

2009년 2월
석사학위논문

코스닥 상장기업의 이익조정에
관한 연구

A Study on The Earnings Management
of KOSDAQ Firms

조선대학교 대학원

회계학과

박 신 라

코스닥 상장기업의 이익조정에

관한 연구

A Study on The Earnings Management
of KOSDAQ Firms

2009년 2월 25일

조선대학교 대학원

회계학과

박 신 라

코스닥 상장기업의 이익조정에
관한 연구

지도교수 김 안 규

이 논문을 경영학석사 학위신청 논문으로 제출함.

2008년 10월

조선대학교 대학원

회계학과

박 신 라

박신라의 석사학위 논문을 인준함

위원장	대학교 교수	인
위원	대학교 교수	인
위원	대학교 교수	인

2008년 11월

조선대학교 대학원

<목 차>

<Abstract>

제1장 서론	1
제1절 연구목적	1
제2절 연구방법 및 구성	2
제2장 이익조정 의 이론적 배경 및 선행연구	4
제1절 이익조정 의 이론적 배경	4
1. 이익조정 의 정의	4
2. 이익조정 에 관한 선행가설	5
제2절 코스닥 의 정의 및 특징	8
1. 코스닥(KOSDAQ)	8
2. 상장요건 에 따른 비교	12
제3절 선행연구	16
1. 외국 선행연구 결과	16
2. 국내 선행연구 결과	17
3. 기타 선행연구 결과	19
제3장 연구모형설계 및 표본선정	21
제1절 자료의 수집 및 표본	21
제2절 연구가설	21
제3절 변수정의 및 연구모형	25
1. 재량적 발생액의 추정(수정된 Jones 모형)	25
2. 회귀모형	30

제4장 실증결과 분석	34
제1절 기술통계량	34
제2절 가설 1의 검증	39
제3절 가설 2의 검증	43
제4절 가설 3의 검증	45
제5장 결 론	55
<참고문헌>	59

< 표 목 차 >

<표 1> 2007년 말 KOSDAQ(krx) 현황	9
<표 2> 2007년 말 KOSDAQ(krx) 자금조달 규모	10
<표 3> 코스닥 시장 외국인 투자자의 시가총액 보유 비중 추이	10
<표 4> 신규상장 법인공모 현황	11
<표 5> 연도별 신규상장기업의 영업실적 평균	11
<표 6> 코스닥 시장의 상장요건	14
<표 7> 코스닥시장의 상장요건 2(2004년 기준 등록요건)	15
<표 8> 상관관계 예측부호	33
<표 9> 기술 통계량	34
<표 10> 모형 요약	35
<표 11> 분산분석	35
<표 12> 회귀모형 계수	36
<표 13> Pearson의 상관계수	37
<표 14> 재량적 발생액의 시계열 분포	39
<표 15> 당기순손실 변수의 시계열 분포	40
<표 16> 총발생액 변수의 시계열 분포	42
<표 17> 영업현금흐름 변수의 시계열 분포	42
<표 18> 벤처기업의 재량적 발생액 평균차이검정	43
<표 19> 연도-기업별 재량적 발생액의 시계열분포	44
<표 20> 연도별 재량적 발생액의 시계열분포	46
<표 21> 연도별 신규상장기업의 재량적 발생액의 시계열분포	48
<표 22> 상장년도별 재무변수의 분포	49
<표 23> 상장년도별 재무변수의 분포2	50
<표 24> 2003년도 재무변수의 분포	51
<표 25> 2004년도 재무변수의 분포	51
<표 26> 2005년도 재무변수의 분포	52
<표 27> 2006년도 재무변수의 분포	53

<표 28> 2007년도 재무변수의 분포	53
<표 29> 상장기업 손익시의 평균적인 재량적 발생액의 차이검정	54

<Abstract>

*A Study on The Earnings Management
of KOSDAQ Firms*

Park, Sil-la

Advisor : Prof. Kim An-Gyu, Ph. D.

Department of Accounting

Graduate School, Chosun University

This study investigates the earnings management behavior of KOSDAQ firms. KOSDAQ firms have more incentive of earnings management, especially earnings enlargement than listed firms in Korea Stock Exchange(KSE).

This study investigates earnings management of the initial public offerings firms in KOSDAQ when going public and analyzes the difference in the magnitude of earnings management between general firms and Venture firms caused by the different listing requirement. This paper could be offered as a policy material to help improvement in KOSDAQ listing system.

KOSDAQ IPO(Initial Public Offering) firms are motivated at earnings management by three reasons in newly going public. First, They have powerful earnings management temptation to increase the wealth of their own firms by raising the offering prices and to maintain highly the stock price in post-going publics. Second, required qualification in going public are mainly influenced by accounting number. Accordingly, there is a possibility for the manager the earnings for the purpose of satisfying qualifications in pre-going publics. Third, General firms have powerful earnings management temptation to avoid losses.

The discretionary accruals which is the proxy of earnings management is measured by modified Jones model(1995) with cross sectional analysis.

The 3,446 firm-period samples are selected among the newly KOSDAQ IPO firms between 2003 and 2007. The financial record of selected samples are gathered by KOCO Info. Statistical analyses are performed using SPSS program as to t-test, correlation analysis, multi regression analysis and additional analysis after controlling the influencing factors to DA.

The major findings of empirical tests for the KOSDAQ IPO firms are summarized as follows;

Firstly, results show that DA is statistically significant negative in the -2 year, -1 year and going public year. Secondly, DA is statistically significant positive in the +1 year, +2 year. These conclusions represent that the timing of earnings management may be differently changed according to motivation of earnings management.

According to the result of this study, Though all hypothesizes were not supported, IPOs firms are positive earnings management from +1 year to +2 year. Venture firms make more negative earnings management than general firms do. The limitations of this study are as follow. This study may be incorrect in measuring DA, Which is the measurement of earnings management. so, Future time series analyses regarding the correct measuring DA are required.

제1장 서론

제1절 연구목적

이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP : Generally Accepted Accounting Principles) 내에서 경영자가 사적 목적을 가지고 자의적인 재무보고를 하는 것으로 요약된다.¹⁾ 즉, 이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙의 규정을 벗어나지 않고, 이익을 변동시키는 합법적인 방법인 반면에 이익조작(earnings manipulation)은 일반적으로 인정된 회계원칙의 규정을 벗어나서 재무자료를 분식하는 비합법적인 행위를 의미한다.²⁾

우리나라의 경제위기가 왔던 1990년대 중, 후반에 유감스럽게도 국내 대기업인 (주)대우를 포함한 기업들이 분식회계 또는 재무제표의 이익조정을 통해 잘못된 정보를 정보이용자들에게 제공하여 불합리한 의사결정으로 다수의 투자자들이 손실을 입게 되었다. 이로써, 우리나라 기업들에게 회계 정보의 투명성에 대한 경각심과 제고를 일으키는 계기가 되었다.

