
+1m	-0.020	-0.061**	2.008	0.010	-0.040	1.200
+3m	-0.206***	-0.185***	0.006	-0.136***	-0.163***	0.410
+6m	-0.483***	-0.290***	3.035*	-0.372***	-0.301***	-0.690
+9m	-0.587***	-0.349***	11.788***	-0.698***	-0.377***	-3.050***
+30m	-1.157**	-0.928**	5.606**	-1.349**	-0.890**	-2.550**
+33m	-1.283***	-0.942***	8.501***	-1.523***	-1.008***	-2.830***
+36m	-1.388***	-0.914***	9.766***	-1.613***	-1.086***	-2.800***

위의 결과는 토대로 표본의 보유수익률에서 벤치마크 포트폴리오의 보유수익률을 차감한 장기 초과보유수익률(BHAR)을 각각 우회상장 표본과 IPO 표본에 대해 구한 뒤 <표 9>에 보고하였다. 벤치마크의 보유수익률을 차감한 초과보유수익률의 중위수는 우회상장이나 IPO 모두 첫 달부터 음수를 기록하였다. 특히 IPO 기업은 첫 달부터 통계적으로 유의미하였고, 우회상장 기업은 두 번째 달부터 통계적인 유의성을 보였다. 이후 두 표본의 초과보유수익률 중위수는 모두 계속 하락하여 사건 이후 36월에는 우회상장과 IPO가 각각 -138.8%, -91.4%를 기록하였다. 두 표본 간의 차이를 보면, 사건 후 2월까지의 우회상장 기업이 IPO 기업보다 높은 초과보유수익률을 보였으나 차이는 유의미하지 않았다. 그러나 반대로 사건 후 3월부터는 우회상장 기업이 IPO 기업보다 초과보유수익률이 더욱 하락하기 시작하였고, 9월부터는 두 표본 간의 차이가 1% 수준

에서 유의미하였다. 이와 같은 결과는 초과보유수익률의 평균값에서도 찾아볼 수 있다. 사건 이후 6월까지 두 표본 간의 유의적인 차이를 보이지 않다가, 9월부터는 1% 수준에서 우회상장 기업과 IPO 간의 초과보유수익률 차이가 유의성을 보였으며 우회상장 기업이 더욱 낮은 성과를 보이고 있음을 알 수 있다. 이렇게 장기적으로 초과보유수익률이 하락하는 현상은, IPO 표본과 우회상장 표본 모두가 초기에 보였던 높은 초과수익률이 단지 할인발행 때문에 발생했다고 주장할 수는 없음을 시사하며, 결국 임웅기, 이성규(1995) 최문수(2000) 등이 주장했던 코스피 IPO 시장의 초기 과잉수요가 코스닥 IPO 시장은 물론 코스닥의 우회상장 시장에서도 발견되고 있음을 뜻한다.

또한 코스피 시장에서의 IPO 기업에 비해 코스닥 시장에서의 IPO 기업이 더욱 낮은 장기 시장성적을 보이고 있음도 주목할만 하다. <표 1>에 요약하였듯이 코스피 시장의 IPO를 대상으로 한 최문수(2000)의 연구에서는 상장 후 1월부터 36월까지의 벤치마크 대비 초과보유수익률이 -17.18%에 머무르고 있으나, 코스닥 시장을 대상으로 한 본 연구에서는 벤치마크 대비 초과보유수익률이 평균 -108.6%에 이른다. 이렇게 큰 차이를 보이는 것은, 우선 최문수(2000)의 연구기간인 1992~1998년 동안에 코스피 시장은 큰 폭에서 횡보를 한 반면 본 논문의 연구기간 동안에 코스닥 시장은 상승을 하는 등 경기 차이에 기인했을 수 있다. 그러나, IPO 기업의 장기 초과보유수익률이 경기에 대해 큰 민감도를 보이지 않는다면, 위의 결과는 코스닥 시장에서 IPO의 초기 과잉수요가 코스피 시장보다 심하거나, 아니면 오히려 코스닥에 상장하는 기업이 발행가를 실제 기업내용에 비해 과대산정 했다는 뜻일 수도 있다. 코스닥 시장은 코스피 시장에 비해 완화된 상장요건을 가지고 있다는 점에서도 이러한 발행가 과대산정의 가능성은 완전히 배제할 수 없다. 같은 논리로 우회상장 기업이 IPO 기업보다 장기적으로 초과보유수익률이 더욱 하락하였다는 사실은, 우회상장의 공모가가 IPO의 발행가보다 더욱 과대 산정되었을 수 있다는 추측을 할 수 있게 한다. 이미 서론에서 언급하였듯이 우회상장은 IPO에 비하면 상장요건이 거의 없다고 볼 수 있기 때문이다.

