

박 사 학 위 논 문

상장폐지 기업의 이익조정 형태와
상장폐지 실질심사제도가 이익조정
에 미치는 영향

2014년

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

박 상 훈

박 사 학 위 논 문
지도교수 김용식

상장폐지 기업의 이익조정 형태와
상장폐지 실질심사제도가 이익조정
에 미치는 영향

The Patterns of Earnings Management of Delisted Companies
and the Effect of Substantial Investigation System of Delisting
on the Earnings Management

2013년 12월 일

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

박 상 훈

박 사 학 위 논 문
지도교수 김용식

상장폐지 기업의 이익조정 형태와
상장폐지 실질심사제도가 이익조정
에 미치는 영향

The Patterns of Earnings Management of Delisted Companies
and the Effect of Substantial Investigation System of Delisting
on the Earnings Management

위 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2013년 12월 일

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

박 상 훈

박상훈의 경영학 박사학위논문을 인준함

2013년 12월 일

심사위원장 _____ 인

심 사 위 원 _____인

심 사 위 원 _____인

심 사 위 원 _____인

심 사 위 원 _____인

국 문 초 록

상장폐지 기업의 이익조정 형태와 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미치는 영향

한성대학교 대학원

경영학과

회계학전공

박 상 훈

한국거래소는 시장의 건전성을 훼손하는 불건전 행위에 대하여 더 이상 형식적 상장폐지 요건의 강화만으로는 한계가 있다고 보고 이를 개선하기 위하여 2009년 2월부터 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지 여부를 결정하는 상장폐지 실질심사제도를 시행하였다. 본 연구는 상장폐지 기업이 부실화가 진행되면서 이익조정을 행하는 형태의 변화를 상장폐지 이전 3년도에 대하여 재량적 발생액 뿐만 아니라 실제 활동을 이용한 이익조정 방법을 추가하여 살펴보았다. 또한 상장폐지 실질심사제도 시행 이전과 이후 기간에 상장폐지 기업들의 이익조정수준에 차이가 있는지 여부를 분석하여 동 제도 시행에 따른 효과를 분석하였다.

2003년부터 2012년까지의 유가증권시장 및 코스닥시장에서 상장이 폐지된 293기업(897기업-연도)을 대상으로 수정 Jones 모형에 의하여 추정된 측정치와 Roychowdhury(2006)의 실제 활동 이익조정 측정치에 성과를 대응하여 분석에 이용하였다.

실증분석 결과, 상장폐지 기업의 경우 부실화가 진행되면서 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 감소하는 반면 실제 활동 이익조정수준은 비교적

높은 수준을 유지하는 것으로 나타나 상장폐지를 모면하기 위하여 실제 활동 이익조정을 지속적으로 활용하고 있음을 확인하였다. 상장폐지 실질심사제도 시행 이후 상장폐지 기업은 동 제도 시행 이전 상장폐지 기업보다 재량적 발생액 및 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 유의하게 낮았다. 이는 동 제도 시행으로 부실기업이 편법적인 방법을 동원하여 상장폐지를 모면하던 관행이 감소했기 때문에 정책당국에 동 제도의 효과성에 대한 정책적 정당성을 부여할 수 있을 것으로 기대된다.

추가분석에서 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되고 상장유지된 기업과 상장폐지된 기업을 비교 분석한 결과에서 상장유지 기업이 실제 활동 이익조정수준이 유의적으로 낮은 것을 확인하였다. 상장폐지를 모면하기 위하여 기업 자원을 왜곡하는 편법적인 방법을 동원하기 보다는 경영정상화를 위하여 자구이행 계획을 충실하게 이행하는 것이 오히려 상장폐지를 모면할 수 있는 방법인 것으로 해석된다.

【주요어】 상장폐지 실질심사제도, 재량적 발생액, 실제 활동 이익조정,

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구의 내용 및 방법	3
제 3 절 논문의 구성	4
제 2 장 이론적 배경	5
제 1 절 이익조정 개념	5
제 2 절 이익조정 동기	6
1. 경영자의 보상	6
2. 자본시장과 관련된 동기	8
1) 신규상장기업의 이익조정	9
2) 유상증자와 이익조정	10
3) 인수합병기업의 이익조정	11
3. 정부의 규제정책과 이익조정(정치적 비용 가설)	13
4. 재무적 곤경에 처해 있는 기업의 이익조정 동기	17
1) 부채계약 위반 회피 및 부실기업의 이익조정 동기	17
2) 상장폐지 실질심사제도 시행 관련 선행연구	20
5. 적자회피 및 이익유연화 동기	22
제 3 절 발생액 이익조정과 실제 활동 이익조정의 관계	25
제 4 절 이익조정과 경영성과	26
제 5 절 상장폐지 관련규정 및 상장폐지 실질심사제도 도입 배경	29
1. 상장폐지 관련규정	29
2. 상장폐지 실질심사제도 도입 배경	35

제 3 장 실증연구의 설계	45
제 1 절 연구가설의 설정	46
제 2 절 표본의 선정	50
제 3 절 연구모형	55
1. 이익조정 측정치	55
1) 재량적 발생액(DA, discretionary accruals) 추정	57
2) 실제 활동 이익조정의 추정(REM, real earnings management) …	58
가) 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름	58
나) 비정상 생산원가	59
다) 비정상 재량적 비용	61
라) 실제 활동 이익조정의 통합	61
제 4 절 가설 검증 모형	63
1. 재량적 발생액을 이용한 이익조정 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향	63
2. 실제 활동을 이용한 이익조정 형태 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향	65
제 4 장 실증분석의 결과	67
제 1 절 기술통계 분석	67
제 2 절 분산분석 및 단변량 분석 결과	70
1. 시기별 차이에 대한 분산분석 결과	70
2. 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후의 단변량분석 결과	71
제 3 절 상관관계 분석 결과	75
제 4 절 다변량 회귀분석 결과	78
1. 이익조정의 형태 분석결과	78
2. 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향	81
1) 재량적 발생액 이익조정수준에 미친 영향	81
2) 실제 활동 이익조정수준에 미친 영향	84

제 5 절 추가분석	86
1. 기간변수를 이용하여 이익조정 형태를 분석한 결과	86
2. 실제 활동 이익조정 각 활동별 형태 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향	87
3. K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석	91
4. 상장폐지 실질심사 대상으로 선정되고 상장유지된 기업과 상장폐지된 기업간 이익조정수준을 비교분석한 결과 (코스닥 기업을 중심으로)	93
5. 상장회피 사유로 실질심사 대상기업으로 선정되고 상장폐지된 기업과 비교분석한 결과(코스닥 기업을 중심으로)	96
제 6 절 실증분석 결과 요약	98
 제 5 장 결 론	 100
제 1 절 연구결과의 요약	100
제 2 절 연구의 의의 및 한계	102
 【참고문헌】	 104
 ABSTRACT	 113

【 표 목 차 】

〈표 2-1〉 유가증권시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준	31
〈표 2-2〉 코스닥시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준	33
〈표 2-3〉 즉시 상장폐지 기준	35
〈표 2-4〉 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준(유가증권시장규정)	39
〈표 2-5〉 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준(코스닥시장규정)	40
〈표 2-6〉 상장폐지 실질심사 기준표	41
〈표 3-1〉 표본선정현황	51
〈표 3-2〉 실질심사제도 시행 전·후의 산업별 분포	53
〈표 3-3〉 상장폐지 기업 및 추정기업의 산업별 분포	53
〈표 3-4〉 상장폐지 사유별 표본의 분포	54
〈표 4-1〉 기술통계	68
〈표 4-2〉 이익조정 의 형태분석	70
〈표 4-3〉 이익조정수준 차이에 대한 분산분석	71
〈표 4-4〉 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후 단변량분석	74
〈표 4-5〉 주요 변수의 상관관계분석	77
〈표 4-6〉 이익조정 의 형태 분석결과	80
〈표 4-7〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향 (재량적 발생액 이익조정)	83
〈표 4-8〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향 (실제 활동 이익조정)	85
〈표 4-9〉 기간변수를 이용하여 이익조정 의 형태를 분석한 결과	87
〈표 4-10〉 실제 활동 이익조정 각 활동별 형태 분석	89
〈표 4-11〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향 (실제 활동 각 활동별)	90
〈표 4-12〉 K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석(재량적 발생액)	92
〈표 4-13〉 K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석 (실제 활동 이익조정)	93

〈표 4-14〉 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되고 상장유지된 기업과 비교 분석한 결과	95
〈표 4-15〉 상장회피 사유로 상장폐지된 기업과 비교 분석한 결과	97

【 그림 목 차 】

〈그림 2-1〉 상장폐지 절차	37
〈그림 3-1〉 실증분석의 체계도	45

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

경영자는 경영자 스스로의 사적 이익을 획득할 목적으로 영업·투자·재무 관련 경영활동에 의도적으로 개입하여 투자시기나 자금조달시기를 조정하고 새로운 회계기준을 채택하여 외부 재무보고에 의도적으로 개입함으로써, 경영자에게 보다 유리한 조건의 회계수치를 보고하기 위하여 이익을 조정하는 동기를 갖는다(Schipper, 1989; Healy and Walen, 1999).

경영자는 경영목표를 달성하기 위하여 기업 내부적으로는 조직내 갈등을 해소하고 재무, 생산, 판매 등 기업의 각 기능 부분에 자원을 효율적으로 배분하는 의사결정을 한다. 또한 대외적으로는 투자자들로부터 투자를 유치하고 거래처의 협상에서 기업에 유리한 결과를 이끌어 내는 경영활동을 통하여 기업 가치를 극대화 시켜야 할 것이다. 따라서 경영자는 외부환경의 변화, 예를 들어 법인세율이 변경되거나 정부의 규제정책이 강화되는 경우 이를 회피하기 위하여 현재의 이익을 미래의 기간에 이연시킴으로써 정치적 비용을 최소화시키려는 유인을 갖는다. 또한 외부투자자로부터 자본을 조달하는 경우 기업에 유리한 조건으로 자본을 조달하기 위하여 보고이익을 조정할 동기를 갖는다.

경영자의 사적이익 추구나 기업가치의 극대화를 위하여 행하여지는 이익 조정 행위는 당기 경영성과에는 긍정적인 영향을 미칠지 모르나, 경영자의 왜곡된 의사결정은 결국 차기 이후의 경영성과에는 부정적인 영향을 미칠 것이다(Leggett et al., 2009; 김지홍 등, 2009; 전홍주, 2011). 또한 경영자의 이익조정 행위는 경영자와 투자자나 채권자 사이에 정보비대칭(information asymmetry)을 증가시킬 것이다. 만약 투자자가 이러한 왜곡된 회계수치에 대한 사실을 인식하게 된다면 재무자료에 대한 신뢰성은 낮아지고 기업에 대한 투자는 위축될 것이며 경영성과는 더욱 악화될 가능성이 높다. 특히 부실기업이 부채계약을 위반하지 않기 위하여 또는 상장폐지를 회피하기 위하여 자원

배분을 왜곡하는 의사결정이나 분식회계 등의 편법적인 방법을 동원하여 상장폐지를 지연한 이후에 경영성과가 더욱 악화되어 상장이 폐지된다면 투자자나 채권자가 부담해야 할 피해는 더욱 증가할 것이다.

한국거래소는 형식적 증거, 회사분할, 일시적 매출 등의 불건전한 방법을 동원하여 상장규정에 의한 관리종목지정 및 상장폐지 기준을 모면하는 행위와 관련하여 실질적인 재무요건 충족여부, 기업경영의 지속성·투명성 등 상장적격성을 종합적으로 판단하여 상장적격성 여부를 심사하는 상장폐지 실질심사제도를 2009년 2월 4일부터 시행하였다. 상장폐지 실질심사제도는 상장법인의 실질적 자구노력을 촉진하고 투자자의 피해를 미연에 방지함으로써 국내·외 우량기업의 상장을 촉진하고 부실기업에 대한 시장관리를 강화하여 부실기업을 조기에 퇴출하여 국제 경쟁에서 우위를 확보하기 위해 도입되었다.

상장폐지 실질심사제도의 실효성 있는 운영을 위하여 거래소 담당임원, 변호사, 회계사, 학계, 상장협의회 임원 등 관련분야 전문가로 구성된 독립적 기구인 상장폐지 실질심사위원회를 설치하여 상장적격성 여부를 평가한다. 상장폐지 실질심사제도는 도입 취지는 편법적인 방법을 이용하여 상장폐지를 회피하거나 공시의무위반, 횡령·배임, 분식회계 등 시장의 건전성을 훼손하는 불건전한 행위가 발생한 기업을 조기에 퇴출하는 한편 상장폐지 대상 법인이 이의신청이 있는 경우 상장위원회 심의를 거쳐 당해법인의 회생 가능성 등을 종합적으로 고려하여 기업정상화를 위한 개선기간을 부여하고 자구계획 이행에 대하여 심의하고 상장폐지 여부를 결정하게 된다.

본 연구의 목적은 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미치는 영향을 동 제도 시행과 직접적으로 관련성이 높은 상장폐지된 기업을 대상으로 실증분석을 수행하고자 한다. 또한 상장폐지된 기업이 부실화가 진행됨에 따라 재량적 발생액을 통한 이익조정수준과 실제 활동을 이용한 이익조정수준에 미치는 영향을 검증하고자 한다.

또한 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미치는 영향을 검증하기 위해 앞서서 경영자가 상장폐지를 회피하기 위하여 어떠한 이익조정 수단을 활용하는지 검증하고자 한다. 왜냐하면 이익조정의 방향은 크게 보고이익을 증가시키는 방향과 보고이익을 감소시키는 방향이 존재한다. 따라서 부실

기업의 이익조정 형태에 대한 검증이 선행되어야 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미치는 영향이 상향의 이익조정수준에 영향을 미쳤는지 아니면 하향의 이익조정수준에 영향을 미쳤는지를 명확하게 규명할 수 있을 것이다.

경영자는 상장을 유지하고자 하는 유인이 있으므로 상장폐지를 모면하기 위하여 보고이익을 높여 경영성과를 과대 포장하려고 할 것이다. 그러나 상장폐지 실질심사제도의 시행으로 부실·불공정행위 기업에 대한 퇴출요건이 강화됨으로써 기업의 회계처리 관행뿐만 아니라 경영활동에도 중대한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 과거 형식적, 계량적 요건 중심의 상장폐지심사 시행으로 편법적인 방법을 동원하여 상장폐지를 모면할 수 있었으나, 기업실질에 기초한 상장폐지심사 기능의 강화로 더 이상 불건전한 방법으로 상장폐지를 모면할 수 없을 것으로 예상된다. 또한 외부감사인이 부담해야 할 감사위험의 증가는 부실기업에 대한 더욱 엄격한 감사절차의 수행으로 경영자의 회계선택에 대한 재량권 남용에 대한 견제가 강화되어 과거에 비하여 이익조정이 감소할 것으로 예상된다.

제 2 절 연구의 내용 및 방법

본 연구를 수행하기 위하여 우리나라 유가증권시장과 코스닥시장에서 상장폐지된 기업을 대상으로 상장폐지 실질심사제도 시행 이전에 상장폐지된 기업과 동 제도 시행 이후에 상장폐지된 기업을 대상으로 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미치는 영향을 비교·검증해 보고자 한다. 본 연구에서 이익조정의 대용치로 재량적 발생액(discretionary accruals)과 실제 활동 이익조정(real earnings management)을 측정하여 실증분석하였다.

재량적 발생액의 추정은 연구대상 기간 동안의 산업-연도별 횡단면 자료를 이용하여 Dechow et al.(1995)이 제안한 수정 Jones 모형을 통해 이익조정의 대용치인 재량적 발생액(discretionary accruals, DA)을 추정하고, Kothari et al.(2005) 제안한 성과대응 모형을 통하여 검증하였다. 성과대응 재량적 발생액은 수정 Jones(1995) 모형을 통해 추정기업의 산업별-연도별로

측정된 개별기업의 재량적 발생액에서 표본기업의 t년도 경영성과를 기준으로 산업별-연도별로 가장 유사한 기업의 재량적 발생액을 차감하여 측정하였다.

실제 활동 이익조정의 추정은 Roychowdhury(2006)가 개발한 모형을 사용하여 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름, 비정상 생산원가, 비정상 재량적 비용을 추정하고 실제 활동 이익조정을 종합적으로 판단하기 위하여 Cohen et al.(2008)과 Cohen and Zarowin(2008)의 방법에 따라 3개 요소를 통합한 측정치를 실제 활동 이익조정의 대용치로 사용하였다.

제 3 절 논문의 구성

본 연구의 수행 방법은 제 2 장에서 이익조정의 개념 및 동기에 관한 선행연구를 고찰하고, 상장폐지 실질심사제도 도입 배경 및 관련 규정을 살펴보았다. 제 3 장에서 관련 규정 및 선행연구를 토대로 연구가설을 설정한다. 연구가설을 검증하기 위한 연구모형을 설계하고, 연구모형에 이용될 변수에 대한 정의와 표본의 선정방법과 내용을 제시한다. 제 4 장에서 실증분석한 연구결과를 제시하고, 마지막으로 제 5 장에서는 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

제 2 장 이론적 배경

제 1 절 이익조정의 개념

경영자 이익조정(earnings management)¹⁾은 연구자에 따라서 상당히 다른 의미로 정의되고 있지만 이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙(Generally Accepted Accounting Principles, 이하 “GAAP”라 한다)이 허용하는 범위 내에서 경영자가 재무제표를 작성하는 과정에 회계선택이라는 재량권을 이용하여 보고이익을 조정하거나 회계수치에 영향을 미칠 목적으로 투자나 생산에 관한 의사결정을 조정하는 것을 의미한다.

Schipper(1989)는 이익조정을 ‘경영자가 사적 이익을 획득할 목적으로 외부 재무보고 과정에 의도적으로 개입하는 것’으로 정의하였다. 또한 이익조정을 GAAP이 허용하는 범위 내에서 행해지는 것으로 보았다. 그는 이익조정 방법을 크게 두 가지로 구분하였는데, 하나는 투자시기나 자금조달시기를 조정하는 의사결정으로 보고 이익을 조정하는 방법이다. 경영자는 연구개발비, 광고선전비 등의 지출 수준을 변경하거나 조정하여 순이익에 영향을 줄 수도 있고, 생산을 늘리거나 줄이는 방법으로 이익을 조정할 수 있다. 다른 방법은 회계처리방법을 변경하여 순이익을 조정하는 것이다. 예를 들어 감가상각방법의 변경을 통하여 이익을 조정할 수 있다. 유사한 정의로 Healy and Walen(1999)은 이익조정을 기업의 경제적 성과에 대하여 투자자나 채권자를 오도하거나 회계수치에 의해서 결정되는 경영자의 계약관계에 영향을 주기 위하여 재무보고나 회계처리과정에 개입하여 공시되는 재무정보를 변경시키는 것이라고 정의하였다. 경영자가 계약관계를 유리하게 이끌기 위하여 재고자산의 평가방법을 변경하거나 연구개발비나 광고선전비, 유지보수비 등의 지출시기를 조정하거나 수익의 인식시점을 조정하는 등 여러 가지 방법으로 이

1) Schipper(1989)와 Healy and Walen(1999)이 이익조정(earnings management)을 GAAP이 허용하는 범위 내에서 행하여지는 것으로 보았다면 분식회계 등과 같이 GAAP이 허용하는 범위를 위반하여 이익을 조정하는 경우에는 이익조작(earnings manipulation)이란 용어가 사용된다. 본 연구에서는 이익조정과 이익조작을 엄격하게 구분하지 않았다. 왜냐하면 상장폐지를 모면하기 위한 경영자의 동기가 이익조정과 이익조작이 서로 다르지 않기 때문이다.

익을 조정한다. 이러한 이익조정은 결국 투자자나 채권자를 오도하는 것으로 정의하였다.

제 2 절 이익조정의 동기

경영자는 사적이익 추구나 기업가치를 극대화하기 위하여 이익을 조정할 유인을 갖는다. 경영자는 경영목표를 달성하기 위하여 기업 내부적으로는 조직내 갈등을 해소하고 재무, 생산, 판매 등 기업의 각 조직 부분에 효율적으로 자원을 배분하는 의사결정과 기업의 지속적인 성장을 위하여 투자에 대한 의사결정을 한다. 또한 대외적으로는 투자자들로부터 투자를 유치하고 거래처와의 협상에서는 기업에 유리한 조건의 결과를 이끌어 내는 경영활동을 통하여 기업의 가치를 높이려 할 것이다. 이때 경영성과가 회계수치에 미치는 영향과 밀접한 관련성이 있다면 경영자는 경영실적이 저조한 경우 이를 만회하기 위하여 이익을 조정할 유인을 가지게 될 것이다. 또한 경영자는 정치적 환경변화에 따라 기업이 부담해야할 추가적 비용이 증가하는 경우에도 이익을 조정할 유인을 갖는다. 예를 들어 법인세율이 변경되거나 정부의 규제정책이 강화되는 경우 이를 회피하기 위하여 현재의 이익을 미래의 기간에 이연시킴으로서 정치적 비용을 최소화 시키려는 동기를 가지게 된다. 자본시장에서 신규상장기업이나 유상증자를 통하여 외부투자자로부터 자본을 조달하는 경우 경영자는 기업에 유리한 조건으로 자본을 조달하기 위하여 보고이익을 조정할 유인이 있다.

1. 경영자의 보상

Healy(1985)은 94개 기업의 1,527관찰수의 실제 보너스제도를 대상으로 보너스제도의 성과산정공식을 기초로 구체적인 연구방법을 최초로 설계하였다. 그는 실제이익을 상한선과 하한선 그리고 상한선과 하한선의 사이로 구분하고 실제이익이 상한선보다 높거나 하한선보다 낮을 경우에는 이익을 감소시키려는 유인이 존재하기 때문에 순발생액이 음(-)의 값을 가질 것으로 예

상하였다. 반면에 실제이익이 상한선과 하한선 사이에 있을 때는 이익을 증가 시키려하기 때문에 순발생액이 양(+)의 값을 가질 것으로 예상하였다. 분석결과 음(-)의 순발생액 빈도수가 이익이 상한선보다 높거나 하한선보다 낮을 때 양(+)의 순발생액 빈도수보다 많았으며 세 집단간 차이에 대한 카이스퀘어(χ^2)도 43.7818로 5% 유의수준에 유의한 것으로 나타나 세 집단간 차이가 있는 것으로 나타났다. 또한 상(하)한선보다 높(낮)은 집단과 상·하한선 사이에 있는 두 그룹간 평균 차이분석에서도 유의적인 차이가 나타났다. 이러한 결과에 대해서 이익이 상한선보다 높을 때는 발생액을 줄여 미래로 이연시킴으로서 미래에 보너스로 받도록하기 위함이고, 이익이 하한선보다 낮은 경우에는 발생액을 줄여 미래의 이익이 높아질 수 있도록 이익을 줄이는 현상으로 해석하였다. Gaver et al.(1995)과 Hothausen et al.(1995)은 Healy(1985)의 연구 방법론을 개선하여 경영자의 보너스제도가 회계선택에 미치는 영향을 Jones 모형으로 추정하여 계산한 재량적 발생액을 이용하여 재검증하였다. Gaver et al.(1995)은 1980년부터 1990년까지의 표본대상 기간중 102기업 837기업-연도를 대상으로 분석한 결과에서는 경영성과가 경영자 보상의 상한보다 높은 경우 음(-)의 재량적 발생액이 나타나 이익을 감소시키는 방향으로 조정하지만, 이익이 경영자 보상의 하한을 벗어나는 경우 이익을 상향조정하는 현상이 있음을 결과로 제시하고 경영자보상가설보다는 이익유연화 현상과 일치하는 결과로 주장하였다. 또한 Hothausen et al.(1995)의 분석결과에서는 경영자 보상의 상한선에 있는 경우 Healy(1985)의 연구결과와 동일하게 이익을 하향조정하는 반면 이익이 하한선 밑에 있는 경우에는 이익을 상향조정한다는 증거를 발견하지 못했다. 반면, Guidry et al.(1999)는 기업수준(firm-level)이 아닌 한 회사 내에서 사업부별 내부자료를 가지고 개별 사업수준(business-level)에서 분석한 결과는 Healy(1985)의 연구와 일치하였다.

2. 자본시장과 관련된 동기

자본시장과 관련하여 경영자는 기업의 인수, 신규상장 및 유상증자시에 기업이 유리한 조건하에서 협상 및 공모주 발행가를 높이기 위하여 이익을 조정할 유인이 있다. 기업이 신규로 상장하기 위해서는 한국거래소의 일정한 기준을 충족해야만 한다. 상장에 대한 의사결정은 상장을 통하여 얻을 수 있는 이익이 손실보다 높다고 평가했기 때문일 것이다. 기업이나 주주에 대한 각종 세제상의 혜택이나 기업의 인지도를 제고할 수 있다. 그러나 상장을 통하여 얻을 수 있는 가장 큰 효익은 대규모 필요자금을 비교적 쉽게 조달할 수 있기 때문일 것이다. 신규상장기업은 주식시장에서 아직 기업의 가치가 정해져 있지 않기 때문에 가능하면 신규 공모주의 발행가를 높이기 위하여 이익을 상향조정할 동기가 존재한다. 왜냐하면 발행가격이 높을수록 기업에 유입되는 현금도 많아지고 목표했던 자본조달 규모 이상의 성과를 달성할 수 있기 때문이다. 또한 상장기업의 경영자는 유상증자를 통하여 필요자금을 조달할 수 있다. 유상증자시 신주의 발행가격은 시가를 기준으로 한 기준주가를 산정하고 높은 할인율을 적용하고 있다. 따라서 경영자는 유상증자시에 이익을 조정하여 주가를 높여 발행가격을 높이려는 동기가 존재한다.

기업의 가치를 극대화하고 지속적인 성장을 위하여 경영자는 기업내부에 존재하는 경영자원을 효율적으로 활용하여 내적성장(internal growth)을 추구할 수도 있으나 기업내부의 경영자원만으로는 충분하지 못한 경우 성장요인을 외부에서 획득함으로써 외적성장(external growth)을 추구하기도 한다. 외적성장의 가장 전형적인 형태로 기업인수합병(Mergers & Acquisitions)을 들 수 있다. 기업간에 합병이 이루어지는 경우 합병기업과 피합병기업은 경영자는 각각 주주의 이익을 극대화하기 위하여 주가에 영향을 미칠 목적으로 이익을 조정할 유인이 존재한다.

1) 신규상장기업의 이익조정

Teoh et al.(1994)는 1980년부터 1984년까지의 기간에 상장된 121기업을 대상으로 경영자의 이익조정 행위를 연구하였으며 이익조정의 대응치로 Jones(1991) 모형을 사용하여 재량적 발생액을 측정하였다. 상장 전·후의 기간을 모두 분석대상으로 하여 이익조정 여부를 연구하였는데 신규상장기업의 이익조정은 상장전이 아니라 상장연도 및 그 이후의 기간에 상향의 이익조정이 이루어지고 있다는 결과를 보고하고 있다.

최관·김문철(1997)은 1987년부터 1991년까지 신규상장기업을 대상으로 수정 Jones 모형을 사용하여 이익조정 여부를 검증하였다. 신규상장 4년전부터 신규상장 3년후까지의 기간을 대상으로 신규상장기업의 이익조정 현상을 연구하였다. 상장연도 전에 이익조정 현상을 발견하지 못하였고 신규상장 연도와 상장직후연도에 이익의 상향조정현상을 발견하였다. 연구자들은 이러한 현상을 우리나라의 발행가결정제도 및 기업공개 사후관리제도에 기인한다고 설명하였다.

김권중 등(2004)은 신규상장기업이 상장 이전이 아닌 상장 후에 상향의 이익조정을 하는 동기가 유상증자와 주가유지에 있다고 보고 1987년부터 1995년 사이에 신규로 상장된 290개 기업을 대상으로 신규상장기업들의 상장 전·후 기간에 유상증자에서 유리한 발행가를 결정하고자 상향의 이익조정을 하는지 여부와 주가수익률과의 관계를 분석하였다. Jones 모형, 수정 Jones 모형으로 추정한 재량적 발생액이 상장연도 및 상장 다음연도에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어 최관·김문철(1997)의 연구결과와 일치하는 연구결과를 제시하였다. 또한 신규상장 연도의 주식수익률과는 유의한 음(-)의 관계에 대하여 신규상장 직후에 이익을 조정하는 동기가 유상증자나 주가유지를 위한 것이라고 주장하였다.

최종서 등(2010)은 코스닥 시장에서의 신규상장기업의 상장 전·후에 재량적 발생액 및 실제 활동을 이용하여 상향의 이익조정을 하는지 검증하였다. 재량적 발생액의 대응치는 수정 Jones 모형과 Kothari et al.(2005)이 제안한 성과대응 모형을 이용하여 추정하였으며, 실제 활동 이익조정 측정은

Roychowdhury(2006) 및 Cohen and Zarowin(2008)의 방법을 원용하여 추정된 값을 대용치로 이용하였다. 분석결과, 코스닥 시장의 신규상장기업들은 상장전년도와 상장당해년도에 재량적 발생액과 실제 활동 이익조정을 통하여 이익을 증가시키는 것으로 나타났다. 국내의 선행연구에서 보고된 연구결과와 상이한 결과에 대하여 코스닥시장에 신규상장기업은 유가증권시장에 신규상장기업보다 월등히 강한 이익조정 동기나 코스닥시장에서의 주권사 혹은 지정 감사인에 의한 감시 기능이 상대적으로 소홀할 가능성이 높기 때문이라고 주장하였다.

2) 유상증자와 이익조정

Teoh et al.(1998)은 1970년부터 1989년까지 유상증자를 실시한 1,248개 기업을 대상으로 유상증자시 이익조정 여부를 분석하였다. 이익조정 여부는 수정 Jones 모형을 횡단면적으로 추정된 재량적 발생액으로 검증하였다. 연구결과에 의하면 재량적 발생액이 유상증자 2년 전부터 유상증자연도까지 계속 증가하다가 유상증자연도에 최대치가 되고 이후 연도부터는 하락하는 것으로 나타났다.

