



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2014년 8월

박사학위 논문

코스닥기업의 유상증자 형태와
소유구조 변경이 상장폐지에
미치는 영향

조선대학교 대학원

회 계 학 과

나 금 운

The Effects of the Type of
Seasoned Equity Offerings and
the Change of Ownership
Structure on the Delisting from
KOSDAQ

2014년 8월 25일

조선대학교 대학원

회 계 학 과

나 금 운

코스닥기업의 유상증자 형태와
소유구조 변경이 상장폐지에
미치는 영향

지도교수 조 승 제

이 논문을 회계학박사 학위신청 논문으로 제출함

2014년 4월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

나 금 운

나금운의 경영학 박사학위 논문을 인준함

심사위원장	광주대학교	교수	오종진	인
심사위원	전남대학교	교수	정용기	인
심사위원	조선대학교	교수	김승용	인
심사위원	조선대학교	부교수	김문태	인
심사위원	조선대학교	교수	조승제	인

2014년 6월

조선대학교 대학원

목 차

<제 목 차 례>

(국문초록)

제1장 서론	1
제1절 연구의 배경	1
제2절 연구의 목적	2
제3절 연구의 방법	3
제2장 이론적 배경 및 선행연구의 검토	4
제1절 신규 상장 및 실질심사 기준	4
1. 신규 상장	4
2. 실질심사 기준	4
제2절 상장폐지기업의 특징	8
1. 다양한 유상증자	8
2. 최대주주 변경	10
제3절 선행연구의 검토	14
1. 다양한 유상증자	14
2. 최대주주 지분율	16
3. 최대주주 변경	17
제3장 연구의 설계	20
제1절 연구가설의 수립	20
제2절 연구모형의 설계	22
제3절 표본의 선정	26
제4장 실증분석 결과	31
제1절 표본의 기술통계량	31

제2절 평균의 차이분석	41
제3절 상관분석	47
제4절 로지스틱 회귀분석	57
제5장 결론	70
참고문헌	72
Abstract	75

〈표 차례〉

<표 2-1> 최대주주 변경 현황	11
<표 2-2> 최대주주 변경 방식	12
<표 2-3> 주주총회 안건	12
<표 2-4> 최근 4년간 상호 변경	13
<표 2-5> 최대주주 변경 횟수와 횡령	13
<표 2-6> 최대주주 변경 횟수와 재무현황	14
<표 3-1> 표본의 선정방법	27
<표 3-2> 연도별 신규상장 및 상장폐지 현황	28
<표 3-3> 상장 연도별 상장폐지 연도	29
<표 3-4> 표본의 상장기간	30
<표 4-1> 모형 1 기술통계량	31
<표 4-2> 모형 2 기술통계량	34
<표 4-3> 모형 3 기술통계량	36
<표 4-4> 모형 1, 2, 3의 기술통계량 : SEO_k	38
<표 4-5> 모형 1, 2, 3의 기술통계량 : 통제변수	40
<표 4-6> 모형 1 평균의 차이분석	41
<표 4-7> 모형 2 평균의 차이분석	43
<표 4-8> 모형 3 평균의 차이분석	44
<표 4-9> 모형 1, 2, 3 평균의 차이분석 : SEO_k	45
<표 4-10> 모형 1, 2, 3 평균의 차이분석 : 통제변수	46
<표 4-11> 모형 1 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비	48
<표 4-12> 모형 1 Pearson 상관분석 : 전년 대비	49
<표 4-13> 모형 2 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비	51
<표 4-14> 모형 2 Pearson 상관분석 : 전년 대비	52
<표 4-15> 모형 3 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비	54
<표 4-16> 모형 3 Pearson 상관분석 : 전년 대비	55
<표 4-17> 모형 1 로지스틱 회귀분석 결과	58
<표 4-18> 모형 1 로지스틱 회귀분석 종합	60

<표 4-19> 모형 2 로지스틱 회귀분석 결과	62
<표 4-20> 모형 2 로지스틱 회귀분석 종합	64
<표 4-21> 모형 3 로지스틱 회귀분석 결과	66
<표 4-22> 모형 3 로지스틱 회귀분석 종합	68

<그림 차례>

<그림 3-1> 상장폐지기업의 재무적인 특징과 비재무적인 특징	20
--	----

(국문초록)

코스닥기업의 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향

나 금 운

조선대학교 대학원 회계학과

(지도교수 : 조승제)

본 연구는 우리나라에서 1997년 첫 거래를 시작한 이후 비약적으로 성장한 코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 코스닥기업의 특징이 무엇인지를 연구하고자 한다. 왜냐하면 어려운 심사기준을 통과하여 코스닥시장에 등록하였으나, 등록한 지 얼마 지나지 않아 상장폐지가 되어 투자자들에게 극심한 손해를 입히는 회사가 많았기 때문이다.

코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 기업의 특징으로는 재무적인 측면에서 부실한 재무지표와 다양한 유상증자, 비재무적인 측면에서 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경을 들 수 있다. 그러므로 본 연구는 코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 코스닥기업의 특징을 연구하기 위하여 다음과 같은 목적을 갖는다.

첫째, 상장폐지에 영향을 미치는 재무적인 특징이 무엇인지를 연구하도록 한다. 즉 코스닥기업의 재무지표인 총자산이익률과 다양한 유상증자 가운데 상장폐지에 영향을 미치는 것이 무엇인지를 연구하고자 한다.

둘째, 상장폐지에 영향을 미치는 비재무적인 특징이 무엇인지를 연구하도록 한다. 즉 다양한 유상증자의 결과, 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경 가운데 상장폐지에 영향을 미치는 것이 무엇인지를 연구하고자 한다.

재무적인 특징과 비재무적인 특징에 공통적으로 영향을 미치는 코스닥기업의 특징으로는 다양한 유상증자가 있을 것이다.

본 연구에 필요한 표본은 Fnguide에서 추출하였다. Fnguide에서 상장유지기업은 “list”, 상장폐지기업은 “del”로 구분되며, 조건을 만족하는 796개를 최종 표본으로 선정하였다. 연구기간은 2001년부터 2011년까지 10년 동안이며, SPSS를 통해 로지스틱 회귀분석을 수행하여 얻은 연구 결과는 다음과 같았다.

첫째, 부실한 재무지표와 다양한 유상증자에서는 음(-)의 총자산이익률과 제3자배정이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

둘째, 최대주주 지분율의 증감과 다양한 유상증자에서는 최대주주 지분율의 하락과 국내전환사채가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

셋째, 최대주주 변경과 다양한 유상증자에서는 최대주주 변경과 제3자배정, 국내전환사채가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 특히 최대주주 변경이 2회 이상인 경우에 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

정리하면 코스닥시장에서 총자산이익률이 음(-)으로 재무지표가 부실한 회사들은 다양한 유상증자, 특히 제3자배정에 의해 유상증자를 하게 되고, 그 결과 최대주주가 변경되어 결국에는 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. 거기에 국내전환사채도 최대주주 지분율을 하락시킬 뿐만 아니라, 최대주주를 변경시켜 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다.

그러므로 본 연구는 코스닥기업의 재무적인 측면에서 총자산이익률과 다양한 유상증자, 비재무적인 측면에서 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구함으로써 투자자들로 하여금 신중하게 투자하도록 기여하게 될 것이다. 특히 제3자배정과 최대주주 변경에 주목하여 투자해야 할 것이다.

다만, 본 연구는 상장폐지기업의 특징 가운데 비재무적인 특징으로 지배구조를 구성하는 다양한 기구가 상장폐지에 미치는 영향에 대해서는 연구하지 못하였다. 지배구조를 구성하는 다양한 기구로는 이사회, 감사위원회, 횡령, 부실 공시, 이해관계자가 있을 것이다. 앞으로의 연구는 지배구조를 구성하는 다양한 기구들을 중심으로 상장폐지에 영향을 미치는지를 연구해야 할 것이다.

제1장 서론

제1절 연구의 배경

우리나라의 코스닥시장(KOSDAQ : Korea Securities Dealers Automated Quotation)은 규모가 영세하여 유가증권시장(KOSPI : Korean Composite Stock Price Index)에서 자금 조달이 어려운 중소기업이 손쉽게 자금을 조달할 수 있도록 1986년 7월에 “중소기업 등의 주식거래 활성화를 위한 시장조직화 방안”을 발표한 것을 계기로 1996년 7월에 탄생하였다.¹⁾

우리나라의 코스닥시장은 1997년 12월, 국제통화기금(IMF)에 구제금융을 신청한 여파로 극심한 침체를 겪었다. 하지만 이를 극복하기 위한 강도 높은 구조조정, 지배구조(corporate governance) 개선²⁾, 기준금리 인하 등의 적극적인 경기부양조치, 1999년 5월에 발표한 ‘제3차 코스닥시장 활성화 방안’에 힘입어 폭발적으로 성장하기 시작하였다.³⁾ 이듬해인 2000년 3월에는 장중 2,925.20을 기록하여, 개설한 지 불과 4년 만에 30배에 달하는 폭발적인 성장세를 보이기도 했다.⁴⁾

이렇게 코스닥시장이 성장할 수 있었던 이유는 다음과 같다. 먼저 투자자에게는 유가증권시장과는 다른 투자기회를 제공한다는 것이다. 코스닥시장은 성장성이 높은 종목이 대부분이어서 높은 수익률이 가능하기 때문이다. 게다가 언제든지 주식을 매매하여 투자 자금을 회수할 수 있도록 환금성을 부여하였다. 반면, 중소기업에게는 유가증권시장에 비해 상대적으로 손쉬운 방법으로 장기적인 자금조달이 가능하다는 것이다.⁵⁾

이러한 장점 때문에 2000년 이후 코스닥시장에는 신규로 등록하는 비상장기업들이 많아졌다. 물론 코스닥시장에 상장한 이후 정상적인 경영으로 규모를 성장시킨 바람직한 회사가 있는 반면, 횡령 등 불미스러운 사건에 연루되는 회사들도 있었다. 일부 회사는 보호예수기간이 종료됨과 동시에 최대주주가 자신의 보유지분을 매각하여 이권

1) 코스닥 기준지수는 1996년 7월 1일을 기준으로 100에서 시작하였다. 원활한 거래를 위해 (주)코스닥 증권시장을 설립하였으며, 상대매매방식에서 경쟁매매방식으로 거래방식을 전환하였다.

2) 공정거래위원회 보도자료. 2010년 12월 10일자. 2011년 11월 14일자. 2013년 7월 30일자

3) ‘제3차 코스닥시장 활성화 방안’의 주요 골자는 코스닥시장 등록 요건 완화와 세제 혜택 제공이다.

4) 매일경제신문 보도자료. 2012년 10월 5일자. “역사상 코스닥지수 최고치는 2000년 3월 10일의 2,925.50이었다. 당시 시가총액은 92조 9,376억 원이었다. 이때 코스닥 상장회사는 473개, 상장종목은 487개였다.”

5) 한국경제신문(<http://www.hankyung.com>). 2013년 9월 16일자

(利權)을 챙기는 부도덕한 모습을 보이기도 하였다.

그러한 이유로 최근 코스닥시장에는 신중하게 투자할 것을 주문하는 투자주의종목이 많아졌다. 투자주의종목으로 지정되는 이유는 주가 급등, 인수·합병, 횡령, 불성실공시, 허위계약공시, 최대주주 변경 등으로 매우 다양하였다. 투자주의종목이 각별한 주의를 필요로 하는 이유는 주가의 변동이 너무나 심하다는 이유 때문이다. 실제로 투자주의종목으로 지정된 주식은 주가가 급등락을 반복하다 상장폐지되는 경우가 많았으며, 이로 인해 많은 투자자들이 극심한 손해를 입었다. 특히 최대주주가 자신의 지분을 매각한 회사일수록 상장폐지 되는 경우가 많았으며, 도덕적 해이(moral hazard)가 너무나 심각하다는 비난을 받았다.⁶⁾

제2절 연구의 목적

우리나라의 코스닥시장은 유가증권시장보다 쉬운 방법으로 상장하는 것이 가능할 뿐, 엄격한 심사절차를 거쳐야만 상장할 수 있으므로 처음부터 부실기업이 상장하는 것은 불가능하다. 거기에 매년 일정한 기준을 충족하여 실질심사를 통과해야만 상장을 유지할 수 있다. 어려운 상장기준을 충족하여 상장한 이후 정상적으로 운영하는 회사가 있는 반면, 상장한 지 얼마 지나지 않아 상장폐지 되어 투자자들에게 막대한 손해를 입히는 회사도 있었다.

그래서 본 연구는 코스닥시장에서 2001년부터 2011년까지 상장폐지기업들을 대상으로 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구하고자 한다.⁷⁾ 연구를 위한 기업의 특징은 다양한 유상증자와 소유구조 변경으로 나누었다.

첫째, 코스닥기업의 재무적인 특징으로 다양한 유상증자가 상장폐지에 미치는 영향을 연구하도록 한다. 왜냐하면 상장폐지기업은 재무지표가 부실하여 당기순손실로 인해 총자산이익률이 음(-)인 경우가 대부분으로 부족한 자본을 조달하기 위해 유상증자를 하게 된다는 것이다. 이렇게 실시하는 다양한 유상증자 가운데 상장폐지에 영향을 미치는 것이 무엇인지를 연구할 것이다.

둘째, 코스닥기업의 비재무적인 특징으로 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구하도록 한다. 왜냐하면 상장폐지기업은 다양한 유상증자의 결과, 최대주주 지분을

6) 서울경제신문 보도자료. 2013년 9월 11일자

7) 금융감독원 보도자료. 2005년 6월 10일자. 2007년 9월 4일자. 2007년 10월 23일자. 2010년 1월 19일자

이 증감, 특히 하락하였으며 이로 인해 최대주주 변경이 많다는 것이다. 최대주주 변경이 의미하는 것은 지배구조, 즉 소유구조 변경이 있음을 의미하는 것이다. 그러므로 최대주주 지분율의 증감과 소유구조 변경과 관련하여 다양한 유상증자 가운데 상장폐지에 영향을 미치는 것이 무엇인지를 연구해야 할 것이다.

제3절 연구의 방법

본 연구는 코스닥기업의 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 살펴보기 위한 연구로서 다음과 같이 연구하고자 한다.

첫째, 이론적 배경을 검토하도록 한다. 이를 위해 신규 상장 및 실질심사 기준에서 정한 상장폐지와 관련된 기준을 살펴보도록 한다. 특히 부실한 재무지표로 인해 실시하는 다양한 유상증자, 이로 인한 최대주주 지분율의 증감 및 최대주주 변경, 즉 소유구조 변경에 주목하도록 한다. 그리고 각종 보도자료 및 최대주주의 지배력에 대해서도 검토하도록 한다.⁸⁾

둘째, 각종 선행연구를 검토하도록 한다. 다양한 유상증자의 원인과 결과, 이로 인한 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경에 관한 선행연구를 검토하도록 한다.

이론적 배경과 선행연구를 검토한 후 가설을 수립하고 모형을 설계하도록 한다. 가설과 모형은 다양한 유상증자와 소유구조 변경에 관한 것으로 나누어 각각 수립하도록 한다.

가설과 모형을 검증하기 위해 최종 표본을 선정하고, 기술통계량을 파악하여 표본의 특징을 이해하도록 한다. 그리고 표본의 기술통계량에 의해 평균의 차이 분석을 실시하고 Pearson 상관 분석을 하도록 한다. 이를 통해 주요 변수 간에 존재하는 평균의 차이와 상관관계를 파악하도록 한다.

마지막으로 로지스틱 회귀분석을 수행하여 유상증자와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 파악하도록 한다. 즉 부실한 재무지표를 의미하는 음(-)의 총자산이익률과 다양한 유상증자, 이로 인한 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경, 즉 소유구조 변경과 관련하여 상장폐지에 영향을 미치는 유상증자가 무엇인지 파악하도록 한다.

8) 최대주주의 지배력과 관련하여 최대주주의 권리와 의무를 정하고 있는 「지배구조 모범규준」을 살펴보도록 한다.

제2장 이론적 배경 및 선행연구의 검토

제1절 신규 상장 및 실질심사 기준

1. 신규 상장

우리나라에서 코스닥시장에 상장하고자 하는 회사는 「코스닥시장 상장규정」에서 정한 엄격한 요건을 충족해야만 신규로 상장할 수가 있다.⁹⁾

신규상장을 위한 심사기준은 매우 다양하다. 재무적인 측면에서는 경영성과가 최근 사업연도의 법인세비용차감전계속사업이익이 있을 것, 이익규모가 최근 사업연도말 현재 자기자본이익률이 100분의 10 이상이거나 최근 사업연도의 당기순이익이 20억 원 이상일 것, 자본상태가 최근 사업연도말 현재 자본잠식이 없을 것이고, 비재무적인 측면에서는 주식을 분산하여 최대주주가 절대적인 권한을 행사하지 못할 것, 기업지배구조·내부통제제도·공시체제·특수관계인과의 거래 등에 비추어 경영투명성이 인정될 것 등이 있다.¹⁰⁾

회사가 코스닥시장에 상장을 하더라도 상장 즉시 최대주주가 주식을 매각할 수 있는 것은 아니다. 상장 후에도 최대주주와 특수관계자는 일정 기간 주식을 매각할 수 없도록 보호예수기간이 존재한다.¹¹⁾ 그러므로 본 연구에서 상장시점의 최대주주 지분율은 상장연도말 최대주주 지분율을 대용치(proxy)로 사용하는 가능하다. 이러한 매각제한규정을 위반하여 주식을 매매하면 당해 법인 또는 최대주주에게 재매입 등의 조치를 하게 된다.

2. 실질심사 기준

코스닥시장에 상장한 후에는 매년 상장을 유지할 수 있는지 실질심사를 하게 된다.

-
- 9) 코스닥시장과 관련하여 「코스닥시장 업무규정」, 「코스닥시장 상장규정」, 「코스닥시장 상장규정 시행세칙」, 「코스닥시장 공시규정」, 「코스닥시장 상장심사지침」 등이 있다.
- 10) 「코스닥시장 상장규정」 제6조(신규상장 심사요건). 설립후 경과연수, 기업규모, 주식의 분산, 자본상태, 경영성과, 이익규모, 감사인의 감사의견, 합병 등, 주식의 양도제한, 액면가액, 상근감사, 사외이사 가운데 본 연구에 해당하는 내용을 본문으로 기술하였다.
- 11) 「코스닥시장 상장규정」 제21조(상장 후 매각제한). 일반적으로 최대주주는 상장일로부터 1년(기술성장기업은 2년), 대형법인은 6개월 동안 주식을 보유해야 한다. 다만, 상장일로부터 6월(기술성장기업은 1년)이 경과하면 매 1월마다 최초보유주식 등의 100분의 5에 상당하는 부분까지 매각할 수 있다.

실질심사에는 정기심사와 수시심사가 있으며, 사실관계 확인을 위하여 자료를 요청할 수 있다. 코스닥시장은 실질심사를 위해 매년 “기업심사위원회”를 개최하고 「코스닥시장 상장적격성 실질심사지침」 별표 2에 의해 상장 여부를 심사하고 있다.¹²⁾

코스닥시장 상장적격성 실질심사 기준

1. 개별적 요건

심사항목	주요 심사기준
불성실공시	<ul style="list-style-type: none"> - 위반한 공시내용이 시장 및 투자자에게 미치는 영향 - 기업경영에 미치는 영향의 중요성 - 해당법인의 고의, 중과실 여부 - 당해 기업의 상습적 공시의무 위반 여부
회생절차 개시결정	<ul style="list-style-type: none"> - 변제계획 등 회생계획의 충실한 이행여부 - 회생계획상 사업계획에 따른 영업실적 및 법원의 회생계획 인가결정 등 종합적 고려
상장관련 허위 서류 제출	<ul style="list-style-type: none"> - 허위신고 내용이 상장심사에 미치는 중요성 - 허위신고 내용이 투자판단에 미치는 영향 - 당해 기업의 고의, 중과실 여부 등

2. 종합적 요건

심사항목	심사기준	세부심사항목
(1) 영업, 재무상황 등 기업경영의 계속성	가. 영업의 지속성	
	· 매출의 지속 가능성	<ul style="list-style-type: none"> - 영업활동의 지속적 악화에 의한 매출의 계속성 여부 - 영업활동 개선 계획으로 인한 매출 회복 가능성 - 매출액 미달로 관리종목에 지정된 기업이 일시적인 상품매출로 인해 퇴출을 계속하여 회피하였는지 여부
	· 수익성 회복 가능성	<ul style="list-style-type: none"> - 최근 3년간 영업활동의 현저한 악화로 발생한 손실규모 및 향후 손실 지속여부 - 영업권상각, 자산감액손실 등 영업외손실이 당기순손실에 차지하는 크기 및 추가 감액 여부

12) 별표 2의 개별적 요건과 종합적 요건은 본문으로 간략하게 살펴볼 수도 있으나, 상장유지를 위해서는 다양한 요건을 충족해야 한다는 사실을 강조하기 위하여 표로 제시하였다.

심사항목	심사기준	세부심사항목
		- 중단사업으로 인한 계속사업손실의 축소나 비경상적 이익 발생으로 수익성 퇴출 요건 회피 여부
	나. 재무상태 건전성 여부	
	· 재무상태 취약 여부	- 차입금 규모, 만기구조, 상환계획 등을 고려한 채무불이행이나 부도발생 가능성 - 자본잠식이 있는 경우 잠식의 정도, 추이 등에 비추어 자본잠식의 해소 가능성 - 자본잠식 해소를 위한 유상증자 등 자구의 반복성 여부 - 자구로 조달된 자금의 성격 및 시설투자·운영 자금등 기업경영을 위해 자금이 사용되었는지 여부
	· 경영진의 불법행위에 의한 재무상태 악화 여부	- 횡령·배임 등이 재무상태에 미치는 영향 - 횡령·배임 등의 발생금액에 대한 구상권 행사 및 회수 가능성 - 분식회계가 최근 사업년도의 재무상태에 미치는 영향
	· 우발채무의 실현으로 재무상태 악화 여부	- 최대주주 및 경영진에 대한 불법적인 지급보증, 담보제공 등 우발채무의 실현으로 인한 재무상태에 대한 영향 - 경영권분쟁 등 기업경영에 중대한 영향을 미치는 소송이나 불법행위로 인해 재무상태에 미치는 영향
	가. 지배구조의 중대한 훼손 여부	
(2) 지배구조, 내부통제제도, 공시체제 등 경영투명성	· 최대주주 및 경영진의 불법행위 여부	- 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 관련여부, 횡령·배임 금액의 크기 또는 최대주주 및 경영진의 조직적인 분식회계 관여 여부
	· 경영의 안전성 위협	- 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등으로 인한 내부통제제도 중대 훼손 여부 - 최대주주의 빈번한 교체 및 경영권 분쟁 등으로 인한 경영 안정성 위협 여부
	나. 내부통제제도의 중대한 훼손 여부	- 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등으로 인한 내부통제제도 훼손여부 - 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등을 사전에 방지하기 위한 내부 통제장치 확립 및 운영 여부
	다. 공시체계의 중대한 훼손 여부	
	· 회계처리 불투명성	- 분식회계의 발생연도, 지속성, 규모 및 현재 재

심사항목	심사기준	세부심사항목
		무상대에 미치는 영향을 고려하여 위반행위의 중대성 여부 - 분식회계의 재발 방지 위한 내부회계관리제도 구축 여부 - 감사보고서의 재발행으로 인한 감사의견의 변경 내용
	· 공시위반 행위의 악의 · 상습성 여부	- 공시위반 내용이 최대주주 변경 등 경영권 관련 여부 - 제3자 배정증자 등 자금조달 관련 여부 - 공시위반 내용이 타법인출자 등 자금유출 활동을 통한 추가적 횡령발생 가능성 여부
(3) 기타	가. 투자자 보호 및 증권시장 건전한 발전 저해	- 기업경영의 지속성 및 경영투명성에 준하는 사유로서 투자자 보호 및 증권시장의 건전한 발전 저해로 상장적격성 인정 곤란한 경우

위의 개별적 요건과 종합적 요건은 재무적인 특징과 비재무적인 특징으로 나눌 수 있다. 재무적인 특징으로는 영업의 지속성, 재무상태 건전성 여부이고, 비재무적인 특징으로는 지배구조의 중대한 훼손 여부, 내부통제제도의 중대한 훼손 여부, 공시체계의 중대한 훼손 여부이다. 그러므로 본 연구에 필요한 상장폐지에 영향을 미치는 코스닥 기업의 특징을 파악할 수 있을 것이다.

