



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



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

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

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

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

[Disclaimer](#)

2019년 2월

교육학석사(상업정보교육)학위논문

신규상장기업의 기업성과 기준 충족에 대한 이익조정 연구

A Study on the Earnings Management
for IPO Requirement of Firm Performances

조선대학교 교육대학원

상업정보교육전공

김 정 호

신규상장기업의 기업성과 기준 충족에 대한 이익조정 연구

A Study on the Earnings Management
for IPO Requirement of Firm Performances

2019년 2월

조선대학교 교육대학원

상업정보교육전공

김 정 호

신규상장기업의 기업성과 기준 충족에 대한 이익조정 연구

지도교수 김 문 태

이 논문을 교육학석사(상업정보교육)학위 청구논문으로 제출함.

2018년 10월

조선대학교 교육대학원

상업정보교육전공

김 정 호

김정호의 교육학 석사학위 논문을 인준함.

심사위원장 조선대학교 부교수 김 경 순 인

심 사 위 원 조선대학교 조교수 최 성 호 인

심 사 위 원 조선대학교 교 수 김 문 태 인

2018년 12월

조선대학교 교육대학원

ABSTRACT

제1장 서론

제1절 연구 목적	1
제2절 연구 범위 및 방법	2

제2장 이론적 배경 및 선행연구 검토

제1절 코스닥 시장 상장요건	4
-----------------------	---

제2절 코스닥 시장 상장의 장점

1. 세제 혜택	5
2. 자금조달능력 증대	6
3. 홍보 효과 및 공신력 제고	7
4. 기타	7

제3절 이익관리 고찰

1. 이익관리의 정의	8
2. 이익관리의 동기	9
3. 이익관리의 수단	15
4. 이익관리 통제장치	18

제4절 선행연구 검토

1. 코스닥 시장의 이익관리에 관한 선행연구	19
2. 신규상장기업의 이익관리에 관한 선행연구	23

제3장 연구 설계

제1절 연구가설 설정 25

제2절 변수 추정 및 모형 설계

1. 이익관리변수 추정 26

2. 가설검증모형 설계 27

3. 표본 선정 29

제4장 실증분석

제1절 기술통계량 32

제2절 상관분석 결과 34

제3절 평균차이분석 결과 36

제4절 다중회귀분석 결과 38

제5장 연구 결과와 한계 45

참고 문헌

<표 1> 코스닥 시장 상장요건	4
<표 2> 표본의 구성	29
<표 3> 기술통계량	32
<표 4> 상관분석 결과	34
<표 5> 평균차이분석 결과	36
<표 6> 다중회귀분석 결과	38

ABSTRACT

A Study on the Earnings Management for IPO Requirement of Firm Performances

Jeong-Ho Kim

Advisor : Prof. Moon-Tae Kim, Ph.D.

Major in Business Information Education

Graduate School of Education, Chosun University

This study aims to analyze the relationship between the requirements of initial public offerings(IPO) and earnings management in the KOSDAQ companies.

The sample consists of 1,202 yearly - industry samples that meet the sample selection requirements from 2000 to 2017, and it is divided into the pre - June 2014(930 firms) and later years(272 firms).

This study uses discretionary accruals that are estimated as the modified Jones model (Dechow et al., 1995) as the proxies of earnings management. The firm performance is determined by whether the three financial variables such as ROE, net profit, and sales and market capitalization satisfy the listing requirements.

Empirical analysis showed descriptive statistics, correlation analysis, mean difference analysis for univariate analysis, and multiple regression analysis.

Empirical results show that listing requirements for corporate performance

are significantly correlated with discretionary accruals at 1% level. The sample group that satisfied the 10% capital adequacy ratio, the sample company that achieved the net income of 2 billion standard requirement, the sample that satisfied the sales and market cap standard have higher discretionary accrual and a significant mean difference Respectively. In addition, the firms that meet the 10% equity ratio, the companies that achieve the net income of 2 billion, and the firms that meet the sales and market cap criteria have significant explanatory power on the discretionary accruals.

This study will contribute to presenting empirical evidence that government need to impose the strict regulation for the recently listed companies in the KOSDAQ market which are reluctant to adjust their performance to meet the new listing requirements. This paper proposes the necessity of strengthening of new listing requirements, listing requirements, regulation of disclosure of financial information, etc. As a result, the firms that may fabricate their performances at the time of listing is highly related to the cancellation of listing.

제1장 서론

제1절 연구 목적

본 연구는 코스닥(KOSDAQ) 시장에 신규상장 한 기업을 대상으로 기업공개(IPO, initial public offerings)시점에서 코스닥 시장 상장요건 중 기업성과요건의 선택이 이익조정에 미치는 설명관계를 실증분석 하는데 초점을 둔다.

코스닥 시장은 증권거래법 172조의 2의 규정에 의하여 증권업협회가 운영하는 증권시장으로, 유가증권시장에 상장하기 어려운 벤처기업 및 기술성장기업이 안정적이고 장기적인 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공한다.

IPO란 비상장기업이 유가증권시장이나 코스닥 시장에 상장하기 위해 그 주식을 법적인 절차와 방법에 따라 주식을 불특정 다수의 투자자들에게 팔고 재무내용을 공시하는 것이다. IPO는 주식의 대중화를 위한 거래소의 상장을 전제로 하고 있으므로 유가증권 인수업무에 관한 규정에 대한 일정한 요건을 충족하여야 한다. 코스닥 시장 상장요건 중 기업성과요건¹⁾은 자기자본이익률(ROE) 10%, 당기순이익 20억원, 매출액 100억원과 시가총액 300억원, 매출액증가율 20%이며, 한 가지 이상의 요건을 충족하면 상장이 가능하다.

IPO는 경영자에게 상향 이익조정²⁾의 동기를 부여할 수 있다. 특히 자금조달에 압박을 느끼는 기업이 IPO를 통하여 직접금융에 의한 자금조달이 가능해질 뿐만 아니라 금융기관과의 협상력도 증대되어 저렴한 금융비용으로 외부자금의 조달이 가능해지는 이점을 가질 수 있다. 코스닥 시장의 신규상장기업은 유가증권시장에 비하여 상대적으로 이익조정의 유인은 강한 반면, 그에 대한 감시와 견제는 미약할 것으로 예상된다. 그 원인으로는 첫째, 코스닥 기업은 최대주주가 대표이사인 경우가 대부분이며 최대주주 1인에 의한 소유 집중도가 매우 높은 기업지배구조의 특성을 지닌다. 둘째, 코스닥 기업은 소규모의 기업이므로 기관투자가, 재무분석가 및

1) 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)에서 발췌하였다(2014.6.18. 개정규정 기준).

금융기관에 의한 분석과 추적이 소홀할 가능성이 크며 기업에 대한 정보가 제한적으로 투자자에게 전달될 소지가 있다. 셋째, 코스닥 시장의 상장요건은 유가증권시장의 상장요건에 비해 완화되어 있고, 재무제표의 작성이나 회계감사에 있어서도 상대적으로 덜 까다로운 절차를 거친다. 때문에 IPO에 따른 이익조정이 이루어질 가능성이 존재한다(곽영민과 최종서, 2011).

최근 여러 연구들에서 코스닥 신규상장기업의 경영자가 IPO요건 충족과 신규공모주 가격을 보다 높게 책정 받기 위하여 IPO심사와 신규공모가 형성에 바탕이 되는 상장 직전의 회계이익을 상향조정하는 경향이 있으며(이정연 등, 2005; 윤순석과 김효진, 2007) 그러한 상향 이익조정현상이 경영자의 소유주식 처분을 통한 사적이익 추구행위와 관련되어 있음을 제시하고 있다(최종서 등, 2010). 이는 건전한 기업을 선별하여 시장에 진입시키기 위한 코스닥 시장에서의 신규상장을 위한 제도적 장치가 견고하지 못함을 시사한다. 신규상장 직전의 상향 이익조정이 기업의 미래성장성에 대한 경영자의 사적정보를 반영하기 위한 목적에서 수행되었다면 이는 경영자와 이해관계자의 정보비대칭을 완화시키고 성장가능성이 큰 기업이 증권시장으로부터 원활하게 자금을 조달할 수 있도록 도와 기업의 지속적 성장을 이끌 수 있다.

본 연구는 회계적 관점에서 신규상장기업이 기업성과요건의 선택에 따른 이익조정 특성에 대해 실증분석 하였다는 점에서 선행연구와 차별성이 있을 것이다. 또한 IPO시점의 상장요건을 강화함으로써 자본시장을 왜곡시키는 기업을 미리 차단하고 상장폐지 위험에 직면하여 다수의 투자자에 손실이 될 수 있는 우려를 미리 통제하는 실증적 결과를 제시하는데 공헌할 수 있을 것이다.

제2절 연구 범위 및 방법

본 연구는 코스닥 시장에 신규상장 한 기업을 대상으로 IPO시점에서 상장을 위한 기업성과요건의 선택과 이익조정의 설명관계를 실증분석 하였다.

연구대상은 2000~2017년 신규상장기업 중 표본선정요건을 충족한 1,202개 연도

별-산업별 표본으로, 상장요건이 크게 바뀐 2014년 6월 이전(930개)과 이후(272개)로 구분하였다. 연구의 수행에 필요한 표본은 한국표준산업분류에 의한 ‘제조업(10~34)’에 한정하였으며, NICE평가정보(주)에서 제공하는 기업 재무자료와 FnGuide의 Data Base에서 분석 자료를 입수하였다. 이익조정의 대용변수는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)으로 추정된 재량적발생액을 이용하였다. 기업성과는 자기자본이익률(ROE), 당기순이익, 매출액과 시가총액 등 3개의 재무변수가 상장요건을 충족하는지 여부로 더미변수를 취하였다. 실증분석은 기술통계량을 제시하고, 단변량분석으로 상관분석과 평균차이분석을 수행하였다. 가설검증을 위한 연구의 주된 검증은 다중회귀분석 결과로 제시하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서 코스닥 시장의 상장요건과 상장의 장점을 살펴보고, 이익관리와 선행연구를 고찰하였다. 3장에서 가설을 설정하고 검증모형을 제시하였으며, 4장에서는 실증분석 결과를 도출하고, 5장에서 연구 결과와 한계점을 기술하였다.

제2장 이론적 배경 및 선행연구 검토

제1절 코스닥 시장 상장요건

코스닥 시장의 상장요건에는 자기자본, 시가총액, 이익규모 등 재무적요건 뿐만 아니라 주식분산, 최대주주 변경제한, 지분매각 제한 등 비재무적요건들이 규정되어 있다. 이를 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 코스닥 시장의 상장요건²⁾

요건		코스닥 시장 상장요건(2014.6.18. 개정규정 기준)		
		일반기업	벤처기업	기술성장기업
설립후 경과년수		3년이상	미적용	미적용
규모 (①or②)	①자기자본	30억원이상	15억원이상	15억원이상
	②기준시가총액	90억원이상		
지분의 분산		다음 요건 중 택일 ① 소액주주 500명 이상, 지분25% & 청구후 모집5% (25% 미만 시 10%) ② 자기자본 500억 이상, 소액주주 500명 이상, 청구후 모집 지분 10% 이상 & 규모별 일정주식수 이상 ③ 공모25% 이상 & 소액주주 500명		
자본상태		자본잠식 없을것 (※ 대형법인 미적용)		자본잠식을 10%미만

2) 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)에서 발췌하였다.

3) 2014.6.18. 개정규정은 매출액증가율 요건이 추가되었다.

감사의견	최근 사업연도 적정일 것 (연결재무제표 작성대상법인의 경우 연결재무제표에 대한 감사의견 포함)	
경영성과	계속사업이익 시현 (※ 대형법인 미적용) (연결재무제표 작성대상법인의 경우 연결재무제표 기준)	
이익규모, 매출액 & 시가총액	다음 요건 중 택일 ① ROE 10% ② 당기순이익 20억 ③ 매출액 100억원 & 시가총액 300억 ④ 매출액증가율 20% ³⁾	다음 요건 중 택일 ① ROE 5% ② 당기순이익 10억 ③ 매출액 50억원 & 시가총액 300억 ④ 매출액증가율 20%
최대주주 등 지분의 매각제한	6월	1년
기타 외형요건	주식양도 제한이 없을 것	

본 연구는 코스닥 시장 상장요건 중 이익규모, 매출액, 시가총액 요건의 선택적 용과 이익관리의 연관성을 검증하고, 다른 요건은 모두 충족하였다고 가정한다.

제2절 코스닥 시장 상장의 장점⁴⁾

1. 세제 혜택

가. 양도소득세 비과세

코스닥 시장을 통하여 주식을 양도하는 경우 양도소득세를 비과세한다. 단, 발행

4) 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)에서 발췌하였다.

주식총수의 5%이상 또는 시가총액 50억 이상을 소유한 주주(특수관계인 포함)가 양도하는 경우에는 양도소득세가 과세된다(소득세법 제94조, 동법시행령 제157조 제4항).

나. 배당소득세 비과세 및 분리과세

종목별로 액면가 기준 3천만원까지 비과세되고, 3천만원에서 1억원까지는 분리과세(5%)가 적용된다. 단 1년 이상 보유한 경우에 적용된다(조세특례제한법 제91조).

다. 상속 및 증여재산 평가 시 코스닥 시장 시세 인정

코스닥 상장주식의 상속 또는 증여 시 동 주식의 평가액은 평가기준일 전·후 각 2월간 주가의 평균액으로 한다. 단 평가기준일 전후 6월 이내에 매매거래정지되거나 투자유의종목 또는 관리종목으로 지정된 사실이 없어야 한다(상속세 및 증여세법 제63조 및 동법시행령 제53조).

라. 주식매입선택권 행사이익 비과세

코스닥 상장법인으로서 일정한 요건을 갖춘 법인의 종업원이 주식매수선택권을 2003년 12월 31일까지 부여 받아 이를 행사함으로써 얻는 이익 중 연간 3천만원 한도 내의 금액은 이를 근로소득, 사업소득 또는 기타소득으로 보지 않는다(조세특례제한법 제15조).

2. 자금조달능력 증대

가. 신규상장 시 공모를 통한 자금조달

상장을 위한 공모 시 불특정 다수인으로부터 필요자금을 일시에 조달할 수 있다.

