

루이싱 커피의 나스닥 시장 상장과 상장폐지 - 분식회계 사례연구 -

이창섭* · 박성종** · 서승범*** · 김세환****

요약

루이싱 커피는 2019년 미국 나스닥 시장에 큰 주목을 받으며 성공적으로 상장하였으나, 회계부정 행위가 있었음이 밝혀져 상장 1년여 만에 퇴출당하였다. 본 연구에서는 커피 리테일 기업의 단기간 내 미국 나스닥 시장에서의 상장 성공 및 실패 사례를 보여준 루이싱 커피에 관해 설명한 후, 루이싱 커피의 주요 재무정보를 분석하였다. 세부적으로 본 연구에서는 영업환경 분석을 이용하여 기업의 투자가 펀더멘털에 미치는 영향과 재무제표 분석에 기반하여 분식회계의 원인을 파악하였다. 다음으로, 본 연구에서는 수익성 비율분석을 산출된 루이싱 커피의 레버리지 비율을 동종 산업의 기업과 비교하였다. 연구결과, 루이싱 커피의 미국 상장폐지는 외형확장을 위한 거짓된 매출의 과대계상과 판매관리비의 과도한 지출이 주요 원인이었음을 보고하였다. 본 연구는 루이싱 커피의 회계부정 사례를 다룸으로써 커피 리테일 산업의 위험성을 제시하였으며, 나아가 재무제표 분석을 통해 커피 리테일 산업의 재무적 특성을 설명하였다는 데 공헌점이 있을 것이다.

핵심 주제어 : 회계부정, 루이싱 커피, 나스닥 시장, 재무제표 분석

* 제1저자, 세종대학교 경영학부 부교수, crhee2@sejong.ac.kr

** 교신저자, 한경대학교 법경영학부 부교수, lifefund@hknu.ac.kr

*** 공동저자, 연세대학교 경영학과 조교수, sbsoh@yonsei.ac.kr

**** 공동저자, 세종대학교 박사과정 & KB증권 애널리스트, usstockme@gmail.com

<논문 투고일> 2022.9.18

<논문 수정일> 2022.10.29

<게재 확정일> 2022.11.7

I. 서론

중국 현지의 커피 전문점인 루이싱 커피는 2017년에 설립되었으며, 중국 내 스타벅스와 차별하기 위해 저렴한 가격, QR코드를 이용한 결제, 애플리케이션 주문 및 배달서비스 등을 전략적으로 제공하였다(Wang 2021; 노태우외 2022). 이러한 공격적인 홍보 전략을 통해 루이싱 커피는 짧은 기간 내 중국 스타벅스를 위협하는 커피 브랜드로 성장하였으며, 2019년 5월 나스닥 시장에 주당 17달러 총 5.6억 달러 규모로 성공적으로 상장하였다. 그러나 루이싱 커피의 미국 상장 직후, 공매도 전문 기관인 머디워터스(Muddy Waters)는 루이싱 커피의 회계부정 행위를 집요하게 추적하여, 2020년 1월 31일 분식 의혹을 담은 보고서를 발표하였다(Peng et al. 2022; Wang, 2020; 황위동과 김산월, 2022). 루이싱 커피의 분식회계 행위에 대한 의혹이 커짐에 따라 미국의 증권 거래 위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)는 루이싱 커피에 조사를 수행하였으며, 조사결과 루이싱 커피가 약 3억 달러 이상의 매출을 부풀린 혐의를 발견해냈다. 이에, 2020년 4월 7일 루이싱 커피의 주식은 거래 중단되었으며, 2020년 6월 25일 나스닥 거래소에서 상장폐지를 통보받았다. 이후, 루이싱 커피는 상장폐지 통보에 대한 청문회 요구를 취소하였으며, 2020년 6월 29일 최종적으로 루이싱 커피의 나스닥 거래소 상장폐지가 최종 결정되었다. 결과적으로, 루이싱 커피의 2019년 1분기부터 3분기까지의 실적은 전부 무효화 되었고, 루이싱 커피는 분식회계 혐의에 대한 벌금으로 1억 8천만 달러를 부과받았다.

루이싱 커피는 기업성과를 조작하기 위해 매출을 허위로 보고하는 방식을 주로 이용하였다(Kukreja, 2021). 가공 매출채권의 인식은 과거 대우전자가 저조한 성과를 감추기 위해 사용하였으며, 분식회계를 다룬 여러 선행연구에서 이러한 매출액 허위보고를 대표적인 회계부정의 유형으로 보고하였다(박종찬과 장금주, 2010). 예를 들어, 정광화외(2015)는 국내 특정 기업에서 매출은 증가하고 있으나 매출총이익은 낮게 유지되는 한편 판매비와 관리비는 급격히 증가하여 영업 손실이 발생하는 것으로 보고한 회계부정 사례를 소개하였다. 이러한 사례는 루이싱 커피

피가 사용한 분식회계 방법과 매우 유사하다고 볼 수 있다.

본 사례연구에서는 루이싱 커피의 재무 및 비재무 정보 분석을 통해 경영상의 문제점과 위험요인에 대하여 살펴보고자 한다. 이를 위해, 본 연구에서는 루이싱 커피의 사업보고서 및 뉴스 보도 자료 등을 조사하여 영업환경을 분석한 후, 각종 기업공시 내용을 통해 경영상의 문제점을 알아보았다. 특히, 루이싱 커피가 비용 항목을 이용한 회계 분식 방법을 재무 비율 분석을 통해 파악하고, 안정성 비율을 측정함으로써 투자 위험을 미리 감지하여 위험을 낮출 수 있는지를 분석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 연구배경을 소개하고, 루이싱 커피의 회계부정 방법을 설명한다. IV장에서는 기업 부실 예측 분석을 보고한 후, 마지막으로 V장에서 연구의 결론을 제시한다.