특히 비재무적인 특징 가운데 지배구조의 중대한 훼손 여부는 상장심사에서 매우 중요하다. 왜냐하면 지배구조는 회사의 경영 관련 의사결정이 어떠한 과정을 거치는지를 의미하는 것으로, 상장폐지에 미치는 영향이 매우 크기 때문이다.¹³⁾

실질심사를 한 결과, 상장유지에 필요한 요건을 충족하지 못하는 회사들은 관리종목으로 지정하여 별도로 관리하게 된다.¹⁴⁾ 관리종목으로 지정된 이후에도 관리종목으로 지정된 사유가 해소되지 않으면 정리매매를 거쳐 상장폐지시킨다.¹⁵⁾

13) 1997년, IMF로부터 구제금융을 받은 이후 우리나라는 회계투명성을 제고하고 지배구조를 개선하기 위하여 1999년 9월에 「지배구조 모범규준」을 제정하였다. 지배구조는 주주, 이사회, 감사기구, 이해관계자 및 시장에 의한 경영감시 측면으로 구성되어 있다. 구성주체별로 권리와 책임을 정하였으며, 주주와 관련하여 주주의 권리, 주주의 공평한 대우, 주주의 책임을 정하였다. 특히 지배주주는 기업경영에 영향력을 행사하므로 모든 주주의 이익을 위하여 행동해야 하며, 이에 반하는 행동으로 손해를 끼친 경우에는 책임을 지도록 하였다.

14) 관리종목으로 지정되는 세부적인 사유로는 최근 사업연도의 법인세비용차감전계속사업손실, 완전자본잠식, 매출액 30억 원 미만, 시가총액 40억 원 미만으로 30일 지속, 불성실공시, 각종 정기보고서 미제출, 사외이사의 수 미달, 감사위원회 미구성 등이 있다.

15) 코스닥시장 기업정보센터(kosdaq.krx.co.kr)의 투자유의사항/상장폐지현황은 감사범위 제한 한정, 피흡수합병, 최종 부도, 3회 연속 자기자본 50%초과 법인세비용차감전계속사업손실, 액면가액일

제2절 상장폐지기업의 특징

1. 다양한 유상증자

제1절 이론적 배경에서 신규상장 및 실질심사 기준을 검토한 바, 상장폐지기업은 상장유지기업과 구별되는 특징이 있을 것이다.

무엇보다 상장폐지기업은 재무적인 측면에서 경영성과가 당기순손실로 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)인 경우가 많다는 것이다.¹⁶⁾ 이것은 「코스닥시장 상장적격성 실질심사지침」에서 정한 ‘영업의 지속성’에 해당하는 것으로, 「코스닥시장 상장적격성 실질심사지침」에서는 당기순손실이 아닌 법인세비용차감전계속사업손실로 정하고 있으나, 대부분 서로 일치하는 경향이 있으므로 당기순손실을 대용치(proxy)로 사용하도록 한다.

회사가 정상적으로 운영되기 위해서는 운영자금, 신규 투자, 차입금 상환 등에 각종 자금이 필요하다. 하지만 상장폐지기업은 운영에 필요한 각종 자금이 부족한 경우가 대부분이다. 가끔씩은 회사 운영에 필수적이라고 할 수 있는 운영자금마저도 부족한 경우가 있다.

회사가 자금을 조달하는 방법에는 두 가지가 있다. 하나는 은행으로부터 차입하는 것이고, 다른 하나는 유상증자를 하는 것이다. 이 중 은행으로부터 차입하는 것은 담보 내지 보증을 제공해야 하기 때문에 한계가 있을 수밖에 없으며, 불가피하게 유상증자를 할 수밖에 없다.

유상증자는 다양한 방법으로 할 수 있다. 먼저 기존주주를 대상으로 신주인수권을 부여하는 주주배정이 가능하다. 주주배정은 기존주주가 10% 유상증자에 참여하게 되므로 기존주주의 지분율에 영향을 미치지 않는 균등증자로 지배구조, 즉 소유구조에 영향을 미치지 않는다.

그러나 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)인 회사들은 현실적으로 기존주주가 100% 유상증자에 참여하는 것이 불가능하다. 이러한 회사들은 주가가 하락하여 기존주주가 유상증자에 참여하게 되면 손해가 발생하기 때문이다. 결국 유상증자를 하더

정비율 미달, 주식분산기준 미달 2년 연속, 증권투자회사법 64조에 의한 해산사유 발생, 2사업연도 연속 매출액 30억 원 미달 등의 부정적인 상장폐지요건과 증권거래소 상장 등의 긍정적인 상장폐지요건을 동시에 언급하고 있다.

16) 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

라도 할인발행을 할 수밖에 없으며, 주가는 더욱 하락하여 기존주주의 손실은 더욱 커지는 악순환이 반복된다. 그래서 총자산이익률이 음(-)인 회사들이 유상증자를 하게 되면 대규모 실권주가 발생하는 것이다.

주주배정이 실패하여 발생한 실권주는 공모를 하게 된다. 여기에는 두 가지가 있는데 하나는 기존주주를 대상으로 하는 주주우선공모, 다른 하나는 일반인을 대상으로 하는 일반공모이다. 주주우선공모와 일반공모는 불균등증자이므로 기존주주의 지분율이 변하게 된다.

그러나 투자주의종목 내지 관리종목으로 지정되어 주가가 큰 폭으로 하락한 회사, 즉 한계기업은 일반공모마저도 실패하는 경우가 많다. 그러므로 주주총회의 특별결의로 유상증자를 결정하되, 특정한 제3자가 신주를 인수하도록 하는 제3자배정에 의해 유상증자를 하게 된다.¹⁷⁾

지금까지 다양한 유상증자인 주주배정, 주주우선공모, 일반공모, 제3자배정을 순차적으로 알아보았다. 다양한 유상증자의 특징으로는 주주배정은 기존주주의 지분율이 변하지 않는 균등증자이고, 주주우선공모, 일반공모, 제3자배정은 기존주주의 지분율이 변하는 불균등증자라는 것이다. 그러므로 주주우선공모, 일반공모, 제3자배정을 하는 경우에는 최대주주 지분율에 변동이 생긴다는 것을 알 수 있다.

일반적으로 최대주주는 균등증자인 주주배정을 선호한다. 최대주주는 유상증자가 자신의 지분율에 영향을 미치는 것을 원하지 않기 때문이다. 더욱이 최대주주가 최고경영자를 겸하고 있는 경우에는 안정적인 경영권 확보를 위하여 이러한 경향이 더욱 강하다. 그러므로 다양한 유상증자는 재무지표가 양호한 회사보다는 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)인 회사들이 실시하는 경향이 있을 것이다.¹⁸⁾ 왜냐하면 총자산이익률이 음(-)인 회사, 특히 한계기업은 주가가 하락하여 주주배정이 거의 불가능하고 차선책으로 일반공모를 시도하게 되며, 마지막에는 제3자배정에 의한 유상증자를 시도할 것이기 때문이다. 특히 상장폐지기업은 다양한 유상증자 가운데서도 제3자배정을 선호하였다는 것이다. 참고로 공모에 의해 유상증자를 하는 경우에는 증권신고서 제출이 면제되는 소액공모가 많았다.¹⁹⁾

17) 제3자배정은 발행절차가 주주배정, 일반공모와 비교하여 상대적으로 간편하고 비용, 소요기간 등이 적어 자금조달이 용이하다는 장점이 있다. 제3자배정 외에 타종목배정도 있으나, 거의 이용되지 않으므로 본문에서는 제외하도록 한다.

18) 「상법」 289조 2항. 2012년 4월 15일 삭제. 주식은 신주배정방식에 따라 주주배정(Offering to shareholders), 일반공모(Public Offering), 제3자배정(allotment to the third party)으로 나눈다. 우리나라는 2012년까지 수권자본제도를 채택하여 정관에 발행할 주식의 총수를 정하되, 회사설립시에 4분의 1이상을 발행하고 나머지는 이사회결의로 얼마든지 발행이 가능하도록 하였다.

주주배정, 일반공모, 제3자배정에 의한 유상증자에 순차적으로 실패하면, 결국에는 전환사채(CB : Convertible Bond) 및 신주인수권부사채(BW : Bond with Warrant)와 같은 신종사채를 발행하게 된다. 왜냐하면 신종사채는 투자자의 입장에서는 안정적인 이자수입을 확보할 수 있고 주식으로 전환하거나 신주인수권을 행사하여 추가적인 이득을 확보할 수 있으며, 회사의 입장에서는 안정적이고 장기적으로 자금을 조달할 수 있어 투자자와 회사 모두에게 유리하다는 장점이 있기 때문이다. 물론 신종사채도 일반공모, 제3자배정과 같은 불균등증자이므로 최대주주의 지분율이 변하게 된다.

신종사채와 관련하여 특이한 점으로는 상장폐지기업은 신종사채를 발행하더라도 사모방식을 선택하는 경우가 많았으며, 일부 한계기업은 주식으로 전환하는 것을 조건으로 하되, 미전환시에는 원리금의 상환청구권이 소멸되는 의무전환사채를 발행하기도 하였다는 것이다.²⁰⁾

그리고 상장폐지기업은 다양한 유상증자와 관련하여 지분법평가손실과 대손상각을 인식하는 경우가 많았다. 즉 유상증자에 의해 자금을 조달하였으나, 타법인에 투자하거나 대여한 뒤에 지분법평가손실과 대손상각으로 인식하여 손실처리하였다는 것이다.²¹⁾ 이것은 어렵게 자금을 조달하고도, 방만하게 자금을 사용하여 부실을 자초하는 경우가 많았음을 보여주는 것이다.

여기에 추가하여 상장폐지기업은 회계처리방법으로 이익조정(earnings management)을 선택하는 경우도 많을 것이다.²²⁾ 즉 발생액(DA : Discretionary Accruals)을 발생시켜 당기순이익을 기록하는 경우가 많았다는 것이다. 수정 Jones(1995) 모형처럼 회수기간을 연장하거나 거래조건을 완화하여 매출액을 증가시키고, 투자자산 내지 유형자산을 매각하여 일시적으로 발생액을 발생시켜 당기순이익을 계상하는 경우가 많았다는 것이다.²³⁾

2. 최대주주 변경

19) 금융감독원 보도자료. 2005년 6월 10일자. 2009년 4월 15일자. 2012년 5월 4일자

20) 금융감독원 보도자료. 2009년 7월 20일자

21) 금융감독원 보도자료. 2009년 4월 15일자. 2012년 7월 25일자

22) 이익조정은 가설의 수립 및 모형의 설계에서는 포함시키지 않으나, 상장폐지기업의 특징으로 반드시 이해가 필요하기 때문에 본문으로 기술한 것이다.

23) 이익조정은 일반적으로 인정된 기업회계기준(GAAP)을 준수하는 것으로 기업회계기준을 위반하는 이익조작(earnings manipulations)와는 엄연히 다른 개념이다.

부실한 재무지표인 음(-)의 총자산이익률, 다양한 유상증자와 같은 재무적인 특징의 결과, 상장폐지기업은 최대주주, 즉 소유구조 변경이 많았다.²⁴⁾ 이것은 최대주주 지분율을 변화시키는 불균등증자가 주요 원인이다. 즉 불균등증자는 최대주주 지분율을 변화시킬 뿐만 아니라, 최대주주를 변경시키기도 한다는 것이다.

최대주주 변경이 중요한 이유는 다음과 같다. 최대주주는 회사 설립 시 주도적인 역할을 담당하여 가장 많은 지분을 출자하는 경우가 대부분이다. 그러므로 이사의 임명과 해임, 보수 결정, 대표이사 선임, 영업·투자·재무에 관한 의사결정, 사업 추진 등 회사의 재무정책과 영업정책에 절대적인 영향력을 미친다.²⁵⁾ 이러한 최대주주의 영향력을 최대주주의 지배력이라고 한다.²⁶⁾ 그러므로 최대주주가 변경된다고 하는 것은 지배구조, 즉 소유구조를 변경시킬 뿐만 아니라, 계속기업(going concern) 가정에도 영향을 미쳐 결국에는 상장폐지에도 영향을 미친다는 것이다.

이렇게 최대주주는 강력한 권한을 가지므로 최대주주의 범위는 보다 확대해서 파악할 필요가 있다. 그래서 1% 미만의 지분을 보유한 소액주주라 할지라도 최대주주와 특수관계가 있는 소액주주는 최대주주에 포함시키도록 하고 있다.²⁷⁾ 그러므로 코스닥 시장 관련 법률에서 정한 특수관계인의 범위를 파악하는 것도 필요할 것이다.²⁸⁾

2006년부터 2009년까지 코스닥시장에서 최대주주는 18~26%가 변경되었으며, 매우 높은 편이었다.

<표 2-1> 최대주주 변경 현황

구분	2006	2007	2008	2009
회사수	191	253	192	187
비율(%)	21	26	19	18
공시횟수	290	434	282	300

자료 : 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

24) 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

25) 기업회계기준서 제1028호. 「관계기업과 공동기업에 대한 투자」

3. 이 기준서에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다.

유의적인 영향력 : 피투자자의 재무정책과 영업정책에 관한 의사결정에 참여할 수 있는 능력

26) 기업회계기준서 제1110호. 「연결재무제표」

27) 소액주주는 최대주주와 특수관계가 있는 사람을 제외하고 지분율이 1% 미만인 주주를 가리킨다. 소액주주는 보유주식수가 작아 회사에 대한 영향력은 미미하나, 이익배당청구권·잔여재산배분요구권·신주인수권·의결권·무효청구권·정관 및 재무제표열람권 등이 있다.

28) 「자본시장과 금융투자업에 관한 시행령」 제8조(특수관계인의 범위)

최대주주가 변경되는 방식은 경영권이 변경되는 경영권양수도 계약이 많았다. 이것은 지배구조, 즉 소유구조 변화를 의미하는 것이다. 2009년 최대주주 변경 방식은 다음의 표와 같았다.

<표 2-2> 최대주주 변경 방식

구분	양수도계약	유증참여	주식매매	기타	소계
공시건수	75	59	69	97	300

자료 : 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

최대주주 변경 외에도 비재무적 특징에 추가할 참고사항이 있다.

첫째, 상장폐지기업은 상호가 변경되는 경우가 많았다. 상호가 변경되는 경우에는 동시에 최대주주가 변경되는 경우가 많았다. 상호 변경을 위해서 주주총회를 개최하였으며, 동시에 정관의 사업목적도 변경하였다. 이와 관련하여 2009년에 주주총회에서 처리된 안건 중에서 상호 변경에 관한 것은 35건이었다.

<표 2-3> 주주총회 안건

구분	이사선임	사업목적변경	상호 변경	수권자본증액	제3자한도증액	소계
공시건수	147	97	35	20	18	317

자료 : 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

상호를 변경하는 이유는 기업이미지(CI) 개선과 제고, 그룹편입에 따른 CI 통합, 지주회사화, 사업활성화 등으로 다양하였다. 다만, 일부에서는 기업실적과는 무관하게 인위적으로 주가를 상승시키기 위해 상호를 변경하여 최대주주가 자신의 지분을 매각하기도 하였다. 그래서 상호가 변경된 회사들은 보다 신중하게 투자할 것을 권유하기도 하였다.²⁹⁾

2009년 이후 4년간 상호를 변경한 회사는 다음과 같았다.³⁰⁾

29) 서울 파이낸스 보도자료. 2013년 4월 15일자

30) 한국예탁결제원 보도자료. 2013년 7월 15일자

<표 2-4> 최근 4년간 상호 변경

(단위 : 개)

연도		유가증권시장	코스닥시장	합계
2010		40	83	123
2011		27	55	82
2012	상반기	7	37	44
	하반기	13	12	25
	계	20	49	69
2013 상반기		13	26	39

자료 : 한국예탁결제원 보도자료. 2013년 7월 15일자

둘째, 상장폐지기업은 횡령사건이 발생하는 경우가 많았다. 특히 최대주주 변경이 많을수록 횡령사건이 많이 발생하였다.

<표 2-5> 최대주주 변경 횟수와 횡령

변경횟수	회사수	횡령	관리종목	실질심사
1회	124	7	16	14
2회	38	7	10	8
3회	25	3	14	6
소계	187	17	40	28

자료 : 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

특히 최대주주 변경 시에는 유상증자로 자금을 조달한 뒤 타법인주식의 취득을 가장 하여 횡령하는 경우가 많았다.³¹⁾ 즉 유상증자로 조달한 자금을 지분법평가손실로 인식하여 손실처리하는 것이다. 그러므로 횡령사건은 최대주주 변경과 더불어 지배구조의 건전성을 파악할 수 있는 지름길이라 할 것이다.³²⁾ 이와는 반대로 적자 누적으로 경영이 어려운 회사를 위해 최대주주가 거액의 사재를 출연하는 경우도 있었다.³³⁾

셋째, 상장폐지기업은 불성실공시범인으로 지정되는 경우가 많았다.³⁴⁾ 불성실공시의

31) 서울신문 보도자료. 2013년 6월 27일

32) 금융감독원 보도자료. 2011년 1월 26일자

33) 머니투데이 보도자료. 2013년 2월 8일자

34) 금융감독원 보도자료. 2011년 9월 15일자. 2012년 11월 21일자. 2013년 2월 20일자

예로 신규 사업에 진출하거나 거액의 공급계약을 체결하였다고 허위사실을 공시하여 시세 조정을 하였다.³⁵⁾ 특히 증권거래법에서 의무적으로 공시하도록 정한 주식발행, 영업양수도, 신규투자, 최대주주와 경영진의 변경 등을 공시하지 않은 경우가 많았다.³⁶⁾ 주요 공시사항을 허위공시하거나 누락하여 불성실공시법인으로 지정된 후에야 뒤늦게 지각공시를 하였다.

이상으로 코스닥시장에서 상장폐지기업의 재무적인 특징과 비재무적인 특징을 살펴 보았다. 정리하면 상장폐지기업은 재무적인 특징으로 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)이고 다양한 유상증자를 하였으며, 그 결과 비재무적인 특징으로 최대주주 지분율이 하락하고 최대주주 변경, 즉 소유구조 변경이 많았다는 것이다.

<표 2-6> 최대주주 변경 횟수와 재무현황

최대주주 변경횟수	회사수	당기손실		자본잠식	
		2008년	2년 연속	2008년	2년 연속
1회	124	93	75	31	9
2회	38	32	26	12	3
3회	25	24	22	19	9
소계	187	149	123	62	21

자료 : 금융감독원 보도자료. 2010년 3월 2일자

제3절 선행연구의 검토

본 연구에 참조할 수 있는 선행연구는 이익조정에 관한 것이 대부분이었다. 따라서 다양한 유상증자, 최대주주 변경과 관련하여 이익조정에 관한 선행연구를 위주로 살펴 보고 다양한 유상증자, 최대주주 지분율의 증감에 관한 선행연구도 살펴보도록 한다.

1. 다양한 유상증자

35) 금융감독원 보도자료. 2009년 11월 25일자

36) 공시의무를 준수하지 않은 회사는 불성실공시법인으로 지정되는데, 불성실하게 공시한 항목별로 별점을 부과하고 가중/감경 사유를 참작하여 최종 제재기준을 정하게 된다.

제2절에서 코스닥시장에서 상장폐지기업의 특징으로는 재무지표가 부실하여 총자산 이익률이 음(-)이라는 것이다. 그러므로 재무지표가 부실하여 정상적인 운영에 필요한 각종 자금이 부족하여 다양한 유상증자에 의해 필요한 자금을 조달할 것으로 보았다. 다양한 유상증자에 관한 선행연구들은 제3자배정의 개선방향, 이익조정, 주가에 미치는 영향 등을 연구한 경우가 대부분이었다.³⁷⁾

김대호 외 1(2010)은 주로 상장폐지기업이 활용하고 있는 제3자배정의 문제점을 살펴보고 개선방안을 제시하였다. 제3자배정의 문제점으로는 불공정거래에 따른 주가급락, 상장폐지 회피수단으로 악용, 편법적인 자금조달 수단으로 악용되고 있다는 것이었다. 이러한 문제점을 해결하기 위한 방안으로는 유가증권신고서의 심사 강화, 공시 강화, 보호예수제도 강화, 발행가액 산정방식 변경 등이 있었다. 그리고 실무담당자를 대상으로 제3자배정과 관련한 심사, 공시, 보호예수 등에 관한 설문을 실시하여 제도 강화보다는 완화를 요구하고 있다고 하였다. 그러면서 김대호 등은 코스닥시장에서 상장폐지를 피하기 위해 제3자배정을 악용하는 사례가 많으므로 이를 개선하기 위해 각종 제도 등을 강화하는 것이 필요하나, 지나친 제도 강화는 기업을 위축시킬 가능성이 있으므로 기업과의 충분한 논의를 거쳐 개선하는 것이 바람직하다고 하였다.

김윤태 외 1(2009)은 유상증자 형태에 따른 이익조정 여부를 검증하여 기업이 발행가액을 높여 많은 자금을 조달하려는 유인이 있는지를 연구하고자 하였다. 2001년부터 2005년까지 유상증자를 실시한 기업 147개를 대상으로 분석한 결과 첫째, 유상증자를 실시한 기업은 비실시한 기업에 비해 유상증자 이전연도에 재량적 발생액이 컸다. 특히 발행되는 주식수가 많을수록, 유상증자 금액이 클수록 재량적 발생액이 컸다. 둘째, 일반적인 유상증자방법인 주주배정은 유상증자 이전에 보고이익을 증가시키는 이익조정을 하였으나, 제3자배정에서는 보고이익을 감소시키는 이익조정을 하였다. 김윤태 등은 이를 제3자배정은 자금을 조달하기 위한 목적으로 이용되는 것이 아니라, 경영권을 승계하거나 계열사를 지배하기 위한 목적으로 실시된다고 연구하였다.