Rangan(1998)은 1987년부터 1990년까지 유상증자를 실시한 230개 기업에 대하여 분기자료를 대상으로 수정 Jones 모형을 응용하여 시계열적으로 측정된 재량적 유동발생액의 크기로 검증하였다. 기업이 유리한 조건으로 유상증자를 하기 위하여 유상증자 직전분기와 유상증자 분기, 그리고 유상증자 직후 2분기까지 이익을 조정할 것으로 예측하고 분석한 결과에서 예측과는 달리 유상증자 분기와 유상증자 직후분기에서만 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다.

최관·백원선(1999)은 Teoh et al.(1998)과 Rangan(1998)이 사용한 모형을 포함한 여러 가지 모형에 의하여 측정된 재량적 발생액을 이용하여 유상증자 전·후의 이익조정 여부를 1991년부터 1995년까지 유상증자를 실시한 236개 유상증자기업을 대상으로 유상증자 2년전부터 2년후까지 분석하였다. 분석결과에서 여러 가지 모형으로 추정된 재량적 발생액은 모두 유상증자연도까지

증가하다가 유상증자연도에 최대치가 되고 그 이후에는 감소하는 추세가 나타나 우리나라에서도 기업들이 유상증자연도에 이익을 상향조정하고 있음을 발견하였다.

강선아·전성빈(2010)은 재량적 발생액과 실제 활동을 이용한 이익조정 방법을 이용하여 유상증자연도를 중심으로 유상증자 이전에 이익조정 여부를 실증 분석하였다. 1995년부터 2007년까지의 기간 동안 381기업을 대상을 분석한 결과에서 경영자는 유상증자 직전 회계연도에 이익을 증가시키기 위하여 재량적 발생액 이익조정 뿐만 아니라 실제 활동을 이용하여 이익을 상향 조정하는 것으로 나타났다.

3) 인수합병기업의 이익조정

DeAngelo(1986)는 1973년부터 1982년까지 경영 매수(management buyout)²⁾가 발생한 64개 기업을 대상으로 경영 매수전에 하향의 이익조정을 하는지 여부를 조사하였다. 이익조정 여부는 총발생액의 차이로 검증한 분석 결과에서 경영자의 이익조정 여부는 발견하지 못하였다. Perry and Williams (1994)는 DeAngelo(1986)의 연구에서 표본기업의 수가 너무 적고, 이익조정 여부를 총발생액의 차이로 검증하는 방법에 문제가 있다고 비판하고, 경영 매수전의 이익조정 여부를 재검증하였다. 분석대상은 1981년부터 1988년까지의 175개의 경영 매수 기업으로 하고, 이익조정 여부는 Jones(1991) 모형으로 재량적 발생액을 계산한 후 이의 통계적 유의성을 검증하였다. DeAngelo (1986)의 연구결과와는 다르게 재량적 발생액이 모두 음(-)으로 나타나 경영 매수전에 이익을 하향조정하는 연구결과를 보고하였다.

Erickson and Wang(1999)은 합병에 참여하는 기업들은 합병계약 직전 합병비율을 서로 유리하게 결정하기 위해서 이익을 상향조정하는지를 분석하였다. 합병기업은 자신의 주가가 높을수록 더 적은 수의 주식을 교부하고도 피합병기업을 인수할 수 있기 때문에 주가를 높일 목적으로 합병직전에 이익을 상향조정할 동기를 가진다. 연구결과에 따르면 합병직전 4분기에 합병기업

2) 경영자 매수란 상장기업의 경영자가 자신이 일하는 기업의 주식을 모두 매입하여 기업을 사기업으로 만드는 것을 말한다.

이 이익을 상향조정하는 것을 발견하였지만 피합병기업이 이익을 상향조정하는 현상은 발견하지 못하였다. 그들은 합병 제의 이후 합병계약까지의 기간이 짧기 때문에 피합병기업이 이익을 조정할만한 시간적 여유가 충분하지 않기 때문으로 해석하였다.

정재욱·배길수(2006)는 Erickson and Wang(1999)의 결과가 한국에서도 적용되는지 확인하기 위해서 합병기업 및 피합병기업의 이익조정을 관계사 간의 합병과 비관계사 간의 합병으로 나누어 조사하였다. 분석결과, 비관계사 간의 합병에서는 합병기업 및 피합병사기업 모두 상향의 이익조정을 하는 것으로 나타났으나, 관계사 간의 합병에서는 피합병기업은 이익을 높이는 반면 합병기업은 이익을 줄이는 조정을 하는 것으로 나타났다. 이들은 지배주주가 합병기업의 소수주주들로부터 자신에게 부를 이전하는 터널링현상³⁾과 일관되고 대주주가 관계사 간의 합병과정에서 합병기업과 피합병기업의 이익조정을 통해 외부주주의 이익을 침해하고 자신의 이익을 극대화 한다고 주장하였다.

자본시장에서 신규상장기업, 유상증자 사건 및 합병기업의 이익조정 동기를 살펴본 결과에서 기업이 유리한 조건으로 자본을 조달하기 위하여 이익을 조정한다는 연구결과를 보여주고 있다. 실제 활동을 이용한 이익조정을 포함하여 분석한 최종서 등(2010)과 강선아·전성빈(2010)의 연구에서는 사건 직전년도와 사건연도에 상향의 이익조정 현상을 보고하고 있으나 재량적 발생액을 고려한 연구에서는 신규상장 직전년도나 유상증자 직전년도에 이익조정이 최대치가 되는 것이 아니라 신규상장 년도나 유상증자 연도에 이익조정이 최대치가 된다는 연구결과를 보여주고 있다. 재량적 발생액을 이용한 이익조정의 경우 선행연구들이 이익조정 시기에 차이를 보이고 있어 신규상장 직전이나 유상증자 직전연도에 상향의 이익조정을 한다고 단정할 수 없으나 정부의 규제 정책 및 시장의 감시로부터 비교적 자유로운 실제 활동을 이용한 이익조정을 활용하여 보고이익을 상향조정하고 있는 것으로 해석된다.

3) 소유경영자가 기업집단 내의 기업들 중 자신의 지분이 낮은 기업에서 지분이 높은 기업으로 부를 이전하는 현상으로 지배주주가 외부(소액)주주의 이익을 침해하여 사적이익을 추구하는 현상이다.(정재욱·배길수(2006))

3. 정부의 규제정책과 이익조정(정치적 비용 가설)

정치적 비용가설(political cost hypothesis)은 기업이 높은 정치적 비용을 지불할 가능성이 높은 경우 현재의 이익을 미래의 기간에 이연시키는 조정을 한다는 가설이다(Watts and Zimmerman, 1986). 정치적 비용가설과 관련하여 선행연구를 세금, 규제, 독과점금지 등으로 구분하여 살펴보면, 대표적으로 법인세와 관련된 동기이다. 당해 회계기간에 과세표준보다 크게 보고이익이 증가하게 될 경우 기업은 여유가 있으면 법인세를 최소화하기 위하여 하향의 이익조정을 할 유인을 갖게 된다. 반대로 과세표준보다 낮게 보고이익을 보고하게 되면 세금을 과소 납부하려는 의도를 가진 기업으로 의심을 받기 때문에 상향의 이익조정을 할 유인을 갖게 된다. 또한 정부의 새로운 정책의 도입이나 규제가 강화되면 경영자는 이를 회피할 목적으로 이익을 조정할 동기를 갖게 된다.

백원선·최관(1999)은 법인세를 최소화하기 위하여 이익조정을 하는가를 분석하였다. 기업의 법인세 부담이 상대적으로 높은 경우에는 상향의 이익조정으로 인한 법인세 추가부담이 경영자 보상 증가, 부채계약 위반가능성 또는 정치적 표적가능성의 회피 등으로 얻을 수 있는 혜택보다 법인세 부담이 크다면, 이러한 기업들은 자신들의 현금흐름에 실질적으로 도움이 되도록 법인세 부담을 낮추는 쪽으로 이익을 조정할 것으로 가정하였다. 분석결과에 의하면 법인세 부담과 기타 계약변수들을 동시에 고려한 경우에도 재량적 발생액과 법인세 부담은 음(-)의 관계를 관찰하였다. 이들은 법인세 부담이 클 것으로 예상되는 기업이 이익을 낮추어 법인세 부담을 줄이는 쪽으로 이익조정을 행하는 것으로 해석하였다.

Guenther(1994)는 경영자가 기업 가치를 극대화하기 위해서 조세 비용을 최소화 하려는 동기를 갖기 때문에 1986년 조세개혁법(Tax Reform Act, 1986 ; 이하 “TRA 86”라 한다)의 적용으로 최대 법인세율이 46%에서 34%로 낮아짐에 따라 조세부담을 최소화하기 위하여 이익을 하향조정하는지 TRA 86적용 전·후를 비교·분석하였다. 1985년부터 1988년까지를 분석한 결과 의하면, 조세부담이 낮아질 것으로 예상되는 기업에서 이익을 감소시키는

것을 발견하였다.

Guenther et al.(1997)은 TRA 86적용 이후 과세목적 달성을 위해서 현금주의에서 발생주의 회계로 회계기준이 변경되면서 재무보고와 세법과의 일치성(book-tax conformity)이 높아진 시기(TRA 86적용 이후)에 재무보고 이익을 감소시키는지 분석하였다. 1983년부터 1985년까지를 pre-TRA 86으로 그리고 1988년부터 1990년까지를 post-TRA 86기간으로 구분하여 분석한 결과에서 post-TRA 86기간에 관련변수들이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 그들은 재무보고와 세무보고의 일치성이 높아짐에 따라 기업이 이익을 이연시키는 원인이 된다고 주장하였다.

Calegari(2000)는 장기제조계약에 대한 과세규정이 TRA 86 적용 이후에 진행기준을 적용하게 되어 세법과의 일치성이 높아짐에 따라 과세이연의 혜택이 사라짐으로써 한계세율이 높아진 기업이 과세소득을 감소시키기 위해 부채비율과 재량적 발생액을 조정하는지 조사하였다. 분석결과, 회계이익증가를 동반하는 세법과의 일치성이 높은 발생액은 하향조정하는 동시에 부채비율을 증가시키고, 이러한 의사결정으로 인해 동반되는 회계이익의 감소를 완화하기 위해 상대적으로 과세소득에 영향이 적은 세법과의 일치성이 낮은 발생액은 상향조정하는 것으로 나타났다.

오광욱·정석우(2010)는 영업활동관련 회계선택의 유형을 Calegari(2000)의 방법에 따라 비세무조정 발생액(book-tax conformity accruals)과 세무조정 발생액(book only accruals)으로 구분하고, 한계세율에 따라 이 두 가지 회계선택과 어떠한 관련성이 있는지 검증하였다. 분석결과, 기업의 한계세율은 비세무조정 발생액과 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 그들은 이러한 결과를 기업이 부담하는 한계세율이 증가하는 경우 조세비용을 낮추기 위해 회계발생액을 통해 과세소득을 낮추는 것으로 해석하였다. 반면에 기업의 한계세율은 세무조정발생액과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 그들은 이러한 결과를 기업이 한계세율이 높아서 발생액을 이용하여 조세절감 행위를 하는 경우, 낮아진 재무보고이익을 완화할 목적으로 과세소득과 관련 없는 세무조정발생액(book only accruals)을 상향조정하여 조세비용은 낮추고 비조세비용을 이용하여 낮아진 보고이익을 완화시키는 것으로 해석하였다.

Phillips et al.(2003)은 경영자의 이익조정은 회계이익과 과세소득의 일시적 차이(temporary book-tax differences)에서 발생하고 세법하에서의 엄격한 규정보다는 GAAP에서 경영자가 더 많은 재량권을 갖는다는 점에 착안하여 이연법인세비용(deferred tax expense)을 이용하여 이익조정 행위를 관찰할 수 있는지에 대하여 연구하였다. 즉 경영자는 과세소득(taxable income)에는 영향을 미치지 않으면서 GAAP하의 회계이익을 증가시키는 이익조정을 하면 회계이익과 과세소득의 차이를 증가시켜 이연법인세비용이 증가할 것으로 예상하였다. 기업의 이익조정 여부의 측정치로 이연법인세비용, 총발생액(Healy 1998), 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995), 그리고 Dechow et al.(2002)이 개발한 전진적인 Jones 모형(forward-looking Jones model) 중 어떤 측정치가 이익조정을 잘 설명하는지 분석하였다. 분석결과에 의하면 이연법인세비용이 이익조정을 잘 설명하는 것으로 나타났다.

박종일·김경호(2002)는 우리나라 상장기업을 대상으로 회계이익과 과세소득의 차이를 분석하여 이익조정과 법인세 최소화 유인이 경영자의 보고의사 결정에 미치는 영향을 살펴보았다. 이들은 재무보고와 세무보고 동기의 상충관계(trade-off) 상황에 초점을 맞추어 비조세비용과 조세비용을 모형에 포함시켜 분석에 사용하였다. 분석 결과에 의하면 회계이익과 과세소득의 차이와 재량적 발생액 측정치와 유의한 양(+)의 관련성이 나타나 수정 Jones 모형으로 측정한 재량적 발생액이 기업의 이익조정 여부를 나타내는 대용치로 타당성이 있으며, 회계이익과 과세소득의 차이에 경영자의 이익조정 정보가 반영되어 있기 때문이라고 해석하였다. 또한 회계이익과 과세소득의 차이와 조세 혜택 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 그들은 경영자가 재무보고와 세무보고를 할 때 조세 혜택에 의해서 과세소득이 회계이익에 비해 낮아지기 때문이라고 해석하였다.

Jones(1991)는 미국 ITC(International Trade Commission)가 수입제한 조치를 위해 해당산업을 조사하는 동안 기업들이 이익을 조정하는지를 분석하였다. 그는 정부가 관세인상이나 수입물량 감소 등의 수입제한 조치를 위한 조사를 할 때 해당 산업에 속한 기업들이 이익을 하향조정하여 정부로 하여금 수입제한 조치를 이끌어낼 것으로 예상하였다. 연구대상으로 23개 제조업

에 속한 기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 해당 조사기간 동안 기업들이 이익을 하향조정하는 것을 발견하였다.

김지홍·고윤성(2006)은 외환위기 이후 정부의 획일적인 200% 목표부채비율을 달성하기 위하여 기업들이 이익을 증가시키는 이익조정을 통하여 부채비율을 낮추는지 검증하였다. 연구결과, 이익조정 측정치인 재량적 발생액과 부채비율 변화액은 유의한 음(-)의 관계를 관찰하였다. 이들은 외환위기 이후 기업들이 목표부채비율을 달성하기 위하여 부채비율을 감소시키는 이익조정을 하는 것으로 해석하였다. 연구자들은 기업 상황을 고려하지 않은 정부의 획일적인 정책 추진이 오히려 기업들에게 이익조정 동기를 제공하고 있다고 주장하면서 향후 정부가 정책을 추진함에 있어서 신중한 고려가 뒷받침되어야 한다고 역설하였다.

고대영·김문태(2007)는 독과점에 대한 시장의 감시와 정부규제가 큰 규모의 정유사가 유가 급등기간 동안 재고자산을 이용하여 지속적으로 이익을 감소시키는데 영향을 미치는지 그리고 공정거래위원회가 담합을 의심하여 조사한 기간 동안에 정유사가 과징금 등의 정부규제를 회피하고 정치적 비용을 완화하기 위하여 이익을 감소시키는지 살펴보았다. 분석기간은 2003년부터 2006년까지이며, 분석대상은 국내 4개 정유사의 분기별 재무자료이다. 연구결과를 살펴보면, 원유가격이 하락한 분기에 재고자산증가율(전기 대비 증가율과 총자산대비 증가율)과 유의한 음(-)의 관계가 나타난 반면 유가상승분기에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 따라서 정유사들이 원유가격이 하락한 분기에 재고자산을 감소시키고, 상승한 분기에 재고자산을 증가시킴으로써 매출원가를 늘리는 방법으로 이익을 조정하는 것으로 해석하였다. 또한 담합조사 분기에 재량적 발생액이 음(-)으로 유의한 관계를 보였다. 이상의 연구결과에서 정유사들은 정치적 비용을 줄이기 위해서 평상시에 재고자산을 이용하여 이익을 낮추는 전략을 구사하는 반면에 이익감소유인이 존재하는 경우에는 발생액을 이용하는 것으로 해석하였다.

4. 재무적 곤경에 처해 있는 기업의 이익조정 동기

부채계약가설(debt hypothesis)이란 회계수치를 사용하는 채무이행조항을 위반하지 않기 위하여 보고이익을 증가시키는 회계절차를 선택한다는 가설이다. 일반적으로 부채비율이 클수록 채무이행조항을 위반할 가능성이 높기 때문에 경영자는 보고이익을 증가시키는 회계절차를 선택할 것이다. 또한 재무적으로 곤경에 처해있는 기업의 경영자는 부도발생을 방지하거나 지연시키고자 이익을 상향조정할 유인이 존재한다. 상장기업의 경영자는 관리종목 지정이나 상장폐지 기준에 해당하는 경우 이를 모면하기 위하여 이익을 상향조정할 가능성이 높다.

1) 부채계약 위반 회피 및 부실기업의 이익조정 동기

Sweeney(1994)도 기업이 부채계약을 위반하게 될 경우 경영자가 어떠한 회계선택을 하는가를 1980년부터 1989년까지 실제로 부채계약을 위반한 130 기업을 대상으로 연구하였다. 연구결과에 의하면 경영자가 부채계약을 위반하지 않기 위하여 이익과 현금흐름을 증가시키는 조정을 한다는 것을 발견하였다. 부채계약의 위약비용이 크고 회계선택의 이용 가능한 회계처리방법이 많은 경우 이익조정의 수준이 높은 것으로 나타났다. DeAngelo et al.(1994)는 지속적인 순손실로 배당을 줄일 정도로 재무적으로 곤경에 처한 76개의 기업을 대상으로 회계선택을 연구하였다. 그들은 부채계약을 위반할 가능성이 높은 기업일수록 이익을 증가시키는 회계선택을 할 것으로 예측하였으나 이익을 증가시키기 보다는 오히려 이익을 감소시키는 것을 확인하였다. 이러한 현상은 이해관계자들에게 기업의 어려운 상황을 오도하지 않고 있는 그대로 보이기 위함으로 해석하였다.

DeFond and Jiambalvo(1994)는 1985년부터 1988년까지 부채계약을 위반한 기업을 대상으로 재량적 발생액을 대용치로 사용하여 이익조정 행위를 검증하였다. 그들은 이 기업들이 부채계약을 위반하기 직전년도와 해당연도에 재량적 발생액이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 결과를 제시하였다.

이는 부채계약을 위반한 기업의 경영자는 부채계약 위반을 회피하기 위하여 상향의 이익조정을 한다고 해석하였다.

장휘용(1997)은 경영난을 겪고 있는 기업들이 어떠한 이익조정을 하는가를 연구하였다. 그는 1990년대에 부실화된 42개 상장기업과 그에 대응하는 정상 기업들을 표본으로 선정하고 부실전 4년간의 회계자료를 분석하였다. 연구결과에 의하면 부실기업의 수익성은 부실 3년전까지 악화되다가 부실 2년전부터는 오히려 향상되는 것으로 나타났다. 그는 부실 2년전부터 부실기업들이 수익성 저하를 감추려고 심각한 이익조정 결과로 해석하였다. 특히 부실 1, 2년전에는 재무제표 상호간에 존재하는 논리적 연관성도 찾을 수 없었는데, 그는 이러한 현상을 부실직전기업들의 이익조정 행위가 심각한 수위에 이르러 회계수치 간에 존재하는 기본적인 관계마저 파괴되었기 때문으로 보았다.

최관·정병욱(1998)은 재무적으로 곤경에 처한 기업들은 경영자의 지위를 유지하기 위하여 부도발생을 방지하거나 지연시키고자 이익을 상향조정할 것으로 예측하고, 1990년부터 1996년 10월까지 부도가 발생한 55개 상장기업을 조사하였다. 연구결과에 의하면 장휘용(1997)과는 달리 부도발생 직전년도에는 부도발생을 회피하기 위한 상향의 이익조정 현상을 발견하지 못하였다. 그들은 부도발생 직전년도에 대체적 회계처리 가능성의 여지가 많이 줄었고 재무적 탄력성 또한 낮으며, 외부감사도 엄격히 실시되기 때문으로 보았다. 한편 부도발생 직전년도에는 순이익은 크게 하락하나 현금흐름은 오히려 증가하는 현상을 발견하고, 이는 경영자가 기업의 부도발생을 방지하기 위하여 재고자산의 처분 등으로 현금흐름을 확보하는 노력이라고 해석하였다.

김경호·박종일(1999)은 1996년부터 1998년 7월까지 유가증권 상장규정에 의하여 법정관리 대상종목으로 지정된 75개의 부실발생 기업들의 경영자가 부실발생 이전년도에 보고이익을 증가시키기 위해서 이익조정 행위를 하는지와 이익조정이 부실발생 몇 년 전부터 주로 이루어지는지를 수정 Jones 모형으로 추정된 재량적 발생액을 이용하여 검증하였다. 연구결과에 의하면 부실화된 기업들은 부도발생 8년전부터 2년전까지는 상향의 이익조정을 하는 것으로 나타났으나, 부실발생 직전년도에는 오히려 이익조정 행위가 점차로 감

소되는 것으로 나타났다. 이들은 이러한 현상을 부실기업이 상당히 오랜 기간 동안 재량적 발생액을 이용하여 보고이익을 상향조정하였기 때문에 부실발생 직전년도에는 대체적 회계처리 가능성이 줄어들기 때문으로 해석하였다.

나종길·최정호(2000)는 부실기업과 비부실기업을 비교하여 부실기업의 이익조정 여부를 분석하였다. 1990년부터 1996년까지 유가증권상장규정에 의하여 실질적 요건에 해당하는 영업활동의 정지, 부도발생 또는 은행거래정지 및 법률의 규정에 의해 회사정리절차를 신청한 44개의 부실기업을 대상으로 분석한 결과 분석대상기간 동안에 상향의 이익조정을 한다는 증거는 찾을 수 없었다. 오히려 부실기업은 부실발생 2년전부터 수정 Jones-CFO 모형으로 추정된 재량적 발생액과 유의한 음(-)의 재량적 발생액을 계상하고 있음을 발견하고 부실기업이 이익을 감소시키는 방향으로 이익조정을 하는 것을 관찰하였다. 부실기업의 경우 재량적 발생액을 통한 회계이익의 상향조정은 규제당국의 감시가 강화되기 때문에 신뢰성 있는 재무보고와 부족한 유동성을 해소하기 위하여 현금 확보에 주력하는 것으로 해석하였다.

최성규·김경민(2005)은 미국의 경우 경영자와 감사인이 매년 채무이행조항을 위반하지 않았다는 이행확인서(Certificate of Compliance)를 제출하는 등 엄격한 이행절차를 따르지만, 우리나라 기업의 경우 이러한 부채계약 관행은 찾아보기 어렵다고 보고 수정 Jones 모형으로 추정된 재량적 발생액의 절대값과 부채비율과의 관계를 연구하였다. 1993년부터 2002년까지 560기업(5,476기업-연도)의 상장 제조 기업을 대상으로 실증분석한 결과에서 재량적 발생액의 절대값과 부채비율 간에 양(+)의 유의한 관련성이 나타났다. 이러한 결과는 부채비율이 높을수록 경영자의 상향의 이익조정에 대한 동기가 강하기 때문이라고 결론지었다.

최효순(2008)은 부채비율이 높을수록 보고이익을 증가시키는 회계절차를 선택할 것이라는 부채계약가설이 우리나라의 경우 채택되지 않는 것이 재량적 발생액과 부채비율 사이에 내생성이 존재하기 때문이라고 보고 2단계 최소자승법으로 부채계약가설을 재검증하였다. 재량적 발생액은 수정 Jones 모형에 영업활동으로 인한 현금흐름을 추가하여 추정하였다. 분석결과, 내생성을 통제한 경우에서 부채계약가설이 지지되는 결과가 나타나 기존의 국내 연

구가 내생성을 통제하지 못한 방법론상의 문제점에 기인한 것으로 해석하였다. 또한 부채비율이 일정 수준을 초과하여 금융비용 지급 등의 부담이 큰 부도위험이 높은 기업의 경우 부채계약 위반시 발생하는 비용의 상승보다는 현금유출 증가를 더 우려하기 때문으로 해석하였다.

선행연구에서는 부채계약가설과 관련하여 상반된 연구결과를 보고하고 있다. 이러한 결과는 부채계약 위반 여부와 관련하여 단순히 부채비율을 대용치로 사용한 결과로 해석된다. 부도발생 기업을 대상으로 분석한 결과에서는 부도발생 직전 년도에 오히려 하향의 재량적 발생액을 보고하고 있다. 연구들은 주로 상장기업을 대상으로 분석하였다. 상장기업이 이익을 조정하여 일시적으로 부도발생을 회피하였으나 차기에 부도가 발생하는 경우 선량한 투자자 및 채권자의 피해는 눈덩이처럼 증가할 것이다. 특히 편법적이고 위법한 방법을 동원한 사실이 발견되는 경우 규제당국과 외부감사인인 부담해야 할 책임소재 문제에 있어 자유로울 수 없다. 따라서 규제당국 및 외부감사인은 부실기업에 대하여 감시를 더욱 강화하였기 때문으로 해석된다.

2) 상장폐지 실질심사제도 시행 관련 선행연구

상장폐지 실질심사제도는 2009년 2월부터 시행되고 있으며 동 제도와 관련하여 다양한 연구가 진행되고 있으나 이익조정과 관련된 연구는 상대적으로 적은 편이다.

박홍조·지현미(2010)는 2004년부터 2009년까지 유가증권상장기업과 코스닥상장기업 전체 표본인 7,402 기업-연도를 대상으로 상장폐지 실질심사제도 시행 이전과 이후로 구분하여 동 제도가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향에 대하여 연구하였다. 상장폐지 실질심사제도 시행 이전년도는 2004년부터 2007년까지로 2008년부터 2009년까지를 시행 이후 기간으로 각각 구분하였다. 수정 Jones 모형으로 추정한 재량적 발생액이 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 이전 기간에 비해 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이들은 상장폐지 실질심사제도 시행으로 회계정보의 신뢰성이 더 높아졌기 때문으로 동 제도가 회계정보의 신뢰성 제고에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석하였다.

다.

손성규·염지인(2012)은 상장폐지 실질심사제도가 시행된 시기를 대상기간으로 하여 2009년부터 2010년까지 375개의 코스닥상장기업 표본을 대상으로 상장폐지 위험이 높은 것으로 분류된 표본 78개와 그렇지 않은 집단으로 분류된 표본 297개로 구분하여 상장폐지 위험이 높은 기업이 상장폐지를 회피하기 위하여 이익을 상향조정하는지 검증하였다. 이익조정의 대용치로 재량적 발생액을 이용한 이익조정과 실제 활동 이익조정을 모두 사용하여 분석하였다. 실증분석결과에 의하면 상장폐지 위험이 높은 기업과 수정 Jones-ROA 모형으로 추정한 재량적 발생액은 양(+)의 관계를 보였으나 유의하지 않은 반면 실제 활동 이익조정의 측정치와 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 이러한 결과에 대하여 상장폐지 위험이 높은 경우 적발 또는 제재당할 위험이 높은 발생액을 이용한 이익조정보다는 실제 활동을 이용한 이익조정을 더 선호하기 때문으로 해석하였다.

김문태·이지현(2012)은 상장폐지 실질심사로 상장폐지된 코스닥상장기업의 상장폐지 이전 3년 동안의 이익조정 형태에 대하여 연구하였다. 2009년부터 2012년 상반기까지 실질심사에 의하여 상장폐지된 59개의 기업과 140개 기업을 대응기업으로 선정하고 수정 Jones 모형, 수정 Jones-CFO 모형으로 추정한 재량적 발생액을 이용하여 실증분석하였다. 분석결과에 의하면 실질심사에 의해 상장폐지된 기업의 재량적 발생액은 상장폐지 이전 $t-3$ 년, $t-2$ 년에 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였으나, 상장폐지 직전년도($t-1$)에는 유의적인 음(-)의 상관관계가 나타났다. 이러한 결과에 대하여 상장폐지에 직면하기 이전 기간까지는 손실의 누적으로 인한 자본잠식을 회피하기 위하여 상향의 이익조정을 감행하지만 상장폐지 직전년도에 이르러서는 더 이상 재량적 발생액을 통하여 이익을 상향조정할 여력이 없기 때문으로 해석하였다.

상장폐지 실질심사에 의하여 상장폐지된 기업을 대상으로 연구한 결과는 동 제도 시행 이전 부도발생 기업을 대상으로 연구한 연구결과와 유사하게 상장폐지 직전년도에 음(-)의 재량적 발생액을 보이고 있어 하향의 이익조정을 하는 것으로 나타났다(김문태·이지현, 2012). 상장폐지 위험이 높은 기업과 그렇지 않은 기업을 대상으로 분석한 결과에서는 재량적 발생액을 이용하여

이익을 상향 조정하는 증거는 발견하지 못하였으며, 실제 활동을 이용한 이익 조정 측정치에서만 이익을 상향조정하고 있음을 발견하였다(손성규·염지인, 2012). 이들의 연구는 상장폐지 실질심사제도 시행의 영향인지 부실기업 또는 부도발생 기업의 특성인지 불분명한 것으로 판단된다. 또한 박홍조·지현미(2010)의 연구에서는 상장폐지 실질심사제도와 직접적으로 관련성이 낮은 정상기업을 대상으로 회계정보의 신뢰성을 재량적 발생액을 이용하여 검증하였으나 절대적(절대값) 크기로 검증하지 않고 측정값을 그대로 사용하여 검증하였다. 이익조정의 방향은 크게 이익을 증가시키는 방향과 이익을 감소시키는 방향으로 구분되며, 산업-연도별 횡단면적으로 재량적 발생액을 측정하는 경우 연도별로 평균이 0이 된다. 따라서 절대값 또는 상향조정 그룹과 하향조정 그룹을 구분하지 않고 분석하여 상향의 이익조정수준에 영향을 미쳤는지 하향의 이익조정수준에 영향을 미친 것인지 명확하지 않은 것으로 판단된다.