한편 2003년과 2004년에 발생한 사건의 경우 이후 3년 간 코스닥지수는 횡보장을 경험하였으나, 2005년에 발생한 사건은 2008년에 시장의 급락세를 경험했다는 점에서 표본 구간에 따라 차이를 보일 수 있다. <표 10>은 <표 9>의 분석을 사건연도별로 다시 실행한 결과이다. 여기서도 2003년을 제외하고, 나머지 연도에 발생한 사건인 경우 우회상장 기업이 IPO 기업에 비해 유의적으로 저조한 장기성적을 보이고 있어 <표 9>의 결과를 지지하고 있다. 이러한 점을 감안할 때, 시장추세에 따라 장기 보유초과수익률이 크게 차이가 난다고 하기는 어려워 보인다.



<표 10> 사건연도별 장기 초과보유수익률(시초가 : 사건월 종가)

BHAR\_BL : 벤치마크 보유수익률을 차감한 우회상장 기업의 초과보유수익률, BHAR\_IPO : 벤치마크 보유수익률을 차감한 IPO 기업의 초과보유수익률을 보여준다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였으며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

기간말 시점	중위수			평균		
	BHAR_BL	BHAR_IPO	차이 Chi2	BHAR_BL	BHAR_IPO	차이 t-value
A : 2003년	관찰수 : 7			관찰수 : 42		
+1m	0.001	-0.089**	0.514	-0.023	-0.096**	0.920
+3m	0.144	-0.253***	2.481	-0.022	-0.324***	1.950*
+9m	-0.057	-0.291***	3.076*	0.020	-0.414***	1.920*
+36m	-0.856**	-0.903***	0.090	-0.917***	-1.303***	1.210
B : 2004년	관찰수 : 17			관찰수 : 25		
+1m	-0.028	0.048	1.128	-0.030	0.061	-1.640
+3m	-0.217**	-0.080	3.944**	-0.216***	0.074	-2.840***
+9m	-0.699***	-0.403**	7.473***	-0.825***	-0.217*	-2.960***
+36m	-2.297***	-1.227***	10.830***	-2.422***	-1.203***	-3.860***
C : 2005년	관찰수 : 31			관찰수 : 44		
+1m	0.043	-0.089**	2.736*	0.038	-0.049	1.260
+3m	-0.225	-0.214***	0.098	-0.117	-0.155***	0.420
+9m	-0.624***	-0.398***	7.460***	-0.798***	-0.436***	-2.710***
+36m	-1.180***	-0.587***	5.426**	-1.348***	-0.847***	-2.250**

### 5. 장기성과에 대한 강건성 분석

비록 본 논문은 Barber and Lyon(1997)의 주장에 따라 벤치마크 대비 보유초과수익률을 장기성과의 주요 측정도구로 사용하고 있으나, 강건성 분석을 위해 두 가지 다른 방법을 사용하여 장기성과를 다시 분석하여 보았다.

먼저 누적초과수익률을 다음과 같이 사건월말부터 측정하여 <표 11>에 보고하였다.

$$CAR_i = \sum_t (MR_{i,t} - MR_{i,t}^B) : i \text{ 표본의 벤치마크 대비 누적초과수익률}$$

단,  $MR_{i,t}$ 과  $MR_{i,t}^B$ 은 식 (1), (2), (3)의 정의를 따름

<표 11>의 패널 A에 보고된 전체표본의 결과를 보면, 사건 후 36개월의 누적초과수익률은 중위수나 평균 모두 우회상장이 IPO보다 낮은 값을 가지고 있어 초과보유수익



또 다른 추정방법으로, 벤치마크 포트폴리오의 수익률과 대비하지 않고 표본기업만을 모아 시장포트폴리오의 초과수익률을 포함한 세가지 요인과 시계열 분석을 하는 Fama-French 모델을 다음과 같이 설정하여 실증분석을 하였다.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  : i 번째 표본의 t월의 수익률

$R_{mt}$  : t월의 코스닥지수 수익률

$R_{ft}$  : t월의 무위험이자율로써 국고채 3년 월금리를 사용

$SMB_t$  : t월의 소형주 포트폴리오(<표 5>의 size1, size2 포트폴리오)의 수익률과 대형주 포트폴리오(<표 5>의 size3, size4 포트폴리오)의 수익률 차이