나. 상장 후 공모증자 용이

상장을 위한 공모 결과 주식이 분산되어 있으므로 유상증자 시 다수의 투자자(소액주주)로부터 자금을 조달할 수 있으며, 주가를 참작한 발행가 결정이 용이하다.

다. 일반 공모증자 가능

일반공모증자(주주의 신주인수권을 배제하고 불특정 다수인을 대상으로 신주를 모집하는 것)가 가능하다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 6).

라. 의결권 없는 주식의 발행한도 확대

상법상 의결권 없는 주식은 발행주식총수의 1/4까지 발행할 수 있으나, 코스닥 상장법인이 외국에서 발행하는 의결권 없는 주식 및 외국에서 발행한 전환사채·신주인수권부사채등의 권리행사로 인하여 발행하는 의결권 없는 주식은 한도계산 시 제외한다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 15).

3. 홍보 효과 및 공신력 제고

가. 홍보 효과

경영실적, 주가 등의 기업정보가 TV, 신문, 증권기관 등의 홍보매체를 통하여 국내외 투자자에게 제공되므로 홍보효과가 크다

나. 공신력 제고

홍보효과를 통해 대외적으로 신인도 제고는 물론 기업의 대외진출이나 합작투자 시 신용도 제고에 유리하다.

4. 기타

가. 자기주식 취득방법 확대

상법에서 정한 방법 외에 코스닥 시장을 통하거나 공개매수의 방법으로 자기주식을 취득할 수 있다. 따라서 경영권 방어 및 주가관리 등이 용이하다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 2).

나. 주식배당한도 확대

이익배당 시 이익배당총액까지 주식으로 배당할 수 있다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 13).

다. 주식이동상황명세서 제출의무 면제

소액주주가 소유한 주식(상장 전에 주식을 취득한 경우에는 당해 주식의 액면금액의 합계액이 5백만원 이하인 주주의 주식과 중소기업의 주식으로서 코스닥 시장을 통하여 양도되는 주식에 한함)의 이동에 대하여는 주식이동상황명세서 제출의무를 면제한다(법인세법 제119조).

라. 경영합리화 도모

기업의 재무내용 공시를 통해 동업종 타사와의 비교가 용이하고, 주가를 통해 경영실적이 객관적으로 평가받게 되어 경영합리화를 도모하게 된다.

제3절 이익관리 고찰⁵⁾

1. 이익관리의 정의

회계이익은 수익의 실현과 비용의 대응 원칙으로 요약되는 발생조정과정을 거쳐 산출된다. 발생조정과정은 현금수지의 여부에 관계없이 특정기간에 귀속되는 경영노력의 발생과 결과의 실현이 이루어진 시점에서 성과측정에 반영토록 한다. 따라

5) 이에 관하여 장석오와 노현섭(2003), 김문태(2004), 권수영 등(2010), 박성각(2014), 정형기(2015), 최은선(2017)의 연구를 참조·발췌하였다.

서 발생조정과정은 현금흐름에 내재된 기간귀속과 대응의 문제를 완화시켜 줌으로써 회계이익이 현금흐름에 비해 계속기업의 기간적 경영성과를 보다 적절하게 반영할 수 있도록 해준다.

하지만 발생조정과정의 도입은 새로운 문제점을 야기하기도 한다. 회계실무 혹은 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP, Generally Accepted Accounting Principles) 아래 경영자들은 발생조정의 인식에 대하여 어느 정도의 재량을 행사할 수 있는데, 이는 이익관리의 수단으로 사용될 수도 있다(장석오와 노현섭 2003).

이익관리(혹은 이익조정)란 경영자가 일반적으로 인정된 회계기준 내에서 회계기법을 의도적으로 선택하여 이용하는 의사결정이다. Schipper(1989)는 이익조정을 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”이라고 정의하였다. 이러한 정의에는 이익조작의 개념이 포함되는데, 일반적으로 이익조작은 GAAP에서 허용되지 않는 방법을 사용하여 이루어지는 의도적인 회계분식을 의미한다.

2. 이익관리의 동기

가. 이익유연화가설

이익유연화가설(혹은 이익평준화가설)은 경영자가 극심하게 높거나 낮은 이익의 변동성을 완화하여 안정된(또는 평준화된) 이익흐름으로 유도한다는 주장이다.

DeFond and Park(1997)은 경영자가 미래의 성과를 기대하는 정도에 따라 현재의 발생액을 활용한다는 것을 보고하였다. Hunt et al.(1995)은 이익평준화 현상이 클수록 주식시장에서 우호적인 반응을 받는다는 것을 보고하였다. 송인만과 이용호(1997)도 이익평준화 현상의 정보효과를 분석하면서 재량적발생액, 특별이익 및 전기손익수정손실 등이 이익평준화의 주요 도구로 사용된다는 것과 평준화된 이익에 대하여 주식시장 참여자들이 우호적인 반응을 보인다는 것을 보고하였다.

또한 송인만과 최관(1992)은 회계변경과 이익평준화 현상의 설명관계를 분석하였는데, 기업들은 회계변경 후의 보고이익이 정상이익 또는 기대이익에 가까워지도록

록 회계변경을 하는 경향이 있음을 보고하였다.

나. 경영자보상가설

Healy(1985)에 의하면, 경영자는 자신의 보상을 극대화하려는 유인으로 성과가 나쁜 경우에는 보상기준의 하한을 초과하기 위해 이익증가정책을 추구하려는 발생액의 조정이 일어나며, 반대로 성과가 너무 좋아서 보상기준의 상한을 초과하는 경우에는 오히려 이익감소정책을 선택한다고 주장하였다.

McNichols and Wilson(1988)은 경영자보상체계의 상·하한선과 관련하지 않고 이익이 극심하게 높거나 낮을 때 이익을 감소시키는 방향으로 발생의 조정이 나타남을 보고하였다.

Guidry et al.(1999)은 다국적 기업의 경영자들이 보너스계획상의 이익목표를 달성할 가능성이 없거나 보너스계획에서 허용하고 있는 최대의 보너스를 이미 달성한 경우 이익을 이연하고 있음을 발견하였다.

경영자의 명성이나 지위보전도 궁극적으로 경영성과에 의해 영향을 받게 되는데, 일반적으로 회계이익은 기업의 경영성과를 나타내는 대표적인 측정치로 여겨진다. 따라서 경영자들은 자신의 명성이나 지위유지를 위하여 이익을 관리하려는 동기를 가질 수 있다.

DeAngelo(1988)는 위임장쟁기간 동안 현직의 경영자들이 보고이익을 증가시키기 위하여 회계상의 재량을 행사하고 있음을 발견하였다. 그리고 Dechow and Sloan(1991)은 경영자가 임기 마지막 연도에 보고이익을 증가시키기 위하여 연구개발비의 지출을 감소시킨다는 증거를 제시하였다.

이와 유사하게 Pourciau(1993)은 경영자가 변경된 기업에서 신임경영자는 취임 연도에 이익을 하향조정하고 그 이후에 이익을 상향조정하는 경향이 있음을 발견하였다.

다. 부채계약의 이익관리 유인

채권자들은 부채계약(차입계약)을 체결할 때 부채비율, 유동비율, 배당지급률 등

에 대한 재무 제한조항을 명시함으로써 경영자의 행동을 제약한다. 재무 제한조항의 보편적인 특성은 상대적으로 높은 보고이익수준에 대해서는 제약이 완화되고 상대적으로 낮은 보고이익수준에 대해서는 제약이 강화된다는 것이다. 만일 기업이 제한조항을 위반하면 채권자들은 기업의 자산을 압류하거나 부채의 상환만기를 앞당김으로써 그들의 이익을 보호할 권리를 가지게 된다. 이러한 권리가 행사되지 않는더라도 계약조항의 위반은 재계약비용의 증가를 초래할 수 있다. 따라서 부채계약의 위반에 근접해 있거나 혹은 계약불이행이 임박한 기업의 경영자들은 계약위반의 가능성과 재계약비용을 줄이기 위하여 이익증가적 회계선택을 할 것으로 기대된다.

Dhaliwal(1982)의 연구는 부채계약이 회계선택에 미치는 영향을 조사한 선구적인 연구라 할 수 있다. 그는 석유가스 탐사비용에 대하여 전부원가법을 사용하는 기업들의 재무레버리지(부채계약의 위반가능성에 대한 대응변수)가 성공원가법을 사용하는 기업들 보다 더 높다는 사실을 발견하였다. 이는 부채계약의 위반가능성이 높은 기업일수록 이익이 증가되는 방향으로 회계선택을 한다는 것을 의미한다. 많은 연구들이 부채계약의 제한조항에 근접한 기업들의 이익관리 여부를 조사하였다.

Holthausen(1981)은 배당제한조항에 근접한 기업들이 감가상각방법을 정액법으로 변경시키는지의 여부를 조사하였고, Healy and Palepu(1990)도 배당제한조항에 근접한 기업들이 배당삭감을 회피하기 위하여 이익증가적 회계선택을 하는지의 여부를 조사하였다. 하지만 이들 연구는 부채계약상의 배당제한조항에 근접한 기업들이 계약위반을 회피하기 위하여 이익을 관리한다는 증거를 발견하지 못하였다.

DeFond and Jiambalvo(1994)는 표본기업들이 계약위반 1년 전에 이익을 증가시키고 있음을 발견하고 이러한 현상을 부채계약의 위반가능성이 높은 기업들이 이익을 관리한다는 증거로 해석하였다. 반면에 Sweeney(1994)는 기업들이 계약위반 이전의 기간이 아니라 오히려 계약위반 이후의 기간에 이익증가적인 회계변경을 하고 있음을 보고하였다. 이는 표본기업들이 특별히 부채계약의 위반을 회피하기 위하여 회계변경을 하지는 않음을 시사한다.

우리나라에서도 대부분의 연구들이 부채계약의 위반가능성에 대한 대리변수로서 부채비율을 사용하여 분석하고 있으나 부채비율이 높은 기업이 이익을 상향조정한다는 증거를 거의 발견하지 못하였다. 이에 대한 가능한 설명은 우리나라의 경우 담보 혹은 보증에 의한 대출이 일반적이며 부채계약서가 존재하지 않거나 유명무실한 경우가 많기 때문에 부채계약의 위반으로 인한 경제적 손실이 중요하지 않을 수 있다는 것이다. 또 다른 설명으로는 재무적 곤경에 처한 기업의 존재에 관한 것이다.

예컨대, 어떤 기업의 재무구조가 극히 불량하여 이미 부채계약의 제한조항을 위반하고 있거나 경영성과가 지나치게 저조하여 계약위반의 가능성이 매우 높은 상황에서는 회계상의 재량을 사용하여 계약위반을 회피하려는 시도는 더 이상 실효성이 없을 수도 있다. 이러한 기업들은 부채계약의 위반을 회피하기 위하여 보고이익을 증가시키기보다는 배당 지급을 감소시키고 영업활동 및 계약관계를 재조정함으로써 현금흐름 관리를 더 강조하는 경향이 있다. 실제로 최관과 정병욱(1998)은 1990~1996년 부도발생 55개 상장기업의 회계선택을 조사한 결과 이들 부도발생 기업은 부도발생 직전에 당기순이익이 급격하게 하락했지만 부도방지를 위하여 현금흐름을 증가시키고 있음을 보고하였다.

라. 자본시장관련 동기

회계정보는 투자자와 재무분석가에 이용되어 기업의 주가와 자본비용에 영향을 줄 수 있기 때문에 경영자는 이익을 조정하여 자신의 부를 극대화하거나 주주의 부에 영향을 줄 수 있다.

DeAngelo(1986)는 상장기업의 경영자가 주식을 매수하여 기업을 사적 소유화하는 시기에 당해 기업의 보고이익을 어떻게 조절하는가 하는 관점에서 연구하였다. 그는 1973~1982년에 경영권 매수를 행한 64개 기업을 대상으로 분석한 결과 표본기업의 경영자들이 경영권 매수 이전 연도의 이익을 체계적으로 과소 계상 할 것이며, 이러한 과소 계상은 총 발생의 체계적인 감액으로 적절하게 측정될 수 있다는 가설을 설정하였으나, 이 가설은 기각되어 지지되지 못하였다.

Perry and Williams(1994)는 경영자매수가설을 설정하고 Jones 모형에 의해 산출된 재량적발생조정을 사용하여 분석한 결과 재량적 발생조정이 MBO 이전의 기간에 이익감소적 이라는 사실을 발견하였다.

Teoh et al.(1994)는 이익조정시점을 상장전연도, 상장연도, 상장후연도 등으로 구분하여 분석한 결과 이익조정을 행하는 시기가 발행가격에 영향을 미칠 수 있는 상장연도라는 결과를 발견하였다.

최관과 김문철(1997)은 공모주식의 발행가격을 결정함에 있어 경영자의 의도에 따라 조정이 가능한 회계수치를 포함하고 있음을 착안하여 신규상장기업은 공모주의 발행가격 산정을 유리하게 하기 위해 이익조정을 수행할 것이라는 가설을 설정하여 이를 검증하였다. 그러나 이 가설은 지지되지 않고 오히려 상장 이후에 이익조정을 실시하고 있음을 밝혔다.

김권중 등(2004)은 IPO 기업들이 상장 직전보다 오히려 상장 직후에 이익조정을 하는데 이를 유상증자와 주가유지의 차원으로 해석하였다. 유상증자가설은 IPO 기업들이 상장 직후에 실시하는 유상증자에서 유리한 발행가를 설정하고자 이익조정을 하는 것으로 예측한다. 일반적으로 상장 직후의 유상증자에서 조달되는 자금규모는 IPO시 조달되는 것보다 월등히 크다. 따라서 IPO 기업은 IPO시 공모가를 높이는 대신 상장 직후에 실시되는 유상증자의 발행가를 높이고자 이익조정을 하게 된다. 한편, IPO 기업이 상장 직후 유상증자를 하지 않는 경우에도 여전히 주가유지를 위한 이익조정 가능성은 존재한다고 보고하였다.

마. 정치적비용가설

정부의 규제대상이나 다수 이해관계자로부터 표적이 될 수 있는 기업이 추가적으로 부담해야 할 비용(예, 세무조사, 방송매체를 통한 공개)을 회피하거나 이해관계에서 유리한 입장을 점유하려는 유인이 작용되어 이익조정을 행한다는 관점이다.

