

카카오 키즈 D사의 쇠퇴 및 관리종목 지정 회피 사례*

신 찬 휴**

본 연구는 모바일 게임개발사 D사의 쇠퇴 및 관리종목 지정 회피에 관한 사례 분석이다. D사는 2013년 4월에 출시한 C게임이 카카오톡 게임하기로 유통되면서 엄청난 성공을 거두며 2014년 10월에 코스닥 시장에 상장하였다. 그러나 기대와 달리 2015년 이후 경영성과가 악화되며 장기적으로 영업손실이 발생하였으며, 2020년 10월 현재 주가는 공모가 대비 84.3%가 감소하였다. 본 연구에서는 먼저 D사의 경영성과 악화의 원인에 대해 분석하였다. 경영성과 악화의 원인으로는 첫째, 게임산업의 트렌드 변화에 따르지 않고 과거의 성공 방법에 집착했다. 둘째, 게임 개발 노력이 부족하여 게임 출시가 지연되었다. 셋째, 모바일 게임 산업 환경 변화로 인해 마케팅 비용이 급증하였다. 넷째, 과도한 기업복지로 인해 재무적 유연성을 상실했다. 본문에서 D사의 경영성과 하락의 원인에 대해 각각 분석하도록 한다.

D사는 2015년부터 2017년까지 영업손실이 발생하였는데, 2018년에도 영업손실이 발생하면 관리종목으로 지정되었다. C게임의 후속작을 2017년에 출시했음에도 경영성과의 개선이 전혀 이루어지지 않아 2018년 이후 관리종목 지정이 예상되었다. 그러나 D사는 장기영업손실 기준 재무제표가 별도재무제표라는 규정을 악용하여 자회사를 설립하여 손실을 자회사로 몰아주고, 모회사는 별도기준 영업이익이 흑자로 전환되는 방법을 통해 관리종목 지정을 회피하였다. D사의 관리종목 지정 회피 방법에 대해 자세히 분석한다.

본 연구는 크게 게임개발사의 성공과 쇠퇴에 대한 분석과 관리종목 지정 회피 방법에 대한 분석으로 이루어져 있다. IT 산업에 속한 기업은 급격하게 성장할 수도 있으나, 급격하게 쇠퇴할 수도 있다. 엄청난 성공 이후에 급격하게 쇠퇴한 D사의 사례는 다른 IT 기업들이 성공의 유지와 발전을 위해 어떠한 전략과 노력이 필요한지에 대해 충분한 시사점을 제공할 수 있을 것이다. D사는 규정 악용을 통해 관리종목 지정을 회피하였다. 자본시장 규정의 빈틈으로 인해서 소액 주주들이 겪는 피해에 대해 분석하였고, 해당 규정의 보완 방향성을 제시하였다.

주제어: 카카오 키즈, 모바일 게임개발사, 관리종목

1. 서론

우리나라의 모바일 게임 산업은 '카카오톡 게임하기' 서비스가 출시된 2012년부터 폭발적으로 성장하였으며, 카카오톡 게임하기를 통해 유통되며 엄청난 성공을 거둔 게임개발사들을 '카카오 키즈'라고 한다. 카카오 키즈 3총사 중의 하나로 불렸던 모바일 게임개발사 D사는 2013년 4월에 출시한 C게임

이 카카오톡 게임하기를 통해 유통되면서 엄청난 성공을 거두었다. 이러한 성공을 발판으로 2014년 10월에 57.86대 1이라는 청약경쟁률을 달성하며 화려하게 코스닥 시장에 상장했다. 액면금액이 500원인 주식의 공모가는 53,000원이었고, 27만주를 공모하며 1,140억원의 자금을 확보하였으며, 공모 직후에는 최고 77,000원까지 주가가 상승하였다. 그러나 공모시점인 2014년에 695억이던 매출액은 2015년 195억, 2016년 150억으로 급감하였고, D사의

논문접수일: 2020. 10. 28.

1차 수정본 접수일: 2021. 01. 12.

게재확정일: 2021. 01. 27.

* 이 논문은 안동대학교 기본연구지원사업에 의하여 연구되었음.

** 안동대학교 경영회계학부 조교수(chshin@anu.ac.kr), 제1저자

2016년 연말의 주가는 공모가 대비 1/5 수준인 1만원대 초반으로 떨어졌다. 당시에 주주들은 급여와 복리후생비의 지출이 높은 수준에 이르고 있음에도 불구하고 게임 개발 노력이 부족하다는 점을 지적하였고, 아래는 D사의 주주들의 불만에 대한 기사 중 일부이다.

모바일 게임업체 D사가 코스닥 상장 이후 적자가 지속되는 와중에도 대표와 임직원들의 급여와 복지에 수백 억원을 쏟아 부은 반면 게임 연구개발(R&D) 지출은 축소하는 것으로 드러났다. 'C게임' 흥행으로 기업공개(IPO)를 통해 막대한 공모금을 조달받았음에도 게임 개발은 등한시하고 임직원들 배만 불리고 있다는 지적이 나오는 이유다.¹⁾

이러한 주주들의 불만을 해소할 목적으로 2016년 11월 D사의 경영진은 2017년 연봉의 전액 반납과 자사주 매입 등을 발표했고, 게임 개발도 적극적으로 하겠다고 공언하였다. 그러나 과거 게임 IP²⁾만을 활용하여 게임 개발을 하며 유의미한 성공은 거두지 못했다. 이후에도 주가는 지속적으로 하락하여 2020년 10월 8일 종가 기준으로 8,320원에 머물고 있으며, 모바일게임 산업의 대표적인 원히트원더(One-Hit Wonder)가 되었다.

화려하게 코스닥 시장에 상장했던 모바일 게임개발사 D사의 경영성고가 악화된 원인은 크게 3가지로 볼 수 있다. 첫째, 모바일 게임 산업의 트렌드 변화를 따르지 못하고 캐주얼 게임³⁾에만 집착했다. 스마트폰 보급 초기에는 기술 수준이 낮은 캐주얼 게임이 위주였으나, 현재는 기존 PC게임을 이식할 수

준으로 기술 수준이 급격하게 높아졌다. 그러나 D사는 캐주얼 게임 개발만을 지속하며 모바일 게임의 트렌드 변화에 적응하지 못했다. 둘째, 상장 이후 후속작에 대한 개발 노력이 저조했다. D사가 주로 개발하는 게임은 캐주얼 게임인데, 캐주얼 게임은 게임 개발 기간이 상대적으로 짧고 개발 노력도 적게 들어가는 것이 일반적이다. 그러나 D사는 큰 성공을 거둔 C게임의 후속작을 제작하는데 무려 2년이 걸릴 정도로 게임 개발 노력이 저조했고, 게임개발사의 목적인 게임 개발 자체가 저조하다보니 자연스럽게 경영성고가 악화될 수밖에 없었다. 셋째, 마케팅 비용이 급증하여 게임을 출시하더라도 수익성이 개선되지 않았다. 모바일 게임의 마케팅이 카카오톡 게임하기에서 직접적인 매스마케팅으로 바뀌었고, D사가 게임을 출시하더라도 마케팅 비용이 급증하여 매출액은 크게 증가하더라도 영업이익은 개선되지 않았다. 넷째, 과도한 수준의 기업복지로 재무적 유연성을 잃었다. D사는 상장 이전의 경영 성과를 바탕으로 기업복지시스템을 구축하여 연간 1인당 복리후생비를 2천만원 이상 지출하였는데, 과도한 기업복지는 경영성고가 악화되었을 때 재무적으로 유연하게 대응하지 못하는 원인이 되었다. 본 연구에서는 C사의 경영성과 악화의 원인에 대해 세부적으로 면밀히 검토한다.

D사의 상장 이후 행보 중 특이점이 있는데 한국거래소 규정의 미비점을 이용하여 관리종목 지정을 회피하였다. 코스닥시장 상장폐지 규정에 따르면 최근 4개 사업연도에 연속적으로 영업손실이 발생하면 관리종목으로 지정되며, 관리종목 지정 이후 1개 사업

1) '임직원 배만 불린 D사, 주주들 원성 높아져', 아시아경제, 2016.12.08. 인용.

2) Intellectual Property Right, 지적재산권, 지식재산권, 게임 산업에서의 IP는 개발한 게임 외에도 게임 캐릭터, 게임 스토리 등을 말하며, 게임산업에서는 게임개발을 통해 창작한 IP를 활용해 캐릭터 사업, 출판물 제작, 영상물 제작 등 폭넓게 활용하고 있다.

3) 일반적으로 게임을 난이도에 따라 분류하면 캐주얼(Casual) 게임, 미들코어(Middle-Core) 게임, 하드코어(Hard-Core) 게임으로 분류할 수 있다. 캐주얼 게임은 게임이용시간이 짧으며 조작이 쉬운 단조로운 게임을 말하며 애니팡이 대표적이며, 하드코어 게임은 게임이용시간이 길고 조작이 어려운 복잡한 게임으로 리니지가 대표적이다. 미들코어 게임은 조작과 이용시간이 캐주얼 게임과 하드코어 게임의 중간에 위치한다.

연도에 영업손실이 발생하면 실질심사를 통해 상장 폐지가 가능하다. 2014년 10월에 상장한 D사는 2015년부터 2017년까지 3개 연도 연속 영업손실이 발생하였고, 2018년에도 영업손실이 발생하면 관리종목으로 지정되는 상황이었다. D사는 장기영업손실로 인한 관리종목 지정의 근거가 되는 영업이익이 별도 재무제표 기준이라는 점을 이용하여, 자 회사를 설립하여 손실을 몰아주고 상장된 모회사를 흑자로 전환시키는 방법을 통해 관리종목 지정을 회피하였다. 본 연구에서 D사의 관리종목 지정 회피 방법에 대해서도 검토한다.

본 연구의 목적은 크게 두 가지이다. 첫째, 원히트 원더 기업의 쇠퇴 원인에 대한 사례를 분석한다. IT 산업은 일반적인 산업과 달리 창의적 아이디어가 기업의 핵심 경쟁력으로 작용하여 짧은 시간에 큰 성공을 거둘 수 있고, 창의적 아이디어가 확산되지 않으면 급격하게 시장에서 도태되기도 한다. 2000년대 온라인의 주류였던 '싸이월드', '다모임', '하두리' 등은 추억의 서비스가 되어버렸고, 2010년대에 애 니팡 하트 날리기가 사회 문제가 되었던 것도 현재는 추억의 이야기가 되었다. 사례 대상인 D기업도 공모 당시에는 장기적으로 꾸준한 이익을 창출할 것으로 기대된 기업이었다. 사례 기업의 쇠퇴 원인에 대한 분석은 창의적 아이디어를 가지고 성공한 기업이 시장에서 오랫동안 살아남기 위해서 어떤 전략이 필요한지에 대한 답변이 될 수 있다.

둘째, 상장폐지규정의 미비점을 이용하여 관리종목 지정을 회피한 사례에 대해 분석한다. 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장은 자유롭게 주식을 사고 팔 수 있는 시장이며, 자본시장이 원활하게 활성화되기 위해서는 자본시장의 투명성이 가장 중요하다. 관리종목 지정과 상장폐지는 상장 당시에 한

국거래소가 정한 요건을 충족하지 못한 기업에 대해 투자자들의 주의를 환기시키거나 자본시장에서 퇴출할 목적으로 도입되었다. 그런데 규정의 미비점으로 인해서 관리종목으로 지정되어야 할 기업이 관리종목으로 지정되지 않는 상황이 지속적으로 발생한다면, 자본시장의 제도적 투명성이 약화되고 이는 자본시장의 활성화에 부정적 영향을 끼칠 수 밖에 없다. 관리종목 지정 회피 방법에 대한 사례 분석은 거래소의 상장폐지규정의 미비점을 보완하는데 경험적 근거로 활용할 수 있을 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 모바일 게임 산업과 D사의 기업 개황에 대해서 알아보고, 3장에서는 D사의 경영성과 하락의 원인에 대해서 분석하며, 4장에서는 D사의 관리종목 지정 회피 방법에 대해서 검토한다. 5장에서는 본 연구를 정리하며 결론 및 시사점을 기술한다.

II. 이론적 배경 및 모바일 게임 산업

2.1 이론적 배경

본 연구는 기업복지가 경영성과에 미치는 영향, 관리종목 지정 회피 방법, IT 기업의 성장과 쇠퇴 등을 연구하였는데, 각 주제별로 선행연구를 정리하였다.

2.1.1 기업복지 관련 선행연구

기업복지⁴⁾에 대한 개념과 용어는 연구자들의 학문적 접근에 따라 다양하게 규정되고 있다. 김정한 등(2004)은 여러 선행연구에서 다룬 기업복지 정의를

4) 본 연구에서는 기업이 직원에게 제공하는 급여 외의 경제적 보상을 '기업복지'라는 용어를 사용한다. 유사한 의미로 사용되는 용어로는 기업복리후생, 직업복지, 근로복지 등이 있으나, 기업복지라는 용어가 일반적으로 가장 많이 사용되는 것으로 판단하여 해당 용어를 사용한다.

정리하였는데, 임금과 기본노동조건 이외에 추가적으로 기업부담 하에서 제공되는 편익(노동부, 1988), 임금이나 근로시간 등과 같은 기본적인 근로 조건 이외의 부가적 내지 부차적 근로조건의 개선을 통하여 근로자의 복지를 향상시키는 것을 목적으로 하는 모든 정책이나 활동(박세일, 1988), 기업이 주체가 되어 근로자와 그 가족을 대상으로 하는 임금 이외의 급부(송준호, 1996) 등으로 정리하였다.

기업복지의 범위를 어디까지 볼 것인가도 다양한 의견이 있다. 고용노동부에서는 매년 상용근로자 10인 이상의 기업체를 대상으로 '기업체 노동비용 조사'를 실시하는데, 고용노동부는 노동비용을 정액·초과급여, 성과급 및 상여금 등 임금을 포함하는 직접노동비용과 퇴직급여, 법정노동비용, 법정의 복지비용, 교육훈련비, 채용관련비 등을 포함하는 간접노동비용으로 분류하여 보고하고 있다. 강영걸(2002)은 기업복지와 노동생산성 간의 관계를 연구하면서 기업복지의 크기에 대한 대리변수로 복리후생비를 사용하였다. 그는 복리후생비가 4대 보험의 사측기여분과 같은 법정노동비용을 포함하는 단점이 있으나 복리후생비와 기업복지 간의 상관관계의 존재한다는 것이 일반적인 인식이기 때문에 기업복지에 대한 대리변수로 복리후생비를 사용하는데 큰 문제가 없을 것이라고 주장했다. 김정한 등(2004)은 기업복지비용을 복리후생비로 간주하는데, 현금급여 외의 노동비용에서 복리후생비를 제외하면 금액이 크거나 비중이 아주 작기 때문에 기업복지비용을 복리후생비로 간주하는데 큰 무리가 없다고 판단했다.

기업복지의 역할은 다음과 같다. 첫째, 노동력의 유지확보에 기여한다. 기업은 임금인상 및 복지혜택을 강화하는 방향으로 기업의 내부노동시장을 형성하여 생애에 걸친 복지를 제공함으로써, 우수한 인재의 이탈을 방지하고 노동력의 확보·유지를 도모한다. 둘째, 기업과의 일체감을 양성한다. 직원에 한정하지 않고 그 가족도 포함하는 형태의 복지를 제

공함으로써 직원의 기업에 대한 귀속의식 배양과 신뢰감·일체감을 양성한다. 셋째, 공적복지와 사회보장제도를 보완한다. 산업화가 늦게 시작된 이유로 선진국에 비해 낮은 우리나라의 공적복지 수준은 기업복지의 강화를 초래하였으며, 기업복지는 공적복지를 보완한다. 넷째, 임금보완기능을 수행한다. 기업복지는 직접적인 임금지급과 달리 생활지원, 원호적 기능을 수행한다(김정한 등, 2004).