$HML_t$  : t월의 가치주 포트폴리오(<표 5>의 P/B1, P/B2 포트폴리오)의 수익률과 성장주 포트폴리오(<표 5>의 P/B3, P/B4 포트폴리오)의 수익률 차이

t : 사건월말을 t=0으로 하여 t=1부터 t=36까지

<표 12> Fama-French 3 factor model 계수의 통계치

표본의 각 기업에 대해 측정한 Fama-French 모델의 계수값의 통계치를 보고하였다. 각 계수의 t값은 (해당 계수의 표본 내 횡단면 평균)/(해당 계수의 표준오차/√표본수)이며, Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였고, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

Panel A : 전체표본

	alpha		ex_ksq		SMB		HML	
	계수값	t값	계수값	t값	계수값	t값	계수값	t값
우회상장	-0.0193	-2.00*	1.1073	12.30***	0.1863	1.76*	0.2659	1.78*
IPO	-0.0007	-0.26	1.0320	18.85***	-0.0318	-1.24	0.1305	1.71*
alpha 평균값 차이	t값	-1.85*						
alpha 중앙값 차이	Chi2 값	2.032						

Panel B : 사건발생 연도별 표본

	2003년		2004년		2005년	
	알파 평균	t값	알파 평균	t값	알파 평균	t값
우회상장	0.0150	1.04	-0.0412	-1.46	-0.0158	-2.05*
IPO	0.0040	0.98	-0.0017	-0.26	-0.0048	-0.97
평균값 차이	t값	0.95	t값	-1.37	t값	-1.85*
중앙값 차이	Chi2 값	4.00**	Chi2 값	0.98	Chi2 값	1.24

각 표본기업에 대해 위의 식을 통해 계수를 추정하고 이들의 통계치를 <표 12>에 보고하였다. 우회상장 표본과 IPO 표본이 각각 월초과수익률을 보이는지는 시계열식의 절편값인 알파의 유의성 검정을 통해서 판단하였다. 우회상장의 경우 모든 요소의 계수가 유의적이며 알파도  $-0.0193$ 을 기록하여 10% 수준에서 유의적인 음의 값을 갖는다. 한편 IPO의 경우는 알파가  $-0.0007$ 로 음의 값을 가지나 통계적인 유의성이 없다. 또한 두 표본 간 알파의 평균 차이도 10% 수준에서 유의성을 나타내고 있다. 이는 우회상장 표본의 장기초과수익률이 IPO 표본에 비해 유의적으로 더욱 하락하고 있음을 나타내며, <표 10>의 내용을 지지하는 결과이다.

결국 누적초과수익률 분석 외에, 보유초과수익률 분석과 Fama-French 3 factor model 모두 두 표본 간에 장기성과 차이가 존재함을 지지한다. 누적초과수익률은 Barber and Lyon(1997)과 정형찬(2007)이 지적한 바와 같이 장기성차를 평가할 때 설정의 오류가 심각하다는 점을 고려한다면, <표 11>보다는 <표 10>와 <표 12>를 본 연구의 결과로 채택하여도 무리가 없어 보인다.

## 6. 추가분석

우회상장 기업이 IPO 기업에 비해 초과보유수익률이 더욱 하락하는 현상을 좀더 자세히 살펴보기 위해 IPO 기업과 우회상장 기업의 사건 후 3년 간 회계적 성과를 조사하였다. <표 13>는 우회상장과 IPO가 일어난 이후 연차별로 표본기업의 회계성차가 어떻게 변했는지를 보여주고 있다. 표에서 0년은 사건이 일어난 해이고, 1년부터 3년까지는 각각 사건 이후 1년 차, 2년 차, 3년 차가 되는 해를 뜻한다. 먼저 Panel A에서 자산의 중위수를 보면, 우회상장 기업은 사건 이후 3년차 말에 규모가 375.04억 원을 기록해 사건연말 대비 2.1배가 오른 반면, IPO 기업은 3년차 말 규모가 524.18억 원으로 약 1.5배 오르는데 그쳐, 우회상장 기업의 자산증가율이 훨씬 높았음을 알 수 있다. 그러나 자산의 절대금액은 IPO 기업이 지속적으로 높았으며 통계적으로도 우회상장 기업과 IPO 기업 간의 차이는 유의적이다. 매출을 보면, 우회상장 기업은 사건 이후 3년차에 169.83억 원으로 사건연말 대비 1.7개가 올랐는데, IPO 기업은 375.79억 원을 기록해 약 1.2배가 올랐다. 두 표본 간의 차이는 연차별로 모두 통계적으로 유의하다. 즉, 자산이나 매출 모두 우회상장 기업이 IPO 기업보다 사건 이후 빠르게 상승하였으며, 두 표본 모두 매출보다는 자산증가율이 높았음을 알 수 있다. 결국 사건 이후 3년차에 자산회전율은 우회상장이 0.45인데 반해 IPO는 0.72를 기록해 두 표본이 모두 사건연도에 비해 활동성이 떨어졌으며, 우회상장 기업의 활동성은 여전히 IPO 기업보다 낮았다.