IMF의 금융지원 정책이 시작되고, (주)대우자동차에 대한 미국계 자동차 회사인 포드와 GM자동차의 실사 이후 잘못된 재무제표에 인수를 포기하기도 했고, 결국 GM이 인수하고 나서도 회계 문제로 사회적 이슈가 되었다. 이로 인해 우리나라 회계 시스템을 포함한 기업정보에 신뢰성을 잃게 되었고, 외국자본이 우리나라를 떠나 우리나라의 자본시장은 경제적으로 큰 손실을 입게 되었다. 그뿐만 아니라 우리나라 주식시장에서 많은 국내 투자자들도 떠나게 되어 다수의 기업들이 주식시장을 통한 자금유입의 부족에 시달렸던 현실을 기인해볼 때, 회계정보의 투명성이 가져다주는 중요성에 대해서 가늠해 볼 수 있다.

최근에는 환율급등으로 환차손을 일시적으로 많이 본 기업들이 긴급대응책이나 그에 상응하는 활동을 외부에 알려지는 것을 꺼려하고 있다. 이는 자칫 주가 폭락으로 주가 손실을 입어 자금조달에 시달렸던 (주)금호와 (주)두산과 같이 위기설과 같은 루머에 시달릴 것을 우려하기 때문이다.

1) Schipper, K, "Commentary on earning management." *Accounting Horizon* 3(4), 1989, pp.91-102.

2) 이효익 · 최관, "기업의 이익조정에 대한 윤리적 수용가능성," 회계학연구, 제21권, 1996, pp.21-43.

이는 곧 기업들이 기업체를 운영하는데 있어 주주들이나 불특정 다수의 회계정보 이용자들이 알아야 할 부분(주식 공지사항과 같이 외부에 공개해야 할 부분과 재무제표상 결산 시에 보고할 사항) 중에 회사의 당기순손실, 추가하락과 같은 자산의 손실이 외부로 빠른 시일 내에 알려져서 자칫 금융조달에 생길 수 있는 위험을 회피하려 한다는 것을 단편적으로 보여주는 사례라 할 수 있겠다. 재무자료의 정보제공에 있어서 관계자의 재량에 따라 결과가 달라질 수 있음을 보여주고 있다.

이익조정에 대한 사회적 관심과 연구는 끊임없이 이루어지고 있고, 본 연구 또한 이익조정을 다룸으로써 보다 투명한 회계정보의 제공으로 정보이용자들의 합리적인 의사결정의 유도에 그 목적이 있다고 하겠다.

제2절 연구방법 및 구성

이익조정은 당기순이익이나 현금흐름의 기간추세분석, 유형자산처분손익, 전기오류수정손익 또는 회계처리방법의 변경 등으로도 측정이 가능하지만, 이익조정 선행연구들은 대다수의 선행연구들에서 사용되어 검증된 수정된 Jones모형을 사용하여 재량적 발생액(DA : discretionary accruals)을 통해 이익조정을 측정하고 있다.

선행연구에서는 발생항목을 통하여 조정된 통합이익(aggregate earning)은 시차와 대응문제를 완화하여 현금흐름보다 더 직접적이고 단기적인 정보가치를 지닐 수 있다.³⁾ 그러나, 발생항목에는 비경상적이고 일시적인 항목이 많고, 원가배분(allocation)이나 자산평가(valuation) 등에서 자의적인 추정이 개입될 여지가 크기 때문에 미래이익 지속성과 이익반응계수 등 이익의 질을 현저히 약화시킨다는 상반된 결과도 있다.⁴⁾

대부분의 '신규상장기업의 이익조정에 관한 연구'의 선행연구들은 시기적으로 일치하지 않지만 대부분의 연구들이 상장 전, 상장시점, 상장직후 이 시기에 이익조정을 행한다는 데 공통된 견해를 가지고 있다.

그리하여 본 연구 또한 상장 무렵에 이익조정을 행한다는 사실에 주목하고 연구를 진

3) Dechow, P, "Accounting Earnings and Cash Flow as measures of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 18(July), 1994, pp.3-42.

4) Sloan, R, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?," *The Accounting Review*, 71, 1996, pp.289-315.

Khurana, I. K. and K. Raman, "Are Fundamentals Priced in the Bond market?," *Contemporary Accounting Research* 20(3), 2003, pp. 465- 494.

행 하였다. 본 논문은 상장 전에 이익조정을 하였다면 신규상장기업의 경우 재량적 발생액이 상대적으로 기존의 기상장된 기업보다는 클 것이란 가정 하에 연구를 진행한다. 본 연구는 상기의 가정을 바탕으로 선행연구 결과들과의 차이점을 살펴볼 예정이며, 재량적 발생액은 그 절대 값과 자체수치를 둘 다 활용하여, 이익조정 여부와 이익조정 방향을 동시에 분석하였다.

본 연구의 주요 분석 자료는 증권거래소 상장기업보다는 상대적으로 규모가 작아 이익조정 유인이 강한 코스닥 상장법인들을 연구함으로써, 이익조정에 대한 명확한 수치를 얻을 수 있을 것이라 판단 하에 코스닥상장기업을 위주로 연구를 진행하였다.

만약 코스닥상장기업이 코스닥 상장 직전이나 상장 직후 이익조정을 행한다면 상장년도 또는 직후에 기업의 이익조정 측정치가 특정한 차이점이 있을 것이라 보고 있다. 전체적으로는 코스닥상장 전 2년부터 상장 후의 2년까지의 이익조정이 행하여지는지 분석함으로써, 상장 전에 코스닥신규상장을 위한 이익조정을 하는지의 여부와 추후에 신규상장기업이 코스닥시장에서 상장 시기별로 이익조정을 행하는지 이익조정 방향의 특징은 어떠한지의 여부를 알아보고자 한다.

통계분석은 SPSS 프로그램을 이용하여 t-test 분석, 상관관계 분석 및 다중회귀분석 분석모형을 통해 비교·분석 하였다. 코스닥 시장에 신규상장기업이 많은 시기의 재량적 발생액과 이익조정 방향의 연구를 진행하였다. 상기의 재무변수와 재량적 발생액, 재무변수를 세부적으로 상장시점 별, 상장년도 별, 상관관계에 따라 t-test와 상관관계를 연구를 추가적으로 진행하였다.