다양한 유상증자에 관한 선행연구는 주가에 미치는 영향에 관한 경우가 많았으며, 부실한 재무지표와의 연관성을 연구한 경우는 드물었다. 이것은 부실한 재무지표와 다양한 유상증자는 상관관계가 높기 때문인 것으로 판단된다. 부실한 재무지표에 관한 선행연구들은 재무비율에 주목한 경우가 대부분이었다.

박성환 외 2(2011)는 상장폐지 예측에 도움이 되고자 kis-value를 이용하여 2005년부

37) 주주배정, 일반공모에 참고할 수 있는 선행연구는 구하기가 매우 어려웠다.

터 2009년까지 유가증권시장에 상장된 8,684개 기업-연도 자료를 재무비율과 함께 내부회계관리제도의 품질, 재량적 발생액, 외국인지분율에 의해 실증적으로 연구하였다.

연구 결과, 부채비율과 이자지급은 차기의 상장폐지에 유의하게 양(+)³⁸⁾의 영향을, 매출액 성장률과 배당금의 지급은 상장폐지에 유의하게 음(-)의 영향을, 내부회계관리제도의 취약점과 재량적 발생액은 상장폐지에 유의하게 양(+)³⁸⁾의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 재무비율에서 안정성, 수익성, 성장성은 상장폐지 예측에 유용하며, 나아가 회계투명성이 낮은 경우에는 상장폐지 확률이 높음을 알 수 있었다.

전현우 외 2(2011)는 2007년부터 2010년까지 유가증권시장에서 상장폐지된 기업을 대상으로 상장폐지 3년전부터 1년전까지 재무비율을 추출하여 상장폐지와 연관성이 있는 변수를 찾아내었다. 재무비율로는 성장성비율, 수익성비율, 자본구조비율, 회전율을 사용하였으며, 집단을 구별하기 위해 판별분석을 실시하였다. 여러 변수들의 집단 간 분산·공분산 행렬의 차이를 검정하였다. 그리고 cross-validation 추정법을 이용하여 오분류비율을 추정하고 적중률(Hit Ratio)을 계산하였더니, 상장폐지 3년전에 70.97%, 2년전에 75.80%, 1년전에 85.48%로 매우 높은 편이었다.

다양한 유상증자에 관한 선행연구는 이익조정(earnings management)에 관한 경우가 대부분이었다. 이것은 당기순손실로 총자산이익률이 음(-)인 코스닥기업은 실질심사에서 탈락할 가능성이 높으므로 당기순이익을 기록하고자 적극적으로 이익조정을 할 것으로 보았기 때문이다.³⁸⁾ 그러나 이익조정에 관한 선행연구는 대부분 신규상장시점과 상장유지기간에 대한 것이었다. 즉 상장폐지시점 직전에 이루어지는 이익조정에 관한 선행연구는 구하기가 어려웠다는 것이다. 그리고 상장유지기간을 대상으로 한 이익조정에 관한 연구는 최고경영자의 교체시점을 전후로 한 경우가 많았다. 따라서 본 연구는 제3자배정의 문제점과 개선방향을 제시한 김대호 등(2010)과 재무비율 측면에서 상장폐지의 가능성을 예측한 박성환 등(2011)의 선행연구를 참조하여 연구하도록 한다.

2. 최대주주 지분율

코스닥시장에서 상장폐지기업의 비재무적인 특징에 관한 선행연구는 최대주주 지분

38) 본 연구가 부실한 재무지표, 다양한 유상증자, 최대주주 지분율의 증감, 최대주주 변경 측면에서 상장폐지에 미치는 영향을 연구하는 것이므로 이익조정은 가설의 수립 및 모형의 설계에서는 제외하도록 한다. 그러나 당기순손실이 발생한 회사들은 당기순이익을 기록하기 위해 적극적으로 이익조정에 나설 것이기 때문에 회계처리와 관련하여 이익조정에 관한 선행연구를 검토한 것이다.

율에 주목한 경우가 대부분이었다.

김문태 외 1(2012)은 코스닥시장에서 대주주의 지분율 변동이 상장폐지와 연관성이 있는지를 연구하였다. 이를 위하여 2005년부터 2011년까지 상장폐지기업과 상장유지기업으로 나누어 상장폐지 직전 3개년도의 지분율이 어떻게 변동하는지를 로지스틱 회귀분석을 통해 분석하였다. 특히 최대주주가 상장폐지를 앞두고 자신의 지분을 매각하는 도덕적 해이(moral hazard)가 있는 것이 아닌지를 연구하였다. 선행연구가 주로 이익조정과 상장폐지와 연관성에 초점을 맞추었다면, 김문태 등의 연구에서는 최대주주 지분율의 하락과 상장폐지의 연관성에 초점을 맞추었다는 특징이 있다.

연구 결과, 상장폐지시점이 다가올수록 대주주의 지분율이 낮아질 가능성이 높아졌다. 김문태 등은 이를 많은 대주주들이 상장폐지를 앞두고 자신의 지분을 매각했을 가능성이 높다고 보았다.

따라서 본 연구는 최대주주 지분율 측면에서 상장폐지의 가능성을 예측한 김문태 등(2012)의 선행연구를 참조하여 연구하도록 한다.

3. 최대주주 변경

코스닥시장에서 상장폐지기업의 최대주주 변경에 관한 선행연구의 특징으로는 지배구조, 즉 소유구조 변경과 관련하여 최대주주 내지 최고경영자의 변경이 이익조정에 영향을 미치는지에 관한 연구가 대부분이었다. 반면에 최대주주 변경이 상장폐지에 미치는 영향에 관한 연구는 구하기가 어려웠다.

김정애(2010)는 코스닥시장에서 최대주주 변경이 경영자의 이익조정에 영향을 미치는지를 연구하였다. 특히 최대주주가 변경된 연도에 최대주주가 경영자에게 이익을 증가시키는지, 아니면 이익을 하향조정하려는 유인이 있는지에 주목하였다. 이를 위해 2001년부터 2007년까지 최대주주 변경과 이익조정과의 연관성을 연구하였는데, 이익조정의 크기인 재량적 발생액은 수정 Jones(1995) 모형과 ROA 통제모형으로 산업별-연도별로 횡단면 분석을 실시하였다.

연구 결과, 첫째, 최대주주 변경과 재량적 발생액은 서로 관련성이 있으며 최대주주가 변경되는 연도에는 재량적 발생액이 감소하였다. 김정애는 이를 최대주주가 변경되면 경영자에 대한 감시기능을 강화하고 효율적으로 통제하여 경영자의 이익조정을 감소시킨다고 해석하였다. 둘째, 최대주주와 경영자가 동시에 변경되는 경우에는 최대주

주만 변경되고 경영자는 변경되지 않은 경우에 비해 재량적 발생액이 더 감소하지 않았다. 셋째, 최대주주가 변경되는 경우에는 최대주주 지분율이 높을수록 재량적 발생액이 증가하였으나, 지분율의 증감이 클수록 재량적 발생액이 감소하였다. 넷째, 최대주주가 변경된 다음연도에는 재량적 발생액이 감소하였다. 이를 종합하여 최대주주가 변경되면 지배구조 측면에서 경영자의 이익조정에 영향을 미치는 것으로 연구하였다.

이아영 외 2(2007)는 2001년부터 2005년까지 최고경영자가 교체된 기업에서 최고경영자 교체연도에 나타나는 재량적인 회계처리에 의한 이익조정을 재량적 발생액으로 연구하였다. 즉 신임경영자는 'big bath'를 통해 현재의 이익을 낮추고 미래의 이익을 증가시켜 자신의 미래성과를 높인다고 보았다.

연구 결과, 최고경영자가 교체된 연도에는 재량적 발생액이 유의하게 음(-)의 값을 보였으며, 신임경영자는 교체된 연도에 이익을 감소시키는 재량적 발생액을 증가시켜 이익조정을 하는 것으로 보았다. 특히 최고경영자의 교체가 3월 이후인 경우에는 3월 이전의 경우보다 더 유의한 것으로 나타났다. 그래서 신임경영자는 교체된 연도에 자신이 부담할 경영성과에 대한 책임이 작을수록 더 많이 상각한다고 보았다.

백상미 외 1(2011)은 특수관계자를 포함한 경영자의 지분율이 높은 경우에는 신임경영자가 친분이 있을 가능성이 높기 때문에 낮은 경영성과를 전임경영자에게 전가시킬 가능성이 낮지만, 지분율이 높으면 경영자에게 권한 위임정도가 높아 재량적인 회계선택을 감소시키므로 과거의 성과에 대한 책임을 전임경영자에게 전가시킬 가능성이 높다고 보았다. 그래서 신규공개기업의 경영자 교체와 이익조정간의 관계가 기존 상장기업과는 다르게 나타난다고 보았다.

연구 결과, 기업공개 이전에는 경영자 교체와 이익조정은 서로 유의하게 나타나지 않았다. 그러나 기업공개 이후에는 경영자가 교체될수록 재량적 발생액이 유의하게 음(-)의 값으로 나타났다. 그래서 기업공개 여부에 따라 신임경영자의 이익조정에 영향을 미치는 시점에 차이가 있다고 해석하였다.

최수미 외 1(2009)은 지주회사에 속한 기업들의 지배구조가 개선되었는지를 살펴보았다. 이를 위해 모회사가 지주회사인 자회사를 대상으로 이에 해당되지 않는 기업과 비교하여 이익조정에 차이가 있는지를 연구하였다. 특히 재벌들이 지주회사를 선호하는 경향이 있으므로 재벌기업과 비재벌기업으로 구분하였다.

연구 결과, 첫째, 지주회사의 자회사는 이사회의 사외이사 비율, 사외이사의 재무전문가 비율 등 각종 비율이 높은 것으로 나타났다. 즉 지주회사 제도를 도입한 기업일수록 지배구조가 좋았다는 것이다. 둘째, 지주회사의 자회사와 통제기업의 이익조정에 차

이를 연구한 결과 유의한 차이는 나타나지 않았다. 셋째, 재벌 지주회사의 자회사가 비재벌 지주회사와 비교하여 재무전문가인 사외이사 비율, 사외이사의 이사회 참석률, 감사위원회의 사외이사 비율이 더 높은 것으로 나타났다. 넷째, 재벌 지주회사의 자회사와 비재벌 지주회사의 이익조정은 유의한 차이를 나타나지 않았다.

전성빈 외 2(2007)는 최고경영자의 교체는 기업의 전반적인 회계시스템에 변화를 초래하는 사건이므로 최고경영자의 잦은 교체는 발생액과 이익이 큰 폭으로 변하고 이익의 질이 떨어진다고 보았다. Dechow(1995)가 만든 이익의 질의 측정치와 Jones 모형에서 재량적 발생액의 표준편차를 도출하여 이익의 질의 대용치로 사용하였다.

다중회귀분석을 실시한 결과, 최고경영자의 교체비율이 높을수록 이익의 질이 낮았다. 추가분석에서도 최고경영자의 교체율이 높을수록 이익의 질이 낮았다. 즉 최고경영자의 빈번한 교체가 이익의 질에 부정적인 영향을 미쳤다는 것이다.

기업의 지배구조와 관련하여 최용용 외 1(2009)은 2002년부터 2004년까지 증권거래소에 상장된 비금융업 기업들을 대상으로 지배구조 개선을 위해 마련된 장치들의 실효성을 검증하고자 최고경영자 교체와의 관련성이 있는지를 연구하였다.

연구 결과, 첫째, 기업의 경영성과가 좋지 않아 최고경영자를 교체하는 경우에는 사외이사 비중은 제3자인 최고경영자로 교체되는 경향이 있었다. 둘째, 지배주주기업은 기업의 경영성과가 나빠 최고경영자를 교체하는 경우에는 제3자인 최고경영자로의 교체에 영향을 미치지 못하였다. 다만, 비지배주주기업은 경영성과가 좋지 않아 최고경영자를 교체하는 경우에는 사외이사 비중은 제3자인 최고경영자로의 교체에 영향을 미치고 있었다. 그래서 기업지배구조 개선을 위해 마련된 장치들 가운데서는 사외이사제도가 제3자인 최고경영자로 교체에 긍정적인 영향을 미쳤다고 보았다.

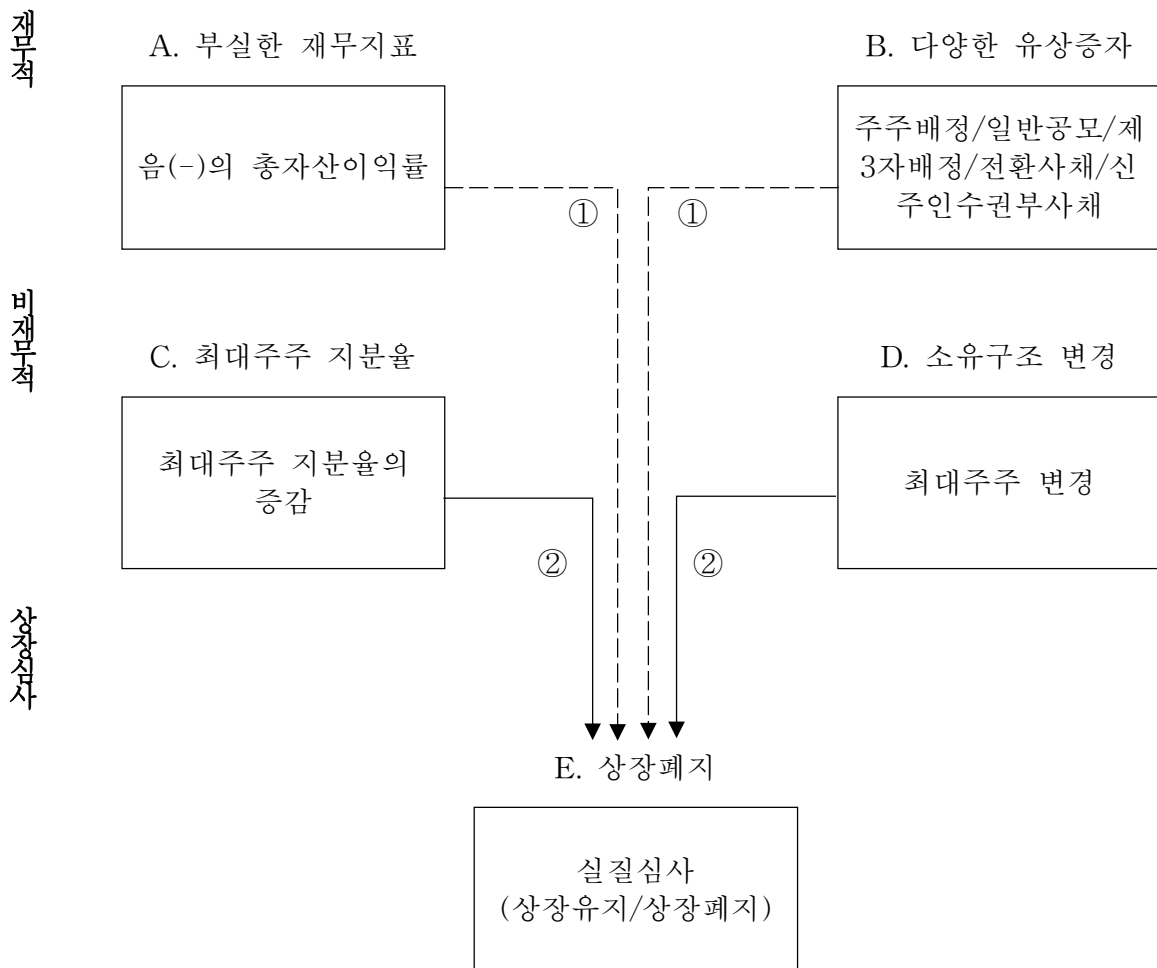
이상으로 부실한 재무지표와 다양한 유상증자, 최대주주 지분율과 최대주주 변경에 관한 선행연구를 살펴보았다. 본 연구는 코스닥기업의 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향에 관한 연구로서 선행연구는 재무적인 측면에서 재무비율과 이익조정, 비재무적인 측면에서 최대주주 지분율의 증감, 최대주주 내지 경영자 교체와 이익조정에 관해 연구한 경우가 대부분이었다. 그러므로 본 연구는 상장폐지기업의 특징으로 재무적인 측면에서 부실한 재무지표인 음(-)의 총자산이익률과 이로 인해 실시하는 다양한 유상증자, 그 결과로 비재무적인 측면에서 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경에 주목하였다는 차별성이 있다. 특히 균등증자·불균등증자를 포함한 다양한 유상증자 가운데 상장폐지에 영향을 미치는 유상증자가 무엇인지에 주목하였다는 특징이 있다.

제3장 연구의 설계

제1절 연구가설의 수립

본 연구는 2001년부터 2011년까지 10년 동안 코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 기업의 특징이 무엇인지 연구하고자 한다. 이론적 배경과 선행연구에서 파악한 상장폐지기업의 재무적인 특징으로는 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)이라는 것이다. 그러므로 필요한 각종 자금을 다양한 유상증자로 조달할 것이다. 그 결과 비재무적인 특징으로 최대주주 지분율이 변하게 된다. 특히 최대주주 지분율이 하락한 경우에는 최대주주가 변경될 가능성도 있다. 이를 그림으로 표시하면 다음과 같다.

<그림 3-1> 상장폐지기업의 재무적인 특징과 비재무적인 특징



그러므로 <그림 3-1>과 관련하여 본 연구를 위한 가설을 수립하기로 한다. 먼저 상장폐지기업의 재무적인 특징과 관련하여 **【가설 1】**을 수립하도록 한다. 즉 A. 부실한 재무지표와 B. 다양한 유상증자가 상장폐지에 미치는 영향에 관한 가설이다.

【가설 1】 : 코스닥시장에서 음(-)의 총자산이익률과 다양한 유상증자는 상장폐지에 영향을 미칠 것이다.³⁹⁾

【가설 1】은 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)이어서 다양하게 유상증자를 할수록 상장폐지에 영향을 미친다는 것이다. **【가설 1】**처럼 다양한 유상증자를 하거나, 최대주주가 지분을 매각하게 되면 최대주주의 지분율은 증감하게 된다. 최대주주 지분율은 상승할 수도 있으나, 다양한 유상증자, 특히 불균등증자를 하는 경우에는 하락하는 경우가 대부분이다. 그러므로 다양한 유상증자와 최대주주 지분율에 관한 가설을 수립하도록 한다. 즉 B. 다양한 유상증자와 C. 최대주주 지분율이 상장폐지에 미치는 영향에 관한 가설이다.

【가설 2】 : 코스닥시장에서 다양한 유상증자와 최대주주 지분율의 증감은 상장폐지에 영향을 미칠 것이다.

【가설 2】는 최대주주 지분율이 유상증자, 특히 불균등증자를 하는 경우에는 계속 증감한다는 것이다. 이와 관련하여 최대주주 지분율이 증가한 경우에는 큰 문제가 없으나, 하락한 경우에는 문제가 발생할 가능성이 높다. 특히 최대주주 지분율이 크게 하락한 경우에는 최대주주가 변경될 가능성도 높다. 이것은 다양한 유상증자가 최대주주 지분율을 하락시켜 지배구조, 즉 소유구조 변경에 영향을 미친다는 것이다. 그래서 이와 관련하여 다양한 유상증자와 최대주주 변경에 관한 **【가설 3】**을 수립하도록 한다. B. 다양한 유상증자와 D. 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향에 관한 가설이다.

【가설 3】 : 코스닥시장에서 다양한 유상증자와 최대주주 변경은 상장폐지에 영향을 미칠 것이다.

39) 부실한 재무지표에는 당기순손실 외에 완전자본잠식이 있다. 다만, 표본에서 완전자본잠식인 회사는 개수가 충분하지 않으므로 본 연구에서는 제외하도록 한다.

【가설 3】과 관련하여 선행연구는 상장폐지기업에서 최대주주 지분율이 최대주주가 지분을 매각하여 하락한 것으로 보았다(김문태 등, 2012). 선행연구처럼 최대주주가 지분을 매각하였던지, 다양하게 유상증자를 하였는지 【가설 3】은 최대주주 변경이 많을수록 상장폐지에 영향을 미친다는 것이다.

【가설 3】의 최대주주 변경과 관련하여 코스닥시장 홈페이지(<http://www.ikosdaq.co.kr>)에는 최대주주가 변경된 회사가 공시되고 있다. 다만, 여기에는 한 가지 특징이 있다. 코스닥기업은 인수·합병(M&A) 후 정상적으로 운영하는 경우도 있으나, 회사의 매매에만 집중하는 기업사냥꾼이 있을 수도 있다. 일반적으로 기업사냥꾼에 의해 인수·합병된 회사는 다시 인수·합병될 가능성이 매우 높다. 이러한 이유에서 최대주주 변경은 1회가 아니라, 2회 이상 변경된 경우에 공시하고 있다.⁴⁰⁾ 최대주주가 2회 이상 변경되면 지배구조, 즉 소유구조 변화가 심해 상장폐지될 가능성이 높으므로 투자에 각별한 주의가 필요하다는 것이다.

【가설 1, 2, 3】과 관련하여 공통적으로 영향을 미치는 다양한 유상증자에 주목할 필요가 있다. 다양한 유상증자는 균등증자·불균등증자에 상관없이 1회가 아닌 2회 이상 얼마든지 발행하는 것이 가능하다. 특히 【가설 3】처럼 최대주주는 신규 상장시점 이후의 모든 유상증자를 반영하여 변경된다. 그러므로 본 연구에서는 t-1년을 대상으로 하되, 상장시점 대비와 전년 대비로 나누어 각각 분석하도록 한다. 즉 다양한 유상증자가 상장시점 이후에 여러 번 실시되었는지, 당해 연도에만 실시되었는지로 구분하여 분석하는 것이다.⁴¹⁾ 마찬가지로 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경도 상장시점 대비와 전년 대비로 연구하도록 한다.

제2절 연구모형의 설계

제1절에서는 이론적 배경과 선행연구 등을 참고하여 코스닥시장에서 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 영향을 미치는지에 관한 【가설 1】부터 【가설 3】을 수립하였다. 제2절에서는 제1절에서 수립한 가설을 검증하기 위한 모형을 설계하고자

40) 최대주주 변경을 2회 이상으로 제한한 이유는 다음과 같다. 최대주주는 상속 등으로 인해 불가피하게 발행할 가능성이 있다. 하지만, 2회 이상 변경되기 위해서는 지배구조에 변화를 가져오는 인수·합병 등 중요한 사건이 발생해야만 가능하기 때문이다.

41) 가령 t-2년에 제3자배정에 의해 유상증자를 하였다고 가정하면, t-1년에는 상장시점 대비 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으나, 전년 대비 제3자배정에 의해 유상증자는 안 한 것이다.

한다. 먼저 부실한 재무지표와 다양한 유상증자에 관한 【가설 1】을 검증하기 위해 모형 1을 설계하도록 한다.