II. 연구배경

1. 루이싱 커피

루이싱 커피는 중국 로컬 커피 브랜드로서 2017년 샤먼시(Xiamen)에서 설립되었으며, 베이징의 자금성에 1호점을 개점하였다. IT 기술을 앞세운 루이싱 커피는 온라인, 오프라인, 물류의 세 분야를 융합하여 키오스크를 적극적으로 운영하였고 모바일 애플리케이션을 통해 다양한 식음료 서비스를 제공하여 타 커피 브랜드와 차별화를 이루고자 하였다(오려견외, 2021; 장연외, 2021). 특히, 고객에게 가장 편리한 서비스를 제공한다는 ‘new retail’이라는 마케팅 개념을 도입하여, 중국 내 시장점유율을 급격히 높여나갔다(Yang and Lv, 2019). 나아가, 브랜드 홍보를 위해 탕웨이와 담송운 같은 유명 연예인 및 스포츠 스타를 광고모델로 섭외하고, 무료 음료 쿠폰을 대량으로 발행하는 등 공격적인 마케팅 활동을 수행하였다. 또한, 월드 바리스타 챔피언십 우승자와 경쟁기업인 스타벅스의 파트너를 적극적으로 영업하는 등, 전문적으로 커피 품질을 관리할 수 있는 인적 자원을 모집함으로써 설립 이후 짧은 시간 내 높은 품질의 커피를 제공하고자 하였다.

루이싱 커피는 2018년 베이징과 상해에 첫 번째 커피숍을 개점했으며, 2018년 7월 센투리엄 캐피탈(Centurium Capital)과 조이 캐피탈(Joy Capital) 등의 지원을 받아 2억 달러 규모의 시리즈 A 금융을 받았다. 회사 설립 후 약 1년 만에 (2018년 10월 기준) 1,300개의 매장을 신규로 개점하면서 중국에서 스타벅스 다음으로 두 번째로 규모가 큰 커피 브랜드로 자리 잡았다. 이에, 중국 커피 시장에서는 [그림 1]의 루이싱 커피의 로고에 빗대어 파란 사슴이 인어(스타벅스 로고)를 쫓는다는 표현이 온라인상에서 쓰이기도 하였다.

[그림 1] 루이싱 커피 로고



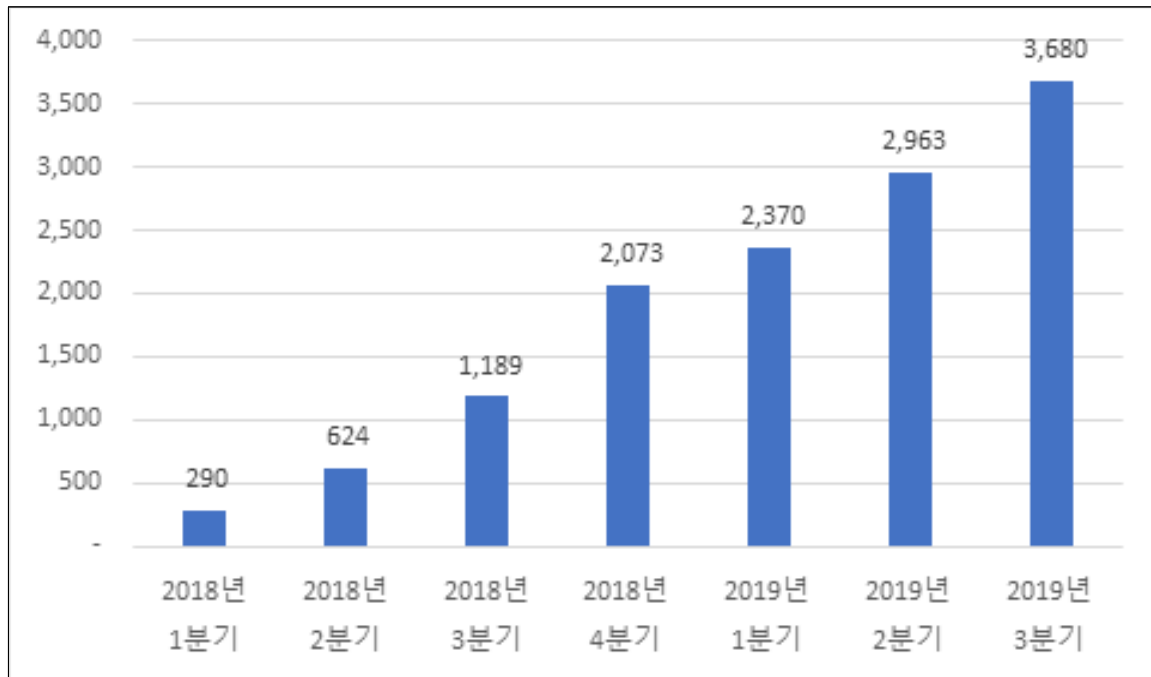
또한, 루이싱 커피는 2018년 9월 6일 중국의 거대 인터넷 미디어 복합기업인 텐센트와 전략적 제휴를 발표함으로써 커피 서비스를 위챗 비즈니스 생태계로 확장하고자 하였다. 이와 같은 노력으로, 루이싱 커피는 2018년 12월 총 2,073개 매장을 보유하고 있으며, 3개월 후인 2019년 3월까지 매장 수를 총 2,370개로 확장한 루이싱 커피는 같은 해 5월 미국의 나스닥 거래소에 상장했다. [표 1]은 루이싱 커피의 연도별 주요 사항이다.