덧붙여 코스닥 신규상장기업 중에 세부적으로 벤처기업과 일반기업으로 나누어서 기업의 분류에 따라 각 기업별로 재량적 발생액을 추정해보고, 이익조정을 하는 방향을 연구 진행하였다. 다중 회귀모형을 이용한 재무변수들과 재량적 발생액의 관계를 알아보고, 상관관계의 분석과 상관계수를 측정함으로써, 재량적 발생액을 결정하는 중대한 요소가 무엇인지 알아보고 요소들과 재량적 발생액의 결정방향, 그리고, 이익조정의 방향에 대해서 알아보으로써 재무변수가 재량적 발생액에 미치는 영향을 알아볼 수 있도록 연구를 하였다.

본 연구의 구성은 총 5장으로 구성되어 있으며, 1장 서론부터 시작해서, 제2장 이익조정의 이론적 배경 및 선행연구, 제3장 연구모형설계 및 표본선정, 4장 실증분석과 5장 결론으로 구성되어 있다.

제2장 이익조정의 이론적 배경 및 선행연구

제1절 이익조정의 이론적 배경

1. 이익조정의 정의

분식회계와 같은 사회적인 문제점에 기인하여, 이익조작과 다르지만 사회적문제의 요지가 있는 이익조정을 분석하여 재무자료가 가져오는 사회적 문제를 인식하고, 이를 조금이나마 해결하기 위해 본 연구는 객관적인 자료인 재무관련 자료를 활용하여 기업의 이익조정에 관한 부분을 본 연구는 목적하고 있다.

경제적 손실인 의도된 이익조작(분식회계)으로 과거의 인하여 대마불사를 외치던 대우그룹과 기타의 대기업의 붕괴로 그 여파 때문에 국내 경제사정이 악화되어 이익조작에 관한 경종과 회계시스템의 전반적인 변화를 가져왔다. 이익조작은 불법적인 내용으로 불합리적인 요소를 내포하고 있다면, 반면에 이익조정은 합법적인 범위 내에서 이루어지지만 장기적으로 투자자나 재무정보 이용자들에게 해를 입게 할 수 있는 위험성을 내포하고 있다는 공통점이 있다.

단기적으로 봤을 때 기업입장에선 이익조정이 단기적으로 자본유입에 유리해지고, 기업 가치를 높일 수 있을지 몰라도 장기적으로 자본잠식과 자본조달의 어려움을 겪을 수 있는 위험성이 내포되어 있다. 보고이익의 신뢰성은 훼손되어, 회계정보의 유용성이 저하될 것이다.⁵⁾ 이러한 이유로 대다수의 선행연구들은 이러한 이익조정이 주주나 채권자를 오도하면서 경영자의 기회주의적인 의도로 전개된다는 점을 제시하고 있다.⁶⁾

이익조정이 합법적인 범위 내에서 이루어지지만 이익조정의 재량적 발생액에 따라서 기업의 실적이 과대 혹은 과소평가 되어 정보이용자들에게 회계정보의 신뢰감을 잃게

5) Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild, "Managerial Ownership, Accounting Choices, and informativeness of Economics", *Journal of Accounting and Economics* 20(1), 1995, pp. 249-281.

한봉희, "발생 주의적 조정의 유용성 저하에 관한 실증연구," 회계학연구, 제4호, 1998, pp.53-80.

6) Teoh et al, "Earnings Management and the long-term market performance of initial public offerings." *Journal of Finance*, 53 (December), 1998, pp.1935-1924.

Healy, P and J. Wahlen, "A Review of the Earning Management Literature and its Implication for Standard Setting." *Accounting Horizon*, 13, 1999, pp.365-384.

된다. 이렇게 신뢰감을 잃은 기업들의 악영향으로 투자자들은 기업정보의 투명성을 확보할 수 없는 이유로 적절한 의사결정이 이루어지지 않으므로 증권시장을 통한 주식매매보다는 다른 투자 의사결정을 할 확률이 높아지고, 증권시장에 자금유입이 점차 감소하여 기업은 자금 확보가 어려워지며, 장기적으로는 기업에 그 폐해를 돌아오게 된다. 이익조정은 일반적으로 기회주의적인 의도로 이루어지기 때문에, 기업의 잠재적이고 지속적인 성장성을 저해하고, 투자자에게 왜곡된 정보를 전달하게 된다. 이는 또 기대 이익 성장성을 저해한다.

상기의 이익조정에 대한 위험성은 선행연구들이 공통점으로 인식하거나 일부 동의되는 내용이다. 기업의 이익조정이 투자자들의 의사결정에 기업에 유리한 역할을 하여 기업의 부를 축적시키는 반면에, 투자자들에게는 좀 더 정확한 재무 분석을 통한 의사결정의 기회를 상실하게 하여 위험을 회피하고 수익을 내는데 있어서 불리한 입장에 놓이게 한다. 만약 경영자가 투자자와 동등한 입장으로써 기업 가치를 높여 자신의 부를 증가시킬 목적을 가지고 있다면 이익조정을 통한 주가상승을 행할 수도 있다. 경영자가 자본 시장에서 주가를 상향시키고 추가적 자본조달을 유리하게 가져가기 위하여 진행될 개연성이 높다.⁷⁾ 지금까지의 선행연구들을 보면 자본시장과 관련된 이익조정동기, 경영자보상계획 또는 경영자의 지위보전이나 부채계약과 관련된 이익조정, 경영자가 자신 또는 주주를 위하여 이익을 조정하려는 동기에서 이익조정이 이루어진다.⁸⁾

2. 이익조정에 관한 선행가설

1) 이익유연화 가설(income smoothing hypothesis)

Trueman and Titman(1998)과 이효익·최관(1996) 등은 이익유연화 가설(income smoothing hypothesis)이 경영자가 극심한 이익변동을 회피하기 위한 이익조정을 구상한다는 가설이며, ‘이익평준화’라고 정의하였다.⁹⁾ Ronen & Sadan(1981)은 ‘이익평준화’

7) Dechow et al., "Cause and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement 1996 Actions by the SEC", *Contemporary Research* 13: 1996, pp.1-36.

8) 김창연, "코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한연구" 연세대학교 석사학위논문, 2003, pp.16-19.