임금과 달리 기업복지는 다음의 특징을 지닌다. 첫째, 기업복지비는 원칙적으로 노동의 질이나 양, 능률 등에 의해 차등을 두지 않는다. 둘째, 기업복지비는 기본적으로 직원들을 대상으로 하는 집단보상의 성격을 띤다. 셋째, 기업복지비는 직원에게 급부의 상황이나 조건이 발생하는 경우에 혜택이 주어진다. 넷째, 기업복지비는 급부의 상황이나 조건과 같이 특정한 용도로 한정된다. 기업복지는 수급 상황이나 조건의 발생하면 지급을 받을 것이라는 기대소득이다. 여섯째, 기업복지비는 현금 외에도 현물, 서비스, 시설물 이용 등 다양한 형태로 지급된다. 마지막으로 기업복지비는 생활수준의 직접적 향상보다는 안정화에 기여한다(김식현, 1996).

기업복지는 노동력의 안정적 확보, 기업과의 일체감 양성, 노동생산성 향상 등을 목적으로 하는 노무관리의 일환이다. 기업복지가 다른 노무관리제도와 차이점은 다음과 같다. 첫째, 기업복지는 노동의 직접적인 대가가 아니다. 개인의 업적과 연계되는 것이 아니라 고용 상태 자체에 의해 지급되며, 임금이 상대적으로 낮은 젊은 층에게 기업복지의 가치가 높을 수 있다. 둘째, 필요한 활동에 중점적으로 배분이 가능하다. 직원 1인당 연간 복지예산은 소액이지만, 종신고용을 전제로 생애주기에서 필요에 따라 집중적으로 기업복지비를 사용할 수 있다. 셋째, 집단에 의한 규모의 경제가 가능하다. 직원 개인이 아니라 기업 직원 전체가 실시하는 것이므로 규모의 경제를 통해 비용 감소, 추가 혜택 등의 이득을 얻을

수 있다. 넷째, 세법상의 우대조치가 있다. 기업복지는 법인세, 소득세법 상의 우대조치가 있어 기업과 직원 모두 절세의 이점을 얻을 수 있다. 다섯째, 기업은 기업복지를 통해 기업의 독자성을 발휘할 수 있다. 업종별로 임금의 큰 차이를 두기는 힘들지만, 기업의 의지에 따라 독자적인 기업복지를 제공하여 차별화 할 수 있다(김정한 등, 2004).

우리나라에서 기업복지와 기업성장에 관한 실증분석 연구가 많이 수행되지는 않았다. 강영결(2002)은 우리나라의 308개 상장기업의 1989년부터 1996년까지의 자료를 사용하여 기업복지와 노동생산성 간의 관계를 연구하였다. 기업복지의 대리변수로는 직원 1인당 복리후생비를 사용하였으며, 노동생산성의 대리변수로는 직원 1인당 부가가치 및 직원 1인당 매출액을 사용하였다. 연구 결과, 직원 1인당 복리후생비가 증가할수록 직원 1인당 부가가치 및 직원 1인당 매출액을 향상시킨다는 결과를 검증하였으며, 기업복지가 노동생산성에 긍정적 영향을 미친다고 주장하였다.

신범철(2005)은 1992년부터 2000년까지 우리나라의 상장 및 비상장 기업을 표본으로 하여 사내근로복지기금이 생산성 향상에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과, 사내근로복지 증가가 노동의 질적 향상과 생산성 향상에 영향을 미치며, 대기업보다는 중소기업에서 생산성 효과가 크게 나타나며, 생산성 효과는 수급자 비율이 증가할수록 강화되는 것을 확인하였다.

김성민과 민춘식(2011)은 손금한도를 이유로 접대비를 복리후생비로 전환할 것이라는 예상을 바탕으로, 2002년부터 2009년까지 외감법 대상기업 4,355개를 대상으로 경영성과에 따라 접대비와 복리후생비의 전환 연구를 검증하였으며, 추가적으로 접대비와 복리후생비가 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 복리후생비와 관련된 연구 결과만을 정리하면 접대비를 한도 내에서 지출한 기업들은 복리후생비

지출이 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것을 검증하였다.

우동조 등(2014)은 2002년부터 2010년까지의 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업을 대상으로 복리후생비율, 스톡옵션비율, 직원 대여금 비율이 기업의 1인당 부가가치에 미치는 영향을 검증하였다. 복리후생비와 관련된 연구 결과만을 정리하면, 복리후생비를 총자산으로 나눈 복리후생비율은 직원 1인당 부가가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 복리후생은 직원의 동기부여에 기여한다고 주장했다.

박지성 등(2019)은 기업복지의 선진사례라 할 수 있는 이케아코리아의 복리후생제도의 사례 분석을 통해 한국 기업에 시사점을 언급하였다. 이케아코리아는 차별적 임금을 통한 직무 성과 향상과 보편적 복리후생 제도를 통한 직무 만족 및 조직 헌신의 상반된 효과를 동시에 극대화 할 수 있음을 보여주었다. 또한, 비용우위전략의 실현에 있어서 직무수행에서의 절감이나 직무 가치에 다른 차이 등을 통해서도 가능하다는 점을 언급하였다.

2.1.2 상장폐지 및 관리종목 관련 선행연구

상장폐지나 관리종목과 관련 선행연구는 많이 연구되지는 않았으나, 상장폐지 기업의 이익조정 여부에 대한 연구는 비교적 많이 수행되었다.

김경호와 박종일(1999)은 부실화된 기업들의 언제부터 회계정보의 왜곡경향이 발생하였는지를 검증하였다. 연구대상은 1996년부터 1998년 7월까지 법정관리대상종목으로 지정된 75개 기업이며, 수정 Jones모형을 사용하여 이익조정에 유의한 차이가 존재하는지를 검증하였다. 연구 결과 통제표본에 비해 대체적으로 부실발생 8년 전부터 부실발생 2년 전까지 통계적으로 유의한 양(+)의 재량적발생액이 나타난 것을 검증하였으며, 부실발생시점에서 꽤 오

래전인 8년전부터 이익조정을 수행한다는 것으로 해석하였다.

나중길과 최정호(2000)은 부실기업이 부실화되기 이전에 기회주의적으로 이익조정하는지를 연구하였다. 연구 결과, 과거 연구와 달리 부실기업이 부실 이전 기간에 광범위하게 이익을 상향조정한다는 증거를 찾을 수 없었으며, 오히려 부실기업은 비부실기업과 비교하여 부실 발생 2년 전과 1년 전에 이익을 감소시키는 방향으로 재량적발생액을 계상하는 것으로 나타났다.

김문태와 이지현(2012)은 상장폐지 실질심사에 의해 상장폐지된 코스닥 기업의 상장폐지 이전 3개 연도의 이익관리 패턴을 검증하였다. 2009년부터 2012년 상반기까지 실질심사에 의해 상장폐지된 기업 59개와 대응표본 140개 기업을 대상으로 실증 분석하였다. 연구 결과, 실질심사에 의해 상장폐지된 기업의 재량적발생액은 상장폐지 이전 t-3기, t-2기에 유의적인 양(+)¹의 값이 나타났으나, 상장폐지 직전 연도(t-1)에는 유의적인 음(-)²의 값이 나타났다. 이러한 결과에 대해 과도한 이익의 상향조정을 구사한 기업이 실질심사에 의하여 상장폐지 될 가능성은 높지만, 상장폐지 직전 연도에는 더 이상 이익의 상향조정을 구사할 여력이 없는 것으로 해석하였다.

손성규와 염지인(2013)은 상장폐지위험이 높을수록 상장폐지를 회피하기 위해 이익을 상향조정하는지를 코스닥시장을 중심으로 실증분석하였다. 발생액을 이용한 이익조정과 실물이익조정을 모두 검증하였으며, 2006년부터 2010년까지를 표본기간으로 선정하였다. 연구 결과, 코스닥시장에서는 상장폐지 위험이 높을수록 이익을 상향조정하는 것으로 나타났으며, 발생액을 이용한 이익조정보다 실물이익조정을 더욱 선호하는 것으로 나타났다.

상장폐지기업의 특성에 관해서도 다수의 연구가 수행되었다. 박재환 등(2011)은 상장폐지기업의 재무적 요인에 대한 예측 및 설명을 위해서 상장폐지기

업 결정요인에 관한 연구를 수행하였다. 연구 결과, 당기부채비율, 당기 이자지급은 차기 상장폐지 여부와 유의한 양(+)³의 값이 나타났으며, 당기 매출액 성장률과 당기 배당금 지급은 차기 상장폐지 여부와 유의한 음(-)⁴의 값이 나타났다. 또한, 당기 내부회계관리제도의 취약점과 당기 재량적 발생액은 차기 상장폐지 여부에 유의한 양(+)⁵의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이석근 등(2015)은 상장폐지기업이 상장폐지 이전에 보수적으로 회계처리 하는지 검증하였다. 상장폐지 5년 전부터 매 연도별 보수주의 정도를 분석한 결과, 코스닥 기업 중 Non-Big4 감사인에게 감사를 받은 기업들은 상장폐지 2년 전과 대비하여 상장폐지 직전 연도에 보수주의가 약해지는 것을 확인하였다. 상장폐지 2년 전과 대비하여 상장폐지 직전 연도에 보수주의 완화 경향은 코스닥시장이 더욱 강한 것으로 나타났으며, 외감법에 의해 상장폐지되는 상장폐지기업의 보수주의 완화 정도가 더욱 큰 것으로 나타났다.

상장폐지와 관련된 사례연구도 일부 수행되었다. 김지엽과 김용식(2014)은 B회사의 사례를 통해 타법인주식 취득이 상장폐지에 어떤 영향을 미쳤는지를 분석하였다. 사례기업 B사는 2000년에 코스닥 시장에 상장한 컴퓨터 소프트웨어 개발 기업이며, 2008년에 감사의견거절을 사유로 상장폐지 되었다. B사는 실제 주식가치보다 훨씬 부풀려진 인수가격으로 비상장 회사를 취득하고, 비상장회사의 대주주로부터 양수도 이후에 인수대금의 일부를 수수하는 방법의 횡령사건이 발생하였고, 해당 횡령으로 인해 감사의견거절 사유로 상장폐지 되었다.

박재환 등(2015)은 상장폐지 위험에 처한 A사의 회계부정과 이에 대한 감리사례를 분석하였다. 사례기업은 A사는 1998년에 코스닥시장에 상장한 자동차 부품 기업이며, 2006년에 금융감독원은 A기업에 대한 감리에 착수하였다. 감리 결과, A회사는 2005

년과 2006년도 회계처리기준 위반으로 감리지적을 받았으며, 2007년 3월에 자본잠식을 50% 이상 규정에 따라 관리종목으로 지정되었다. 주요 감리사항으로는 미수금 과대계상, 매출 및 매출원가의 과대계상 등을 지적 받았다.

2.1.3 게임개발사 관련 사례연구

본 연구가 게임개발사에 대한 사례연구이므로, 기존의 게임개발사와 관련된 사례 연구를 정리하였다. 이상윤 등(2008)은 모바일 게임 시장의 성공 요소를 게임 장르별로 구분하여 분석하였다. 분석 결과 RPG/ 타이쿤/시뮬레이션 장르와 슈팅/액션/아케이드 장르는 전반적으로 시각적 효과가 상대적으로 더 중요한 것으로 분석하였다. 퍼즐/퀴즈/보드 장르는 유행성이 초기 구매와 지속적 성과에 유의한 요소로 나타났다.

김상훈과 이유석(2015)은 2011년에 설립된 모바일 게임개발사인 엑스몬 게임즈의 성장 사례를 분석하였다. 엑스몬 게임즈는 세 번째 개발작이며 슈팅 게임인 슈팅 히어로즈 for Kakao를 2013년 2월에 출시하며 급성장하였으며, 2014년 3월까지 두 개의 게임을 추가로 개발하여 카카오톡을 통해 유통하였다. 연구자들은 엑스몬게임즈가 갈림길에 있는 것으로 판단하였는데, 2014년에 고사양 RPG 게임이 대거 출시되며 모바일 게임시장이 고사양 RPG 중심으로 재편될 수 있다는 예상 때문이었고, 엑스몬 게임즈는 미들코어 RPG를 추구하고 있었기 때문에 시장에서 도태될 수 있는 갈림길에 있다고 판단하였다.

강다운 등(2016)은 넥슨의 온라인게임 시장 성공 전략을 분석하고, 이를 활용해 모바일 시장에 진출한 과정과 성과에 대한 사례 분석을 수행하였다. 넥슨은 1994년에 설립된 게임개발사로서 일본 증권시장에 상장되어 있다. 그들은 넥슨의 온라인 게임 시장의 성공요인으로 부분유료화라는 새로운 수익구조

의 개발, 독창적 게임 개발 능력, 적극적 기업 인수 합병으로 분석하였다. 그리고 넥슨이 모바일게임 시장에서 성공하기 위해서는 단순히 온라인게임의 성공 전략을 반복할 것이 아니라, 모바일에 초점을 맞춘 새로운 전략을 수립하는 것이 필요하다고 제안했다.

2.1.4 선행연구와의 비교

우리나라 IT 기업의 사례를 분석한 선행연구는 많으나, 대부분이 성공 요인에 대한 연구이며 쇠퇴 원인에 대한 연구는 거의 없다. 앞서 언급한 선행연구 중에서 엑스몬게임즈의 성공 사례 연구가 있었다. 그러나 2015년 이후로 엑스몬게임즈에 대한 자료를 찾을 수 없으며, 2020년 현재는 게임개발을 하지 않는 것으로 파악된다. IT 산업의 특성이 창의적 아이디어로 빠르게 성장할 수 있기 때문에 수 많은 성공스토리가 있다. 하지만 성공한 IT 기업이 빠르게 쇠퇴하였는지에 대한 연구는 거의 없다. 쇠퇴 원인에 대한 사례 연구는 앞으로 성공한 IT 기업이 장기적으로 경쟁력을 유지하기 위해서 어떤 전략이 필요한지에 대한 참고 사례로 작용할 수 있다.

대부분 선행연구에서 기업복지는 경영성과에 긍정적인 영향을 미치며, 여론에서는 기업복지가 절대적인 선(善)으로 인식되고 있다. 선행연구나 여론은 일반적인 기업이 일반적인 수준의 기업복지를 제공하는 경우를 연구한다. 그러나 본 연구에서는 기업복지가 극단치(Outlier)에 있는 기업에 대한 사례를 분석하여, 기업복지가 과하게 제공되더라도 기업의 성과에 긍정적인지에 대한 경험적 증거를 제시한다. 과유불급이라는 말이 있듯이, 좋은 것이라도 과하게 제공되면 탈이 나기 마련이다. 시장 평균을 크게 상회하는 기업복지를 제공하는 기업의 사례 분석을 통해 기업복지와 경영성과 간 균형에 대한 경각심을 제공할 수 있다.

사례 대상 기업은 2018년부터 자회사를 설립하여

손실을 몰아주고 개별 재무제표의 영업이익을 흑자 전환하였으며, 한국거래소 규정의 미비점을 이용하여 관리종목 지정을 회피하였다. 규정의 미비점을 통해 관리종목 지정을 회피하는 방법에 대한 사례 분석과 실증 분석은 수행된 적이 없다. 본 연구에서 관리종목 지정 회피 방법에 대한 사례 제시는 상장 폐지규정의 미비점보완을 위한 경험적 증거로 적용될 수 있을 것이다.