<표 13> 자본시장 진입 이후 연차별 회계성과(중위수)

표본의 사건 이후 연차별 회계성과다. ROA : 영업이익/총자산, ROE : 당기순이익/총자본, ROS : 당기순이익/총매출을 나타낸다. Non-parametric 차이검정을 위해서 Kruskal-Wallis test를 사용하였고, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

Panel A : 규모와 자본구조

		수	0년	1년	2년	3년
자산	우회상장(백만원)	55	18,129	27,662	33,165	37,504
	IPO(백만원)	111	34,469	39,595	45,671	52,418
	Chi2-값		22.7***	3.9**	3.5*	4.4**
매출	우회상장(백만원)	55	10,115	15,503	18,557	16,983
	IPO(백만원)	111	30,180	31,431	32,715	37,579
	Chi2-값		32.7***	14.8***	13.1***	16.1***
부채 비율	우회상장	55	0.48	0.36	0.50	0.45
	IPO	111	0.25	0.27	0.32	0.38
	Chi2-값		28.8***	9.5***	11.9***	2.9*

Panel B : 수익률 지표

		수	0년	1년	2년	3년
ROA	우회상장	55	-0.06	-0.04	-0.07	-0.06
	IPO	111	0.13	0.09	0.06	0.05
	Chi2-값		65.2***	42.2***	27.3***	23.6***
ROE	우회상장	55	-0.27	-0.16	-0.46	-0.34
	IPO	111	0.14	0.11	0.07	0.06
	Chi2-값		56.8***	33.9***	27.5***	14.7***
ROS	우회상장	55	-0.25	-0.15	-0.36	-0.39
	IPO	111	0.11	0.08	0.06	0.04
	Chi2-값		57.0***	38.1***	30.5***	18.9***

Panel B에서 수익성 지표들을 보면, 우회상장 기업은 ROE(0년 : -27%, 1년 : -16%, 2년 : -45%, 3년 : -34%), ROA, ROS 등 모든 수익성 지표가 음수를 기록하였으며, 특히 ROE와 ROS는 사건연말보다 사건 이후 3년차에 더욱 악화되었다. 반면 IPO 기업은 ROE(0년 : 14%, 1년 : 11%, 2년 : 7%, 3년 : 6%), ROA, ROS 등 모두 수익성 지표가 양수를 기록하였으나, 또한 모든 지표가 사건연말에 비해 사건 이후 3년 차에 더욱 낮아졌다. 결국

<표 9>의 Panel A와 Panel B의 결과는, 코스닥 자본시장에 진입한 기업들은 사건 이후 3년 간 영업활동보다는 자본조달에 주력하였음을 나타낸다. 이는 Jain, Kini(1994)와 임병균(1997)의 연구내용과 같은 결과이다. 이들도 IPO 기업의 영업성과가 장기적으로 하락하는 것에 기초하여 IPO 기업이 기업내용을 과대포장(window dressing)하고 있다고 주장하였으며, 특히 Teoh et al.(1998)은 이러한 이익관리 때문에 IPO 이후 장기적으로 저성과가 목격되는 것이라고 주장하였다.