Watts and Zimmerman(1986)에 의하면 새로운 규제를 지지하거나 기존의 규제를 집행하기 위한 정치적 과정에 보고이익이 사용되기 때문에 경영자들은 보고이익을 조정하려는 동기를 가지게 된다. 일반적으로 규제기관은 비정상적으로 높은

회계이익을 시장의 독과점적 지배에 기인한 초과이익으로 해석하는 경향이 있다. 따라서 독과점행위와 관련한 규제기관의 조사에 직면한 기업의 경영자는 규제를 회피하기 위하여 보고 이익을 감소시키려는 동기를 가지게 된다.

또한 정부의 보조 혹은 보호를 받기 원하는 기업의 경영자도 이와 유사한 동기를 가질 수 있다. 대표적으로 Jones(1991)는 관세를 인상하고 물량을 감축하는데 수입제한으로 혜택을 보는 기업들이 국제무역기구(ITC)에 의한 수입제한조사 기간 중 이익조정을 통해 보고이익을 감소시키는가를 검증하였다. 연구 결과는 수입제한조사기간 중에 보고이익을 감소시키기 위하여 발생 항목을 이용할 것이라는 가설을 지지하였다. 결국 이 가설은 정치적으로 표적이 될 수 있는 기업이 추가적으로 부담해야 할 비용(예: 세무조사, 방송매체를 통한 공개)을 회피하거나 이해관계에서 유리한 입장을 점유하려는 유인이 작용되어 이익조정을 행한다는 관점이다. 그리고 Cahan(1992)은 독점관련 규정 위반으로 조사받은 48개 기업들이 독점관정을 피하기 위하여 이익을 하향조정할 것이라고 보고하였다.

바. 법인세 감소유인

법인세 감소유인으로 이익관리를 행하는 것을 들 수 있으며 이는 법인세 인하정책과도 관련이 있다. 법인세는 기본적으로 회계이익에 기초하여 결정되기 때문에 기업들은 법인세부담을 최소화하기 위하여 이익을 하향조정하려는 동기를 가질 수 있다.

Scholes et al.(1992)은 미국의 TRA(Tax Reform Act)에서 1986년의 세율이 46%에서 1988년 34%로 대폭 인하된 시점에 초점을 맞추어 기업들이 매출인식을 이연하고 비용을 조기 인식함으로써 이익을 이연한다는 점을 보고하였다. 이와 유사하게 Harris(1993)는 미국의 1986년 개정 세법에 따른 법인세율의 인하가 미국 내 다국적기업의 순이익에 미치는 영향을 분석하였는데, 분결과에 의하면 다국적기업들은 순이익을 외국으로부터 미국으로 이전시킴으로써 법인세율의 인하를 효과적으로 이용하고 있는 것으로 나타났다.

그러나 박춘래와 김성민(1996)은 기업들이 법인세율의 인하에 반응하여 이익을

관리한다는 증거를 발견하지 못하였다. 이러한 분석결과에 대하여 다음과 같은 설명을 제시하고 있다. 미국의 경우 1986년 세법 개정에 의하여 법인세율이 46%에서 34%로 12%나 인하된 반면 우리나라는 1994~1996년 3회에 걸쳐 약 2%씩 인하되었다. 따라서 우리나라의 경우 세율인하에 반응한 이익관리의 동기는 미국보다 더 작을 것으로 예상할 수 있다.

3. 이익관리의 수단

많은 선행연구에서 경영자가 자산의 처분으로 미실현보유손익을 실현하여 이익관리 수단으로 활용하는 것을 보고해왔다. Hand(1989)는 채무증권의 지분증권전환 거래에서 발생하는 이익을 수단으로 전년 대비 이익의 감소를 보전하는 유연화를 제시하였다.

Bartov(1993) 또한 기초시점 주식의 시장가치로 표준화한 자산처분이익이 전기 이익 대비 자산처분손익 제외 후 당기이익의 변화와 음의 관계에 있음을 보여 이익유연화가설을 지지하였다.

Beatty et al.(1995), Collins et al.(1995)은 은행이 이익관리 목적을 달성하기 위하여 투자유가증권의 보유손익 실현시기를 전략적으로 조절한다고 주장하였다.

Herrmann et al.(2003)은 일본 기업을 대상으로 현행 영업이익이 재무분석가의 이익 예측치에 미치지 못할 경우 이를 달성하기 위해 고정자산 및 시장성 유가증권의 매각시점 및 선별적 처분을 통해 이익조정을 하고 있는지를 검증하였다. 실증 분석 결과 조정 전 당기이익이 재무분석가의 이익예측치보다 하회(상회)하는 경우 고정자산 및 시장성 유가증권의 자산처분이익을 실현시킴으로써 이익을 상향(하향) 조정한다는 사실을 보고하였다.

매도가능증권의 실현과 이익조정을 검증한 연구는 각국의 보유손익에 관한 회계규정이 상이하기 때문에 많은 결과를 제시하지는 못하였다. Jordan et al.(1998)은 보험회사가 이익을 유연화하기 위하여 매도가능증권의 처분이익을 실현한다는 결과를 제시하였다.

Hunton et al.(2006)은 62개 회사의 재무담당자와 최고경영자의 약 3분의 2가 재무분석가의 이익예측치에 부합하기 위하여 매도가능증권의 처분을 지시한다는 점을 밝혔다. 또한 경영자가 매도가능증권과 관련된 보유손익을 손익계산서에 표시하기보다 자본변동표에 표시하는 경향이 강하다는 것을 보고하였다. 자본변동표에 포괄손익을 표시하는 경우 전문가인 재무분석가도 포괄손익의 존재를 파악하기 힘들고, 비전문가인 일반투자자의 경우 자본변동표에 나타난 포괄손익보다 손익계산서에 나타난 포괄손익에 더 관심을 두기 때문에 경영자 입장에서는 투자자의 관심을 회피하기 위하여 포괄손익을 자본변동표에 표시하는 방법을 선호한다는 것이다.

박한순(2001)은 이익유연화가설과 부채비율가설의 예측대로 예상이익이 적거나 부채비율이 높은 기업의 경영자가 부동산 처분이라는 실질거래에서 발생하는 이익을 이용하여 보고이익을 증가시킨다는 결과를 제시하였다.

윤순석(2004)은 한국 상장기업들이 이익관리를 할 때 어느 수단을 이용하는지를 실증적으로 연구하였다. 실증분석결과 보고이익증가집단과 보고이익감소집단 사이에는 기업들이 활용하는 이익관리수단에 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다. 구체적으로 이익증가집단은 자산처분차익을 주로 활용하는 반면, 이익감소집단은 대손상각비와 자산처분차손을 주로 활용하는 것으로 나타났다.

김길훈과 강내철(2006)에서도 당기이익이 기대치에 미치지 못하는 기업의 경우 미실현보유이익이 발생한 매도가능증권을 매각하여 당기이익을 늘리고, 당기이익이 기대치를 초과하는 기업의 경영자는 평가손실이 발생한 증권을 매각하여 매도가능증권평가손실을 실현시킴으로써 당기이익을 줄이는 현상이 나타났다.

지현미와 송인만(2009)은 2004~2005년 유가증권시장에 상장한 기업 중 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인(1,000개 기업-년도)을 대상으로 기업이 매도가능증권의 처분이익을 통해 보고이익을 조정하고 있는지를 검증하였다. 그 결과 매도가능증권의 처분손익과 평가손익이 기업 가치에 통계적으로 유의한 증분설명력이 있으나, 처분손익 회귀계수가 평가손익 회귀계수보다 유의하게 큰 것으로 나타났으며, 기업은 매도가능증권의 처분손익으로 보고이익을 조정하고 있는 것을 보였다. 이러한 이익조정이 만기보유증권의 처분이나 유·무형자산 및 리스자산의 처분을 통

한 이익조정에 비해 더 크다고 하였다.

김문태와 김현아(2011)는 경영자가 매도가능증권의 선택적 처분을 통한 이익거래로 이익관리를 수행하는지 분석하였다. 2004~2009년의 12월말 결산 상장 제조 기업을 대상으로 재량적발생액을 추정하고 이를 매도가능증권처분이익과 처분손실의 차이(GAIN)와 대응하여 분석하였다. 또한 목표이익을 달성하지 못한 경영자가 매도가능증권의 선택적 처분을 통하여 이익관리를 수행하는지 분석하였으며, 이러한 이익거래가 발생항목을 통한 전반적인 이익관리와 연관이 있는지를 검증하였다. 분석결과는 첫째, GAIN은 재량적발생액과 높은 상관관계를 보였으며, 회귀분석 결과 1% 수준에서 재량적발생액에 유의하게 영향을 미치고 있다는 것을 알 수 있었다. 이는 경영자가 매도가능증권의 선택적 처분을 통하여 이익의 상향조정을 의도한다는 것으로 해석된다. 둘째, 경영자는 목표이익을 달성하기 위하여 매도가능증권처분차익을 피하는 이익거래를 수행하며, 이와 같은 의도가 이익관리와 연관성을 갖는 것으로 나타났다. 셋째, 영업활동으로 인한 현금흐름과 순이익의 방향이 다를 때, 매도가능증권처분차익이 이익관리와 유의한 양(+)의 설명관계를 보였다. 이는 매도가능증권의 이익거래가 발생항목을 이용한 순이익의 상향조정과 관련성이 있다는 것을 의미한다.

문현주(2004)는 국내 일반은행을 대상으로 경영자의 재량적 활용이 높은 대손충당금기말추가설정액의 은행가치 관련성에 관한 실증분석 및 재량적 조정유인을 분석하였다. 1995~2003년의 각 연도 말에 상장한 은행을 표본으로 97개의 pooled cross-sectional regression을 사용하였다. 분석결과 대손충당금 기말추가설정액의 재량적부분과 은행가치는 긍정적인 관계를 보이는 반면 비재량적부분은 부정적인 관계를 보여 주었다. 이는 재량적부분의 유의한 긍정적인 관계는 당기순이익의 감소에도 불구하고 시장에서는 미래 수익성이 양호할 것이라는 것을 의미한다. 비재량적부분의 경우는 대출채권의 손실이 실제로 반영되는 것으로 부정적인 관계를 보인다. 그리고 대손충당금 기말추가설정액의 재량적부분의 조정유인을 검증한 결과 재량적 대손충당금설정액의 조정유인이 자본관리보다는 이익유연화에 활용됨을 볼 수 있었다. 이는 경영자가 전기 대비 당해연도 이익이 높다면 재량적부분인 대

손충당금 기말추가설정액을 높게 보고하여 이익의 변동을 감소시키는 이익조정을 구사했다고 볼 수 있다.

4. 이익관리 통제장치

이익관리가 회계정보의 신뢰성을 저하시킨다는 전제하에 다양한 이익관리 통제 메커니즘이 논의되었다. 김문태(2004)는 외국인투자자가 투자대상 기업분석에서 질적으로 우수한 회계이익을 선호한다는 결과를 통하여, 외국인의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다고 분석하였다.

Ederington and Goh(1998)는 신용평가기관이 기업의 영업성과에서 파생되는 직접적 이해당사자가 아니기 때문에 자본시장의 다른 재무분석가에 비하여 한층 더 객관적인 기업분석을 담당할 수 있을 것이라고 보고하였다. 이를 확장하여 김문태 등(2006)은 신용평가기관이 경영자의 이익조정을 기회주의적 동기로 인식하는지를 분석한 결과 신용등급이 양호하게 부여된 기업일수록 이익조정 정도가 낮은 사실을 보고하였다. 이는 이익조정에 대한 신용평가기관의 감독기능과 객관적 평가기능을 강화하는 합리적 근거를 제시하는데 공헌하였다. 반면, 최국현과 신안나(2006)는 경영자가 신용등급의 상향평가 및 등급유지를 위하여 신용등급 평가의 주요 요인인 회계이익을 상향조정한다고 제시하였다.

감독기관에 의한 이익관리 통제에 관한 국내의 연구는 대부분 금융감독원의 감리를 대상으로 수행되었다. 정태범(2008)은 회사에 대한 과징금 부과 수준이 낮고, 감사인지정조치가 감리조치와 관련성이 결여되어 있으며, 대표이사 해임권고조치 또한 효과성이 퇴색되고 있다고 보고하였다.

반면, 이재은(2008)은 금융감독원이 2001년 감리양정기준을 발표하여 징계조치 중요성 기준을 감리징계조치에 엄격하게 적용한 이후, 국내 기업 및 감사인들이 감리양정기준을 사용하여 회계감사의 중요성 기준을 정하게 되었고, 따라서 감리양정 기준은 중요성 기준에 대한 사실상의 권위 있는 지침이 되었다고 주장하였다. 김문

태(2011)는 동일 기업에 감리조치가 부과된 연도와 동종 산업에 속하는 기업 중 감리에 적발되어 그 시정과 규제를 부과 받은 기업은 당국의 집중적이고 일시적인 감독과 감시를 회피하기 위하여 이익의 상향조정이 억제되었다고 주장하였다.

마지막으로, 기업지배구조와 외부감사인에 의한 이익조정 of 통제효과에 대한 선행연구는 일관된 결론을 제시하지 못한다. 기업지배구조와 관련하여 대부분 이사회·사외이사·감사위원회 등 대표적인 위원회의 존치여부, 구성원의 비율, 독립성과 활동성 등과 이익조정 of 설명관계를 규명하고자 하였다. 또한 외부 감사인에 대하여는 대형 감사법인, 감사보수 및 시간, 지정감사 등과 이익조정 of 설명관계를 규명하고자 하였다(Dechow et al., 1995; 고대영 등, 2007; 강선민 등, 2007).

제4절 선행연구 검토

1. 코스닥 시장의 이익관리에 관한 선행연구

이익관리 연구는 대부분 증권거래소에 상장한 기업을 대상으로 수행되어 왔으며, 중소형 기업이나 장외등록기업의 이익관리 연구는 상대적으로 미흡하였다. 그러나 최근 들어 코스닥 기업의 짧은 역사와 관련된 구조적 문제를 인식하여, 코스닥 기업의 이익조정에 대한 연구가 활발하게 수행되었다.