5. 적자회피 및 이익유연화 동기

경영자가 적자를 회피하기 위하여 이익을 조정하는 동기로 경제심리학으로 설명된다. Kahneman and Tversky(1979)가 제시한 전망이론(Prospect Theort)에 따르면 개인의 효용함수가 참조기준점(reference point)인 영(0)을 기준으로 하여 양(+)에서는 볼록하고 음(-)에서는 오목한 S-자 형태를 보인다는 것이다. 이에 따라 영(0)을 기준으로 효용함수가 이익보다는 손실에서 더욱 가파른 형태를 보인다는 것으로 이때 이익과 손실이 같은 수준이라고 가정할 때, 이익에 대한 가치보다 손실에 대한 가치를 더욱 크게 평가하는 경향이 있다는 것이다. 이상의 이론에 근거 할 때 기업이 손실을 보고하는 경우 투자자나 이해관계자들의 기업의 가치를 저평가할 가능성이 높아지고 투자는 위축될 것이다. 따라서 경영자는 영(0)을 중심으로 하여 보고이익을 증가시키려는 유인이 크다고 볼 수 있다.

경영자는 전기와 당기 또는 차기에 예상되는 경영성과에 따라서 이익을 조정할 유인이 존재한다. 보고이익이 회계기간 간에 심하게 변동하는 경우 기업의 미래의 경영성과에 대한 불확실성이 증가하게 된다. 따라서 경영자는 이

를 방지하기 위하여 보고이익을 목표이익(target income)이나 표준이익(standard income)에 근접하도록 이익을 조정하여 안정적인 보고이익의 시계열흐름을 보고함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 주고자 할 것이다. 따라서 경영자는 이익유연화(income smoothing) 동기를 갖게 된다.

Burgstahler and Dichev(1997)는 1977년부터 1994년까지 미국 상장기업을 대상으로 경영자가 손실 또는 이익감소 보고를 회피하는 경향이 있는지를 검증하였다. 연구결과에 의하면 이익수준의 횡단면적 분포에서 영(0)에 약간 미치지 못하는 부분에서는 보고기업의 빈도수가 비정상적으로 적었고, 영(0)을 약간 초과하는 부분에서는 보고기업의 빈도수가 비정상적으로 많은 것을 관찰하였다. 그들은 기업이 적자보고(또는 이익감소)를 회피하기 위해서 이익을 조정하고 있다고 결론지었다.

DeGeorge et al.(1999)은 분기자료를 이용하여 Burgstahler and Dichev(1997)와 유사한 분석을 수행하였다. 그들은 적자회피를 위한 영(0)뿐만 아니라 지난 회계연도와 비교한 이익증가와 재무분석가의 이익예측치에 미달되는 것을 회피하기 위하여 상향 이익조정을 한다는 결과를 보고하였다.

송인만 등(2004)은 국내 자료를 이용하여 국내 기업의 경우에도 손실 또는 이익감소를 회피하기 위한 유인이 존재하는지 Burgstahler and Dichev(1997)의 연구방법을 이용하여 분석하였다. 검증결과에 의하면 영(0)에 약간 미달하는 기업의 50% 이상이 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하고 있음을 관찰하였다. 특히 Burgstahler and Dichev(1997)의 연구와 비교했을 때 우리나라의 경우 적자규모가 상당히 큰 기업까지도 이익감소를 회피하기 위한 이익조정을 한다고 주장하였다. 또한 영(0)을 기준으로 100기업씩 포트폴리오를 구성하여 각 포트폴리오 별로 영업현금흐름과 총발생액의 평균이 영(0)을 기준으로 좌측에서 영(0)까지 점차 낮아지다가 영(0)을 기점으로 급격히 상승하고 하는 현상을 관찰하였다. 이러한 현상에 대해 적자회피를 위하여 영업현금흐름과 총발생액 모두를 이용하여 이익을 조정하고 있는 것으로 해석하였다.

DeFond and Park(1997)은 경영자의 보상계약과 관련하여 경영자가 이익을 유연화 하는지를 Jones(1991) 모형의 재량적 발생액을 대용치로 사용하여

분석하였다. 이들은 경영자의 이익조정은 현재의 경영성과와 미래의 경영성과에 따라서 결정된다고 주장하였다. 즉 경영자는 현재의 성과가 나쁘고 미래의 성과가 좋을 것으로 예상되는 경우에는 미래의 회계이익의 일부를 현재 시점으로 빌려와 현재 이익을 높이는 양(+)의 재량적 발생액을 계상하는 반면, 현재 성과가 좋고 미래성과가 나쁠 것으로 예상되는 경우에는 현재의 회계이익을 이연하여 미래에 사용하기 위해서 음(-)의 재량적 발생액을 계상하여 이익을 유연화하는 결과를 보고하였다.

김문철·황인태(1996)는 경영자가 전기손익수정항목을 이용하여 이익을 유연화하는 이익조정 행위를 하고 있는지 검증하였다. 이들은 경영자가 당해연도 이익이 기대이익에 크게 미치지 못하는 경우에는 전기손익수정항목을 이용하여 보고이익을 높이지만, 당기 이익이 기대이익보다 훨씬 상회하는 경우에는 전기손익수정항목을 이용하여 보고이익을 낮추려고 하지 않는다는 결과를 보여 주었다. 또한 전기손익수정항목 중 법인세관련 항목들도 이익조정 수단으로 사용되고 있다고 주장하였다.

Frank and Rego(2006)는 경영자가 적자회피, 전기 대비 이익감소 회피 및 재무분석가의 이익예측치에 도달하기 위해서 이연법인세자산 평가충당금을 활용하는지 살펴보았다. 그들은 이연법인세자산 평가충당금 변동분을 추정하기 위한 회귀식을 도출하여 평가충당금 변동을 재량적(discretionary)인 부분과 비재량적(nondiscretionary)인 부분으로 구분하고 그 중 재량적인 변동분을 이익조정을 위한 경영자의 개입으로 보았다. 자산수익률에 재량적 변동분을 가산한 금액을 조정 전 이익으로 정의하고, 조정 전 이익이 -0.05 보다 작은 구간, 조정 전 이익이 -0.05 보다 크고 0 보다 작은 구간, 조정 전 이익이 0.05 을 초과하는 구간으로 구분하고 분석한 결과에서 재무분석가의 이익예측치 관련변수에서 통계적으로 유의한 결과가 나타났다. 이들은 재무분석가의 이익예측치에 도달하기 위해서 평가충당금의 변동을 활용하여 이익조정을 한다고 주장하였다. 그러나 적자회피, 전기 대비 이익감소 회피 및 Big Bath를 위하여 이익조정을 한다는 증거는 발견하지 못하였다.

제 3 절 발생액 이익조정과 실제 활동 이익조정의 관계

발생주의 회계원칙으로 산출되는 발생액을 이용한 선행연구들은 주로 순 발생액(순이익-영업활동으로 인한 현금흐름)이나 Jones(1991)가 개발한 모형을 이용한 측정값을 경영자의 이익조정에 대한 대용치로 보았다. Jones(1991)의 연구 이후 지금까지 이익조정에 많은 연구들이 Jones가 개발한 모형을 사용하거나 이를 수정하여 연구에 응용하고 있다. 이에 반해 실제 활동을 이용한 이익조정과 관련된 연구는 발생액을 이용한 이익조정 연구에 비해 상대적으로 적은 편이다. 그러나 Roychowdhury(2006)에 의해 실제 활동을 이용한 이익조정의 측정방법이 개발된 이후 해당연구가 차츰 증가하고 있는 실정이다.

Cohen et al.(2008)은 2002년 Sarbanes-Oxley Act(이하 “SOX”라 한다)가 제정되기 전후로 미국기업들의 이익조정을 연구했다. SOX는 미국에서 2000년 초에 Enron과 WorldCom의 분식회계를 사건을 비롯하여 대기업들이 회계부정사건으로 도산하자 보다 높은 회계 투명성이 필요하다는 사회적 공감대가 형성되어 철저한 감시와 감독을 위하여 제정된 법이다. 그들은 전통적인 이익조정 측정방법인 재량적 발생액과 실제 활동 이익조정 측정치를 이용하여 SOX 제정 이전기간은 pre-SOX 기간과 post-SOX 기간으로 나누어 SOX 제정 전·후의 이익조정의 변화 추이를 관찰하였다. 분석결과에서 pre-SOX 기간에는 발생액 이익조정 증가한 반면 post-SOX 기간에는 재량적 발생액 이익조정이 감소하고 실제 활동 이익조정은 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 강화된 규정으로 인하여 경영자가 한 가지 방법에 의한 이익조정이 어려워지면 다른 방법을 통하여 보고이익을 조정하는 것으로 해석된다.

Zang(2007)은 미국에서 1995년에서 2004년까지 증권집단소송법 관련되어 피소된 823기업들을 대상으로 경영자가 이익조정에 있어 실제 활동 이익조정과 재량적 발생액 이익조정 사이에 대체관계가 있는지와 그 결정의 선·후관계를 연구하였다. 연구 결과에 의하면, 경영자가 이익조정을 하는 경우에는 먼저 실제 활동 이익조정을 이용하고 그 다음으로 재량적 발생액에 의한 이

이익조정을 사용하는 것을 발견하였다. 그리고 소송 등 이해관계인과의 법률적 리스크 변동과 관련하여 경영자는 재량적 발생액 이익조정에서 실제 활동 이익조정으로 대체되는 현상을 발견하였다.

권혜진(2009)은 증권집단소송법의 도입 이후의 재량적 발생액을 통한 이익조정과 기업의 실제 활동을 이용한 이익조정이라는 두 가지 측면에서 이익조정수준 및 형태의 변화를 살펴보았다. 수정 Jones 모형에 의하여 추정된 성과대응 재량적 발생액과 실제 활동을 이용한 이익조정 측정치를 분석에 사용한 결과, 재량적 발생액을 이용한 이익조정과 실제 활동을 이용한 이익조정이 보고이익의 조정을 위하여 동시에 이용되고 있으며, 증권집단소송법의 도입 이후에 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 감소한 반면, 실제 활동을 이용한 이익조정수준은 증가한 것으로 나타났다. 연구자는 동 법안의 도입 이후에 전체적인 이익조정수준의 감소가 이루어졌는지에 대한 확정적인 결론을 내릴 수 없다고 해석하였다.

재량적 발생액을 이용한 이익조정과 실제 활동을 이용한 이익조정을 동시에 이용하거나 상호보완적으로 이용하는 현상을 보고하고 있다. 이러한 현상은 발생액 이익조정의 경우 발생액의 반전⁴⁾으로 인해 차기 이후에 감소하는 반면 실제 활동을 이용한 이익조정은 비교적 지속적으로 경영자가 사용하고 있기 때문으로 추측된다.

제 4 절 이익조정과 경영성과

이익조정이 경영성과에 미치는 영향은 대체적으로 장·단기적으로 부정적인 영향을 미치는 연구결과를 보고하고 있다. 특히 실제 활동을 이용한 이익조정의 수준이 높은 기업은 재량적 발생액을 이용하여 보고이익을 증가시킨 기업보다 차기 이후에 경영성과나 주가에 악영향을 미치는 연구결과를 제시하고 있다.

Gunny(2005)는 연구개발비, 판매 및 관리비, 고정자산 처분, 판매 단가

4) Beneish(1997)는 전년도에 총발생액이 높을수록 당해연도의 재량적 발생액이 감소하는 연구결과를 제시하였다.

및 생산량 결정 등의 4가지 경영활동에서 발생한 실제 활동 이익조정이 기업의 장기 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과를 보고하였다. 또한 일반 투자자들은 실제 활동 이익조정에 대한 정보인식이 부족하기 때문에 미래성과에 악영향을 미친다는 사실을 인식하지 못하지만, 재무분석가들은 일반 투자자와 달리 실제 활동 이익조정으로 당기성과가 개선된 점을 인식하고 있기 때문에 차기에 경영성과가 악화될 수 있다는 사실을 인지하고 있다고 주장하였다.

Mizik and Jacobson(2007)은 1970년부터 2001년까지 기업들이 유상증자로 자본을 조달할 때 실제 활동 이익조정(연구개발비)과 재량적 발생액 이익조정 여부와 차기 주가와와의 관계를 8그룹으로 구분하여 연구하였다. 분석결과에 의하면 유상증자시기에 재량적 발생액 이익조정과 실제 활동 이익조정을 동시에 사용하는 것으로 나타났으며, 차기 이후의 성과에서는 실제 활동 이익조정을 활용해서 이익을 상향 조정한 기업들은 그렇지 않은 기업보다 주가하락 폭이 유의하게 크게 나타났다.

Leggett et al.(2009)은 Roychowdhury(2006)의 세 가지 실제 이익조정 중 비정상 재량적 지출(abnormal discretionary expenditures)에 초점을 두고 경영자들이 비정상 재량적 지출을 이용하여 실제 활동 이익조정 의심기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하고 기업들의 미래 경영성과(당기순이익과 영업현금흐름)간의 관계를 분석하였다. 이익 임계점 또는 목표치(earnings threshold)는 보고된 이익에서 비정상 재량적 지출을 차감한 관리전 이익(pre-REM earnings)을 각각 재무분석가의 이익예측과 일치하거나 약간 상회하는 기업, 적자회피기업, 그리고 전기 대비 이익이 약간 증가한 기업을 실제 활동 이익조정이 의심되는 기업으로 판단하였다. 연구결과, 실제 활동 이익조정 의심기업은 그렇지 않은 기업과 비교해서 차기 이후의 경영성과가 악화된다는 결과를 보고하였다.

Gunny(2010)는 네 가지 실제 이익조정 측정치를 이용하여 적자회피 구간에 있는 기업(ROA가 0보다 크고 0.01 보다 작음)과 전기 대비 이익의 변화 0 보다 크고 0.01 보다 작은 구간에 속하는 기업들의 차기 경영성과 및 영업현금흐름이 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, 이들 구간에 속한 기업과

REM의 상호작용변수를 고려한 결과에서 차기 산업조정 총자산이익률과 영업현금흐름간에 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이러한 결과는 목표이익의 달성은 경영자의 기회주의적인 이익조정이 아니며, 이해관계자들에게 미래에 보다 나은 경영성과를 가져다 줄 수 있는 신호(signal)로서 추가적인 정보를 제공 한다고 주장하였다.

김지홍 등(2009)은 Roychowdhury(2006)의 추정 모형에 Kothari et al.(2005)이 제안한 성과대응을 위해서 자산이익률(ROA) 변수를 추가하여 도출된 t기의 실제 이익조정 측정치가 t+12개월, t+24개월, t+36개월, t+48개월, t+60개월과 같이 기간이 장기화될수록 경영성과에 미치는 영향을 살펴 보았다. 실증분석 결과, 모든 기간에 걸쳐 누적초과자산이익률과 유의한 음(-)의 관련성이 나타났으며, 영업성과에 대한 부정적 효과는 12개월에서 60개월로 기간이 장기화될수록 더욱 커지는 것을 확인하였다. 이들은 당기의 실제 활동 이익조정은 차기 영업성과에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라, 그 영향력은 기간이 장기화될수록 정도가 더욱 심해지는 것으로 해석하였다.

강선아·전성빈(2010)은 기업의 유상증자사건을 중심으로 유상증자 이전의 이익조정 여부와 이익조정 이후의 영업성과에 미치는 영향을 재량적 발생액을 통한 이익조정과 실제 활동 이익조정 측정치를 이용하여 분석하였다. 경영성과에 대한 분석결과, 자산이익률과 상호작용변수인 유상증자 여부와 실제 활동 이익조정 대응치가 t+1년부터 t+3년까지 유의적인 음(-)의 관계가 나타나 유상증자 이후의 저조한 경영성과가 장기간 지속되는 것으로 해석하였다.

전홍주(2011)는 경영자의 이익조정은 크게 재량적 발생액에 의한 이익조정과 실제 경영활동에 의한 이익조정으로 구분하고 이익조정이 미래성과에 미치는 영향을 검증하였다. 미래성과로는 t+1년부터 t+3년까지 연도-산업별 초과이익과 현금흐름을 이용하여 분석한 결과에서 미래성과와 실제 활동 이익조정 측정치간에 유의한 음(-)의 관련성이 있음이 나타났다. 당기의 실제 활동 이익조정이 기업의 미래 현금흐름과 수익성에 부정적인 영향을 미친다고 해석하였다.

곽영민·최종서(2011)는 2000년부터 2005년까지 코스닥시장에 신규상장한 430기업을 대상으로 상장직전에 재량적 발생액 및 실제 활동을 이용한 이익

조정 여부를 재검증하고, 그 기간의 상향의 이익조정수준이 클수록 상장 이후에 시장으로부터 퇴출될 가능성이 높은지를 연구하였다. 분석결과, 재량적 발생액 및 실제 활동을 이용한 이익조정 모두 상장 직전년도 및 상장연도에 보고이익을 증가시킨다는 것을 확인하였다. 상장폐지 확률과 상장직전에 이익조정수준과의 관계를 살펴본 결과에서 재량적 발생액과 실제 활동을 이용한 이익조정을 동시에 고려한 모형에서 재량적 발생액은 유의한 관련성을 보이지 않는 반면, 실제 활동을 이용한 이익조정 측정치에서는 상장폐지 확률과 유의한 양(+)의 관계를 관찰하였다. 그들은 상장직전에 기업의 열악한 본질가치를 은폐하거나 과장하기 위해서 이익을 상향조정하고 있으며 상장 이후에 본질가치의 부실함으로 인해 시장경쟁에서 도태되고 결국 상장폐지 될 가능성이 높은 것으로 해석하였다. 특히 실제 활동을 이용한 이익조정이 상장폐지 가능성과 밀접한 관련성이 있으며 이익을 상향조정하기 위하여 자원배분의 왜곡을 초래하는 경우 미래의 경영성과를 더욱 악화시킬 수 있다고 지적하였다.

제 5 절 상장폐지 관련규정 및 상장폐지 실질심사제도 도입 배경

1. 상장폐지 관련규정

상장폐지는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 신청에 의한 상장폐지와 신청에 의하지 않는 상장폐지로 구분된다. 본 연구에서는 규제당국에서 규정하고 있는 기준, 즉 강제 상장폐지 규정과 관련하여 살펴보았다. 한국거래소의 유가증권시장 및 코스닥시장 상장규정에 의한 관리종목지정 및 상장폐지 기준을 2013년 2월 22일 개정 규정을 기준으로 요약 하면 각각 <표 2-1>, <표 2-2>, <표 2-3>과 같다.

한국거래소는 상장법인이 매출부진, 장기영업손실, 자본잠식, 거래량 미달, 공시서류의 미제출 등 부실화 징후가 발생하는 경우와 같이 일정요건에 해당하는 경우 일단 해당 증권을 상장폐지 전 단계라고 할 수 있는 관리종목으로 지정하고 공시한다. 사유에 따라서 관리종목의 지정 없이 상장폐지 기준에 해당되는 경우 바로 상장폐지할 수 있다. 관리종목으로 지정된 기업이 일정기간

이내에 관리종목 지정사유를 해소하지 못하는 경우 강제적으로 해당 법인의
증권을 상장폐지 시킬 수 있는 관련규정을 두고 있다.

〈표 2-1〉는 유가증권시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준이며, 〈표 2-2〉
는 코스닥시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준이다. 또한, 〈표 2-3〉에서 보
는 바와 같이 유가증권시장 및 코스닥시장 상장규정에는 관리종목으로 지정
하지 않고 즉시 상장폐지 시킬 수 있는 기준도 마련해두고 있다.

이상과 같이 한국거래소의 상장폐지에 대한 규정은 선량한 투자자의 피해
를 최소화하기 위하여 사전적으로 예방하는데 의미가 있다. 그러나 일부 상장
기업의 경우 유상증자로 자본을 조달하여 상장폐지를 모면한 후 이를 인수인
에게 대여하는 등 가장의 납입, 현물출자대상에 대한 과도한 평가, 회사분할
회계처리기준을 악용하여 상장폐지 회피를 목적으로 회사를 분할하거나 분식
회계 등의 위법적인 방법을 동원하여 형식적 상장폐지 요건을 회피하는 사례
가 증가하고 공시의무위반, 횡령·배임 등 시장의 건전성을 훼손하는 불건전
행위가 증가하였다. 따라서 한국거래소는 더 이상 형식적 상장폐지 요건의 강
화만으로는 한계가 있다고 보고 이를 개선하기 위하여 상장폐지 실질심사제
도를 도입하여 2009년 2월 시행하게 되었다⁵⁾.

5) 보도자료 2008, “코스닥시장 퇴출실질심사 운영방향”

〈표 2-1〉 유가증권시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준

관리종목 지정	상장폐지
매출액 미달	
• 최근 사업연도 50억원 미만	• 2년 연속 매출액 50억원 미만
자본잠식	
• 최근 사업연도 사업보고서상 자본금 50% 이상 잠식 $\text{자본잠식률} = (\text{자본금} - \text{자본총계}) / \text{자본금}$	• 최근 사업연도 사업보고서상 자본금 전액 잠식 • 자본금 50% 이상 잠식 2년 연속
주식분산 미달	
• 최근사업연도 사업보고서상 일반주주수 200명 미만 또는 • 최근사업연도 사업보고서상 일반주주 지분율 10% 미만. 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주	• 일반주주수 200명 미만 2년 연속 • 지분율 10% 미만 2년 연속. 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주
거래량 미달	
• 반기 월평균거래량이 반기말 현재 유동주식수의 1% 미만	• 2반기 연속 반기 월평균거래량이 유동주식수의 1% 미만
주가/시가총액 미달	
• 주가가 액면가의 20% 미달 30일간 지속 • 시가총액 50억원 미달 30일간 지속	• 관리종목 지정 후 90일 이내 관리지정사유 미해소
지배구조 미달	
• 사외이사수가 이사 총수의 1/4 미만 등 • 감사위원회 미설치 또는 사외이사수가 감사 위원의 2/3 미만 등	• 2년 연속 사외이사수 미달 또는 감사위원회 미설치 등

〈표 2-1〉유가증권시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준(계속)

관리종목 지정	상장폐지
정기보고서 미제출	
• 법정제출기한(사업연도 경과 후 90일)내 사업보고서 미제출 • 법정제출기한(분·반기 경과 후 45일 이내)내 반·분기보고서 미제출	• 사업보고서 미제출로 관리종목 지정 후 법정제출기한부터 10일 이내 사업보고서 미제출 • 반기·분기보고서 미제출로 관리종목 지정 후 사업·반기·분기보고서 미제출
감사인 의견 미달	
• 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한 한정인 경우(연결감사보고서 포함) • 반기 검토보고서상 검토의견이 부적정 또는 의견거절인 경우	• 최근사업연도 감사보고서상 감사의견이 부적정 또는 의견거절인 경우(연결감사보고서 포함) • 2년 연속 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한 한정인 경우
공시의무 위반	
• 최근 1년간 공시의무위반 누계별점 15점 이상 • 불성실공시법인이 계선계획서 미제출 • 공시책임자/공시담당자 교체 요구 불응	• 관리종목 지정 후 최근 1년간 누계별점이 15점 이상 추가 • 공시책임자/공시담당자 교체 요구 불응 • 관리종목 지정 후 고의, 중과실로 공시의무 위반(상장적격성 실질심사)
회생절차	
• 회생절차 개시신청	• 회생절차기각, 취소, 불인가 등 • 기업의 계속성 등 상장법인으로서의 적격성이 인정되지 않는 경우 (상장적격성 실질심사)
파산신청	
• 파산신청	• 법원의 파산선고 결정

〈출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지 및 유가증권시장 상장규정〉

〈표 2-2〉 코스닥시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준

관리종목 지정	상장폐지
매출액 미달	
• 최근 사업년도 30억원 미만	• 2년 연속 매출액 30억원 미만
법인세비용차감전계속사업손실	
• 자기자본50%이상(&10억원이상)의 법인세비용차감전계속사업손실이 최근 3년간 2회 이상(&최근연도계속사업손실 발생)	• 관리종목 지정후 자기자본50%이상(&10억원이상)의 법인세비용차감전계속사업손실 발생
장기영업손실	
• 최근 4사업연도 영업손실	• 5년 연속 영업손실
자본잠식/자기자본	
• (A)사업연도(반기)말 자본잠식률 (50%이상) • (B)사업연도(반기)말 자기자본10억원 미만 • (C)반기보고서 제출기한 경과후 10일내 반기검토(감사)보고서 미제출 or 검토(감사)의견 부적정·의견거절·범위제한한정 * 자본잠식율 = (자본금-자기자본) ÷ 자본금 × 100	• 최근년말 완전자본잠식 • (A) or (C)후 사업연도(반기)말 자본잠식률 50%이상 • (B) or (C)후 사업연도(반기)말 자기자본 10억원 미만 • (A) or (B) or (C)후 반기말 반기보고서 기한 경과후 10일내 미제출 or 감사의견 부적정·의견거절·범위제한한정
거래량 미달	
• 분기 월평균거래량이 유동주식수의 1% 미만	• 2분기 연속 월평균거래량이 유동주식수의 1% 미만
지분분산 미달	
• 소액주주 200인 미만 or 소액주주지분 20% 미만	• 2년 연속 소액주주 200인 미만 or 소액주주지분 20% 미만
시가총액 미달	
• 보통주시가총액 40억원 미만 30일간 지속	• 관리종목 지정후 90일간 “연속10일 &누적30일간 40억원 이상”의 조건을 미충족
사외이사등	
• 사외이사/감사위원회 요건 미충족	• 2년 연속 사외이사/감사위원회 요건 미충족

〈표 2-2〉 코스닥시장 관리종목지정 및 상장폐지 기준(계속)

관리종목	상장폐지
정기보고서 미제출	
• (A)분기, 반기, 사업보고서 미제출 • (B)정기주총에서 재무제표 미승인 or 정기주총 미개최	• 2년간 3회 분기, 반기, 사업보고서 미제출 • 사업보고서 제출기한후 10일내 미제출 • (A)(미제출상태유지) or (B) 후 다음 회차에 (A) or (B)
공시의무 위반	
• 2년간 불성실공시 별점 15점 이상	• 실질심사대상
회생절차/파산신청	
• 회생절차개시신청 • 파산신청	• (실질심사대상) 개시신청기각, 결정 취소, 회생계획 불인가등
(기술성장기업특례)	
• 상장 이후 매 반기별 사업진행공시 및 기업설명회 미개최시(상장후 3년간 적용)	• 다음 반기 연속 미이행시

〈출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지 및 코스닥시장 상장규정〉

〈표 2-3〉 즉시 상장폐지 기준

유가증권상장시장	코스닥상장시장
• 최종부도 또는 은행거래정지	• 최종부도 또는 은행거래정지
• 법률에 따른 해산사유 발생	• 법률에 따른 해산사유발생
• 주식양도에 제한을 두는 경우	• 주식양도에 제한 두는 경우
• 우회상장시 우회상장 기준 위반	• 우회상장시 우회상장 기준 위반
• 당해법인이 지주회사의 완전자회사가 되고 지주회사의 주권이 신규상장되는 경우	• 최근 사업연도말 자본전액잠식
	• 감사보고서상 부적정, 의견거절, 감사범위제한으로 인한 한정(계속기업 불확실성에 의한 경우 사유해소 확인 시 반기말까지 퇴출 유예)
	• 2년간 3회 분기, 반기, 사업보고서 미제출
	• 사업보고서 제출기한 후 10일내 미제출
	• 유가증권시장 이전 상장의 경우

〈출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지 및 유가증권상장, 코스닥시장 상장규정〉

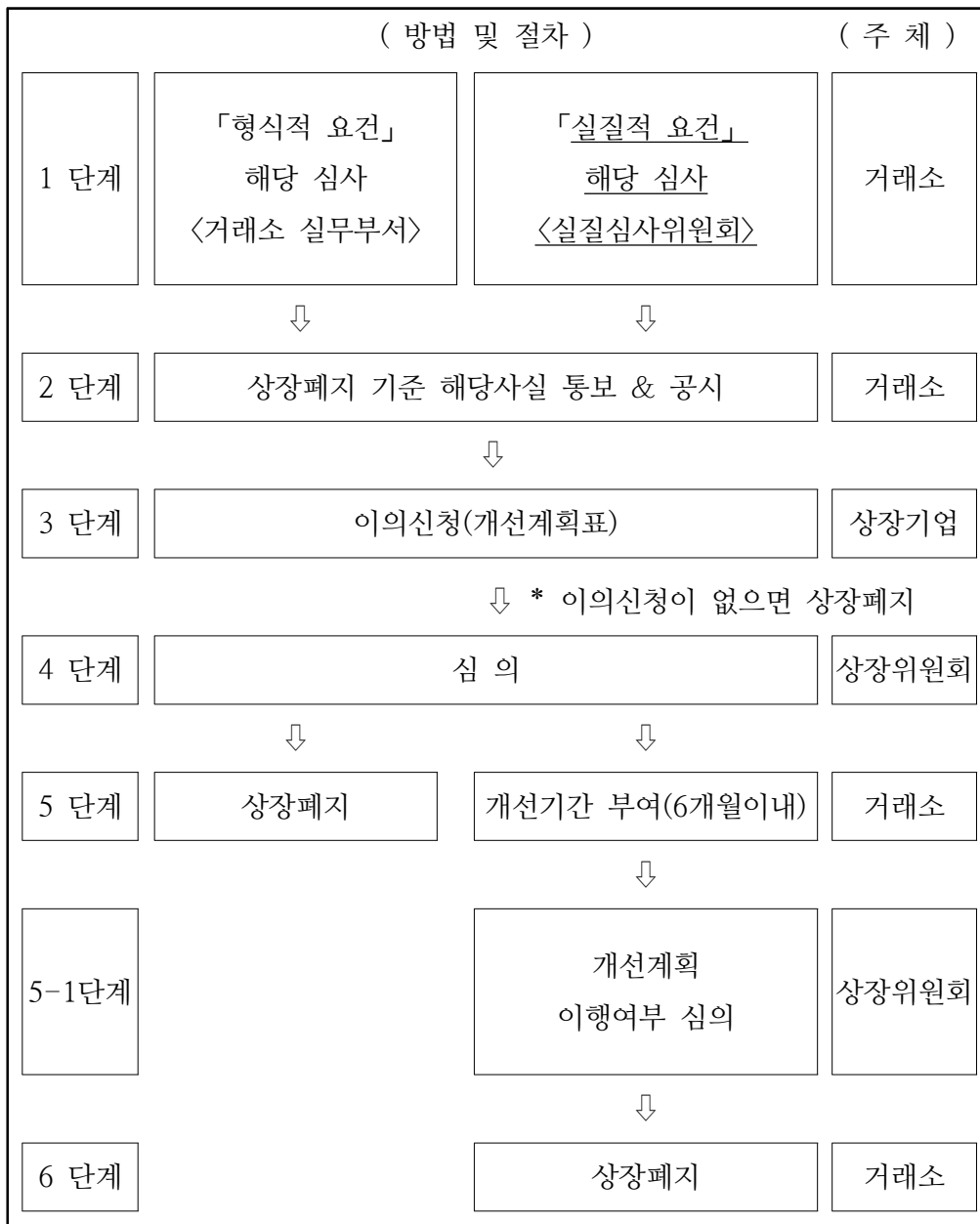
2. 상장폐지 실질심사제도 도입 배경⁶⁾

상장폐지 실질심사제도 도입 배경을 살펴보면, 해외 거래소들은 국제자본 시장 간 경쟁에서 우위를 확보하기 위하여 시장 친화적 상장·퇴출환경을 조성하기 위하여 노력하고 있는 실정이다. 이에 금융감독위원회(현 금융위원회) 및 한국거래소는 글로벌 기준에 맞추어 상장제도 개선을 위하여 금융위원회는 상장폐지 실질심사제도의 시행을 골자로 하는 ‘상장·퇴출제도 개선방안’을 2007년 11월 15일 발표하였다. 이후 한국거래소에서는 ‘상장·퇴출제도 선진화 방안’을 통해 상장폐지 실질심사 강화 등 퇴출제도 관련 규정에 대한 개정안을 마련하였고, 2008년 9월 12일 관련 규정 개정안이 금융위원회의 승인을 얻어 2009년 2월 4일부터 시행하는 것이 확정되었다. 세계적 수준의 상장·퇴