2.2 모바일 게임 산업 및 D사 개황

2.2.1 모바일 게임 산업 개황

2018년 기준으로 국내 게임시장 규모는 14조 2,902억원이며, 2009년에 6조 5,806억과 비교하면 매년 평균적으로 8%씩 성장하고 있다. 2017년에 처음으로 모바일 게임 시장 규모가 PC 게임 시장 규모를 넘어섰으며, 2018년 기준으로 모바일 게임 시장의 매출 규모는 6조 6,558억원이며 전체 게임 산업에서의 점유율은 46.6%이다. 모바일 게임 시장의 증가세는 지속할 것으로 보이며, 2019년 7조 824억원, 2020SUS 7조 2,579억으로 증가할 것으로 전망된다. 2018년 기준으로 한국은 전 세계

게임 시장에서 6.3%의 비율을 점유하여 미국, 중국, 일본의 뒤를 이어 세계 4위의 규모이며, 모바일 게임 산업은 세계 모바일 게임 시장의 9.5%를 점유하여 중국, 일본, 미국에 이어 세계 4위를 차지하고 있다.⁵⁾

2011년부터 2018년까지 모바일 게임 산업의 매출 규모를 따로 정리하여 <표 1>에 제시하였다. 모바일 게임이 급격하게 성장한 시기는 2012년부터 2013년까지이다. 전년도 대비하여 2012년에는 89.1%, 2013년에는 190.6% 증가하며 2년 만에 모바일 게임 시장 규모가 6배가 증가할 정도로 폭발적인 성장을 이루었다. 2012년에 모바일 게임시장의 성장을 주도한 요소는 소셜게임⁶⁾이었으며, 2012년 후반기에는 ‘카카오톡 게임하기⁷⁾’로 볼 수 있다.⁸⁾ 2012년 전반기까지 모바일 게임의 유통은 애플 앱 스토어와 안드로이드 마켓이 절대적이었으며, 평소에 게임에 관심이 많은 소비자 위주로 시장이 형성되어 있었다. 2012년 후반기에 카카오톡 게임하기가 출시되면서 모바일 게임 시장의 폭발적인 성장을 이끌었다. 이 당시에 가장 성공한 게임은 ‘애니팡’으로서 출시 75일만에 2,000만건의 다운로드 실적을 달성했고, 1일 이용자 수 1,000만명, 순간 동시접속자 수가 300만명에 달했다.⁹⁾ ‘카카오톡 게임하기’의 서비스 초기에 유통된 게임 중 큰 성공을 거둔 게임으

<표 1> 2011-2018. 전체 게임 산업 및 모바일 게임 산업 매출 규모(단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
모바일게임	4,236	8,009	23,277	29,316	34,844	43,301	62,102	66,558
점유율	4.8%	8.2%	23.9%	29.4%	32.5%	39.7%	47.3%	46.6%
성장률	33.8%	89.1%	190.6%	25.9%	18.9%	24.3%	43.4%	7.2%
전체게임	88,047	97,525	97,198	99,706	107,223	108,945	131,423	142,902

출처: 2012년부터 2019년까지 매년 발간된 ‘대한민국 게임백서’ 내용 정리.

5) 한국콘텐츠진흥원, 2019 대한민국 게임백서 인용.

6) 소셜 네트워크를 기반으로 인적 네트워크 형성을 목적으로 즐기는 게임을 총칭하는 장르명. 네이버 백과사전 참조.

7) 현재 카카오킴 게임즈의 전신이 되는 서비스로서 카카오킴에서 게임을 실행할 수 있고 카카오킴 친구와의 게임 연동하는 서비스. 2012년 7월 30일 서비스 출시.

8) 한국콘텐츠진흥원, 2013 대한민국 게임백서 참조

9) ‘애니팡 내려받기 2000만건 넘었다’. 문화일보, 2012.10.12. 참조

로는 '애니팡', '아이러브커피', '드래곤 플라이트', '켄디팡', '바이킹 아일랜드' 등이 있는데,¹⁰⁾ 이들 게임은 게임이용자들이 짧은 시간에 쉽게 이용할 수 있는 '캐주얼 게임'¹¹⁾이다. 롤플레이(RPG)이나 스포츠 등의 게임 유형을 모바일로 구현하려면 스마트폰의 성능이 충분히 뒷받침 되어야 한다. 그러나 스마트폰 보급 초기에는 스마트폰의 기술적 수준이 낮아서 자연스럽게 스마트폰 성능에 영향을 덜 받는 캐주얼 게임 중심으로 모바일 게임 시장이 형성되었다.

2013년에 들어서면서 대부분의 휴대폰 사용자들이 피쳐폰 대신에 스마트폰으로 전환하였으며, 2013년부터 국내 게임산업의 주도권이 모바일로 넘어갔다. 2013년은 게임 유통 플랫폼으로서 '카카오톡'의 지위가 절대적이어서 새로운 게임의 성공은 카카오톡을 거치지 않으면 불가능할 정도였다. 카카오톡에 서비스하기 위해서 약 3,000개에 달하는 신작 게임이 대기하는 등 카카오톡은 모바일 게임 시장 성공을 위해서 반드시 거쳐야 하는 경로가 되었다. 2013년에 모바일 게임 시장이 폭발적으로 성장하자 넷마블, 한게임, 위메이드 등 자본력이 풍부한 기존의 대형 온라인 게임 기업들이 모바일 게임 시장에 뛰어들기 시작했다. 이들 기업은 카카오톡을 통한 게임 유통에 국한되지 않고 자본력을 동원해 자체적인 마케팅과 홍보를 수행하였다.¹²⁾ 온라인 기업들의 모바일 게임 시장 진입으로 인해서 카카오톡으로 유통만 하면 성공한다는 기존의 공식을 탈피하게 되었고, 모바일 게임의 완성도, 기술적 수준, 마케팅 능력이 부각되기 시작했다. 2014년부터 모바일 게임 시장에서도 자본력이 중요한 요인으로 작용하며 중소기업에서 대형 개발사로 모바일 게임의 대세가 옮겨

겨가기 시작했다.

2014년부터 모바일 게임 시장의 주류가 캐주얼 게임에서 롤플레이게임(RPG)¹³⁾으로 넘어갔다. 2013년 후반부터 모바일 게임 시장에 진입한 대형 게임사가 자본력을 바탕으로 RPG 게임을 출시하였고, RPG 게임을 스마트폰으로 이용하는데 충분한 수준으로 스마트폰의 기술 수준이 향상된 점도 RPG가 시장의 대세가 되는데 기여했다. 2014년부터 모바일 게임 시장에서 카카오톡에 대한 의존도가 급격하게 감소하기 시작했는데, 카카오톡 게임하기의 높은 수수료에 따른 불만으로 개발사들이 카카오톡을 통한 유통을 포기하고 대중을 대상으로 대규모의 매스(Mass)마케팅을 시작했다. 게임 개발사가 카카오톡으로 유통할 경우, 구글이나 애플에 30%의 수수료를 지불한 상태에서 추가로 카카오톡에 30%의 수수료를 지불하기 때문에 전체 매출의 49%만이 개발사가 가져갈 수 있었다. 2013년 후반부터 진입한 대형 개발사는 카카오톡에 수수료를 지불하는 대신에 충분한 자본력을 바탕으로 대규모 마케팅을 직접 수행하기 시작했다. 2013년 후반에 핀란드의 개발사 슈퍼셀이 우리나라에 '클래시 오브 클랜'을 출시했는데, 카카오톡을 통하지 않고 수백억원의 마케팅 예산을 지출하며 크게 성공하였고, 2014년 모바일 게임 국내 매출 순위에서 최상위권에 장기간 머물렀다. 슈퍼셀의 성공은 카카오톡을 통하지 않고도 크게 성공할 수 있는 사례를 제시하면서 모바일 게임 시장에서 카카오톡에 대한 의존도는 더욱 약화되었다.¹⁴⁾ 자본력 부족으로 인해 대형 RPG게임 제작과 대규모 마케팅을 수행하기 어려운 중소기업에서는 모바일 게임시장에서 점유율을 잃기 시작했다.

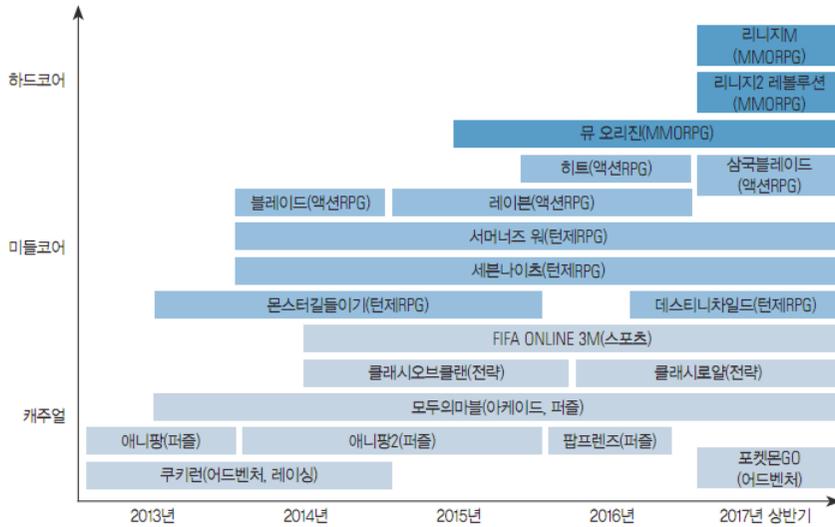
10) '카톡 때문에 대박 난 이곳 어딘가 봤더니...'. 디지털타임스. 2012.10.04. 참조.

11) Casual Game. 자투리시간을 이용해 간편하게 즐길 수 있는 온라인 게임을 말한다.(한경 경제용어사전 참조).

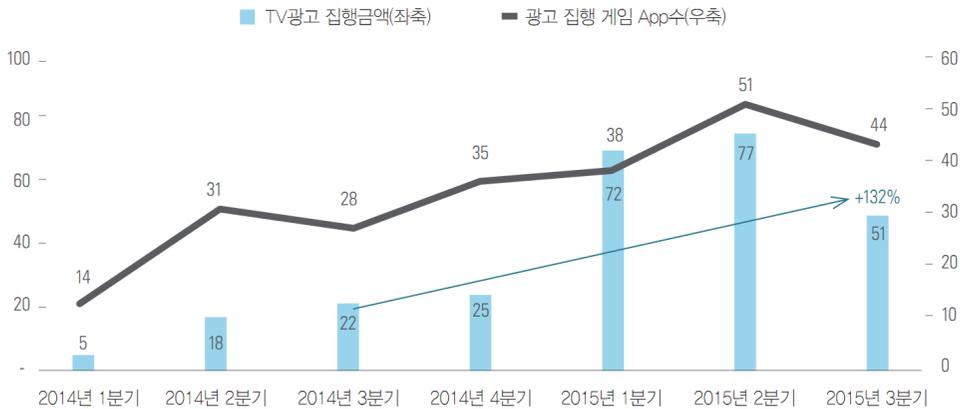
12) 2014 대한민국 게임백서 참조.

13) 롤플레이(Role Playing) 게임은 플레이어가 게임 속의 주인공이 되어서 가상의 세계에서 게임 내에 주어진 역할을 수행하면서 퍼즐을 풀어나가는 방식의 게임으로, 스토리를 중심으로 전개되며 주인공이 성장하는 특징이 있다.(한국게임의 역사' 참조)

14) 2014 대한민국 게임백서 참조.



〈그림 1〉 국내 모바일 게임 트렌드 변화(2013~2017 상반기)



〈그림 2〉 모바일 게임 TV 광고비 집행금액 추이(2014년 1분기~2015년 3분기)

2015년 이후부터는 현재와 같이 대형 개발사들의 RPG 게임 위주로 모바일 게임 시장이 정착이 되었다. 〈그림 1〉을 보면 2013년부터 2017년 상반기까지 모바일 게임의 트렌드 변화를 볼 수 있다. 스마트폰 보급 초기인 2013년에는 카카오톡을 통해 유통되는 중소 개발사의 캐주얼 게임이 시장의 대세였으나, 시간이 지나면서 대형 개발사들의 RPG 게임이 시장의 대세가 되었다. 2015년부터 온라인 게임으

로 큰 성공을 거둔 리니지, 검은사막, 배틀그라운드, FIFA ONLINE 등의 게임이 모바일로 이식되어 장기적으로 높은 매출 실적을 달성하고 있으며, 이러한 트렌드는 2020년 현재에도 지속되고 있다.

〈그림 2〉에 모바일 게임 TV 광고비 집행금액을 제시하였다. 2012년부터 2013년 상반기까지 카카오톡이 모바일 게임 마케팅에 절대적인 위치를 차지하고 있었으나, 2013년 하반기부터 대형 개발사들

이 모바일 게임 시장에 진입하면서 매스미디어를 활용하여 대중에 직접 마케팅하기 시작하였다. 이러한 이유로 모바일 게임 개발사들의 TV 광고비가 급격하게 늘기 시작하였으며, TV 광고를 수행하는 개발사들의 수도 증가했다.

모바일 게임 시장의 트렌드 변화는 충분히 예측 가능했는데, 그 이유는 온라인 게임 시장의 트렌드 변화와 유사했기 때문이다. 2000년대 초반인 온라인 게임 시장 초기에 많은 회사가 난립하였고 다양한 형태의 게임이 출시되었으나, 현재는 몇 개의 대형 개발사의 RPG 게임 위주로 시장이 정착이 되었다. 중소 개발사라도 모바일 게임 시장의 변화를 미리 예상하고 적절한 대응을 했다면, 지금도 충분한 경영성과를 유지할 수 있을 것이라고 생각된다.

2.2.2 D사 개황

D사는 스마트폰용 모바일 게임의 개발 및 유통(Publishing), 게임을 통해 창작한 IP(Intellectual Property)를 활용한 상품 사업을 주요 사업으로 하는 게임제작사이며, 중소기업기본법 제2조 및 중소기업기본법 시행령에 따라 중소기업에 해당한다. D사는 2007년 5월 30일에 설립되었고, 2010년 3월

에 상호명을 현재의 D사로 변경하였으며, 2014년 10월 6일에 코스닥시장에 상장하였다. 결산월은 12월이며, 2016년 기말재무제표의 주요 내용은 아래의 <표 2>과 같다.