(모형 1) 총자산이익률 모형

$$DEL = a_0 + a_1ROA + a_2SEO_{k,(k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_3ROA \cdot SEO_{k,(k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_4SIZE + a_5DEBT$$

(변수에 대한 설명)

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

ROA = 총자산이익률⁴²⁾

SEO_k = 다양한 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

k=1 : 주주배정에 의해 유상증자(*OTS*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=2 : 일반공모에 의해 유상증자(*CIB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=3 : 제3자배정에 의해 유상증자(*ALT*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=4 : 국내전환사채에 의해 유상증자(*DCB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=5 : 해외전환사채에 의해 유상증자(*FCB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=6 : 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자(*DBW*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=7 : 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자(*FBW*)를 하였으면 1, 아니면 0

ROA · *SEO_k* = 총자산이익률에 다양한 유상증자의 값을 곱한 값

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 1에서 *ROA*는 부실한 재무지표인 총자산이익률, *SEO_k*는 *OTS*부터 *FBW*까지 다양한 유상증자를 의미하는 독립변수이다.⁴³⁾ 이것은 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)인 회사들은 다양한 유상증자에 의해 자본을 조달했을 것으로 본 것이다. 그리고 *ROA* · *SEO_k*는 부실한 재무지표와 다양한 유상증자는 상관관계가 있으므로, 총

42) 총자산이익률은 일반적으로 t-1년도 당기순이익을 기초자산총계(t-2년도 자산총계)로 계산하는 것이 일반적이나, t-1년도 재무제표를 가지고 t년도에 실질심사가 이루어지므로 기말자산총계(t-1년도 자산총계)로 계산하도록 한다.

43) 다양한 유상증자의 결과를 살펴보기 위해 현금흐름을 살펴보는 것도 도움이 될 것이다. 왜냐하면 다양하게 유상증자를 하여 자금을 조달하였으나, 영업활동과는 무관하게 타법인의 대여금, 출자금 등으로 사용되지 않았는지 파악하는데 도움이 되기 때문이다.

자산이익률에 다양한 유상증자의 값을 곱하여 독립변수에 추가한 것이다.

총자산이익률인 ROA는 연속변수로 처리하였다. 그리고 SEO_k 는 더미변수(dummy variable)로 처리하였는데 그 이유는 재무지표가 부실할수록 필요한 자본을 유상증자에 의해 조달했을 것이므로 금액의 크기보다는 발행 여부가 중요하기 때문이다.

그리고 SEO_k 는 제1절에서 언급한 것처럼 1회가 아닌 2회 이상 발행하는 것이 가능하므로 상장시점 대비와 전년 대비하여 분석하도록 한다. 즉 다양한 유상증자가 상장시점 이후에 실시된 적이 있는지, 특정 연도에만 실시된 것인지를 파악하는 것이다. 거기에 SEO_k 는 개별적인 측면과 종합적인 측면을 고려하여 각각의 측면에서 연구하도록 한다.⁴⁴⁾

다음으로는 최대주주 지분율의 증감과 다양한 유상증자에 관한 【가설 2】를 검증하기 위해 모형 2를 설계하도록 한다.

(모형 2) 최대주주 지분율 모형

$$DEL = a_0 + a_1 \Delta OWN + a_2 SEO_{k, (k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_3 \Delta OWN \cdot SEO_{k, (k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_4 SIZE + a_5 DEBT$$

(변수에 대한 설명)

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

ΔOWN = 최대주주 지분율의 증감분

SEO_k = 다양한 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

k=1 : 주주배정에 의해 유상증자(OTS)를 하였으면 1, 아니면 0

k=2 : 일반공모에 의해 유상증자(CIB)를 하였으면 1, 아니면 0

k=3 : 제3자배정에 의해 유상증자(ALT)를 하였으면 1, 아니면 0

k=4 : 국내전환사채에 의해 유상증자(DCB)를 하였으면 1, 아니면 0

k=5 : 해외전환사채에 의해 유상증자(FCB)를 하였으면 1, 아니면 0

k=6 : 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자(DBW)를 하였으면 1, 아니면 0

k=7 : 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자(FBW)를 하였으면 1, 아니면 0

$\Delta OWN \cdot SEO_k$ = 최대주주 지분율의 증감분에 다양한 유상증자의 값을 곱한 값

$SIZE$ = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

44) 개별적으로는 상장폐지에 영향을 미치지 않지만, 종합적으로는 상장폐지에 영향을 미치지 않을 수도 있다. 이것은 상대적으로 상장폐지에 미치는 영향이 가장 큰 유상증자가 무엇인지를 의미하는 것으로, 상장폐지를 피하기 위해 균등증자·불균등증자에 상관없이 다양한 유상증자를 한다는 것을 의미하는 것이다.

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값
 종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 2에서 ΔOWN 는 최대주주 지분율의 증감분, SEO_k 는 모형 1과 같이 OTS부터 FBW까지 다양한 유상증자를 의미하는 독립변수다. 이것은 최대주주 지분율이 증감, 특히 하락한 회사들은 다양한 유상증자를 했을 것이므로 독립변수에 추가한 것이다. 그리고 $\Delta OWN \cdot SEO_k$ 는 최대주주 지분율과 다양한 유상증자는 서로 상관관계가 있으므로 최대주주 지분율의 증감분에 다양한 유상증자의 값을 곱하여 독립변수에 추가한 것이다.

모형 1, 2에 이어 최대주주 변경과 다양한 유상증자에 관한 【가설 3】을 검증하기 위해 모형 3을 설계하도록 한다.

(모형 3) 최대주주 변경 모형

$$DEL = a_0 + a_1 CHANGE + a_2 SEO_{k, (k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_3 CHANGE \cdot SEO_{k, (k=1,2,3,4,5,6,7)} + a_4 SIZE + a_5 DEBT$$

(변수에 대한 설명)

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

CHANGE = 최대주주 변경 횟수

SEO_k = 다양한 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

k=1 : 주주배정에 의해 유상증자(*OTS*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=2 : 일반공모에 의해 유상증자(*CIB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=3 : 제3자배정에 의해 유상증자(*ALT*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=4 : 국내전환사채에 의해 유상증자(*DCB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=5 : 해외전환사채에 의해 유상증자(*FCB*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=6 : 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자(*DBW*)를 하였으면 1, 아니면 0

k=7 : 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자(*FBW*)를 하였으면 1, 아니면 0

CHANGE \cdot SEO_k = 최대주주 변경 횟수에 다양한 유상증자의 값을 곱한 값

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 3에서 CHANGE는 최대주주 변경 횟수, SEO_k 는 모형 1, 2처럼 OTS부터 FBW까지의 다양한 유상증자를 의미하는 독립변수이다. 이것은 【가설 3】에서 최대주주가 변경된 회사일수록 다양한 유상증자를 했을 것이므로 독립변수에 추가한 것이다. 그리고 $CHANGE \cdot SEO_k$ 는 최대주주 변경과 다양한 유상증자는 서로 상관관계가 있으므로 최대주주 변경 횟수에 다양한 유상증자의 값을 곱하여 독립변수에 추가한 것이다.

모형 1부터 3까지에서 통제변수는 SIZE와 DEBT이며, 특히 DEBT는 통제변수로서의 유의성이 높을 것이다.⁴⁵⁾(박성환 등, 2011)

제3절 표본의 선정

본 연구는 2001년부터 2011년까지 10년 동안 코스닥시장에서 상장폐지된 기업을 대상으로 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 영향을 미치는 것이 무엇인지 연구하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 다음과 같이 표본을 선정하도록 한다.⁴⁶⁾

표본은 Fnguide에서 추출하도록 한다. Fnguide에서 상장유지기업은 list, 상장폐지기업은 del로 구분되며, 최종 표본은 다음의 과정을 거쳐 선정하도록 한다.⁴⁷⁾

첫째, 4기 이상의 재무 자료가 입수가 가능한 회사를 대상으로 한다. 왜냐하면 실질심사는 $t-3$ 년부터 $t-1$ 년까지 3년간의 손익을 t 년에 검토하여 상장폐지가 결정되기 때문이다. 그러므로 2008년 이후에 상장하거나, 상장기간이 4년 미만인 회사는 상장기간이 짧기 때문에 재무 자료가 충분하지 않으므로 제외하도록 한다. 따라서 2008년 이후에 상장한 회사 229개와 상장기간이 4년 미만인 회사 181개를 제외하도록 한다.

둘째, 최대주주 지분율이 입수가 가능한 회사를 대상으로 한다. 즉 상장시점과 상장폐지시점 직전에서 최대주주 지분율이 입수가 가능해야 한다는 것이다. 상장시점에서 상장협의회(코스닥협회)에 등록하지 않아 상장시점에서 최대주주 지분율을 파악할 수 없는 회사 245개를 제외하도록 한다. 그리고 상장폐지시점 이전에 최대주주 지분율을 입수할 수 없는 회사가 $t-2$ 년에 7개, $t-1$ 년에 25개였으며, 총 32개를 제외하도록 한다.

45) 감사의견(AUDIT OPINION)은도 통제변수로서 가능성이 높으나, 직접적인 상장폐지요건에 해당하기 때문에 선행연구에서는 통제변수에 추가하지 않는 경우가 대부분이었다.

46) 연구기간을 2001년부터 2011년까지로 정한 이유는 1999년에 발표된 ‘제3차 코스닥시장 활성화 방안’때문에 2001년부터 코스닥시장에 상장한 회사가 많았기 때문이며, 2011년에 국제회계기준(IFRS)이 도입되어 재무제표의 비교가능성을 제고하기 위함이었다.

47) 표본에서 제거된 회사는 상장폐지된 회사들이 대부분이었다.

넷째, 업종이 제조업인 회사를 대상으로 한다. 금융업은 최대주주의 지분율이 낮거나, 최대주주가 기관일 가능성도 있기 때문이다. 업종이 금융업인 회사 9개를 제외하도록 한다.

다섯째, 결산월이 12월인 회사를 대상으로 한다. 결산월이 12월이 아닌 회사 14개를 제외하도록 한다. 위와 같은 과정을 거쳐 추출한 표본 1,506개 가운데 최종 표본으로 796개를 선정하였다.

<표 3-1> 표본의 선정방법

구분		회사수
2011년까지 코스닥시장 상장 회사		1,506
제외	2008년 이후에 상장한 회사	229
	상장기간이 4년 미만인 회사	181
	상장연도의 최대주주 지분율이 없는 회사	245
	상장폐지 전 최대주주 지분율이 없는 회사	32
	업종이 금융업인 회사	9
	결산월이 12월이 아닌 회사	14
	소계	710
최종		796

우리나라의 코스닥시장은 경쟁매매시스템으로 개편되기 전까지 규모면에서 미미한 수준이었다. 1998년에는 국제통화기금(IMF) 구제금융의 여파로 신규로 등록한 회사가 하나도 없었다. 그러나 정부의 적극적인 부양 조치에 힘입어 1999년에는 73개가 신규로 등록하여 활성화되기 시작하였다. 특히 코스닥시장이 폭발적으로 성장한 2000년에는 141개가 신규로 등록하였다. 2001년에는 신규상장이 없었으나, 2002년 이후 꾸준하게 신규상장과 상장폐지가 일어나 현재는 천 개가 넘는 회사가 거래되고 있다.⁴⁸⁾

<표 3-2>는 연도별로 신규상장과 상장폐지 현황을 정리한 것이다. 총 796개가 신규상장되었으며 171개가 상장폐지되어 남은 회사수는 625개이다.

48) 코스닥시장 기업정보센터(ikosdaq.krx.co.kr). 2014년 2월 19일 기준. 우리나라 코스닥시장의 현황은 회사수 1,008개, 종목수 1,012개, 시가총액 127,002,135백만원이다.

<표 3-2> 연도별 신규상장 및 상장폐지 현황

(단위 : 개)

연도	신규상장	상장폐지	연도말
1997	28	0	28
1999	75	0	103
2000	137	0	240
2001	139	0	379
2002	131	2	508
2003	66	0	574
2004	50	6	618
2005	64	15	667
2006	47	5	709
2007	59	6	762
2008	0	16	746
2009	0	43	703
2010	0	45	658
2011	0	33	625
소계	796	171	625

추가하여 코스닥시장에 상장된 회사들이 언제 상장폐지 되었는지 상장 연도별로 상장폐지 연도를 파악하는 것도 필요하다. <표 3-3>은 상장 연도별로 상장폐지 연도를 정리한 것이다.

상장폐지비율은 코스닥시장의 초기인 1997년에는 25%, 이후인 1999년에는 33.3%, 2000년에는 29.2%로 높아졌다가,⁴⁹⁾ 2004년 이후에는 14%이하로 급격히 하락하였다.⁵⁰⁾ 상장기간이 짧은 2006년에는 4.3%, 2007년에는 0%가 상장폐지 되었으며, 전반적으로 상장기간이 10년인 시점에서 상장폐지될 가능성이 높음을 알 수 있었다. 그리하여 최종 표본 796개 중에서는 21.5%인 171개가 상장폐지 되었다.

49) 코스닥시장 초기에 상장한 회사들에서 상장폐지비율이 낮은 이유는 초기에 상장한 회사들의 재무구조가 상대적으로 안정적이었기 때문이거나, 1999년 5월 4일에 발표한 '제3차 코스닥시장 활성화 방안'에 의해 코스닥 등록요건이 완화됨에 따라 재무구조가 취약하거나, 지배구조가 불투명한 회사가 많았기 때문으로 보인다.

50) 2004년 이후에 신규로 상장한 회사는 상대적으로 상장기간이 짧았기 때문으로 보인다.

<표 3-3> 상장 연도별 상장폐지 연도

(단위 : 개, %)

신규상장(A)		상장폐지(B)											비율 (B/A)
연도	개수	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	계	
1997	28	2	0	0	2	0	0	0	0	2	1	7	25.0
1998	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1999	75	0	0	5	5	0	0	2	5	4	4	25	33.3
2000	137	0	0	1	8	1	1	2	11	9	7	40	29.2
2001	139	0	0	0	0	2	4	4	8	12	9	39	28.1
2002	131	0	0	0	0	2	1	5	6	9	5	28	21.4
2003	66	0	0	0	0	0	0	3	8	2	3	16	24.2
2004	50	0	0	0	0	0	0	0	3	3	1	7	14.0
2005	64	0	0	0	0	0	0	0	2	4	1	7	10.9
2006	47	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	4.3
2007	59	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0
소계	796	2	0	6	15	5	6	16	43	45	33	171	21.5

표본에서는 1997년부터 2011년까지 15년 동안 계속 상장을 유지한 회사도 있었으나, 단기간에 상장폐지된 회사도 있었다. 우리나라의 코스닥시장은 상대적으로 연혁이 길지 않아 상장기간이 15년을 넘지 않았으며, 평균상장기간은 8년 10개월이었다. 상장기간은 상장폐지기업이 7년 9개월로 상장유지기업의 9년 2개월과 비교하면 1년 5개월이 짧았다. 표본의 상장기간은 상장유지기업이 9~10년이 103개, 10~11년이 100개로 9~10년인 경우가 가장 많았다. 상장폐지기업은 9~10년이 30개였으나, 5~6년인 경우도 30개로 많은 편이었다. 즉 상장폐지기업은 상장기간이 9~10년으로 비교적 장기간 상장을 유지한 회사도 많았으나, 5~6년으로 단기간에 상장폐지되는 회사도 많았다는 것이다.

상장폐지기업의 상장기간이 짧다고 하는 것은 일정 기간의 보호예수기간이 있음을 고려하면 시사하는 바가 크다고 할 것이다. 즉 선행연구처럼 최대주주가 자신의 보유지분을 매각하였던지, 본 연구처럼 다양한 유상증자를 실시하여 최대주주 지분율이 하락하고 최대주주가 변경되어 결국에는 상장폐지될 가능성이 높았다는 것이다.(김문태 등, 2012)

<표 3-4> 표본의 상장기간

(단위 : 개)

상장기간	회사수(N=796)		
	상장유지기업(N=625)	상장폐지(N=171)	소계
4 ~ 5 년	59	5	64
5 ~ 6 년	45	30	75
6 ~ 7 년	57	27	84
7 ~ 8 년	43	14	57
8 ~ 9 년	50	24	74
9 ~ 10년	103	30	133
10~11년	100	23	123
11~12년	97	11	108
12~13년	50	4	54
13~14년	0	2	2
14~15년	21	1	22
소계	625	171	796
평균	9년 2개월	7년 9개월	8년 10개월

제4장 실증분석 결과

제1절 표본의 기술통계량

본 연구는 코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 기업의 특징이 무엇인지 연구하는 것을 목적으로 한다. 제2장에서는 이론적 배경으로 신규 상장 및 실질심사와 관련된 기준을 이해하고 선행연구를 검토하였다. 제3장에서는 제2장의 이론적 배경과 선행연구를 바탕으로 가설을 수립하고 모형을 설계하였으며, Fnguide에서 1,506개의 회사를 추출하여 조건을 만족하는 796개를 최종 표본으로 선정하였다. 제1절에서는 실증분석을 수행하기에 앞서 표본의 기술통계량을 제시하도록 한다.⁵¹⁾

<표 4-1> 모형 1 기술통계량

Panel A : 전체표본(N=796)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	ROA	-0.325	1.408	0.346	-28.844	0.009
	ROA • OTS	-0.241	0.871	0	-11.547	0
	ROA • CIB	-0.271	1.350	0	-28.844	0
	ROA • ALT	-0.338	1.390	0	-28.844	0
	ROA • DCB	-0.287	1.349	0	-28.844	0
	ROA • FCB	-0.127	0.667	0	-11.547	0
	ROA • DBW	-0.159	0.726	0	-11.547	0
	ROA • FBW	-0.220	1.331	0	-28.844	0
전년 대비	ROA	-0.325	1.408	0.346	-28.844	0.009
	ROA • OTS	-0.087	1.106	0.247	-28.844	0
	ROA • CIB	-0.114	0.710	0.282	-11.547	0
	ROA • ALT	-0.217	1.322	0.338	-28.844	0
	ROA • DCB	-0.135	0.712	0.282	-11.547	0
	ROA • FCB	-0.016	0.170	0.282	-2.800	0
	ROA • DBW	-0.095	0.660	0.341	-11.547	0
	ROA • FBW	-0.088	1.160	0.282	-28.844	0

51) 모형마다 반복되는 SEO_k, SIZE, DEBT의 기술통계량은 별도로 제시하도록 한다.

Panel B : 상장유지기업(N=625)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	ROA	-0.029	0.293	0.346	-5.080	0.027
	ROA • OTS	-0.048	0.168	0	-2.978	0
	ROA • CIB	-0.041	0.165	0	-2.978	0
	ROA • ALT	-0.065	0.275	0	-5.080	0
	ROA • DCB	-0.042	0.175	0	-2.978	0
	ROA • FCB	-0.017	0.136	0	-2.978	0
	ROA • DBW	-0.040	0.230	0	-5.080	0
	ROA • FBW	-0.020	0.101	0	-1.793	0
전년 대비	ROA	-0.029	0.293	0.346	-5.080	0.027
	ROA • OTS	-0.006	0.123	0.247	-2.978	0
	ROA • CIB	-0.007	0.129	0.181	-2.978	0
	ROA • ALT	-0.001	0.059	0.247	-0.845	0
	ROA • DCB	-0.007	0.129	0.181	-2.978	0
	ROA • FCB	0	0	0	0	0
	ROA • DBW	-0.010	0.153	0.341	-2.978	0
	ROA • FBW	-0	0.029	0.190	-0.577	0

Panel C : 상장폐지기업(N=171)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	ROA	-1.410	2.731	0.338	-28.844	-0.651
	ROA • OTS	-0.946	1.676	0	-11.547	-0.290
	ROA • CIB	-1.111	2.743	0	-28.844	-0.293
	ROA • ALT	-1.339	2.736	0	-28.844	-0.590
	ROA • DCB	-1.185	2.715	0	-28.844	-0.358
	ROA • FCB	-0.531	1.344	0	-11.547	0
	ROA • DBW	-0.593	1.425	0	-11.547	0
	ROA • FBW	-0.954	2.751	0	-28.844	0
전년 대비	ROA	-1.410	2.731	0.338	-28.844	-0.651
	ROA • OTS	-0.383	2.357	0.141	-28.844	0
	ROA • CIB	-0.504	1.451	0.282	-11.547	0
	ROA • ALT	-1.004	2.716	0.338	-28.844	-0.191
	ROA • DCB	-0.604	1.425	0.282	-11.547	0
	ROA • FCB	-0.073	0.362	0.282	-2.800	0
	ROA • DBW	-0.403	1.354	0.132	-11.547	0
	ROA • FBW	-0.409	2.482	0.282	-28.844	0

<변수의 정의>

ROA = 총자산이익률

ROA · OTS = 총자산이익률에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · CIB = 총자산이익률에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · ALT = 총자산이익률에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DCB = 총자산이익률에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FCB = 총자산이익률에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DBW = 총자산이익률에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FBW = 총자산이익률에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

모형 1의 기술통계량에서 ROA는 상장폐지기업이 -1.410로 상장유지기업의 -0.029보다 훨씬 더 낮았다. 이것은 상장폐지기업의 재무지표가 더 부실하다는 것을 보여준다. 즉 상장폐지기업에서 당기순손실이 크게 발생하여 ROA가 더 낮았다는 것이다. 더욱이 상장폐지기업 뿐만 아니라 상장유지기업에서도 ROA가 양(+)이 아닌 음(-)이었다는 사실에 주목할 필요가 있다. 이것은 상장유지기업이라 할지라도 당기순손실이 발생하여 상장폐지될 가능성이 높은 회사들이 많다는 것을 의미한다.

총자산이익률에 다양한 유상증자 SEO_k 를 곱한 ROA · OTS부터 ROA · FBW는 상장폐지기업이 상장유지기업보다 더 낮았다. 이것은 상장폐지기업이 상장유지기업에 비해 ROA가 낮고 OTS부터 FBW는 더 높았으나, ROA에서 큰 차이가 발생하여 결과적으로 더 낮았다는 것이다. 모형 1을 정리하면 상장폐지기업은 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)이었으며, 다양한 유상증자를 하였다는 것이다. 이상으로 모형 1의 기술통계량에 이어 모형 2의 기술통계량은 다음과 같다.