[표 1] 루이싱 커피의 연도별 주요 사항

항 목	내 용
2017년	회사 설립
2018년	베이징과 상해 첫 커피점 개시
2018년 3월	총 290개 매장 보유
2018년 6월	총 624개 매장 보유
2018년 7월	2억 달러 규모 시리즈 A 금융 조달
2018년 9월	총 1,189개 매장 보유
2018년 10월	1,300개의 매장 신규 개시, 중국 2위 커피 브랜드
2018년 12월	총 2,073개 매장 보유
2019년	2,500개 신규 매장 개시 계획 발표
2019년 3월	총 2,370개 매장 보유
2019년 5월	나스닥, 뉴욕 증시 상장
2019년 6월	총 2,963개 매장 보유

앞에서 언급한 바와 같이, 루이싱 커피는 외형확장 정책을 통해 중국 내 매장 수를 빠르게 늘렸다. [그림 2]는 루이싱 커피의 2018년 1분기부터 2019년 3분기까지 분기별 매장 수이다. 2018년 1분기 루이싱 커피의 매장 수는 290개였으나, 불과 1년 6개월 만에 3,680개로 매장 수가 약 13배 증가하였다. 이러한 루이싱 커피의 강력한 외형확장 정책은 짧은 기간 내 자산규모 및 매출을 상승시켰다는 측면에서 성공적이었으나, 영업이익 및 당기순이익 측면에서는 부정적인 결과를 초래하였다.

[그림 2] 루이싱 커피 분기별 매장 수 변화



주) 단위: 개

[표 2]는 2018년부터 2020년까지 루이싱 커피의 주요 재무항목이다. 2018년 대비 2020년 자산규모는 5억 760만 달러에서 14억 2천 550만 달러로 증가하였으며, 매출액은 1억 2천 710만 달러에서 5억 8천 440만 달러로 대폭 상승하였다. 반면, 2018년 대비 2020년 영업 손실은 2억 2천 670만 달러에서 2억 9천 420만 달러로 늘어났으며, 당기순손실은 4억 8천 210만 달러에서 8억 980만 달러로 증가하였다. 이는, 루이싱 커피가 기업규모 측면에서는 단기간에 급격히 확장하였으나 수익 구조 측면에서는 실질적인 문제가 있을 수 있음을 나타낸다.

[표 2] 루이싱 커피의 주요 재무제표 항목

재무제표 항목	2018년	2019년	2020년
총자산	507.6	1,401.5	1,425.5
총부채	165.2	663.2	1,008.8
총자본	342.4	738.3	416.7
매출액	127.1	437.8	584.4
매출총이익	30.5	143.2	225.2
영업이익	-226.7	-424.2	-294.2
당기순이익	-482.1	-537.3	-809.8

주) 단위: 백만 USD

2. 머디워터스의 루이싱 커피에 대한 회계부정 의혹 제기

머디워터스는 카슨 블록(Carson Block)이 2010년 6월에 설립한 헤지펀드 회사이다. 머디워터스의 주요 활동은 회계투명성 측면에서 문제가 있는 중국 기업을 조사하여, 해당 기업의 분식회계 행위에 대한 증거자료를 수집하여 보고하는 것이다. 목표대상이 된 기업의 분식회계 행위를 입증할 수 있는 충분한 자료가 수집되면 이를 시장에 보고함으로써, 해당 기업의 주가는 회계부정 스캔들로 인하여 급락하게 되어 머디워터스는 공매도를 통해 수익을 낸다. 이러한 머디워터스의 공매도 사례로써, 2010년 중국 제지업체인 오리엔트페이퍼(Orient Paper)와 2011년 벌목업체인 시노포레스트(Sino-Forest)는 머디워터스로부터의 회계부정 스캔들로 인하여 파산하게 되었다. 특히, 2020년 루이싱 커피의 미국 상장폐지에는 머디워터스의 보고서가 중요한 역할을 하였다고 평가받고 있으며, 해당 사건은 공매도를 통해 기업의 분식회계를 감시하고 방지할 수 있다는 공매도의 순기능을 보여주는 사례로 손꼽힌다.

루이싱 커피의 회계부정 의혹에 대한 머디워터스의 추적 조사방법은 다음과 같다. 머디워터스는 루이싱 커피의 과도한 매출 성과에 의구심을 갖고, 981개의 루

이싱 커피의 매장 CCTV 비디오 기록, 거래 영수증, 매장 근로자의 휴대전화기 채팅 정보 등을 수집하였다. 수집된 정보를 통해, 매장에서 실제로 판매되는 커피 수량을 파악하여 매출액과 비교하고 제품 가격이 정가에 판매되는지 확인하였다. 조사결과, 루이싱 커피는 매장당 커피 판매량을 과대계상하였으며, 주문 건당 커피 판매량이 감소하는 상황에서도 허위로 매출을 높게 보고한다는 증거를 제시하였다(Kukreja, 2021). 세부적으로, 루이싱 커피의 회계부정에 관한 머디워터스의 보고서인 “Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business”에서는 11,260시간에 달하는 매장 CCTV 비디오 자료를 근거로 루이싱 커피가 2019년 3분기에는 제품 판매액의 69%를, 4분기에는 88%를 부풀렸다고 보고하였다. 머디워터스는 981개 매장에서 92명의 상근 직원과 1,418명의 시간제 직원을 동원하여 영업시간 전체에 해당하는 고객 트래픽을 기록하고 감시하였는데, 24,843명 분량의 판매 영수증을 분석한 결과 제품당 순 판매 가격을 12.3%까지 부풀렸음을 확인했다. 무료 제품을 제외한 루이싱 커피 제품의 실제 판매 가격은 정가의 46% 수준이며, 이는 루이싱 커피의 경영진이 주장한 55%보다 훨씬 낮았다고 설명했다. 또한, 머디워터스는 루이싱 커피의 부가가치세(VAT)를 분석한 결과 2019년 3분기 광고비용이 약 150% 과대 계상되었으며, 기타 제품의 매출액은 약 400% 부풀려졌다고 보고하였다.