2014년은 상장 연도로서 매출액 695억원, 영업이익이 330억원, 당기순이익이 310억원으로 매출액 대비 영업이익률이 47.52%, 총자산이익률이 15.37%로 상당한 경영성과를 보고하였다. 이러한 실적을 바탕으로 상장을 하였으나 다음해부터 매출액이 급격하게 감소하기 시작한다. 2015년에는 영업이익이 적자로 돌아서서 38억원의 영업손실을 기록했으며 당기순손실이 6억원 발생했다. 2016년에는 영업손실이 116억원 발생하여 적자 규모가 더욱 커졌으며 당기순손실이 105억원으로 확대되었다. 2017년에도 영업손실이 106억원, 당기순손실이 131억원이 발생했다. 한국거래소의 상장폐지규정에 최근 4사업연도 영업손실이 발생하면 관리종목으로 지정되고, 관리종목 지정 이후 회계기간에 영업손실이 발생하면 상장폐지가 가능하다. D사의 영업실적이 2018년에도 좋지 않았기 때문에, 2018년에도 영업손실이 발생하여 관리종목 지정이 될 가능성이 높았다. D사는 관리종목 지정을 회피하기 위해 자회사에 손실을 몰아주며 모 회사의 영업이익을 흑자전환시켰다. 관리종목 지정

<표 2> 2014-2019. D사 주요 재무정보 (단위: 백만원)

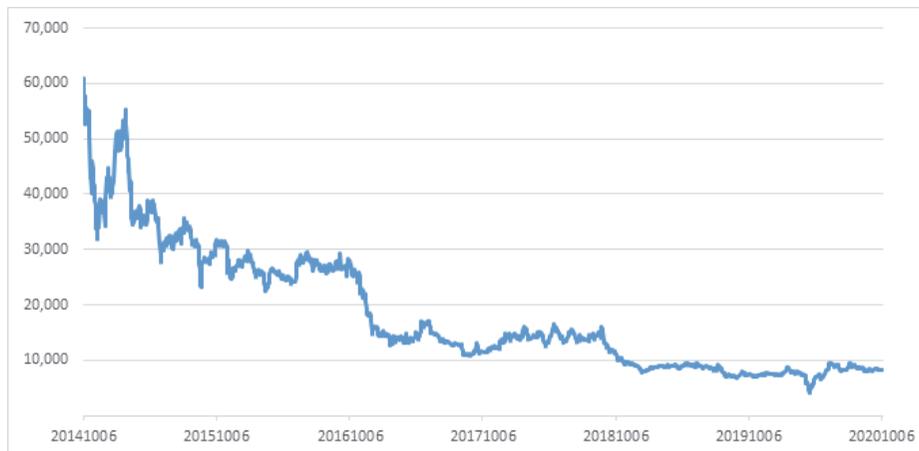
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
자산	203,536	158,172	149,305	143,000	121,221	109,296
유동자산	198,582	129,399	123,465	102,834	82,350	71,462
비유동자산	4,954	28,774	25,840	40,166	38,860	37,834
부채	8,199	2,284	2,215	2,208	2,944	4,591
자본	195,338	155,888	147,091	140,792	118,266	104,703
매출액	69,496	19,546	15,022	17,145	36,740	38,423
영업비용	36,252	22,779	26,298	27,651	32,597	40,062
영업이익	33,026	-3,783	-11,635	-10,645	4,143	-1,639
당기순이익	31,303	-615	-10,505	-13,082	-22,676	-13,127
총포괄손익	31,152	-969	-10,538	-6,930	-23,066	-13,679

회피에 대해서는 본 연구의 4장에서 상세히 다룬다.

D사는 2015년에 당기순손실이 발생한 이후 2016년부터 2019년까지 매년 100억원대 이상의 당기순손실을 기록하고 있으며, 2014년에 1,953억원이었던 자본은 2019년 기말에는 1,047억원으로 감소되었다.

D사는 2007년 5월에 설립 이후 스마트폰용 어플리케이션(Application, 이하 App)을 제작하는 것을 목표로 하였는데, 회사의 6번째 App이자 최초의 게임 App이었던 O게임이 애플사의 App마켓인 앱스토어(App Store)의 외국 시장에서 좋은 반응을 보이며 대형 게임사로부터 투자를 받았다. 2013년 4월에 O 게임을 바탕으로 만든 C 게임을 출시하고 카카오톡 게임하기로 유통되며 엄청난 성공을 이루었다. C 게임은 캐릭터가 시작지점부터 목표지점까지 자동으로 계속 달리면서 장애물을 뛰어 넘는 러닝 액션게임이다. 벤처기업이었던 D사에 있어서 C 게임은 코스닥 시장에 상장할 정도로 성장하게 만든 메가

히트작이었으며,¹⁵⁾ 현재도 D사는 C 게임의 후속작 및 C 게임의 IP를 활용한 캐릭터 사업 등이 주요 사업활동이라 할 수 있다. C 게임은 2013년 5월에 구글사의 App마켓 중의 한국 시장인 구글플레이 한국에서 1위를 달성하였으며, 2013년 7월에는 C 게임의 가입자가 1,000만명을 돌파하였고, 2013년에는 문화체육관광부가 주관하는 대한민국 게임대상에서 게임캐릭터부문 우수상을 수상하였다. 2014년 1월에 일본, 대만, 태국 등의 해외 App마켓 시장에 출시하였고, 출시 한 달만에 1,000만 다운로드를 달성하였으며 2014년 10월 상장 전까지 C 게임의 국내외 다운로드는 7,500만 다운로드를 달성할만큼 엄청난 성공을 거두었다.¹⁶⁾ 한국능률협회컨설팅(KMAC)이 주관하는 2015년 한국산업 브랜드파워(K-BPI) 조사에서 온라인게임 부문에서 C 게임이 전체 3위를 차지했는데, 당시에 1위가 선데이토즈사의 애니팡, 2위가 엔씨소프트사의 리니지였다.¹⁷⁾ 그리고 딜로이트 글로벌(DTTS)이 주최한 2015 아시아태평양



〈그림 3〉 상장 이후 D사의 일별 주가 변동(2014.10.06.~ 2020.10.08. 종가 기준)

15) 카카오톡 게임하기로 출시한 모바일 게임 중에서 가장 유명하고 성공한 게임이 애니팡과 C 게임이며, 카카오키즈 3총사 중에 하나가 D사였다.

16) D사 2014-2019 사업보고서 참조.

17) 한국능률협회컨설팅 2015년도 제17차 한국산업의 브랜드파워(K-BPI) 조사 결과 인용.

고속성장 500대 기술 기업 전체 1위에 선정되었는데, 2014년도 1위가 카카오였다.¹⁸⁾

C게임의 엄청난 성공에 힘입어 2014년 10월 6일에 코스닥시장에 상장하였다. 공모 당시 D사 주식의 주당 액면금액은 500원으로서 공모가를 53,000원에 설정하였다. 공모 청약 경쟁률은 57.86대 1을 기록할 정도로 성공적으로 공모를 달성하였고, 1,431억원의 공모자금을 확보하였다. D사는 조달한 공모자금을 신규게임 개발 및 운영, 외부게임 콘텐츠 소싱비용, 게임 IP활용 상품사업 등의 목적으로 사용할 것이라 공시하였다.¹⁹⁾ 상장 첫 날에는 시초가가 71,000원으로 시작하였으나 61,000원에 마감하였다.²⁰⁾

공모 이후 D사는 후속작 개발 지연과 모바일 게임 산업 트렌드 변화에 적응을 실패하면서 경영성과가 급격히 나빠졌다. 현재(2020.10.08.)까지 주가 변화는 <그림 1>과 같다. 공모가가 53,000원이며 최고 77,000원까지 도달했던 D사의 주가는 2015년 이후로 급격하게 감소하였고, 2020년 10월 8일 현재 8,320원으로서 공모가 대비 84.3%가 감소하였다. 공모 시점에 5,724억원이던 시가총액은 현재 932억원으로 감소하였다. 이러한 주가 감소는 경영성과 악화가 자연스레 반영된 것으로 볼 수 있다.

III. D사 경영성과 악화 원인 분석

3.1 모바일 게임 산업 트렌드 변화 대응 실패

D사는 이른바 ‘카카오 키즈’라고 불리는데, ‘카카

오 키즈’는 카카오톡 게임하기로 유통된 모바일 게임이 큰 성공을 거둔 기업들을 말한다. 카카오 키즈 중에서도 가장 성공한 게임 3개 회사를 이른바 카카오 키즈 3총사라고 부르는데, ‘애니팡’을 개발한 선데이토즈사, ‘아이러브 커피’를 개발한 파티게임즈, 그리고 ‘C게임’을 개발한 D사이다.²¹⁾ 중소 개발사는 우수한 게임을 제작하더라도 마케팅 부족이 항상 존재할 수 밖에 없는데, 카카오톡 게임하기는 카카오톡 지인들 간의 자발적인 마케팅 시스템을 제공하면서 중소 개발사는 마케팅 문제에서 벗어날 수 있었다. 카카오톡 게임하기 서비스 시작 초기에 유통된 게임 중 일부가 큰 성공을 거두게 되었고, D사도 카카오톡 게임하기 서비스 초기에 엄청난 성공을 발판으로 2014년에 상장할 수 있었다. 카카오 키즈가 출시한 게임은 주로 퍼즐, 러닝, 경영 시뮬레이션 등 캐주얼 게임(Casual Game)이라는 특징이 있다. 캐주얼 게임은 유저들이 간단한 조작으로 짧은 시간에 즐길 수 있어서 게임에 대한 접근성과 확산성이 우수한 장점이 있으나, 장기간 즐기기에 콘텐츠가 부족하고 1인당 평균 매출액(ARPU, Average Revenue Per User)이 낮은 단점이 있다. 카카오 키즈 기업들은 대부분 하나의 게임으로 큰 성공을 이룬 후에 후속작이나 신규 게임은 성공을 거두지 못하는 원히트원더(One-Hit Wonder)의 특징을 보이고 있다. D사 역시 전형적인 원히트원더의 모습을 보인다. D사는 현재 C게임의 IP를 활용에 집중하고 있는데, C게임의 후속작인 C2 게임을 출시했고 C게임 캐릭터를 활용한 상품 사업도 수행하고 있다.

스마트폰 보급 초기에는 스마트폰의 낮은 성능, 이용자들의 스마트폰 조작 미숙 등으로 인해 캐주얼 게임이 대세를 이루었으나, 대형개발사의 모바일 게

18) 'D사, 아태지역 고속성장 기업 1위'. 머니투데이, 2015.12.04. 참조.

19) 금융감독원 전자공시시스템 D사 '증권발행실적보고서' 참조.

20) 'D사, 코스닥 첫날 급락... 시초가, 공모가 대비 34% 올라', 머니투데이, 2014.10.16. 참조.

21) 선데이토즈와 D사는 상장 유지 중이며, 파티게임즈는 2018년 3월 감사의견거절로 상장폐지되었다.

임 시장 진입, 스마트폰의 성능 향상 등으로 2015년 이후로는 하드코어 게임²²⁾ 위주의 대형 게임이 대세가 되었다. ‘레이븐’이나 ‘HIT’ 등 모바일 전용 RPG 게임이 큰 흥행을 거두었으며, 기존에 PC게임으로서 대성공을 거두었던 리니지, 리니지2, 배틀그라운드 등의 온라인 게임이 PC와 동일한 수준으로 모바일로 이식되는 등 모바일 게임의 기술적 수준이 크게 향상되었다. 모바일 게임 시장의 트렌드가 캐주얼 게임에서 RPG 게임으로 이동하는 것은 충분히 예상가능한 일이었는데, 그 이유는 온라인 게임 시장에서 이미 캐주얼 게임에서 RPG 게임으로의 트렌드 변화를 경험했기 때문이다. 2000년대 초반에 신규 업체가 난립하며 60여개의 온라인 게임이 시중에 출시되었는데, 게임 간의 차별적 요소가 크지 않아 서비스 가격이 하락하고 마케팅 비용이 급증하며 출혈경쟁이 심화되었다.²³⁾ 출혈경쟁에서 벗어나기 위해서 대형개발사 위주로 게임 자체를 고급화하여 차별화 하는 전략을 수립하였고, 게임 제작에 100억원 이상을 투입하는 대형 게임을 제작하기 시작했다.²⁴⁾ 결과적으로 대형개발사의 온라인 게임과 중소 개발사의 온라인 게임의 질적 차이가 발생했고, 이용자들이 대형 개발사의 RPG 게임을 주로 이용하게 되면서 2000년대 중반부터는 대형 개발사의 위주로 온라인 게임 시장이 정착되었다. 게임의 대형화는 10년 후 모바일 게임 시장에서도 그대로 재현되었다.

스마트폰 보급 초기에는 모바일 게임 시장의 규모가 작았기 때문에 대규모의 자본이 소모되는 대형 RPG 게임을 제작하는 것이 불가능했다. 그러나 카카오톡 게임하기로 인해 모바일 게임 시장의 규모가 크게 확대되면서 대형 PRG 게임의 제작이 가능해

졌다. 모바일 게임의 트렌드 변화가 발생한 시기는 2013년 하반기부터 2014년까지로 볼 수 있으며, 2015년부터는 모바일 게임의 대형화가 시작되었다. 온라인 게임과 모바일 게임이 플랫폼만 다를 뿐 동일한 게임 시장이며, 구성원들도 온라인 게임의 개발과 서비스를 경험한 경우가 많을 것이다. 따라서 모바일 게임 역시 대형 RPG 게임으로 트렌드가 바뀔 것이라는 것은 충분히 예상이 가능한 상황이었다. 그럼에도 불구하고 D사는 기존 캐주얼 게임의 IP만을 활용하는 전략을 선택한 것이 지속적인 경영성과 약화에 원인이 된 것으로 볼 수 있다.

D사가 중소개발사이기 때문에 자본력이 부족해서 어쩔 수 없이 캐주얼 게임 개발을 지속할 수 밖에 없는 상황이라면 납득이 된다. 그러나 D사는 2014년 10월에 상장하며 1,431억원의 자금 공모에 성공했기 때문에 대형 게임 개발을 위한 자본력이 충분했다. 당시에 D사가 상장을 실패할 이유가 없기 때문에 대규모 자금 조달은 확실했으므로, 상장 이전에 조달된 자금의 사용 목적으로 대형 RPG 게임을 선택하고 공모 이후에 자금을 집행하는 전략이 필요했을 것으로 판단된다. 상장 준비로 인해 조달 자금이 활용 계획을 수립하기가 어려웠다면, 상장 이후라도 조달된 자금으로 대형 RPG 게임 제작에 투자하는 결정을 하더라도 늦은 선택은 아니었을 것이라고 판단된다.

3.2 저조한 게임 개발 노력

과거 온라인 게임의 경험을 고려하면 모바일 게임에서도 대형 RPG 게임이 위주가 될 것이라고 판단할 수 있으나, 캐주얼 게임만 제작하던 D사가 갑자기 RPG 게임을 제작하는 결정을 내리는 것이 쉽지

22) 하드코어 게임의 대표적인 유형이 RPG 게임이며, 하드코어 게임이라는 용어가 일반적으로 익숙하지 않으며 대부분이 RPG 게임이므로 이후에는 RPG 게임을 주로 사용한다.

23) ‘온라인 RPG “경쟁 과열”’. 머니투데이. 2002.02.26. 참조.

24) 온라인게임 ‘블록버스터’ 시대 열렸다. 디지털타임스. 2003.09.01. 참조.

않을 수 있다. 자본력에서 앞서는 대형 개발사와 유사한 상품을 제작하여 경쟁하는 것보다 C게임의 IP를 활용한 게임 세계관²⁵⁾을 구축하는 것도 좋은 전략이 될 수도 있다. 일본의 '포켓몬스터'가 독립적인 세계관을 구축하여 다양한 콘텐츠를 제공하는 좋은 사례로 볼 수 있다. '포켓몬스터'는 일본의 게임 개발사인 '게임 프리크'사가 1996년에 발매한 게임으로서, 게임의 세계관을 활용하여 애니메이션, 게임, 영화, 굿즈 등 다양한 콘텐츠를 제공하며 큰 성공을 거두었다. 중소 개발사 입장에서 독자적인 세계관을 구축하는 것도 좋은 선택일 수 있다. 그러나 이러한 세계관을 형성하려면 콘텐츠를 지속적으로 제공해야 되는데, D사는 개발 노력이 저조했다. C게임의 후속작을 2016년 10월에 출시했는데, 상장하며 자금을 조달한지 2년이 지났으며 2013년 3월 출시된 C게임 이후 3년이 지난 시점이다. 완전히 새로운 시나리오 하에서 100억원 이상의 제작비가 투입되는 RPG 게임도 일반적으로 2년 이내에 게임 제작이 완료되는데, 이미 존재하는 게임 IP를 활용하는 후속작이면서 캐주얼 게임인 C2 게임을 출시하는데 3년이 걸렸다는 점에서 이해하기 어렵다.