윤순석(2001)은 유가증권시장 기업과 코스닥 기업 간의 이익관리에 차이가 있는가를 실증적으로 검토하였다. 1994~1997년의 유가증권시장 기업 2,441개 기업-년 자료와 코스닥 기업 808개 기업-년 자료를 이용하여, 재량적발생액과 총 발생액의 기업집단간 차이분석과 회귀분석을 실행하였다. 실증분석 결과에 의하면 유가증권시장 기업과 코스닥 기업은 모두 발생액을 활용하여 보고이익을 관리하는 경향이 강한 것으로 나타났으나 코스닥 기업의 이익관리 현상이 더 강한 것으로 나타났다. 구체적으로 영업현금흐름이 저조한 경우 코스닥 기업이 유가증권시장 기업에 비하여 발생액의 증가를 이용하여 보고이익을 증가시키는 경향이 더 강하고, 영업현금흐름이 양호한 경우에는 코스닥 기업이 유가증권시장 기업에 비하여 발생액

을 감소시켜서 보고이익을 조절하는 경향이 더 강한 것으로 나타났다.

이정연 등(2005)은 코스닥 신규등록기업의 이익조정행위를 분석하였다. 코스닥 신규등록기업의 이익조정 동기는 두 가지로 구분할 수 있다. 첫째, 공모주식의 발행가액을 높임으로써 기업의 부를 증대시키고자 하는 이익조정 동기를 가진다. 둘째, 코스닥 등록요건은 대부분 회계수치에 의해 영향을 받기 때문에 경영자는 코스닥 등록요건을 충족시키기 위하여 이익조정을 행할 가능성이 있다. 분석 결과 코스닥 신규등록기업의 경우 등록 직전연도와 등록연도의 재량적발생액이 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으나, 등록 이후연도에는 유의하지 않게 나타나고 있다. 또한 자기자본이익률(ROE)이 10%~15%인 기업의 재량적발생액은 등록 직전연도와 등록연도에 걸쳐 유의한 양(+)의 값을 보이지만, ROE가 20% 이상인 기업의 재량적발생액은 등록연도에만 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 이익조정 동기에 따라 이익조정시점이 달라질 수 있음을 의미하는 것으로 해석할 수 있다.

한편, 기업특성별로 재량적발생액에 차이가 있는지를 회귀분석 한 결과 벤처기업 여부를 의미하는 VENT 변수만이 등록 직전연도에 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 벤처기업일수록 이익조정을 통하여 발행가액을 높게 책정하려는 동기가 강한 것으로 해석할 수 있다.

김문태(2006)는 신용평가기관이 코스닥 기업의 이익관리를 어떻게 인식하는지 분석하였다. 종속변수로서 신용평점을 이용할 수 있는 코스닥 기업 2,325개를 표본으로 추출하였으며, 주 설명변수로서 이익관리 대응변수는 수정 Jones(Dechow et al., 1995)모형으로 재량적발생액을 추정하였다. 재량적발생액은 그 절대값과 자체수치를 활용하여, 이익관리 여부와 이익관리 방향을 동시에 분석하였다. 분석 결과 상관분석, 회귀분석에서 신용평점에 대한 재량적발생액의 절대값과 자체수치는 모두 일관되게 유의한 음(-)으로 관측되었다. 또한 단변량차이분석에서 신용평점이 우수한 집단에서 재량적발생액의 절대값과 자체수치는 유의하게 낮게 나타났다. 즉 이익관리로 인하여 신용평점이 호의적으로 유도되지 못한다는 점을 주장하였다.

윤순석과 김효진(2007)은 한국증권선물거래소 산하에 있는 두 개의 주식시장을 공개요건차원에서 세 집단(코스닥 벤처기업, 코스닥 일반기업, 유가증권시장 기업)으로 구분하여 이익조정 행태의 차이점을 보고하였다. 이들은 세 가지 상이한 IPO 요건의 부과가 신규공개기업의 이익관리 유인에 상이한 영향을 미칠 것이라고 보고 이에 대한 실증적 분석을 하였다. 이를 위하여 1996~2000년에 신규로 공개되어 2001년 말 현재 상장을 유지하고 있는 기업을 대상으로 공개 전후 3년간의 이익관리 행태를 실증분석 하였다. 이익관리 현상의 분석방법으로 두 가지 방법을 사용하였다. 첫째, IPO를 전후한 기간의 세 집단의 집단 간 발생액 평균차이 분석과 각 집단별 IPO 전후 기간 간 발생액 평균차이분석을 실시하였다. 둘째, 그래프접근법을 사용하여 각 집단별로 공개연도와 공개전후연도의 이익관리현상을 비교하였다. 실증분석 결과 세 집단 모두 공개연도에 이익 상향조정현상을 확인할 수 있었다. 특히 코스닥 벤처기업이 코스닥 일반기업 및 유가증권시장 기업에 비하여 공개연도와 공개전연도에 훨씬 적극적으로 이익을 상향조정한다는 것을 알 수 있었다. 한편, 공개연도와 공개전연도의 심각한 이익 상향조정으로 인하여 공개 다음연도에는 코스닥 벤처기업의 발생액 반전현상이 유가증권시장 기업에 비하여 현저하게 두드러진다는 것을 확인하였다. 신규공개기업의 공개전후 3년간의 이익관리 현상의 기간 간 차이를 분석한 결과 코스닥 벤처기업은 기간 간 차이가 유의한 것으로 확인되었으며, 코스닥 일반기업과 유가증권시장 기업은 제한적인 유의성을 갖는 것으로 나타났다.

최종서 등(2010)은 코스닥 시장에서의 신규상장기업이 상장기간을 전후하여 발생액 및 실물활동에 기초한 이익 상향조정을 활용하고 있는지, 그리고 검증대상 기간에 나타난 이익 상향조정현상이 경영자의 사적이익 추구행위와 관련되어 있는지를 분석하였다. 분석결과는 첫째, 코스닥 시장의 신규상장기업들은 상장전연도와 상장연도에 발생액과 실물활동 조정을 통하여 광범위하게 이익을 증가시키고 있는 것으로 나타났는데 이는 유가증권시장 시장에서의 신규상장기업의 이익조정행태를 분석한 국내의 선행연구에서 보고된 결과와는 상이하다. 이러한 결과는 코스닥 시장에 신규상장 하고자 하는 기업은 유가증권시장 시장에 비하여 월등히 강한 이익

조정의 동기를 지니거나 코스닥 시장에서의 주권사회사 혹은 지정감사인에 의한 감시와 견제기능이 상대적으로 소홀할 가능성을 시사한다. 둘째, 이러한 신규상장 기업의 사전적 이익 상향조정은 상장 후의 대주주지분율감소 및 실질적인 대주주 보유주식수의 감소와 유의한 관련성이 있는 것으로 나타나 코스닥 기업의 소유경영자가 IPO를 사적인 자본이득을 실현하기 위한 방편으로 이용하고 있을 가능성을 제시한다. 셋째, IPO시 보고이익 상향조정은 상장 후의 경영성과 하락과 관련된 것으로 관찰되어 공개를 앞두고 수행된 상향 이익조정이 추후 외부투자자들의 경제적 손실로 이어질 수 있음을 보이고 있다. 이들은 특히 실물활동을 통한 이익조정이 자원배분의 왜곡을 초래하여 미래의 경영성과를 악화시킬 수 있다고 지적하였다.

김정애(2010)는 2001~2007년 코스닥에 등록된 기업을 대상으로 최대주주 변경과 경영자의 이익조정 간의 관련성을 분석하였다. 이익조정의 대용치인 재량적발생액은 수정 Jones(Dechow et al., 1995)모형과 ROA통제모형을 통해 산업별-연도별 횡단면분석으로 측정하였다. 분석결과는 첫째, 최대주주의 변경과 재량적발생액은 관련성이 있으며 최대주주가 변경되는 해에 재량적발생액이 감소하였다. 이는 변경된 최대주주가 경영자의 의사결정에 대한 감시기능을 강화하고 효율적인 통제기능을 수행함으로써 경영자의 이익조정을 감소시킨다는 것을 함축한다. 둘째, 기업의 최대주주가 변경된 경우이면서 경영자가 교체된 경우에는 최대주주가 변경되면서 경영자가 교체되지 않은 기업에 비하여 재량적발생액이 더 감소하지는 않았다. 셋째, 최대주주가 변경되면서, 최대주주 지분율이 높을수록 재량적발생액이 증가하였으며, 최대주주가 변경되면서 최대주주 지분율변동이 클수록 재량적발생액이 감소하였다. 넷째, 최대주주가 변경된 직후연도에 재량적발생액이 감소하였다. 요컨대, 최대주주 변경이라는 기업의 지배구조변화는 경영자의 이익조정에 영향을 미칠 수 있다는 점을 제시하였다.

2. 신규상장기업의 이익관리에 관한 선행연구

신규상장기업의 이익조정 문제는 국내외 여러 선행연구들에서 검토되었으나 신규상장기업의 이익조정시점에 관하여 혼재된 결과를 제시하고 있다.

Aharony et al.(1993)은 신규상장기업들이 공모주의 발행가격을 높이기 위해 이익조정을 하는지 검증하였다. 이들은 1985~1987년에 미국의 신규상장기업 229개를 대상으로 분석을 실시한 결과 상장전 기간에는 보고이익을 증가시키는 행위가 발견되지 않았지만 상장당시에 규모가 작거나 명성이 낮은 주간사회사 또는 감사법인과 계약한 기업들에서 비교적 낮은 이익조정현상이 발견되고 있음을 보고하였다. Friedlan(1994)은 상장을 앞둔 기업들이 일반적으로 이익을 증가시키는 이익조정을 수행하고 있음을 제시하였다. 이상의 두 연구는 랜덤워크(random walk) 모형 즉, 인접한 두 연도의 총 발생액의 차이를 재량적발생액으로 간주하고 있어 이익조정 측정치의 신뢰성이 낮은 문제점이 있다.

Teoh et al.(1994)에서는 Jones(1991) 모형을 이용하여 재량적발생액을 산출하여 신규상장기업의 IPO와 관련한 이익조정현상을 검증한 결과 신규상장기업의 이익조정은 상장전이 아니라 상장연도 및 그 이후의 기간에 이루어지고 있음을 제시하였다.

Ducharme et al.(2001)은 신규상장 이전의 재량적발생액과 신규상장년도의 주식가격 사이에는 양(+)의 관련성이 있는 반면, 신규상장년도의 이익조정과 상장 이후의 주식가격은 강한 음(-)의 관계가 존재한다고 보고하였다.

Ball and Shivakumar(2008)의 연구에서는 대다수의 기존 연구들이 모형설정 오류가 지적된 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)을 이용하여 재량적발생액을 산출하고 이를 통해 신규상장기간의 이익조정을 검정함으로써 분석결과에 편의가 존재할 가능성이 크다고 지적하였다.

이들의 견해를 반영하여 Armstrong et al.(2009)은 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)과 성과를 반영한 재량적발생액 모형(Kothari et al., 2005)을 이용하여 신규상장기간의 이익조정을 검증하였으나 신규상장년도의 이익조정 현상은 발

견되지 않았고, 신규상장연도의 재량적발생액과 상장 후 기업의 주가가격 간에 유의한 관련성을 발견하지 못하였다.

국내연구로는 최관과 김문철(1997)은 신규상장 이전에 기업이 공모주의 발행가격 산정을 유리하게하기 위해 이익조정을 수행할 것이라는 가설이 수용되지 않고, 오히려 상장 이후에 이익조정이 실시된다는 결과를 제시하였다. 이를 주간사회사가 신규상장기업의 유가증권분석을 실시하기 때문에 상장 전 이익조정이 어려운 것으로 해석하였다.

김권중 외(2004)의 연구결과에서도 IPO 기업들이 상장연도 및 상장 다음연도에 이익의 상향조정을 취하는 결과를 보임으로써, 상장 직전연도의 이익을 상향조정하여 공모주 발행가를 높이려는 유인이 증명되지 않는 결과를 제시하였다. 또한 상장 당해연도의 재량적발생액은 그 다음 해의 유상증자 여부와 유의한 관련을 있음을 보고하였다.

그러나 심동석, 금학연(2002)은 신규상장 전후 6년간의 자료로 이익조정 여부와 상장 후 유상증자 실시여부에 따라 이익조정 크기 간에 차이가 있는지를 분석한 결과 경영자는 상장직전 연도를 포함한 상장 후 3년까지 양(+)의 이익조정을 하고, 상장 후 3년에 걸쳐 유상증자여부에 따라 재량적발생액에 통계적으로 유의한 차이가 있다고 보고하였다.

기은선 등(2017)은 기업이 우리사주조합의 공모주 청약실적을 높이기 위하여 IPO 직전 발생액의 이익조정을 시도하는지 살펴보았다. 2003~2008년의 코스닥 시장 신규상장기업 중 공모금액이 50억 이상인 224개 기업을 대상으로 실증분석을 실시한 결과는 다음과 같다. 첫째, IPO 기업들은 IPO 직전에 유의한 양(+)의 재량적발생액을 보고하였다. 둘째, IPO 직전연도의 재량적발생액과 IPO과정에서 발생한 우리사주조합지분을 변동이 유의한 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 셋째, 우리사주조합지분을 변동이 큰 기업들의 공모주 청약경쟁률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 경영자들이 이익조정을 통하여 종업원들의 지분참여를 유도하였으며, 결과적으로 지분투자에 관한 외부투자자들의 관심을 유도할 수 있었다는 것을 의미한다.

제3장 연구 설계

제1절 연구가설 설정

IPO는 금융기관으로부터 차입을 통한 간접금융이 아닌 공모를 통한 직접금융을 가능하게 하며 금융기관과의 협상력을 증대시키고 IPO 이후에 공모증자와 사채발행을 통해 자본시장의 접근을 보다 용이하게 하여 기업들에게 큰 이점을 가져다준다. 때문에 신규상장기업의 경영자는 상장요건을 충족시키기 위하여 또는 신규공모주의 발행가격을 높이기 위해 IPO 직전의 보고이익을 상향조정 할 유인을 가질 수 있다.