모형 2의 기술통계량에서 ΔOWN 는 상장폐지기업이 -21.490으로 상장유지기업의 -7.524보다 더 낮았다. 이것은 상장폐지기업에서 최대주주 지분율이 크게 하락하였음을 보여준다. 즉 상장폐지기업은 최대주주 지분율이 크게 하락하여 ΔOWN 이 낮았다는 것이다. 뿐만 아니라 상장유지기업에서도 ΔOWN 가 양(+)이 아닌 음(-)이었다는 사실에 주목할 필요가 있다. 이것은 상장유지기업이라고 할지라도 보호예수기간이 종료되면 최대주주가 자신의 보유지분을 매각하였거나, 다양한 유상증자를 하였기 때문에 하락한 것이다.(김문태 등, 2012)

<표 4-2> 모형 2 기술통계량

Panel A : 전체표본(N=796)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	△OWN	-10.524	19.179	69.550	-88.500	-8.905
	△OWN • OTS	-5.461	14.630	56.830	-88.500	0
	△OWN • CIB	-4.893	14.190	69.550	-88.500	0
	△OWN • ALT	-6.672	16.292	69.550	-88.500	0
	△OWN • DCB	-5.458	14.367	56.830	-88.500	0
	△OWN • FCB	-2.740	10.374	56.830	-88.500	0
	△OWN • DBW	-3.787	11.941	69.550	-69.590	0
	△OWN • FBW	-2.527	10.057	42.180	-65.370	0
전년 대비	△OWN	-0.481	10.314	60.720	-56.840	0
	△OWN • OTS	-0.301	3.444	48.340	-33.230	0
	△OWN • CIB	-0.210	4.623	48.340	-40.720	0
	△OWN • ALT	-0.199	6.647	55.100	-40.720	0
	△OWN • DCB	-0.320	5.615	55.100	-40.720	0
	△OWN • FCB	-0.067	1.995	26.620	-25.690	0
	△OWN • DBW	-0.153	5	60.720	-28.530	0
	△OWN • FBW	-0.146	3.023	25.330	-40.720	0

Panel B : 상장유지기업(N=625)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	△OWN	-7.524	17.334	69.550	-69.590	-6.220
	△OWN • OTS	-3.014	11.647	56.830	-69.590	0
	△OWN • CIB	-2.233	10.776	69.550	-69.590	0
	△OWN • ALT	-3.184	12.495	69.550	-69.590	0
	△OWN • DCB	-2.358	10.555	56.830	-69.590	0
	△OWN • FCB	-1.013	7.308	56.830	-69.590	0
	△OWN • DBW	-2.193	9.684	69.550	-69.590	0
	△OWN • FBW	-0.951	6.868	35.630	-64.240	0
전년 대비	△OWN	-0.106	8.478	60.720	-56.840	0
	△OWN • OTS	-0.139	1.663	6.970	-33.230	0
	△OWN • CIB	-0.061	1.314	18.460	-16.270	0
	△OWN • ALT	0.058	3.182	43.350	-33.230	0
	△OWN • DCB	-0.133	1.766	27.860	-16.570	0
	△OWN • FCB	0	0	0	0	0
	△OWN • DBW	0.033	3.544	60.720	-18.790	0
	△OWN • FBW	-0.059	1.497	9.840	-33.230	0

Panel C : 상장폐지기업(N=171)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	ΔOWN	-21.490	21.572	42.180	-88.500	-20.870
	$\Delta OWN \cdot OTS$	-14.408	20.044	42.180	-88.500	-9.990
	$\Delta OWN \cdot CIB$	-14.614	19.887	42.180	-88.500	-10.340
	$\Delta OWN \cdot ALT$	-19.422	21.483	42.180	-88.500	-18.020
	$\Delta OWN \cdot DCB$	-16.786	19.828	42.180	-88.500	-13.870
	$\Delta OWN \cdot FCB$	-9.055	16.024	27.040	-88.500	0
	$\Delta OWN \cdot DBW$	-9.615	16.731	42.180	-65.370	0
	$\Delta OWN \cdot FBW$	-8.289	16.059	42.180	-65.370	0
전년 대비	ΔOWN	-1.851	15.229	55.100	-40.720	-0.990
	$\Delta OWN \cdot OTS$	-0.895	6.704	48.340	-32.200	0
	$\Delta OWN \cdot CIB$	-0.755	9.662	48.340	-40.720	0
	$\Delta OWN \cdot ALT$	-1.138	12.983	55.100	-40.720	0
	$\Delta OWN \cdot DCB$	-1.002	11.644	55.100	-40.720	0
	$\Delta OWN \cdot FCB$	-0.314	4.309	26.620	-25.690	0
	$\Delta OWN \cdot DBW$	-0.832	8.387	55.100	-28.530	0
	$\Delta OWN \cdot FBW$	-0.464	5.867	25.330	-40.720	0

<변수의 정의>

ΔOWN = 최대주주 지분율의 증감분

$\Delta OWN \cdot OTS$ = 최대주주 지분율의 증감분에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot CIB$ = 최대주주 지분율의 증감분에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot ALT$ = 최대주주 지분율의 증감분에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot DCB$ = 최대주주 지분율의 증감분에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot FCB$ = 최대주주 지분율의 증감분에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot DBW$ = 최대주주 지분율의 증감분에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

$\Delta OWN \cdot FBW$ = 최대주주 지분율의 증감분에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

최대주주 지분율의 증감분 ΔOWN 에 SEO_k 를 곱한 $\Delta OWN \cdot OTS$ 부터 $\Delta OWN \cdot FBW$ 는 상장폐지기업이 상장유지기업보다 더 낮았다. 상장폐지기업은 상장유지기업에 비해 ΔOWN 가 낮고 OTS 부터 FBW 는 높았으나, ΔOWN 가 크게 하락하여 결과적으로 더 낮았다는 것이다. 모형 2를 정리하면 상장폐지기업은 최대주주 지분율의 증감분이 음(-)으로 크게 하락하였다는 것이다. 이것은 최대주주가 보유지분을 매각하였던지, 아니면 다양한 유상증자의 결과로 하락한 것이다.

<표 4-3> 모형 3 기술통계량

Panel A : 전체표본(N=796)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	CHANGE	0.829	1.618	10	0	0
	CHANGE • OTS	0.480	1.391	10	0	0
	CHANGE • CIB	0.412	1.326	10	0	0
	CHANGE • ALT	0.533	1.447	10	0	0
	CHANGE • DCB	0.435	1.336	10	0	0
	CHANGE • FCB	0.235	1.012	8	0	0
	CHANGE • DBW	0.285	1.093	10	0	0
	CHANGE • FBW	0.295	1.154	8	0	0
전년 대비	CHANGE	0.104	0.306	1	0	0
	CHANGE • OTS	0.016	0.127	1	0	0
	CHANGE • CIB	0.024	0.153	1	0	0
	CHANGE • ALT	0.039	0.193	1	0	0
	CHANGE • DCB	0.031	0.174	1	0	0
	CHANGE • FCB	0.001	0.035	1	0	0
	CHANGE • DBW	0.020	0.140	1	0	0
	CHANGE • FBW	0.010	0.100	1	0	0

Panel B : 상장유지기업(N=625)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	CHANGE	0.629	1.429	10	0	0
	CHANGE • OTS	0.293	1.125	10	0	0
	CHANGE • CIB	0.229	1.041	10	0	0
	CHANGE • ALT	0.296	1.131	10	0	0
	CHANGE • DCB	0.227	1.006	10	0	0
	CHANGE • FCB	0.091	0.628	7	0	0
	CHANGE • DBW	0.165	0.847	10	0	0
	CHANGE • FBW	0.171	0.889	8	0	0
전년 대비	CHANGE	0.058	0.233	1	0	0
	CHANGE • OTS	0.008	0.089	1	0	0
	CHANGE • CIB	0.006	0.080	1	0	0
	CHANGE • ALT	0.005	0.069	1	0	0
	CHANGE • DCB	0.006	0.080	1	0	0
	CHANGE • FCB	0	0	0	0	0
	CHANGE • DBW	0.006	0.080	1	0	0
	CHANGE • FBW	0.002	0.040	1	0	0

Panel C : 상장폐지기업(N=171)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	CHANGE	1.561	2.021	8	0	0
	CHANGE • OTS	1.164	1.955	8	0	0
	CHANGE • CIB	1.082	1.917	7	0	0
	CHANGE • ALT	1.398	2.036	8	0	0
	CHANGE • DCB	1.193	1.977	8	0	0
	CHANGE • FCB	0.760	1.731	8	0	0
	CHANGE • DBW	0.725	1.645	7	0	0
	CHANGE • FBW	0.749	1.753	8	0	0
전년 대비	CHANGE	0.275	0.448	1	0	0
	CHANGE • OTS	0.047	0.212	1	0	0
	CHANGE • CIB	0.088	0.284	1	0	0
	CHANGE • ALT	0.164	0.371	1	0	0
	CHANGE • DCB	0.123	0.329	1	0	0
	CHANGE • FCB	0.006	0.076	1	0	0
	CHANGE • DBW	0.070	0.256	1	0	0
	CHANGE • FBW	0.041	0.199	1	0	0

<변수의 정의>

CHANGE = 최대주주 변경 횟수

CHANGE • OTS = 최대주주 변경 횟수에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • CIB = 최대주주 변경 횟수에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • ALT = 최대주주 변경 횟수에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • DCB = 최대주주 변경 횟수에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • FCB = 최대주주 변경 횟수에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • DBW = 최대주주 변경 횟수에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE • FBW = 최대주주 변경 횟수에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

모형 3의 기술통계량에서 CHANGE는 상장폐지기업이 1.561로 상장유지기업의 0.629보다 더 높았다. 이것은 상장폐지기업에서 최대주주 변경이 많았음을 보여준다. 즉 상장폐지기업에서 최대주주 변경이 많아 CHANGE가 높았다는 것이다. 특히 상장유지기업 뿐만 아니라, 상장폐지기업에서도 CHANGE가 2를 넘지 않았다는 사실에 주목할 필요가 있다. 이것은 상장폐지기업이라고 할지라도 최대주주가 2회 이상 변경되기 위해서는 기업의 지배구조, 즉 소유구조 변화가 있어야만 가능하다는 것이다. 그러므로

최대주주가 2회 이상 변경되었는지 여부는 기업의 지배구조의 건전성을 평가할 수 있는 지름길이라고 할 수 있을 것이다.

최대주주 변경 횟수에 SEO_k 를 곱한 $CHANGE \cdot OTS$ 부터 $CHANGE \cdot FBW$ 는 상장폐지기업이 상장유지기업보다 더 높았다. 상장폐지기업은 상장유지기업에 비해 $CHANGE$ 뿐만 아니라, OTS 부터 FBW 가 높았기 때문이다.

다음은 모형 1, 2, 3에 공통적으로 영향을 미치는 다양한 유상증자 SEO_k 의 기술통계량이다. SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW 는 상장폐지기업이 상장유지기업보다 더 높았다. 주목할 점으로는 상장폐지기업은 상장유지기업보다 상장기간이 짧았음에도 불구하고 유상증자는 더 많았다는 것이다. 특히 균등증자인 OTS 도 상장폐지기업이 0.626으로 상장유지기업의 0.221보다 더 높았다. 이것은 상장폐지기업이라고 할지라도 최우선적으로 균등증자인 OTS 에 의해 유상증자를 한다는 것이다. 그리고 불균등증자인 CIB 이하 FBW 도 상장폐지기업이 더 높았다. 결국 상장폐지를 피하기 위해 균등증자·불균등증자에 상관없이 순차적으로 다양한 유상증자를 한다는 것을 의미하는 것이다.

<표 4-4> 모형 1, 2, 3의 기술통계량 : SEO_k

Panel A : 전체표본(N=796)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	OTS	0.308	0.462	1	0	0
	CIB	0.237	0.426	1	0	0
	ALT	0.347	0.476	1	0	0
	DCB	0.271	0.445	1	0	0
	FCB	0.124	0.330	1	0	0
	DBW	0.204	0.403	1	0	0
	FBW	0.152	0.359	1	0	0
전년 대비	OTS	0.083	0.276	1	0	0
	CIB	0.138	0.345	1	0	0
	ALT	0.236	0.425	1	0	0
	DCB	0.181	0.385	1	0	0
	FCB	0.019	0.136	1	0	0
	DBW	0.196	0.397	1	0	0
	FBW	0.054	0.226	1	0	0

Panel B : 상장유지기업(N=625)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	OTS	0.221	0.415	1	0	0
	CIB	0.139	0.346	1	0	0
	ALT	0.222	0.416	1	0	0
	DCB	0.158	0.365	1	0	0
	FCB	0.059	0.236	1	0	0
	DBW	0.144	0.351	1	0	0
	FBW	0.083	0.276	1	0	0
전년 대비	OTS	0.059	0.236	1	0	0
	CIB	0.074	0.261	1	0	0
	ALT	0.131	0.338	1	0	0
	DCB	0.102	0.303	1	0	0
	FCB	0	0	0	0	0
	DBW	0.179	0.384	1	0	0
	FBW	0.024	0.153	1	0	0

Panel C : 상장폐지기업(N=171)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
상장 시점 대비	OTS	0.626	0.485	1	0	1
	CIB	0.596	0.492	1	0	1
	ALT	0.801	0.400	1	0	1
	DCB	0.684	0.466	1	0	1
	FCB	0.363	0.482	1	0	0
	DBW	0.421	0.495	1	0	0
	FBW	0.404	0.492	1	0	0
전년 대비	OTS	0.170	0.376	1	0	0
	CIB	0.374	0.485	1	0	0
	ALT	0.620	0.487	1	0	1
	DCB	0.468	0.500	1	0	0
	FCB	0.088	0.284	1	0	0
	DBW	0.257	0.438	1	0	0
	FBW	0.164	0.371	1	0	0

<변수의 정의>

OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

- CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

SEO_k를 구성하는 OTS 이하 FBW는 전년 대비에서도 상장폐지기업이 상장유지기업보다 더 높았다. 즉 상장시점 대비와 마찬가지로 상장폐지를 피하고자 균등증자·불균등증자에 상관없이 다양한 유상증자를 한다는 것이다. SEO_k의 기술통계량에 이어 모형에 공통적으로 영향을 미치는 통제변수의 기술통계량은 다음과 같다.

<표 4-5> 모형 1, 2, 3의 기술통계량 : 통제변수

Panel A : 전체표본(N=796)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
공통	SIZE	17.933	0.945	21.113	14.404	17.930
	DEBT	0.520	0.610	13.083	0.007	0.433

Panel B : 상장유지기업(N=625)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
공통	SIZE	18.143	0.828	21.113	16.059	18.096
	DEBT	0.401	0.214	2.428	0.007	0.398

Panel C : 상장폐지기업(N=171)

구분	변수	평균	표준편차	최대값	최소값	중위수
공통	SIZE	17.169	0.957	20.736	14.404	17.180
	DEBT	0.955	1.154	13.083	0.034	0.764

<변수의 정의>

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT= 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

SIZE의 기술통계량은 상장폐지기업이 상장유지기업에 비해 더 작았다. 이것은 상장

폐지기업일수록 상대적으로 규모가 작다는 것이다.⁵²⁾ 그리고 DEBT 역시 상장폐지기업이 상장유지기업에 비해 더 높았다. 이것은 상장폐지기업일수록 자산에 비해 부채가 많아 재무지표가 부실하다는 것이다.

이상으로 상장폐지기업의 기술통계량이 상장유지기업에 비해 더 높거나 낮다는 것을 알 수 있었다. 다음에서는 기술통계량의 평균에 차이가 있는지를 알아보도록 한다.

제2절 평균의 차이분석

다음은 집단별로 평균의 차이를 분석하기 위해 상장유지기업(0)과 상장폐지기업(1)으로 구분하여 평균에 대해 t검정을 실시한 결과이다.⁵³⁾

<표 4-6> 모형 1 평균의 차이분석

구분	변수	상장유지기업=0		상장폐지기업=1		평균 차이	
		평균	표준편차	평균	표준편차	t값 ***	유의확률
상장 시점 대비	ROA	-.03	.293	-1.41	2.731	12.404***	.000
	ROA • OTS	-.05	.168	-.95	1.676	13.178***	.000
	ROA • CIB	-.04	.165	-1.11	2.743	9.705***	.000
	ROA • ALT	-.06	.275	-1.34	2.736	11.458***	.000
	ROA • DCB	-.04	.175	-1.18	2.715	10.462***	.000
	ROA • FCB	-.02	.136	-.53	1.344	9.394***	.000
	ROA • DBW	-.04	.230	-.59	1.425	9.279***	.000
전년 대비	ROA	-.03	.293	-1.41	2.731	12.404***	.000
	ROA • OTS	-.01	.123	-.38	2.357	3.993***	.000
	ROA • CIB	-.01	.129	-.50	1.451	8.450***	.000
	ROA • ALT	.00	.059	-1.00	2.716	9.234***	.000
	ROA • DCB	-.01	.129	-.60	1.425	10.340***	.000
	ROA • FCB	.00	.000	-.07	.362	5.077***	.000
	ROA • DBW	-.01	.153	-.40	1.354	7.106***	.000
ROA • FBW	.00	.029	-.41	2.482	4.122	.000	

52) 상장폐지기업은 상장기간이 상대적으로 짧아 회사가 충분히 성장하지 못했을 가능성이 높다.

53) OTS 이하 FBW는 제4절의 로지스틱 회귀분석에서는 개별적인 측면과 종합적인 측면의 두 가지로 분석하고, 제2절의 평균의 차이분석과 제3절의 상관분석에서는 종합적인 측면에서만 분석하도록 한다.

*** : 1% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ROA = 총자산이익률

ROA · OTS = 총자산이익률에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · CIB = 총자산이익률에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · ALT = 총자산이익률에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DCB = 총자산이익률에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FCB = 총자산이익률에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DBW = 총자산이익률에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FBW = 총자산이익률에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

제1절의 기술통계량과 마찬가지로 모형마다 반복되는 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW, SIZE, DEBT는 별도로 기술하기로 한다.

모형 1에서 표본을 상장유지기업(0)과 상장폐지기업(1)으로 구분하여 집단 간 평균의 차이를 검증한 결과는 <표 4-6>와 같았다. ROA는 상장폐지기업이 -0.03, 상장유지기업이 -1.41이었으며 t값은 12.404로 높은 편이었다.⁵⁴⁾ 분석 결과, 집단 간의 평균은 유의하게 차이가 있다는 것이다. 특히 ROA 계산 시 기초자산총계(t-2년)가 아닌 기말자산총계(t-1년)로 계산하여 상장폐지기업의 ROA는 매우 낮은 편이었다.⁵⁵⁾ 이것은 상장폐지기업은 당기순손실로 인해 총자산이익률이 음(-)으로 재무지표가 부실하다는 것을 보여준다. ROA의 t값은 부호가 양(+)이었는데, 이것은 상장유지기업과 상장폐지기업 모두 ROA가 음(-)이었으며, ROA가 낮을수록 상장폐지될 가능성이 높았기 때문이다.

ROA에 SEO_k 를 곱한 값은 t값이 상장시점 대비 ROA · OTS가 13.178, ROA · FBW가 8.481였으며 전년 대비 ROA · OTS가 3.993, ROA · FBW가 4.122로 전반적으로 높은 편이었다. 이것은 ROA뿐만 아니라 SEO_k , 즉 OTS부터 FBW의 차이가 컸기 때문이다.

이상으로 모형 1에 대한 평균의 차이분석 결과를 살펴보았다. 다음은 모형 2의 평균의 차이분석 결과이다.

54) ROA는 상장시점 대비와 전년 대비가 동일하다. 그러나 다양한 유상증자 SEO_k 가 다름으로 인해 ROA · OTS부터 ROA · FBW의 값은 차이가 발생한다.

55) 2010년에 상장폐지된 포네이처(A045290)는 2009년에 기초자산총계(t-2년)가 285억원이었으나, 당기순손실 519억원을 기록하여 기말자산총계(t-1년)가 18억원으로 대폭 감소하였다.

<표 4-7> 모형 2 평균의 차이분석

구분	변수	상장유지기업=0		상장폐지기업=1		평균 차이	
		평균	표준편차	평균	표준편차	t값	유의확률
상장 시점 대비	Δ OWN	-7.52	17.334	-21.49	21.572	8.831***	.000
	Δ OWN • OTS	-3.01	11.647	-14.41	20.044	9.513***	.000
	Δ OWN • CIB	-2.23	10.776	-14.61	19.887	10.815***	.000
	Δ OWN • ALT	-3.18	12.495	-19.42	21.483	12.642***	.000
	Δ OWN • DCB	-2.36	10.555	-16.79	19.828	12.757***	.000
	Δ OWN • FCB	-1.01	7.308	-9.05	16.024	9.464***	.000
	Δ OWN • DBW	-2.19	9.684	-9.62	16.731	7.440***	.000
	Δ OWN • FBW	-.95	6.868	-8.29	16.059	8.851***	.000
전년 대비	Δ OWN	-.11	8.478	-1.85	15.229	1.963*	.050
	Δ OWN • OTS	-.14	1.663	-.90	6.704	2.550**	.011
	Δ OWN • CIB	-.06	1.314	-.75	9.662	1.741	.082
	Δ OWN • ALT	.06	3.182	-1.14	12.983	2.089*	.037
	Δ OWN • DCB	-.13	1.766	-1.00	11.644	1.794	.073
	Δ OWN • FCB	.00	.000	-.31	4.309	1.824	.068
	Δ OWN • DBW	.03	3.544	-.83	8.387	2.005*	.045
	Δ OWN • FBW	-.06	1.497	-.46	5.867	1.556	.120

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

Δ OWN = 최대주주 지분율의 증감분

Δ OWN • OTS = 최대주주 지분율의 증감분에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • CIB = 최대주주 지분율의 증감분에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • ALT = 최대주주 지분율의 증감분에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • DCB = 최대주주 지분율의 증감분에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • FCB = 최대주주 지분율의 증감분에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • DBW = 최대주주 지분율의 증감분에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN • FBW = 최대주주 지분율의 증감분에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

모형 2에서 평균의 차이분석 결과, Δ OWN은 t값이 상장시점 대비 8.831, 전년 대비 1.963으로 높은 편이었다. 즉 분석 결과, 집단 간 평균은 유의하게 차이가 있다. 다만, Δ OWN은 전년 대비에서 t값이 매우 낮았는데, 이것은 상장폐지시점이 다가

올수록 ΔOWN 은 하락하더라도 크게 하락하지 않는다는 것이다. 즉 최대주주 지분율은 상장폐지시점 직전에는 크게 하락하지 않는다는 것을 의미한다. 이에 대해서는 주가 하락 및 최대주주 변경과 연계하여 해석할 필요가 있을 것이다.

ΔOWN 에 SEO_k 를 곱한 값은 t 값이 상장시점 대비 $\Delta OWN \cdot OTS$ 가 9.513, $\Delta OWN \cdot FBW$ 가 8.851였으며, 전년 대비 $\Delta OWN \cdot OTS$ 가 2.550, $\Delta OWN \cdot FBW$ 가 1.556이었다. ΔOWN 과 마찬가지로 전년 대비에서 t 값이 훨씬 더 낮았다. 이상으로 모형 1, 2의 평균의 차이분석 결과를 살펴보았다. 다음은 모형 3에 대한 평균의 차이분석 결과이다.

<표 4-8> 모형 3 평균의 차이분석

구분	변수	상장유지기업=0		상장폐지기업=1		평균 차이	
		평균	표준편차	평균	표준편차	t값	유의확률
상장 시점 대비	CHANGE	.63	1.429	1.56	2.021	-6.864***	.000
	CHANGE · OTS	.29	1.125	1.16	1.955	-7.497***	.000
	CHANGE · CIB	.23	1.041	1.08	1.917	-7.722***	.000
	CHANGE · ALT	.30	1.131	1.40	2.036	-9.278***	.000
	CHANGE · DCB	.23	1.006	1.19	1.977	-8.758***	.000
	CHANGE · FCB	.09	.628	.76	1.731	-7.950***	.000
	CHANGE · DBW	.16	.847	.73	1.645	-6.071***	.000
	CHANGE · FBW	.17	.889	.75	1.753	-5.917***	.000
전년 대비	CHANGE	.06	.233	.27	.448	-8.602***	.000
	CHANGE · OTS	.01	.089	.05	.212	-3.569***	.000
	CHANGE · CIB	.01	.080	.09	.284	-6.318***	.000
	CHANGE · ALT	.00	.069	.16	.371	-10.100***	.000
	CHANGE · DCB	.01	.080	.12	.329	-8.031***	.000
	CHANGE · FCB	.00	.000	.01	.076	-1.915	.056
	CHANGE · DBW	.01	.080	.07	.256	-5.353***	.000
	CHANGE · FBW	.00	.040	.04	.199	-4.625***	.000

*** : 1% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

CHANGE = 최대주주 변경 횟수

CHANGE · OTS = 최대주주 변경 횟수에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · CIB = 최대주주 변경 횟수에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · ALT = 최대주주 변경 횟수에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · DCB = 최대주주 변경 횟수에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값
CHANGE · FCB = 최대주주 변경 횟수에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값
CHANGE · DBW = 최대주주 변경 횟수에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값
CHANGE · FBW = 최대주주 변경 횟수에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

모형 3에서 평균의 차이분석 결과, CHANGE는 t값이 상장시점 대비 -6.864, 전년 대비 -8.602로 모두 낮은 음(-)의 값이었다. 즉 분석 결과 평균은 유의하게 차이가 있었다는 것이다. t값은 ΔOWN이 상장시점 대비에서는 높고 전년 대비에서는 낮았던 것과는 달리, CHANGE는 상장시점 대비와 전년 대비 모두 음(-)으로 낮았다는 것이다.