6) 보도자료(2008), “상장·퇴출제도 선진화를 위한 「상장규정」 개정”

출제도 마련을 통하여 국내·외 우량기업의 상장을 촉진하고 부실기업에 대한 시장관리를 강화하여 퇴출요건의 실효성을 제고함으로써 부실기업을 조기퇴출하여 국제경쟁에서 우위를 확보하기 위하여 개선안을 마련한 것이다. 상장폐지제도와 관련하여 주요 개정내용으로 첫째, 상장폐지 실질심사제도 강화, 둘째, 상장폐지 실질심사위원회 구성, 셋째, 시가총액에 의한 퇴출기준 강화, 넷째, 장기 영업손실 기업에 대한 퇴출요건 신설(코스닥), 다섯째, 불성실공시 기업에 대한 상장폐지 기준 강화(코스닥)이다. 특히 상장폐지 실질심사제도 강화는 상장폐지제도가 기업실질에 기초하지 못하고 주로 형식적, 계량적 요건을 중심으로 이루어지고 있어 회생 가능한 기업이 형식적 요건에 해당되어 퇴출되는 반면 일부 부실기업의 경우 변칙증자 등 편법적인 방법을 통하여 상장폐지를 회피하는 등 시장건전성 제고에 걸림돌로 작용하는 문제점을 개선하기 위하여 도입되었다. 또한 상장폐지 실질심사제도의 실효성 있는 운영을 위하여 거래소 담당임원, 변호사, 회계사, 학계, 상장협의회 임원 등 관련 분야 전문가로 구성된 독립적 기구인 상장폐지 실질심사위원회를 설치하여 상장적격성 여부를 평가하게 된다. <그림 2-1>는 상장폐지 절차를 요약한 것이다. 상장폐지 실질심사제도의 도입 취지는 기업경영의 계속성, 투명성, 투자자 보호에 중대한 영향을 미치는 사실이 발생하면, 구체적인 내용, 영향 등을 종합적으로 고려하여 기업의 상장적격성을 심사하고 필요한 경우 개선기간을 부여하여 기업의 회생을 지원하기 위함이다. 따라서 한국거래소는 형식적 요건 중 감사의견 등 상장폐지 사유 해당 기업 및 영업활동의 정지, 공시의무위반, 회생절차 신청기각 등, 횡령·배임사실 확인, 회계처리기준 위반행위 등으로 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되어 상장폐지가 결정된 기업에 대하여 상장폐지에 대한 이의신청 기회를 부여하고 있으며, 이의신청이 있는 경우 상장위원회의 심의를 거쳐 해당 기업의 회생가능성 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지 또는 개선기간 부여여부 등을 결정하고 있다.

〈그림 2-1〉 상장폐지 절차



주1) 형식적 기준 중 정기보고서 미제출, 부도·은행거래 정지, 자본잠식, 매출액 미달, 거래량 미달 등 객관적으로 폐지사유 확인이 가능하여 별도의 판단이 필요 없는 경우에는 이의 신청 절차 없이 상장폐지한다.

〈출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지〉

형식적 요건에 경우 감사보고서를 기준으로 계량적으로 평가하기 때문에 주간적인 판단이 배제되어 객관성을 확보할 수 있으나 기업의 실질에 기초한 평가에서 객관성 및 공정성이 확보되지 않는다면 한국거래소와 상장기업 간에 분쟁이 지속적으로 제기될 것이다. 한국거래소에서는 상장폐지 실질심사제도의 객관성 및 공정성을 제고하기 위기 위하여 실질심사의 기준 및 방법 등에 대한 지침도 마련해 두고 있다.

상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준은 동 제도의 시행 시기를 기준으로 정리한 것이다. <표 2-4>는 유가증권상장시장에서의 선정기준이며, <표 2-5>은 코스닥상장시장에서의 상장폐지 실질심사 대상 선정 기준이다. 거래소에서는 지속적으로 제도를 개선해 왔으며, 현재 유가증권상장시장에서의 선정기준에 허위기재 등을 포함하여 대상기업을 선정하고 있다. 대상기업 선정과 관련하여 영업활동정지, 임의적/일시적 매출 등에 따른 실질심사대상법인 선정지표를 구체적으로 명시하는 등의 개정이 이루어져 왔다.

주된 영업의 정지⁷⁾, 불성실공시, 회생절차 개시신청 및 허위기재 등의 사실이 발생하는 경우 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정된다. 또한 상장폐지 회피를 위한 유상증자 등 편법 재무구조개선행위, 상당한 규모의 재무적 손실을 초래하는 횡령·배임, 분식회계, 기타 공익과 투자자보호를 위하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우 해당 기업에 대하여 상장폐지 여부를 심사하고 있다. 상장폐지 실질심사기준 중 개별적 요건과 종합적 요건은 다음의 <표 2-6>과 같다. 개별적 요건은 주된 영업의 정지, 공시의무위반, 회생절차 개시결정 및 허위기재 등은 해당 사실의 구체적인 사실관계 및 기업에 미치는 영향, 기업의 회생가능성 등을 심사하여 상장폐지 여부를 판단하고 있다. 또한 종합적 요건과 관련하여 해당 사실의 발생이 직접적으로 상장폐지 사유가 되는 것은 아니며, 해당 사실이 발생한 기업에 대하여 기업경영의 계속성, 경영투명성, 투자자보호 및 상장폐지 요건 회피 등 시장의 건전성 측면에서 상장적격성을 종합적으로 판단하여 상장폐지 여부를 결정하고 있다⁸⁾.

7) 실질심사대상 선정기준과 관련하여 코스닥시장 상장규정중 주된 영업정지 사유는 2009년 12월 2일 개정으로 종합적 실질심사 사유로 이관되었다.

8) 영업/재무의 안정성이 인정되는 우량기업에 대하여서는 실질심사항목 중 기업경영의 계속성에 대해서는 약식으로 심사하고 경영의 투명성을 중심으로 심사하는 근거를 마련하는 등 동 제도 시행에서 발생하는 문제점을 개선하고 있다.

〈표 2-4〉 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준(유가증권시장규정)

구 분	기준
주된 영업의 정지	• 영업활동의 전부정지 또는 기업의 계속성에 영향을 미칠 수 있는 조업 전부 중단한 때(면허의 취소·반납 등 포함) • 영업활동의 일부정지, 회사분할 또는 영업 양도 등을 한 법인이 기준일이 속한 날의 다음 분기의 정기보고서상 당해 분기매출액이 12억5천만원 미만인 때 • 노사분규, 재해 등으로 6월 이상 계속하여 조업이 전면 중단된 경우(정기심사)
불성실공시 관련	• 공시의무위반 사유에 의한 관리종목지정 법인이 동 지정일로부터 1년 이내에 기업경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대한 공시의무를 위반하여 당해 누계별점이 15점 이상 추가되는 때
회생절차 개시결정	• 회생절차 개시신청으로 관리종목 지정된 후, • 법원의 회생절차개시신청 기각, 개시결정 취소, 회생계획 불인가 또는 회생절차폐지의 결정 등이 있을 때 • 회생절차개시결정 후 심사기준일이 도래한 때
상장폐지요건 회피	• 유상증자를 실시한 법인 중 당해 유상증자가 없을 경우 자본전액잠식에 해당하는 경우 • 증자대금의 가장납입, 직간접 또는 우회적인 방법으로 증자대금이 납입자에게 환입되는 등 납입자금이 회사경영을 위해 정상적으로 사용되지 않은 사실이 확인된 때
횡령/배임 사실 확인	• 임/직원의 횡령 또는 배임금액을 최근 사업보고서 또는 반기보고서상 재무제표에 반영할 경우 자본전액잠식상태가 되는 경우
분식회계 관련	• 회계처리기준 위반행위 등이 확인된 법인으로서 분식회계 내용을 최근 사업보고서 또는 반기보고서상 재무제표에 반영할 경우 자본전액잠식상태가 되는 경우
기타	• 기타 공익과 투자자 보호를 위해 상장폐지 실질심사가 필요하다고 인정되는 경우

〈출처 : 유가증권시장 상장폐지 실질심사지침 2009.2.3. 지침 제135호〉

〈표 2-5〉 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준(코스닥시장규정)

구 분	기준
주된 영업의 정지	• 주된 영업의 생산 및 판매활동이 중단되는 경우 등 • 주된 영업과 관련한 면허의 취소 또는 반납 • 주된 영업의 양도 또는 주된 영업이 분할 또는 분할합병으로 설립된 법인에게 이전되는 경우 등
불성실공시 관련	• 관리종목으로 지정된 후 최근 2년간 15점 이상 추가 • 관리종목지정 해제 후 3년 이내에 관리종목으로 재지정된 경우로서 상습성이 인정된 경우 등
회생절차 개시결정	• 회생절차 개시신청으로 관리종목 지정된 후, • 법원의 회생절차개시신청 기각, 개시결정 취소, 회생계획 불인가 또는 회생절차폐지의 결정 등이 있을 때 • 회생절차개시결정 후 심사기준일이 도래한 때
허위기재등	• 상장과 관련한 신청서 및 첨부서류의 내용 중 중요한 사항의 허위기재 또는 누락내용이 투자자보호를 위하여 중요하다고 판단되는 경우
상장폐지요건 회피	• 가장납입, 현물출자의 과대평가로 인한 경영성과 및 재무상태와 관련하여 상장폐지 요건을 해소한 경우 • 임의적/일시적 매출을 통해 매출액관련 상장폐지 요건을 해소한 경우 등 • 결산일 이후 유상증자 등으로 재감사보고서 제출을 통한 상장폐지 요건 해소의 경우 중 증자자금이 재무구조 개선에 사용되지 않은 사실이 확인된 경우
횡령/배임 사실 확인	• 전/현직 임원의 횡령/배임사실이 확인된 경우 • 자기자본 5%이상 규모의 횡령/배임사실 확인시
분식회계 관련	• 분식내용을 정정할 경우 상장폐지 기준에 해당될 때 • 분식회계로 인한 금융위원회/증권위가 유가증권 발행 제한, 검찰 고발 및 과징금 부과 조치를 받은 경우

〈출처 : 보도자료 “코스닥시장 건전성 강화를 위한 퇴출실질심사등 주요제도 시행” 2009. 2.

4 및 코스닥시장 상장규정〉

1. 개별적 요건

〈표 2-6〉 상장폐지 실질심사 기준표

심사항목	주요 심사기준
주된 영업의 정지	• 영업활동정지의 구체적 사유, 주된 영업활동의 범위 • 영업현황, 매출·손익구조의 개편, 시설투자, 영업활동정지 사유해소를 위한 장단기 계획 등 • 사업자의 영업활동 재개의사의 유무, 사업장의 유지·관리 상태, 기타 구체적인 사실에 대한 소명
공시의무위반 (불성실공시)	• 위반한 공시내용이 시장 및 투자자에게 미치는 영향 • 기업경영에 미치는 영향의 중요성 • 해당법인의 고의, 중과실 여부 • 당해 기업의 상습적 공시의무 위반 여부
회생절차	• 변제계획 등 회생계획의 충실한 이행여부 • 회생계획상 사업계획에 따른 영업실적 및 법원의 회생계획 결정 등 종합적 고려
허위 기재 등	• 허위신고 내용이 상장·상장폐지 심사에 미치는 중요성 • 허위신고 내용이 투자판단에 미치는 영향 • 당해 기업의 고의, 중과실 여부 등

〈출처 : 유가증권상장규정 및 코스닥시장규정 상장폐지 실질심사지침 별표2〉

2. 종합적 요건

(1) 영업, 재무상황 등 기업경영의 지속성

〈표 2-6〉 상장폐지 실질심사 기준표(계속)

심사기준	세부심사항목
가. 영업의 지속성	
매출의 지속 가능성	• 영업활동의 지속적 악화로 인한 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	• 최근 3년간 영업활동의 현저한 악화로 발생한 손실규모 및 향후 손실 지속여부 • 영업권상각, 자산감액손실 등 영업외손실이 당기순손실에 차지하는 크기 및 추가 감액 여부 • 중단사업으로 인한 계속사업손실의 축소나 비정상적 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·운영자금등 기업경영을 위해 자금이 사용되었는지 여부
경영진의 불법행위에 의한 재무상태 악화여부	• 횡령·배임 등이 재무상태에 미치는 영향 • 횡령·배임 등의 발생금액에 대한 구상권 행사 및 회수 가능성 • 분식회계가 최근 사업연도의 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

〈출처 : 유가증권시장규정 및 코스닥시장규정 상장폐지 실질심사지침 별표2〉

(2) 지배구조, 내부통제제도, 공시체제 등 경영투명성

〈표 2-6〉 상장폐지 실질심사 기준표(계속)

심사기준	세부심사항목
가. 지배구조의 중대한 훼손 여부	
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 검토	
내부통제제도의 중대한 훼손 여부 검토	- 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. 공시체제의 중대한 훼손 여부	
회계처리 불투명성	- 분식회계의 발생연도, 지속성, 규모 및 현재 재무상태에 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 관련여부 - 제3자 배정증자 등 자금조달 관련여부 - 공시위반 내용이 타법인출자 등 자금유출 활동을 통한 추가적 횡령발생 가능성 여부

〈출처 : 유가증권상장규정 및 코스닥시장규정 상장폐지 실질심사지침 별표2〉

(3) 기 타

〈표 2-6〉 상장폐지 실질심사 기준표(계속)

심사기준	세부심사항목
가. 투자자 보호 및 증권시장 건전한 발전 저해	기업경영의 계속성 및 경영투명성에 준하는 사유로서 투자자 보호 및 증권시장의 건전한 발 전 저해로 상장적격성 인정 곤란한 경우

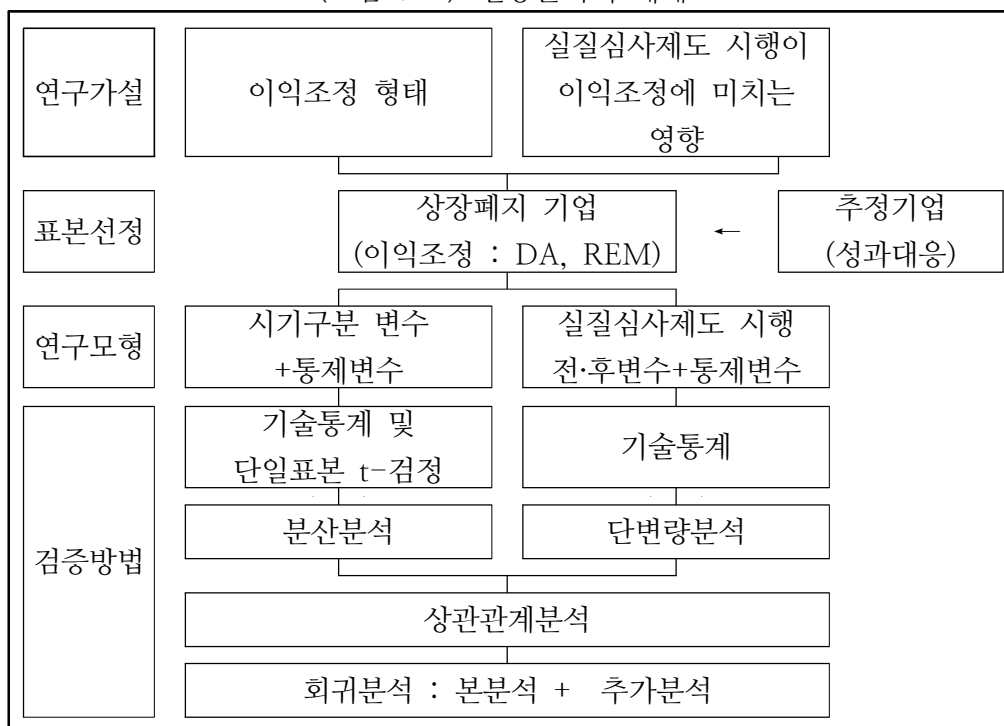
〈출처 : 유가증권상장규정 및 코스닥시장규정 상장폐지 실질심사지침 별표2〉

제 3 장 실증연구의 설계

주식시장에 상장되어 있는 기업의 경영자는 상장폐지로 인한 손실을 방지하고자 이익을 조정하여 상장을 유지하고자 하는 동기가 있다. 경영난을 겪고 있는 부실기업이 어떠한 수단을 이용하여 이익을 조정하는지를 검증하고자 한다. 또한 상장폐지 실질심사제도의 시행이 이익조정에 어떠한 영향을 미쳤는지 검증하고자 한다.

이를 위하여 Jones(1991)가 개발한 재량적 발생액의 추정 모형과 Roychowdhury(2006)가 개발한 실제 활동 이익조정 추정 모형을 이용하여 추정된 측정치에 Kothari et al.(2005)이 제안한 방법에 따라 성과를 대응(performance matched)하여 이익조정의 대응치로 사용하였다. 실증분석 방법은 거래소에서 상장이 폐지된 기업을 추출하고, 이익조정에 영향을 미치는 통제변수를 모형에 포함하고 회귀분석을 실시하였다. <그림 3-1>은 실증분석의 체계도로 실증분석 과정 및 방법을 도식화한 것이다.

〈그림 3-1〉 실증분석의 체계도



제 1 절 연구가설의 설정

경영자의 이익조정 동기는 기업이 처한 상황에 따라 다양하게 나타나고 있다. 자본시장과 관련하여 신규상장기업은 기업 가치를 극대화하기 위하여 신규상장시점에 상향의 이익조정 유인을 가지게 된다(Teoh et al., 1994; 최관·김문철 1997; 최종서 등, 2010). 또한 상장 이후에 유상증자를 통하여 필요자금을 조달하는 경우 유리한 조건으로 유상증가를 하기 위하여 이익을 상향조정 한다는 연구결과도 보고하고 있다(Rangan, 1998; 최관·백원선, 1999; 강선아·전성빈, 2010). 또한 기업인수와 합병과 관련하여 합병기업과 피합병기업 간에도 상이한 이익조정 행위를 보이고 있다(Erickson and Wang, 1999; 정재욱·배길수, 2005).

경영자는 기업 가치를 극대화하기 위하여 법인세를 최소화하거나 정부규제대상에서 회피하기 위하여 이익을 조정하는 동기를 가지기도 한다(백원선·최관, 1999; Guenther, 1994; Guenther et al., 1997; Calegari, 2000; 오광욱·정석우, 2010; 박종일·김경호, 2002; Jones, 1991; 고대영·김문태, 2007). 이러한 맥락에서 이익조정을 통하여 적자회피, 이익감소회피, 이익유연화 등도 자본시장에 기업의 미래 이익에 대한 불확실성을 낮추고 보다 안정적인 기업이미지를 제공함으로써 기업 가치를 극대화하기 위한 전략으로 해석할 수 있다. 그러나 이러한 이익조정 행위로 회계 투명성은 저하되고 경영자와 투자자(이해관계자)사이에 정보비대칭을 증가시키는 요인으로 작용하기도 한다. 이에 정부 및 규제당국에서는 회계 투명성을 제고하고 정보비대칭을 감소시키기 위하여 지속적으로 회계제도 및 공시수준을 개선·강화하고 있는 실정이다. 하지만 강화된 제도로 인하여 발생액 이익조정은 감소하는 반면 실제 활동 이익조정은 오히려 증가하는 연구결과도 보고하고 있다(Zang, 2007; Cohen et al., 2008; 권혜진, 2009).

상장기업은 비상장기업에 비해 유상증자 등 다양한 방법을 통하여 필요자금을 비교적 쉽게 조달할 수 있을 뿐만 아니라 기업인지도 제고, 각종 법률상의 혜택 등의 측면에서도 상당한 이점을 누릴 수 있다. 따라서 상장기업들은 가능한 지속적으로 상장을 유지하고자 한다. 선행연구에 의하면 재무적으로

곤경에 처한 부실기업의 경우 자본시장에서 관리종목지정 및 상장폐지를 회피하기 위하여 발생액 이익조정을 이용하여 상향의 이익조정을 지속해 오다가, 상장폐지 직전년도에 오히려 하향의 이익조정을 한다는 연구결과를 보고하고 있다(DeAngelo et al., 1994; 최관·정병욱, 1998; 김정호·박종일, 1999; 나종길·최정호, 2000; 김문태·이지현, 2012).

선행연구를 종합하면 경영난을 겪고 있는 부실기업의 경영자는 부도를 지연하거나 상장폐지로 인한 손실을 방지하고자 이익을 조정하여 상장폐지를 모면하고자 하는 유인이 존재한다. 그러나 규제당국은 이러한 부실기업이 편법적인 방법을 동원하여 상장을 유지하는 경우 선량한 투자자의 피해를 방지하기 위하여 부실기업에 감시를 강화할 것이다. 정부의 규제가 강화되는 시기를 전·후로 하여 발생액을 이용한 이익조정은 감소하는 반면, 실제 활동을 이용한 이익조정은 오히려 증가하는 연구결과를 보이고 있다(Zang, 2007; Cohen et al., 2008; 권혜진, 2009). 따라서 상장폐지가 가까워질수록 적발 또는 제재당할 위험이 높은 발생액 이익조정수준은 감소할 것으로 예상된다. 이에 경영자는 상장폐지를 모면하기 위하여 대체적인 수단과 방법을 활용할 가능성이 존재한다. 실제 활동을 이용한 이익조정의 경우 경영활동과 관련된 의사결정을 인위적으로 왜곡하여 이익을 조정하는 방법으로 상대적으로 재량적 발생액을 이용한 이익조정보다 안정적인 수단으로 인식될 것이다. 부도 발생 및 상장폐지를 모면하기 위하여 실제 활동을 이용한 이익조정을 적극적으로 활용한다면 부실화가 진행될수록 이익조정수준은 증가할 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 1-1 : 상장폐지에 가까워질수록 재량적 발생액 이익조정수준은 감소할 것이다.

연구가설 1-2 : 상장폐지에 가까워질수록 실제 활동 이익조정수준은 증가할 것이다.

상장폐지 실질심사제도의 시행으로 부실·불공정행위 기업에 대한 퇴출요건의 강화는 기업의 회계처리 관행뿐만 아니라 경영활동에 중대한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 과거 형식적 상장폐지 요건을 회피하기 위하여 편법적인 자구행위나 분식회계 등 불법행위를 통하여 상장폐지를 모면할 수 있었다. 그러나 실질심사제도의 시행으로 상장폐지 요건을 회피하기 위하여 가장납입, 유상증자, 임의적·일시적 매출 증대, 분식회계 등을 통하여 형식적 요건을 모면한 사실이 확인되는 경우 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되어 곧 바로 상장폐지로 이어질 위험을 부담하게 된다. 또한 상장폐지 실질심사제도의 시행은 외부감사인이 부담해야 할 감사위험도 증가할 것으로 예상된다. 상장폐지 되는 한계기업에 대하여 적정의견으로 감사의견을 표명한 기업이 상장폐지 실질심사에 의하여 상장폐지가 결정되는 경우, 외부감사인의 평판 및 명성에도 부정적인 영향을 미칠 것이며, 주주 등 이해관계자들로부터 소송이 제기되어 부실감사에 대한 책임이 부과될 위험이 증가할 것이다. 따라서 외부감사를 수행하는 회계법인 입장에서도 부실기업에 대하여 보다 보수적이고 엄격한 감사절차를 수행할 필요성이 증가할 것이다. 따라서 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 상장폐지된 기업은 동 제도 시행 이전에 상장폐지된 기업보다 보수적인 회계처리를 할 것으로 예상된다. 또한 일시적 밀어내기식 매출 증대나 신용 정책 완화의 경우 미래의 대손 증가로 이어질 가능성이 높고 예상 판매량 이상의 과대생산으로 매출원가를 감소시키는 경우 재고 보유 비용이 증가하고 재고가 진부화 될 가능성이 높으며 재고자산 평가손실 등으로 이어질 수 있다. 이와 같은 실제 활동을 이용하여 이익을 조정하는 경우 형식적 요건의 해당여부는 회피할 수 있으나 질적인 기준까지 함께 고려하는 경우 실질심사에 의하여 상장이 폐지될 가능성이 증가하게 되었다. 손성규·오명전(2009)은 관리종목으로 지정받았다는 관리종목 지정 사실 자체가 시장에 부정적인 정보로 작용하여 상장폐지를 유발하는 결과가 초래될 수도 있음을 역설하였다. 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되는 경우 투자자 보호를 목적으로 매매거래가 정지됨을 고려한다면 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되는 것은 시장에 부정적인 신호를 제공할 것이다.⁹⁾ 이를 종합하면 상장폐

9) 한국거래소는 2013년 2월 22일 상장폐지 실질심사제도의 용어에 '폐지'가 포함되어 사유 발생시 상장폐지 되는 것으로 오해의 소지가 있기 때문에 명칭을 상장적격성 실질심사로 변

지를 모면하기 위하여 재량적 발생액을 이용한 이익조정 뿐만 아니라 편법적인 활동 또한 적극적으로 활용할 수 없을 것으로 예상된다. 이를 실증적으로 검증하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 2-1 : 상장폐지 실질심사제도의 시행 이후 상장폐지된 기업은 시행 이전 상장폐지된 기업보다 $t-3$, $t-2$, $t-1$ 기 재량적 발생액 이익조정수준이 낮을 것이다.

연구가설 2-2 : 상장폐지 실질심사제도의 시행 이후 상장폐지된 기업은 시행 이전 상장폐지된 기업보다 $t-3$, $t-2$, $t-1$ 기 실제 활동 이익조정수준이 낮을 것이다.

상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향을 분석한 박홍조·지현미(2010)의 연구에서는 상장폐지 실질심사제도와 비교적 관련성이 낮은 상장기업 전체를 표본으로 선정하고 동 제도 시행 전·후의 효과를 검증하여 동 제도 시행의 효과 검증에 한계가 있었다고 판단된다. 또한 김문태·이지현(2012)의 연구에서는 실질심사에 의하여 상장이 폐지된 기업을 표본으로 선정하고 이익조정의 형태를 연구하였으나 이들의 연구결과는 부실기업이 보이는 이익조정 형태와 크게 다르지 않게 나타나 부실기업의 특성에 기인한 것인지 동 제도의 효과인지 불분명하다. 실제 활동을 이용한 이익조정 측정치를 포함하여 분석한 손성규·염지인(2012)의 연구 역시 동 제도의 시행 이후에 부실기업을 표본으로 선정하고 분석하여 부실기업에서 나타나는 이익조정 형태인지 아니면 동 제도의 시행의 효과인지에 대한 확정적인 결론을 내리기에 한계가 있다고 판단된다. 본 연구에서는 연구가설 1을 통하여 부실기업의 이익조정 형태를 검증하여 부실기업의 이익조정 형태에 대한 이해를 제고하고, 연구가설 2를 통하여 상장폐지 실질심사제도 시행의 효과를 이전과 이후에 상장폐지된 기업을 대상으로 분석하여 동 제도의 시행효과를 명확하게 규명하고자 한다.

정하였다.

제 2 절 표본의 선정

분석대상기간은 2000년부터 2011년까지 기업-연도이며 재무데이터는 유가증권상장기업과 코스닥상장기업을 대상으로 하였다. 분석에 사용된 기업의 재무자료와 추가자료는 FN-GUIDE를 통해 수집하였다.

먼저 2003년부터 2012년까지 상장이 폐지된 535기업 중 다음의 절차를 적용하여 조건을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업 및 보험업에 속하지 않는 기업
- (2) 결산일이 변경되었거나 결산일이 12월 31일이 아닌 기업
- (3) 재무자료가 부족 하지 않은 기업
- (4) t-3년까지 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- (5) 피흡수합병 및 자진하여 상장폐지를 신청한 않은 기업¹⁰⁾

위에서 열거한 조건을 충족시키는 기업 및 관찰수는 293기업, 897기업-연도이다. 또 이상치가 회귀 분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여 분석 모형에 포함된 독립변수와 종속변수에서 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 Winsorization 방식으로 제거하였다. <표 4-1>의 PANEL A는 본 연구의 표본 선정과정을 요약·정리한 것이다.