상장직전의 이익 상향조정은 기업의 미래성장성에 대한 사적정보를 회계이익을 반영하여 기업의 본질가치가 시장에서 저평가되는 것을 방어함으로써 기술력을 보유한 기업의 상장을 촉진하고 해당 기업의 신규공모주 가격이 적정하게 형성되도록 유도할 수 있다. 그러나 최근 코스닥 시장에서 경영자의 공모횡령사건, 위장지분매각, 탈세, 주가조작 등과 같은 문제가 빈번하게 나타나고 있으며 이러한 사유로 많은 기업들이 시장에서 퇴출되고 있다. 이러한 실패는 코스닥 시장의 경영자들이 기업의 미래성장성에 대한 기대치를 시장에 적절히 알리기 위하여 상장직전에 보고이익을 상향조정하고 있기 보다는 기업의 열악한 내재가치를 은폐하거나 과장하여 자신의 사적이익을 추구할 목적에서 보고이익을 상향조정하고 있을 가능성을 제시한다(곽영민과 최종서, 2011).

또한 코스닥 기업은 시장진입 심사와 등록과정에서 여러 선택기준이 존재하고, 이러한 기준이 발행가액과 밀접하게 연관되어 있기 때문에 이익조정의 유인이 강하게 작용할 수 있다(김문태, 2016). 코스닥 기업은 등록이 용이하고 공시규제가 유가증권시장 상장기업에 비하여 제도적으로 덜 까다롭기 때문에 이익조정이 한층 더 쉽게 이루어질 개연성이 높다(윤순석, 2001; 이정연 등, 2005; 김문태, 2006; 윤순석과 김효진, 2007; 최종서 등, 2010).

이러한 맥락에서 본 연구는 코스닥 등록기업이 IPO 당시 기업성과에 대한 상장요건에 부합하기 위해 이익의 상향조정을 구사하는지 분석하고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

검증가설 : 신규상장기업은 기업성과에 대한 상장요건에 부합하기 위하여 이익의 상향조정을 구사할 것이다.

가설1 : 신규상장기업 중 자기자본이익률 요건에 부합한 기업은 이익의 상향조정이 구사되었을 것이다.

가설2 : 신규상장기업 중 당기순이익 요건에 부합한 기업은 이익의 상향조정이 구사되었을 것이다.

가설3 : 신규상장기업 중 매출액과 시가총액 요건에 부합한 기업은 이익의 상향조정이 구사되었을 것이다.

제2절 변수 추정 및 모형 설계

1. 이익관리변수 추정

이익관리 대응변수는 연도별-산업별 횡단자료를 대상으로 식(1)과 같이 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)에 의하여 추정한 재량적발생액을 활용하였다. 신규상장을 위해서는 기업성과변수가 중요한 요건이므로, 기업이 이를 충족하기 위한 이익조정 동기가 강하다고 가정하기 때문이다.

$$DA = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [a_0 + a_1\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + a_2\left(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}}\right) + a_3\left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}}\right)] \quad \text{식(1)}$$

<변수의 정의>

TA(total accrual) : 총 발생액=당기순이익(NI)-현금흐름(CFO),

DA(discretionary accrual) : 재량적발생액,

ΔREV(change of revenue) : 매출액의 변동=당기매출액-전기매출액,

ΔAR(change of accounting receivable) : 매출채권의 변동=당기매출채권-전기매출채권,

PPE(plant, property and equipment) : 감가상각이 가능한 설비자산

A는 총자산, t는 당기, t-1은 전기, a는 추정회귀계수

* 모든 변수에 임의의 기업 i를 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략함

2. 가설검증모형 설계

본 연구는 다음과 같은 식(2)의 다중회귀모형을 설계하여 연구가설을 검증하였다.

$$DA = \beta_0 + \beta_1 IPO_{i=1,2,3} + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 FOR + \beta_5 BIG4 + \epsilon \quad \text{식(2)}$$

<종속변수>

DA : 식(1)의 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)에 의하여 추정된 재량적발생액

<주 설명변수>

IPO : 신규상장시점에서 기업성과의 충족여부를 나타내는 더미변수,

IPO1 : 신규상장시점에서 자기자본이익률 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO2 : 신규상장시점에서 당기순이익 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO3 : 신규상장시점에서 매출액과 시가총액 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0

<통제변수>

SIZE : 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT : 부채비율(=총부채/총자산),

FOR : 외국인지분율,

BIG : 대형 회계법인⁶⁾으로부터 감사를 받은 경우 1, 그렇지 않으면 0

*독립변수의 기간은 2000~2016년이며, 종속변수의 기간은 2001~2017년이다

**임의의 기업 i를 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략한다

식(2)는 IPO시점에서 기업성과를 반영하는 주된 신규상장요건이 이익조정에 미치는 영향을 검증하는 다중회귀모형이다.

종속변수 DA는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)로 추정된 재량적발생액이며, 주 설명변수는 상장요건 충족여부에 따라 각각 IPO1, IPO2, IPO3의 더미변수를 취하였다. 가설설정 논리에 따라 기업성과에 대한 신규상장요건에 부합하기

6) 외국계 대형 회계법인과 제휴한 삼일, 안진, 삼정, 한영 회계법인이 해당한다.

위하여 이익의 상향조정을 피한다면, IPO1, IPO2, IPO3은 DA에 유의한 양(+)의 설명력을 보일 것이다.

기업성장에 대한 신규상장조건과 이익조정 설명관계를 보다 정교하게 파악하기 위하여, 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 변수를 통제할 필요가 있다.

SIZE는 총자산을 로그 값으로 변환한 변수로 기업규모를 나타낸다. Watts and Zimmerman(1986)은 기업규모가 클수록 보고이익을 감소시키는 방향으로 이익조정을 행한다고 언급하였다. 최성규와 김경민(2001)은 기업규모가 클수록 재량적발생액의 절대값이 더 작다고 한 반면, 박종성과 이은철(2003)은 DA와 기업규모 사이에 유의한 양(+)을 보고하여 기업규모가 클수록 이익을 상향조정함을 암시하여 일관된 결론을 도출하지 못하였다.

DEBT는 총자산 대비 총부채로 측정한 부채비율이다. Watts and Zimmerman (1986)과 DeFond and Jiambalvo(1994)의 연구에서는 부채계약의 위반이 예상될 때 회계선택에서 재량성을 구사하여 발생액과 양(+)의 관계를 가질 수도 있다고 보고하고 있으나, Becker et al.(1998)는 재무적 곤경에 처한 기업의 경우 높은 부채비율은 이익을 오히려 줄이는 작용을 할 수도 있다고 제시하였다. 국내연구의 경우 부채비율과 재량적발생액 사이에 대체적으로 유의적인 음(-)의 관련성이 있다고 보고한 선행연구(윤순석, 2001; 박종일, 2003)에 따라 DEBT와 DA는 음(-)의 설명관계로 예상된다.

외국인투자자는 대부분 기관투자자로서 적극적 감시활동을 수행하여 국내 기업의 이익 상향조정을 억제한다고 볼 수 있으므로, FOR과 DA는 음(-)의 설명관계가 예상된다(김문태, 2004).

대규모감사법인(BIG)은 감사기법의 고도화로 재량적발생액과 음(-)의 관련성을 가질 수 있으나(Becker at al. 1998), 박종일 등(1999)은 Big6와 재량적발생액이 오히려 양(+)의 관련성이 있다는 것을 보고하여 일관된 결론을 제시하지 못하였다.

3. 표본 선정

본 연구의 표본은 2000~2017년의 코스닥 시장에 등록된 기업 중 아래의 표본 선정기준을 만족시키는 기업이다.

- ① 상장연월일을 알 수 있고 2017년까지 상장을 유지하고 있는 계속기업
- ② 금융업종을 제외한 12월말 결산법인
- ③ 감사법인을 확인할 수 있는 기업
- ④ FnGuide 데이터베이스에서 상장 및 재무자료를 입수할 수 있는 기업

①에 의하여 IPO 이후 상장폐지 된 기업을 표본에서 배제하였다. ②의 조건은 회계처리의 일관성을 유지하기 위하여 금융관련 산업을 제외하고, 12월말 결산기업으로 한정하였다. ③,④의 조건은 본 연구에서 사용된 변수를 확보하기 위한 조건이다.

또한 기업성과요건을 산정할 수 없는 표본, 비적정감사의견을 받은 기업, 총자산 대비 부채비율이 1을 초과한 기업, 평균±(3×표준편차)를 초과한 극단치는 회계정보의 신뢰성과 자본잠식으로 인한 해석의 동질성을 해칠 우려가 크다고 여겨지므로 제거하였다.

최종 검증표본은 1,202개이며, 이를 요약하면 <표 2>와 같다.

<표 2> 표본의 구성

산업 연도	20	21	22	25	26	27	28	29	30	기타	총합계
2000	5	8	1	1	9	6	5	7	4	8	54
2001	2	8	10	8	40	2	4	12	6	12	104
2002	8	10	6	4	30		6	2	4	12	82
2003	6	6	2		18	6	6	4	4	5	57
2004		4		2	19	2	2	10	2	9	50
2005		8	4		20	2	6	16	4	8	68

2006		2	2		13	6		22	4	6	55
2007	8	4	4	2	40	6	4	8	2	4	82
2008	2	6	2	2	16			4		6	38
2009	2	8		8	18	2	2	20	4	8	72
2010	8	2	2	4	34	6	2	4	10	7	79
2011	14	4	4	4	17	6	2	24	4	3	82
2012	2		2	2	14	2		8	2	0	32
2013	8	4			22	14	2	8	4	4	66
2014	2	15	2	4	22	2	4	10	2	16	79
2015	5	15	2	2	30	12	2	16	5	14	103
2016	12	9	2		12	8	6	5	2	6	62
2017	5	5		1	6	3	1	10	2	4	37
총합계	89	118	45	44	380	85	54	190	65	132	1,202

<산업코드>

- | | |
|---------------------------------|--------------------------|
| 20 화학물질 및 화학제품 제조업 | 21 의료용물질 및 의약품 제조업 |
| 22 고무 및 플라스틱제품 제조업 | 25 금속가공제품 제조업 |
| 26 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업 | 27 의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업 |
| 28 전기장비 제조업 | 29 기타 기계 및 장비 제조업 |
| 30 자동차 및 트레일러 제조업 | |

<표 2>는 2000~2017년의 본 연구에 활용한 1,202개의 산업별-연도별 신규상장기업으로 계속 상장기업의 빈도를 나타낸다. 따라서 실제 상장기업 수는 이보다 더 많으며, 연구대상기간 동안 상장폐지 된 기업은 제외하였다⁷⁾. 상장빈도가 높은

7) 표에는 제시하지 않았지만, 상장폐지 기업은 2009년과 2010년에 가장 많은 관측빈도를 보였다. 이는 상장폐지실질심사 및 투자자 보호정책에 입각하여 시장퇴출기준을 강화한 결과로 해석된다. 이민형(2014)에 의하면, 코스닥 기업이 상장폐지실질심사 도입 이전에는 자본잠식과 감사의견 하자로 인하여 80%이상이 퇴출된 것으로 조사되었으나, 상장폐지실질심사 도입 이후인 2009년부터

연도는 2001년과 2015년으로 각각 104개사와 103개사로 관측되었다. 전자는 IT 위주의 기업을 상장하는 정책적 혜택이 반영된 결과 이들 기업들의 상장주도에 의하여 IPO 수요가 크게 증가하였으며, 후자는 코스닥 상장조건을 크게 완화한 정책적 혜택이 반영된 결과로 생각된다. 업종별로는 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향기기 제조업이 380개로 가장 높은 빈도를 보였으며, 기타 기계 및 장비제조업이 190개로 나타났다.

는 기존에 편중되어있던 퇴출사유와는 다르게 불성실 공시, 공시서류 미제출에 의한 퇴출사유가 크게 증가한 것으로 분석되었다.

제4장 실증분석

제1절 기술통계량

<표 3> 기술통계량

패널 A. 2014년 6월까지 상장한 표본 (n=930)

	평균	표준편차	최소값	1/4	중위수	3/4	최대값
DA	0.003	0.150	-0.990	-0.065	-0.006	0.068	0.945
IPO1	0.608	0.489	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
IPO2	0.643	0.479	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
IPO3	0.890	0.313	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SIZE	24.526	0.702	22.799	24.006	24.507	24.981	27.316
DEBT	0.332	0.171	0.036	0.193	0.316	0.455	0.933
FOR	3.221	7.270	0.000	0.000	0.175	1.971	48.664
BIG	0.477	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

패널 B. 2014년 6월 이후 상장한 표본(n=272)

	평균	표준편차	최소값	1/4	중위수	3/4	최대값
DA	-0.005	0.180	-0.990	-0.071	-0.027	0.057	0.945
IPO1	0.456	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
IPO2	0.625	0.485	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
IPO3	0.838	0.369	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SIZE	24.897	0.711	23.219	24.407	24.838	25.406	27.102
DEBT	0.296	0.194	0.011	0.141	0.264	0.412	0.930
FOR	2.797	7.104	0.000	0.147	0.568	1.984	81.921
BIG	0.518	0.501	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

<변수의 정의>

DA : 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)에 의하여 추정된 재량적발생액,

IPO : 신규상장시점에서 기업성과의 충족여부를 나타내는 더미변수,

IPO1 : 신규상장시점에서 자기자본이익률 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO2 : 신규상장시점에서 당기순이익 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO3 : 신규상장시점에서 매출액과 시가총액 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

SIZE : 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT : 부채비율(=총부채/총자산),

FOR : 외국인지분율,

BIG : 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, 그렇지 않으면 0

<표 3>은 가설검증 모형에 포함된 변수의 기술통계량을 나타낸다. 패널 A와 패널 B는 2014년 6월에 변경된 상장요건에 따라 구분된 결과를 보여주고 있다.

패널 A와 패널 B에서 이익조정의 대응변수인 DA의 평균은 각각 0.003, -0.005로 전자는 이익의 약한 상향조정을 후자는 방어적인 이익조정을 구사하는 것으로 나타나 IPO와 관련하여 이익의 상향 혹은 하향조정이 전략적 혹은 기회주의적으로 선택되었다고 볼 수 있다.

IPO1의 평균은 패널 A와 패널 B에서 각각 0.608과 0.456으로 2014년 6월 이전에 ROE요건을 충족한 기업의 빈도가 더 많다는 것을 알 수 있다. 이는 2014년 이후에 매출액 기준이 적용됨으로써 신규상장기업이 이익률에 의한 규정을 상대적으로 더 완화하여 인식하고 있다는 것을 반증한다.

IPO2의 평균은 각각 0.643과 0.625로 큰 차이가 없는 것으로 나타나 당기순이익 20억 이상요건을 충족한 기업이 60%를 상회한 것으로 보인다.