Ⅲ. 회계부정 방식

1. 매출액 과대계상을 통한 분식회계

루이싱 커피의 분식회계 의혹을 제기한 머디워터스의 보고서에 의하면 루이싱 커피의 분식회계는 주문 건당 가격과 매장당 커피 판매량을 부풀리는 방식으로 수행되었다(Wang, 2020; Kukreja, 2021). 루이싱 커피는 과대 매출 계상에도 불구하고 큰 폭의 영업이익 적자를 기록하자, 이를 감추기 위해 광고비를 과대계상 처리했다. 그 외 무료 쿠폰과 현금으로 사용 가능한 포인트 등을 과도하게 발행하였

으며, 유령회사(paper company)에 대량의 가짜 쿠폰을 판매하여 비용으로 인식하는 등의 방법을 사용했다고 보고하였다. 이에 따라, SEC는 2020년 12월 6일 루이싱 커피를 투자자 기만 혐의로 기소하였다. SEC의 고소장에 의하면 루이싱 커피는 최소 2019년 4월부터 2020년 1월까지 약 3억 달러가 넘는 판매액을 조작하였으며, 루이싱 커피의 2019년 재무제표에서 수익과 비용은 과대계상 및 순손실은 과소계상되었을 것으로 파악되었다.

2. 주가 관련 주요 기업공시(Corporate action)

[표 3]은 루이싱 커피의 주가에 영향을 미친 주요 기업공시 내용이다. 루이싱 커피는 2019년 5월 17일에 나스닥 상장하였으며, 2020년 6월 25일 나스닥 거래소로부터 상장폐지 통보를 받았다. 2020년 6월 29일 루이싱 커피의 상장폐지가 최종적으로 결정됨에 따라 장외거래(OTC) 시장으로 변경되었고, 미국 채권단의 소송으로부터 회사를 보호하기 위한 목적으로 2021년 2월 5일 미국법원에 파산신청을 하였다.

[표 3] 루이싱 커피의 주요 기업공시 내용

날 짜	형 태	내 용	주가변화(%)
2019.05.17	거래소 변경	나스닥 상장	-
2019.05.17	티커 변경	CUSIP, FDS0YP3G6에서 54951L109로 변경	-
2020.06.25	거래소 변경	나스닥에서 상장폐지 통보	-54.00
2020.06.29	거래소 변경	나스닥 거래소에서 OTC 시장으로 변경	11.59
2020.06.29	티커 변경	나스닥에서 OTC 시장으로 거래소 변경 종목 티커 LK-US에서 LKNCY-US로 변경	11.59
2021.02.05	파산 발표	루이싱 커피 Chapter 15 발표 (파산)	-45.01
2021.04.19	등록 사명 변경	Luckin Coffee Inc에서 Luckin Coffee Inc Sponsored ADR Class A로 변경	-2.94
2021.04.27	등록 사명 변경	Luckin Coffee Inc Sponsored ADR Class A에서 Luckin Coffee, Inc로 변경	-0.36

[그림 3]은 루이싱 커피의 상장부터 상장폐지 기간의 주가변동을 나타낸 것이다. 루이싱 커피는 2019년 5월 미국 나스닥 거래소에 주당 17달러로 상장했으며 거래 첫날 19.9% 상승한 20.38달러에 마감했다. 이후 2020년 1월까지 50.02달러 최고가(IPO 가격 대비 +194.2%)를 경신한 루이싱 커피는 성장 가도를 걷는 듯하였으나, 2020년 2월 공매도 전문 기관인 머디워터스가 분식 의혹 보고서를 내놓으면서 의심을 증폭시켰고, 2020년 4월 2일 주가는 75.6% 크게 하락한 주당 6.4달러를 기록했다. 루이싱 커피의 분식회계 행위가 있었다는 수사결과에 따라 6월 26일 나스닥에서 상장폐지가 결정되면서 주가는 3달러에서 54.0% 더 하락한 1.383달러까지 하락했다. 나스닥에서 상장 폐지된 이후 6월 29일 장외 거래소(OTC markets)로 옮긴 루이싱 커피는 당일 주가가 11.59% 상승하였으나, 이후 2021년 2월 5일 파산 (Chapter 15)을 발표하면서 주가는 다시 45.0% 추가 하락하게 되었다.