전작의 캐쉬카우(Cash Cow)가 지속적으로 유지되는 상황이라면 카니발라이제이션(Cannibalization, 자기 시장 잠식)이 우려되어 후속작을 늦게 출시할 수 있다. 그러나 D사가 카니발라이제이션을 우려해서 C2 게임의 제작을 의도적으로 늦췄다고 판단하기는 어려운데, 2015년부터 C게임의 매출이 급격히 하락했기 때문이다. D사의 2015년 상반기 실적은 게임과 캐릭터 매출을 모두 포함해 131억원이었는데, 2014년 상반기 437억원의 매출에 비해 무려 70%나 감소하였다.²⁶⁾ 따라서 전작의 인기가 급감하고 있는 상황이었으므로 후속작을 빨리 제작하여

전작의 이용자들을 이어 받을 필요가 있었다.

카카오 키즈 3총사 중에 그나마 지속적으로 흑자를 보고 있는 회사는 '애니팡'을 개발했던 선데이토즈다. 선데이토즈는 2012년 7월에 카카오톡 게임하기를 통해 '애니팡'을 출시한 후에 2014년 1월에 '애니팡'의 후속작인 '애니팡 2', 2016년 9월에 '애니팡 3'를 출시하였으며, 2019년 기말까지 15개의 캐주얼 게임을 출시했다.²⁷⁾ 이와 달리, D사는 2019년까지 4개의 캐주얼 게임을 출시하는데 그쳤다. 캐주얼 게임이라도 개발 난이도와 요구되는 기술 수준의 차이가 존재하기 때문에, 단순히 개발 노력을 출시한 게임 숫자만으로 평가하는 것은 한계가 있다. 실제로 선데이토즈가 출시한 게임 중의 일부는 고스톱이나 포커와 같이 개발 난이도가 높지 않은 게임도 있다. 그러나 선데이토즈와 D사가 모두 2014년부터 급격한 성과 하락이 시작되었으나, 15개의 게임을 출시한 선데이토즈는 2019년 4분기가 때 처음으로 영업손실이 발생하였다. 수년 간 4개의 게임을 출시한 D사는 2015년 2분기부터 영업손실이 발생하였다는 점은 출시한 게임 숫자가 영업성과 유지에 어느 정도 영향이 있다는 점을 시사한다.

선데이토즈가 2019년까지 개발한 모바일 게임을 살펴보면 추구하는 세계관이 무엇인지 보이지도 않으며, 단일 게임 IP를 너무 사용한다는 느낌까지 든다. 하지만 대형개발사의 RPG 게임이 아니라면 살아남기 힘든 현재의 모바일 게임 시장에서 선데이토즈는 어떻게든 살아남기 위해 끊임없이 노력한다는 것은 알 수 있다. 카카오 키즈 기업들은 스스로의 노력과 역량도 충분하지만, 엄청난 성공에는 카카오톡 플랫폼이 큰 영향을 미쳤다는 점을 부인하기 힘들다. 엄청난 성공을 통해 자본시장에 상장하면서 많은 주주들이 카카오 키즈를 믿고 투자했으며, 많은 종업

25) 게임의 시나리오를 이루는 시간적, 공간적, 사상적 배경을 말한다(네이버 용어사전)

26) '매출 70% 하락 D사, 돌파구는 고가의 아이템?'. 디스이즈게임, 2015.08.23. 참조

27) 선데이토즈 2019 사업보고서 참조.

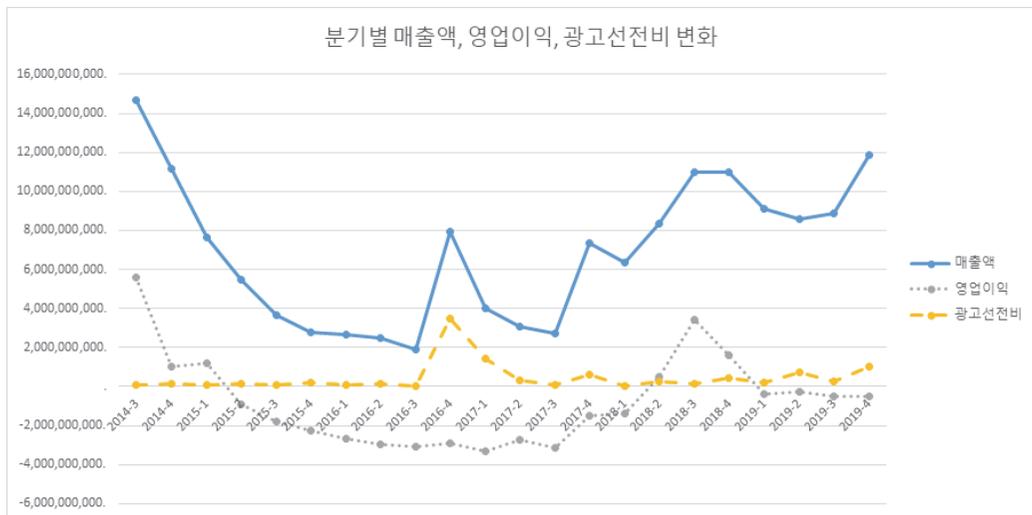
원들이 카카오 키즈와 믿고 함께 하고 있다. 기업이 무너지면 카카오 키즈를 믿은 주주와 종업원들도 함께 고통을 겪게 된다. 그렇기 때문에 기업은 시장에서의 생존을 가장 큰 목표로 삼아야 한다고 생각한다. 그런 면에서 시장에서 생존하고자 어떻게든 노력하고 있는 선데이토즈와 비교하면 D사가 상장 이후 몇 년간 충분한 노력을 기울이고 있는지 의문스럽다.

3.3 카카오톡 영향력 감소로 인한 마케팅 비용 급증

카카오톡 게임하기가 열풍을 일으키며 모바일 게임 시장이 급성장하였는데, 당시에는 모바일 게임의 질적 차이보다는 카카오톡으로 유통이 되는지가 더욱 중요한 성공 요인이었다. 초기 모바일 게임 시장에서 가장 인기가 있었던 ‘애니팡’은 동물 퍼즐을 조합하여 점수를 획득하는 퍼즐 게임인데, 게임의 기술 수준만을 판단하면 피쳐폰 시절에도 유사한 형태

의 게임이 기본 게임으로 탑재될 정도로 거의 새로운 것이 없는 게임이었다. 그러나 카카오톡으로 유통되면서 카카오톡 지인들간의 경쟁이 엄청난 성공의 요인으로 작용하면서 큰 성공을 거두었다. 중소 게임개발사는 게임을 개발하더라도 마케팅 부족으로 인해 성공이 어려웠는데, 카카오톡 게임하기는 카카오톡 지인 연동을 통해 이러한 문제를 단순히 해결해버렸다. 그러나 2015년부터 카카오톡을 통한 마케팅보다는 대중을 대상으로 하는 마케팅의 영향력이 급격하게 증가했는데, 새로운 게임을 출시하더라도 마케팅 비용이 급증하여 실제 영업실적이 향상되지 않는 문제가 발생했다. <그림 4>에 상장 이후 D사의 매출액, 영업이익, 광고선전비를 나타냈다.

2013년에 출시된 C게임은 카카오톡으로 유통되면서 대중을 향한 직접적인 마케팅은 수행되지 않았다. 따라서 매출에 따라 지불하는 수수료²⁸⁾가 판매관리의 대부분을 차지하기 때문에 2013년부터 2015년까지 매출액과 영업이익은 유사한 형태로 나타난



<그림 4> 상장 이후 D사의 분기별 매출액, 영업이익, 광고선전비(2014.3분기-2019.4분기)

28) 매출액 중 구글, 애플 등 마켓업체에 30%를 지불하고 카카오톡에 21%를 지불한다.

다. 2016년 4분기에 C게임의 후속작인 C2게임을 출시하면서 매출액과 영업실적의 유사성 일시적으로 사라지는데, 2016년 4분기에 광고선전비 집행이 급증했기 때문이다. 2016년에는 모바일 게임 산업에서 카카오톡의 영향력이 급감하고 메스마케팅이 주류가 된 상황이었으므로, C2 게임의 출시하면서 대규모 마케팅을 수행할 필요가 있었다. 2016년 3분기에 광고선전비는 3,349만원이 집행되었는데, 2016년 4분기에는 3분기보다 100배가 증가한 35억원의 광고선전비가 집행되었다. 광고선전비의 급증으로 인해서 C2 게임을 출시로 매출액은 급증하였으나 영업이익은 새로운 게임 출시 이전과 이후가 거의 차이가 나지 않는 상황이 되었다. 2016년 4분기부터는 매출액과 광고선전비가 유사한 형태를 보이게 되며, 메스마케팅을 수행하지 않으면 매출도 감소하는 형태를 보이게 된다.²⁹⁾ 결과적으로 게임을 개발하여 출시하더라도 마케팅 비용이 급증하는 문제로 인해 실질적으로는 영업실적이 개선되지 않는 년센스한 상황에 빠져버린 것이다.

RPG 게임과 캐주얼 게임을 비교하면, 일반적으로 RPG 게임이 가입자당평균매출액(ARPU)이 훨씬 높다.³⁰⁾ 대형개발사는 대형 RPG 게임을 출시하면서 대규모 마케팅을 수행하더라도 그보다 훨씬 많은 매출을 발생시킬 수 있다. 반면에 캐주얼 게임은 ARPU가 낮기 때문에 대규모의 마케팅 비용을 상회하는 매출액을 달성하는 것이 쉽지 않다. 앞으로도 D사의 실적 개선이 쉽지 않다고 보는 이유는 캐주얼 게임을 출시하는 현재의 사업 방향을 유지하는 상황에서 게임을 출시하더라도 높은 마케팅 비용으로 인

해 수익성이 개선되지 않는 상황이 반복될 것이기 때문이다.

3.4 과도한 기업 복지

IT업계의 기업복지³¹⁾는 유명하다. 이러한 이유는 첫째, 직원의 능력이 기업의 생산성에 미치는 영향이 상대적으로 크기 때문이다. 전통적인 생산요소인 노동, 자본, 토지 중에서 IT업계는 노동이 생산성에 미치는 영향이 절대적이다. 미국의 온라인 유통기업인 아마존과 오프라인 유통기업인 월마트를 비교하면, 월마트의 장부금액은 아마존과 비교할 수 없을 정도로 크지만, 아마존의 시가총액은 월마트의 4배 수준이다.³²⁾ 이러한 이유는 IT업계의 생산성은 자본과 토지 등의 전통적 요인보다는 인적자원의 역량이 크게 작용하기 때문이다. 둘째, 기업복지는 직원의 연령이 낮을수록 효과적이기 때문이다. 기업복지는 근속연수가 영향을 미치는 임금과 달리 고용 상태 자체에 따라 지급되며, 생애주기에서 많은 지출이 발생하는 독립, 결혼, 출산, 육아 등은 젊은 층에서 발생한다. 상대적으로 연령대가 낮은 IT업계에서는 기업복지를 통해 젊은 직원들의 생애주기에서 필요한 많은 지출을 보조할 수 있으므로, IT업계의 기업복지는 다른 산업에 비해서 생산성과 노무관리에 미치는 영향이 상대적으로 크게 나타날 수 있다. 이러한 이유로 인해 IT업계는 다른 산업에 비해서 직원들에게 상당히 높은 수준의 기업복지를 제공하고 있다.

우리나라 전체 기업 중에서도 최고 수준의 기업복지를 제공하는 기업 중의 하나가 D사이다. D사는

29) 2018년 이후의 매출액, 영업실적 등의 변화는 영업성과에 따른 것이 아니라 관리종목 편입을 막기 위한 자회사 분리에 따른 것이며, 이 부분에 대해서는 4장에서 논의한다.

30) 2015년의 기사를 참조하면, 게임별이나 흥행규모에 따라 다르지만 보통 RPG 게임의 ARPU는 3만원대 이상, 캐주얼 게임은 1만원대로 업계에서 판단하고 있다.('캐주얼→하드코어' 모바일 게임 트렌드 계속된다. 디지털데일리 2015.04.02.)

31) 본 연구에서는 기업이 직원에게 제공하는 급여 외의 경제적 보상을 '기업복지'라는 용어를 사용한다. 유사한 의미로 사용되는 용어로는 기업복지후생, 직업복지, 근로복지 등이 있으나, 기업복지라는 용어가 일반적으로 가장 많이 사용되는 것으로 판단하여 해당 용어를 사용한다.

32) 2020년 10월 22일 기준, 아마존 시가총액 1,794조, 월마트 시가총액 459조.

GPTW에서 선정하는 2016년 ‘일하기 좋은 기업’ 일반 서비스 부문에서 대상을 수상했으며, 2017년에는 ‘아시아에서 일하기 좋은 기업’ 중소기업부문 4위를 차지했다. D사는 자율적인 출퇴근, 리프레시 휴가, 무료 식사 제공, 사택 지원 등의 기업 복지를 제공하고 있는데, 많은 IT 업체들이 유사한 기업 복지를 제공하고 있으므로 형태상으로는 별다를 게 없어 보인다. 그러나 D사의 기업복지가 다른 기업과 차별화 되는 이유는 형태가 아니라 지출하는 비용이다. D사는 상장 직후인 2015년 기준으로 5,600만원의 평균연봉을 지급하여 상장한 게임제작사 중에 최고 수준에 이르는데,³³⁾ 2015년 채용설명회에서는 연간 직원 1인당 3,287만원으로 책정하고 있다고 밝혔다.³⁴⁾ 즉, 매월 직원 1인당 300만원에 가까운 금액을 복리후생비로 지출했던 것이다.

2016년의 기사에 따르면 D사는 매월 100만원 한도의 운동비와 50만원 한도의 실비, 치료비를 제공하고 있다. 강남구 청담동에 소재한 사옥 근처의 직원 사택을 지원하며, 맥북과 최신 스마트폰을 지원한다. D사가 기업복지로 유명해진 계기는 사내 식당인데, 우리나라 사회의 여러 주제에 대한 다큐멘터리인 MBC 스페셜에서 2015년 7월 27일의 방송에서 우수한 사내식당의 대표적 기업으로 D사를 취재하여 방송하였다.³⁵⁾ 해당 방송에서 D사의 사내 식당은 외부 업체에 맞기지 않고 직접 운영하며, 호텔 출신의 셰프를 고용하여 무료 식사를 제공했다. 매 끼니마다 3가지 메뉴 중에 하나를 선택할 수 있고, 특정 시간마다 음료와 간식이 제공되며, 식사 메뉴나 다과가 일반 기업의 사내 식당 수준이 아니라 호

텔 레스토랑 수준으로 제공했다.

IT 업계가 기업복지를 중요하게 인식하기 때문에, D사가 기업복지로 지출하는 비용이 많더라도 다른 게임개발사들과 유사한 규모일 수도 있다. 그래서 D사의 기업복지 수준이 업계의 일반적 수준인지를 확인하기 위해 ‘온라인-모바일 게임 소프트웨어 개발 및 공급업(58221)’에서 직원 보상 관련 순위³⁶⁾를 정리하여 <표 3>에 제시하였다.