IPO3의 평균은 각각 0.890, 0.838로 연구대상 기업의 대부분이 매출액과 시가총액 300억 기준을 동시에 만족하는 것을 알 수 있다.

총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한 SIZE의 평균은 각각 24.526, 24.897로 유가증권시장을 대상으로 한 선행연구의 기업규모에 비해 작다고 볼 수 있으며, 2014년 6월 이후에 신규상장기업의 규모가 확장되었음을 알 수 있다.

DEBT의 평균은 각각 0.332, 0.296으로 재무부실이 심한 표본이 제거되어 비교

적 낮은 수치를 보이며, 2014년 6월 이후에 신규상장 한 기업의 부채비율이 더 낮은 것으로 나타나 재무건전성이 더 안정적인 것으로 해석할 수 있다.

FOR는 유가증권시장에서 10% 이상으로 관측된 것에 비하여 연도별 구분에 의한 평균값이 각각 3.2%, 2.8% 정도로 낮게 나타났으며, 최소값과 최대값의 범위와 편차가 심하게 외국인투자자가 투자기업에 대한 선호가 다른 것으로 추론된다.

BIG의 평균은 50%에 근접하여 신규상장기업이 대형회계감사법인의 감사를 수임 받는 것을 알 수 있다.

2절 상관분석 결과

<표 4> 상관분석 결과

	DA	IPO1	IPO2	IPO3	SIZE	DEBT	FOR	BIG
DA	1.000	0.217	0.224	0.137	0.012	0.146	-0.003	-0.045
		0.000	0.000	0.024	0.847	0.016	0.958	0.463
IPO1	0.182	1.000	0.541	0.121	-0.056	0.106	-0.031	-0.004
	0.000		0.000	0.045	0.354	0.080	0.615	0.946
IPO2	0.160	0.633	1.000	0.402	0.386	-0.036	-0.023	0.104
	0.000	0.000		0.000	0.000	0.556	0.710	0.085
IPO3	0.113	0.141	0.356	1.000	0.429	0.100	0.067	0.096
	0.001	0.000	0.000		0.000	0.100	0.270	0.114
SIZE	0.025	0.079	0.406	0.398	1.000	-0.002	0.200	0.197
	0.446	0.016	0.000	0.000		0.978	0.001	0.001
DEBT	-0.080	-0.120	-0.191	-0.063	0.225	1.000	-0.067	-0.064
	0.015	0.000	0.000	0.056	0.000		0.274	0.294
FOR	0.029	0.150	0.173	0.128	0.211	-0.123	1.000	0.156
	0.370	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.010
BIG	-0.007	0.036	0.083	0.108	0.186	-0.001	-0.017	1.000
	0.839	0.267	0.011	0.001	0.000	0.964	0.596	

<변수의 정의>

DA : 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)에 의하여 추정된 재량적발생액,

IPO : 신규상장시점에서 기업성과의 충족여부를 나타내는 더미변수,

IPO1 : 신규상장시점에서 자기자본이익률 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO2 : 신규상장시점에서 당기순이익 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO3 : 신규상장시점에서 매출액과 시가총액 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

SIZE : 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT : 부채비율(=총부채/총자산),

FOR : 외국인지분율,

BIG : 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, 그렇지 않으면 0

*자기상관계수의 대각선 아래쪽 셀은 2014년 6월 이전 표본기업을 대상(n=930개)으로,

대각선 위쪽 셀은 2014년 6월 이후 표본기업을 대상(n=272개)으로 한 상관분석 결과이다

**각 셀의 윗줄은 상관계수를, 아랫줄은 유의수준을 나타낸다

<표 4>는 자기상관 계수 1을 기준으로 대각선 위쪽과 아래쪽으로 각각 ‘2014년 6월 이전’과 ‘2014년 6월 이후’에 대한 Pearson 상관분석 결과를 제시하고 있다.

2014년 6월 이전에 주된 관심변수인 DA와 IPO1, IPO2, IPO3의 상관계수는 각각 0.182, 0.160, 0.113으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계를 보이고 있다. 2014년 6월 이후에 신규상장 한 표본기업에서도 이와 일관된 결과를 보이고 있다. 이는 IPO요건에 따라 기업이 전략적으로 이익을 상향조정하여 보고하였다는 것을 시사한다. 구체적으로 자기자본이익률 10%, 당기순이익 20억, 매출액 100억원과 시가총액 300억 기준을 충족한 기업은 신규상장에 즈음하여 전략적으로 이익의 상향조정을 강구함으로써 기업성과를 양호하게 보고할 개연성이 높다는 것을 암시한다.

한편, 2014년 6월 이전에 IPO1, IPO2, IPO3과 SIZE는 전반적으로 유의한 양(+)의 상관관계로 나타나 기업성과와 관련된 상장요건이 기업규모와 설명관계가 있는 것으로 풀이된다. 그러나 2014년 6월 이후에 상장한 표본에서 IPO1과 SIZE가 유의하지 않는 음(-)의 상관계수로 나타나 기업규모가 클수록 자기자본이익률 10% 기준을 충족하지 않을 가능성을 암시한다. 2014년 6월 이전에 IPO1, IPO2, IPO3과 DEBT는 유의한 음(-)의 상관성을 보이지만, 2014년 6월 이후에는 유의한 결과가 나타나지 않

왔다. 이는 2014년 6월 이후에 재무건전성이 신규상장에 크게 영향을 미치지 않는 기준으로 인식되어 기업이 이를 기회주의적으로 활용할 수 있음을 암시한다. FOR는 전반적으로 SIZE와 유의한 양(+), DEBT와는 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타나 외국인투자자는 재무건전성이 양호하고 규모가 큰 기업에 투자를 선호한다는 것을 추론할 수 있다(김문태, 2004).

제3절 평균차이분석 결과

<표 5> 평균차이분석 결과

패널 A. 2014년 6월까지 상장한 표본의 재량적발생액 평균차이

	충족여부	표본 수	평균	표준편차	평균차이	t통계량	p값
IPO1	충족	565	0.025	0.153	0.056	5.756	0.000
	미충족	365	-0.031	0.138			
IPO2	충족	598	0.021	0.145	0.050	4.866	0.000
	미충족	332	-0.029	0.153			
IPO3	충족	828	0.009	0.149	0.054	3.514	0.001
	미충족	102	-0.045	0.146			

패널 B. 2014년 6월 이후 상장한 표본의 재량적발생액 평균차이

	충족여부	표본 수	평균	표준편차	평균차이	t통계량	p값
IPO1	충족	124	0.038	0.177	0.078	3.648	0.000
	미충족	148	-0.041	0.176			
IPO2	충족	170	0.026	0.170	0.083	3.683	0.000
	미충족	102	-0.057	0.186			
IPO3	충족	228	0.006	0.178	0.067	3.231	0.029
	미충족	44	-0.061	0.183			

IPO1: 신규상장시점에서 자기자본이익률 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO2: 신규상장시점에서 당기순이익 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO3: 신규상장시점에서 매출액과 시가총액 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0

<표 5>는 2000년 이후 신규상장기업에 대한 요건 충족여부에 따라 이익조정 대용변수인 재량적발생액의 평균차이를 분석한 결과이다.

패널 A에서 IPO1은 자기자본이익률 10% 기준을 충족한 표본 565개와 충족하지 못한 표본 365개에 대한 DA 평균은 각각 0.025, -0.031로 자기자본이익률 10% 기준을 충족한 집단에서 재량적발생액이 더 높고 1% 수준에서 유의한 평균차이를 보였다. 이는 자기자본이익률을 충족한 집단에서 이익을 상향조정하여 보고하였다는 것을 의미한다. IPO2에서 충족과 미충족의 표본은 각각 598개와 332개로 DA의 평균은 각각 0.021, -0.029로 나타났으며, 이에 대한 t통계량도 4.866으로 당기순이익 20억요건을 충족한 기업에서 이익조정이 더 공격적으로 구사되었다는 것을 알 수 있다. IPO3은 매출액 및 시가총액 기준을 충족한 표본과 미충족의 표본의 평균은 각각 0.009, -0.045로 매출액 100억원과 시가총액 300억 이상을 동시에 보고한 기업에서 이익을 상향조정하였다고 볼 수 있다.

패널 B는 2014년 6월 이후에 상장한 표본을 상장요건에 따라 집단 구분하여 재량적발생액의 평균차이를 분석한 결과이다. IPO1은 자기자본이익률 10% 기준을 충족한 표본 124개와 충족하지 못한 표본 148개의 DA 평균은 각각 0.038, -0.041로 t통계량이 3.648로 1% 수준에서 자기자본이익률 10% 기준을 충족한 집단의 재량적발생액이 더 높은 것으로 나타나 자기자본이익률 10% 기준을 충족한 집단에서 공격적인 이익조정이 이루어졌다는 것을 알 수 있다. IPO2에서 충족과 미충족의 표본은 각각 170개와 102개로 DA의 평균은 각각 0.026, -0.057로 당기순이익 20억 이상 요건을 충족한 집단에서 이익을 상향조정하는 회계방법이 선택되었다고 볼 수 있다. IPO3은 매출액 및 시가총액 기준을 충족한 표본과 미충족의 표본의 평균은 각각 0.006, -0.061로 매출액 100억원과 시가총액 300억 이상을 동시에 보고한 기업에서 이익을 상향조정하였다고 볼 수 있다.

제4절 다중회귀분석 결과

<표 6> 다중회귀분석 결과

패널 A. 2014년 6월까지 상장한 표본 (n=930)

종속변수 : DA									
	주 설명변수: IPO1			주 설명변수: IPO2			주 설명변수: IPO3		
	계수	t통계량	p값	계수	t통계량	p값	계수	t통계량	p값
IPO1	0.173	5.264	0.000						
IPO2				0.166	4.421	0.000			
IPO3							0.109	3.034	0.002
SIZE	0.033	0.935	0.350	-0.031	-0.783	0.434	0.000	-0.003	0.998
DEBT	-0.068	-1.998	0.046	-0.041	-1.155	0.249	-0.072	-2.091	0.037
FOR	-0.012	-0.357	0.721	0.002	0.056	0.955	0.006	0.183	0.855
BIG	-0.019	-0.587	0.557	-0.015	-0.446	0.656	-0.018	-0.555	0.579
수정-R ² (F값)	0.037 (7.298, p<0.000)			0.042 (5.895, p<0.000)			0.077 (5.304, p<0.000)		

패널 B. 2014년 6월 이후 상장한 표본 (n=272)

종속변수 : DA									
	주 설명변수: IPO1			주 설명변수: IPO2			주 설명변수: IPO3		
	계수	t통계량	p값	계수	t통계량	p값	계수	t통계량	p값
IPO1	0.206	3.442	0.001						
IPO2				0.270	4.213	0.000			
IPO3							0.146	2.185	0.030
SIZE	0.030	0.484	0.629	-0.090	-1.363	0.174	-0.044	-0.649	0.517
DEBT	0.122	2.037	0.043	0.155	2.622	0.009	0.129	2.127	0.034
FOR	0.012	0.198	0.843	0.039	0.643	0.521	0.011	0.181	0.856
BIG	-0.044	-0.718	0.473	-0.052	-0.852	0.395	-0.044	-0.704	0.482
수정-R ² (F값)	0.047 (6.298, p<0.000)			0.067 (6.895, p<0.000)			0.046 (4.304, p<0.003)		

다중회귀모형

$$DA = \beta_0 + \beta_1 IPO_{i=1,2,3} + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 FOR + \beta_5 BIG4 + \epsilon$$

<변수의 정의>

DA : 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)에 의하여 추정된 재량적발생액,

IPO : 신규상장시점에서 기업성과의 충족여부를 나타내는 더미변수,

IPO1 : 신규상장시점에서 자기자본이익률 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO2 : 신규상장시점에서 당기순이익 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

IPO3 : 신규상장시점에서 매출액과 시가총액 요건을 충족하면 1, 그렇지 않으면 0,

SIZE : 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT : 부채비율(=총부채/총자산),

FOR : 외국인지분율,

BIG : 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, 그렇지 않으면 0

상관분석과 평균차이분석 결과 연구가설에 대한 타당성은 지지되었지만, 인과의 방향성과 통제변수의 영향력이 반영되지 않는 단변량분석 결과로 한계가 있다. 이에 선행연구에서 이익관리에 영향을 미칠 수 있는 변수로 인식하고 있는 기업규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 외국인지분율(FOR), 대형회계법인에 의한 감사품질(BIG) 등 통제변수들을 반영하여 신규상장기업의 기업성과에 대한 요건 충족여부가 이익조정(DA)에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 회귀분석 전반에 걸쳐 모형적합성을 나타내는 수정R²에 대한 F값은 유의하였으며, 분산팽창계수(VIF)로 측정된 설명변수 간 다중공선성 문제는 우려할 수준이 아니었다.⁸⁾

<표 6>의 패널 A에서 주된 변수인 IPO1, IPO2, IPO3이 이익조정(DA)의 대용변수인 종속변수 DA에 반영되는 추정회귀계수는 각각 0.173, 0.166, 0.109로 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계를 보임으로써, 신규상장기업의 기업성과 요인이 충족되었을 경우에 공격적인 이익보고가 구사되었다고 볼 수 있다.

8) 다중공선성은 분산팽창지수(VIF, Variance Inflation Factor)로 측정하였다. VIF 값이 10이상이면 독립변수들 간에 다중공선성이 존재한다고 판단하는바, 전체 다중회귀분석에서 최대 VIF는 1.176으로도 다중공선성이 해석에 지장을 주는 수준은 아니었으므로 표에 제시하는 것을 생략하였다. 또한 이하의 회귀분석에서 추정 회귀계수는 표준화 계수를 나타내어 종속변수에 미치는 상대적인 설명력의 정도를 제시하였으며, 상수는 가설검증 해석에 영향을 미치지 않으므로 표시하지 않았다.

<표 6>의 패널 B에서도 IPO1, IPO2, IPO3은 종속변수 DA에 각각 0.206, 0.270, 0.146으로 유의한 양(+)의 설명관계를 보였다. 다만, 매출액 100억원과 시가총액 300억 상을 동시에 보고한 기업에서 DA에 미치는 설명력은 패널 A에 비하여 다소 낮게 나타나 2014년 6월 이후에 신규상장 한 기업이 2014년 6월 이전에 상장한 기업과 비교하여 매출액에 의한 이익 상향조정 의도보다는 다른 수단을 동원하여 공격적인 이익조정을 한 것으로 해석할 수 있다.