[그림 3] 루이싱 커피의 상장부터 상장폐지 기간 주가변동



주) 단위: USD

Ⅳ. 기업 부실 예측 분석

1. 루이싱 커피의 영업환경

루이싱 커피는 중국에서의 매출이 100%를 차지하고 있는 내수 기반의 소매 커피점을 운영하는 기업이다. 중국 샤먼(Xiamen)에 본사를 두고 있으며, 2017년 10월 설립하여 1년 만에 매장을 1,600개 오픈하여 2019년까지 5,000개로 확장했다. 2017년 자산운용사 블랙록(BlackRock), 싱가포르투자청(GIC), 중국의 벤처캐피털인 조이캐피털(Joy Capital) 등에서 약 10억 달러를 유치했으며, 중국의 유명 렌터카 회사인 선저우주차(神州租車, CAR Inc)의 창업자인 루정야오(Zhengyao Lu)로부터 10억 위안을 투자받았다. 설립 초기 당시 루이싱 커피의 기업가치는 약 40억 달러로 평가되었다.

2. 비용 과대계상 분석

루이싱 커피가 비용을 과대계상하는 분식회계를 수행했는지는 매출액 대비 비용이 차지하는 비중을 통해 추론할 수 있다. [표 4]는 루이싱 커피의 2018년 1분기부터 2019년 4분기까지 매출액, 매출원가, 판매관리비 정보이다. 2019년 2분기 나스닥 거래소 상장 당시 루이싱 커피의 매출액 대비 매출원가의 비중은 약 61% 수준이었으나, 2019년 4분기에는 매출원가가 매출액의 약 3배 수준으로 증가했다. 또한, 광고선전비 과대계상의 의혹을 받는 판매관리비의 경우, 2019년 2분기에는 매출액 대비 113% 수준이었으나, 2019년 4분기에 이르자 판매관리비는 매출액의 1,033% 비중인 약 1억 4천 40만 달러가 되었다. 이는 2019년 4분기에 루이싱 커피는 급격한 성장을 이루기 위해, 상대적으로 낮은 매출에도 불구하고 비정상적으로 마케팅 홍보 활동을 수행하였음을 의미한다.

[표 4] 루이싱 커피의 분기별 매출액, 매출원가, 판매관리비

구분	2018년 1분기	2018년 2분기	2018년 3분기	2018년 4분기	2019년 1분기	2019년 2분기	2019년 3분기	2019년 4분기
매출액	2,037	19,050	35,383	67,286	70,935	133,216	219,726	13,586
매출원가	2,105	14,227	26,526	51,214	53,336	81,225	118,251	41,370
판매관리비	17,874	55,329	75,836	103,991	92,419	150,541	182,592	140,395

주) 단위: 천 USD

3. 수익성 비율분석

회계정보 이용자는 재무제표의 수익성 비율분석을 통해 경영상의 문제점과 위험 요인을 파악할 수 있다. 본 연구에서는 선행연구에서 이용한 재무제표 및 재무 비율 분석을 통해 루이싱 커피의 경영상의 문제점과 회계부정위험 요인을 분석하였다(허진숙, 2014; 이창섭, 2018; 선은정과 김동현, 2021). 이를 위해, 루이싱 커피의 미국 시장 상장준비 시점인 2018년부터 2019년까지의 분기별 재무제표 자료를 수집하여 분석하였다.

[표 5]에서는 루이싱 커피의 재무제표 비율과 동종 산업 기업들의 재무제표 비율 평균을 비교했다. 루이싱 커피와 동종 산업 평균을 비교한 결과, 2019년 4분기 기준, 지난 12개월간 주주가 투자한 자본 대비 수익성을 나타내는 자기자본이익률(ROE)은 루이싱 커피가 -100.4%로 동종 산업 31.1% 대비 주주의 수익성이 낮음을 알 수 있다. 같은 기간 총자산이익률(ROA)은 -56.2%로 동종 산업 평균 8.6%를 크게 밑돌았다. 투자자본이익률(ROIC)도 마찬가지로 낮게 나타났다. 루이싱 커피의 2019년 4분기 기준 과거 12개월 투자자본이익률(ROIC)은 -93.6%로 동종 산업 평균 12.9% 대비 낮게 나타나면서 투자 자본 대비 수익성이 굉장히 낮게 나타났다.

[표 5] 루이싱 커피의 분기별 매출액, 매출원가, 판매관리비

재무제표 비율	2018년 4분기	2019년 1분기	2019년 2분기	2019년 3분기	2019년 4분기
매출총이익률 [루이싱 커피]	24.0	24.6	30.8	38.1	32.8
매출총이익률 [동종 산업 평균]	30.2	30.8	31.6	32.7	33.3
판매관리비/매출액 [루이싱 커피]	204.5	170.0	137.8	107.8	129.4
판매관리비/매출액 [동종 산업 평균]	24.1	24.0	23.9	24.2	24.5
영업이익률 [루이싱 커피]	-180.5	-145.5	-107.0	-69.7	-96.6
영업이익률 [동종 산업 평균]	6.1	6.8	7.7	8.5	8.8
순이익률 [루이싱 커피]	-386.1	-281.3	-177.0	-111.5	-122.6
순이익률 [동종 산업 평균]	-4.5	-3.6	-2.1	-1.8	21.4
총자산이익률(ROA) [루이싱 커피]					-56.2
총자산이익률(ROA) [동종 산업 평균]	-1.8	-1.4	-0.9	-0.7	8.6
자기자본이익률(ROE) [루이싱 커피]					-100.4
자기자본이익률(ROE) [동종 산업 평균]	-7.5	-6.3	-3.6	-3.1	31.1
투자자본이익률(ROIC) [루이싱 커피]					-93.6
투자자본이익률(ROIC) [동종 산업 평균]	-2.9	-2.3	-1.3	-1.2	12.9