회계성과가 IPO 기업보다 우회상장 기업이 훨씬 악화되고 있는 것을 보면, 우회상장의 경우 과대포장(window dressing)의 가능성이 더욱 높음을 알 수 있다. 우회상장의 경우 공정가와 이에 기초한 합병비율의 결정은 비상장사와 상장사의 구주주 사이에서 일어나기 때문에 비상장사에 대한 과대포장의 가능성은 더욱 커질 수 있다. 이와 같이 우회상장은 초기의 과잉수요와 함께 높은 과대포장의 가능성으로 인해 IPO에 비해 장기 추가수익률이 더욱 하락할 수 있다고 추정할 수 있다. 또한 과대포장의 결과 비공개 기업의 공정가도 과대평가될 수 있다. 이러한 공정가의 과대평가는 우회상장과 IPO에서 모두 과잉수요가 존재함에도 불구하고 초기의 초과수익률이 우회상장이 더 낮았던 사실을 일부 설명해준다. 따라서 본 논문의 연구결과는, 서론에서 논의한 바와 같이, IPO보다 우회상장이 상장시점에서 더욱 심한 정보의 비대칭성을 보이고 있음을 시사한다.

우회상장과 IPO 간의 이러한 특성차이가 기존의 IPO 장기성과 결정요인을 통제하고도 장기성과에 계속 영향을 주는지 살펴보기 위해 사건 후 36월 보유초과수익률을 종속변수로 하는 횡단면 회귀분석을 실행하여 보았다. IPO 장기성과의 결정요인으로는 흔히 공모규모, IPO 이후 2월간 초과수익률, 할증률, 기업연령, 자본금규모 등이 사용되었다(임웅기, 이성규, 1995; 김영규, 김영혜, 2000). 본 논문에서는 기업연령을 제외<sup>10)</sup> 분석에는 공모규모 및 할증률을 구할 수 없었던 21개 표본기업이 제외되고 총 146개 표본기업이 사용되었다.

<표 14>는 회귀분석에서 사용되는 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 우회상장더미(우회상장 = 1, IPO = 0)와 BHAR 36월과는 음의 유의한 상관관계가 존재함을 알 수 있다. 자산규모와 부채비율은 우회상장더미 및 공모규모와 매우 높은 상관관계를 갖기 때문에 이들은 회귀분석에서 제외하였다.

10) 기업연령이 IPO 장기성과를 설명하는데 기업연령이 유의적이라고 주장하는 기존 연구도 있으나(김영규, 김영혜, 2000), 우회상장에서 역합병의 경우는 형식상 피인수가 되는 비상장사의 설립연도가 보고되지 않는 경우가 많아, 본 연구에서는 기업연령을 통제변수에서 제외하였다. 위의 변수들을 통제변수로 하고 우회상장과 IPO를 나타내는 더미변수를 설명변수로 하는 모델을 구성하여 회귀분석을 실행하였다.

<표 14> 변수 간 상관관계(관찰수 : 146개)

우회상장 표본의 변수 간 상관관계이다. 우회상장더미: 우회상장이면 1, IPO면 0; 공모규모: 총공모액 또는 총취득가 할증률: (공모가-액면가)/액면가 부채비율: 총부채/총자산 자산규모: 총자산을 나타낸다.

	BHAR 36월	우회상장더미	공모규모	BHAR 2월	할증율	자산규모
우회상장더미	-0.1535 (0.0505)					
공모규모	0.2197 (0.0078)	0.0175 (0.8314)				
BHAR 2월	0.2028 (0.0094)	0.0718 (0.3563)	0.1442 (0.0793)			
할증율	-0.0047 (0.9528)	0.1348 (0.0815)	0.3300 (<.0001)	-0.0053 (0.9459)		
자산규모	0.0993 (0.2074)	-0.4085 (<.0001)	0.5718 (<.0001)	0.1033 (0.1839)	-0.2327 (0.0024)	
부채비율	-0.0914 (0.2458)	0.4489 (<.0001)	-0.2066 (0.0112)	-0.0656 (0.3997)	-0.0258 (0.7402)	-0.2314 (0.0025)

<표 15> 사건 후 36월 보유초과수익률의 결정요인 분석

우회상장 표본의 사건 후 36월 보유초과수익률(BHAR)을 종속변수로 한 회귀분석 결과이다. 우회상장더미: 우회상장이면 1, IPO면 0; 공모규모: 총공모액 또는 총취득가 할증률: (공모가-액면가)/액면가 부채비율: 총부채/총자산 자산규모: 총자산을 나타낸다. 이탤릭체는 t값이고 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 뜻한다.