9) Trueman, B and S. Titman, "An Explanation of Accounting Income Smoothing", *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement), 1988, pp.127-139.

란 보고이익이 회계기간에 심하게 변동하는 것을 방지하기 위해 보고이익을 목표이익이나 표준 이익에 근접하도록 조정하는 것을 의미한다고 했다.¹⁰⁾

경영자의 회계절차 선택에 관하여 회사의 주가는 회계이익의 수준 성장률 및 이익 변동분산의 함수라는 기계적 사실, 즉 증권시장은 회계절차에 오도될 수 있다는 가설을 설명할 수 있다. 또, 경영자는 보고이익과 보고이익 성장률을 증가시키고 또한 이익 변동의 분산을 감소시키는 회계절차를 선택한다.

Gordon(1964)은 이익유연화란 경영자가 여러 가지 대체적 회계측정방법들을 선택하여 적용함으로써 보고이익의 변동성을 줄이려는 것이다. 이는 보고이익이 정상보다 높을 경우 이를 낮게 하는 회계절차를 선택하고, 정상보다 낮은 경우에는 그 반대의 회계절차를 선택한다고 했다.¹¹⁾

이익유연화는 회계적 유연화(accounting smoothing)와 실질적 유연화(real smoothing)로 구분하기도 한다.

Copeland(1968)는 회계적 유연화에 대하여 “이익 유연화란 특정흐름의 추세를 보고하려는 것이다.”라고 했다.¹²⁾ Dasher & Malcolm(1970)은 실질적 유연화에 대해서는 투자의 결정, 금융기법의 사용 등 기업의 경영활동과 관련하여 발생하는 실제사건으로 이익을 유연화 하는 실질적인 유연화의 개념을 정의 하였다.¹³⁾

2) 계약비용가설

계약비용 가설은 경영자의 보상가설(Management compensation hypothesis), 부채계약가설(debt covenant hypothesis), 정치적 비용가설로 경영자의 회계선택문제에 대하여 다룬 연구방법이다. 상기의 가설은 회계원칙의 선택과 이익조정의 동기를 밝히는데, 초점을 맞추고 있다. GAAP내에서 이루어진 합법적인 방법으로 기업가치 재고와 다수의

이효익 · 최관, “기업의 이익조정에 대한 윤리적 수용가능성,” 회계학연구, 제21권, 1996, pp.21-43.

10) Ronen, J., & Sadan, *Smoothing income number, objectives, means, and implications*, 1981, Addison-Wesley.

11) Gordon, M . J, "Postulates, Principle and Research in Accounting" *The Accounting Review*, (april), 1964, pp.251-263.

12) Copeland, R. M. "Income smoothing" *Supplement to Journal of Accounting Research*, 1968, pp.102.

13) Dasher, P. E, and Malcolm R. E, " A Note on Income smoothing in the chemical industry." *Journal of Accounting Research* (Autumn), 1970, pp.262.

이해관계자에게 이익을 창출하는 회계수치가 계약비용에 영향을 받기 때문에 계약비용을 최소화하려는 경향이 있다는 것이다.

경영자보상가설(Management compensation hypothesis)에 대해서 Healy(1985)와 나종길(1996)은 “경영자가 일정한 범위 안에서 보상을 받을 수 있을 만큼 이익의 증가 또는 감소정책을 구사한다는 것이다.” 라고 정의하였다.¹⁴⁾

부채계약가설(debt covenant hypothesis)에 대해서 Defond and Jiambalvo (1994)는 부채계약의 요구조건을 충족하기 위하여 보고이익을 조정한 유인을 갖는다고 주장했다.¹⁵⁾ Yermack(1997)과 Abody & Kasznik(2000)은 자신의 보상을 늘리기 위해 부여시점의 행사가격을 낮추려고, 이익 공시에 대한 악재(bad news)는 부여 전에 그리고 호재(good news)는 부여 후에 공시를 한다고 주장했다.¹⁶⁾

정치적 비용가설에 관하여 Watt and Zimmerman(1986)은 기업이 보다 높은 정치적 비용을 지불할 가능성이 클 경우 현재의 이익을 미래의 기간에 이연시키는 조정을 한다고 본다.¹⁷⁾

3) 이익조정가설

본 가설은 경영자가 주어진 특수한 상황 안에서 경제적 혜택을 얻기 위해 경영자의 재량으로 이익을 조정한다는 가설이다. 경영자는 구체적인 목표 하에 회계선택의 동기보다는 구체적인 목표를 이루기 위해 재량적 발생액을 만든다는 연구이다.

상기의 측면에서 계약비용가설과 차이가 있다. 이는 특정한 회계방법 선택과는 무관하게 재량적 발생액을 기초로 이익조정 여부를 판단하는데 중점을 두고 있음을 알 수 있다. 이익조정이 합법적인 부분만을 말하는 것이라면 일반적으로 이익조정가설은 GAAP와는 무관하게 이익조정 부분이나, 이익조작 부분과 상관없이 찾아내는 것이다.

14) 나종길, “이익조작에 대한 경영자보상가설과 이익유연화가설의 비교,” 회계학연구, 21(4), 1996, pp.47-66.

15) DeFond, M, and J. Jiambalvo, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accrual,” *Journal of accounting and Economics*, 17, 1994, pp.145-176.

16) Yermack, D. “Good timing: CEO stock option awards and company news announcements.” *The Journal of Finance* 52 (2): 1997, pp.449-476.

Abody, D., and R. Kasznik, “CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29: 2000, pp.73-100.

17) Watt R. and J. Zimmerman, “Positive Accounting Theory”, Englewood Cliff, N. J., Prentice-Hall, 1986.

제2절 코스닥의 정의 및 특징

1. 코스닥(KOSDAQ)

코스닥(KOSDAQ)¹⁸⁾은 상장기업의 주식과 채권을 불특정 다수의 사람들이 사고 팔 수 있는 증권거래소와 달리, 코스닥시장에서는 매매를 위한 건물이나 플로어 등이 없이 컴퓨터와 통신망을 이용하여 장외거래 주식을 매매하는 전자거래시스템으로 주식매매를 한다.

코스닥시장은 1970년대 말까지 대기업 중심의 고도성장 경제정책에서 벗어나 1980년대 이후 중소기업 및 첨단벤처기업 육성을 통한 산업구조의 고도화와 고부가가치 산업의 지원을 위한 정부의 ‘중소기업 등의 주식거래활성화를 위한 시장 조직화 방안’(1986.12)에 의한 주식장외시장으로 처음 출발하였다. 그 후에 1987년에 제도화 되어 3개사의 장외시장으로 개설된 이후 1996년 7월 1일 장외주식 중개전담 회사인 코스닥증권이 출범하여 본격적인 코스닥시장(협회중개시장)이 열리게 되었다.