<표 3-1>의 PANEL B는 추정표본의 선정과정을 요약·정리한 것이다. 추정표본은 본 연구대상 표본으로 추출된 기업을 제외하고 (1), (2), (3)의 조건을 충족하는 기업을 추정표본으로 선정하고 마지막으로 자본잠식이 있었던 기업은 추정표본에서 제거하였다. 상장폐지 시점이 서로 다르고 회귀계수의 추정에서 서로 다른 표본의 영향을 통제하기 위하여 2000년 이전 상장되어 2000년부터 2011년까지 분석대상기간 동안 재무자료를 입수할 수 있는 기업을 추정기업표본으로 선정하였다. 특히 조건 (3)에서 K-IFRS을 자발적으로 조기도입한 기업을 제거한 이유는 조기도입한 기업의 경우 횡단면적 추정에서 GAAP 차이에서 발생하는 측정오차문제를 최소화하기 위하여 추정표본기업에서 제거 하였다. 최종적으로 추정표본으로 선정된 기업 및 관찰수는 546

10) 상장폐지는 기업의 신청에 의하여 상장폐지 되는 경우와 한국거래소가 일정 기준을 충족하지 못한 기업에 대하여 강제적으로 상장을 폐지하는 경우로 구분된다. 피흡수합병 및 자진 상장폐지 기업들은 강제적 상장폐지 기준과 관련성이 낮기 때문에 표본에서 제거하였다.

기업, 6,552기업-연도이다¹¹⁾.

〈표 3-1〉 표본선정현황

구분	코스피	코스닥	전체
	기업	기업	기업
PANEL A : 상장폐지 기업의 표본선정과정			
전체표본	157	378	535
금융업 및 보험업제외	36	25	61
결산일 변경 및 12월 결산법인이 아닌 기업	25	29	54
재무자료가 부족한 기업	20	52	72
t-3년까지 재무자료를 입수할 수 없는 기업	1	9	10
파흡수합병 및 자진 상장폐지 신청 기업	21	24	45
최종표본	54	239	293
PANEL B : 이익조정 추정에 사용된 기업의 표본선정과정			
전체표본	727	1,002	1,729
금융업 및 보험업제외	52	21	73
결산일 변경 및 12월 결산법인이 아닌 기업	76	73	149
결측값 및 K-IFRS조기도입기업	241	667	908
자본잠식기업이 있었던 기업	40	13	53
최종표본	318	228	546

본 연구에서 이익조정(DA와 REM) 추정방법은 산업-연도별 횡단면적 접근 방법(cross-sectional approach)으로 추정하였다. 산업분류는 표준산업분류(SITC) 중분류 기준을 이용하였으며, 관찰치의 수가 10개 이상이 되도록 유사한 산업을 묶어 〈표 3-3〉과 같이 유가증권시장 및 코스닥시장 각각 9개의 산업군으로 재분류하여 사용하였다.

상장폐지 실질심사제도가 2009년 2월부터 시행됨에 따라 상장폐지심사에 있어 기존의 형식적인 양적 기준 뿐만 아니라 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지 여부를 심사 결정하고 있다. 〈표 3-2〉는 유가증권시장과 코스닥

11) 김병태 등(2012)은 K-IFRS 조기도입 기업을 대상으로 K-IFRS 조기 도입이 이익조정에 미치는 영향을 재량적 발생액과 실제 활동 이익조정 중심으로 분석하였다. 분석결과 K-IFRS 조기도입 기업의 도입 전·후와 조기도입기업과 미도입기업 간의 재량적 발생액과 실제 활동 이익조정 측정치에서 유의적인 차이를 발견하지 못하였다. 본 연구의 연구대상표본 중 K-IFRS 조기도입하고 상장폐지 2기업(코스닥 시장)이 포함되어 있었으나 자진하여 상장폐지를 신청한 것으로 나타났다.

시장의 상장폐지 실질심사제도가 시행 이전과 이후의 상장폐지 기업수를 표본을 중심으로 정리한 것이다. 동 제도 시행 이전이 2003년부터 2008년으로 6회계기간인 점을 고려했을 때 유가증권시장과 코스닥시장 모두 실질심사제도 시행 이후에 상장폐지 기업수가 실제로 증가한 것으로 보인다¹²⁾. 상장폐지에 대한 세부적인 현황을 분석해보면 <표 3-4>와 같다. <표 3-4>에서 실질심사위원회 심의결과 상장폐지가 결정되고 상장폐지 기업은 56기업이다¹³⁾. 과거에는 매출액미달 이나 자본잠식 등 형식적 요건을 회피하기 위하여 분식회계 또는 가장 납입 등 비정상적 방법을 동원하여 상장폐지를 회피할 수 있었으나 상장폐지 실질심사 이후에는 양적기준과 더불어 질적기준이 강화되면서 과거에 비해 더욱 엄격한 심사로 동 제도 시행 이후에 상장폐지 기업이 증가한 것으로 보인다. 특히 표본의 수집과정에서 상장폐지 실질심사 절차 도중에 형식적 요건에 해당되어 상장폐지된 기업도 다수 확인할 수 있었는데 과거와 다르게 형식적 상장폐지 요건을 회피하기 어려워졌기 때문으로 해석된다. 자본잠식이나 감사인 의견 미달로 상장폐지된 기업도 증가한 것으로 미루어 보아 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 외부감사인의 감사위험이 증가했기 때문으로 외부감사인은 이전 보다 더욱 보수적이고 엄격한 감사절차를 수행했기 때문으로 보인다.

12) 상장폐지된 535기업의 상장폐지 실질심사제도 시행 이전과 이후의 빈도도 표본의 분포와 유사했다.

13) 실질심사위원회의 심의결과 상장유지 또는 심의과정중 형식적 요건에 해당하여 상장폐지된 기업은 해당사유로 분류하였다. 또한 본 연구대상 표본에서 유가증권시장에서는 실질심사에 의하여 상장폐지된 1기업이 포함되어 있다.

〈표 3-2〉 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후의 산업별 분포

IND	분류명	상장폐지 기업					
		코스피			코스닥		
		이전	이후	합 계	이전	이후	합 계
제조업	기계장비	0	2	2	3	17	20
	식료품 음료	2	1	3	0	1	1
	금속제조업	2	2	4	2	7	9
	전기/전자제조업	9	5	14	35	46	81
	의료/화학제조업	2	1	3	4	10	14
	기타제조업	4	1	5	7	9	16
비제조업	건설업	3	6	9	0	2	2
	유통업	5	3	8	3	19	22
	서비스업 및 기타	2	4	6	24	50	74
총계		29	25	54	78	161	239

〈표 3-3〉 상장폐지 기업 및 추정기업의 산업별 분포

IND	분류명	상장폐지 기업			추정기업		
		이전	이후	합 계	코스피	코스닥	합 계
제조업	기계장비	3	19	22	42	27	69
	식료품 음료	2	2	4	20	13	33
	금속제조업	4	9	13	29	25	54
	전기/전자제조업	44	51	95	33	46	79
	의료/화학제조업	6	11	17	58	30	88
	기타제조업	11	10	21	62	20	82
비제조업	건설업	3	8	11	22	13	35
	유통업	8	22	30	22	20	42
	서비스업 및 기타	26	54	80	30	34	64
총계		107	186	293	318	228	546

〈표 3-4〉 상장폐지 사유별 표본의 분포

구 분	시행 이전	비율	시행 이후	비율	전체	비율
· 자본잠식	25	23.36%	36	19.35%	61	20.82%
· 감사인 의견 미달	48	44.87%	74	39.78%	122	41.65%
· 최종부도발생	14	13.08%	12	6.45%	26	8.87%
· 해산 사유 발생	1	0.93%	0	0.00%	1	0.34%
· 주식분산 미달	4	3.74%	0	0.00%	4	1.37%
· 추가/시가총액미달	9	8.41%	2	1.08%	11	3.75%
· 상장폐지 실질심사	-	-	56	30.11%	56	19.11%
- 상장폐지 요건의 회피	-	-	15	8.06%	15	5.12%
- 횡령배임 사실 확인	-	-	23	12.37%	23	7.84%
- 회계처리위반	-	-	7	3.76%	7	2.39%
- 주된 영업의 정지	-	-	5	2.69%	5	1.71%
- 기타	-	-	6	3.23%	6	2.05%
· 거래량 미달	2	1.87%	0	0.00%	2	0.68%
· 공시의무 위반	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
· 정기보고서 미제출	2	1.87%	5	2.69%	7	2.39%
· 매출액 미달	2	1.87%	1	0.54%	3	1.02%
합 계	107	100.00%	186	100.00%	293	100.00%

〈출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지의 상장폐지현황 자료 및 공시자료〉

제 3 절 연구모형

1. 이익조정 측정치

경영자의 이익조정의 대용치로 대표적으로 재량적 발생액 이익조정과 실제 활동 이익조정으로 구분된다.

이익조정의 대상은 순이익이며 순이익은 수익에서 비용을 차감한 금액이다. 기업의 수익과 비용은 매우 많은 항목들로 구성되어 있기 때문에 이익이 조정된 경우에 어떠한 항목을 어느 정도 조정하였는지 알기 어렵다. 대다수의 선행연구들은 수익과 비용의 개별항목보다는 순이익을 구성하는 모든 항목을 동시에 고려하여 이익조정을 추정하고 이를 이익조정의 대용치로 사용하고 있다. 순이익(net income)은 현행 회계원칙에 의하면 영업활동으로 인한 현금흐름(cash flow from operation)에 발생액을 더한 금액으로 정의된다. 순이익은 발생기준 회계원칙으로 산출된 기업의 경영성과이고, 영업활동으로 인한 현금흐름은 현금기준 회계원칙으로 산출된 경영성과로 볼 수 있다. 이익조정을 연구하는 대부분의 선행연구들은 영업활동으로 인한 현금흐름은 경영자가 재량으로 조정하기 어려운 것으로 가정하고 있다. 따라서 경영자의 이익조정 행위 여부를 판단하기 위하여 발생액이 주요 연구대상이 되어 왔다. 발생액은 순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 금액으로 계산되며, 여기서 다시 총 발생액을 경영자가 재량적으로 조정하기 어려운 발생액과 회계변경 등을 통하여 경영자의 재량으로 조정할 수 있는 재량적 발생액으로 구분한다. 재량적 발생액의 추정 모형의 대표적인 예로는 Jones(1991)가 개발한 재량적 발생액의 추정 모형을 들 수 있다. Jones(1991)는 매출액의 변화와 유형자산을 이용하여 비재량적 발생액(nondiscretionary accruals)을 추정하고 발생액에서 비재량적 발생액을 차감하여 재량적 발생액(discretionary accruals)을 계산하였다. 이렇게 추정된 재량적 발생액을 경영자가 이익조정을 목적으로 의도적으로 개입하였다고 보는 견해이다.

발생액의 조정에 초점을 두었던 연구에서는 영업활동으로 인한 현금흐름은 경영자 재량으로 조정하기 어려운 것으로 가정하고 있다. 그러나 최근에는

기업의 실제 활동을 통하여 현금흐름에 직접 영향을 주는 이익조정 연구 또한 행해지고 있다. 실제 활동 이익조정 추정 모형의 대표적인 예로는 Roychowdhury(2006)가 개발한 모형을 들 수 있다. 그는 실제 활동을 통한 이익조정(real earnings management)을 크게 세 가지 활동으로 구분하였다. 먼저 현금할인의 증가나 신용조건의 완화를 이용한 신용매출의 촉진으로 영업활동으로 인한 현금흐름의 조정, 생산활동의 증감을 통한 매출원가와 재고자산의 조정을 통한 단위당 생산원가의 조정, 그리고 일반관리비 및 판매비등의 재량적 비용의 감축을 실제 활동 이익조정으로 보았다. 세 가지 실제 활동을 통한 이익조정 측정치는 모두 실제치에서 추정치를 차감하여 계산한다. 이를 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름, 비정상 생산원가, 비정상 재량적비용이 실제 활동을 통하여 경영자가 이익목표를 달성하기 위한 목적으로 행하여지는 활동으로 보고 있다.

본 논문에서는 Jones(1991)가 개발한 재량적 발생액의 추정 모형과 Roychowdhury(2006)가 개발한 실제 활동 이익조정 추정 모형을 이용하여 추정된 측정치를 차감하여 이익조정의 대용치로 사용하였다. 이익조정의 측정치는 시계열 회귀모형과 횡단면적 회귀모형을 적용하여 측정할 수 있다. 시계열 모형은 개별기업의 특성을 고려할 수 있다는 장점이 있는 반면 상당한 기간의 시계열 자료가 필요하고 산업전반의 경제적 환경의 변화는 고려할 수 없는 단점을 가지고 있다. 이에 반해 횡단면모형은 산업전반의 경제적 환경의 변화가 이익조정 측정에 미치는 영향을 반영할 수 있는 장점을 가지지만 개별기업의 특성을 고려할 수 없는 한계를 가지고 있다. 본 연구의 분석대상기간은 2003년부터 2012년까지 상장폐지 기업이 연구의 대상이기 때문에 충분한 시계열 자료를 확보할 수 없고 상장폐지 연도가 서로 다르기 때문에 횡단면모형을 이용하여 이익조정 측정치를 계산하였다. 또한 상장폐지 연도가 서로 다른 점을 고려하여 2000년부터 2011년까지 재무자료를 입수할 수 있는 기업(추정기업)을 따로 선정하여 회귀계수 값을 계산하고 이를 상장폐지 기업에 적용하여 이익조정을 측정하였다. 상장폐지 기업을 제외하고 동일기업으로 한정하고 추정한 이유는 상장폐지 기업의 수가 연도별로 다르기 때문이며 산업-연도별로 동질성을 유지하기 위함이다.

1) 재량적 발생액(DA, discretionary accruals) 추정

Jones(1991)는 매출액 변화와 유형자산을 이용하여 비재량적 발생액을 추정 후 발생액에서 비재량적 발생액을 차감하여 재량적 발생액을 계산하고, 이를 이익조정액의 대용치로 보았다. Jones 모형은 여러 연구자들에 의하여 지속적인 수정이 이루어져 왔다. Dechow et al.(1995)은 Jones 모형에서 현금 매출과는 달리 신용매출은 이익조정이 개입될 수 있다고 판단하여 신용매출 변화분을 차감하여 재량적 발생액을 추정하는 수정 Jones 모형(modified Jones model)을 제시하였고, Kothari et al.(2005)은 경영성과가 재량적 발생액에 영향을 미칠 수 있다고 보고 수정 존스 모형에 성과 대응(performance matched)모형을 제안하였다.

본 연구에서는 이익조정에 대한 평가를 위해 연구대상 기간 동안의 산업-연도별 횡단면 자료를 이용하여 Dechow et al.(1995)이 제안한 수정 Jones 모형인 식(1)을 통해 추정기업 표본의 회귀분석을 수행하여 회귀계수를 도출한 이후, 이를 동일한 산업과 연도에 해당하는 표본기업의 정상발생액을 추정하고 총 발생액($TA_{i,t}/A_{i,t-1}$)에서 정상발생액($normal\ TA_{i,t}/A_{i,t-1}$)을 차감($DA_{i,t} = TA_{i,t}/A_{i,t-1} - normal\ TA_{i,t}/A_{i,t-1}$)하여 각 표본기업의 해당연도의 재량적 발생액(discretionary accruals, DA)을 이익조정액의 대용치로 사용하였다. 또한 Kothari et al.(2005) 제안한 성과대응¹⁴⁾ 방법을 사용하여 성과를 조정하였다. 성과대응 재량적 발생액($DA_{i,t}$)은 수정 Jones(1995) 모형을 통해 산업별-연도별로 측정된 개별 추정기업의 재량적 발생액에서 표본기업의 t년도 경영성과($ROA_{i,t}$)를 기준으로 산업별-연도별로 가장 유사한 추정기업의 재량적 발생액을 차감하여 계산하였다.

14) Kothari et al.(2005)은 경영성과가 이익조정과 밀접한 관련성이 있다고 보았다. 성과대응(Performance matched) 방법으로는 추정식에 경영성과를 포함하는 regression 접근법과 경영성과가 유사한 기업의 이익조정치를 차감하는 matching-firm 접근법 두 가지 방법을 제안하였으며 본 연구에서는 matching-firm 접근법을 이용하여 계산하였다.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \text{식 (1)}$$

$$DA_{i,t} = DA_{i,t}^{Delist} - DA_{i,t}^{Closest} \dots \text{식 (2)}$$

$TA_{i,t}$: t년도 i기업의 총 발생액

NI(당기순이익)-CFO(영업활동으로 인한 현금흐름)

$A_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산

$\Delta S_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분(당기 매출액 - 전기 매출액)

$\Delta AR_{i,t}$: t년도 i기업의 매출채권 변화분
(당기 매출채권 - 전기 매출채권)

$PPE_{i,t}$: t년도 i기업의 유형자산(토지와 건설중인 자산은 제외)

$\epsilon_{i,t}$: 오차항

$DA_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 재량적 발생액

$DA_{i,t}^{Delist}$: 상장폐지 기업의 재량적 발생액

$DA_{i,t}^{Closest}$: 상장폐지 기업과 자산수익률이 가장 유사한 추정기업의 재량적 발생액

2) 실제 활동 이익조정의 추정(REM, real earnings management)

실제 활동을 이용한 이익조정의 측정에서도 재량적 발생액($DA_{i,t}$)의 추정과 동일하게 Roychowdhury(2006) 모형을 이용하여 추정기업 표본의 회귀분석을 통하여 얻은 회귀계수를 동일한 산업과 연도에 해당하는 연구대상 표본에 대응하여 정상적인 측정치와 비정상상적인 측정치를 구분하고, 비정상적인 측정치를 실제 활동을 이용한 이익조정의 대용치로 분석에 사용하였다.

가) 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름

경영자가 당기의 발생주의 회계이익을 높이기 위하여 비정상적인 가격할인의 확대나 신용조건의 완화를 이용하여 매출을 촉진하면 외상매출은 증가

시키나 현금매출은 감소하여 당기의 보고이익은 증가 하지만, 영업활동 현금 흐름은 정상 영업활동에 비하여 낮은 수준의 현금흐름을 초래한다.

Roychowdhury(2006)는 Dechow et al.(1998)가 주장한 바와 같이 정상적인 영업활동 현금흐름이 당기의 매출액 및 매출액 변화분과 선형함수 관계에 있다고 가정을 원용하여 정상적 영업활동으로 인한 현금흐름을 추정하는 모형식을 개발하였다.

본 연구에서 식(3)에 의하여 정상적 영업활동으로 인한 현금흐름을 추정하고 실제치에서 추정치를 차감하여 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름을 추정하고 이를 이익조정의 대용치로 사용하였다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식 (3)}$$

- $CFO_{i,t}$: t년도 i기업의 영업활동으로 인한 현금흐름
- $A_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산
- $S_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액
- $\Delta S_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분
(당기 매출액-전기 매출액)
- $\epsilon_{i,t}$: 오차항
- $AbCFO_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름
($AbCFO_{i,t} = CFO_{i,t}/A_{i,t-1} - normal\ CFO_{i,t}/A_{i,t-1}$)

나) 비정상 생산원가

경영자는 필요 이상으로 생산량을 증가시켜 순이익을 증가시킬 수 있다. 생산량의 증가는 단위당 생산원가는 하락하고 보고이익은 증가한다. 생산원가는 당해 회계기간 동안의 매출원가와 재고자산 증가액의 합으로 정의된다. 매출원가는 당기 매출액과 선형관계에 있다고 가정하여 식(4)를 도출할 수 있다. 그리고 재고자산의 변동은 당기 매출과 전기 매출 변동분의 선형함수로서

식(5)로 추정할 수 있다. 식(4)과 식(5)를 이용하여 식(7)을 도출하고 비정상 생산원가를 추정하고 이를 이익조정의 대응치로 사용하였다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \text{식 (3)}$$

$$\frac{COGS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \text{식 (4)}$$

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \text{식 (5)}$$

$$PC_{i,t} = COGS_{i,t} + \Delta INV_{i,t} \dots \text{식 (6)}$$

$$\frac{PC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \text{식 (7)}$$

$COGS_{i,t}$: t년도 i기업의 매출원가

$\Delta INV_{i,t}$: t년도 i기업의 재고자산 변화분(당기 재고자산-전기 재고자산)

$PC_{i,t}$: t년도 i기업의 생산원가

$DE_{i,t}$: t년도 i기업의 판매관리비

$A_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산

$S_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액

$\Delta S_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분(당기 매출액-전기 매출액)

$\Delta S_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 매출액의 변화분

$\epsilon_{i,t}$: 오차항

$AbPC_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 생산원가

$$(AbPC_{i,t} = PC_{i,t}/A_{i,t-1} - normal\ PC_{i,t}/A_{i,t-1})$$

다) 비정상 재량적 비용

재량적 비용은 경영자가 재량적으로 지출을 결정할 수 있는 비용으로 연구개발비, 광고선전비, 복리후생비 등이 대표적인 비용이며, 이들 비용은 판매관리비로 대변된다. 재량적 비용을 삭감하면 현금흐름에 양(+)의 영향을 주면서 이익은 증가한다.

재량적 비용은 전기 매출액의 선형 함수로 식(8)에 의하여 정상적 재량적 비용을 추정하고 실제치에서 추정치를 차감하여 비정상 재량적 비용을 산출하였다.

$$\frac{DE_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식 (8)}$$

$DE_{i,t}$: t년도 i기업의 판매관리비

$A_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산

$S_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 매출액

$\epsilon_{i,t}$: 오차항

$AbDE_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 재량적 비용

$$(AbDE_{i,t} = DE_{i,t}/A_{i,t-1} - normal\ DE_{i,t}/A_{i,t-1})$$

라) 실제 활동 이익조정의 통합

재량적 발생액을 추정한 방법과 일관되도록 실제 활동을 이용한 이익조정치도 같은 방법으로 성과를 조정하였다. 또한 실제 활동 이익조정을 종합적으로 판단하기 위해 실제 이익조정 통합측정치(REM)를 (식9)와 같이 계산하였다(Cohen et al., 2008; Cohen and Zarowin, 2008). 이익조정의 방향과 실제 이익조정 측정치들의 상반된 흐름을 조정하기 위해 비정상적 영업활동으로 인한 현금흐름과 비정상적 판매관리비에 (-1)을 곱하여 실제 활동을 이용한 이익조정 측정치의 방향이 일치되도록 조정하였다.

$$REM_{i,t} = AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbPC_{i,t} + AbDE_{i,t} \times (-1) \dots \dots \dots \text{식 (9)}$$

$REM_{i,t}$: 성과 대응 실제 활동을 이용한 이익조정 통합치¹⁵⁾

$AbCFO_{i,t} \times (-1)$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 영업활동으로
인한 현금흐름

$AbPC_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 생산원가

$AbDE_{i,t} \times (-1)$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 재량적 비용

15) 재량적 발생액을 산출한 방법과 동일하게 상장폐지 기업의 $REM_{i,t}^{Delist}$ 에서 추정기업의 경영성과가 가장 유사한 기업의 $REM_{i,t}^{Closest}$ 을 차감하는 방법으로 성과를 대응하여 측정하였다.

제 4 절 가설 검증 모형

본 연구에 사용된 모형은 식(10)과 식(11)이다. 식(10)과 식(11)의 회귀모형식에서, 종속변수는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)으로 추정된 재량적 발생액에 Kothari et al.(2005) 제안한 성과를 대응하여 조정 계산하였다.

1. 재량적 발생액을 이용한 이익조정 형태 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t-3} + \beta_6 Time_{i,t-1} + \beta_7 MK_i + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식 (10)}$$

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 SISOD_t + \beta_6 MK_i + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식 (11)}$$

- $DA_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 재량적 발생액
- $SIZE_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값
- $LEV_{i,t}$: t년도 i기업의 총부채를 t-1년도 총자산으로 나눈 값
- $GROW_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분((당기 매출액-전기 매출액)/전기매출액)을 t-1년도 매출액으로 나눈 값
- $CFO_{i,t}$: t년도 i기업의 영업현금흐름을 t-1년도 총자산으로 나눈 값
- $Time_{i,t-3}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-3이면 1, 그렇지 않으면 0
- $Time_{i,t-1}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-1이면 1, 그렇지 않으면 0
- $SISOD_t$: t년도 상장폐지 실질심사제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
- MK_i : t년도 i기업이 유가증권상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0
- ΣIND_i : i기업이 해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
- $\Sigma YEAR_t$: t년도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

본 연구의 식(10), (11)의 통제변수로는 재량적 발생액에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수를 선정하였다. 선정된 변수는 기업규모($SIZE_{i,t-1}$), 부채비율($LEV_{i,t}$), 매출액성장률($GROW_{i,t}$), 영업현금흐름($CFO_{i,t}$)을 사용하였다.

기업규모($SIZE_{i,t-1}$) 변수는 기업규모간 차이에 따라 기업의 이익조정 정도에 미치는 영향을 통제할 목적에서 선정하였다(Xie et al. 2003 등). 또한 기업규모는 생략된 변수에 대한 대용변수가 될 수 있고 규모효과를 통제하는데 효과적이기 때문에 통제변수로 사용하였다(Becker et al. 1998). 부채계약 가설에 따르면 부채계약을 위반할 가능성이 있는 경우, 이를 회피하고자 경영자는 이익조정을 증가시킬 유인이 있다(DeFond and Jiambalvo 1994). 그러나 부채비율이 높은 기업은 재무상태가 열악한 기업으로서 부채계약의 재계약협상을 유리하게 가져가기 위해서 오히려 이익을 하향조정 하는 연구결과도 보고하고 있다(DeAngelo et al., 1994; 나종길·최정호 2000). 부채비율($LEV_{i,t}$)변수를 통제변수로 포함하여 이익조정에 미치는 영향을 통제하였다. $CFO_{i,t}$ 변수는 영업활동으로 인한 현금흐름으로 Dechow et al.(1995, 1996)은 기업성과와 재량적 발생 간에는 체계적인 관련성이 있다고 보고하였다. 또한 영업현금흐름이 적을수록 재량적 발생액을 이용한 이익조정을 통해 보고이익을 상향조정하는 나타났다(Becker et al., 1998; Dechow et al., 1995; DeFond and Subramanyam, 1998; 박홍조·지현미, 2010). 매출액성장률($GROW_{i,t}$)은 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 금액을 전기매출액으로 나누어 측정하였다. 성장성이 높은 기업일수록 이익조정 가능성이 높은 것으로 나타나고 있으므로 매출액성장률은 이익조정과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 예측한다(Fama and French, 1995; Ahmed et al., 2009; 박종일 등, 2011; 손성규·염지인, 2012). 마지막으로 ΣIND_i 는 해당 기업이 속한 산업별 특성에 따른 잠재적인 효과를 통제하기 위하여 각 산업별 더미변수와 연도별 효과를 통제하기 위한 $\Sigma YEAR_t$ (기간더미변수)를 통제변수로 포함하였다.

2. 실제 활동을 이용한 이익조정 형태 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향

본 연구의 종속변수는 Roychowdhury(2006) 모형을 이용하여 개별 활동별로 추정한 실제 활동 이익조정 측정치를 합산한 통합측정치를 재량적 발생액을 추정한 방법과 일관되도록 성과를 대응하여 조정 계산하였다.

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t-3} + \beta_6 Time_{i,t-1} + \beta_7 MK_i + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t}, \dots \text{식 (12)}$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SISOD_t + \beta_6 MK_i + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t}, \dots \text{식 (13)}$$

$$REM_{i,t} : AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbPC + AbDE \times (-1)$$

$AbCFO_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 영업현금흐름

$AbPC_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 생산원가

$AbDE_{i,t}$: t년도 i기업의 성과대응 비정상 재량적 비용

$SIZE_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값

$LEV_{i,t}$: t년도 i기업의 총부채를 t-1년도 총자산으로 나눈 값

$GROW_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분((당기 매출액-전기 매출액)/전기매출액)을 t-1년도 매출액으로 나눈 값

$ROA_{i,t}$: t년도 i기업의 당기순이익을 t-1년도 총자산으로 나눈 값

$Time_{i,t-3}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-3이면 1, 그렇지 않으면 0

$Time_{i,t-1}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-1이면 1, 그렇지 않으면 0

$SISOD_t$: t년도 상장폐지 실질심사제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

MK_i : t년도 i기업이 유가증권상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0

ΣIND_i : i기업이 해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

$\Sigma YEAR_t$: t년도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

본 연구에서 식(12), (13)의 통제변수로는 실제 활동 이익조정에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수를 선정하였다. 선정된 변수는 기업규모($SIZE_{i,t-1}$), 부채비율($LEV_{i,t}$), 매출액성장률($GROW_{i,t}$), 자산수익률($ROA_{i,t}$)을 사용하였다. 기업규모($SIZE_{i,t-1}$), 부채비율($LEV_{i,t}$), 매출액성장률($GROW_{i,t}$)은 재량적 발생액의 이익조정 통제변수와 동일하다. 이익조정 유인은 경영성과와 밀접한 연관이 있다(Guay et al., 1996). 따라서 경영성과를 통제하기 위하여 자산수익률($ROA_{i,t}$)을 통제변수로 선정하고 모형식에 포함하였다(Roychowdhury, 2006; 권혜진, 2010). 마지막으로 ΣIND_i 및 $\Sigma YEAR_t$ 을 통제변수로 포함하였다.