CHANGE에 SEO_k 를 곱한 값은 t값이 상장시점 대비 CHANGE · OTS가 -7.497, CHANGE · FBW가 -5.917였으며, 전년 대비 CHANGE · OTS가 -3.569, CHANGE · FBW가 -4.625이었다. 다만, 전년 대비에서 CHANGE · FCB는 t값이 -1.915로 낮은 편이었다.⁵⁶⁾

<표 4-9> 모형 1, 2, 3 평균의 차이분석 : SEO_k

구분	변수	상장유지기업=0		상장폐지기업=1		평균 차이	
		평균	표준편차	평균	표준편차	t값	유의확률
상장 시점 대비	OTS	.22	.415	.63	.485	-10.883***	.000
	CIB	.14	.346	.60	.492	-13.860***	.000
	ALT	.22	.416	.80	.400	-16.245***	.000
	DCB	.16	.365	.68	.466	-15.655***	.000
	FCB	.06	.236	.36	.482	-11.489***	.000
	DBW	.14	.351	.42	.495	-8.302***	.000
	FBW	.08	.276	.40	.492	-11.096***	.000
전년 대비	OTS	.06	.236	.17	.376	-4.697***	.000
	CIB	.07	.261	.37	.485	-10.798***	.000
	ALT	.13	.338	.62	.487	-15.108***	.000
	DCB	.10	.303	.47	.500	-11.931***	.000
	FCB	.00	.000	.09	.284	-7.742***	.000
	DBW	.18	.384	.26	.438	-2.285**	.023
	FBW	.02	.153	.16	.371	-7.396***	.000

*** : 1% 수준에서 유의함

56) 이것은 <표 4-8>에서 상장유지기업은 FCB에 의한 유상증자가 없었기 때문이다.

<변수의 정의>

- OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0
- FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

<표 4-9>는 모형 1, 2, 3에 공통적으로 영향을 미치는 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW에 대한 평균의 차이분석 결과이다. 평균의 차이분석 결과 SEO_k 의 t값은 OTS가 상장시점 대비 -10.883, 전년 대비 -4.697였으며, FBW가 상장시점 대비 -11.096, 전년 대비 -7.396로 모두가 음(-)으로 낮은 편이었다. 즉 분석 결과, 다양한 유상증자 전체는 평균에 유의하게 차이가 있었다는 것이다. SEO_k 는 t값의 부호가 음(-)으로 양(+)
인 ROA, ΔOWN 와는 달랐으나, 음(-)인 CHANGE와는 같았다. 이것은 상장폐지기업은 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)으로 다양한 유상증자가 많았으며, 그 결과 최대주주 지분율이 하락하고 최대주주 변경이 많았음을 의미하는 것이다. 결과적으로 다양한 유상증자 형태에 따라 최대주주 변경, 즉 소유구조 변경이 이루어졌다고 볼 수 있었다. 무엇보다도 최대주주는 경영권을 소유하는 경우가 많아 최대주주 변경은 기업의 지배구조, 즉 소유구조 변화를 의미하는 것이다.

SEO_k 에 이어 모형 1, 2, 3의 공통변수인 통제변수에 대한 평균의 차이분석 결과는 다음과 같다. 기업의 규모인 SIZE는 t값이 13.169로 높은 편이었다. 즉 상장유지기업에 비해 상장폐지기업에서 자산총계의 평균이 더 작았다는 것이다. 그리고 부실한 재무지표인 DEBT의 t값은 -11.318이었다. 즉 상장유지기업에 비해 상장폐지기업의 부채비율이 더 높았다는 것이다.

<표 4-10> 모형 1, 2, 3 평균의 차이분석 : 통제변수

구분	변수	상장유지기업=0		상장폐지기업=1		평균 차이	
		평균	표준편차	평균	표준편차	t값	유의확률
공통	SIZE	18.14	.828	17.17	.957	13.169***	.000
	DEBT	.40	.214	.95	1.154	-11.318***	.000

*** : 1% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT= 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

이상으로 모형 1, 2, 3의 평균의 차이분석을 통해 상장유지기업과 상장폐지기업의 주요 변수는 평균에 유의하게 차이가 존재함을 알 수 있었다. 다음은 평균의 차이가 존재하는 주요 변수 상호 간의 상관관계를 검토하도록 한다.

제3절 상관분석

제1절에서는 표본의 기술통계량을 제시하여 표본의 특징을 이해하였다. 모형 1에서 상장폐지기업은 재무지표가 부실하여 총자산이익률 ROA가 음(-)였다. 그리고 다양한 유상증자 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW가 더 높았다. 모형 2에서 상장폐지기업은 SEO_k 와 관련하여 ΔOWN , 즉 최대주주 지분율의 증감분이 음(-)으로 하락하였다. 모형 3에서 상장폐지기업은 SEO_k 와 관련하여 CHANGE, 즉 최대주주 변경이 많았다. 특히 상장폐지기업도 CHANGE의 평균이 2를 넘지 않았다. 그러므로 최대주주 2회 이상 변경되었는지의 여부는 기업의 지배구조, 즉 소유구조 변경을 의미하는 중요한 사건일 것이다.

제2절에서는 모형 1, 2, 3의 기술통계량을 기초로 상장유지기업(0)과 상장폐지기업(1)으로 나누어 평균의 차이분석을 수행하였다. 모형 1에서 ROA는 t값이 양(+)으로 평균은 유의하게 차이가 있었다. 그리고 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 t값이 음(-)으로 평균은 유의하게 차이가 있었다. 모형 2에서 ΔOWN 는 t값이 양(+)으로 평균은 유의하게 차이가 있었다. 특히 전년 대비하여 ΔOWN 는 t값이 낮았는데 이것은 상장폐지기업이라 할지라도 상장폐지시점이 다가올수록 최대주주 지분율이 크게 하락하지 않는다는 것을 의미하는 것이다. 모형 3에서 CHANGE는 t값이 음(-)으로 평균은 유의하게 차이가 있었다. t값은 SEO_k 와 CHANGE는 음(-)으로 동일하였고, ROA와 ΔOWN 는 양(+)으로 상이하였다. 즉 상장폐지기업은 최대주주 변경과 다양한 유상증자는 많았으나, 총자산이익률과 최대주주 지분율의 증감은 음(-)이라는 것이다.

기술통계량 및 평균의 차이분석에 이어 다음으로는 주요 변수의 상관분석을 실시하도록 한다. 다음은 모형 1의 상관분석 결과이다.

<표 4-11> 모형 1 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비

변수	ROA	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	ROA • OTS	ROA • CIB	ROA • ALT	ROA • DCB	ROA • FCB	ROA • DBW	ROA • FBW	SIZE	DEBT
DEL	.403**	.360**	.441**	.499**	.486**	.378**	.283**	.366**	.424**	.326**	.377**	.348**	.316**	.313**	.288**	.423**	.373**
ROA		-.216**	-.323**	-.337**	-.318**	-.187**	-.163**	-.338**	.602**	.951**	.990**	.952**	.447**	.489**	.933**	.444**	-.506**
OTS			.543**	.658**	.603**	.392**	.501**	.476**	-.415**	-.159**	-.189**	-.167**	-.207**	-.230**	-.133**	-.318**	.212**
CIB				.685**	.609**	.344**	.488**	.454**	-.339**	-.360**	-.313**	-.283**	-.230**	-.299**	-.235**	-.443**	.248**
ALT					.689**	.429**	.536**	.500**	-.342**	-.267**	-.334**	-.272**	-.238**	-.280**	-.215**	-.458**	.255**
DCB						.455**	.520**	.466**	-.329**	-.262**	-.295**	-.349**	-.285**	-.277**	-.225**	-.362**	.257**
FCB							.320**	.371**	-.254**	-.139**	-.169**	-.187**	-.507**	-.186**	-.143**	-.259**	.199**
DBW								.316**	-.219**	-.138**	-.148**	-.136**	-.143**	-.433**	-.106**	-.257**	.110**
FBW									-.360**	-.298**	-.323**	-.308**	-.295**	-.297**	-.391**	-.352**	.276**
ROA • OTS										.539**	.587**	.526**	.659**	.657**	.509**	.421**	-.521**
ROA • CIB											.960**	.947**	.409**	.460**	.942**	.376**	-.435**
ROA • ALT												.950**	.431**	.489**	.933**	.424**	-.485**
ROA • DCB													.465**	.457**	.931**	.382**	-.440**
ROA • FCB														.515**	.421**	.302**	-.415**
ROA • DBW															.447**	.316**	-.275**
ROA • FBW																.332**	-.432**
SIZE																	-.224**

** : 1% 수준에서 유의함

<표 4-12> 모형 1 Pearson 상관분석 : 전년 대비

변수	ROA	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	ROA •OTS	ROA •CIB	ROA •ALT	ROA •DCB	ROA •FCB	ROA •DBW	ROA •FBW	SIZE	DEBT
DEL	.403**	.164**	.358**	.473**	.390**	.265**	.081*	.254**	.140**	.287**	.311**	.344**	.177**	.245**	.145**	.423**	.373**
ROA		-.154**	-.142**	-.234**	-.141**	-.050	-.055	-.221**	.772**	.480**	.926**	.480**	.100**	.445**	.811**	.444**	-.506**
OTS			.104**	.133**	.095**	.092**	.104**	.089*	-.261**	-.091**	-.132**	-.041	-.147**	-.094**	-.151**	-.070*	.069
CIB				.360**	.370**	.105**	.142**	.162**	-.040	-.401**	-.136**	-.204**	-.079*	-.223**	-.060	-.143**	.197**
ALT					.399**	.184**	.165**	.207**	-.097**	-.216**	-.295**	-.237**	-.129**	-.173**	-.122**	-.181**	.226**
DCB						.175**	.130**	.220**	-.008	-.176**	-.126**	-.405**	-.150**	-.122**	-.030	-.167**	.129**
FCB							.025	.130**	-.044	-.049	-.050	-.105**	-.669**	-.035	-.013	-.090*	.027
DBW								.036	-.018	-.148**	-.054	-.076*	-.028	-.290**	-.043	-.033	.107**
FBW									-.204**	-.188**	-.231**	-.137**	-.076*	-.215**	-.317**	-.125**	.205**
ROA • OTS										.137**	.799**	.031	.101**	.146**	.891**	.205**	-.193**
ROA • CIB											.490**	.663**	.090*	.777**	.328**	.256**	-.471**
ROA • ALT												.441**	.103**	.423**	.860**	.335**	-.445**
ROA • DCB													.201**	.537**	.218**	.321**	-.366**
ROA • FCB														.071*	.040	.132**	-.061
ROA • DBW															.356**	.236**	-.432**
ROA • FBW																.208**	-.291**
SIZE																	-.224**

** , * : 1%, 5% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

ROA = 총자산이익률

OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

ROA · OTS = 총자산이익률에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · CIB = 총자산이익률에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · ALT = 총자산이익률에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DCB = 총자산이익률에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FCB = 총자산이익률에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · DBW = 총자산이익률에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

ROA · FBW = 총자산이익률에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 1의 Pearson 상관분석 결과, 상장시점 대비 주요 변수인 DEL, ROA, OTS 이하 FBW, ROA · OTS 이하 ROA · FBW는 모든 변수와 상관관계가 있었다. 즉 상장폐지, 총자산이익률, 다양한 유상증자, 총자산이익률에 다양한 유상증자를 곱한 값은 전체가 상관관계가 있다는 것이다. 이것은 ROA가 낮을수록 SEO_k 는 많았으며, 이로 인해 상장폐지될 가능성이 높다는 것을 의미한다.

전년 대비 주요 변수는 상호 간에 높은 상관관계가 있었다. DEL은 변수의 전체, ROA는 변수의 대부분, SEO_k 의 ALT와 FBW는 변수의 전체, SEO_k 의 나머지는 변수의 대부분, ROA · OTS 이하 ROA · FBW는 변수의 대부분과 상관관계가 있었다.

정리하면 DEL, ROA, OTS 이하 FBW, ROA · OTS 이하 ROA · FBW는 상장시점 대비 변수의 전체, 전년 대비 변수의 대부분과 상관관계가 있었다. ALT와 FBW는 전년 대비에서도 변수의 전체와 상관관계가 있었다. 이상으로 모형 1의 상관분석 결과를 살펴보았다. 다음은 모형 2의 상관분석 결과이다.

<표 4-13> 모형 2 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비

변수	ΔOWN	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	ΔOWN •OTS	ΔOWN •CIB	ΔOWN •ALT	ΔOWN •DCB	ΔOWN •FCB	ΔOWN •DBW	ΔOWN •FBW	SIZE	DEBT
DEL	.299**	.360**	.441**	.499**	.486**	.378**	.283**	.366**	.320**	.358**	.409**	.412**	.318**	.255**	.300**	.423**	.373**
ΔOWN		-.251**	-.293**	-.331**	-.305**	-.226**	-.213**	-.135**	.664**	.639**	.767**	.649**	.434**	.511**	.420**	.262**	-.152**
OTS			.543**	.658**	.603**	.392**	.501**	.476**	-.560**	-.313**	-.365**	-.356**	-.268**	-.338**	-.282**	-.318**	.212**
CIB				.685**	.609**	.344**	.488**	.454**	-.363**	-.618**	-.438**	-.431**	-.237**	-.350**	-.277**	-.443**	.248**
ALT					.689**	.429**	.536**	.500**	-.418**	-.433**	-.562**	-.444**	-.314**	-.368**	-.313**	-.458**	.255**
DCB						.455**	.520**	.466**	-.393**	-.412**	-.430**	-.622**	-.346**	-.363**	-.335**	-.362**	.257**
FCB							.320**	.371**	-.300**	-.232**	-.311**	-.350**	-.701**	-.267**	-.305**	-.259**	.199**
DBW								.316**	-.325**	-.294**	-.312**	-.319**	-.231**	-.627**	-.265**	-.257**	.110**
FBW									-.239**	-.204**	-.233**	-.262**	-.245**	-.236**	-.594**	-.352**	.276**
ΔOWN • OTS										.649**	.780**	.717**	.522**	.545**	.525**	.287**	-.186**
ΔOWN • CIB											.798**	.725**	.464**	.589**	.478**	.316**	-.169**
ΔOWN • ALT												.781**	.535**	.617**	.526**	.355**	-.206**
ΔOWN • DCB													.567**	.557**	.514**	.334**	-.220**
ΔOWN • FCB														.353**	.383**	.262**	-.150**
ΔOWN • DBW															.469**	.215**	-.112**
ΔOWN • FBW																.261**	-.211**
SIZE																	-.224**

** : 1% 수준에서 유의함

<표 4-14> 모형 2 Pearson 상관분석 : 전년 대비

변수	ΔOWN	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	ΔOWN •OTS	ΔOWN •CIB	ΔOWN •ALT	ΔOWN •DCB	ΔOWN •FCB	ΔOWN •DBW	ΔOWN •FBW	SIZE	DEBT	
DEL	.070*	.164**	.358**	.473**	.390**	.265**	.081*	.254**	.090*	.062	.074*	.064	.065	.071*	.055	.423**	.373**	
ΔOWN		-.092**	-.040	-.020	-.059	-.042	-.014	-.051	.332**	.447**	.644**	.543**	.192**	.484**	.291**	.041	-.062	
OTS			.104**	.133**	.095**	.092**	.104**	.089*	-.291**	-.019	-.102**	-.053	-.066	-.070*	-.094**	-.070*	.069	
CIB				.360**	.370**	.105**	.142**	.162**	.001	-.113**	-.071*	-.140**	-.002	-.025	-.027	-.143**	.197**	
ALT					.399**	.184**	.165**	.207**	-.091*	-.072*	-.054	-.023	-.045	.001	-.099**	-.181**	.226**	
DCB						.175**	.130**	.220**	-.041	-.156**	-.037	-.121**	-.042	-.071*	-.059	-.167**	.129**	
FCB							.025	.130**	-.077*	-.010	-.056	-.050	-.244**	-.051	-.022	-.090*	.027	
DBW								.036	-.037	-.013	.002	-.046	-.031	-.062	-.016	-.033	.107**	
FBW									-.095**	-.035	-.100**	-.061	-.018	-.035	-.202**	-.125**	.205**	
ΔOWN • OTS										.324**	.218**	.150**	.074*	.120**	.183**	.107**	-.088*	
ΔOWN • CIB											.498**	.457**	.183**	.243**	.349**	.020	-.071*	
ΔOWN • ALT												.758**	.288**	.391**	.373**	.032	-.080*	
ΔOWN • DCB													.331**	.348**	.330**	.051	-.052	
ΔOWN • FCB														.243**	.281**	.067	-.030	
ΔOWN • DBW															.127**	.023	-.072*	
ΔOWN • FBW																.062	-.043	
SIZE																		-.224**

** , * : 1%, 5% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

Δ OWN = 최대주주 지분율의 증감분

OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

Δ OWN \cdot OTS = 최대주주 지분율의 증감분에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot CIB = 최대주주 지분율의 증감분에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot ALT = 최대주주 지분율의 증감분에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot DCB = 최대주주 지분율의 증감분에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot FCB = 최대주주 지분율의 증감분에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot DBW = 최대주주 지분율의 증감분에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

Δ OWN \cdot FBW = 최대주주 지분율의 증감분에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 2의 Pearson 상관분석 결과, 상장시점 대비 DEL, Δ OWN, OTS 이하 FBW, Δ OWN \cdot OTS 이하 Δ OWN \cdot FBW는 모든 변수와 상관관계가 있었다. 즉 상장폐지, 최대주주 지분율의 증감분, 다양한 유상증자, 최대주주 지분율의 증감분에 다양한 유상증자를 곱한 값은 전체가 상관관계가 있다는 것이다. 이것은 Δ OWN가 하락할수록 SEO_k 가 많았으며, 이로 인해 상장폐지될 가능성이 높았다는 것을 의미한다.

전년 대비 주요 변수 상호 간에는 보통의 상관관계가 있었다. DEL은 변수의 대부분, OWN은 변수의 일부, OTS 이하 FBW는 변수의 대부분, Δ OWN \cdot OTS 이하 Δ OWN \cdot FBW는 변수의 일부와 상관관계가 있었다.

모형 2는 모형 1과 비교하여, 특히 전년 대비에서 상관관계가 낮았다. 이것은 상장폐지시점이 다가올수록 최대주주 지분율은 크게 하락하지 않았다는 제2절의 평균의 차이 분석과도 동일한 결과이다. 이상으로 모형 2의 상관분석 결과를 살펴보았다. 다음은 모형 3의 상관분석 결과이다.

<표 4-15> 모형 3 Pearson 상관분석 : 상장시점 대비

변수	CHANGE	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	CHANGE •OTS	CHANGE •CIB	CHANGE •ALT	CHANGE •DCB	CHANGE •FCB	CHANGE •DBW	CHANGE •FBW	SIZE	DEBT
DEL	.237**	.360**	.441**	.499**	.486**	.378**	.283**	.366**	.257**	.264**	.313**	.297**	.272**	.211**	.206**	.423**	.373**
CHANGE		.301**	.312**	.318**	.291**	.247**	.179**	.291**	.785**	.739**	.827**	.746**	.540**	.587**	.629**	-.204**	.128**
OTS			.543**	.658**	.603**	.392**	.501**	.476**	.517**	.372**	.441**	.396**	.316**	.319**	.329**	-.318**	.212**
CIB				.685**	.609**	.344**	.488**	.454**	.406**	.557**	.452**	.430**	.294**	.373**	.313**	-.443**	.248**
ALT					.689**	.429**	.536**	.500**	.441**	.415**	.505**	.427**	.298**	.349**	.342**	-.458**	.255**
DCB						.455**	.520**	.466**	.401**	.401**	.431**	.533**	.322**	.337**	.292**	-.362**	.257**
FCB							.320**	.371**	.349**	.299**	.332**	.350**	.616**	.226**	.263**	-.259**	.199**
DBW								.316**	.270**	.295**	.295**	.284**	.169**	.516**	.184**	-.257**	.110**
FBW									.387**	.338**	.403**	.341**	.279**	.261**	.604**	-.352**	.276**
CHANGE•OTS										.821**	.930**	.845**	.644**	.669**	.748**	-.305**	.166**
CHANGE•CIB											.883**	.833**	.567**	.705**	.660**	-.290**	.158**
CHANGE•ALT												.891**	.640**	.707**	.751**	-.331**	.174**
CHANGE•DCB													.605**	.681**	.646**	-.287**	.177**
CHANGE•FCB														.409**	.529**	-.216**	.201**
CHANGE•DBW															.469**	-.239**	.046
CHANGE•FBW																-.239**	.176**
SIZE																	-.224**

** : 1% 수준에서 유의함

<표 4-16> 모형 3 Pearson 상관분석 : 전년 대비

변수	CHANGE	OTS	CIB	ALT	DCB	FCB	DBW	FBW	CHANGE •OTS	CHANGE •CIB	CHANGE •ALT	CHANGE •DCB	CHANGE •FCB	CHANGE •DBW	CHANGE •FBW	SIZE	DEBT	
DEL	.292**	.164**	.358**	.473**	.390**	.265**	.081*	.254**	.126**	.219**	.337**	.274**	.068	.187**	.162**	.423**	.373**	
CHANGE		.091*	.090*	.110**	.107**	-.017	-.003	.064	.378**	.458**	.590**	.528**	.104**	.420**	.295**	-.245**	.185**	
OTS			.104**	.133**	.095**	.092**	.104**	.089*	.429**	.072*	.081*	.076*	-.011	.119**	.152**	-.070*	.069	
CIB				.360**	.370**	.105**	.142**	.162**	.063	.391**	.164**	.137**	-.014	.176**	.069	-.143**	.197**	
ALT					.399**	.184**	.165**	.207**	.068	.165**	.362**	.171**	.064	.089*	.122**	-.181**	.226**	
DCB						.175**	.130**	.220**	.068	.140**	.175**	.383**	.075*	.049	.051	-.167**	.129**	
FCB							.025	.130**	-.018	-.022	.020	.028	.256**	-.020	-.014	-.090*	.027	
DBW								.036	.061	.109**	.031	.002	-.018	.290**	.045	-.033	.107**	
FBW									.145**	.072*	.124**	.053	-.008	.085*	.422**	-.125**	.205**	
CHANGE•OTS										.240**	.281**	.261**	-.005	.335**	.384**	-.133**	.085*	
CHANGE•CIB											.522**	.444**	-.006	.505**	.232**	-.177**	.223**	
CHANGE•ALT												.559**	.176**	.341**	.370**	-.201**	.217**	
CHANGE•DCB													.197**	.231**	.198**	-.177**	.062	
CHANGE•FCB														-.005	-.004	-.023	-.023	
CHANGE•DBW															.255**	-.150**	.252**	
CHANGE•FBW																-.109**	.351**	
SIZE																		-.224**

** , * : 1%, 5% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

DEL = 상장폐지 되었으면 1, 아니면 0

CHANGE = 최대주주 변경 횟수

OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0

CHANGE · OTS = 최대주주 변경 횟수에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · CIB = 최대주주 변경 횟수에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · ALT = 최대주주 변경 횟수에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · DCB = 최대주주 변경 횟수에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · FCB = 최대주주 변경 횟수에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · DBW = 최대주주 변경 횟수에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

CHANGE · FBW = 최대주주 변경 횟수에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값

SIZE = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위)

DEBT = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값

종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

모형 3의 Pearson 상관분석 결과, 상장시점 대비 주요 변수인 DEL, CHANGE, OTS 이하 FBW, CHANGE · OTS 이하 CHANGE · FBW는 모든 변수와 상관관계가 있었다. 즉 상장폐지, 최대주주 변경 횟수, 다양한 유상증자, 최대주주 변경 횟수에 다양한 유상증자를 곱한 값은 전체가 상관관계가 있다는 것이다. 이것은 CHANGE가 많을수록 SEO_k 는 많았으며, 이로 인해 상장폐지될 가능성이 높았다는 것을 의미한다.