본 연구의 다중회귀분석 결과를 통하여 다음과 같은 시사적인 해석이 가능하다.

첫째, 코스닥 시장 상장혜택을 기대한 기업의 입장에서 신규상장요건에 부합하려는 이익조정을 구사할 수 있다. 코스닥 시장은 증권거래법 172조의 2의 규정에 의하여 증권업협회가 운영하는 증권시장으로, 비상장기업 중에서 성장성과 기술력이 있는 기업들을 등록하도록 하고 있다. 코스닥 시장은 유가증권시장에 상장하기 어려운 벤처기업 및 중소기업 등의 신주공모 및 유상증자 등을 통해 안정적이고 장기적인 자금을 조달하도록 기회를 제공하는데 근본적인 취지와 의의가 있다. 그러나 코스닥 시장은 유가증권시장에 비하여 신규상장요건, 상장유지요건, 재무정보의 공시규제 등이 상대적으로 관대한 점을 악용하여, 대주주 혹은 경영자의 도덕적 해이의 수단으로 변질되어 왔다는 비판을 받고 있다. 회계정보의 투명성과 관련하여 윤순석(2001)은 유가증권시장 기업과 코스닥 기업 간의 이익관리에 차이가 있는가를 실증적으로 검토한 결과 유가증권시장 기업과 코스닥 기업은 모두 발생액을 활용하여 보고이익을 관리하는 경향이 강한 것으로 나타났으나 코스닥 기업의 이익관리 현상이 더 강한 것으로 보고하였다. 구체적으로 영업현금흐름이 저조한 경우 코스닥 기업이 유가증권시장 기업에 비하여 발생액의 증가를 이용하여 보고이익을 증가시키는 경향이 더 강하고, 영업현금흐름이 양호한 경우에는 코스닥 기업이 유가증권시장 기업에 비하여 발생액을 감소시켜서 보고 이익을 조절하는 경향이 더 강한 것으로 나타났다. 이정연 등(2005)은 코스닥 기업이 신규등록 직전연도와 등록연도에 이익관리를 구사한 결과를 제시하였다. 또한 자기자본이익률(ROE) 비중으로 살펴본 결과 이익조정의 동기에 따라 이익조정시점이 달라질 수 있다고 주장하였다. 윤순석과 김효진(2007)은 코스닥 벤처기업, 코스닥 일반기업, 유가증권시

장 기업으로 구분하여 이익조정 행태의 차이점을 보고하였다. 실증분석 결과 세 집단 모두 IPO 연도에 이익의 상향조정 현상을 확인할 수 있었다. 특히 코스닥 벤처 기업이 코스닥 일반기업 및 유가증권시장 기업에 비하여 공개연도와 공개전연도에 훨씬 적극적으로 이익을 상향조정한다는 것을 알 수 있었다. 최중서 등(2010)은 코스닥 시장에 신규상장 하고자 하는 기업이 유가증권시장에 비하여 월등히 강한 이익조정의 동기를 지니거나 코스닥 시장에서의 주간사회사 혹은 지정 감사인에 의한 감시와 견제기능이 상대적으로 소홀할 가능성을 시사한다. 이에 대하여 김문태와 이지현(2012)은 상장폐지실질심사제도에 대한 회계투명성을 검증하였다. 실질심사에 의해 상장폐지 된 기업의 재량적발생액은 상장폐지 이전 t-3기, t-2기에는 유의적인 양(+)의 반응을 보였으나, 실질심사 상장폐지 직전연도(t-1)에는 유의적인 음(-)의 설명관계를 보였다. 이는 과도한 이익의 상향조정을 구사한 기업이 실질심사에 의하여 상장폐지 될 가능성이 높지만, 상장폐지 직전연도에 이르러서는 더 이상 이익의 상향조정을 구사할 여력이 없는 것으로 판단된다. 즉 실질심사에 의하여 상장폐지 된 기업은 과거에 이익보고 용도로 활용되었던 수단을 반전시키지 못하여, 손손실에서 현금흐름을 차감한 총 발생액이 구조적으로 음(-)으로 산출되어 재량적발생액 역시 음(-)으로 추정될 가능성이 매우 높다. 또한 실질심사의 사유 중 횡령 및 배임이 전반적으로 부정적인 현금흐름과 관련이 있으며, 이 경우 누적된 손실로 인하여 이익을 상향으로 반전시킬 재량적발생액을 더 이상 활용하지 못한 결과로도 풀이된다. 본 연구의 결과는 상장시점에서의 이익조정이 상장폐지와 관련성이 높다는 것을 추론하여 기업성과와 관련된 상장요건을 보다 엄격히 규제할 필요가 있음을 시사한다.

둘째⁹⁾, 코스닥 시장에서 발생하는 이러한 부정적 사례를 통하여, 코스닥이 자본의 수요자와 공급자 사이의 원활한 자원배분을 가능하게 하여 건전한 자본시장의 발전에 기여하였다기보다는 코스닥 상장기업에 투자하고 있던 많은 투자자와 채권자에게 직접적인 투자손실을 줄 뿐만 아니라 잠재적으로 자본시장 전체를 교란시킬 수 있다는 우려를 낳고 있다(김문태와 이지현, 2012). 이에 한국거래소는 상장

9) 김문태와 이지현(2012)의 연구에서 대부분 인용함.

법인이 더 이상 상장요건을 충족하지 못하게 되면, 해당 법인의 신청이 없더라도 강제적으로 해당 법인의 증권을 상장폐지 시킬 수 있는 규제조항을 마련하였다. 그러나 이러한 형식적 요건에 의한 상장폐지제도는 기업의 회생가능성을 적절히 심사평가하지 못한다는 비판이 꾸준히 제기되어 왔다. 장욱(2010)에 의하면, 형식적 상장폐지로 인한 일부 퇴출기준은 상장기준과 대비하여 상대적으로 낮은 수준으로 설정되어 있어 실제 적용되는 실적이 미미하였다. 또한 형식적 요건에 의하여 상장폐지조치를 받은 기업이 불복소송 및 이의신청을 제기하면 이에 대한 처리가 모호하거나 비합리적으로 진행되어 형평성과 공정성의 문제가 발생되기도 하였다. 이러한 상황에서, 일부기업의 경우 기업의 경영환경을 실질적으로 개선하는 노력 없이 형식적 자구행위만을 반복함으로써 퇴출을 모면하는 사례도 다소 발생하였다. 이에 대하여 김문태(2016)는 2000년 이후 유가증권시장에 비하여 신규상장 혹은 상장폐지 빈도가 높은 코스닥 상장기업을 대상으로 Altman et al.(1995)의 K-Score로 측정된 'IPO 전후시점'에서의 기업부실지수가 상장폐지에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과 IPO시점에서의 기업부실지수가 불량한 경우 상장폐지 될 확률유의성이 높은 것으로 나타났다. 따라서 자본시장 활성화에 비중을 두고 코스닥 상장시장에 대한 요건을 완화하는 정책을 시행하기 이전에 코스닥 시장의 건전성과 회계투명성을 확보하려는 관계 당국의 의지가 중요하다고 본다.

셋째, 상장요건에 대한 기업성과는 선택적 요건이다. 네비스탁(2011)이 코스닥에 상장한 945개 기업을 분석한 결과(2011년 1월 1일 기준), 427개 기업(45.2%)이 코스닥 시장 상장요건을 충족시키지 못하는 것으로 보고하였다. 이는 코스닥 상장심사와 등록과정에서 여러 선택기준을 적용하여, 기업의 시장진입장벽을 완화한 규정과 관련이 있다. 코스닥 시장에 진입할 기업성과요건은 자기자본이익률(ROE) 10%, 당기순이익 20억, 매출액 100억원과 시가총액 300억, 매출액증가율 20%에서 선택할 수 있으며, 이외에도 주식의 분산이나 재무건전성에 관한 요건도 기업이 선택할 수 있도록 규정되어 있다(김문태, 2016 재인용). 또한 수익요건을 충족시키지 못하는 벤처기업의 경우 기술성평가 제도를 통해서 신규상장을 할 수 있다. 기술성평가는 코스닥 위원회가 외부전문기관 평가를 참고하여 기술력과 시장성을 판

단하는바, 이때 기업의 존속성을 가늠할 수 있는 기업성과에 대한 평가가 미흡하여 기업부실가능기업이 시장에 진입할 수 있다. 요컨대, 기업은 신규상장 의도시점에서 불리한 상장요건을 전략적으로 회피할 수 있으며, 이로 인하여 상장요건이 부실한 기업도 상장될 여지가 있다¹⁰⁾.

마지막으로, 코스닥 시장에 대한 정부의 무분별한 육성지원 시책이 자칫 자본시장을 교란시키고 기회주의적인 경영자의 도덕적 해이로 인하여 다수의 일반투자자에게 불이익을 전가시킬 우려가 있다는 점이다. 1997년 11월 ‘코스닥 시장의 개편 및 육성방안’과 1998년 12월 ‘벤처기업창업 및 육성 5개년 계획’이 수립된 이후, 코스닥 시장은 설립목적인 중소·벤처기업의 성장을 위한 직접금융 지원하여 예비창업자들의 IT 산업을 기반으로 한 신산업육성에 크게 기여했다. 그러나 코스닥 시장 감시기능취약으로 주가조작, 과잉홍보, 불법적 자금조달 및 편법적 가치 부풀리기 등 문제를 유발한 면도 무시할 수 없다¹¹⁾. 정부 벤처정책의 급속한 양적 증대에 치중한 나머지 내실을 기하지 못한 면은 분명히 존재할 것이다. 벤처기업은 우수한 기술력을 지니고 있기 때문에 그것이 상품화, 상용화 될 경우 사회 전체에게 편익을 가져다주는데 이를 위해서는 우선 벤처기업이 제대로 성장, 발전할 수 있어야 한다. 그러나 신생벤처기업은 자본력이나 재정력, 기업 신용도 측면에서 기존 대기업에 비해 상대적으로 열악하므로 시장에서 제대로 성장, 발전하기가 어렵다. 따라서 많은 우수한 기술들이 미처 상품화되기도 전에 사장 될 가능성이 있다. 따라서 정부가 개입해서 벤처기업을 지원해야 한다. 이러한 주장은 결국 벤처기업의 기술력이 상품화되는 것을 외부경제의 창출로 보며, 이것이 가능하도록 정부가 지원해주어야 한다. 그러나 외부경제는 어떤 개인의 활동이 개인에게 가져다주는 편익에 비하여 사회에 미치는 편익이 더 큰 경우를 지칭한다. 그리고 이 경우 개인 입장에

10) 다음은 이와 관련된 신문기사(머니투데이 2015년 9월 15일자)의 일부이다.

“적자기업도 상장할 수 있는 방안이 추진되면서 부실상장 우려가 커지고 있다. 무리한 상장 활성화 정책이 투자자들의 피해로 이어질 경우 정부가 시장부실을 부추겼다는 비판을 피하기 어렵다는 지적이다...(중략)...문제는 부실상장 가능성이다. 애당초 재무개선 가능성이 낮거나 성장잠재력이 높지 않은 업체까지 무리하게 상장 대상에 포함될 수 있다는 얘기다. 익명을 요구한 한 거래소 관계자는 "상장 문턱 낮추기에만 정책을 집중할 경우 부실기업 상장에 따른 투자 피해가 불가피할 수 있다(후략)".

11) 이하 김태일과 도수관(2003)의 연구에서 대부분 재인용 함.

서 의사결정을 하면 사회적으로 필요한 양보다 해당 활동이 과소공급 되므로 정부가 개입하여 개인의 편익과 사회의 편익이 일치되는 수준까지 개인을 보조해 주어야 한다. 그런데 벤처기업 기술력의 상품화는 이러한 의미의 외부경제 창출은 아니다. 이는 기술력이 상품화된 후 벤처기업가는 그에 대한 보상을 받을 수 있기 때문이다(김태일과 도수관, 2003). 자본시장에서는 이미 거래되고 있는 상장법인의 증권에 대하여 기업부실위험 선정이나 투자주의 환기종목 등을 규제하고 있으나, 신규상장을 의도하고 있는 기업에 대한 시장규제는 상대적으로 덜 엄격한 편이다. 따라서 신규상장기업은 정보가 덜 노출되거나 덜 분석된 상태에서 시장진입 될 여지가 있고, 이로 인한 정보비대칭과 경영자(혹은 대주주 및 특수 관계자)의 도덕적 해이가 기업재무 건전성을 악화시키는 사례도 빈번하게 보도되어 왔다. 이에 김창수(2008)는 시장과 기업의 건전성규제 차원에서 상장적격심사 완화정책이 상장폐지 발생위험을 부추길 수 있다는 점을 지적하였으며, 장욱(2010)은 상장폐지 기준의 강화뿐만 아니라 IPO시점에서의 실질적인 심사가 중요하다고 주장하였다. 이러한 행태는 유가증권시장 보다는 코스닥 기업에서 더 빈번하게 나타는 것으로 보도되고 검증되고 있다(최중서 등, 2010; 김문태, 2014).

제5장 연구 결과와 한계

자본시장에서는 이미 거래되고 있는 상장법인의 증권에 대하여 기업부실위험 선정이나 투자주의 환기종목 등을 규제하고 있으나, 신규상장을 의도하고 있는 기업에 대한 시장규제는 상대적으로 덜 엄격한 편이다. 따라서 신규상장기업은 정보가 덜 노출되거나 덜 분석된 상태에서 시장진입 될 여지가 있고, 이로 인한 정보비대칭과 경영자(혹은 대주주 및 특수 관계자)의 도덕적 해이가 기업재무 건전성을 악화시키는 사례도 빈번하게 보도되어 왔다.

이러한 시의적 맥락에서 본 연구는 코스닥 시장에 신규상장 한 기업을 대상으로 IPO 당시 상장요건 중 기업성과에 대한 선택적 충족요건이 이익조정에 미치는 설명관계를 실증분석 하였다.