제 4 장 실증분석의 결과

제 1 절 기술통계 분석

〈표 4-1〉은 분석에 사용된 이익조정 및 통제변수에 대한 변수들의 기술통계량을 나타낸 것이다. Panel A는 본 연구의 가설검증을 위하여 사용된 변수의 기술통계량이며, Panel B는 재량적 발생액 및 실제 활동 이익조정 측정을 위하여 사용된 기업의 기술통계량을 보여 주고 있다. Panel A에서 성과대응 재량적 발생액($DA_{i,t}$)의 평균은 -0.117로 중위수 -0.038로 나타났는데 최소값(-2.709)이 최대값(1.374)보다 약 2배 정도(절대적 크기로 보았을 때) 작기 때문에 재량적 발생액 이익조정수준이 음(-)으로 낮기 때문에 해석된다. 성과대응 실제 활동을 이용한 이익조정 통합치인($REM_{i,t}$)의 평균(중위수)은 0.123(0.079), 최소값 -1.773, 최대값 2.445로 재량적 발생액 이익조정수준과 반대의 경향을 보이는 것으로 나타났으며, 평균(중위수)는 양(+)의 값을 보이고 있다. 각 활동 별로 살펴보았을 때, 비정상 영업현금흐름($AbCFO_{i,t}$)과 비정상 생산원가($AbPC_{i,t}$)는 평균 및 중위수 모두 양(+)의 값을 가지는 반면 재량적 비용($AbDE_{i,t}$)는 재량적 발생액 이익조정수준과 동일하게 음(-)의 가지는 것으로 나타났다. Panel A에서 상장폐지 기업의 자산규모($SIZE_{i,t-1}$)의 평균은 17.658이고, Panel B의 자산규모($SIZE_{i,t-1}$)의 평균은 18.902로 나타나 중소기업들이 상장폐지가 주로 이루어진 것으로 해석된다. Panel A에서 부채비율($LEV_{i,t}$)의 평균은 0.682, 성장률($GROW_{i,t}$)의 평균은 0.077, 영업활동 현금흐름($CFO_{i,t}$)의 평균은 -0.145, 자산수익률($ROA_{i,t}$)의 평균은 -0.418이다. Panel B에서 부채비율($LEV_{i,t}$)의 평균은 0.527, 성장률($GROW_{i,t}$)의 평균은 0.127, 영업활동 현금흐름($CFO_{i,t}$)의 평균은 0.051, 자산수익률($ROA_{i,t}$)의 평균은 0.023이다. 따라서 Panel A와 Panel B를 비교하였을 때 상장폐지 기업이 정상기업에 비해 부채비율은 높고, 성장률($GROW_{i,t}$)은 낮으며, 경영성과를 나타내는 영업활동 현금흐름($CFO_{i,t}$) 및 자산수익률

($ROA_{i,t}$)등이 낮은 특성을 보여주고 있다.

〈표 4-1〉 기술통계

Panel A : 상장폐지 기업

변수	N	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
$DA_{i,t}$	879	-0.117	0.417	-2.709	-0.038	1.374
$REM_{i,t}$	879	0.123	0.491	-1.773	0.079	2.445
$AbCFO_{i,t}$	879	0.101	0.270	-0.903	0.051	1.443
$AbPC_{i,t}$	879	0.036	0.249	-1.503	0.025	1.191
$AbDE_{i,t}$	879	-0.014	0.196	-0.859	-0.008	0.606
$SIZE_{i,t-1}$	879	17.658	1.067	15.591	17.502	20.864
$LEV_{i,t}$	879	0.682	0.486	0.047	0.607	2.877
$GROW_{i,t}$	879	0.077	1.032	-0.935	-0.100	5.973
$CFO_{i,t}$	879	-0.145	0.269	-1.459	-0.070	0.249
$ROA_{i,t}$	879	-0.418	0.543	-2.889	-0.267	0.317

Panel B : 추정기업

변수	N	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
$DA_{i,t}$	6,552	0.000	0.092	-0.475	0.001	0.406
$REM_{i,t}$	6,552	0.000	0.253	-2.438	0.029	1.713
$AbCFO_{i,t}$	6,552	0.000	0.085	-0.349	0.001	0.379
$AbPC_{i,t}$	6,552	0.000	0.135	-1.745	0.011	1.241
$AbDE_{i,t}$	6,552	0.000	0.106	-0.616	0.015	0.395
$SIZE_{i,t-1}$	6,552	18.902	1.540	16.325	18.628	23.907
$LEV_{i,t}$	6,552	0.527	0.265	0.074	0.514	1.573
$GROW_{i,t}$	6,552	0.127	0.332	-0.616	0.085	1.824
$CFO_{i,t}$	6,552	0.051	0.102	-0.267	0.050	0.371
$ROA_{i,t}$	6,552	0.023	0.103	-0.475	0.032	0.270

주1) 변수의 조작적 정의 : (식10, 11, 12, 13) 참조

〈표 4-2〉는 상장폐지 기업들이 상장폐지 직전까지 보고이익을 조정하는가를 살펴보기 위해 t-3, t-2, t-1의 재량적 발생액 이익조정과 실제 활동에 기초한 이익조정 측정치들의 평균이 영(0)과 유의적인 차이가 있는지를 검증한 결과이다. 먼저 재량적 발생액($DA_{i,t}$)을 이용한 이익조정의 경우 상장폐지 t-3에 평균이 -0.037로 유의적인 음(-)의 값을 가지는 것을 관찰하였다. 김경호·박종일(1999)의 연구에서는 t-1부터 하향의 이익조정을 발견하였으며,

나종길·최정호(2000)의 연구에서는 $t-2$ 부터 하향의 이익조정을 하는 것으로 보고하고 있다. 표로는 제시하지 않았으나 이러한 선행연구와의 차이를 보이는 것에 대하여 상장폐지 실질심사제도 시행의 이익조정에 미친 영향인지 확인하기 위하여 동 제도 시행 전·후로 구분하여 평균이 영(0)과 유의적인 차이를 보이는지 검증한 결과, 동 제도 시행 이전에는 평균이 0.036(t -값 1.674)로 10% 유의수준에서 유의적인 양(+)의 값이 나타난 반면에 동 제도 시행 이후에는 평균이 -0.056(t -값 -1.982)로 10% 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 한편, 실제 활동을 이용한 이익조정의 통합측정치($REM_{i,t}$)와 비정상 영업활동으로 인한 현금흐름($AbCFO_{i,t}$), 비정상 과대생산($AbPC_{i,t}$)에서 1% 유의수준에서 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 단 비정상 과대생산($AbPC_{i,t}$)에서 $t-1$ 에서 양(+)의 값을 가지지만 유의하지 않았다. 비정상 재량적 비용($AbDE_{i,t}$)에서는 $t-1$ 에서 -0.028로 5% 유의수준에서 유의적인 음(-)의 값을 가지는 것을 확인하였다. 비정상 판매관리비를 이용한 이익조정의 경우 상장폐지 직전년도에 오히려 하향의 이익조정을 하는 결과가 나타났다. 이러한 결과에 대해 두 가지로 추측된다. 첫째로 재량적 비용과 관련하여 경영자는 기업의 어려운 상황을 이해관계자나 종업원들에게 알리려 하지 않을 것이다. 특히 기업이 어려운 상황에 처해 있음을 종업원들이 알게 된다면 생산성의 악화 및 핵심 인재의 유출로 이어질 가능성이 증가한다. 이에 경영자는 보고이익을 상향조정하기 위하여 재량적 지출 비용을 삭감하기 보다는 그대로 유지하거나 경영자가 미래의 성과를 낙관하여 기업을 방만하게 운영하였기 때문으로 추측된다. 다른 해석으로는 구조조정 및 임금의 삭감 등을 통하여 경영정상화를 실현할 계획을 세웠으나 결국 상장폐지를 모면하지 못할 것이 예상되자 삭감했던 임금 등을 지급하거나 상장폐지로 인한 손실에 대비하여 경영자 및 특수관계인들이 사적이익을 추구하기 위하여 기업이 어려운 상황임에도 임원들의 임금을 인상했기 때문으로 추측된다. <표 3-4>에서 상장폐지 실질심사로 상장폐지된 56기업 중에서 41.07%에 해당하는 23기업이 횡령·배임으로 상장폐지 되었으며 상장폐지 사유중에서 가장 높은 비율을 차지하고 있다. 상장폐지 직전에 관리비 항목을 과대계상하고 이를 횡령하였을 가능성이 높다.

〈표 4-2〉 이익조정 의 형태분석

종속변수	N	t-3		t-2		t-1	
		평균	t-통계량	평균	t-통계량	평균	t-통계량
$DA_{i,t}$	293	-0.037	-1.872*	-0.073	-3.511***	-0.242	-8.115***
$REM_{i,t}$	293	0.132	4.557***	0.138	4.947***	0.100	3.410***
$AbCFO_{i,t}$	293	0.086	6.019***	0.108	7.314***	0.109	6.057***
$AbPC_{i,t}$	293	0.050	3.305***	0.038	2.771***	0.019	1.291
$AbDE_{i,t}$	293	-0.004	-0.356	-0.009	-0.778	-0.028	-2.486**

주1) 변수의 조작적 정의 : (식10, 11, 12, 13) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

제 2 절 분산분석 및 단변량 분석 결과

1. 시기별 차이에 대한 분산분석 결과

시기별 이익조정수준의 차이를 확인하기 위하여 분산분석을 수행한 결과를 〈표 4-3〉에 제시하였다. $DA_{i,t}$ 의 t-3, t-2, t-1의 평균은 각각 -0.037, -0.073, -0.242로 발생액을 이용한 이익조정수준이 감소하는 것으로 나타났으며 F-값도 21.151로 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보여주고 있다. 특히 상장폐지 직전년도에 급격하게 낮은 이익조정수준을 보이고 있다. 실제 활동을 이용한 이익조정에서는 통합수준($REM_{i,t}$) 및 각 활동별($AbCFO_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$, $AbDE_{i,t}$) 이익조정수준이 t-3, t-2, t-1년 유의적인 차이를 보이고 있지 않다. 재량적 발생액($DA_{i,t}$)을 이용한 이익조정수준은 대체적으로 음(-)의 값을 보이는 반면 실제 활동을 이용한 이익조정수준은 상향의 이익조정수준을 유지하는 것으로 나타났다. 부실기업은 재량적 발생액의 반전으로 이익조정수준은 감소하는 반면 부실기업이 실제 활동을 이용한 이익조정을 지속적으로 활용하고 있는 것으로 추측된다. 그러나 분산분석은 구분된 시기의 어느 한시기는 차이가 있음을 검증하는 분석이기 때문에 이익조정수준이 부실화가 진행되면서 감소하는지에 대한 명확한 결론을 내리기 어렵다. 따라서 변수들 간의 상호 관계를 고려한 다변량 회귀분석을 실시해야 이익조정의 수준

변화에 대한 명확한 결과를 확인할 수 있을 것으로 판단된다.

〈표 4-3〉 이익조정수준 차이에 대한 분산분석

변수명	시기	N	평균	표준편차	F-값
$DA_{i,t}$	t-1	293	-0.037	0.337	21.151***
	t-2	293	-0.073	0.354	
	t-3	293	-0.242	0.511	
$REM_{i,t}$	t-1	293	0.132	0.495	0.496
	t-2	293	0.138	0.477	
	t-3	293	0.100	0.503	
$AbCFO_{i,t}$	t-1	293	0.086	0.246	0.655
	t-2	293	0.108	0.253	
	t-3	293	0.109	0.307	
$AbPC_{i,t}$	t-1	293	0.050	0.258	1.142
	t-2	293	0.038	0.236	
	t-3	293	0.019	0.252	
$AbDE_{i,t}$	t-1	293	-0.004	0.210	1.164
	t-2	293	-0.009	0.188	
	t-3	293	-0.028	0.190	

주1) 변수의 조작적 정의 : (식10, 11, 12, 13) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

2. 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후의 단변량분석 결과

〈표 4-4〉 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후의 단변량분석 결과이다. 상장폐지 실질심사제도 시행은 2009년부터 시행되고 있다. 따라서 시행 이전은 2008년 이전에 상장폐지된 107기업과 2009년 이후에 상장폐지된 기업을 대상으로 분석하였다. 본 연구가 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미치는 영향을 부실화가 진행되는 시기를 대상으로 전반적으로 검증하기 위하여 t-3년까지를 분석대상으로 하였다. 상장폐지 실질심사 강화 등 퇴출제도 관련 규정에 대한 개정안은 2008년 9월 12일 개정되었으며, 2009년 2월 4일부터 시행하고 있다. 따라서 제도시행 전·후 차이 분석에서 상장폐지 실질심사제도 시행 이전에 해당하는 연도의 샘플은 분석에서 제거하고 분석하였다. 예를 들어 2009년도에 상장폐지된 기업의 경우 t-3는 2006년에 해당되고 동

제도 시행이 이익조정에 미치는 영향을 검증하기에는 부적절 하다고 판단된다. <표 4-4>에서 보는 바와 같이, t-3는 2011년부터 2012년까지 상장폐지된 70기업과 동 제도 시행 이전에 상장폐지된 107기업과 비교분석하였으며, t-2는 2010년부터 2012년까지 상장폐지된 130기업과 이익조정수준을 비교분석하였다. 마지막으로 t-1의 분석대상은 2009년부터 2012년까지 상장폐지된 186기업을 대상으로 구분하여 분석하였다. <표 4-4> Panel A에서 t-3 단변량 분석결과에서 $DA_{i,t}$ 의 이전 평균은 0.036으로 동 제도 시행 이후 평균인 -0.056보다 1%유의수준에서 높은 것으로 나타났다. $REM_{i,t}$, $AbCFO_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$ 변수는 통계적으로 유의하지는 않았으나 동 제도 시행 이후가 낮았다. Panel B는 t-2년을 대상으로 분석한 결과이다. 이익조정 대응치가 모두 음(-)으로 동 제도 시행 이후에서 낮은 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았다. Panel C는 상장폐지 직전년도로 $REM_{i,t}$ 의 이전 평균은 0.191로 나타났으며 동 제도 시행 이후는 0.048로 상향의 이익조정수준을 보이고 있으나 동 제도 시행 이후가 5%수준에서 유의적으로 낮게 나타났다. $AbCFO_{i,t}$ 변수에서 5% 유의수준에서 동 제도 시행 이후가 이전보다 낮은 것으로 나타났다. 그리고 $DA_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$ 변수에서 음(-)의 값을 보이고 있으며 $AbDE_{i,t}$ 는 양(+)의 값을 보이고 있으나 유의적인 관련성을 확인할 수 없었다.

상장폐지 직전년도의 통제변수를 살펴보면 전체적으로 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. $SIZE_{i,t-1}$ 변수의 이전 평균은 17.637이고 이후의 평균은 17.690로 유사하다. 또한 부채비율($LEV_{i,t}$)의 이전 평균은 0.741이고 이후의 평균은 0.651로 동 제도 시행 이전이 높았다. 매출액성장률($GROW_{i,t}$)의 평균은 각각 -0.017, -0.051로 제도시행 이후가 낮았다. 경영성과 변수인 영업활동 현금흐름($CFO_{i,t}$)의 이전 평균은 -0.213이고 이후 평균은 -0.178이고, 자산수익률($ROA_{i,t}$)의 동 제도 시행 이전 평균은 -0.662이고 이후 평균은 -0.618로 나타나 동 제도 시행 이전보다 높았으나 단변량 분석결과에서 통계적으로 유의한 결과는 확인 할 수 없었다.

이를 종합하면 대체적으로 이익조정의 대응치인 $DA_{i,t}$, $REM_{i,t}$, $AbCFO_{i,t}$ 및 $AbPC_{i,t}$ 변수가 동 제도 시행 이전보다 낮은 값을 보이고 있다. 상장폐지

실질심사제도 시행으로 부실기업이 조기에 상장폐지 되었거나 상장폐지를 회피하기 위한 수단으로 이익조정을 적극적으로 활용하지 못하였기 때문에 이익조정 수준이 감소한 것으로 추측된다. 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향에 대한 정확한 분석은 변수들 간의 상호 관계를 고려한 다변량 회귀분석을 실시해야 명확한 결과를 확인할 수 있을 것으로 판단되며, 회귀분석시 통제변수로 사용된 기업규모, 부채비율, 경영성과 등의 변수에서 유의한 차이를 보이고 있지 않아 통제변수의 영향으로 연구결과의 왜곡을 초래하지는 않을 것으로 판단된다.

〈표 4-4〉 상장폐지 실질심사제도 시행 전·후 단변량분석

변수명	제도 시행 이전			제도 시행 이후			t-값
	N	평균	표준	N	평균	표준	
			편차			편차	
Panel A : t-3							
$DA_{i,t}$	107	0.036	0.222	70	-0.056	0.238	-2.628***
$REM_{i,t}$	107	0.151	0.461	70	0.093	0.485	-0.794
$AbCFO_{i,t}$	107	0.084	0.229	70	0.037	0.240	-1.313
$AbPC_{i,t}$	107	0.073	0.218	70	0.043	0.252	-0.833
$AbDE_{i,t}$	107	-0.007	0.179	70	0.013	0.207	0.665
Panel B : t-2							
$DA_{i,t}$	107	-0.071	0.285	130	-0.093	0.362	-0.513
$REM_{i,t}$	107	0.113	0.396	130	0.040	0.383	-1.440
$AbCFO_{i,t}$	107	0.085	0.181	130	0.062	0.240	-0.829
$AbPC_{i,t}$	107	0.034	0.206	130	0.003	0.200	-1.158
$AbDE_{i,t}$	107	-0.006	0.184	130	-0.025	0.168	-0.832
Panel C : t-1							
$DA_{i,t}$	107	-0.181	0.504	186	-0.277	0.512	-1.555
$REM_{i,t}$	107	0.191	0.592	186	0.048	0.437	-2.182**
$AbCFO_{i,t}$	107	0.169	0.359	186	0.074	0.268	-2.387**
$AbPC_{i,t}$	107	0.050	0.278	186	0.001	0.235	-1.596
$AbDE_{i,t}$	107	-0.028	0.195	186	-0.027	0.187	0.038
$SIZE_{i,t-1}$	107	17.637	1.213	186	17.690	1.021	0.378
$LEV_{i,t}$	107	0.741	0.480	186	0.651	0.454	-1.603
$GROW_{i,t}$	107	-0.017	1.034	186	-0.051	1.088	-0.260
$CFO_{i,t}$	107	-0.213	0.369	186	-0.178	0.279	0.834
$ROA_{i,t}$	107	-0.662	0.731	186	-0.618	0.566	0.538

주1) 변수의 조작적 정의 : (식 10, 11, 12, 13) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

주3) 실질심사제도 시행 이전 : 2003년부터 2008년까지 상장폐지 기업

실질심사제도 시행 이후 t-3년 : 2011년부터 2012년까지 상장폐지 기업

t-2년 : 2010년부터 2012년까지 상장폐지 기업

t-1년 : 2009년부터 2012년까지 상장폐지 기업

제 3 절 상관관계 분석 결과

〈표 4-5〉는 주요 변수 간의 Pearson 상관관계를 나타내고 있다. 상관분석을 통해 이익조정 측정치와 설명변수 간에 존재하는 상관관계를 개별적으로 파악해 볼 수 있으며 또한 회귀분석시 설명변수 간의 다중공선성 존재 가능성을 파악해 볼 수 있다. 통제변수로 사용된 여러 변수들간의 상관관계에서 0.5이하로 유의적인 높은 상관관계는 존재하지 않아 다중공선성 문제는 없을 것으로 판단된다. 추가적으로 다중공선성(multi-collinearity) 테스트를 실시한 결과에서도 분산팽창지수(variance inflation factor)의 최대치가 3이하로 나타나 본 연구모형에서 다중공선성은 크게 문제되지 않는다고 판단된다.

본 연구의 주요 관심변수는 부실화시기를 구분한 $Time_{i,t}$ 변수와 상장폐지 실질심사제도 시행 여부를 나타내는 $SISOD_{i,t}$ 변수이다. 먼저 $Time_{i,t}$ 변수와 $DA_{i,t}$ 변수의 상관계수는 -0.201로 1% 유의수준에서 유의한 상관관계를 보이고 있는 반면 실제 활동 이익조정 측정치와는 유의한 상관관계를 보이지 않는다. $SISOD_{i,t}$ 변수에서도 $DA_{i,t}$ 변수만이 -0.082로 유의한 상관관계를 보이고 있다. 통계적으로 유의하진 않으나 실제 활동 이익조정 측정치와는 $AbDE_{i,t}$ 변수를 제외하고 모두 음(-)의 상관관계를 보이고 있어 단변량 분석 결과와 유사하다.

$DA_{i,t}$ 와 $REM_{i,t}$ 의 관계는 1% 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 보이고 있으나 상관계수는 0.168로 낮은 상관관계를 보이고 있다. 이러한 관계를 볼 때 t-3, t-2년도에 회계선택을 통한 이익조정과 실제 활동을 이용한 이익조정을 동시에 사용하였기 때문으로 보인다. 부실기업이 부실화가 진행단계에서 상장폐지를 모면하기 위하여 다양한 수단을 모두 동원한 것으로 추측된다.

$DA_{i,t}$ 와 통제변수들과의 상관관계를 살펴보면, $SIZE_{i,t-1}$, $GROW_{i,t}$, 그리고 $ROA_{i,t}$ 와 유의한 양(+)의 상관관계를 보고이고 있으며, $LEV_{i,t}$ 과는 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 단 $GROW_{i,t}$ 와 양(+)의 상관관계를 보이지만 통계적으로 유의하지 않다. $REM_{i,t}$ 와 통제변수들과의 상관관계를 살펴보면, $SIZE_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$, 그리고 $ROA_{i,t}$ 와 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으

며, $LEV_{i,t}$ 와는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 단, $GROW_{i,t}$ 와 양(+)의 상관관계를 보이지만, 통계적으로 유의하지 않다.

〈표 4-5〉 주요 변수의 상관관계분석(N=879)

구분	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]
[1] $DA_{i,t}$	0.168*** (0.000)	0.250*** (0.000)	0.018 (0.599)	0.054 (0.108)	0.133*** (0.000)	-0.188*** (0.000)	0.046 (0.174)	-0.076** (0.023)	0.720*** (0.000)	-0.201*** (0.000)	-0.082 (0.015)
[2] $REM_{i,t}$	1	0.659*** (0.000)	0.835*** (0.000)	0.538*** (0.000)	-0.156*** (0.000)	0.112*** (0.001)	0.053 (0.114)	-0.485*** (0.000)	-0.204*** (0.000)	-0.026 (0.437)	-0.04 (0.197)
[3] $AbCFO_{i,t}$		1	0.308*** (0.000)	-0.115*** (0.001)	-0.234*** (0.000)	0.250*** (0.000)	0.138*** (0.000)	-0.838*** (0.000)	-0.335*** (0.000)	0.034 (0.316)	-0.03 (0.335)
[4] $AbPC_{i,t}$			1	0.398*** (0.000)	-0.048 (0.156)	0.143*** (0.000)	0.085** (0.012)	-0.156*** (0.000)	-0.112*** (0.001)	-0.050 (0.135)	-0.05 (0.134)
[5] $AbDE_{i,t}$				1	-0.008 (0.815)	-0.246*** (0.000)	-0.164*** (0.000)	0.135*** (0.000)	0.091*** (0.007)	-0.048 (0.153)	0.00 (0.997)
[6] $SIZE_{i,t-1}$					1	-0.040 (0.237)	-0.087** (0.010)	0.379*** (0.000)	0.366*** (0.000)	0.024 (0.485)	-0.00 (0.865)
[7] $LEV_{i,t}$						1	0.297*** (0.000)	-0.233*** (0.000)	-0.240*** (0.000)	-0.002 (0.945)	-0.04 (0.191)
[8] $GROW_{i,t}$							1	-0.070** (0.037)	0.030 (0.367)	-0.103*** (0.002)	0.056 (0.095)
[9] $CFO_{i,t}$								1	0.524*** (0.000)	-0.138*** (0.000)	-0.065 (0.055)
[10] $ROA_{i,t}$									1	-0.294*** (0.000)	-0.096* (0.004)
[11] $Time_t$										1	0.00 (1.00)
[12] $SISOD_t$											1
[13] MK_t											

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(10, 11, 12, 13) 참조

$Time_t$: t년도 i기업이 상장폐지 t-3이면 -1, t-2이면 0, t-1이면 1

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

제 4 절 다변량 회귀분석 결과

1. 이익조정 형태 분석결과

〈표 4-6〉는 재량적 발생액 이익조정과 실제 활동을 이용한 이익조정 형태를 분석한 회귀분석 결과를 제시하고 있다(가설 1-1과 1-2). 본 연구의 주요 관심변수인 $Time_{i,t-3}$, $Time_{i,t-1}$ 변수와 재량적 발생액($DA_{i,t}$)과의 관계에서 각각 $Time_{i,t-3}$ 변수의 회귀계수는 0.059으로 10% 유의수준에서 $Time_{i,t-1}$ 변수는 -0.193로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 재량적 발생액($DA_{i,t}$)의 이익조정수준은 상장폐지에 가까워질수록 이익조정수준이 감소하는 연구가설 1-1을 지지하는 결과이다. 그러나 실제 활동 이익조정($REM_{i,t}$)과의 관계에서는 $Time_{i,t-3}$, $Time_{i,t-1}$ 변수와 각각 -0.038, -0.020으로 음(-)의 관계를 보이고 있으며 통계적으로 유의한 관계는 확인할 수 없었다. t-값 또한 -0.897, -0.454으로 나타났다. 부실화가 진행되면서, 즉 상장폐지에 가까워질수록 상장폐지를 모면하기 위하여 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 증가할 것이라는 연구가설 1-2는 지지 되지 않았다. 〈표 4-3〉의 결과와 〈표 4-6〉의 결과를 종합하면 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 상장폐지 t-3년부터 이미 높은 이익조정수준을 유지하고 있기 때문으로 해석된다. 적발 또는 제재당할 위험이 높은 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 부실기업에 대한 규제당국과 외부감사인의 감시가 강화되기 때문에 감소하는 것으로 해석된다. 그러나 부실기업이 실제 활동을 이용한 이익조정을 지속적으로 사용하여 보고이익을 높임에 따라 왜곡된 자원배분의 지속으로 경영성과가 더욱 악화되어 결국 상장폐지로 이어지는 것으로 추측된다.

재량적 발생액 이익조정과 통제변수와의 관계를 살펴보면 대체로 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보이고 있다. 자산규모($SIZE_{i,t-1}$)는 양(+)의 계수 값을 가지는 것으로 나타나 규모가 클수록 재량적 발생액의 이익조정수준이 증가하는 것으로 선행연구와 일관된 결과를 보이고 있다. 부채비율($LEV_{i,t}$)과

는 음(-)의 계수값이 나타났다. 선행연구에서도 상반된 연구결과를 보고하고 있는데 부채비율이 높은 기업은 시장의 감시와 감독이 강화되기 때문에 이익조정수준이 감소하는 것으로 해석된다. 매출액성장률($GROW_{i,t}$)와는 양(+)의 계수값을 보이고 있다. 성장성이 클수록 이익조정 유인이 높다는 선행연구와 일치하는 결과이다. 영업현금흐름($CFO_{i,t}$)변수와는 음(-)의 회귀계수값을 나타내고 있어 기대 부호와 일치하는 것으로 나타났다.

실제 활동을 이용한 이익조정과 통제변수와의 관계를 살펴보면 기업규모($SIZE_{i,t-1}$), 부채비율($LEV_{i,t}$), 매출액성장률($GROW_{i,t}$)변수에서는 유의한 관계는 확인할 수 없었으나 기업규모가 작을수록 부채비율이 높을수록 성장성이 높을수록 실제 활동 이익조정수준이 높은 것으로 나타나 선행연구의 연구결과와 부호는 일치하는 결과를 보였다. 자산수익률($ROA_{i,t}$)변수는 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수값이 나타났다. 선행연구에서도 실제 활동 이익조정 대응치와 자산수익률($ROA_{i,t}$)의 관계가 음(-)의 부호를 보이고 있다 (Roychowdhury, 2006; 권혜진, 2010). 기업이 어려운 상황에 처해 있을수록 실제 활동을 이용한 이익조정을 보다 적극적으로 활용하기 때문으로 추측된다.

〈표 4-6〉 이익조정의 형태 분석결과

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t-3} + \beta_6 Time_{i,t-1} + \beta_7 MK_i + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \text{식 (10)}$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t-3} + \beta_6 Time_{i,t-1} + \beta_7 MK_i + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \text{식 (12)}$$

종속변수	$DA_{i,t}$ (N=879)		$REM_{i,t}$ (N=879)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	-1.665	-6.025***	0.282	0.817
$SIZE_{i,t-1}$	0.090	5.757***	-0.016	-0.810
$LEV_{i,t}$	-0.245	-8.348***	0.039	1.047
$GROW_{i,t}$	0.049	3.690***	0.017	1.043
$CFO_{i,t}$	-0.459	-8.264***	-	-
$ROA_{i,t}$	-	-	-0.148	-4.040***
$Time_{i,t-3}$	0.059	1.728*	-0.038	-0.897
$Time_{i,t-1}$	-0.193	-5.658***	-0.020	-0.454
$MK_{i,t}$	포 함		포 함	
ΣIND	포 함		포 함	
$\Sigma YEAR$	포 함		포 함	
F_{adj}^2	8.365***		3.907***	
$Adj. R^2$	0.179		0.079	

주1) 변수의 조작적 정의 :

$DA_{i,t}$: t년도 i기업의 재량적 발생액

$REM_{i,t}$: $AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbPC + AbDE \times (-1)$

$SIZE_{i,t-1}$: t-1년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값

$LEV_{i,t}$: t년도 i기업의 총부채를 t-1년도 총자산으로 나눈 값

$GROW_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액의 변화분((당기 매출액-전기 매출액)/전기매출액)을 t-1년도 매출액으로 나눈 값

$CFO_{i,t}$: t년도 i기업의 영업현금흐름을 t-1년도 총자산으로 나눈 값

$ROA_{i,t}$: t년도 i기업의 당기순이익을 t-1년도 총자산으로 나눈 값

$Time_{i,t-3}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-3이면 1, 그렇지 않으면 0

$Time_{i,t-1}$: t년도 i기업이 상장폐지 t-1이면 1, 그렇지 않으면 0

MK_i : t년도 i기업이 유가증권상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0

ΣIND_i : i기업이 해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

$\Sigma YEAR_t$: t년도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

2. 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향

1) 재량적 발생액 이익조정수준에 미친 영향

식 (11)의 모형을 이용하여, 동 제도 시행 전후의 재량적 발생액의 이익조정수준의 변화를 회귀 분석한 결과가 <표 4-7>에 보고되어 있다(연구가설 2-1). 동 제도 시행 전후를 나타내는 $SISOD_{i,t}$ 에서 t-3, t-2, t-1년에 각각 -0.104(1% 유의수준), -0.044, -0.114(10% 유의수준)로 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다. t-2년에 유의한 결과가 나타나지 않아 강건하게 주장할 수 없으나 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 발생액 이익조정의 수준이 더욱 감소한 것으로 해석할 수 있다.