전년 대비 주요 변수는 상호 간에 보통의 상관관계가 있음을 알 수 있었다. DEL은 변수 전체, CHANGE는 변수의 대부분, SEO_k 의 ALT와 DCB는 변수 전체, SEO_k 의 나머지는 변수의 대부분, CHANGE · OTS 이하 CHANGE · FBW는 변수의 대부분과 상관관계가 있었다. 전반적으로 모형 3은 모형 1과 상관관계가 비슷한 편이었다.

모형 1, 2, 3의 Pearson 상관분석을 정리하면 DEL, ROA, ΔOWN , CHANGE, SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 상호 간에 높은 상관관계가 있었으나, 전년 대비에서 ΔOWN 는 보통의 상관관계가 있었다는 것이다. 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)일수록 다양한 유상증자를 하게 되고, 그 결과 최대주주 지분율이 하락하고 최대

주주가 2회 이상 변경되어 상장폐지될 가능성이 높았다는 것이다. 다만, 전년 대비 Δ OWN은 상관관계가 낮았는데 이것은 상장폐지시점이 다가올수록 다양한 유상증자를 하더라도 최대주주 지분율의 증감, 특히 하락과는 상관관계가 낮다는 것이다. 즉 상장폐지시점 직전에는 다양한 유상증자의 결과, 최대주주가 변경되더라도 최대주주 지분율의 증감에 대해서는 별로 영향을 미치지 않았다는 것이다.⁵⁷⁾

제4절 로지스틱 회귀분석

본 연구는 코스닥시장에서 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구하고자 하였다. 이를 위해 부실한 재무지표인 음(-)의 총자산이익률과 필요한 자금을 조달하고자 실시하는 다양한 유상증자에 주목하였다. 그리고 다양한 유상증자의 결과인 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경에 주목하였다.

제2장에서는 이론적 배경과 선행연구를 검토하여 본 연구에 필요한 각종 사항을 파악하였다. 제3장에서는 가설을 수립하고 모형을 설계하였으며, Fnguide에서 표본을 추출하였다. 제4장에서는 제1절에서 표본의 기술통계량을 파악하여 표본의 특징을 이해하였고, 제2절에서는 평균의 차이분석을 통해 표본의 평균에 차이가 있는지를 연구하였으며, 제3절에서는 Pearson 상관분석을 실시하여 각종 변수 간의 상관관계를 파악하였다. 제4절에서는 최종 표본을 대상으로 통계 TOOL인 SPSS에 의해 로지스틱 회귀분석을 수행하여 다양한 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구하고자 한다.

로지스틱 회귀분석은 두 가지 방법으로 수행하도록 한다. 제2절의 평균의 차이분석과 제3절의 Pearson 상관분석에서는 다양한 유상증자 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW를 종합적인 측면으로만 분석하였다. 하지만 제4절의 로지스틱 회귀분석에서는 SEO_k 를 구성하는 각각의 유상증자가 개별적인 측면에서 상장폐지에 영향을 미치는지, 종합적인 측면에서 상대적으로 상장폐지에 가장 큰 영향을 미치는 유상증자는 무엇인지를 각각 연구하도록 한다.

그리고 제2절의 기술통계량처럼 표본은 상장시점 대비와 전년 대비로 집계하는 것이 가능하므로, 로지스틱 회귀분석 역시 상장시점 대비와 전년 대비로 각각 연구하도록 한다. 다음은 모형 1에 대해 로지스틱 회귀분석을 수행한 결과이다.

57) 일반적으로 최대주주 변경은 경영권을 포함하기 때문에 최대주주의 지분율보다는 거래금액에 초점을 맞출 가능성이 있다. 즉 경영권에 대한 프리미엄을 얼마나 평가할 것인가가 중요할 것이다.

<표 4-17> 모형 1 로지스틱 회귀분석 결과

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)								
		OTS(k=1)			CIB(k=2)			ALT(k=3)		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
상장 시점 대비	ROA	-1.925	10.311***	.001	-1.831	10.748***	.001	-3.743	8.647***	.003
	SEO _k	.635	4.305*	.038	.754	4.441*	.035	1.486	24.911***	.000
	ROA • SEO _k	-.218	.082	.775	-.335	.178	.673	2.505	3.931*	.047
	SIZE	-.592	11.405***	.001	-.504	7.778***	.005	-.449	6.359**	.012
	DEBT	2.305	18.392***	.000	2.188	17.209***	.000	2.063	14.716***	.000
	상수	7.212	5.498	.019	5.722	3.202	.074	4.442	1.989	.158
전년 대비	ROA	-2.723	29.458***	.000	-2.255	20.191***	.000	-1.859	12.434***	.000
	SEO _k	1.360	12.166***	.000	1.878	31.472***	.000	2.026	43.381***	.000
	ROA • SEO _k	1.839	5.199**	.023	.338	.144	.705	-1.928	3.186	.074
	SIZE	-.626	12.500***	.000	-.642	11.962***	.001	-.662	11.749***	.001
	DEBT	2.140	15.682***	.000	2.137	15.204***	.000	2.146	12.507***	.000
	상수	7.972	6.595	.010	8.037	6.132	.013	8.110	5.801	.016

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ROA = 총자산이익률, SEO_k = 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)를 하였으면 1, 아니면 0, ROA • SEO_k = 총자산이익률에 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)의 값을 곱한 값

<표 4-17> 모형 1 로지스틱 회귀분석 결과 ; 계속

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)											
		DCB(k=4)			FCB(k=5)			DBW(k=6)			FBW(k=7)		
		β	Wald**	유의확률	β	Wald***	유의확률	β	Wald***	유의확률	β	Wald***	유의확률
상장 시점 대비	ROA	-1.441	5.488***	.019	-2.085	16.229***	.000	-3.032	22.706***	.000	-2.124	17.922***	.000
	SEO _k	1.243	15.832***	.000	1.502	13.368***	.000	.969	8.926**	.003	.492	1.283	.257
	ROA • SEO _k	-.206	.077***	.782	.685	.674***	.412	1.767	5.410***	.020	-.665	.416***	.519
	SIZE	-.613	11.470***	.001	-.610	11.763***	.001	-.551	9.642***	.002	-.582	10.663***	.001
	DEBT	2.294	17.908***	.000	2.397	19.371***	.000	2.061	15.138***	.000	2.221	17.193***	.000
	상수	7.469	5.530***	.019	7.543	5.870***	.015	6.611	4.491***	.034	7.213	5.287***	.021
전년 대비	ROA	-2.021	14.372***	.000	-2.325	24.731***	.000	-2.841	29.971***	.000	-2.365	24.485***	.000
	SEO _k	1.771	31.933***	.000	23.667	0.000	.999	.591	3.643**	.056	1.863	14.427***	.000
	ROA • SEO _k	-.289	.110***	.740	3.414	0.000***	1.000	1.407	3.535***	.060	-1.284	.439***	.507
	SIZE	-.636	12.156***	.000	-0.664	13.023***	.000	-.605	11.840***	.001	-.626	11.904***	.001
	DEBT	2.315	16.249***	.000	2.430	18.832***	.000	2.153	16.064***	.000	2.127	14.376***	.000
	상수	7.809	5.997***	.014	8.549	7.053***	.008	7.586	6.055***	.014	7.982	6.334***	.012

***, ** : 1%, 5% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ROA = 총자산이익률, SEO_k = 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)를 하였으면 1, 아니면 0, ROA • SEO_k = 총자산이익률에 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)의 값을 곱한 값

<표 4-18> 모형 1 로지스틱 회귀분석 종합

구분	독립변수	상장시점 대비			전년 대비		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
종합	ROA	-2.175	2.269	.132	-1.681	8.088***	.004
	OTS	-.549	1.665	.197	1.165	6.518**	.011
	CIB	-.448	.941	.332	0.846	3.951*	.047
	ALT	1.680	13.092***	.000	1.285	12.057***	.001
	DCB	.573	1.578	.209	0.743	3.323	.068
	FCB	1.263	6.733**	.009	23.698	0.000	.999
	DBW	-.391	.898	.343	0.080	0.044	.833
	FBW	-.574	1.335	.248	0.617	0.764	.382
	ROA • OTS	-.917	1.476	.224	1.512	2.481	.115
	ROA • CIB	-1.559	3.807	.051	-0.756	0.517	.472
	ROA • ALT	3.266	4.550*	.033	-1.885	2.795	.095
	ROA • DCB	-.727	.733	.392	-0.003	0.000	.997
	ROA • FCB	1.187	1.509	.219	4.725	0.000	1.000
	ROA • DBW	-.289	.149	.700	0.660	0.815	.367
	ROA • FBW	-1.757	3.115	.078	-3.350	1.630	.202
	SIZE	-.522	7.201**	.007	-0.686	10.663***	.001
	DEBT	2.359	16.773***	.000	2.215	10.721***	.001
	상수	5.581	2.645	.104	8.102	4.916	.027

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ROA = 총자산이익률, OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, ROA • OTS = 총자산이익률에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값, ROA • CIB = 총자산이익률에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값, ROA • ALT = 총자산이익률에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값, ROA • DCB = 총자산이익률에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값, ROA • FCB = 총자산이익률에 해

외환사채 유상증자의 값을 곱한 값, $ROA \cdot DBW =$ 총자산이익률에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $ROA \cdot FBW =$ 총자산이익률에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $SIZE =$ 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위), $DEBT =$ 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값, 종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

개별적인 측면에서 부실한 재무지표인 ROA와 다양한 유상증자 SEO_k 가 상장폐지에 영향을 미치는지 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과는 <표 4-17>과 같다. 분석 결과, ROA는 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 부실한 재무지표인 음(-)의 총자산이익률은 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. 그리고 SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 상장시점 대비와 전년 대비에서 유상증자의 대부분이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 이것은 재무지표가 부실하여 음(-)의 총자산이익률이거나, 다양한 유상증자를 하는 경우에는 상장폐지에 영향을 미친다는 것이다. ROA와 SEO_k 를 곱한 값인 $ROA \cdot OTS$ 이하 $ROA \cdot FBW$ 는 상장시점 대비와 전년 대비에서 전체가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 이것은 재무지표가 부실하여 다양한 유상증자를 실시한 경우에는 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다.

개별적인 측면에 이어 종합적인 측면에서 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과는 <표 4-18>과 같다. 이것은 SEO_k 가운데 음(-)의 총자산이익률과 관련하여 상장폐지에 가장 크게 영향을 미치는 유상증자가 무엇인지, 상대적인 영향력을 파악하고자 한 것이다.

종합적인 측면에서 ROA는 전년 대비에서만 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 상장폐지시점 직전에는 총자산이익률의 양(+)인지 음(-)인지, 부호가 중요하다는 것이다. SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 상장시점 대비에서 ALT, FCB, 전년 대비에서 OTS, CIB, ALT가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 그리고 $ROA \cdot SEO_k$ 는 일부만이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW 가운데 유일하게 ALT만이 상장시점 대비와 전년 대비 모두에서 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 상장폐지기업은 불균등증자인 ALT에 의해 유상증자를 하였다는 것이다. 이것은 제2장의 이론적 배경과도 동일한 결과이다. 거기에 전년 대비에서는 OTS과 CIB도 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

이상으로 모형 1에 대한 로지스틱 회귀분석 결과를 살펴보았다. 다음은 모형 2에 대해 로지스틱 회귀분석을 수행한 결과이다.

<표 4-19> 모형 2 로지스틱 회귀분석 결과

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)								
		OTS(k=1)			CIB(k=2)			ALT(k=3)		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
상장 시점 대비	ΔOWN	-.028	9.681***	.002	-.019	4.702*	.030	-.011	.883	.347
	SEO_k	1.105	13.347***	.000	.990	9.168***	.002	1.480	22.847***	.000
	$\Delta OWN \cdot SEO_k$.013	1.244	.265	-.001	.004	.950	-.004	.099	.753
	SIZE	-.993	43.820***	.000	-.900	32.209***	.000	-.772	24.033***	.000
	DEBT	3.621	63.626***	.000	3.545	60.811***	.000	3.368	54.921***	.000
	상수	13.616	26.059	.000	12.154	18.431	.000	9.625	11.592	.001
전년 대비	ΔOWN	-0.014	2.097	.148	-0.011	1.025	.311	-0.015	1.053	.305
	SEO_k	1.220	11.411***	.001	1.943	48.656***	.000	2.390	84.832***	.000
	$\Delta OWN \cdot SEO_k$	0.052	3.260	.071	0.020	.710	.399	0.003	.016	.899
	SIZE	-1.241	67.580***	.000	-1.240	63.401***	.000	-1.267	61.366***	.000
	DEBT	4.080	77.942***	.000	3.877	70.722***	.000	3.923	64.895***	.000
	상수	18.411	48.206	.000	18.208	44.551	.000	18.283	41.781	.000

*** : 1% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ΔOWN = 최대주주 지분율의 증감분, SEO_k = 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)를 하였으면 1, 아니면 0

$\Delta OWN \cdot SEO_k$ = 최대주주 지분율의 증감분에 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)의 값을 곱한 값

<표 4-19> 모형 2 로지스틱 회귀분석 결과 ; 계속

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)											
		DCB(k=4)			FCB(k=5)			DBW(k=6)			FBW(k=7)		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
상장 시점 대비	ΔOWN	-.019	4.528*	.033	-.021	9.220***	.002	-.026	13.154***	.000	-.025	13.391***	.000
	SEO_k	1.583	26.665***	.000	1.568	14.863***	.000	.940	8.433***	.004	1.041	8.951***	.003
	$\Delta OWN \cdot SEO_k$.006	.284	.594	.002	.026	.871	.014	1.269	.260	.002	.034	.853
	SIZE	-.934	36.246***	.000	-.994	42.734***	.000	-1.049	48.343***	.000	-.985	41.617***	.000
	DEBT	3.376	55.856***	.000	3.814	65.796***	.000	3.692	66.515***	.000	3.713	64.134***	.000
	상수	12.610	20.904	.000	13.741	25.928	.000	14.769	30.491	.000	13.630	25.246	.000
전년 대비	ΔOWN	-0.013	1.133	.287	-0.013	1.740	.187	-0.011	1.009	.315	-0.011	1.175	.278
	SEO_k	2.010	57.193***	.000	23.121	0.000	.998	0.324	1.479	.224	2.147	25.414***	.000
	$\Delta OWN \cdot SEO_k$	0.028	1.512	.219	0.078	0.000	.000	-0.001	0.005	.944	0.027	0.761	.383
	SIZE	-1.189	58.679***	.000	-1.252	63.618***	.000	-1.227	67.374***	.000	-1.243	65.454***	.000
	DEBT	3.998	71.539***	.000	4.200	78.616***	.000	3.980	79.240***	.000	4.042	77.441***	.000
	상수	17.147	39.612	.000	18.544	45.193	.000	18.266	48.204	.000	18.414	46.622	.000

***, * : 1%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

ΔOWN = 최대주주 지분율의 증감분, SEO_k = 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)를 하였으면 1, 아니면 0, $\Delta OWN \cdot SEO_k$ = 최대주주 지분율의 증감분에 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)의 값을 곱한 값

<표 4-20> 모형 2 로지스틱 회귀분석 종합

구분	독립변수	상장시점 대비			전년 대비		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
종합	Δ OWN	-.007	.331	.565	-0.020	1.135	.287
	OTS	.064	.022	.883	0.982	5.062**	.024
	CIB	-.153	.108	.743	0.929	7.078**	.008
	ALT	.729	2.167	.141	1.737	32.459***	.000
	DCB	.938	4.378*	.036	0.834	5.916**	.015
	FCB	.913	4.197*	.040	21.610	0.000	.998
	DBW	.010	.001	.980	-0.071	0.045	.831
	FBW	.042	.010	.922	1.228	4.888*	.027
	Δ OWN·OTS	.010	.397	.529	0.049	2.143	.143
	Δ OWN·CIB	-.015	.784	.376	0.008	0.077	.782
	Δ OWN·ALT	-.011	.271	.603	-0.006	0.043	.835
	Δ OWN·DCB	.008	.226	.635	0.040	1.682	.195
	Δ OWN·FCB	-.003	.026	.871	0.040	0.000	1.000
	Δ OWN·DBW	.011	.675	.411	-0.016	0.346	.557
	Δ OWN·FBW	-.008	.285	.594	0.012	0.085	.771
	SIZE	-.749	18.982***	.000	-1.274	52.407***	.000
	DEBT	3.331	49.882***	.000	4.025	56.121***	.000
	상수	9.146	8.778	.003	17.922	34.026	.000

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

Δ OWN = 최대주주 지분율의 증감분, OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, Δ OWN·OTS = 최대주주 지분율의 증감분에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값, Δ OWN·CIB = 최대주주 지분율의 증감분에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값, Δ OWN·ALT = 최대주주 지분율의 증감분에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값, Δ OWN·DCB = 최대주주 지분율의

증감분에 국내전환사채 유상증자의 값을 곱한 값, $\Delta OWN \cdot FCB$ = 최대주주 지분율의 증감분에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값, $\Delta OWN \cdot DBW$ = 최대주주 지분율의 증감분에 국내신주 인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $\Delta OWN \cdot FBW$ = 최대주주 지분율의 증감분에 해외신주 인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $SIZE$ = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위), $DEBT$ = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값, 종속변수 t년도에 대하여 독립변수는 t-1년도임

개별적인 측면에서 ΔOWN 는 상장시점 대비 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 최대주주 지분율의 증감분이 음(-)으로 하락한 경우에는 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. ΔOWN 은 상장시점 대비에서는 ALT를 제외한 대부분이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤으나, 전년 대비에서는 상장폐지에 유의하게 영향을 미치지 않았다. 즉 상장시점 대비 최대주주 지분율이 하락한 경우에는 상장폐지에 영향을 미쳤으나, 전년 대비에서는 하락하더라도 상장폐지에 영향을 미치지 않았다는 것이다. 이것은 전년 대비에서는 ΔOWN 이 크게 하락하지 않았던 제2절의 평균의 차이분석과도 동일한 결과이다.

SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 상장시점 대비에서는 유상증자의 전체, 전년 대비에서는 유상증자의 대부분이 상장폐지에 영향을 미쳤다. 이것은 최대주주 지분율과 관련하여 다양한 유상증자는 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. ΔOWN 과 SEO_k 를 곱한 값인 $\Delta OWN \cdot OTS$ 이하 $\Delta OWN \cdot FBW$ 는 상장시점 대비와 전년 대비의 일부만이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 이것은 다양한 유상증자의 결과, 최대주주 지분율이 하락하더라도 상장폐지에 크게 영향을 미치지 않았다는 것이다. 즉 다양한 유상증자는 최대주주 지분율의 하락에는 크게 영향을 미치지 않았다고 볼 수 있었다.

개별적인 측면에 이어 종합적인 측면에서 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과는 <표 4-20>과 같다. ΔOWN 은 개별적인 측면에서는 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤으나, 종합적인 측면에서는 상장폐지에 유의하게 영향을 미치지 않았다. SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW는 상장시점 대비에서는 DCB, FCB, 전년 대비에서는 OTS, CIB, ALT, DCB가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 그리고 $\Delta OWN \cdot SEO_k$ 는 상장폐지에 유의하게 영향을 미치지 않았다. 정리하면 다양한 유상증자는 개별적인 측면에서는 최대주주 지분율을 하락시키고 상장폐지에 영향을 미쳤으나, 종합적인 측면에서는 DCB만이 최대주주 지분율을 하락시키고 상장폐지에도 영향을 미쳤다는 것이다. 모형 1, 2에 이어 모형 3에 대해 로지스틱 회귀분석을 수행한 결과는 다음과 같다.