주) 단위: %

주주수익률과 매출 효율성이 낮게 나타난 이유는 비용이 매출 대비 지나치게 높은 것에서 비롯된 것으로 판단된다. 루이싱 커피의 매출총이익률은 2019년 4분기 기준 32.8%로 동종 산업 평균 33.3%와 비슷한 수준으로 제품 판매를 위해 사용된 비용은 동종 산업 평균과 비슷한 수준이었다고 볼 수 있다. 그러나, 같은 기간 매출액 대비 판매관리비(SG&A) 수준은 129.4%로 매출 규모를 초과하는 비용이 발생했으며, 동종 산업 평균인 24.5%와 비교하면 매우 높다. 루이싱 커피의 지나치게 높은 판매관리비는 영업이익률을 떨어뜨림으로써, 2019년 4분기 기준 지난 12개월 영업이익률은 -96.6%로 동종 산업 평균 8.8% 대비 지나치게 낮게 보고됐다. 그 결과, 판매관리비와 영업 및 기타 비용, 이자, 세금을 차감한 순이익은 매출액 대비 -122.6%로 동종 산업 평균 21.4% 대비 저조하게 나타났다. [표 5]의 결과를 종합하면, 2019년 4분기 루이싱 커피는 매출총이익 수준이 비슷한 동종 산업의 기업에 비하여 매출액 대비 판매관리비를 과도하게 지출하였고 이로 인하여, 막대한 손실을 보았다고 해석할 수 있다.

본 연구에서는 주주의 수익성을 볼 수 있는 자기자본이익률(ROE)을 세분화하여 분석하기 위해 듀퐁(DuPont) 분석을 수행했다(최규완 외, 2008; 신현한과 김소연, 2014). 듀퐁 분석은 ROE를 매출 효율성, 자산 효율성, 자본 조달 안정성으로 세분화하여 나타낸다(Bauman, 2014; 김소연과 신현한, 2015). 자기자본이익률은 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값이며, 이는 당기순이익, 매출액, 총자산, 자기자본을 통해 나타낼 수 있다. 당기순이익/매출액, 매출액/총자산, 총자산/자기자본은 각각 매출액순이익, 총자산회전율, 재무레버리지에 대한 측정치로써 기업의 수익성, 활동성, 안정성을 살펴보는데 이용된다.

$$\begin{aligned}
 \text{자기자본이익률(ROE)} &= \text{당기순이익/자기자본} \\
 &= \text{당기순이익/매출액} \times \text{매출액/총자산} \times \text{총자산/자기자본} \\
 &= \text{매출액순이익} \times \text{총자산회전율} \times \text{재무레버리지}
 \end{aligned}$$

[표 6]은 2019년 루이싱 커피의 듀퐁 분석결과이다. 2019년 루이싱 커피의 자기 자본이익률은 -100.5%로 자본 대비 이익이 상당히 낮은 수준으로 나타났다. 자기 자본이익률이 낮게 나타난 주요 원인은 매출 대비 순이익률이 낮고 총자산회전율을 역시 낮은 것이라고 판단된다. 매출액순이익률은 -123.0%로 매출 대비 지나치게 큰 손실이 발생했으며, 총자산회전율은 31.0%로 총자산 대비 매출 규모가 낮은 것으로 나타났다. 반면 루이싱 커피의 재무레버리지는 193.0%로 과하지 않은 수준으로 판단된다.