이익조정은 GAAP이 허용하는 범위 내에서 행하여지는 행위로 투자시기나 자금조달시기를 조정하는 의사결정으로 보고 이익을 조정하는 방법을 의미한다(Schipper, 1989; Healy and Wahlen, 1999). 그러나 일부 경영자는 상장폐지를 모면하기 위하여 분식회계 수단을 이용하여 부채를 의도적으로 누락하거나 충당금을 부당하게 사용하는 방법 및 매출액 및 매출원가를 과대계상 하는 등 회계원칙(GAAP)을 위반하여 상장폐지를 회피할 가능성이 높다. 상장폐지 실질심사제도의 시행 이후 부실기업에 대한 한국거래소의 모니터링이 강화되었고 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되는 경우 영업활동 및 재무활동과 관련하여 상장적격성을 종합적으로 판단하여 상장폐지 여부를 결정하고 있다. 이에 외부감사인은 관리종목 지정기업 및 부실기업에 대하여 더욱 엄격한 감리 절차를 수행해야할 유인이 증가하였다. 왜냐하면 전문가로 구성된 실질심사위원회에서 상장적격성이 의문시 되는 해당기업에 대하여 심사가 이루어지고 외부감사인이 발견하지 못한 분식회계의 사실이 확인되는 경우 외부감사인은 부실감사에 대한 소송위험 등 감사인이 부담해야할 위험이 증가했기 때문이다. 따라서 외부감사인은 동 제도 시행 이전보다 더욱 엄격하고 보수적인 회계처리가 이루어졌을 가능성이 높다. 또한 경영자 입장에서 동 제도의 시행 이후에 분식회계 등의 편법적 방법을 동원하는 경우 동 제도 시행 이전 보다 적발될 가능성이 증가했고 분식회계에 대한 형사상의 책임에

대한 위험이 증가하여 GAAP을 위반할 소지가 있는 무리한 회계선택이 감소했기 때문에 동 제도 시행 이전보다 이후에 이익조정수준이 감소한 것으로 해석된다.

또한 최관·정병욱(1998)과 김경호·박종일(1999)은 부도발생(부실발생) 직전년도에 하향의 이익조정을 하는 현상에 대하여 직전년도에 재무적 탄력성이 낮아져 대체적인 회계처리 가능성의 여지가 줄어들었기 때문으로 해석하였다. 그러나 부실기업의 경영자가 의도적으로 개입하여 보고이익을 낮추었다는 것은 직관과 일치하지 않는다. 선행연구에서는 재량적 발생액을 이용한 이익조정의 경우 당기의 이익조정이 차기에 반전된다는 연구결과를 보고하고 있다(Beneish, 1997). 재량적 발생액을 이용한 이익조정이 필연적으로 반전되는 현상이 나타난다면 상장폐지 기업의 경영자는 회계선택에 대한 보고이익 감소를 최소화하려 할 것이다. 과거 상장폐지를 모면하기 위하여 발생액의 반전을 최소화할 수 있었던 반면, 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에는 규제당국의 및 외부감사인의 감시가 강화되어 동 제도 시행 이전보다 발생액의 반전현상을 최소화 하지 못했기 때문에 나타난 현상으로 판단된다.

〈표 4-7〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향
(재량적 발생액 이익조정)

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 SISOD_t + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(11)}$$

종속변수	t-3(N=177)		t-2(N=237)		t-1(N=293)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	-0.683	-2.232**	-0.913	-2.184**	-2.491	-4.373***
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	0.037	2.006**	0.055	2.262**	0.141	4.367***
<i>LEV_{i,t}</i>	-0.018	-0.455	-0.239	-4.864***	-0.395	-6.377***
<i>GROW_{i,t}</i>	0.004	0.250	0.052	2.145**	0.044	1.678*
<i>CFO_{i,t}</i>	-0.601	-5.813***	-0.198	-1.926*	-0.478	-4.856***
<i>SISOD_t</i>	-0.104	-2.910***	-0.044	-1.022	-0.114	-1.934*
<i>MK</i>	0.007	0.144	0.010	0.173	-0.019	-0.232
<i>ΣIND</i>	포 함		포 함		포 함	
<i>F값</i>	4.232***		3.700***		5.841***	
<i>Adj. R²</i>	0.205		0.138		0.188	

주1) 변수의 조작적 정의 :

DA_{i,t} : t년도 i기업의 재량적 발생액

SIZE_{i,t-1} : t-1년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값

LEV_{i,t} : t년도 i기업의 총부채를 t-1년도 총자산으로 나눈 값

GROW_{i,t} : t년도 i기업의 매출액의 변화분((당기 매출액-전기 매출액)/전기매출액)을 t-1년도 매출액으로 나눈 값

CFO_{i,t} : t년도 i기업의 영업현금흐름을 t-1년도 총자산으로 나눈 값

SISOD_t : t년도 상장폐지 실질심사제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

MK_i : t년도 i기업이 유가증권상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0

ΣIND_i : i기업이 해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

2) 실제 활동 이익조정수준에 미친 영향

〈표 4-8〉은 동 제도 시행 전·후의 실제 활동을 이용한 이익조정의 변화를 식(13)의 모형식을 이용하여 연구가설 2-2을 검증하기 위한 회귀분석 결과이다. 동 제도 시행 전후를 나타내는 $SISOD_{i,t}$ 에서 $t-3$, $t-2$, $t-1$ 년도에 각각 -0.041 , -0.104 (10% 유의수준), -0.160 (1% 유의수준)로 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다. $t-3$ 년에 유의한 결과가 나타나지 않아 강건하게 주장할 수 없으나 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 실제 활동 이익조정 수준이 더욱 감소한 것으로 해석할 수 있다. 이는 보고이익을 높이기 위하여 비정상적으로 매출을 증대시키는 활동이나 생산량을 확대하여 단위당 고정제조간접비를 낮추어 매출원가를 감소시켜 보고이익을 증가시키는 활동이 감소했기 때문으로 추측된다. 매출을 촉진하기 위하여 비정상적인 판촉 행사 또는 가격 할인을 실시하고 신용 정책을 완화하는 경우 매출액은 증가하지만 대손상각금이 증가하게 된다. 또한 예상 판매량 이상의 과대생산으로 매출원가를 감소시키는 경우 재고 보유 비용이 증가하고 재고가 진부화 될 가능성이 높으며 재고자산 평가손실 등으로 이어질 수 있다. 일시적 밀어내기 매출 증대나 생산량의 확대를 통한 이익조정은 형식적 요건의 해당여부는 회피할 수 있으나 질적인 기준까지 함께 고려하는 경우 실질심사에 의하여 상장폐지될 가능성이 증가하였기 때문에 실질심사제도의 시행으로 실제 활동 이익조정 수준이 감소한 것으로 해석된다.

따라서 실질심사제도의 시행으로 상장폐지 요건을 회피하기 위하여 가장 납입, 편법적 유상증자, 임의적·일시적 매출 증대, 분식회계 등을 통하여 형식적 요건을 모면한 사실이 확인되는 경우 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되어 곧 바로 상장폐지로 이어질 위험이 증가했기 때문에 실제 활동 이익조정을 동 제도 시행 이전보다 적극적으로 활용할 수 없었기 때문으로 해석된다.

〈표 4-8〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향
(실제 활동 이익조정)

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SISOD_t + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(13)}$$

종속변수	t-3(N=177)		t-2(N=237)		t-1(N=293)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	0.345	0.498	0.445	0.884	0.691	1.135
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	-0.008	-0.206	-0.022	-0.746	-0.036	-1.058
<i>LEV_{i,t}</i>	0.165	1.915*	-0.046	-0.725	0.057	0.831
<i>GROW_{i,t}</i>	0.000	0.007	0.022	0.728	0.025	0.912
<i>ROA_{i,t}</i>	0.106	0.823	-0.227	-3.463***	-0.165	-2.952***
<i>SISOD_t</i>	-0.040	-0.475	-0.104	-1.936*	-0.160	-2.611***
<i>MK_i</i>	-0.046	-0.409	-0.049	-0.654	-0.124	-1.431
<i>ΣIND</i>	포 함		포 함		포 함	
<i>F값</i>	1.376		1.911**		3.131***	
<i>Adj. R²</i>	0.029		0.051		0.093	

주1) 변수의 조작적 정의 :

REM_{i,t} : $AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbPC + AbDE \times (-1)$

SIZE_{i,t-1} : t-1년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값

LEV_{i,t} : t년도 i기업의 총부채를 t-1년도 총자산으로 나눈 값

GROW_{i,t} : t년도 i기업의 매출액의 변화분((당기 매출액-전기 매출액)/전기매출액)을 t-1년도 매출액으로 나눈 값

ROA_{i,t} : t년도 i기업의 당기순이익을 t-1년도 총자산으로 나눈 값

SISOD_t : t년도 상장폐지 실질심사제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

MK_{i,t} : t년도 i기업이 유가증권상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0

ΣIND_i : i기업이 해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

제 5 절 추가분석

1. 기간변수를 이용하여 이익조정 형태를 분석한 결과

상장폐지 이전에 이익조정의 형태와 관련하여 강건성(robustness)을 확인하기 위하여 기간($Time_{i,t}$)변수를 이용하여 분석한 결과를 <표 4-9>에 제시하였다. 본 분석의 연구모형 식(10)에서 상장폐지 t-3을 나타내는 $Time_{i,t-3}$ 변수와 상장폐지 직전을 나타내는 $Time_{i,t-1}$ 변수를 하나의 변수인 $Time_{i,t}$ 변수로 대체하여 식(10-1, 12-1)으로 모형식을 변경하였다. $Time_{i,t}$ 변수의 정의는 본 분석에서 상장폐지 t-2를 기준으로 살펴본 것과 일관되도록 상장폐지 t-3이면 -1, t-2이면 0, t-1이면 1의 값을 부여하고 회귀분석을 수행하였다.

추가분석결과 $Time_{i,t}$ 변수와 재량적 발생액($DA_{i,t}$)과의 관계에서 회귀계수는 -0.126으로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 가지는 것으로 나타났다. 실제 활동을 이용한 이익조정($REM_{i,t}$)과의 관계에서는 0.010로 양(+)의 관계를 보이고 있으나 통계적으로 유의하지 않았으며 t-값도 0.393으로 매우 낮았다. 기간(추세)변수로 확인한 결과에서도 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 상장폐지에 가까워질수록 체계적으로 감소하지만 실제 활동을 이용한 이익조정수준은 증가 또는 감소하지 않는 것으로 나타나 본 분석의 연구결과와 동일하게 나타났다.

〈표 4-9〉 기간변수를 이용하여 이익조정 형태를 분석한 결과

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t} + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_{i,t} + \Sigma YEAR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식}(10-1)$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Time_{i,t} + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_{i,t} + \Sigma YEAR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식}(12-1)$$

종속변수	$DA_{i,t}$ (N=879)		$REM_{i,t}$ (N=879)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	-1.724	-5.299***	0.264	0.710
$SIZE_{i,t-1}$	0.091	5.809***	-0.016	-0.807
$LEV_{i,t}$	-0.245	-8.326***	0.040	1.064
$GROW_{i,t}$	0.048	3.621***	0.017	1.015
$CFO_{i,t}$	-0.460	-8.253***	-	-
$ROA_{i,t}$	-	-	-0.146	-3.992***
$Time_{i,t}$	-0.126	-6.544***	0.010	0.393
$MK_{i,t}$	-0.028	-0.695	-0.081	-1.611
$\Sigma IND_{i,t}$	포 함		포 함	
$\Sigma YEAR_{i,t}$	포 함		포 함	
F_{stat}	8.427***		4.038***	
$Adj. R^2$	0.175		0.080	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(10), 식(12) 참조

$Time_t$: t년도 i기업이 상장폐지 t-3이면 -1, t-2이면 0, t-1이면 1

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

2. 실제 활동 이익조정 각 활동별 형태 및 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향

상장폐지 기업의 이익조정 형태를 각 활동별로 살펴본 결과를 〈표 4-10〉에 제시하였다. 주요 관심변수인 $Time_{i,t-3}$, $Time_{i,t-1}$ 변수에서 본 분석과 같이 통계적인 유의성은 확인할 수 없었다. 비정상 영업현금흐름($AbCFO_{i,t}$)과 상장폐지 t-3년을 나타내는 $Time_{i,t-3}$ 변수에서만 5% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있다(계수값=-0.042, t-값=-1.944). 이는 상장폐지 t-3년도와 t-2년도보다 비정상 영업현금흐름($AbCFO_{i,t}$)을 이용한 이익조정수준이 낮은 것을 의미한다. 또한 t-2년과 t-1년의 차이를 나타내는 $Time_{i,t-1}$ 변수에서는

0.003으로 양(+)의 계수값을 가지나 통계적으로 유의하지 않았으며, t -값도 0.124로 매우 낮았다. <표 4-2>와 <표 4-10>의 결과를 종합하면 상장폐지 기업은 비정상 영업현금흐름¹⁶⁾($AbCFO_{i,t}$)을 통한 이익조정수준을 상장폐지 $t-2$ 년부터 높은 수준을 유지하는 것으로 해석된다. 비정상 생산원가($AbPC_{i,t}$)을 이용한 이익조정의 경우 보고이익을 상향조정하기 위하여 $t-3$ 년부터 $t-1$ 년까지 지속적으로 보고이익을 높이기 위하여 높은 이익조정수준을 유지하는 것으로 해석된다. 반면 비정상 재량적 비용($AbDE_{i,t}$)을 이용한 이익조정의 경우 경영자의 재량권을 이용하여 지출규모를 축소하는 이익조정은 적극적으로 활용하지 않는 것으로 보인다. 이는 부실화가 진행되면서 이미 삭감할 수 있는 재량적 지출은 모두 삭감하였기 때문에 더 이상 지출을 줄일 수 있는 여력이 없기 때문으로 추측된다.

16) 모형식 식(11)에 $Time_{i,t-2}, Time_{i,t-1}$ 로 변경하여 확인한 결과에서도 $AbCFO_{i,t}$ 변수에서 회귀계수값(t -값)이 각각 0.042(1.944), 0.045(1.784)로 10% 수준에서 유의한 결과가 나타났다. 이는 $t-3$ 년보다 $t-2$ 년, $t-1$ 년에 비정상 영업현금흐름이 높은 것을 의미한다. 그러나 $AbPC_{i,t}$ 변수와 $AbDE_{i,t}$ 변수에서는 분석결과와 동일하게 유의한 결과는 확인할 수 없었다.

〈표 4-10〉 실제 활동 이익조정 각 활동별 형태 분석

$$Ab(CFO, PC, DE)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Time_{t-3} + \beta_6 Time_{t-1} + \beta_7 MK_i + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \text{식}(12-2)$$

종속변수	$AbCFO_{i,t}$ (N=879)		$AbPC_{i,t}$ (N=879)		$AbDE_{i,t}$ (N=879)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	0.486	2.737***	-0.288	-1.611	0.085	0.612
$SIZE_{i,t-1}$	-0.031	-3.147***	0.016	1.581	0.000	-0.031
$LEV_{i,t}$	0.074	3.868***	0.050	2.597***	-0.085	-5.700***
$GROW_{i,t}$	0.024	2.787***	0.015	1.756*	-0.022	-3.238***
$ROA_{i,t}$	-0.124	-6.605***	-0.051	-2.718***	0.028	1.898*
$Time_{i,t-3}$	-0.042	-1.944*	0.009	0.402	-0.005	-0.266
$Time_{i,t-1}$	0.003	0.124	-0.022	-0.994	0.000	-0.008
$MK_{i,t}$	포 함		포 함		포 함	
ΣIND	포 함		포 함		포 함	
$\Sigma YEAR$	포 함		포 함		포 함	
F_{adj}	9.186***		2.294***		3.634***	
$Adj. R^2$	0.195		0.037		0.072	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(12) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

연구가설 2-2를 검증하기 위하여 상장폐지 실질심사제도 시행 이전에 비해 이후 기간에 실제 활동 이익조정수준이 감소했는지에 대하여 통합수준 ($REM_{i,t}$)에서 검증하였다. 〈표 4-11〉은 각 실제 활동 이익조정 활동별 이익조정수준이 감소했는지에 대하여 상장폐지 직전년도에 대한 회귀분석결과가 제시되어 있다. 매출활동을 이용하여 보고이익을 조정하는 활동인 비정상 영업현금흐름($AbCFO_{i,t}$)과 상장폐지 실질심사제도 시행 전후를 나타내는 $SISOD_{i,t}$ 변수와의 관계에서 회귀계수는 -0.079으로 5% 수준에서 유의하게 나타나 비정상적인 판촉행사나 가격할인, 신용정책을 완화하거나 밀어내기식 일시적 매출이나 분식회계 등을 통하여 매출원가나 매출액을 과대계상하는 등의 활동을 동 제도 시행 이전보다 적극적으로 활용하지 못했기 때문으로 해석된다. 생산 활동($AbPC_{i,t}$)을 이용한 이익조정수준도 동 제도 시행 이후에 이익조정수준이 감소한 것으로 나타났다(계수값=-0.067, t-값=-2.105, 5%

수준에서 유의함). 과대생산을 통하여 보고이익을 상향조정하는 경우 단위당 매출원가는 감소하지만 기말에 불필요한 재고자산은 증가하게 된다. 부실기업의 경우 매출액 미달, 자본잠식, 감사의견미달 등 상장폐지 사유가 종합적으로 나타날 가능성이 존재하며, 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되는 경우 전기에 예상 판매량 이상의 생산량 증가는 질적 심사에 있어 부정적인 영향을 미치기 때문에 경영자가 과대생산을 통한 이익조정수준이 감소한 것으로 보인다. 비용지출활동($AbDE_{i,t}$)을 이용한 이익조정은 $-0.014(SISOD_{i,t})$ 로 음(-)의 계수값을 보이나 유의하지 않았다. 재량적 지출과 관련된 대표적인 항목인 광고선전비, 연구개발비 또는 복리후생비 등의 삭감을 통한 이익조정은 상장폐지 실질심사제도와 관련성이 낮기 때문으로 해석된다.

〈표 4-11〉 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미친 영향
(실제 활동 이익조정 각 활동별)

$$Ab(CFO, PC, DE)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SISOD_{i,t} + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_{i,t} + \Sigma YEAR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식}(13-1)$$

종속변수	$AbCFO_{i,t}$ t-1(N=293)		$AbPC_{i,t}$ t-1(N=293)		$AbDE_{i,t}$ t-1(N=293)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	0.885	2.550**	-0.126	-0.402	-0.068	-0.283
$SIZE_{i,t-1}$	-0.049	-2.484**	0.008	0.453	0.004	0.314
$LEV_{i,t}$	0.043	1.106	0.060	1.705*	-0.047	-1.729*
$GROW_{i,t}$	0.039	2.511**	0.002	0.173	-0.017	-1.547
$ROA_{i,t}$	-0.139	-4.347***	-0.041	-1.433	0.015	0.681
$SISOD_{i,t}$	-0.079	-2.267**	-0.067	-2.105**	-0.014	-0.581
MK	0.024	0.480	-0.112	-2.492**	-0.036	-1.055
ΣIND	포 함		포 함		포 함	
$F_{값}$	6.545***		1.758**		1.268	
$Adj. R^2$	0.210		0.035		0.013	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(13) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

3. K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석

재량적 발생액은 연구에 따라 이익의 질의 대용치로 사용된다. 여은정 등 (2007)은 2005년 국제회계기준(IFRS)을 전면 도입한 국가인 독일, 영국, 홍콩 기업을 대상으로 이익의 질에 미치는 영향을 도입 전·후를 비교하여 분석하였다. 이익의 질의 대용치로 수정 Jones 모형을 이용하여 추정하고 재량적 발생액의 절대값을 이용하였다. 분석에 사용된 표본은 2005년을 기준으로 IFRS 도입전 2년도와 도입후 1년도를 대상으로 독일이 1484기업-연도, 영국은 5,006기업-연도, 홍콩은 542기업-연도를 대상으로 실증분석한 결과를 살펴보면, 독일 기업의 경우에는 유의적인 결과를 확인할 수 없었으나, 영국과 홍콩의 경우에는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 나타나 영국과 홍콩의 경우 IFRS 도입 이후에 이익의 질이 개선되었다고 주장하였다.

Jeanjean and Stolowy(2008)는 호주, 프랑스와 영국을 대상으로 IFRS 도입 이전과 도입 이후에 적자회피를 위한 이익조정 행위를 분석하였다. 관찰기업은 호주는 422기업(1,933기업-연도), 프랑스 321기업(1,316기업-연도), 영국은 403기업(1,802기업-연도)을 대상으로 비교 분석한 결과 호주, 프랑스 및 영국에서 IFRS 도입이 적자회피를 위한 이익조정이 감소하지 않았으며 오히려 프랑스는 이익조정이 증가하였다는 연구결과를 제시하였다.

선행연구에 의하면 IFRS를 의무 도입한 국가에서 국가별로 다른 연구결과를 보고하고 있다. 발생액의 질이 증가 또는 감소하는 연구를 보고하는 한편 도입이전과 도입 이후에 발생액의 질에 차이가 없는 연구결과도 보고하고 있다. 우리나라는 2007년 3월 IFRS 도입을 위한 로드맵을 발표하였으며, IFRS를 번역 정리한 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards, 이하 “K-IFRS”라 한다)을 제정·발표하였다. 2011년부터 국내 모든 상장기업에 대해서 K-IFRS를 적용한 재무제표를 작성 및 공시하고 있으며 2011년 전면 도입 시행되고 있다. 본 연구의 연구표본에는 2011년 재무자료가 포함되어 있으며 강건성(robustness)을 검증 위하여 K-IFRS 의무 시행시기인 2011년¹⁷⁾에 해당하는 34기업을 표본에서 제거하고 연구가

17) 본 연구가 상장폐지 직전이 대상이기 때문에 2012년 상장폐지된 기업을 표본에서 제거하였다.

설 2-1, 2-2에 대한 분석결과를 각각 <표 4-12>과 <표 4-13>에 제시하였다. 재량적 발생액 이익조정수준은 본분석의 연구결과와 동일하게 실질심사제도 시행 전후 변수인 $SISOD_{i,t}$ 에서 t-3, t-2, t-1년에 각각 -0.112(5% 유의수준), -0.032, -0.124(10% 유의수준)로 음(-)의 회귀계수값을 가지는 것으로 나타나 본 분석과 유사하게 나타났다. <표 4-9>의 실제 활동 이익조정수준과 관련하여서는 t-2년에는 -0.076로 음(-)의 관계를 보이지만 통계적으로 유의하지 않았으나 t-1년에서 -0.159로 5% 유의수준에서 유의하게 나타나 본 분석과 동일하게 음(-)의 관계를 보이고 있어 GAAP 차이의 영향은 없었던 것으로 판단된다.

<표 4-12> K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석(재량적 발생액)

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 SISOD_t + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(11)}$$

종속변수	t-3(N=143)		t-2(N=203)		t-1(N=259)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	-0.684	-1.863*	-0.751	-1.469	-2.640	-4.044***
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	0.036	1.659*	0.045	1.523	0.150	4.066***
<i>LEV_{i,t}</i>	-0.017	-0.338	-0.253	-4.694***	-0.395	-5.915***
<i>GROW_{i,t}</i>	-0.006	-0.320	0.070	2.596**	0.047	1.588
<i>CFO_{i,t}</i>	-0.638	-5.788***	-0.209	-1.880*	-0.476	-4.530***
<i>SISOD_t</i>	-0.112	-2.421**	-0.032	-0.659	-0.124	-1.932*
<i>MK</i>	0.037	0.643	0.032	0.465	-0.032	-0.345
<i>ΣIND</i>	포 함		포 함		포 함	
<i>F값</i>	4.229***		3.221***		5.304***	
<i>Adj. R²</i>	0.242		0.133		0.189	

주1) 변수의 조작적 정의 : (식11)참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

〈표 4-13〉 K-IFRS 의무시행 기간을 제거하고 분석(실제 활동 이익조정)

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SISOD_{i,t} + \beta_6 MK_{i,t} + \Sigma IND_i + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(13)}$$

종속변수	t-3(N=143)		t-2(N=203)		t-1(N=259)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Intercept</i>	0.630	0.751	0.878	1.488	1.006	1.498
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	-0.023	-0.462	-0.046	-1.331	-0.052	-1.366
<i>LEV_{i,t}</i>	0.172	1.562	-0.082	-1.213	0.016	0.225
<i>GROW_{i,t}</i>	0.002	0.034	0.043	1.323	0.037	1.253
<i>ROA_{i,t}</i>	0.131	0.901	-0.247	-3.612***	-0.170	-2.967***
<i>SISOD_{i,t}</i>	0.004	0.036	-0.076	-1.303	-0.159	-2.483**
<i>MK_i</i>	-0.044	-0.337	-0.012	-0.148	-0.131	-1.425
<i>ΣIND</i>	포 함		포 함		포 함	
<i>F값</i>	1.319		2.041**		3.422***	
<i>Adj. R²</i>	0.030		0.067		0.116	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(13) 참조

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4. 상장폐지 실질심사 대상으로 선정되고 상장유지된 기업과 상장폐지된 기업간 이익조정수준을 비교분석한 결과(코스닥 기업을 중심으로)

상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 상장폐지된 기업을 3그룹으로 분류하여 추가분석¹⁸⁾을 수행하였다. 실질심사 대상기업으로 선정되었으나 상장유지된 30기업-연도(*STLIST_{i,t+1}*)과 실질심사에 의하여 상장폐지된 56기업-연도(*SIDEL_{i,t+1}*), 그리고 형식적 요건에 의하여 상장폐지된 130기업-연도(*FODEL_{i,t+1}*)의 이익조정수준을 비교분석한 결과를 〈표 4-14〉에 제시하였다. 우선, *DA_{i,t}*을 종속변수로 이용한 모형에서는 *SIDEL_{i,t+1}*, *FODEL_{i,t+1}*변수와 통계적으로 유의적인 관계가 나타나지 않았다. 재량적 발생액 이익조정수준은 상장폐지 직전년도에 상장폐지된 기업(형식적 요건에 의한 상장폐지 기업, 실질심사에 의한 상장폐지 기업)과 실질심사로 선정되고 상장유지된 기

18) 추가분석을 위하여 실질심사 대상기업으로 선정되고 상장유지된 30기업(종속변수 및 독립변수와 관련된 재무자료를 입수할 수 있는 기업)을 표본에 포함하여 회귀분석을 수행하였다.

업과 차이는 없는 것을 의미한다. 이는 실질심사제도 시행 이후에 재무활동과 관련하여 부실기업에 대한 관리 감독이 전반적으로 강화되었기 때문으로 해석된다. 그러나 $REM_{i,t}$ 을 종속변수로 이용한 모형에서 $SIDEL_{i,t+1}$ 는 0.272, $FODEL_{i,t+1}$ 는 0.229로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. $AbCFO_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$, $AbDE_{i,t}$ 과 $SIDEL_{i,t+1}$, $FODEL_{i,t+1}$ 의 관계를 살펴본 결과, 통계적 유의성이 일관된 결과를 보여주고 있지 않지만 부호는 모두 양(+)의 관계를 보이고 있다. 실제 활동 이익조정수준이 높을수록 당기성과에는 긍정적인 영향을 미칠지 모르나 차기 이후에는 장·단기적으로 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 선행연구결과와 일치하는 결과로 왜곡된 기업자원의 배분에 대한 의사결정으로 상장폐지 직전년도에 높은 이익조정수준을 유지하여 이익을 상향조정할 수 있었으나 비효율적 자원배분으로 차기의 성과는 더욱 악화 되어 상장폐지로 이어진 것으로 해석된다(김지홍 등, 2009; 강선아·전성빈, 2010; 전홍주, 2011). 표로는 제시 하지 않았으나 상장폐지 실질심사의 대상기업으로 선정된 기업의 선정 직전년도에 대한 기술통계분석¹⁹⁾에서 평균이 $-0.187(REM_{i,t})$, $-0.027(AbCFO_{i,t})$, $-0.010(AbPC_{i,t})$, $-0.060(AbDE_{i,t})$ 으로 오히려 하향의 이익조정수준을 보이고 있다.

이상의 결과를 종합하면, 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 부실기업은 재량적 발생액을 이용한 이익조정에서는 상장폐지된 기업(형식적 요건으로 상장폐지된 기업과 실질심사로 상장폐지된 기업)과 실질심사로 상장유지된 기업과 유의적인 차이는 없는 것으로 나타났다. 반면 상장폐지된 기업은 실질심사로 상장유지된 기업보다 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 높았다. 부실기업에 대한 관리 감독이 강화되어 적발 또는 제재당할 위험이 높은 발생액 이익조정 수단을 활용하지 않는 반면 부실기업들이 일시적으로 상장폐지를 면하기 위하여 기업의 자원 배분을 왜곡하여 실제 활동 이익조정수준을 높게 유지하다가 결국 경영성과가 더욱 악화되어 상장폐지로 이어진 것으로 해석된다.

19) 상장유지 30기업-연도에 대하여 평균이 영(0)과 유의적인 차이를 보이는지 검증한 결과에서 $REM_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$ 은 10% 유의수준에서 유의한 결과가 나타났으나, $AbCFO_{i,t}$, $AbDE_{i,t}$ 에서는 유의한 결과는 확인할 수 없었다.