<표 4-21> 모형 3 로지스틱 회귀분석 결과

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)								
		OTS(k=1)			CIB(k=2)			ALT(k=3)		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
상장 시점 대비	CHANGE	.349	12.137***	.000	.253	7.057**	.008	.262	4.255*	.039
	SEO _k	1.196	19.388***	.000	1.252	18.348***	.000	1.730	35.942***	.000
	CHANGE • SEO _k	-.311	6.003**	.014	-.178	2.054	.152	-.193	1.749	.186
	SIZE	-1.075	49.812***	.000	-.908	33.393***	.000	-.798	25.309***	.000
	DEBT	3.752	67.784***	.000	3.568	62.349***	.000	3.418	56.839***	.000
	상수	15.101	31.458	.000	12.294	19.240	.000	10.002	12.387	.000
전년 대비	CHANGE	1.137	11.276***	.001	1.209	11.435***	.001	0.795	3.614	.057
	SEO _k	1.262	10.192***	.001	2.046	47.076***	.000	2.274	67.005***	.000
	CHANGE • SEO _k	-1.240	1.925	.165	-0.877	1.263	.261	0.863	1.143	.285
	SIZE	-1.127	54.999***	.000	-1.134	51.429***	.000	-1.142	48.495***	.000
	DEBT	3.842	71.867***	.000	3.684	65.261***	.000	3.898	61.611***	.000
	상수	16.375	37.260	.000	16.262	34.059	.000	15.976	30.658	.000

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

CHANGE = 최대주주 변경 횟수, SEO_k = 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)를 하였으면 1, 아니면 0,
CHANGE • SEO_k = 최대주주 변경 횟수에 다양한 유상증자(OTS : 주주배정, CIB : 일반공모, ALT : 제3자배정)의 값을 곱한 값

<표 4-21> 모형 3 로지스틱 회귀분석 결과 ; 계속

구분	변수	SEO(k,k=1,2,3,4,5,6,7)											
		DCB(k=4)			FCB(k=5)			DBW(k=6)			FBW(k=7)		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
상장 시점 대비	CHANGE	.250	6.107**	.013	.185	6.593**	.010	.242	9.549***	.002	.267	11.888***	.001
	SEO _k	1.771	39.379***	.000	1.701	22.194***	.000	.922	10.208***	.001	1.261	13.494***	.000
	CHANGE • SEO _k	-.219	2.946	.086	-.091	.411	.522	-.156	1.645	.200	-.283	5.025**	.025
	SIZE	-.950	36.656***	.000	-1.017	45.467***	.000	-1.077	50.069***	.000	-1.042	47.169***	.000
	DEBT	3.390	56.109***	.000	3.922	71.926***	.000	3.840	71.929***	.000	3.838	69.700***	.000
	상수	12.898	21.383	.000	14.183	28.135	.000	15.295	32.210	.000	14.706	29.939	.000
전년 대비	CHANGE	0.973	6.623**	.010	1.084	11.377***	.001	0.994	8.065***	.005	1.027	9.585***	.002
	SEO _k	1.935	47.143***	.000	23.008	0.000	.998	0.307	1.117	.291	2.075	21.886***	.000
	CHANGE • SEO _k	0.390	0.240	.624	-0.093	0.000	.000	0.238	0.090	.764	-0.075	0.003	.953
	SIZE	-1.072	48.340***	.000	-1.121	50.461***	.000	-1.109	54.329***	.000	-1.117	52.298***	.000
	DEBT	3.893	68.174***	.000	4.054	73.017***	.000	3.872	74.713***	.000	3.900	72.391***	.000
	상수	15.002	30.361	.000	16.144	33.596	.000	16.088	36.622	.000	16.133	34.993	.000

***, ** : 1%, 5% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

CHANGE = 최대주주 변경 횟수, SEO_k = 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)를 하였으면 1, 아니면 0, CHANGE • SEO_k = 최대주주 변경 횟수에 다양한 유상증자(DCB : 국내전환사채, FCB : 해외전환사채, DBW : 국내신주인수권부사채, FBW : 해외신주인수권부사채)의 값을 곱한 값

<표 4-22> 모형 3 로지스틱 회귀분석 종합

구분	독립변수	상장시점 대비			전년 대비		
		β	Wald	유의확률	β	Wald	유의확률
종합	CHANGE	.296	5.271**	.022	1.069	4.762*	.029
	OTS	.306	.699	.403	1.103	5.340**	.021
	CIB	.157	.168	.682	0.993	6.992**	.008
	ALT	.843	4.075*	.044	1.599	23.887***	.000
	DCB	.879	5.300**	.021	0.855	5.538**	.019
	FCB	.985	6.037**	.014	21.651	0.000	.998
	DBW	-.304	.715	.398	-0.130	0.128	.721
	FBW	.095	.055	.815	1.098	3.755	.053
	CHANGE • OTS	-.574	5.359**	.021	-2.677	5.237**	.022
	CHANGE • CIB	-.031	.025	.873	-2.411	3.503	.061
	CHANGE • ALT	.289	.863	.353	1.689	2.327	.127
	CHANGE • DCB	-.070	.137	.711	0.561	0.236	.627
	CHANGE • FCB	.094	.367	.545	-2.416	0.000	1.000
	CHANGE • DBW	.035	.051	.821	1.858	2.626	.105
	CHANGE • FBW	-.057	.130	.719	0.543	0.115	.734
	SIZE	-.789	21.512***	.000	-1.146	40.979***	.000
DEBT	3.254	48.447***	.000	3.884	51.752***	.000	
상수	9.759	10.263	.001	15.593	24.579	.000	

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<변수의 정의>

CHANGE = 최대주주 변경 횟수, OTS = 주주배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, CIB = 일반공모에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, ALT = 제3자배정에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DCB = 국내전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FCB = 해외전환사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, DBW = 국내신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, FBW = 해외신주인수권부사채에 의해 유상증자를 하였으면 1, 아니면 0, CHANGE • OTS = 최대주주 변경 횟수에 주주배정 유상증자의 값을 곱한 값, CHANGE • CIB = 최대주주 변경 횟수에 일반공모 유상증자의 값을 곱한 값, CHANGE • ALT = 최대주주 변경 횟수에 제3자배정 유상증자의 값을 곱한 값, CHANGE • DCB = 최대주주 변경 횟수에 국내전환사채 유상

증자의 값을 곱한 값, $CHANGE \cdot FCB$ = 최대주주 변경 횟수에 해외전환사채 유상증자의 값을 곱한 값, $CHANGE \cdot DBW$ = 최대주주 변경 횟수에 국내신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $CHANGE \cdot FBW$ = 최대주주 변경 횟수에 해외신주인수권부사채 유상증자의 값을 곱한 값, $SIZE$ = 회사의 자산총계에 자연로그를 취한 값(단, 자산총계는 천원단위), $DEBT$ = 회사의 부채총계를 자산총계로 나눈 값, 종속변수 t 년도에 대하여 독립변수는 $t-1$ 년도임

개별적인 측면에서 $CHANGE$ 는 상장시점 대비에서는 전체, 전년 대비에서는 대부분이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 최대주주가 2회 이상 변경되면, 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. 특히 균등증자인 OTS 도 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤으며, 이것은 상장폐지기업도 유상증자를 하는 경우에는 최우선적으로 균등증자인 주주배정에 의해 유상증자를 한다는 것을 의미하는 것이다.

SEO_k 를 구성하는 OTS 이하 FBW 는 상장시점 대비에서는 유상증자의 전체, 전년 대비에서는 유상증자의 대부분이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 이것은 최대주주 변경이 2회 이상 발생하기 위해서는 다양한 유상증자를 했을 것이므로 당연한 것이다. $CHANGE$ 와 SEO_k 를 곱한 $CHANGE \cdot OTS$ 이하 $CHANGE \cdot FBW$ 는 상장시점 대비에서는 변수의 일부만이 상장폐지에 영향을 미쳤으나, 전년 대비에서는 어떠한 변수도 상장폐지에 영향을 미치지 아니하였다.

개별적인 측면에 이어 종합적인 측면에서 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과는 <표 4-22>과 같다. 즉 SEO_k 가운데 최대주주 변경과 관련하여 상장폐지에 가장 크게 영향을 미치는 유상증자가 무엇인지, 상대적인 영향력을 파악하고자 한 것이다.

$CHANGE$ 는 개별적인 측면과 종합적인 측면 모두 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 즉 최대주주가 2회 이상 변경되면 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것으로, 제2장의 이론적 배경과도 동일한 결과이다. OTS 이하 FBW 는 상장시점 대비 ALT , DCB , FCB , 전년대비 OTS , CIB , ALT , DCB 가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 이것은 상장폐지기업은 균등증자에서 불균등증자로, 일반적인 유상증자에서 신종사채로 순차적으로 유상증자를 하였음을 의미한다. 모형 1, 2, 3에서 분산팽창계수는(VIF : Variance Inflation Factor)는 12를 넘지 않았으며, 다중공선성은 없는 것으로 판단되었다.

특이한 점은 $CHANGE \cdot SEO_k$ 에서는 OTS 가 상장폐지에 영향을 미쳤다는 것이다. 이것은 최대주주가 2회 이상 변경되더라도 유상증자를 하는 경우에는 최우선적으로 균등증자인 주주배정에 의해 유상증자를 한다는 것을 의미하는 것이다.⁵⁸⁾ 그리고 최대주주 변경에 영향을 미치는 유상증자 형태로는 ALT , DCB 가 많았다는 것이다.

58) 이것은 코스닥시장의 연혁이 짧고, 상장기간이 짧은 회사들이 포함되었기 때문일 가능성도 있다.

제5장 결론

우리나라의 코스닥시장은 1996년에 첫 거래를 시작한 이후 2000년대를 거치면서 비약적으로 성장하여 현재는 시가총액 100조가 넘는 거대한 시장으로 성장하였다. 코스닥시장을 설립한 취지는 중소기업에게는 손쉽게 자금을 조달하도록 하고, 투자자들에게는 투자수익을 극대화하고 주식투자에 환금성을 부여하기 위함이었다.

이러한 코스닥시장의 장점 때문에 현재까지 코스닥시장에는 천 개가 넘는 회사들이 등록하였다. 등록된 회사의 상당수는 코스닥시장을 설립한 취지대로 손쉽게 자금을 조달하였으며, 투자자들은 주가 상승으로 막대한 수익을 거두었다. 이렇게 긍정적인 경우가 있는 반면, 횡령 사건, 부실 공시 등으로 투자주의종목으로 지정된 후 결국에는 상장폐지되어 투자자들에게 극심한 손해를 입히는 경우도 있었다.

그래서 본 연구는 2001년부터 2011년까지 코스닥시장에서 상장폐지된 기업을 대상으로 유상증자 형태와 소유구조 변경이 상장폐지에 영향을 미치는지를 연구하고자 하였다. 이를 위해 다양한 유상증자, 총자산이익률, 최대주주 지분율, 최대주주 변경에 주목하였다. 본 연구를 위하여 이론적인 배경과 선행연구를 검토하였으며, 이를 바탕으로 가설을 수립하고 모형을 설계하였다.

연구를 위한 표본은 Fnguide에서 입수하였다. 2008년 이후에 상장한 회사, 상장기간이 4년 미만인 회사, 최대주주 지분율을 입수할 수 없는 회사, 업종이 금융업인 회사, 결산월이 12월이 아닌 회사를 제외하고 최종 표본으로 796개를 선정하였으며, 통계 TOOL인 SPSS를 통해 로지스틱 회귀분석을 수행하였다.

위와 같은 방법을 채택하여 개별적인 측면 및 종합적인 측면에서 연구한 결과는 다음과 같았다.

첫째, 모형 1에서는 부실한 재무지표인 음(-)의 총자산이익률과 다양한 유상증자의 전체가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 특히 다양한 유상증자 중에서는 제3자배정(ALT)이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다.

둘째, 모형 2에서는 최대주주 지분율의 증감과 다양한 유상증자의 일부가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 특히 다양한 유상증자 중에서는 국내전환사채(DCB)가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 제3자배정(ALT)은 모형 2에서는 상장폐지에 유의하게 영향을 미치지 않았으며, 모형 1과는 상이한 결과를 나타냈다. 즉 제3자배정은 최대

주주 지분율을 하락시키지 않았다는 것이다. 그리고 상장폐지시점 직전에는 다양한 유상증자를 하더라도 최대주주 지분율의 증감에는 별로 영향을 미치지 않았다는 것이다.

셋째, 모형 3에서 최대주주 변경과 다양한 유상증자의 대부분이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 특히 다양한 유상증자 중에서는 제3자배정과 국내전환사채가 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다. 주목할 사항으로는 최대주주 변경과 다양한 유상증자를 동시에 고려하면, 균등증자인 주주배정(OTS)이 상장폐지에 유의하게 영향을 미쳤다는 것이다. 이것은 코스닥시장의 연혁이 상대적으로 짧거나, 유상증자를 하는 경우에는 최우선적으로 균등증자인 주주배정에 의해 유상증자를 하였다는 것을 의미하는 것이다.

모형 1, 2, 3의 연구 결과, 코스닥시장에서 상장폐지기업은 재무지표가 부실하여 총자산이익률이 음(-)으로 다양한 유상증자를 하게 된다는 것이다. 특히 다양한 유상증자 중에서는 불균등증자인 제3자배정과 국내전환사채가 많았다. 그리고 다양한 유상증자의 결과, 최대주주 지분율이 하락하고 이로 인해 최대주주가 2회 이상 변경되는 경우가 많았다. 최대주주 변경이 의미하는 것은 지배구조, 즉 소유구조 변화가 심했음을 보여주는 것이다.

본 연구는 코스닥시장에서 상장폐지에 영향을 미치는 기업의 특징을 재무적인 특징으로 음(-)의 총자산이익률과 다양한 유상증자, 비재무적인 특징으로 최대주주 지분율의 증감과 최대주주 변경으로 나누어 연구하였다는 특징이 있다. 그리고 본 연구는 선행연구와 비교하면 다음과 같은 차별성이 있다.

첫째, 선행연구는 상장폐지기업의 특징으로 유동비율, 부채비율과 같은 재무비율에 주목하였으나, 본 연구는 부실한 재무지표 측면에서 음(-)의 총자산이익률과 자본조달 측면에서 다양한 유상증자에 주목하였다는 것이다. 둘째, 선행연구는 최대주주 지분율이 최대주주가 보유지분을 매각하여 하락한 것으로 보았으나, 본 연구는 다양한 유상증자의 결과 최대주주 지분율이 하락하여 최대주주가 변경된 것으로 보았다는 것이다.

본 연구는 코스닥기업의 다양한 유상증자와 소유구조 변경이 상장폐지에 미치는 영향을 연구함으로써 투자자들로 하여금 보다 신중하게 투자하도록 기여하게 될 것이다. 특히 최대주주 변경에 주의하여 투자해야 할 것이다.

다만, 본 연구는 소유구조와 관련하여 지배구조를 구성하는 다양한 기구 가운데 최대주주를 제외한 다른 기구를 포함하여 연구하지는 못하였다. 지배구조의 다른 기구로는 이사회, 감사기구, 횡령, 부실 공시, 이해관계자 등으로 다양할 것이다. 앞으로의 연구는 지배구조를 구성하는 다양한 기구들을 중심으로 상장폐지에 영향을 미치는지에 대한 연구가 필요할 것이다.

참 고 문 헌

- 김권중, 김문철, 전중열(2004). “신규 상장기업의 이익조정동기”. *회계학연구*. 제29권 제4호: 87~116
- 김대호, 문성주(2011). “제3자 배정 유상증자 개선에 관한 연구”, *전문경영인연구*. 제13권 제1호: 75~91
- 김문태, 이지현(2012). “코스닥기업의 대주주지분을 변동과 상장폐지의 연관성에 관한 연구”. *회계정보학회 춘계국제학술발표대회 논문집*: 337~352
- 김문태, 이지현(2012). “실질심사에 의한 상장폐지와 이익관리 행태에 관한 연구: 코스닥 기업을 중심으로”. *회계정보연구* 제30권 제4호: 35~56
- 김윤태, 황성현(2009). “유상증자의 형태와 이익조정에 관한 연구”. *회계정보연구*. 제27권 제2호: 1~31
- 김정애(2010). “코스닥상장기업의 최대주주 변경과 이익조정”. *회계정보연구*. 제28권 제3호: 131~161
- 김정애(2007). “기업지배구조가 회계부정에 미치는 영향”. *회계와 감사연구*. 제45권: 297~324
- 김종훈, 박규일, 김민철(2011). “상장폐지의 재무적 특성과 예측에 관한 연구: 코스닥 기업을 중심으로-”. *회계학연구*. 제16권 제2호: 125~142
- 곽영민, 최종서(2011). “최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성”. *회계학연구*. 제36권 제2호: 129~184
- 문상혁, 박종국(2005). “기업지배구조와 이익지속성 및 가치관련성”. *회계정보연구*. 제23권 제3호: 1~28
- 박성환, 김유찬, 김영길(2011). “상장폐지의 특성에 관한 실증연구”. *회계저널*. 제20권 제5호: 35~61
- 박종일(2003). “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로”. *회계학연구*. 제28권 제2호: 135~172
- 백상미, 양대천, 김진배(2011). “코스닥 등록 및 공개 기업의 경영자지분과 이익조정”. *회계정보연구*. 제29권 제3호: 395~429
- 백상미, 최정미(2011). “경영자 교체와 이익조정 -신규 상장기업을 중심으로-”. *회계와 감사연구*. 제53권 제1호: 137~161

- 오희장(2002). “최고경영자의 교체와 주식시장의 반응”. *회계학연구*. 제27권 제1호: 55~80
- 이명곤, 장석진, 이규진(2011). “실제이익조정과 경영자 이익예측 정확성”. *회계저널*. 제20권 제1호: 1~30
- 이승태(2010). “기업의 경영성과에 대한 기업지배구조의 영향”. *회계와 감사연구*. 제51호: 157~190
- 전성빈, 이아영, 박상수(2007). “최고경영자 교체와 이익조정”. *회계학연구*. 제32권 제2호: 117~151
- 전현우, 정용화, 신동휴(2011). “상장폐지의 부실예측모형에 관한 연구. -거래소시장을 중심으로-”. *국제회계연구*. 제38권: 331~362
- 최수미, 임묘경(2009). “지주회사의 지배구조와 이익의 질”. *회계저널*. 제18권 제4호: 207~239
- 최용용, 배현정(2009). “기업지배구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향”. *회계정보연구*. 27권 제3호: 95~124
- 최종서, 광영민, 백정환(2010). “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익 추구”. *회계학연구*. 제35권 제3호: 37~80
- 최종원, 전경민(2012). “내부회계관리제도의 취약점 개선과 지배구조 변경에 관한 연구 -이사회와 감사위원회를 중심으로”. *회계저널*. 제21권 제4호: 135~161
- 최현돌, 윤재원(2006). “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”. *회계학연구*. 제31권 제4호: 145~174
- 금융감독원 보도자료. 2005년 6월 10일자. 2005년 12월 23일자. 2006년 1월 3일자. 2006년 6월 23일자. 2006년 10월 17일자. 2007년 9월 4일자. 2007년 10월 23일자. 2009년 4월 15일자. 2009년 7월 20일자. 2009년 11월 25일자. 2010년 1월 19일자. 2010년 3월 2일자. 2010년 3월 2일자. 2010년 5월 25일자. 2010년 10월 6일자. 2011년 1월 26일자. 2011년 9월 15일자. 2012년 5월 4일자. 2012년 7월 25일자. 2012년 11월 21일자. 2013년 2월 20일자. 2013년 7월 25일자. 2013년 6월 17일자
- 공정거래위원회 보도자료. 2010년 12월 10일자. 2011년 11월 14일자. 2013년 7월 30일자
- 금융감독위원회 정례브리핑자료. 2006년 5월 9일자
- 기업회계기준서 제1028호. 「관계기업과 공동기업에 대한 투자」
- 기업회계기준서 제1110호. 「연결재무제표」

- 「유가증권시장 상장규정」. 「코스닥시장 상장규정」. 「코스닥시장 상장적격성 실질심사지침」. 「코스닥시장 업무규정」
- 「지배구조 모범규준」
- 「상법」
- 한국경제신문. 2013년 9월 16일자
- MoneyWeek. 2013년 7월 15일자
- 한-미 FTA 홈페이지(<http://www.fta.go.kr>)
- 코스닥시장 기업정보센터(kosdaq.krx.co.kr)
- Ball, R. and Shivakumar, L(2008), “Earnings Quality at Initial Public Offerings”. *Journal of Accounting and Economics*. 45: 324~349
- Claessens, S. and S. Djankov(1999). “Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic”. *European Economic Review*. 43 : 1115~1124
- Denis. David Diane Dennis, and Atulya Sarin(1997). “Ownership Structure and Top Executive Turnover”. *Journal of Financial Economics*. 45 : 193~221
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney(1995). “Detecting Earnings Management”. *The Accounting Review* 70: 193~225
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin (1997), “Ownership Structure and Top Executive Turnover”. *Journal of Financial Economics*. 45 : 193~221
- Jones, J.(1991). “Earnings Management during Import Relief Investigations”. *Journal of Accounting Research*. 29(2): 193~228
- Mikkelson, Wayne and Megan M. Partch(1997). “The Decline of Takeover and Disciplinary Managerial Turnover”. *Journal of Financial Economics*. 44 : 205~228
- Moore, M(1973). “Management Changes and Discretionary Accounting Decisions”. *Journal of Accounting Research* 11 (1): 100~107
- Pourciau, Susan(1993). “Earnings management and non-routine executive changes”. *Journal of Accounting and Economics*. 16: 317~336
- Puffer. S. M. and J. Weinthrop(1991). “Corporate Performance and CEO Turnover : The Role of Performance Expectation”. *Administrative Science Quarterly*. 36 : 1~19

(Abstract)

The Effects of the Type of Seasoned Equity Offerings and the Change of Ownership Structure on the Delisting from KOSDAQ

Na, Geum-Un

Department of Accounting

Graduate School of Chosun University

(Directed by Professor Cho Seung-Jea)

This study summarizes the characteristics of the KOSDAQ enterprises which have effects on the delisting. The KOSDAQ has grown by leaps and bounds in Korea since it started the first trading in 1997. It is hard for an enterprise to fulfill the qualification examination standard and enlist its name on the KOSDAQ. However, it happens to be delisted so it damages the investors severely.

The main features of the enterprises delisted from the KOSDAQ are poor financial indicators and various types of seasoned equity offerings in terms of financial aspect. There are dropping percentage of shareholding of the majority shareholder and the change of the ownership structure in terms of nonfinancial aspect. Therefore, the purposes of this study on the characteristics of the enterprises which lead it to be delisted from the KOSDAQ are as follows.

First, this study observes the characteristics which affect the delisting of the enterprises in the KOSDAQ. It observes which is more powerful on the delisting, the return on assets ratio of a company, that is a company's financial indicators of the KOSDAQ, or various types of seasoned equity offerings.

Second, this study observes the nonfinancial characteristics of the companies which affect the delisting. It studies what the results of the various types of seasoned equity offerings are, and how the results are related with percentage of shareholding of the majority shareholder and change of ownership structure.

It is the various type of seasoned equity offerings that affects delisting KOSDAQ enterprises not only financially but nonfinancially.

Samples for this study are obtained from Fnguide. Enlisted companies are marked "list" and delisted companies are marked "del" in Fnguide. 796 companies which meet the conditions are chosen as samples for this study. The study was done from 2001 to 2011 through SPSS logistic regression analysis. The results of the study on the sample are as follows.

First, negative ROA and third-party allocation have meaningful influence on the delisting in terms of poor financial indicators and various types of seasoned equity offerings.

Second, dropping percentage of shareholding of the majority shareholder and domestic convertible bonds have meaningful influence on the delisting in terms of changing percentage of shareholding of the majority shareholder and various types of seasoned equity offerings.

Third, the change of the majority shareholder and third-party allocation have meaningful influence on the delisting in terms of change of the majority shareholder and various types of seasoned equity offerings. Especially, more than twice of the majority shareholder changes lead higher possibility of delisting.

To sum up, when a KOSDAQ enterprises has poor financial indicator and negative ROA, it tends to offer seasoned equity through third party allocation. That leads the change of the majority shareholder and the delisting finally. Domestic convertible bonds have influence on the dropping percentage of shareholding of the majority shareholder and delisting as well.

Therefore, this study will contribute for the investors to invest more carefully through providing the effects of the change the majority shareholder and their percentage of shareholding on the delisting. This study investigates delisting in

financial aspect such as ROA and various seasoned equity offerings and in nonfinancial aspect such as changing percentage of shareholding of the majority shareholder and change the majority shareholder.

However, this study does not cover the effects of the various organizations which has nonfinancial governance structure on the delisting. These governance structure include board of directors, audit committee, embezzlement, poor disclosure, interested parties, and so on. Further study could be done to observe the effect of these governance structure on the delisting from KOSDAQ.