	절편	우회상장 더미	공모규모	BHAR 2월	할증율	2004년 더미	2005년 더미	adj R2	no.
모델1	-6.176 <i>-1.98*</i>	-0.495 <i>-1.78*</i>	0.236 <i>1.71*</i>	1.476 <i>7.49***</i>	0.005 <i>0.60</i>	-0.422 <i>-1.19</i>	-0.088 <i>-0.29</i>	0.308	146
모델2	-6.705 <i>-2.25*</i>	-0.505 <i>-1.82*</i>	0.261 <i>2.00*</i>	1.468 <i>7.48***</i>		-0.377 <i>-1.09</i>	-0.045 <i>-0.16</i>	0.311	146

<표 15>는 회귀분석 결과를 보여준다. 전체표본을 사용한 모델 1과 모델 2를 보면, 기존의 설명변수들을 통제한 상태에서도 우회상장더미 계수가 -0.495, -0.505로 유의미한 음의 값을 보이고 있음을 알 수 있다. 이는 IPO에 비해 우회상장만이 갖는 차별적인 특성이 장기성과에도 유의적으로 반영되고 있음을 뜻한다. 한편 할증률은 설명력이 없는 것으로 나타났다. 이는 할증률이 단순히 공모가를 액면가로 나눈 회계적 비율로 계산되어 경제적인 의미에서 실질적인 할증 정도를 효율적으로 반영하지 못하기 때문이다. 만약 경제적인 할증률을 측정할 수 있어 과대포장 정도를 할증률에 반영시킬 수 있다면 좀 더 유의미한 결과를 얻을 수 있었을 것이다. 할증률이 과대포장 정도를 효율적으로 반영하지 못하는 상황에서 우회상장더미가 이러한 특성도 반영한다고 추정할 수 있겠다.

## V. 결 론

본 연구에서는 2003년~2005년 기간에 코스닥 시장에서 발생한 두 가지 자본시장 진입방법인 IPO와 우회상장을 대상으로 벤치마킹 대비 단기 및 장기 초과보유수익률을 분석하고, 차이점과 의미에 대해 논하였다.

우회상장은 M&A의 성격을 띠고 있지만 동시에 비상장사가 피인수 대상이 되는 상장사를 통해 우회적으로 자본시장에 진입한다는 면에서 IPO의 성격도 갖고 있다. 하지만 IPO는 거래소가 제시한 상장 요건을 맞춰야 하는 등 제도적인 간섭이 있는 반면에 우회상장은 단지 두 당사자 간의 거래를 통해서 이루어지기 때문에 제도적인 간섭이 미미하다는 면에서 둘은 차이를 갖는다. 따라서 제도적인 장벽이 없이 거래에 기초한다는 면에서 우회상장이 IPO에 비해 더욱 완전시장의 조건을 충족하지만, 반대로 자본시장에 진입하려는 회사에 대한 정보의 비대칭성을 줄이고 부실한 기업의 시장진입을 통제한다는 면에서는 IPO가 우회상장보다 우월하다고 볼 수 있다.

본 연구의 결과는 우회상장이 IPO에 비해 자본시장 진입 회사와 시장 간에 정보의 불균형이 더욱 심하다는 본문의 주장을 지지하고 있다. 먼저 코스닥 시장에서 IPO 기업과 우회상장 기업은 모두 초기에 높은 초과수익률을 기록하였다. 발행가 대비 상장일 증가로 측정된 IPO 기업의 초기수익률과 공정가 대비 사건일 증가로 측정된 우회상장 기업의 초기수익률은 벤치마크 수익률로 조정하였을 때 중위수가 각각 27.11%, 11.84%의 유의미한 양의 값을 기록하였다. 그러나 상장일 증가 또는 사건일 증가부터 사건 후 36월까지 측정된 벤치마크 대비 초과보유수익률은 IPO 기업과 우회상장 기업 각각 중위수가 -91.4%, -138.8%를 기록하였다. 이는 초기에 보였던 높은 양의 수익률은 할인발행으로만 설명될 수 없고 시장에 과잉수요가 존재하였음을 보여준다. 즉, 코스피 시장의 IPO 사례에서 발견되는 과잉수요(fad)가 코스닥 시장의 IPO에서 발견되며, 또한 우회상장에서도 똑같이 발견됨을 알 수 있다.