연구대상은 2000~2017년의 신규상장기업 중 표본선정요건을 충족한 1,202개 연도별-산업별 표본으로 이를 상장요건이 크게 바뀐 2014년 6월 이전(930개)과 이후(272개)로 구분하였다. 이익조정요건의 대용변수는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)으로 추정된 재량적발생액을 이용하였다. 기업성과는 자기자본이익률(ROE), 당기순이익, 매출액과 시가총액 기준 등 3개의 재무변수가 상장요건에 충족하는지 여부로 더미변수를 취하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 상관분석 결과 기업성과에 대한 상장요건은 재량적발생액과 모두 1% 수준에서 유의한 상관계수를 보였다. 이는 자기자본이익률 10%, 당기순이익 20억 이상, 매출액 100억원 이상과 시가총액 300억 요건을 충족한 기업은 신규상장에 즈음하여 전략적으로 이익의 상향조정을 강구함으로써 기업성과를 양호하게 보고할 개연성이 높다는 것을 암시한다.

둘째, 평균차이분석결과 자기자본이익률요건을 충족한 표본집단, 당기순이익요건을 달성한 표본기업, 매출액 및 시가총액요건을 충족한 표본에서 재량적발생액이 더 높고 1% 수준에서 유의한 평균차이를 보였다.

셋째, 다중회귀분석결과 자기자본이익률 요건을 충족한 기업, 당기순이익 요건을 충족한 기업, 매출액 및 시가총액 요건을 충족한 기업에 대한 변수가 재량적발생액에

유의한 양(+)¹의 설명력을 보임으로써, 기업성과요인을 충족한 기업에서 전반적으로 공격적인 이익보고가 구사되었다고 볼 수 있다.

본 연구는 코스닥 시장에 신규상장 한 기업들이 자금조달의 용이성과 조세지원 등 정부정책의 혜택을 기대하여 신규상장요건에 부합하려는 이익조정을 구사하고 있다는 실증적 증거를 제시하는데 공헌성이 있을 것이다. 또한 코스닥 시장에 대한 신규상장요건, 상장유지요건, 재무정보의 공시규제 등에 대한 강화의 필요성을 제기하며, 나아가 상장시점에서의 이익조정이 상장폐지와 관련성이 높다는 것을 추론하여 기업성과와 관련된 상장요건을 보다 엄격히 규제할 필요가 있음을 시사한다.

그러나 본 연구는 코스닥 시장에 국한된 연구를 수행한 점, 신규상장요건의 연도별 변화과정을 반영하지 못한 점, 그리고 이익조정의 대용변수로 수정 Jones 모형 (Dechow et al., 1995)에 한정된 연구결과를 제시하고 있는 한계점이 있다. 이에 대하여 향후 연구에서는 보다 확장된 표본과 심화된 연구결과를 제시하여 연구결과의 일반성이 강건해지길 기대한다. 나아가 본 연구를 확장하여 신규상장요건과 향후 기업가치, 상장폐지 등과 연계하여 연구가 진행되기를 제언한다.

참고 문헌

- 강선민·황인태, 2007, “감사인 지정과 재량적발생액의 변화 : 기업과 감사인의 역할”, 회계학연구 32(4): 115-150.
- 고대영·김문태·윤순석, 2007, “감사위원회의 도입과 감사위원회의 독립성이 이익조정통제에 미치는 영향”, 회계와 감사연구 45: 69-90.
- 곽영민·최중서, 2011, “신규상장기업의 이익조정과 생존가능성의 관련성 : 코스닥 시장을 중심으로”, 회계저널 제20권 제3호: 231-263.
- 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희, 2010, 「회계정보유용성」, 신영사.
- 기은선·이우중·이종용, 2017, “코스닥 시장 신규상장기업의 이익조정과 종업원의 지분참여”, 회계저널 26권3호: 79-104.
- 김권중·김문철·전중열, 2004, “신규상장기업의 이익조정 동기”, 회계학연구, 제29권 제4호: 87-116.
- 김길훈·강내철, 2006, “유가증권 회계처리와 이익조정”, 회계연구 11(3): 229-246.
- 김문태, 2004, 「외국인 지분참여기업의 이익관리」, 전남대학교 박사학위논문.
- 김문태, 2006, “코스닥기업의 이익관리가 신용평가에 미치는 영향”, 대한경영학회지 19(5): 1689-1709.
- 김문태, 2011, “금융감독원 감리조치가 이익조정에 미치는 영향”, 회계정보연구 29(4): 59-80.
- 김문태, 2014, “코스닥 신규상장기업의 대주주지분을 감소와. 상장폐지의 연관성에 관한 연구,” 한국증권학회지, 제43권 4호: 731-752.
- 김문태, 2016, “코스닥 기업에서 IPO 전후 이익관리가 상장폐지에 미치는 영향. 회계연구”, 21(2): 113-135.
- 김문태·김현아, 2011, “매도가능증권의 이익거래와 이익관리의 관련성에 관한 연구”, 회계정보연구 29(2): 31-61.
- 김문태·위준복·전성일, 2006, “회사채 신용등급의 이익관리 통제효과”, 증권학회지 35권 5호: 45-74.

- 김문태·이지현, 2012, “실질심사에 의한 상장폐지와 이익관리 행태에 관한 연구: 코스닥 기업을 중심으로”, 회계정보연구 30(4): 35-56.
- 김정애, 2010, “코스닥상장기업의 최대주주 변경과 이익조정”, 회계정보연구 제28권 3호: 131-161.
- 김창수, 2008, “건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향: 상장폐지요건을 중심으로”, 경영학연구 제37권 제1호: 97-131.
- 김태일·도수관, 2003, 「김대중 정부의 벤처지원정책 평가」, 한국정책학회 춘계학술발표논문집 2003권0호: 297-320.
- 네비스타, 2011, 「코스닥 시장 상장요건에 따른 코스닥 상장기업 재무 건전성 평가」, 연구보고서.
- 문현주, 2004, “개발발생액접근법을 통한 은행의 이익관리연구”, 회계학연구 29(2): 111-131.
- 박성각, 2014, 「법인세 부담 완화를 위한 전략적 회계선택에 관한 연구」, 조선대학교 박사학위논문.
- 박종성·이은철, 2003, “회계제도의 개선과 회계정보의 유용성”, 회계학연구 제28권 2호 : 135-172.
- 박종일·이명근·원형연, 1999, “재량적발생액을 이용한 감사인의 감사품질 분석”, 한국회계학회 학술연구발표회 논문집: 135-150.
- 박춘래·김성민, 1996, “법인세율 인하와 이익관리”, 회계학연구 21(4): 143-175.
- 박한순, 2001, “부동산처분이익을 이용한 이익조절”, 회계학연구 26(1): 87-104.
- 송인만·이용호, 1997, “이익유연화현상과 정보효과. 투자자가 유용한 정보를 얻을 수 있는가?”, 회계학연구 22(4): 193-220.
- 송인만·최관, 1992, “회계변경의 이익유연화 현상과 주가 반응”, 회계학연구 14: 232-233.
- 심동석·금학연, 2002, “신규상장기업의 이익조정시점에 대한 연구”, 회계정보연구, 18: 143-161.
- 윤순석, 2001, “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구”, 증권학회지

- 29: 57-85.
- 윤순석, 2004, “이익관리수단에 관한 연구”, 회계학연구 29(3): 33-59.
- 윤순석·김효진, 2007, “신규등록 코스닥 벤처기업의 이익관리”, 회계정보연구 제25권(제4호): 29-57.
- 이민형, 2014, “코스닥 상장폐지 법인의 사명 변경 및 퇴출 사유 현황,” CGS Report, 제4권 제15호: 7-9.
- 이재은, 2008, “감리양정기준 시행 및 중요성기준 변경과 이익조정의 관련성”, 회계학연구 33(3): 189-227.
- 이정연·박제균·김철기, 2005, “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구”, 대한경영학회지 제18권(제6호): 2681-2700.
- 장석오·노현섭, 2003, “이익관리연구에 관한 개관: 1980-1990년대 연구를 중심으로”, 세무회계연구 12: 201-224.
- 장욱, 2010, “국내 상장폐지제도의 분석”, PERSPECTIVE 제2권 제2호: 44-57.
- 정태범, 2008, “우리나라의 회사에 대한 감리조치방법의 실효성 검토”, 회계저널 17(3): 323-352.
- 정형기, 2015, 「기업특성과 재무비율에 의한 건설기업의 이익조정에 관한 연구」, 조선대학교 박사학위논문.
- 지현미·송인만, 2009, “매도가능증권의 선별적 처분을 통한 이익조정”, 회계학연구 34(1): 1-26.
- 최관·김문철, 1997, “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”, 회계학연구 22(2): 1-27.
- 최관·정병욱, 1998, “부도발생기업의 회계선택”, 경영학연구 27(2): 495-513.
- 최국현·신안나, 2006, “신용등급평가가 경영자의 이익조정 행위에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 회계정보연구 24(1): 125-158.
- 최성규·김경민, 2001, “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절,” 회계학연구, 제26권 제1호: 153-175.
- 최은선, 2017, 「IT산업에서의 연구개발비 자본화와 이익관리에 관한 연구」, 교육

학석사 학위논문.

최종서·곽영민·백정환, 2010, “코스닥 신규상장기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구”, 회계학연구 제35권(제3호): 35-78.

한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)

Aharony. J, C. Lin, M. Loeb, 1993, “Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earning Management”, Contemporary Accounting Research 10(3): 61-81.

Altman. E. I, D. W. Kim, and Y. H. Eom, 1995, “Distress Classification of Korean Firms. Journal of International Financial Management and Accounting” 6(3): 230-249.

Armstrong. C, G. Foster, and D. Taylor, 2009, “Earnings Management around Initial Public Offerings”: A Re-Examination, Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 23.

Ball. R, Shivakumar. L, 2008, “Earnings Quality in UK Private Firms”, Journal of Accounting and Economics 45: 324-349.

Bartov. E, 1993, “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation”, The Accounting Review 68(October): 840-855.

Beatty. A, S. Chamberlain. and J. Magliolo, 1995, “Managing the Financial Reports of Commercial Banks. The Influence of Capital Earnings and Taxes”, Journal of Accounting Research 33(2): 231-262.

Becker. C, M. DeFond, J. Jiambalvo and K. Subramanyam, 1998, “The Effect of Audit Quality on Earnings Management”, Contemporary Accounting Research 15: 1-24.

Cahan. S, 1992, “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals. A Refined Test of The Political Cost Hypothesis”, The Accounting Review 67: 77-95.

- Collins. J, D. Shackelford, and J. Wahlen, 1995, "Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital. Earnings and Taxes", *Journal of Accounting Research* 33(2): 263-292.
- DeAngelo. L, 1986, "Accounting Number as Market Valuation Substitutes. A Study of Management Buy-outs of Public Shareholders", *The Accounting Review* 61(July): 400-420.
- Dechow. P and R. Sloan, 1991, "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation". *Journal of Accounting and Economics* 14: 51-89.
- Dechow. P, R. Sloan and A. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70(April): 193-225.
- DeFond. M and J. Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals". *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.
- DeFond. M. L and C. W. Park, 1997, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings". *Journal of Accounting and Economics* 23(July): 115-139.
- Dhaliwal. Dan. S, Gerald. Salamon and E. Dan. Smith, 1982, "The Effect Of Owner Versus Management Control On The Choice Of Accounting Methods". *Journal of Accounting and Economics* 4(1): 41-53.
- Ducharme. L, P. Malatesta, S. Sefcik, 2001, "Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance", *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16: 369-396.
- Ederington. L. H and J. C. Goh, 1998, "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(4): 569-585.
- Friedlan. J, 1994, "Accounting Choices of Issuers of Initial Public

- Offerings”, *Contemporary Accounting Research* 11(2): 1-31.
- Guidry, F, Andrew Leone, and Steve Rock, 1999, “Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers”, *Journal of Accounting and Economics* 26: 113-142.
- Hand, J, 1989, “Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Profit or True Financial Gain?”, *The Accounting Review* 57: 587-623.
- Harris, D, 1993, “The Impact of U. S. Tax Law Revision on Multinational Corporations' Capital Location and Income-Shifting Decision”, *Journal of Accounting Research* 31: 111-140.
- Healy, P, 1985, “The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Healy, P and K. Palepu, 1990, “Effectiveness of Accounting Based Dividend Covenants”, *Journal of Accounting and Economics* 12: 97-124.
- Herrmann, T, D. F. Inoue and W. B. Thomas, 2003, “The sale of assets to manage earnings in Japan”, *Journal of Accounting Research* 41(1): 89-108.
- Holthausen, R, 1981, “Evidence on the Effect of Bond Covenants and Management Compensation Contracts on the Choice of Accounting Techniques: The Case of the Depreciation Switch-back”, *Journal of Accounting and Economics* (March): 73-109.
- Hunt, A, S. E. Moyer and T. Shevlin, 1995, “Earnings smoothing and equity value”. Working Paper. University of Washington.
- Hunton, J. E, R. Libby and L. M. Mazza, 2006, “Financial reporting transparency and earnings management”, *The Accounting Review* 81(1): 135-157.
- Jones, J. J, 1991, “Earnings Management during Import Relief

- Investigations”, *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Jordan. C. E, S. J. Clark and W. R. Smith, 1998, “Earnings management under SFAS No. 115. evidence from the insurance industry”, *Journal of Applied Business Research* 14(1): 49-56.
- Kothari. S, A. Leone and C. Wasley, 2005, “Performance Matched Discretionary Accrual Measures”, *Journal of Accounting and Economics* 39(1): 163-197.
- McNichols. M. and P. Wilson, 1988, “Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices”, *The Accounting Review* 61: 692-712.
- Perry. S and T. Williams, 1994, “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, *Journal of Accounting and Economics* 18(2): 157-179.
- Pourciau. S, 1993, “Earnings Management and Non-routine Executive Changes”, *Journal of Accounting and Economics* 16: 317-336.
- Schipper. K, 1989, “Commentary on earnings management”. *Accounting Horizons* 3 (December): 91-102.
- Scholes. M, Wilson. P and M. Wolfson, 1992, “Firms’ Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986”, *Journal of Accounting Research* 30: 161-192.
- Sweeney. A, 1994, “Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Response,”, *Journal of Accounting and Economics* 17: 281-308.
- Teoh. S. T. Wong, G. Rao, 1994, “Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings”, Working Paper University of Michigan.
- Watts. R and J. Zimmerman, 1986, “ Positive Accounting Theory”, Englewood Cliffs. N. J, Prentice-Hall.