〈표 4-14〉 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되고 상장유지된 기업과 비교
분석한 결과

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 STLIST_{i,t+1} + \beta_6 FODEL_{i,t+1} + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(14)}$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 STLIST_{i,t+1} + \beta_6 FODEL_{i,t+1} + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(15)}$$

종속변수	$DA_{i,t}$ (N=191)		$REM_{i,t}$ (N=191)			
	계수	t-통계량	계수	t-통계량		
$Intercept$	-2.944	-3.216***	0.215	0.267		
$SIZE_{i,t-1}$	0.142	2.750***	-0.020	-0.435		
$LEV_{i,t}$	-0.264	-2.952***	0.038	0.473		
$GROW_{i,t}$	0.019	0.519	0.013	0.411		
$CFO_{i,t}$	-0.485	-3.142***	-	-		
$ROA_{i,t}$	-	-	0.004	0.069		
$SIDEL_{i,t+1}$	-0.075	-0.615	0.272	2.543**		
$FODEL_{i,t+1}$	0.023	0.208	0.229	2.372**		
ΣIND_i	포 함		포 함			
$\Sigma YEAR_t$	포 함		포 함			
F_{adj}^2	2.832***		2.112***			
$Adj. R^2$	0.141		0.090			
종속변수	$AbCFO_{i,t}$ (N=191)		$AbPC_{i,t}$ (N=191)		$AbDE_{i,t}$ (N=191)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
$Intercept$	0.889	1.973*	-0.522	-1.189	-0.152	-0.428
$SIZE_{i,t-1}$	-0.051	-2.040**	0.024	0.980	0.008	0.391
$LEV_{i,t}$	0.019	0.419	0.064	1.471	-0.045	-1.275
$GROW_{i,t}$	0.017	0.936	0.010	0.554	-0.013	-0.939
$ROA_{i,t}$	-0.067	-1.923*	-0.003	-0.095	0.074	2.710***
$STLIST_{i,t+1}$	0.108	1.800*	0.139	2.386**	0.025	0.526
$FODEL_{i,t+1}$	0.061	1.131	0.112	2.131**	0.056	1.303
ΣIND	포 함		포 함		포 함	
$\Sigma YEAR_t$	포 함		포 함		포 함	
F_{adj}^2	2.348***		1.735**		2.408***	
$Adj. R^2$	0.108		0.062		0.112	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(10, 12) 참조

$SIDEL_{i,t+1}$: t+1년도 i기업이 상장폐지 실질심사 대상으로 선정되고 상장폐지 되었으면 1, 그렇지 않으면 0

$FODEL_{i,t+1}$: t+1년도 i기업이 형식적 요건에 의하여 상장폐지 되었으면 1, 그렇지 않으면 0

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

5. 상장회피 사유로 실질심사 대상기업으로 선정되어 상장폐지된 기업과 비교분석한 결과(코스닥 기업을 중심으로)

본 분석결과 상장폐지 기업이 주로 재량적 발생액을 이용한 이익조정 보다는 실제 활동을 이용하여 보고이익을 증가시키고 있는 것을 확인하였다. 특히 상장폐지를 모면하고 상장회피 사유로 실질심사 대상기업으로 선정된 기업의 경우 실제 활동을 이용한 이익조정을 보다 적극적으로 활용할 것으로 예상되어 추가분석을 수행하였다. <표 4-15> 상장회피 사유로 상장폐지된 기업과 비교 분석한 회귀분석결과이다. 추가분석결과 상장회피 사유로 상장폐지된 기업은 재량적 발생액($DA_{i,t}$)에서 $DELA V_{i,t+1}$ 의 회귀계수는 -0.362 로 1% 유의수준에서 음(-)의 유의한 결과를 보였다. 반면 실제 활동 이익조정 통합치인 $REM_{i,t}$ 에서 $DELA V_{i,t+1}$ 의 회귀계수값은 0.430 로 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 각 활동별($AbCFO_{i,t}$, $AbPC_{i,t}$, $AbDE_{i,t}$)로 살펴본 결과에서도 $DELA V_{i,t+1}$ 의 회귀계수가 각각 0.179 , 0.155 , 0.096 으로 모두 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의한 결과가 나타났다. 상장폐지 실질심사 대상으로 선정되어 상장이 폐지될 위험이 있음에도 불구하고 형식적 요건을 회피한 기업의 경영자는 적발 또는 제재당할 위험이 높은 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 형식적 요건 등에 의해 상장폐지된 기업보다 더욱 낮게 유지하면서 실질적으로 사용할 수 있는 모든 활동을 동원하여 적극적으로 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 본 연구 결과와 일관되게 형식적 요건의 회피 수단으로 주로 실제 활동을 이용한 이익조정을 적극적으로 활용하는 것으로 해석되며 동 제도가 실효성 있게 작용하고 있는 것으로 판단된다.

〈표 4-15〉 상장회피 사유로 상장폐지된 기업과 비교 분석한 결과

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 DELAV_{i,t+1} + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(16)}$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 DELAV_{i,t+1} + \Sigma IND_i + \Sigma YEAR_t + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(17)}$$

종속변수	$DA_{i,t}$ (N=161)		$REM_{i,t}$ (N=161)			
	계수	t-통계량	계수	t-통계량		
$Intercept$	-2.433	-2.646***	-0.581	-0.681		
$SIZE_{i,t-1}$	0.127	2.451**	0.028	0.576		
$LEV_{i,t}$	-0.281	-3.383***	0.058	0.735		
$GROW_{i,t}$	0.019	0.577	0.001	0.048		
$CFO_{i,t}$	-0.718	-5.010***	-	-		
$ROA_{i,t}$	-	-	-0.025	-0.343		
$DELA V_{i,t+1}$	-0.362	-2.761***	0.430	3.405***		
ΣIND	포 함		포 함			
$\Sigma YEAR$	포 함		포 함			
$F_{값}$	4.173***		2.158***			
$Adj. R^2$	0.241		0.104			
종속변수	$AbCFO_{i,t}$ (N=161)		$AbPC_{i,t}$ (N=161)		$AbDE_{i,t}$ (N=161)	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
$Intercept$	0.928	1.812*	-0.748	-1.554	-0.762	-2.080**
$SIZE_{i,t-1}$	-0.052	-1.779*	0.038	1.393	0.041	2.000**
$LEV_{i,t}$	0.031	0.639	0.081	1.802*	-0.053	-1.551
$GROW_{i,t}$	0.006	0.349	0.006	0.348	-0.011	-0.834
$ROA_{i,t}$	-0.082	-1.860*	0.002	0.058	0.055	1.728*
$DELA V_{i,t+1}$	0.179	2.358**	0.155	2.176**	0.096	1.772*
ΣIND	포 함		포 함		포 함	
$\Sigma YEAR$	포 함		포 함		포 함	
$F_{값}$	2.620***		1.493		2.276***	
$Adj. R^2$	0.139		0.047		0.113	

주1) 변수의 조작적 정의 :

$DELAV_{i,t+1}$: t+1년도 i기업이 실질심사의 상장회피 사유로 상장폐지 되었으면 1,
그렇지 않으면 0

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

제 6 절 실증분석 결과 요약

본 연구는 상장폐지 이전에 이익조정 형태와 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다.

상장폐지를 모면하기 위하여 어떠한 이익조정 수단을 활용하는지 이익조정 형태를 분석한 결과에서, 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 상장폐지에 가까워질수록 감소하는 반면, 실제 활동을 이용한 이익조정수준은 t-3년부터 상장폐지 직전까지 높은 이익조정수준을 보였다. 추가적으로 시기변수로 확인한 결과에서도 본분석의 연구결과와 동일하게 나타났다.

상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과에서 재량적 발생액을 이용한 이익조정과 실제 활동을 이용한 이익조정 모두 동 제도 시행 이전에 상장이 폐지된 기업보다 동 제도 시행 이후에 상장이 폐지된 기업의 이익조정수준이 유의적으로 낮았다. 추가분석으로 2011년 K-IFRS을 의무 시행함에 따라 이익조정의 측정에 GAAP의 영향이 연구결과 의 왜곡을 초래할 가능성 존재하여 2012년도에 상장이 폐지된 기업을 표본에서 제거하고 분석한 결과에서도 본 분석의 연구결과와 동일하게 상장폐지 실질심사제도 시행 이후에 이익조정수준이 유의하게 낮은 것을 확인하였다.

실증분석의 결과를 종합하면 경영난을 겪고 있는 부실기업은 한국거래소의 상장폐지 요건을 모면하기 위하여 재량적 발생액을 이용한 이익조정 수단 보다는 실제 활동을 이용한 이익조정 수단을 지속적으로 활용하는 것으로 해석된다. 상장폐지 실질심사제도 시행으로 규제당국 및 외부감사인의 감시 및 심사기준의 강화되어 재량적 발생액 및 실제 활동을 이용한 이익조정을 동 제도 시행 이전보다 적극적으로 사용하지 못했기 때문으로 해석된다.

상장폐지 실질심사의 대상기업으로 선정되고 상장이 유지된 기업과 형식적 요건 및 실질심사로 상장이 폐지된 기업과 이익조정수준을 비교 분석한 결과에서 상장이 유지된 기업이 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 유의적으로 낮은 것을 확인하였다. 이러한 결과는 상장폐지를 모면하기 위한 이익조정 행위가 오히려 상장폐지로 이어질 가능성이 높은 것을 시사한다.

마지막으로 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되어 상장이 폐지될 위

힘이 있음에도 불구하고 형식적 요건을 모면한 기업이 어떠한 이익조정 수단을 적극적으로 사용하여 상장폐지를 모면하는지 추가분석한 결과에서 형식적 요건을 회피한 기업은 재량적 발생액 이익조정수준은 낮았고, 실제 활동을 이용한 이익조정수준은 높은 것으로 나타났다. 형식적 요건을 회피하기 위한 수단으로 주로 실제 활동을 이용한 이익조정을 하는 것으로 해석되며 동 제도가 실효성 있게 작용하고 있는 것으로 판단된다.

제 5 장 결 론

제 1 절 연구결과의 요약

본 연구는 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 분석대상기간은 2000년부터 2011년까지 유가증권상장과 코스닥상장에 상장되었으나 형식적 요건 및 상장폐지 실질심사에 의하여 상장폐지된 293기업을 대상으로 이익조정수준에 영향을 미치는 것으로 알려진 변수를 통제변수로 추가한 이후 회귀분석을 수행하였다.

본 연구에서 이익조정의 대용치는 재량적 발생액 및 실제 활동 이익조정 측정치를 이용하여 부실기업이 부실화가 진행되면서 이익조정수준에 변화가 있는지를 살펴보았다. 또한 상장폐지 실질심사제도 시행 이전과 이후에 이익조정수준에 차이가 있는지 여부를 분석하여 동 제도 시행에 따른 효과를 확인하였다.

우선 부실화가 진행되면서 이익조정수준에 변화가 있는지를 분석한 모형식 10과 모형식 12의 결과, 재량적 발생액의 이익조정수준은 상장폐지에 가까워질수록 이익조정수준이 유의적인 음(-)의 방향으로 감소하는 것을 발견한 반면 실제 활동 이익조정의 수준에서는 유의한 차이를 발견할 수 없었으며, 상장폐지 t-3년부터 t-1년까지 상향의 이익조정을 보이고 있었다. 이러한 결과는 상장폐지 기업이 부실화가 진행되는 과정에서 규제당국으로부터 적발 또는 제재당할 위험이 높은 발생액을 이용한 이익조정의 방법을 선택하기 보다는 상대적으로 안정적인 이익조정 수단인 실제 활동을 이용한 이익조정을 상장폐지 직전까지 지속적으로 활용하고 있는 것으로 해석된다.

상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정수준에 미친 영향을 분석한 모형식 11와 모형식 13의 결과에서 재량적 발생액의 이익조정수준은 동 제도 시행 이전보다 t-3, t-2, t-1년 각각 -0.104(1% 유의수준), -0.044, -0.114(10% 유의수준)로 음(-)의 회귀계수값을 가지는 것으로 나타났다<표 4-7>. 동 제도 시행으로 경영자가 재량적 발생액을 이용한 이익조정이나 분식회계 등의 편법적 방법을 동원하여 보고이익을 조정하기 더욱 어려워졌고, 감사인이 보

다 엄격한 감사절차를 수행하는 등 보수적인 회계처리가 이루어졌기 때문으로 추측된다. 실제 활동을 이용한 이익조정수준도 $t-3$, $t-2$, $t-1$ 년도에 각각 -0.041 , -0.104 (10% 유의수준), -0.160 (1% 유의수준)로 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다<표 4-8>. 이러한 결과는 실질심사제도의 시행으로 상장폐지 요건을 회피하기 위하여 가장납입, 임의적·일시적 매출 증대, 매출액이나 매출원가를 과대계상하는 분식회계 등을 통하여 형식적 요건을 모면한 사실이 확인되는 경우 상장폐지 실질심사의 대상으로 선정되어 곧바로 상장폐지로 이어질 위험이 증가했기 때문에 실제 활동 이익조정을 동 제도 시행 이전보다 적극적으로 활용할 수 없었기 때문으로 해석된다. 상장폐지 직전년도에 대한 각 활동별로 살펴본 결과에서 비정상 영업활동, 비정상 생산에서 유의적인 음(-)의 관계를 확인하였다. 편법적 매출증대나 불필요한 생산을 통하여 이익을 조정한 경우 질적 심사에 있어 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문에 이익조정수준이 감소한 것으로 보인다. 재량적 비용의 삭감을 통한 이익조정수준에는 유의한 차이가 없는 것으로 나타났는데 이는 질적 심사기준과 관련성이 상대적으로 낮기 때문으로 판단된다.

추가적으로 2011년 K-IFRS 의무도입으로 GAAP 차이의 영향을 고려하여 분석한 결과에서 본 분석의 연구결과와 동일하게 나타났으며, 상장폐지 실질심사 대상기업으로 선정되고 상장유지된 기업과 상장폐지된 기업을 비교분석한 결과에서 재량적 발생액의 이익조정수준은 유의적인 차이가 없는 반면 실제 활동 이익조정수준에서는 상장이 유지된 기업이 상장폐지된 기업보다 이익조정수준이 오히려 유의하게 낮았으며, 이익조정의 방향도 하향의 이익조정수준을 보였다. 실제 활동을 이용한 이익조정은 장·단기적으로 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 선행연구결과와 일치하는 결과로 해석된다(김지홍 등, 2009; 강선아·전성빈, 2010; 전홍주, 2011). 즉, 상장폐지 직전까지 왜곡된 의사결정을 지속함에 따라 결국 차기에 경영성과가 더욱 악화되어 상장폐지로 이어진 것으로 해석된다. 마지막으로 상장회피 사유로 실질심사 대상기업으로 선정되어 상장폐지된 기업은 재량적 발생액은 유의하게 낮고, 실제 활동 이익조정수준은 유의적으로 높게 나타나 상장회피를 위하여 실제 활동 이용한 이익조정을 적극적으로 활용하다가 질적 심사기준에 의하여 상장폐지된

것으로 해석된다.

제 2 절 연구의 의의 및 한계

본 연구는 상장폐지 기업이 부실화가 진행됨에 따라 이익조정수준의 변화와 상장폐지 실질심사제도 시행이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였으며 다음의 시사점을 제공한다.

첫째, 상장폐지 기업의 경우 부실화가 진행되면서 재량적 발생액을 이용한 이익조정수준은 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 실제 활동을 이용한 이익조정이 증가하는지에 대해 확인할 수 없었으나 부실기업이 비교적 지속적으로 활용하고 있음을 확인하였다. 이는 부실기업이 지속적으로 실제 활동을 이용하여 보고이익을 상향조정하고 있음을 의미한다. 경영상 왜곡된 자원배분이나 편법적인 방법을 동원하는 경우 악순환의 고리가 형성되어 차기 경영성과는 악화되고 이를 모면하고자 더욱 높은 수준의 왜곡된 의사결정이 이루어진다면, 결국 누적된 경영 비효율로 인해 시장에서 경쟁력은 상실되고 도태되어 상장폐지라는 결과를 초래한다. 이상의 결과는 투자자 및 채권자에게 상장폐지 기업이 어떠한 이익조정 수단을 이용하여 상장폐지를 모면하려 하는지에 대한 이해를 제고 점이다. 또한 투자자는 경영활동과 관련하여 지속적인 왜곡된 의사결정에 주의를 기울여야함을 시사한다.

둘째, 상장폐지 실질심사제도의 시행 이후에 재량적 발생액을 통한 이익조정수준과 실제 활동을 이용한 이익조정수준이 감소한 것으로 나타나 동 제도 시행으로 부실기업이 편법적인 방법을 동원하는 관행은 감소했고 시장의 건전성을 훼손하는 부실·불공정행위 기업이 조기에 상장폐지 됨으로써 나타난 결과로 정책당국에 동 제도의 효과성에 대한 논거를 제공하는데 의의가 있다고 본다. 그러나 동 제도 시행 이후에도 실제 활동을 이용한 상향의 이익조정수준이 감소하였으나 여전히 상향의 이익조정을 하고 있는 것으로 나타났다. 따라서 학계나 규제당국은 사전적으로 실제 활동을 이용한 이익조정을 억제하는 정책을 마련해야 할 것으로 판단된다.

셋째, 부실기업의 경영 실무자들에게 시사점을 제공한 점이다. 상장폐지

실질심사 대상기업으로 선정되고 상장유지 기업과 상장폐지된 기업을 비교 분석한 결과에서 상장유지 기업이 실제 활동 이익조정수준이 낮은 것을 확인하였다. 이러한 결과는 상장유지 기업은 편법적인 방법을 동원하기 보다는 경영정상화를 위하여 자구이행 계획을 충실하게 이행했기 때문으로 해석된다. 이는 역설적으로 상장폐지를 모면하기 위하여 이익조정을 활용하는 경우 오히려 상장이 폐지될 수 있음을 시사한다.

본 연구의 한계점은 이익조정의 추정에 측정오차가 개입될 수 있는 한계점을 배제할 수 없다. 본 연구에서는 상장폐지 기업에 대하여 충분한 시계열적 자료를 확보할 수 없어 산업-연도별 횡단면모형으로 측정하여 개별기업의 특성까지 고려하지 못한 점이다. 또한 GAAP이 허용하는 범위에서 이루어지는 이익조정과 분식회계 등에 의한 이익조작을 구분하지 않고 이익조정 추정모형을 사용하여 이익조정수준을 비교·분석한 점이다. 분식회계를 이용하여 매출액을 과대계상하고 이에 상응하는 매출원가를 과대계상하는 경우 이익조정과 이익조작간의 추정에 차이는 없을 것으로 예상되나 기타 분식회계와 관련하여서는 측정오차가 개입될 가능성이 높다. 유가증권시장 및 코스닥시장의 상장폐지 기업만을 대상으로 실증분석 한 바, 상장기업 전체로 일반화의 한계를 가지고 있다. 마지막으로 상장폐지 직전년도를 분석대상으로 한 점이다. 분기 또는 반기 감사보고서에 의하여 상장폐지된 기업이 표본에 포함되어 있는 점이다. 상장폐지 t-3, t-2, t-1년에 대하여 세분화 하지 못한 점은 아쉬움으로 남는다. 향후에 부실기업 또는 상장폐지 기업에 대해 부실화시기를 세분화하여 연구해 볼 가치가 있을 것으로 판단된다.

【참고문헌】

1. 국내문헌

- 강선아·전성빈, 2010, “실질활동을 이용한 이익조정의 차기 성과: 한국의 유상증자사례”, 「경영학연구」 제39권 제3호, pp.595-632.
- 곽영민·최종서, 2011, “신규상장기업의 이익조정과 생존가능성의 관련성: 코스닥 시장을 중심으로”, 「회계저널」 제20권 제3호, pp.231-263.
- 고대영·김문태, 2007, “정치적 비용가설에 대한 실증분석: 정유사의 이익관리를 중심으로”, 「회계저널」 제16권 제4호, pp.269-290.
- 권혜진, 2010, “증권집단소송법과 회계개혁법안의 도입이 이익조정수준에 미친 영향에 대한 연구”, 「회계와 감사연구」 제52호, pp.163-195.
- 김경호·박종일, 1999, “기업부실화 이전의 이익조정에 관한 연구”, 「회계저널」 제8권 제1호, pp.259-288.
- 김권중·김문철·전중열, 2004, “신규상장기업의 이익조정동기”, 「회계학연구」 제29권 제4호, pp.87-116.
- 김문철·황인태, 1996, “전기손익수정항목을 통한 이익조정행위에 대한 연구”, 「회계학연구」 제21권 제4호, pp.123-142.
- 김문태·이지현, 2012, “실질심사에 의한 상장폐지와 이익관리 형태에 관한 연구: 코스닥 기업을 중심으로”, 「회계정보연구」 제30권 제4호, pp.35-56.
- 김병태·김용식·홍용식, 2012, “한국채택국제회계기준 조기도입이 이익조정체 미치는 영향”, 「회계연구」 제17권 제3호, pp.83-112.
- 김지홍·고운성, 2006, “외환위기 이후의 부채비율감소와 이익조정행위에 관한 연구”, 「회계저널」 제15권 제2호, pp.119-141.
- 김지홍·배지현·고재민, 2009, “실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영

- 향”, 「회계학연구」 제34권 제4호, pp.31-70.
- 나종길·최정호, 2000, “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응”, 「회계학연구」 제25 제4호, pp.55-88.
- 박종일·남혜정·전규안, 2011, “비상장기업에서 실제 이익조정이 타인자본비용과 미래경영성과에 미치는 영향”, 「한국회계학회 학술발표논문집」
- 박종일·김정호, 2002, “세금비용과 이익조정이 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향”, 「회계학연구」 제27권 제2호, pp.81-144.
- 박홍조·지현미, 2010, “상장폐지 실질심사 제도 시행이 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향”, 「세무와회계저널」 제11권 제4호, pp.253-274.
- 보도자료, 2008, “상장·퇴출제도 선진화를 위한 상장규정 개정”, 「한국거래소」
- 보도자료, 2008, “코스닥시장 퇴출실질심사 운영방향”, 「한국거래소」
- 백원선·최 관, 1999, “이익조정과 법인세최소화 동기”, 「회계학연구」, 제24권 제1호, pp.115-139.
- 손성규·오명전, 2009, “관리종목 기업의 회계정보 효과” 「연세경영연구」 제45권 제2호, pp.127-146.
- 손성규·염지인, 2012, “코스닥시장에서의 상장폐지위험과 이익조정”, 「한국회계학회 학술발표논문집」
- 송인만·백원선·박현섭, 2004, “적자 보고를 회피하기 위한 이익조정”, 「회계저널」 제13권 제2호, pp.29-51.
- 여은정·고윤성·김지홍, 2007, “국제회계기준(IFRS)의 도입이 재무제표에 미치는 효과 -IFRS 도입국(독일, 영국, 홍콩)을 중심으로-”, 「국제회계연구」 제19집, pp.175-201.
- 오광욱·정석우, 2010, “한계세율과 과세소득과 관련된 회계선택과의 관계”, 「세무학연구」 제27권 제4호, pp.43-79.
- 장휘용, 1997, “부실표본기업을 이용한 우리나라 상장기업의 회계조정행위 분

- 석”, 「회계학연구」 제22권 제4호, pp.61-90.
- 전흥주, 2011, “실제 이익조정과 미래성과 및 자본시장의 이상현상”, 「국제회계연구」 제40집, pp.355-384.
- 정재욱·배길수, 2006, “지배주주의 이익극대화를 위한 합병 및 피합병사의 이익조정:관계사합병을 사용한 증거”, 「회계학연구」 제31권 제2호, pp.57-90.
- 정태범, 2013, “국제회계기준의 도입과 이익조정”, 「회계저널」 제22권 제1호, pp.327-348.
- 최 관·김문철, 1997, “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”, 「회계학연구」 제22권 제2호, pp.1-28.
- 최 관·백원선, 1999, “유상증자기업의 이익조정에 관한 연구”, 「회계학연구」 제24권 제4호, pp.1-27.
- 최 관·정병욱, 1998, “부실발생기업의 회계선택”, 「경영학연구」 제27권 제2호, pp.495-513.
- 최종규·김경민, 2005, “부채비율과 경영자의 이익조절”, 「회계학연구」 제30권 제3호, pp.113-145.
- 최종서·곽영민·백정한, 2010, “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구”, 「회계학연구」 제35권 제3호, pp.35-78.
- 최효순, 2008, “기업의 이익조정 유인에 대한 부채계약가설 재검증”, 「회계학연구」 제33권 제1호, pp.69-96.

2. 국외문헌

- Ahmed, A. S., S. J. Rasmussen, and S. Y. Tse, 2008, "Audit Quality, Alternative Monitoring Mechanism, and Cost of Capital: An Empirical Analysis", *Working paper*, Texas A&M University.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam, 1998, "The Effect of Audit Quality on Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 1, pp.1-24.
- Beneish, M. D., 1997, "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance", *Journal of Accounting and Public Policy* Vol. 16, No. 3, pp.271-309.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp.99-126.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin, 2008, "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings", *Working paper*, New York University.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys, 2008, "Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods", *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, pp.757-787.
- Calegari, M. J., 2000, "The Effect of Tax Accounting Rules on Capital Structure and Discretionary Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 1, pp.1-31.
- DeFond, M. L., and C. W. Park, 1997, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings", *Journal of Accounting and*

- Economics*, Vol. 23, No. 2, pp.115–139.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner, 1994, “Accounting Choice in Troubled Companies”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1–2, pp.113–143.
- DeAngelo, L. E., 1986, “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 3, pp.400–420.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1995, “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp.193–225.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1996, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, pp.1–20.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and R. L. Watts, 1998, “The Relation between Earnings and Cash Flows”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, No. 2, pp.133–168.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev, 2002, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 4, pp.35–59.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand, 2010, “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 2–3, pp.344–401.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo, 1994, “Debt Covenant Violation and

- Manipulation of Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1–2, pp.145–176.
- DeFond, M. L. and C. W. Park, 1997. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. 2, pp.115–139.
- DeFond, M. L. and K. R. Subramanyam, 1998, “Auditor Changes and Discretionary Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, No. 1, pp.35–67.
- Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser, 1999, “Earnings Management to Exceed Thresholds”, *Journal of Business*, Vol. 72, No. 1, pp.1–33.
- Erickson, M. and S. Wang, 1999, “Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, No. 2, pp.149–176.
- Fama, E. F. and K. R. French, 1993, “Common Risk Factors in the Returns of Stock and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, pp.3–56.
- Frank, M. M. and S. Rego, 2006, “Do Managers Use the Valuation Allowance Account to Manage Earnings around Certain Earnings Targets?”, *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 28, No. 1, pp.43–65.
- Gaver, J. J., K. M. Graver, and J. R. Austin, 1995, “Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, No. 1, pp.3–28.
- Guay, W. R., S. P. Kothari, and R. L. Watts, 1996, “A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models”, *Journal of*

- Accounting Research*, Vol. 34, No. 1, pp.83–105.
- Guenther, D. A., 1994, “Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from 1986 Tax Reform Act”, *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, pp.230–243.
- Guenther, D. A., E. L. Maydew, and S. E. Nutter, 1997, “Financial Reporting, Rax Costs, and Book – Tax Conformity”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. 3, pp.225 – 248.
- Guidry, F., A. J. Leone, and S. Rock, 1999, “Earnings–Based Bonus Plans and Earnings Management by Business unit Managers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, No. 1–3, pp.113–142.
- Gunny, K., 2005, “What are the Consequences of Real Earnings Management?” *Working paper*, University of California at Berkeley.
- Gunny, K. A., 2010, “The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmark“, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27, No. 3, pp.855–888.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting”, *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, pp.365–383.
- Healy, P. M., 1985, “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1–3, pp.85–107.
- Holthausen, R. W., D. F. Larcker, and R. G. Sloan, 1995, “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, No. 1, pp.29–74.

- Jeanjean, T. and H. Stolowy, 2008, "Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management before and after IFRS Adoption", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 27, No. 6, pp.480–494.
- Jones, J. J., 1991, "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp.193–228.
- Kahneman, D. and A. Tversky, 1979, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp.263–291.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley, 2005, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, pp.163–197.
- Leggett, D., L. M. Parsons, and A. L. Reitenga, 2009, "Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance", *Working paper*. University of Alabama.
- Mizik, N. and R. Jacobson, 2007, "Earnings Inflation Through Accruals and Real Activity Manipulation: Its Prevalence at the Time of an SEO and the Financial Market Consequences", *Working paper*, Columbia University.
- Phillips, J., M. Pincus, and S. O. Rego, 2003, "Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense", *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 2, pp.491–521.
- Perry, S. E. and T. H. Williams, 1994, "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 2, pp.157–179.
- Roychowdhury, S., 2006, "Earnings Management through Real Activities

- Manipulation”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 3, pp.335–370.
- Rangan, S., 1998, “Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, No. 1, pp.101–122.
- Schipper, K., 1989, “Commentary on Earnings Management”, *Accounting Horizons*, Vol. 3, No.4, pp.91–102.
- Sweeney, A. P., 1994, “Debt–Covenant Violation and Managers' Accounting Response”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 3, pp.281–308.
- Teoh, S. H., T. J. Wong, and G. Rao, 1994, “Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings”, *Working Paper*. University of Michigan.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998, “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, No. 1, pp.63–99.
- Xie, H., 2001, “The Mispricing of Abnormal Accruals”, *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 3, pp.357–373.
- Zang, A. Y., 2007, “Evidence on the Tradeoff Between Real Manipulation and Accrual Manipulation”, *Working paper*, Duke University.

ABSTRACT

The Patterns of Earnings Management of Delisted Companies and the Effect of Substantial Investigation System of Delisting on the Earnings Management

Park, Sang-Hoon
Major in Accounting
Dept. of Business Administration
The Graduate School
Hansung University

A new delisting system called "Substantial Investigation System of Delisting" have implemented the Korea Exchange at February 2009 with the aim of improving the market confidence. The main purpose of the delisting system are to evaluate substantial suitability as a listed company which include continuity of corporate management, transparency, financial information and business status, as well as existing formal delisting standards.

This study examined whether delisted companies have different earnings management patterns before delisting. I also examined empirically the effect of Substantial Investigation System of Delisting on earnings management of delisted companies. I performed empirical tests using 293 firm(897 firm-year) of delisted companies samples from 2003 to 2011.

Discretionary Accruals (DA) and Real Earnings Management (REM) were used as proxies for earnings management that could be estimated using a performance matched discretionary accrual measure from modified Jones Model (1995) and real earnings management from Roychowdhury Model (2006).

The empirical results of the study are as follows. First, the discretionary accruals of the delisted companies continue to declined throughout the three-year period investigated. Whilst there was no significant difference in real earnings managements. The delisted companies were capable of a high level of real earnings managements.

This finding indicated that the delisted companies used consistently earning management through real operating activities than accrual-based earnings management to avoid of existing formal delisting standards prior to delisting.

Second, discretionary accruals and real earnings management of the delisted companies decreased compared to those before implementation of new delisting system. This study provides empirical evidence that implementation of substantial investigation system of delisting influences the reduction of expedient and illegal the way.