한편 두 표본에 대해 사건 이후 3년 간의 회계적 성과를 분석한 결과, 우회상장과 IPO 기업 모두 회계적 성과가 하락하고 있었으며, 우회상장의 경우는 모든 기간에 손실을 기록하고 있었다. 이러한 사실은 우회상장의 경우 과대포장(window dressing)의 가능성이 더욱 높음을 알려준다. 앞서 지적한 바와 같이, 우회상장은 IPO에 비해 제도의 간섭을 덜 받기 때문에 비상장사에 대한 과대포장의 가능성은 더욱 커질 수 있다. 초기의 과잉수요와 함께 높은 과대포장의 가능성으로 인해 우회상장은 IPO에 비해 장기 시장성고가 더욱 하락할 수 있으며, 이는 IPO보다 우회상장이 상장시점에서 더욱



심한 정보의 비대칭성을 보이고 있음을 시사한다. 또한, 과대포장의 경향은 비상장사의 실제 미래 현금흐름과는 다르게 공정가를 과대 산정하게 만들 수 있다. 이러한 공정가의 과대산정은 우회상장과 IPO에서 모두 과잉수요가 존재함에도 불구하고 초기의 초과수익률이 우회상장이 더 낮았던 사실을 일부 설명해준다. 또한 장기성과의 결정요인을 분석한 횡단면 회귀분석에서도 기존의 결정요인을 통제하고도 우회상장 더미변수가 유의한 음의 계수 값을 보여, 본문의 주장을 전반적으로 지지하고 있다

우회상장 기업이 IPO 기업에 비해 장기성과가 더욱 하락하는 사실에 대해, 초기 가격의 과대평가보다는 시장 진입 후 진행되는 주가조작 때문이라는 주장이 있을 수 있다. 그러나 우회상장을 하려는 비상장사가 시장 진입 후 주가조작을 할 계획을 처음부터 가지고 있었다면, 그리고 그럼에도 불구하고 높은 공모가를 책정하고 이후 주가조작으로 주가가 하락하였다면, 이는 신규 경영진이 애당초 미래현금흐름 계획을 숨기고 공모가를 결정했기 때문이 분명히 초기의 과대평가 때문에 발생한 손실이라고 볼 수 있다. 또한 우회상장 하려는 비상장사가 처음에는 주가조작의 의도를 가지고 있지 않았으나 이후에 주가조작을 하게 되는 경우는, 대부분 해당 회사가 다시 우회상장의 표적이 되고 경영진이 바뀔 경우이다. 그러나 본 논문은 우회상장 표본을 정할 때 사건 후 3년 이내에 다시 우회상장의 대상이 된 사례는 제외하였기 때문에 이러한 경우는 실증분석에서 제외되었다고 볼 수 있다.

본 연구는 우회상장이 IPO에 비해 시장 입성 시점에서 정보의 효율성이 더욱 낮다는 점을 주장하고 있다. 따라서 한계 상장기업이 M&A를 통해 원활히 퇴출되고 능력 있는 비상장 기업이 제도의 간섭 없이 신속히 자본시장에 진입한다는 우회상장의 순기능을 극대화하기 위해서는 우회상장 시 나타나는 정보의 비대칭성을 줄이는 것이 가장 관건이라고 할 수 있다. 그러나 정보의 비대칭성을 줄이기 위해 또 다시 제도에 지나치게 의존한다면 우회상장의 순기능은 감소할 것이다. 제도의 간섭을 최소화하면서 정보의 비대칭성을 줄이기 위해서는 친시장적인 해법이 요구된다. 그 한 예로 현재 시장의 관심을 받고 있는 SPAC(기업인수목적회사) 같은 투자기구의 활성화를 들 수 있다. IPO도 장기성과가 유의미하게 저조하다는 점에서 우회상장이 IPO보다 절대적으로 열악하다고 볼 수는 없다. 제도에 의한 자본시장 진입과 거래에 의한 자본시장 진입, 이 두 개의 방법은 향후에도 계속 경쟁하면서 수요자들에게 폭넓은 선택을 줄 수 있도록 하여야 한다.