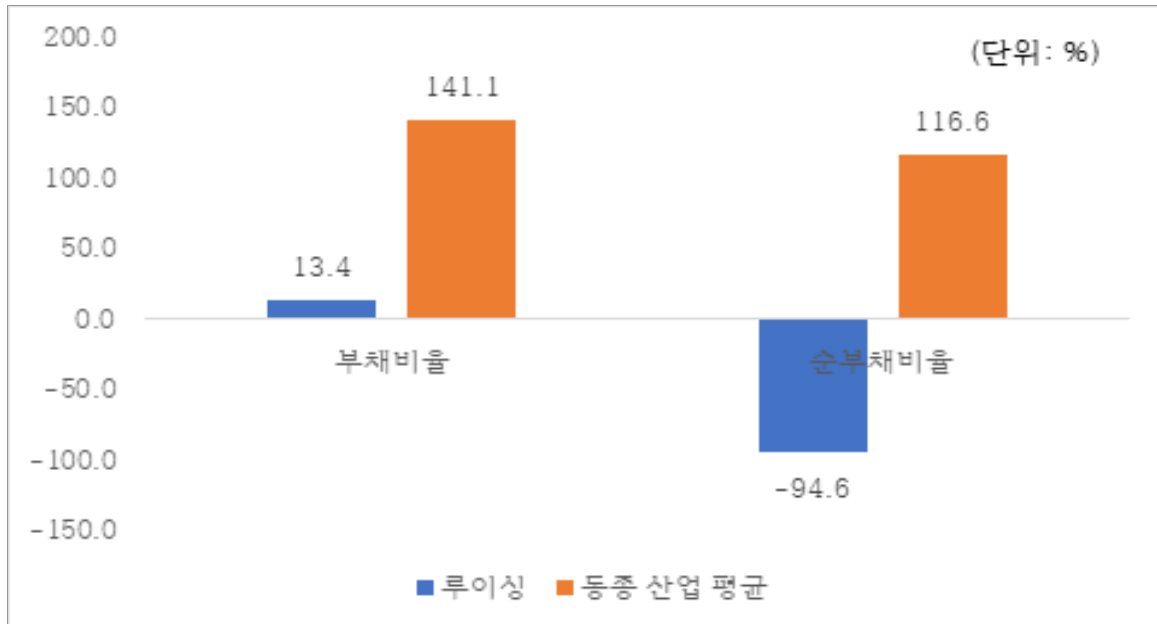
[표 6] 2019년 루이싱 커피 듀퐁 분석

항 목	비율(%)
자기자본이익률	-100.5
매출액순이익률	-123.0
총자산회전율	31.0
재무레버리지	193.0

4. 레버리지 비율분석

[그림 4]는 2019년 4분기 루이싱 커피와 동종 산업 평균의 레버리지 현황이다. 루이싱 커피의 수익성은 동종 산업 평균 대비 매우 낮게 나타났지만, 부채 수준은 양호한 흐름을 기록했다. 루이싱 커피의 2019년 4분기 부채비율은 13.4%로서 동종 산업 평균 141.1%인 보다 상대적으로 매우 낮은 편이었으며, 순 부채비율은 -94.6%로서 높은 현금 여유 수준을 나타냈다. 이는 루이싱 커피의 강한 외형확장과 마케팅 활동에 따른 투자자금 유입으로 현금 확보 수준이 높게 나타난 것으로 판단된다.

[그림 4] 루이싱 커피와 동종 산업 평균의 레버리지 현황



[표 7] 루이싱 커피의 2019년 기준 레버리지 비율

항 목	비율(%)
이자보상비율	적자
유동비율	1.75
당좌비율	1.66
총자본대비 부채비율	0.12
자기자본 대비 부채비율	0.13

[표 7]은 루이싱 커피의 레버리지 비율이다. 2019년 루이싱 커피의 이자 수준에
서의 위험 수준은 높지 않게 나타났다. 비용의 증가로 인해 세전 이익은 적자를 기
록하여 이자보상비율에서는 음의 값이 나타났지만, 유동비율과 당좌비율은 각각
1.75와 1.66으로서 대체로 안정적인 편이었다. 또한, 총자본대비 부채비율과 자기
자본 대비 부채비율은 각각 0.12와 0.13으로 보고되었다. 분석결과를 종합하면,

2019년 루이싱 커피는 레버리지 비율 측면에서는 안정적인 모습을 보였으나, 수익성 및 활동성에서는 부정적인 신호가 나타났는데, 이는 루이싱 커피의 무리한 외형 확장 및 과도한 마케팅 홍보비용에 따른 것으로 판단된다.

V. 결론

1. 요약 및 한계점

본 연구는 미국 나스닥 시장에서 높은 성장세로 주목받고 상장하였으나 회계부정으로 인하여 1년여 만에 상장 폐지된 루이싱 커피의 사례를 소개하고, 재무제표 분석을 통해 기업의 분식회계 요인을 살펴보았다. 세부적으로 본 연구에서는 영업환경 분석으로 기업의 투자가 펀더멘털(fundamental)에 미치는 영향을 파악했으며, 재무제표의 비용과 매출액 비율분석을 통해 분식회계의 원인이 될 수 있는 부분을 가늠했다. 다음으로, 수익성 비율분석을 통해 주주 관점에서 수익 악화 여부를 동종 산업과 비교하여 점검한 후, 기업이 감내할 수 있는 레버리지 여부를 이자비용과 순이익을 비교하여 분석하였다.

본 사례연구 결과, 루이싱 커피의 영업환경은 낮은 수익성에도 불구하고 투자를 받기 위한 무분별한 외형 확장(매장 수 증가)을 진행해 왔음을 알 수 있었다. 루이싱 커피는 2017년 1호점 출시 이후 1년 만에 1,600여 개의 매장이 개장하였고, 2019년에는 매장의 개수가 5,000여 개가 되었다. 강한 외형확장을 통해 다수의 투자자로부터 지원을 받을 수 있었지만, 2018년 3분기 당시 루이싱 커피의 영업 마진은 -180.5%로 업종 평균인 8.8%를 크게 밑도는 등 견고하지 못한 펀더멘털을 보여줬다. 특히, 루이싱 커피의 매출은 빠르게 증가하고 있었으나, 영업이익은 지속 감소했다. 이는, 매출원가와 판관비가 매출에서 차지하는 비중이 지나치게 높았기 때문으로 판단된다. 2019년 2분기 기준, 루이싱 커피의 매출액 대비 매출원가의 비중은 61%에서 2019년 305%로 상승했으며, 광고비 과대계상의 의혹을 받은 판매관리비는 2019년 2분기 매출 대비 113% 수준에서, 4분기 1,033%로 대폭 증

가했다. 이러한 비용의 과도한 증가는 지속적인 영업이익 감소를 초래했으며, 주주 수익률을 악화시켰다. 루이싱 커피의 자기자본이익률을 동종 산업과 비교해 본 결과, 루이싱 커피의 ROE는 지나치게 낮았는데, 이는 기업이 감내하기 어려운 수준으로 무리하게 규모를 확장하려던 것으로 판단된다.

본 연구에서는 루이싱 커피의 마케팅 홍보 활동 추이를 판매관리비를 기반으로 분석하였다. 비록 루이싱 커피의 판매관리비 중 광고선전비가 높은 비율을 차지하고 있더라도, 광고선전비를 제외한 다른 판매관리비 구성 항목으로 인한 효과가 나타날 수 있음을 배제하기 어려울 것이다. 향후 루이싱 커피의 광고선전비 정보 수집이 가능할 때 추가적인 관련 연구를 수행할 필요가 있을 것이다.