<표 3>을 보면 D사는 2015년부터 2018년까지 ‘온라인-모바일 게임 소프트웨어 개발 및 공급업(58221)’³⁷⁾에 속한 기업 중 1인당 복리후생비를 가장 많이 지급한 것으로 나타났다. 1인당 복리후생비 지출비용은 2015년에 2,297만원, 2016년에 2,502만원, 2017년에 2,278만원, 2018년에는 2,284만원으로 매년 2,000만원 이상을 지출하였다. 복리후생비의 지출이 많다는 것이 무조건 나쁘다는 것은 아니다. 다만, D사의 경우 매출액과 보상 간의 관계가 무너져서 기업 실적과 관련없이 기업복지가 유지되는 것이 문제라고 볼 수 있다.

영업성과에 따라 즉각적인 보상이 이루어지기보다는 실적 확인 이후에 보상이 이루어진다고 보는 것이 합리적이다. 따라서 2014년의 영업실적을 바탕으로 2015년의 복리후생비나 급여 지출이 이루어지는 것으로 생각할 수 있다. 2014년의 1인당 매출액 순위는 전체 2위인데 2015년의 1인당 복리후생비는 전체 1위, 1인당 총급여는 전체 3위를 기록했다. D사가 2013년과 2014년에 영업성과가 크게 좋았기 때문에 영업성과에 따라 적절한 보상이 이루어진 것으로 볼 수 있다. 문제는 2015년에 1인당 매출액이

33) “임직원 배만 불린 D사, 주주들 원성 높아져”, 아시아경제, 2016.12.08. 참조.

34) “D사 직원 한 명당 3,287만원 복리후생...상시채용”, 머니투데이, 2015.05.28. 참조.

35) “회사가 차려주는 밥상”, MBC 스페셜 679회, 2015.07.27. 참조

36) 해당 산업 내에서 급여나 복리후생비 순위를 비교한 이유는 게임개발사의 규모가 다르기 때문에 절대 금액으로 비교하는 것은 무리가 있기 때문이다.

37) 표준산업분류에 따르며, 해당 업종에는 대형개발사인 엔씨소프트, 넷마블 등도 포함되어 있는 등 주요 게임개발사가 모두 포함되어 있다.

〈표 3〉 2014-2019. D사 직원 보상 관련 재무정보 및 산업 내 순위(단위: 천원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1인당 복리후생비	19,370	22,973	25,024	22,781	22,837	11,401
1인당 복리후생비순위	9	1	1	1	1	8
1인당 매출액	978,818	191,632	127,305	107,831	390,853	380,422
1인당 매출액순위	2	18	23	23	10	12
1인당 총급여	53,047	51,295	51,260	35,521	63,553	56,642
1인당 총급여순위	4	3	4	14	10	13
판매관리비 중 복리후생비비율	3.79%	10.29%	11.23%	13.10%	6.62%	2.89%
복리후생비 비율순위	6	3	4	2	10	16
산업내회사수	21	25	27	29	28	31
D사 종업원수	71	102	118	159	94	101

18위로 급격하게 감소한 이후에 영업성과와 기업복지 간의 정(+)의 관계가 사라졌다는 점이다. 2016년의 1인당 복리후생비는 2,502만원으로 여전히 1위를 유지하고 있으며, 1인당 총급여도 전체 4위로서 높다. 2016년에 1인당 매출액 순위가 전체 27개 기업 중 23위로 상당히 낮음에도 불구하고 2017년 1인당 복리후생비는 1위를 유지하였으며, 1인당 총급여 순위는 14위로 크게 하락하였다. 대형개발사인 넷마블은 2017년 1인당 매출액이 1위인데 1인당 복리후생비는 8위, 엔씨소프트는 1인당 매출액이 8위인데 1인당 복리후생비는 13위를 기록하고 있다. 다른 게임개발사와 비교해보면 D사는 영업성과와 관련없이 기업복지를 제공하는 것으로 판단할 수 있다. 2018년까지 매년 1인당 2,000만원이 넘는

복리후생비를 지출하면서 1인당 복리후생비 1위를 유지하였는데, 앞서 언급하였듯이 D사가 2018년에 영업손실을 기록했다면 관리종목으로 편입되는 상황이었다.³⁸⁾ 회사가 영업손실이 지속적으로 발생하여 관리종목 편입 이야기가 나오는 시점에도 기업복지는 과거와 동일한 수준으로 제공되고 있었다.

일반적으로 급여는 성과에 따라 조정이 비교적 쉬우나, 기업복지를 조정하는 것은 쉽지 않다. 이러한 이유는 기업복지의 지급 조건이 종업원의 성과에 따라 이루어지는 것이 아니라 생애 주기에 따라 지급되기 때문이다. 기업복지시스템은 이미 설계가 되어 있고, 종업원이 결혼, 출산, 육아 등의 조건이 발생하며 지급되게 된다. 중소기업이었던 D사는 상장 이전의 실적을 바탕으로 기업복지시스템을 업계 최고

38) 2018년에 영업손실이 발생하지 않은 것은 영업성과가 극적으로 좋아진 게 아니라, 적자가 나는 사업부문을 자회사로 독립시켜 서류상으로 영업손실을 회피한 것이며, 이는 4장에서 설명한다.

〈표 4〉 D사 연도별 복리후생비와 연구개발비(단위: 백만원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
복리후생비	1,375	2,343	2,953	3,622	2,147	1,152
연구개발비	3,210	1,581	2,122	3,066	1,260	287

로 설계하였다. 그러나 영업실적 감소와 상관없이 기업복지시스템이 유지되면서 영업성과와 기업복지 간의 정(+)의 관계가 무너져버렸다. 복리후생비는 종업원의 성과에 연동되지 않기 때문에 고정비의 지니고 있기 때문에, 과도한 복리후생비의 지출은 회사가 어려운 상황에서 비용을 조절할 여지를 대폭 감소시킨다. D사의 경우 2016년부터 2018년까지 판매관리비 중 10% 이상이 복리후생비로 지출되고 있는데, D사의 성장이 급격하게 저하되고 새로운 동력을 찾아야 되는 시점에 지나치게 많은 자금이 복리후생비로 지출된 것으로 판단된다. 〈표 4〉에 D사의 연도별 복리후생비와 연구개발비를 제시하였다.

〈표 4〉를 살펴보면 D사는 상장 이전인 2014년에는 복리후생비보다 연구개발비를 더 많이 지출하였다. 일반적으로 연구개발이 중요한 IT 기업들은 연구개발비 규모가 복리후생비보다 높다. 그러나 2015년 이후 D사가 복리후생비보다 연구개발비를 더 많이 지출한 적은 한 번도 없다. 2018년에 관리종목 지정 위기를 겪고 난 후에 복리후생비를 줄이기 시작했는데, 복리후생비보다 더 크게 감소한 비용은 연구개발비이다. 게임 개발 의지만 줄이면 감소시킬 수 있는 연구개발비가 이미 체계적으로 지출되는 복리후생비보다 더 감소시키기 쉬운 비용 항목이다. 그러나 게임개발사가 게임 개발 노력을 줄이면 미래에 좋은 성과를 기대할 수 없다.

기업복지가 성과에 연동되지 않기 때문에 조정하는 것이 쉽지는 않으나, 선데이토즈는 기업복지시스템을 적극적으로 조정하여 성과와 기업복지 간의 정(+)의 관계를 유지하였다. 선데이토즈는 2014년에 1인당 매출액 1위, 2015년 1인당 복리후생비 2위

였고, 2015년 1인당 매출액 5위, 2016년 1인당 복리후생비 4위였으며, 2016년 1인당 매출액 8위, 2017년 1인당 복리후생비 9위를 기록했고, 2017년 1인당 매출액 10위, 2018년 1인당 복리후생비 10위였고, 2018년 1인당 매출액 14위, 2019년 복리후생비 9위를 기록하였다. 이러한 순위 변동을 보면 선데이토즈는 영업성과를 반영하여 복리후생비 지출을 유연하게 조정하였으나, D사는 복리후생비 지출을 전혀 조정하지 못했다.

D사는 상장 이전의 엄청난 성공이 영원할 것처럼 기업복지시스템을 구축하였는데 경영성과가 급감하는데도 기업복지시스템을 조정하지 않았다. 이러한 결과로 경영성과와 기업복지 간의 정(+)의 관계가 사라졌다.

3.5 재무분석

D사의 실적 감소의 주요 원인이 무엇인지를 찾기 위해서 듀퐁분석을 수행하였다. 듀퐁분석은 듀퐁사가 개발한 재무제표 분석 기법으로서 조직의 성과평가를 간단명료하게 표현할 수 있는 기본적인 분석 방법이다. 듀퐁 분석은 자기자본이익률(ROE)을 조직의 가장 중요한 지표로 설정하고, 자기자본이익률은 〈식 1〉과 같이 매출액순이익률, 총자산회전율, 레버리지비율의 3가지 비율로 분해한다.

$$\begin{aligned}
 ROE &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} & (1) \\
 &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}
 \end{aligned}$$

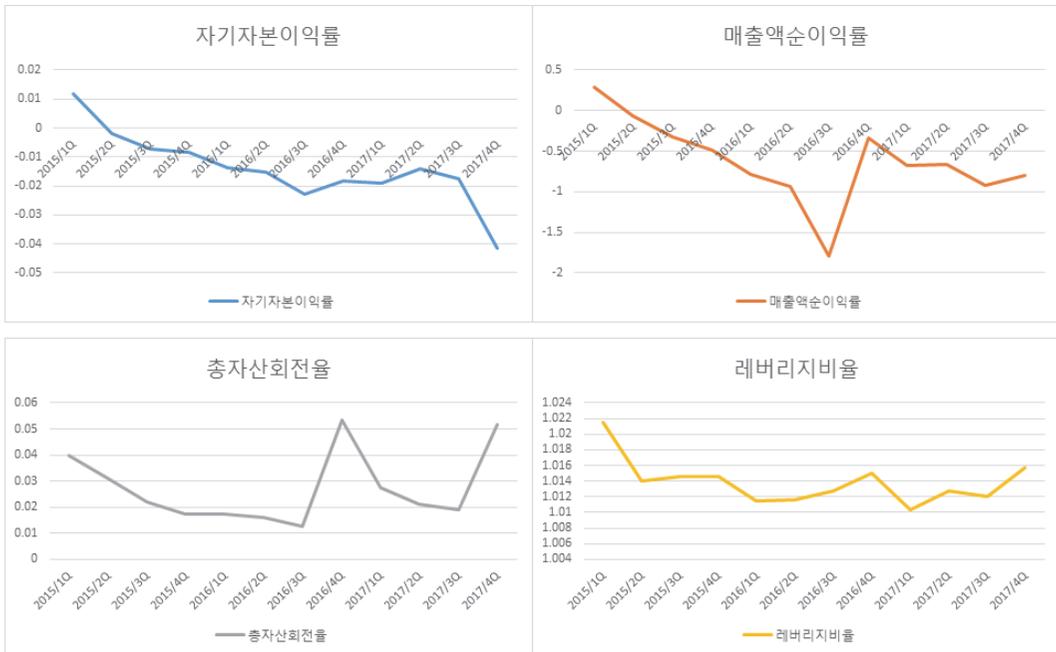
매출액순이익률은 매출액 대비 순이익을 나타내며 수익성을 나타내는 지표이며, 총자산회전율은 기업의 총자산을 얼마나 활용하는지를 나타내는 지표이다. 레버리지비율은 자기자본 대비 부채비율로서 얼마나 많은 부채의존도를 나타낸다. 본 연구에서는 D사의 분기별 당기순이익이 2015년부터 감소하였으므로 2015년 1분기를 표본기간의 시작으로 하고, 2018년부터 자회사 설립을 통한 실적 왜곡이 발생했으므로 2017년 4분기까지를 표본기간의 마지막으로 한다. D사의 2015년 1분기부터 2017년 4분기까지 12개 분기의 자기자본이익률을 매출액순이익률, 총자산회전율, 레버리지비율로 분해하였고, 각 비율을 도식화하여 <그림 5>에 제시하였다.

분해된 각 비율의 그래프를 살펴보면 자기자본이익률과 가장 유사한 그래프는 매출액순이익률로서, 자기자본이익률 감소의 주요 원인으로는 수익성 감소로 볼 수 있다. 해당 기간의 자기자본이익률과 매

출액순이익률의 상관계수는 0.674으로 1% 유의수준을 보이고 있다. 두 그래프의 형태적 유사성과 상관계수를 고려하면 매출액순이익률 감소가 자기자본이익률 감소의 가장 중요한 원인으로 판단할 수 있다. 총자산회전율과 레버리지비율은 그래프가 유사하지도 않으며, 상관계수도 유의하지 않은 값이 나타났다.

앞서 D사의 과도한 기업복지로 인한 복리후생비 증가가 순이익 감소에 부정적 영향을 미쳤을 것이라고 판단했는데, 실제로 복리후생비(Benefit)가 자기자본이익률(ROE), 매출액순이익률(ROS), 총자산회전율(Turnover), 레버리지비율(Leverage)과 어떤 상관관계가 있는지를 상관분석하였다. 판매관리비 중 비율이 높은 급여(Wage), 광고선전비(Advertising), 판매수수료(Commission), 연구개발비(R&D)를 함께 분석하여 <표 5>에 제시하였다.

해당 기간의 복리후생비와 자기자본비율(ROE)간



<그림 5> 2015년 1분기부터 2017년 4분기까지의 듀폰 분석

〈표 5〉 주요 재무비율 간의 상관분석

	(1) ROE	(2) ROS	(3) Turnover	(4) Leverage	(5) Wage	(6) Benefit	(7) Advertising	(8) Commission
(2)	0.674**							
(3)	-0.165	0.493						
(4)	0.466	0.642**	0.560*					
(5)	-0.412	-0.277	0.050	0.057				
(6)	-0.833***	-0.614**	-0.015	-0.587**	0.007			
(7)	-0.244	0.151	0.645**	-0.005	-0.437	0.249		
(8)	0.827***	0.672**	0.102	0.693**	0.0431	-0.941***	-0.317	
R&D	-0.296	0.014	0.354	-0.274	-0.606**	0.594**	0.731***	-0.605**

주) ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준의 유의수준을 나타냄.

의 상관관계수는 -0.833로서 1% 수준으로 유의하며, 매출액순이익률(ROS)과는 -0.614로서 5% 수준의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 복리후생비가 증가할수록 매출액순이익률과 자기자본비율이 감소한 것으로 해석할 수 있으며, 따라서 복리후생비가 해당 기간의 경영 성과 악화의 주요 원인으로 판단된다. 복리후생비 지출로 인해 생산성이 증대된다면 매출액순이익률이 증가할 것이나, D사의 경우 복리후생비 증가가 생산성 증대로 연결되지 않은 것으로 나타났다.

급여는 자기자본비율 등과 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 광고선전비는 총자산회전율과 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났는데, 이러한 결과는 광고선전비 지출이 증가할수록 활동성이 증가한 것으로 해석할 수 있다. 자기자본이익률과 유의한 관계가 나타나지 않아 활동성 증가가 자기자본이익률에는 영향을 미치지 않은 것으로 판단된다. 이러한 결과는 앞서 매출액이 증가하더라도 광고선전비가 증가하여 실제 순이익이 증가하지 않는다는 주장을 뒷받침하는 증거이다. 판매수수료는 자기자본이익률, 총자산회전율과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고

있는데, 판매수수료는 구글, 애플 등의 마켓사업자나 카카오등과 같은 게임플랫폼 업체에게 지급되는 수수료이다. 따라서 매출액이 증가하면 판매수수료는 기계적으로 증가하게 되므로 유의한 양(+)의 관계가 형성된다.