거래소 시장에 상장하기 어려운 벤처기업이나 중소기업 등 고부가가치를 지닌 지식기반 중소기업이 장기적이고 안정적인 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하고 있을 뿐만 아니라 투자자의 위험선호도에 맞는 고위험, 고수익(High Risk, High Return)의 투자대안을 제공하고 있다.

1997년 4월에는 중소 벤처기업의 직접금융이용 활성화방안으로 엔젤펀드 등 벤처펀드를 활성화 시켜, 벤처기업육성을 위한 세제지원책을 마련했다. 1997년 10월 벤처기업 육성에 관한 특별조치법으로 벤처기업 지정 기준마련 및 벤처기업에 대한 자금지원, 기술인력 및 입지 공급을 하였고, 1997년 11월에는 코스닥시장 개편 및 육성방안으로 코스닥 시장에 벤처기업 전용시장(벤처 기업 부)을 개설하여, 외국인투자한도 확대하고, 외국기업의 코스닥 상장허용 하였다. 1997년 금융위기 이후 벤처산업의 육성을 통한 산업구조조정과 첨단산업 중심의 수출증가를 바탕으로 국가경제성장의 주도적인 역할을 했다.

1998년 6월과 1999년 5월에는 코스닥 시장 활성화 방안으로 코스닥 주식에 대한 양

18) 한국증권업협회내의 코스닥위원회가 운영하는 중소·벤처기업을 위한 증권시장으로 1996년 개설한 시장으로 미국의 NASDAQ을 벤치마킹하였으며, 나스닥(NASDAQ)을 모방하여, 합성한 명칭으로, Korea Securities Dealers association Automated Quotations(KOADAQ)의 약칭이다.

도차익 비과세 혜택과, 코스닥 증권(주)의 기능을 확대시켜 코스닥시장 상장요건 개선 및 상장기업 세제지원을 해주었다. 1999년 5월 정부는 코스닥 시장의 등록요건을 완화해 대형 통신사 등, 성장 가능성이 있는 기업이 쉽게 등록될 수 있고, 코스닥에 등록된 중소 벤처법인에 대해 세제상의 혜택을 부여하여, 우량기업들이 많이 등록하도록 여건을 개선하는 등 코스닥 시장 활성화 방안을 마련하였다. 정부의 정책적 지원에 힘입어 1998년 1일 평균 55억 원에 불과했던 거래대금이 2003년 9월에는 1조 1000억 원으로 늘어났다.

2004년 12월에는 벤처활성화를 위한 금융세제 지원방안으로 벤처기업의 코스닥 진입요건 완화하였고, 벤처투자 활성화를 위한 펀드 조성 및 세제지원 코스닥 시장 차별화 및 활성화를 시도 하였다. 현재 증권거래법상 코스닥위원회가 코스닥시장의 전반적인 운영을 담당하고 있고 (주)코스닥증권시장에서 전산매매 및 공시 등 전산기기를 이용한 일부 업무를 코스닥위원회로부터 위임받아 수행하고 있다. 2005년 1월 27일은 한국증권선물거래소가 공식출범함으로써 종전의 한국증권거래소, 코스닥증권시장, 코스닥위원회 및 선물거래소의 4개 기관이 합병된 통합거래소로 새 출발하게 됨에 따라서 세계 주요 거래소들과 본격적인 경쟁을 할 수 있는 기틀을 마련하였다.

통합거래소는 Front desk인 유가증권시장본부, 코스닥시장본부, 선물시장본부, 이를 지원하는 Back office인 경영 지원본부, 그리고 다른 사업본부에 비해 독립적인 업무를 수행하는 시장 감시위원회로 구성된다. 3개시장본부는 종전의 증권거래소, 코스닥증권시장 및 선물거래소의 상품매매거래와 관련된 기능을 각각 수행하고 있다. 2008년 4월 현재 코스닥시장에는 1029개사 1040여 종목이 상장되어 등록되어 있다.

<표 1> 2007년 말 KOSDAQ(krx) 현황(단위 : 사, 미화 백만달러)

상장 기업 수	시가총액	거래대금
1,022	109,694.9	533,641.9

<표 1>의 2007년 말 KOSDAQ(krx) 현황을 보면, 2008년 4월의 표본 상장기업 수는 1029개사이고, 자료 조사기간인 2007년 말까지의 우리나라에 상장되어 있는 코스닥 상장기업 수는 1022개사였다. 2007년 말 기준과 2008년 4월까지의 상장기업 수는 근소한 차이를 보이고 있다. 본 연구의 기업 표본은 2003년부터 2007년까지의 이상치를 포함

하고 있는 기업을 제외한 1002개사의 표본을 확보하였다. 이러한 데이터의 확보 결과로 코스닥 상장기업들 중에 양호한 재무 상태를 유지하는 기업의 표본조건에 미달하는 부실기업의 비율이 높음을 알 수 있다. 다른 면에서는 부실기업뿐만 아니라 신규 상장 기업수를 고려했을 때 많은 기업이 퇴출되고 있음을 유추할 수가 있다. 이러한 결과로 코스닥 기업의 수명이 짧을 것이라는 것을 예상할 수 있다.

<표 2> 2007년 말 KOSDAQ(krx) 자금조달 규모(단위 : 사, 미화 백만달러)

자금 조달 규모		
신규상장	유상증자	합계
792.3	3,958.4	4750.7

<표 3> 코스닥 시장 외국인 투자자의 시가총액 보유 비중 추이(단위 : %)

코스닥 시장의 외국인 투자자의 시가총액 보유 비중 추이							
2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
6.8%	10.4%	10.5%	14.3%	15.4%	13.5%	14.5%	17.4%

코스닥 상장기업에 대한 외국인 투자비중은 2000년 6.8%부터 꾸준히 성장하여 2000년과 비교하여 2007년에는 17.4%로 2배 이상의 성장을 보이고 있다. 이는 IMF이후에 낮아진 외국인 투자비중의 영향으로 보인다. 특히 표본 기간 내의 2003년은 전년 대비 투자비중의 급성장을 하고 있다. 이는 IMF이후의 낮아진 외국인투자비중이 이후에 회복한 외국인 투자비중의 성장결과로 보인다.