## 참 고 문 헌

- 강원, “우회상장의 유형과 장단기 주가수익률”, *벤처경영연구*, 제12권 제3호, 2009, 1-24.
- 강효석, “기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구”, *재무연구*, 제3권, 1990, 157-176.
- 김영규, 김영혜, “최초공모주의 장기성과와 이익관리”, *재무관리연구*, 제17권 제2호, 2000, 71-98.
- 김종일, 이장순, “우회상장과 IPO에 대한 의사결정 비교연구”, *세무와회계저널*, 제10권 제3호, 2009, 81-103.
- 박연희, 박철원, 배수일, “우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과 : 코스닥시장을 중심으로”, *한국증권학회 1차 정기학술발표논문집*, 2008, 319-341.
- 윤병섭, 조국연, “코스닥시장 우회상장 유형별 효과”, *재무관리논총*, 제15권 제1호, 2009, 49-71.
- 윤여준, 강문현, “우회상장기업의 상장전후 재무특성 및 주가수익률 분석”, *재무관리논총*, 제15권 제1호, 2009, 25-47.
- 윤평식, 김철중, “기업공개전 무상증자의 실시동기와 영향”, *재무관리연구*, 제14권 제3호, 1997, 203-229.
- 임병균, “IPO주식의 장단기 성과와 영업성과”, *재무관리연구*, 제14권 제2호, 1997, 254-271.
- 임웅기, 이성규, “우리나라 최초공모주의 장기성과에 관한 연구”, *증권학회지*, 제18집, 1995, 333-369.
- 정형찬, “한국증권시장에서의 장기성과 측정모형의 검정력과 통계적 오류”, *증권학회지*, 제36권 제2호, 2007, 237-280.
- 최문수, “발행가격 자율화 이전과 이후의 IPO 초기성과에 대한 연구”, *증권학회지*, 제27집, 2000, 139-180.
- 최문수, 전수영, “코스닥 발행주식시장 및 유통시장의 정보전이 효과와 동시상장 효과 대한 실증 연구”, *재무연구*, 제19권 제2호, 2006, 39-72.
- Aggarwal, R., and P. Rivoli, “Fads in the Initial Public Offerings Market?,” *Financial Management*, 19, (1990), 45-57.
- Allen, F., and G. Faulhaber, “Signaling by underpricing in the IPO market,” *Journal of Financial Economics*, 17, (1989), 303-323.
- Baron, O., “A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues,” *Journal of Finance*, 37, (1982), 955-976.

- Beatty, R., and J. Ritter, "Investment banking, reputation, and the underpricing and initial public offerings," *Journal of Financial Economics*, 14, (1986), 213-232.
- Chalk, A., and J. Peavy, "Initial public offerings : daily returns, offering types and the price effect," *Financial Analyst Journal*, Sep.-Oct., (1987), 65-69.
- Gleason, K., L. Rosenthal, and R. Wiggins III, "Backing into being public : and exploratory analysis of reverse takeovers," *Journal of Corporate Finance*, 12, (2005), 54-79
- Ibbotson, R., and J. Jaffe, "Hot issue markets," *Journal of Finance*, 30, (1973), 1027-1042.
- Jain, B., and O. Kini, "The post-issue operating performance of IPO firms," *Journal of Finance*, 49, (1994), 1699-1726,
- Leland, H., and D. Pyle, "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation," *Journal of Finance*, 32, (1977), 371-387.
- Levis, M., "The long-run performance of initial public offerings : the UK experience 1980-88," Spring, (1993), *The Economic Journal*, March, 76-89.
- Ritter, J., "The long-run performance of initial public offering," *Journal of Finance*, 46, (1991), 3-27.
- Rock, K., "Why new issues are underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), 187-212.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong, "Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings," *Journal of Finance*, 54, (1998), 1935-1974.
- Welch, I., "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings," *Journal of Finance*, 44, (1989), 421-449.

# Is IPO More Efficient Than Back-door-listing? : Case of Korean Kosdaq Market

Won Kang

<abstract>

Back-door-listing can be viewed both as M&A and an alternative to IPO. If IPO is an access to the capital market through regulations, back-door-listing would be the way of entering the market through trading. Back-door-listing can be a better choice considering the common wisdom that regulations hinder the functioning of free market system. One would, however, prefer IPO, for the informational asymmetry is less severe in case of IPO. This paper examines if IPO is superior to back-door-listing as to the informational efficiency. The excess buy-and-hold returns of the Kosdaq back-door-listing firms are estimated over the three-year-period since the event. They are compared against the excess buy-and-hold returns of the Kosdaq IPO firms over the same period of time. The results confirm this paper's prediction that IPO should be more information-efficient. Both IPO and back-door-listing firms start with high short-term excess returns and end up with long-term under-performance. However, back-door-listing firms show more significantly damaging long-term results. Furthermore, back-door-listing firms record poorer accounting results over the research period. These results imply that there exists fad at the time of both events and, in case of back-door-listing, this fad is reinforced by the possibility of window dressing.

Keywords : back-door-listing, IPO, informational asymmetry, window dressing, fad

---

\* Assistant Professor, School of Business at Sejong University, Seoul.