연구개발비도 유의한 관계가 나타나지 않았다. 그러나 연구개발비의 경우 연구개발에 자금이 투입된 이후 얼마의 시간이 경과한 후에 순이익에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 연구개발비 투입 효과가 이연되는지를 검증하기 위해서 현재 연구개발비가 투입된 분기를 t분기로 하여 t+1분기부터 t+8분기까지의 듀퐁 비율과의 상관관계를 분석하였다. 최대 2년까지 분기를 이월하여 상관관계를 분석했으나, 모든 듀퐁 비율과 유의한 상관관계가 나타나지 않았다.³⁹⁾ 이러한 결과는 연구개발비의 투입이 순이익에 긍정적 영향을 미치지 못한 것으로 해석할 수 있으며, 연구개발비 투입이 실제 연구 개발 성과로 이루어지지 않았다는 것으로 판단된다.

39) 모든 상관관계가 유의하게 나타나지 않아서 지면관계상 상관분석 결과를 제시하지 않았다.

IV. 관리종목 지정 회피

때문입니다. 올해도 적자를 내면 관리대상종목으로 지정 될 수 있습니다.”⁴⁰⁾

4.1 관리종목 및 상장폐지 규정

“카카오 키즈'인 D사'에서 2015년부터 3년 연속 영업 이익 적자를 이어가고 있어 올해도 적자가 될 경우 관리 종목에 편입될 수 있는 등 게임주에 대한 인식은 부정적으로 바뀔 우려가 커진 상황이다.”⁴¹⁾

한국거래소는 유가증권시장 및 코스닥시장 상장 법인이 상장을 유지할 요건을 갖추지 못한 것으로 판단되는 경우 관리종목으로 지정하며, 관리종목 지정 후에도 요건을 보완하지 못할 경우에 상장폐지한다. D사는 코스닥시장에 상장된 기업인데, D사는 상장 이후에 장기적으로 영업손실이 발생한 기업으로서 관련된 코스닥 시장 퇴출요건은 <표 6>과 같다.

3개 사업연도 연속 대규모의 영업손실이 발생하였고 관리종목 지정까지 우려되던 D사가 2018년에 영업이익을 흑자로 달성하며 반전을 이뤄낸 요인은 무엇일까? 관리종목 지정 우려가 있는 회사가 관리종목에서 벗어날 때는 수익성을 강화하거나 비용을 감소시켜 관리종목 지정에서 벗어난다. 지속적으로 영업손실이 발생하는 회사의 경영성과가 갑자기 개선되기는 힘들기 때문에 구조조정을 통해 비용을 감소시켜 관리종목 지정에서 벗어나는 것이 일반적이다. 그러나 D사는 경영성과의 개선이나 비용 감소 등 사업 자체의 변화를 통해서 관리종목에서 벗어난 것이 아니라, 4개 연도 연속 영업손실의 발생 여부가 별도재무제표 기준으로 적용되고 연결재무제표 기준으로는 해당되지 않는다는 점을 악용하여 관리종목 지정을 회피했다. <표 7>에 D사의 별도기준 및 연결기준 포괄손익계산서 주요 항목을 정리하였다.

4개 연도 연속 영업손실이 발생하면 코스닥 시장에서 관리종목으로 지정되는데, 여기서 말하는 영업손실은 별도재무제표 기준이며, 연결기준 영업손실은 해당되지 않는다. C게임의 후속작인 C2게임을 2017년에 출시했음에도 불구하고 2017년에도 영업손실이 발생하며 2015년부터 2017년까지 3개 연도 연속 영업손실이 발생하였는데, 2018년에도 영업손실이 발생하면 관리종목으로 편입되는 상황이었다. C2게임을 출시하였음에도 경영성과 개선이 이루어지지 않았다는 점에서 시장에서는 2018년에 영업손실이 발생하고 관리종목으로 편입될 것이라는 우려가 있었다.

2018년 별도기준의 영업이익은 41억이며 연결기준의 영업이익은 -123억으로서 두 기준상 금액의 차이는 164억이었다. 결과적으로 별도기준 영업이익이 4개 연도 만에 흑자로 돌아섰기 때문에 D사는

“D사도 2015년부터 3년 연속 적자를 내면서 위기에 몰렸습니다. 'C게임' 이후 흥행작을 배출하지 못했기

<표 6> 장기영업손실 관련 코스닥 시장 퇴출 요건

구분	관리종목	퇴출
장기영업손실	최근 4사업연도 영업손실 (지주회사는 연결기준)	[실질심사] 관리종목 지정 후 최근 사업연도 영업손실

40) '게임업종 한계기업 속출.. 회생은 불가능한가'. 머니투데이. 2018.09.07. 인용

41) '한국 게임산업, '골짜기' 벗어나 4분기 반전 이뤄낼까?'. 스포츠조선. 2018.10.01. 인용

〈표 7〉 D사 별도기준 및 연결기준 포괄손익계산서 주요 항목(단위: 백만원)

〈Panel 1〉 별도기준 포괄손익계산서 주요 항목						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	69,496	19,546	15,022	17,145	36,740	38,423
영업비용	36,470	23,330	26,657	27,790	32,597	40,062
영업이익	33,026	-3,783	-11,635	-10,645	4,143	-1,640
당기순이익	31,303	-615	-10,505	-13,082	-22,676	-13,127
포괄이익	31,152	-969	-10,538	-6,891	-23,066	-13,679
〈Panel 2〉 연결기준 포괄손익계산서 주요 항목						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	69,496	19,546	15,221	17,160	35,708	37,597
영업비용	36,470	23,681	27,341	31,961	48,030	59,782
영업이익	33,026	-4,134	-12,121	-14,801	-12,322	-22,186
당기순이익	31,303	-922	-9,849	-18,957	-18,387	-13,898
포괄이익	31,152	-1,276	-9,882	-12,765	-18,723	-14,672
〈Panel 3〉 별도기준과 연결기준 간 영업이익 차이						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
별도-연결	0	-351	-485	-4,156	-16,465	-20,546

관리종목 지정을 회피할 수 있었다. D사는 어떤 방식으로 별도기준을 영업이익으로 전환했을까? 방법은 다수의 자회사를 설립하여 손실부문을 이전하고, 모회사에는 이익부문만 남기는 것이다. 이러한 방법을 통해 모회사와 자회사 전체를 보면 막대한 영업손실이 발생하고 있지만, 모회사의 별도 재무제표만 보면 흑자로 전환하여 관리종목 지정을 회피할 수 있었다.

D사는 상장 연도인 2014년에는 자회사가 없어서 별도기준과 연결기준의 차이가 없었다. 이러한 차이는 자회사를 설립하기 시작한 2015년부터 발생하였고, 연결대상 종속회사가 2015년 2개, 2016년 3개, 2017년 6개로 늘어났다. 관리종목 지정이 될 수 있는 사업연도인 2018년에 연결회사가 폭발적으로 늘기 시작하여 15개로 늘어났으며, 2019년에 16개

까지 늘어났다.⁴²⁾ 연결회사 개수가 증가하는만큼 별도기준 영업이익과 연결기준 영업이익의 차이도 2018년에 164억, 2019년에 205억으로 증가했다.

상장이란 한국거래소가 정한 요건을 충족한 기업이 발행한 주권을 증권시장에서 거래할 수 있도록 허용하는 것이다.⁴³⁾ 상장 이후에 최초의 상장 기준을 충족하지 못하는 상장 기업들이 나올 수 있고, 이러한 상장 기업들에 대해 투자자들의 주의를 환기시키기 위해 만든 제도가 관리종목 지정이다. D사의 경우, 실질적으로 경영성과가 개선되지도 않았고 구조조정도 이루어지지 않았지만, 단순히 자회사를 설립하여 손실을 몰아주는 방법으로 관리종목 지정을 회피하였다. 관리종목 지정 규정을 악용하는 이러한 방법은 장부상의 숫자를 가지고 투자자의 눈을 속이기 위한 윈도우 드레싱(Window Dressing)으로 볼 수 있다.

42) 2015년~2019년 D사 사업보고서 회사 개요 참조.

43) 한국거래소 홈페이지 상장의 정의 인용

〈표 8〉 D사 별도기준 및 연결기준 포괄손익계산서 주요 항목(단위: 백만원)

〈Panel 1〉 별도기준 분기별 및 누적 영업이익				
	2018/1	2108/2	2018/3	2018/4
분기별	-1,388,380	511,459	3,413,278	1,606,489
누적	-1,388,380	-876,921	2,536,357	4,142,846
〈Panel 2〉 연결기준 분기별 및 누적 영업이익				
분기별	-3,094,264	-2,150,753	-2,138,453	-4,938,589
누적	-3,094,264	-5,245,017	-7,383,469	-12,322,058

D사의 2018년 기말 사업보고서의 주석을 살펴보면 15개의 자회사⁴⁴⁾ 중에서 D사의 지분율이 100%인 회사가 9개이다. 15개의 자회사 중에 2018년에 자회사로 편입된 기업이 9개인데, 2018년 신규 설립 기업이 5개, 50% 이상 지배력 획득 기업이 1개, 50% 미만 지분율이지만 실질적 지배력 보유로 판단한 기업이 3개다. 15개 자회사 중에 영업이익을 보고한 기업은 1개이며, 나머지 14개 기업은 모두 영업손실을 보고하였다. 자회사 A의 영업손실은 54억 원으로서 가장 많은 영업손실을 보고하였으며, 영업손실 규모는 모회사인 D사의 별도기준 영업이익 41억을 넘어서는 금액이다, 따라서 D사와 자회사 기업 1개만 같이 묶어도 D사는 2018년에 영업손실을 기록한다. D사는 2018년 5월 28일에 A사를 포함하여 총 4개의 자회사를 100%의 지분율로 설립하였다.⁴⁵⁾ D사는 4개의 자회사 설립 목적을 개발 전문 자회사 설립을 통한 경영 효율화 및 IP 사업 확대라고 밝히고 있는데,⁴⁶⁾ 관리종목 지정 회피 결과만을 놓고 고려하면 D사의 말대로 경영 효율화를 위해 4개의 자회사를 일시에 설립했는지에 대해서는 의구심이 들 수 밖에 없다.

〈표 8〉에 2018년도 D사의 분기별 영업이익을 별

도기준과 연결기준으로 구분하여 표시하였다. 별도기준으로 2018년 1분기의 영업이익은 -13억 8838만 원으로서 2015년 2분기부터 2018년 1분기까지 12분기 연속 영업손실이 발생하였다. 12분기 연속 영업손실이 발생하던 기업이 자회사를 설립한 이후인 2분기에 영업이익이 5억 1146만 원으로 흑자 전환에 성공하였다. 2018년 3분기에는 영업이익의 규모가 더 크게 증가하여 34억 1327만 원이 되었고, 3분기까지 누적 영업이익도 흑자 전환에 성공했다. 2018년 4분기에 또 분기별 영업이익이 흑자가 발생하며, 2018년도에 41억 원의 영업이익을 달성하며 장기 영업손실로 인한 관리종목 폐지 위기에서 벗어날 수 있었다. 그러나 연결기준으로 보면 2018년 분기별 영업이익의 손실규모는 시간이 지날수록 오히려 증가하는 경향을 보이고 있으며, 최종적으로 2018년도의 연결기준 영업이익은 -123억 원을 달성하며 별도기준과 연결기준의 괴리가 상당히 크게 나타났다. 과연 D사가 2018년도에 실제로 경영성과가 개선되었다고 볼 수가 있는지 상당히 의문스럽다.

코스닥시장 상장기업 중 연구개발비가 많이 발생하는 바이오나 게임 산업에 속한 기업 중 일부는 적자가 나는 사업부를 자회사로 분리하거나 인력을 이

44) 재무제표의 주석에서는 종속기업이라는 용어를 사용하는데, 일반적으로 종속기업보다는 자회사라는 용어를 더 많이 사용하기 때문에, 독자들의 이해력을 증진시키기 위해 종속기업 대신 자회사를 사용한다.

45) D사는 A사의 설립에 100억 원을 출자하였고, 나머지 3개 회사에 각각 10억 원을 출자하였다.

46) 2018.05.28. 타법인주식 및 출자증권 취득결정. 인용

동시키는 방법으로 4년 연속 영업손실로 인한 관리종목 지정을 회피하는 경우가 있으며, 이러한 작업을 끝내고 사업구조 재편 및 재무구조 개선했다고 발표하여 투자자들을 호도하는 경우도 있다.⁴⁷⁾ 실제로 D사는 2018년 5월 28일 시장 마감 후에 4개의 종속회사를 설립한다고 공시하였고, 이후에 언론에서는 D사가 조직구조를 재편하고 퍼블리싱 전문회사로 전환한다는 뉴스가 수십 개가 보도되었다.⁴⁸⁾ D사 주가는 해당 공시 이후인 5월 29일에 증가 기준으로 1.79%가 올랐으며, 5월 30일에는 장중 최고 10.88%가 올랐고 증가 기준으로 6.67%가 올랐다. D사가 5월 30일 전후로 신작 개발이나 출시에 대한 공시 없이 종속회사 설립에 대한 공시만 있었기 때문에 5월 30일의 큰 폭의 주가 상승의 원인은 5월 28일의 공시라고 판단된다. 자회사 설립의 목적이 관리종목 지정 회피의 목적이었는지 사업구조개편의 목적이었는지를 명확하게 알 수는 없지만, 큰 폭의 주가 상승을 고려하면 그 당시의 투자자들이 해당 공시를 사업구조개편의 긍정적 뉴스로 판단했음을 알 수 있다.

2018년 별도 기준 2분기 영업이익 흑자 공시가 2018년 8월 9일에 이루어졌는데 해당 일자에 주가가 4.32% 상승했으며, 2018년 별도 기준 분기별 3분기 이익 흑자 및 3분기 누적 이익 흑자 전환 공시가 2018년 11월 2일에 이루어졌는데 해당 일자에 주가가 4.00% 상승했다. 재밌는 점은 자회사 설립 공시일인 2018년 5월 28일에 14,000원 2018년 마지막 거래일인 12월 28일에 8,200원까지 떨어졌다는 점이다.⁴⁹⁾ 자회사 공시 이후에 6개월만에 41.43%의 주가 하락이 발생한 것이다. 해당 기간

에 관리종목 지정에서 벗어났음에도 불구하고 주가가 크게 하락했다는 사실은 자본시장이 일시적으로는 D사의 경영성고가 개선된 것으로 판단하더라도, 장기적으로는 자회사 설립의 의미를 정확히 파악하여 효율적으로 움직인 것으로 해석된다.

그러나 정보량이 부족하고 정보해석능력이 떨어지는 소액주주들이 자회사 설립하는 이유와 관리종목 지정을 회피하는 방법에 대해서 명확하게 이해하면서 투자할까? 자회사 설립 공시 이후에 사업구조 개편을 시도한다는 많은 기사를 접하면, 소액주주들은 자회사 설립 공시에 대해서 정확한 판단을 하지 못하고 D사 주식을 취득할 가능성이 더 많을 것이다. 결과적으로 해당 기간에 정보해석능력이 뛰어난 기관이나 외국인은 D사 주식을 매도하고, 정보해석능력이 낮은 소액주주는 D사 주식을 매수하여 큰 손실이 발생했을 것이다. 실제로 외국인 보유주식수는 2018년 5월 28일 99,318주인데, 2018년 12월 28일에는 56,968주로 42.68% 감소했고,⁵⁰⁾ 정확히 알 수는 없으나 외국인이 매도한 주식 중 상당수는 소액주주들이 가져가며 큰 손실이 발생했을 것이다.