코스닥 상장기업에 대한 외국인 투자비중은 2004년에 15.4%로 상승세가 이어지다가 2005년 13.5%로 낮아졌으며, 이후에 14.5%, 17.4%로 다시 성장하고 있는 추세를 보여 주고 있다. 2005년의 외국인 투자비중이 낮아졌다는 것은 외국인 투자자들이 투자 비중을 낮출만한 유인이 발생했음을 유추해 볼 수 있다.

<표 4>는 신규 상장 법인공모 현황이다. 상기의 자료는 2003년부터 2007년까지의 신규상장 기업의 법인 공모 현황을 정리한 도표이다. 공모기업의 수는 2003년에 69개사로 비교적 높은 수치를 나타내고 있다가 2004년도에 48개사로 감소했다. 2003년에

비해 2004년 신규상장기업이 줄어들었다는 것을 알 수 있다.

<표 4> 신규상장 법인공모 현황(단위: 사, 억원)

구분	03년	04년	05년	06년	07년
공모기업 수	69	48	69	53	63
공모총액	5,418	4,596	8,788	6,358	9,343
평균공모금액	78.5	95.8	127.4	120.0	148.3

2005년에는 다시 69개사로 공모기업 수는 2003년 수준을 회복했다. 하지만 공모총액이 2003년 대비 5,418억원에서 8,788억원으로 공모총액이 늘어났음을 알 수가 있다. 특히 2006년과 2007년은 2003년과 비교하여 공모기업 대비 공모총액에서 공모 기업 수는 줄었지만 공모총액은 늘어나 공모를 통한 기업의 자본금 유입이 유리해졌음을 유추해 볼 수 있다.

여기서 신규상장이란 거래소에 주권이 상장되어 있지 아니한 주권의 발행인이 기업을 공개하여 주식을 일반에 매각한 후 처음으로 주권을 상장하는 것을 의미하며 모집 또는 매출 여부에 따라 공모상장과 직상장으로 구분된다. 공모상장이란 모집 또는 매출을 통하여 자금을 조달한 후 상장을 하는 형태의 신규상장을 말하며, 직상장은 이미 분산요건을 충족한 기업이 주권을 바로 상장하는 형태의 신규상장을 말한다. 본 연구의 신규상장의 분석대상은 코스닥 상장회사를 중심으로 진행함으로 코스닥 신규 등록이라는 용어와 같은 의미로 사용하기로 한다.

<표 5> 연도별 신규상장기업의 영업실적 평균(단위 : 백만원)

구분	03년	04년	05년	06년	07년
매출액	30,283	37,904	46,041	33,125	32,311
경상이익	3,827	5,227	6,481	4,497	4,931
당기순이익	3,186	4,346	5,454	3,731	4,099

참고 : 코스닥시장 상장요건, 한국증권선물거래소, 2008년.

<표 5>의 연도별 신규 상장기업 영업실적 평균을 살펴보면 2005년도 매출액을 기점으로 이전에는 꾸준히 증가하다가 이후에 감소되는 경향을 볼 수가 있다. 이는 거시적인 관점에서 코스닥 상장기업의 시장 환경이 점차 좋아지다가 2005년을 기준으로 악화되었음을 의미한다.

경상이익의 경우는 2005년에 가장 많았고, 이전에는 매출액과 동일하게 증가추세이지만 2005년을 기점으로 감소하고 있다. 경상이익의 경우 매출액과 다르게 2007년에 다시 증가세로 돌아섬을 볼 수가 있다. 당기순이익의 경우도 2003년과 2004년 증가세가 2005년 까지 이르러 정점에 달하고, 2006년 감소했지만 2007년 다시 증가하였다. 이러한 당기순이익의 변화는 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 제외한 총발생액(TA)의 크기가 커질 수 있음을 의미한다.

이러한 결과들은 2005년도의 코스닥 신규상장기업의 영업실적의 급성장이 2006년과 2007년의 신규상장 공모총액의 증가에 영향을 미쳤을 것이라는 것을 유추할 수 있게 한다.

평균공모금액이 2003년에는 78억 5천만원에서 신규상장 기업들의 영업실적이 꾸준히 성장했던 2005년까지 127억 4천만원으로 공모금액이 증가하다가 이후의 시장 환경의 악화에도 불구하고 평균공모금액이 2006년 120억원, 2007년 148억 3천만원으로 오히려 증가함으로써 보고이익 상향조정의 유인이 2006년과 2007년에 클 것으로 예상된다.

2. 상장요건에 따른 비교

코스닥 상장기업과 증권선물거래소 상장기업의 차이점은 첫째로 코스닥 상장기업은 기업규모가 상대적으로 작고 재무구조가 대기업과 비교하여 탄탄하지 못한 기업들이 많기 때문에 코스닥 상장을 위해 자기자본이익률(ROE)을 높여 코스닥신규상장 요건을 충족시키기 위해 상장직전년도부터 이익조정을 통한 상장요건에 맞출 가능성이 크다. 또한, 상장 전의 재무자료를 구하기가 쉽지 않고, 상대적으로 기업을 분석하는 회계법인 규모가 상대적으로 거래소상장 기업들보다는 작아 상대적으로 이익조정을 행할 수 있는 여건이 상대적으로 쉽다.

둘째로 기업의 규모가 작다는 것은 상주하는 감사인 이나 외부감사인의 수가 적다는 것을 의미하고 이는 이익조정을 행할 유인이 많음을 의미한다. 규모가 큰 감사인은 감사실패의 경우 경제적 준지대(economic quasi-rent)의 상실정도가 상대적으로 크기 때문에 보다 신뢰할 만한 감사활동을 할 것이며, 보수적인 회계방법 선택을 선호한다.¹⁹⁾

감사인 규모가 클수록 재무제표의 신뢰성을 확보할 수 있다.²⁰⁾ 선행연구에 따르면 규모가 큰 회계법인 일수록 경제적 준지대의 손실이 크기 때문에 감사보수를 더 요구하며, 작은 기업의 경우 이러한 비용을 감수하기 힘들어 비교적 작은 규모의 회계 법인을 선호하는 경향이 있다. 코스닥 신규상장기업의 경우 상장이 처음 이루어지므로 시계열자료와 같은 기존에 존재하는 자료가 충분치 않아 비교분석하는 여건이 충분치 않고, 제한적인 정보를 제공하였거나 제공된 정보에 대해 사전에 감사를 통한 검증이 충분치 않아 제공 받은 자료에 대한 감사의견표명이 쉽지 않기 때문에 이를 기업이 악용할 우려가 있다.