2. 미래사회에 대한 시사점 및 연구공헌점

본 연구의 미래사회에 대한 시사점과 연구공헌점은 다음과 같다. 우선, 본 연구에서는 루이싱 커피의 설립과 미국 나스닥 시장 상장 및 상장폐지 사례를 기업공시 및 주가변동과 연관하여 설명함으로써 커피 리테일 산업의 기회와 위기를 직관적으로 파악하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다. 다음으로, 본 연구에서는 루이싱 커피의 재무제표 분석을 동종 산업 평균과 비교함으로써 커피 리테일 산업의 재무적 특성과 위험을 시사함으로써 학문 및 정책자료로 이용될 수 있을 것이다. 마지막으로 본 연구에서는 공격적인 마케팅으로 인한 장점과 그에 따른 문제점을 루이싱 커피 사례를 통해 설명함으로써, 해외 시장 진출을 준비하는 관련 실무자에게 회계투명성의 중요성을 강조할 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 김소연, 신현한. 2015. 산업선두 대기업의 납품업체 성과분석, 재무연구, 28(3), 417-452.
- 노태우, 김수진, 이기준, 지황호. 2022. 차의 나라 중국을 장악한 커피: 스타벅스의 성공전략과 루이싱의 위협, 국제경영리뷰, 23(4), 159-174.
- 박종찬, 장금주. 2010. 대우전자의 분식회계와 부실감사, 그리고 피해투자자의 손해배상소송, Korea Business Review, 14(1), 135-155.
- 선은정, 김동현. 2021. 주요 게임기업의 재무제표 분석 사례연구 : COVID-19 영향, 전문경영인연구, 24(4), 111-131.
- 신현한, 김소연. 2014. 대기업 협력업체의 성과분석, 한국경제연구원 연구보고서, 14(2), 1-93.
- 오려건, 황위동, 김산월. 2021. Motivation for Financial Fraud: Focusing on the Case of Luckin Coffee in China. 인문사회21, 12(6), pp.527-542.
- 이창섭. 2018. 국내 엔터테인먼트 산업과 재무제표 분석에 관한 연구, 산업연구, 42(2), 1-17.
- 장연, 모소파, 유완려. 2021. 신 소매 배경 하 중국 루이싱커피의 발전이 한국 커피산업에 미치는 영향에 관한 연구, 17(4), pp.363-376.
- 정광화, 정석우, 임태균. 2015. 매출 관련 회계처리와 감사절차에 대한 사례연구, 회계저널, 24(4), 309-342.
- 최규완, 윤지환, 박은정. 2008. 관광호텔의 수익성 분석, 호텔경영학연구, 17(3), 23-36.
- 허진숙. 2015. ABC테크 회계부정에 관한 사례연구, 회계저널, 24(4), 283~307.
- 황위동, 김산월. 2022. Financial Fraud and Countermeasures in

- the Internet Era. 디지털융복합연구, 20(3), pp.35-40.
- 강동익. 2019. 정부지출 성질에 따른 경기부양효과와 구축효과, 재정포럼 277. 한국조세재정연구원, 28-49.
- Bauman, M. P., 2014. Forecasting operating profitability with Dupont analysis. *Review of Accounting and Finance*, 13(2). pp.191-205.
- Kukreja, G., 2021. The spillover of the coffee: Material misstatements at (UN) Luckin Coffee Inc. *Indian Journal of Finance and Banking*, 5(2), pp.106-114.
- Peng, Z., Yang, Y. and Wu, R., 2022. The Luckin Coffee scandal and short selling attacks. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 34, 100629.
- Wang, Q., 2020. Cost of the accounting scandal of Luckin Coffee to multiple aspects and the influence under current economy and pandemic time. Proceedings of the 2020 2nd International Conference on Economic Management and Cultural Industry, 155, pp.170-173.
- Wang, S., 2021. Different marketing strategies between Starbucks and Luckin Coffee and the impact of the epidemic. Proceedings of the 2021 International Conference on Enterprise Management and Economic Development, 178, pp.1-5.
- Yang, M., and Y. Lv., 2019. The strategy and financial analysis of Luckin Coffee. *Hot Topic Insight*, 1(1), pp.7-11.

Luckin Coffee's Nasdaq Market Listing and Delisting

- A Case Study in Accounting Fraud -

Chang Seop Rhee* · Sung Jong Park** · Seungbum Soh*** · Sehwan Kim****

Abstract

Luckin Coffee was successfully listed on the U.S. Nasdaq market in 2019, but it was delisted about a year after it was revealed that there was an accounting fraud. This study explains the case of Luckin Coffee, which showed the success and failure of the coffee retail industry in the U.S. market in a short period of time, and investigates the cause of accounting fraud through the financial statements analysis. As a result of the study, this study reports that the delisting of Luckin Coffee in U.S. Nasdaq market was mainly due to the overestimation of false sales and excessive expenditure of sales management expenses to expand its appearance. This study presents the risk of the coffee retail industry by dealing with the accounting fraud case of Luckin Coffee, and it will contribute to explaining the financial characteristics of the coffee retail industry through financial statement analysis.

Key word : Accounting Fraud, Luckin Coffee, Nasdaq Market

* First Author, Associate Professor, Sejong University, crhee2@sejong.ac.kr

** Corresponding Author, Associate Professor, Hankyong National University, lifefund@hknu.ac.kr

*** Co-Author, Assistant Professor, Yonsei University, sbsoh@yonsei.ac.kr

**** Co-Author, Ph.D student at Sejong University & Analyst at KB Securities, usstockme@gmail.com