한 언론을 통해서 자회사 설립을 통한 관리종목 지정 회피 문제가 제기되었고, 이에 대해 한국거래소는 다음과 같이 답변하였다.

이에 대해 거래소 상장제도팀 측은 "연결 기준으로 하면 다양한 피투자기업이 섞이는 만큼 상장사 영업실적만 보기에 어려운 측면이 있다. 그래서 별도기준으로 관리종목 지정 여부를 따지는 것"이라며 "형식적인 규정을 피하거나 자구 노력 차원에서 자회사를 설립하는 경우가 있는 만큼 투자자들은 별도와 연결 모두를 종합적으로 판단해 투자해야 한다"고 밝혔다.⁵¹⁾

47) 'D사·N사 "관리종목 지정 피하자" 투자자 우롱 기막힌 꼼수'. 에너지경제. 2019.03.19. 정리.

48) 'D사, 자회사 4곳 신규 설립... "전문 퍼블리셔 변신" (매일경제)', 'D사 8개 스튜디오로 조직 재편, 퍼블리싱 역량 강화'(조선비즈) 등

49) 2018년 5월 28일의 시가는 14,000원, 종가는 14,000원, 2018년 12월 28일의 시가는 8,300원, 종가는 8,200원이다.

50) 네이버주식 참조.

51) 'D사·N사 "관리종목 지정 피하자" 투자자 우롱 기막힌 꼼수'. 에너지경제. 2019.03.19. 인용.

자회사 설립을 통한 관리종목 지정 회피 문제에 대해 한국거래소는 투자자가 종합적으로 판단해야 할 사안이라고 말하고 있다. 그러나 실제 회사의 경영성과는 전혀 개선되고 있지 않으면서 윈도우 드레싱을 통해 관리종목지정을 회피할 때, 정보해석능력이 우수한 기관이나 외국인은 숨은 의도를 파악할 수 있겠지만 소액주주들은 파악하기 힘들다. 상장기업은 관리종목으로 지정되지 않으려고 노력하는 것이 당연하며, 상장폐지까지 연결될 수 있는 상황에서 도의적인 책임을 묻기는 힘들다. 이러한 규정을 만든 것은 거래소이며 규정의 빈틈 역시 거래소가 해결할 문제이다. 회사는 공시를 잘못된 것이 아니라, 규정을 이용한 것뿐이다. 이러한 방법을 통해 주주들에게 피해가 간다면 규정을 만든 거래소가 더 큰 책임이 있다고 판단된다. 기관이나 외국인 등 정보해석능력이 뛰어난 투자자들만이 자본시장에 참여한다면 자본시장이 성장하는데 한계가 있으며, 소액주주들이 쉽게 참여할 수 있는 자본시장이 더 큰 성장을 이룰 수 있을 것이다. 소액주주가 더 적극적으로 자본시장에 참여하기 위해서는 충분한 규정을 통한 투명한 시장이 형성되어야 하며, 규정 미비점의 해결은 거래소의 역할이다.

V. 결론

본 연구는 스마트폰 보급 초기에 엄청난 성공을 거둔 모바일 게임개발사 D사에 대하여 연구하였다. 하나의 기업을 사례연구 하였는데, 크게 보면 중소기업인 D사의 성공과 쇠퇴에 대해 분석하였고, 다음으로 D사의 관리종목 지정 회피 방법에 대해 분석하였다. 각각의 연구에 대해 요약 및 시사점을 기술한다.

5.1 카카오 키즈 D사의 쇠퇴 원인 및 시사점

D사는 원히트 원더 게임개발사가 어떻게 쇠퇴했는지를 잘 보여주는 사례라고 볼 수 있다. D사는 좋은 게임을 개발했고, 때마침 카카오톡 게임하기라는 플랫폼으로 엄청난 성공을 거두게 되었다. 그러나 현재 D사는 성공을 유지하지 못하고 쇠퇴하고 있다. D사가 쇠퇴한 원인은 첫째, 게임산업의 트렌드 변화에 따르지 않고 과거의 성공 방법에 집착했다. 둘째, 게임 개발 노력이 부족하여 게임 출시가 지연되었다. 셋째, 모바일 게임 산업 환경 변화로 인해 마케팅 비용이 급증하였다. 넷째, 과도한 기업복지로 인해 재무적 유연성을 상실했다.

D사가 다음과 같은 전략을 수행할 필요가 있었다. 2014년 공모 이후에 공모된 자금을 빠르게 집행하여 2015년에 C게임의 후속 게임을 출시했어야 했다. 2015년에 C2게임을 출시하여 영업이익을 개선하고, 공모자금을 바탕으로 하드코어 게임을 2년간 제작하여 2016년에 출시했다면 현재의 상황에 이르지 않았을 것이다. 그리고 기업복지시스템도 상장 초기에 업계 평균 수준으로 설정했다면 지금처럼 위기의 상황에서 재무적 유연성을 확보할 수 있었을 것이다.

IT 산업에 속한 기업은 급격하게 성장할 수도 있고, 급격하게 쇠퇴할 수도 있다. D사와 같이 급격한 성장을 이룬 기업은 현재의 성장이 영원할 것처럼 생각할 수도 있다. 그러나 급격하게 쇠퇴할 수도 있다고 항상 생각하고 끊임없이 노력해야 한다. D사가 상장 직후부터 모바일 게임의 트렌드 변화에 민감하게 대응하고, 언제 도태될지 모른다는 생각을 갖고 적극적으로 노력하고, 급격한 성장이 영원하지 않을 것이라는 가정 하에서 기업복지시스템을 설정했다면 상황은 많이 달라졌을 것이라 생각된다. IT 산업에 많은 기업들이 쉽게 떠오르고 금방 잊혀진다. IT 산업에서 원히트 원더 기업이 되지 않기 위해서는 어

면 생각과 노력이 필요한지에 대한 물음에 D사의 사례는 좋은 해답이 될 수 있을 것이다.

5.2 자회사 설립을 통한 관리종목 지정 회피 및 시사점

D사는 2015년부터 2017년까지 3개 사업연도 연속 영업손실이 발생하여 관리종목 지정 우려가 있었다. D사는 별도기준 영업이익이 장기영업손실의 기준이 된다는 점을 이용하여, 자회사를 신규 설립하고 손실을 자회사에 몰아주고 모회사인 D사의 영업이익이 흑자전환되게 만들었다. 연결기준으로 보면 오히려 영업손실이 증가하였고 실질적인 경영성과 개선이 이루어지지 않았음에도 불구하고, 결국 관리종목 지정을 회피하게 되었다.

정보해석능력이 우수한 기관이나 외국인인 자회사 설립의 진정한 의미를 파악할 수 있으나, 소액주주들은 정보해석능력이 부족하여 해당 공시를 정확하게 해석할 수가 없다. 결국 규정의 미비점을 이용하는 것은 소액주주들에게 더 많은 손실을 발생시킨다. 관리종목 지정을 회피하기 위해 회사는 법적 테두리 내에서 할 수 있는 모든 수단을 동원할 것이다. 따라서 별도기준 영업이익이 기준이라는 규정을 이용하여 관리종목 지정을 회피한 것은 도의적인 책임은 있더라도 D사 경영진의 입장에서는 어쩔 수 없는 선택이라고 생각된다. 상장폐지규정은 거래소가 만들었으므로 규정의 빈틈을 해결해야 하는 곳도 거래소이다.

거래소는 상장기업의 실질적인 사업역량과 상관없이, 피투자회사의 경영성과가 상장기업의 재무제표에 영향을 미치는 것을 우려하고 있다. 이러한 우려는 어느 정도 합리적이라고 생각한다. 상장기업의 사업역량은 우수하고 성장가능성도 높는데, 피투자회사의 부(-)의 경영성과로 인해 상장기업이 피해를 볼 수도 있기 때문이다. 그러나 부실한 상장기업이 자회사를 설립하여 부실을 자회사로 넘기고, 상장기

업은 건실한 회사처럼 보이게 만드는 윈도우 드레싱도 가능하다. 이러한 정보를 기관이나 외국인은 해석할 수 있겠지만, 소액주주들이 파악하기는 힘들다. 따라서 거래소는 자회사 설립을 통한 관리종목 지정 회피를 금지하지는 못하더라도, 관리종목 지정 회피를 위해 자회사를 설립할 수도 있다는 정보를 투자자에게 직접 제공하거나, 기업이 공시하도록 규정을 변경할 필요가 있다. 규정을 악용하는 것을 방지하는 것은 결국 거래소의 책임이기 때문이다. 규정 악용의 여지가 없어야 소액주주도 편하게 자본시장에 참여할 수 있을 것이고, 궁극적으로 우리나라의 자본시장의 질적, 양적 발전이 가능하기 때문이다.

국내참고문헌

- 강다운, 강윤정, 박수민, 설마루, 심다희, 최승호(2016), “넥슨: 모바일 게임 시장의 과제와 성공을 위한 전략 모색,” **Korea Business Review**, 20(4), 107-133.
- 김경호, 박종일(1999), “기업부실화 이전의 이익조정에 관한 연구,” **회계저널**, 8(1), 259-283.
- 김문태, 이지현(2012), “실질심사에 의한 상장폐지와 이익 관리 행태에 관한 연구: 코스닥 기업을 중심으로,” **회계정보연구**, 30(4), 35-56.
- 김상훈, 이유석(2015), “엑스몬 게임즈(X-Mon Games)의 성장 스토리-신속한 트렌드 파악과 대응이 낳은 성공,” **Korea Business Review**, 19(4), 1-26.
- 김지엽, 김용식(2014), “B회사의 상장폐지 사례 연구 - 타법인주식 취득에 관한 주식가치평가와 회계 및 감사 이슈를 중심으로 -,” **회계저널**, 23(5), 551-589.
- MBC(2015), “MBC 스페셜 679화 ‘회사가 차려주는 밥상,’” **MBC**, 2015년 7월 27일자.
- 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr).
- 나유라(2019), “D사·N사 “관리종목 지정 피하자” 투자자

우룡 기막힌 꿈수,” **에너지경제**, 2019년 3월 19일자

남정석(2018), “한국 게임산업, ‘골짜기’ 벗어나 4분기 반전 이뤄낼까?,” **스포츠조선**, 2018년 10월 1일자.

나종길, 최정호(2000), “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응,” **회계학연구**, 25(4), 55-109.

박계현(2015), “D사 직원 한 명당 3,287만원 복리후생... 상시채용,” **머니투데이**, 2015년 5월 28일자.

박성환, 김유찬, 김영길(2015), “상장폐지기업의 특성에 관한 실증연구,” **회계학연구**, 20(5), 35-61.

박재환, 이세철, 고영우(2015), “상장폐지 위험에 처한 기업의 회계증빙에 관한 감리사례,” **회계저널**, 24(6), 493-519.

박지성(2019), “이케아코리아의 복리후생제도는 어떻게 다른가?,” **Korea Business Review**, 23(4), 161-185.

서정근(2012), “카톡 때문에 대박 난 이곳 어딘가 봤더니...,” **디지털타임스**, 2012년 10월 4일자.

서정근(2018), “게임업종 한계기업 속출.. 회생은 불가능한가,” **머니투데이**, 2018년 9월 7일자.

손성규, 염지인, “코스닥시장에서의 상장폐지위험과 이익조정,” **회계학연구**, 39(4), 1-30.

송예원(2015), “매출 70% 하락 D사, 돌파구는 고가의 아이템?,” **디스이즈게임**, 2015년 8월 23일자.

윤형섭, 강지웅, 박수영, 오영욱, 전홍식, 조기현(2012), **한국게임의 역사**, 제1판, 서울, 북코리아.

이대호(2015), “‘캐주얼 → 하드코어’ 모바일 게임 트렌드 계속된다,” **디지털데일리**, 2015년 4월 1일자.

이민재(2014), “D사, 코스닥 첫날 급락... 시초가, 공모가 대비 34% 올라,” **머니투데이**, 2014년 10월 16일자.

이상배(2002), “‘온라인 RPG “경쟁 과열”’,” **머니투데이**, 2002년 2월 26일자.

이상윤, 김문용, 한승돈, 안재현(2008), “모바일 게임의 시장 성공 요소: 게임 장르별 차이와 출시 이후 시간 경과에 따른 변화,” **Information System Review**, 10(3), 21-38.

이석근, 양동훈, 조광희(2015), “상장폐지기업의 상장폐지 전 보수주의 성향,” **회계학연구**, 40(5), 1-34.

이정민(2018), “D사 8개 스튜디오로 조직 재편, 퍼블리싱 역량 강화,” **조선비즈**, 2018년 5월 28일자.

이택수(2003), “온라인게임 ‘블록버스터’ 시대 열렸다,” **디지털타임스**, 2003년 9월 1일자.

임대환(2012), “애니팡 내려받기 2000만건 넘었다,” **문화일보**, 2012년 10월 12일자.

임영택(2018), “D사, 자회사 4곳 신규 설립... “전문 퍼블리셔 변신”,” **매일경제**, 2018년 5월 28일자.

최동수(2015), “D사, 아태지역 고속성장 기업 1위,” **머니투데이**, 2015년 12월 4일자.

최동현(2016), “임직원 배만 불린 D사, 주주들 원성 높아져,” **아시아경제**, 2016년 12월 8일자.

한경 경제용어사전(dic.hankyung.com).

한국거래소 홈페이지(www.krx.co.kr).

한국능률협회컨설팅(2015), **2015년도 제17차 한국산업의 브랜드파워(K-BPI) 조사**.

한국콘텐츠진흥원(2012), **2012 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2013), **2013 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2014), **2014 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2015), **2015 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2016), **2016 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2017), **2017 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2018), **2018 대한민국 게임백서**.

한국콘텐츠진흥원(2019), **2019 대한민국 게임백서**.

Case Study on Performance Decline of One of Kakao Kids and Avoidance of Designation as Administrative Issue*

Chan-Hyu Shin**

Abstract

This study is a case study on the decline of mobile game developer D company and the avoidance of designation of administrative issue. D company had got tremendous success with C game distributed to Kakao games. D company has listed on the KOSDAQ market in October 2014. However, unlike expectations, management performance has become worse after 2015, resulting in long-term operating loss. Share price of D company on October 2020 decreased by 84.3% compared to the IPO(Initial Public Offering). This study analyzed the causes of decreasing of management performance of D company. First, they followed to the past success way irrespective to the change of the game industry trend. Second, the follow-up game launch was delayed due to lack of effort to develop the game. Third, marketing costs increased rapidly due to the change in the mobile game industry environment. Fourth, the financial flexibility lost due to excessive corporate benefit plan.

Company D suffered an operating loss from 2015 to 2017, and it could be designated as a administrative issue if an operating loss occurred in 2018. Although the follow-up game to the C game was released in 2017, there was not improvement in management performance. So designation of administrative issue to the stock of D company was expected after 2018.

However, D company abused the regulation that the long-term operating loss is judged by the separate financial statements. They established subsidiary companies and drove losses to subsidiary companies. And then, the parent company could be avoided designating of administrative issue by converting operating profit on the separate financial statement into surplus.

Key Words: Kakao Kids, Mobile Game Company, Administrative Issue

* This work was supported by a Research Grant of Andong National University.

** Assistant Professor, Dept. of Business and Accounting, Andong National University(chshin@anu.ac.kr)