셋째, 기업이 작다는 것은 정치적 비용가설 측면에서 봤을 때에 보고이익을 높일 수 있는 조건에 유리한 위치에 있다고 할 수가 있다. '기업규모는 규모가 큰 기업일수록 작은 기업에 비해 정치적으로 민감하다'라고 봤을 때에 역으로 상대적으로 작은 기업들이 많은 코스닥 상장 기업들은 정치적인 부담이 덜하고 정부의 규제에 대해 상대적으로 자유로울 수 있음을 유추할 수 있다. 또한, 과거 정부의 벤처기업 육성정책과 세제 혜택으로 충분한 규제가 이루어지지 못했을 가능성이 있다. 정부가 코스닥의 활성화를 꾀한 2004년을 기점으로 2005년 상장법인공모신청기업이 다수 늘어난 수치를 감안 했을 때에 이익조정을 통해 상장요건을 충족시킨 기업이 많을 것으로 예상된다.

마지막으로는 등록이 상대적으로 쉽다는 점이다. 증권선물거래소 상장기업의 경우 다음과 같은 요건이 필요하다.

코스닥 상장요건과 증권 선물거래소의 상장요건을 비교해보면, 코스닥 상장기업 들 중에 일반기업의 경우 자기자본금이 30억원 이상, 벤처기업 15억원 이상, 성장형 벤처기업 15억원 이상 이지만 증권 선물거래소 상장기업의 경우에는 자기자본 100억원 이상 또는 기준시가총액 200억원 이상의 조건을 충족해야 함으로 단순한 규모의 비교에서도 상장 기업 들의 요건 차이가 상당함을 알 수 있다. 자기자본이익률이 코스닥 기업의 경우 상장요건에 5%~10%이고, 당기순이익이 일반기업의 경우 20억원 이상, 벤처기업은 10억원 이상이

19) DeAngelo, "Auditor Size and Auditor Quality", *Journal of Accounting and economics* 3 : 1981, pp.183-199.

Simunic, D. A., and M. T. Stein, "The Impact of Litigation Risk on Audit Pricing : A Review of the Economics and the Evidence", *Auditing : A Journal of Practice and Theory* 15(Supplement), 1996, pp.119-134.

DeFond, M, and K. R. Subramanyam, "Auditor change and Discretionary accruals", *Journal of accounting and Economics* 1998, pp.35-67.

20) 최정호, "회계제도개선과 감사품질이 재량적 발생의 크기와 정보성에 미치는 영향, 회계학 연구, 제3권, 2005, pp.107-149.

충족해야 한다. 하지만 증권 선물거래소 상장요건은 최근 매출액 300억원 이상 및 3년 평균 200억원 이상 당기순이익 실현 등의 요건이 까다로움을 알 수 있다. 상기의 언급을 보면, 거래소 상장요건보다 코스닥 상장요건이 상대적으로 상장에 유리하다는 것을 알 수 있다. 코스닥기업의 등록 요건이 거래소 기업에 비하여 상대적으로 덜 까다로운 점을 이용하여 이익관리 할 유인이 더 강하다고 판단된다.²¹⁾ 코스닥상장 벤처기업의 경우 상장요건이 일반기업 보다는 덜 까다로워 이익조정 의 측정치가 다소 높은 것을 알 수 있어 코스닥 상장기업이 거래소 상장기업보다 덜 까다로운 요건으로 이익조정의 유인 강하다는 것을 유추할 수 있다.

<표 6> 코스닥 시장의 상장요건

구분	일반기업	벤처기업	성장형 벤처기업
설립년수	3년 이상	-	-
자기자본	30억원 이상	15억원 이상	15억원 이상
경영성과	법인세 비용 차감 전	계속사업 이익 시현	면제
자기자본 이익률 등	ROE 10% 이상 또는 최근사업연도 당기순이익 20억원 이상	ROE 5% 이상 또는 최근사업연도 당기순이익 10억원 이상	면제
사외이사	사외이사 선임(이사 총수의 1/4 이상)	적용면제(자산총액 1천억원 이상인 경우 사외이사 선임)	

참고 : 코스닥시장 상장요건, 한국증권선물거래소, 2008년.

<표 7>은 코스닥시장의 상장요건으로 2004년 이전을 기준으로 하는 등록요건이다. 개정된 2008년 현재의 코스닥 시장의 상장요건에 따른 <표 6>과 비교해 보면 현재의 요건들이 강화되었을 알 수가 있다. 설립연수 3년 이상 일반기업의 경우 기존 10억원에서 30억원 이상으로 상향조정되었고, 벤처기업의 경우 5억원에서 15억원 이상으로 상향조정 되었음을 볼 수가 있다. 두 요건 모두 경상이익 시현 및 계속 사업 이익시현을 경영성과의 요건으로 두고 있다. ROE의 경우 2004년 기준은 일반기업과 벤처기업

21) 윤순석, “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구,” 증권학회지, 29, 2001 pp.57-85;
이정연·박제균·김철기, “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구,” 대한경영학회지, 18(6), 2005, pp.2681-2700.

모두 10%인데 반하여 2008년 기준의 상장요건에 따르면, 일반기업은 그대로인 반면에 벤처기업은 10%에서 5%로 낮추어졌음을 볼 수 있다.

<표 7> 코스닥시장의 상장요건 2(2004년 기준 등록요건)

구분	요건1	요건2	벤처기업
경과연수	3년 이상	-	-
자기자본	-	100억원 이상	-
자본금	10억원 이상	-	5억원 이상
자산총계	-	500억원 이상	-
매출액	-		
유보율	-		
부채비율	100%이하 or 동업 중평균 1.5배미만	동업중평균 미만	-
지분변동	예비심사청구1년 전부터 (최대 주주등, 5%이상 주주)		
매각제한	등록 후 2년간 매각제한 (1년 후 매월 5%씩 매각가능, 2년 후 전량 매각 가능)		
이익	경상이익 시현	-	경상이익 시현
	ROE: 최근 10%		
무상증자	1년간 총액이 2년 전 자본금의 100%이하 -전입 후 자본금에 대한 자기자본비율 200%이상		
유상증자	1년간 총액이 2년 전 자본금의 100% 이하 (100%초과분은 1년간 매각제한)		
감사의견	최근적정		
부도발생	부도발생시 예비심사 청구일 6개월 전에 사유해소		
소송	중요한 소송 등의 분쟁사건이 없을 것		
합병 등	합병, 분할, 분할합병, 영업전부 또는 중요한 일부의 양수도의 경우 당해연도 결산이 확정될 것 (결산이 3월 미만인 경우 다음 연도 결산이 확장될 것)		
기타	주식양도에 대한 제한이 없을 것		
	명의개서대행계약이 체결되어 있을 것, 통일규격주권일 것		

참고자료 : 미래에셋증권, 「성공적인 IPO」 2004, pp.24-25.

또한 추가적으로 <표 6>의 상장요건에서 같은 조건 하의 즉, 코스닥 상장기업들 중에서도 일반기업, 벤처기업, 성장형 벤처기업 순으로 갈수록 규제와 요건이 덜 까다로워 같은 코스닥 상장기업들 중에서도 일반기업보다는 벤처기업이 벤처기업보다는 성장형 벤처기업이 이익조정유인에 관한 요소가 더 많다는 것을 예상해볼 수 있다.

제3절 선행연구

1. 외국 선행연구 결과

Aharony, Lin 및 Loeb(1993)의 연구에서는 미국의 1985년부터 1987년까지 신규 상장된 229개 기업을 대상으로 랜덤워크모형에 의한 총발생액, 영업활동으로부터의 순현금흐름 및 당기순이익의 비 기대 표준액을 산출한 후, 비 기대 표준액들의 시계열 변동을 분석하였다. 분석결과는 상장 전 -2년에 비 기대 표준발생액이 유의적으로 증가하였지만 상장 전 -1년에는 유의한 결과를 보이지 않았다.²²⁾

Friedlan(1994)의 연구에서는 미국의 1981년부터 1984년 사이의 기간에 신규 상장된 155개의 기업들을 상장연도의 중간보고서에 공시된 회계수치를 포함하여 조사한 결과 상장 전-1년도에 이익조정을 실시하고 있었다.²³⁾

Teoh et al.(1994)의 연구는 1980년부터 1984년까지의 기간에 미국에서 상장된 기업을 대상으로 상장 전과 상장 후를 모두 분석하였다. 분석 방법으로는 Jones 모형, DA, 횡단면 회귀분석을 실시하였고, 분석결과 상장 전 -1년에 당기순이익과 현금흐름이 매우 높는데 반해 상장연도에는 현금흐름이 매우 낮아지면서 이익을 증가시키며, 이익조정시기가 발행가액에 영향을 줄 수 있는 상장연도라고 하고 있다²⁴⁾. Teoh, Welch, Wong(1998)의 연구에서는 신규 상장기업의 재량적 발생액의 중앙값이 상장연도부터 상장 후 3년까지 통계적으로 유의하게 감소하였다. 발생액을 이용하여 적극적으로 보고이익을 크게 할수록 상장 후의 장기 저성장 현상이 있음을 보이고 있다.²⁵⁾

22) Aharony, Lin, and Loeb, "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management", *Contemporary Accounting Research* (Fall), 1993, pp.61-81.

23) Friedlan, J., "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings", *Contemporary Accounting Research* (summer): 1994, pp.1-31.

24) Teoh et al. "Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public offering", *Working Paper*, University of Michigan, 1994.

Healy(1985)는 경영자 보상을 최대화하기 위하여 기업 경영자들이 회계절차와 재량적 발생액을 선택하였는지 분석하였는데, 재량적 발생액과 보너스 계약에 따른 이익보고의 동기가 통계적으로 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다.²⁶⁾

McNichols & Wilson(1988)은 대손충당금을 이용하여 이익조정이 행하여지는지를 검증하였는데, 당기의 이익이 극히 높거나 낮은 경우 매출채권에 대한 대손설정액을 통하여 이익을 감소시키는 것으로 나타났다.²⁷⁾

DeAngelo(1988)는 기업의 경영정책에 불만을 품은 주주들이 최고 경영자의 교체를 모색하는 과정인 경영권 다툼(proxy contest)과 관련된 재량적 발생액을 이용하여 이익조정의 여부를 연구하였다. 그 결과 선거기간 중에는 현직 경영자가 이익을 증가시키는 방향으로 재량적 발생액을 선택하고, 선거 후 신임 경영자는 취임연도에 재량적 발생액을 감소시킴으로써 이익을 낮추는 회계선택을 하는 것으로 나타났다.²⁸⁾

2. 국내 선행연구 결과

최관·김문철(1997)은 표본기간 1987년~1991년에 신규 상장된 기업을 대상으로 수정 Jones 모형(1995)을 이용하여 횡단면분석방법으로 재량적 발생액을 측정하여 기업의 이익조정을 연구하였다. 그 결과 신규상장기업들은 상장이전 년도가 아닌 상장연도와 그 직후연도에 이익조정을 하고 있다는 결과를 얻었다.²⁹⁾

박상원(1998)은 1988년~1992년 사이에 신규 상장된 기업을 대상으로 218개 기업을 선택해서 변수들이 랜덤워크 과정을 따른다는 가정 하에 DeAngelo의 방법을 이용하여 연구하였는데 그 결과 신규상장기업은 상장전과 상장년도, 상장년도이후 연도에도 계속해서 이익조정을 한다는 결과를 얻었다.³⁰⁾

25) Teoh et al, "Earnings Management and the long-term market performance of initial public offerings." *Journal of Finance*, 53 (December), 1998, pp.1935-1924.

26) Healy, P, 1985 「전계서」

27) McNichols, M., and Wilson, "Evidence of earnings management from the provision for bad debts." *Journal of Accounting Research*(Supplement), 1988, pp.1-31.

28) DeAngelo, "Managerial Compentiton, Information Cost, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measure in Proxy Contest", *Journal of Accounting and Economics* 10: 1988, pp.3-36.

29) 최관·김문철, "신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구", 회계학연구, 제22권 제2호, 1997, pp.1-27.

최종익(1997)은 표본기간 1988년~1994년의 신규 상장된 기업을 대상으로 수정 Jones모형을 이용하여 상장 전 3년을 분석기간으로 하였다. 상장 전 3개년동안 지속적인 이익조정을 하고 있으며, 성장 2년 전의 계수 값이 크게 나타났다는 결과를 얻었다.³¹⁾

김권중·김문철·전중열(1998)은 1987년부터 1995년 사이의 한국증권거래소에 신규 상장된 285개 기업을 대상으로 최관과 김문철(1997)의 이익조정에 대한 검증을 다른 방법과 표본을 사용하여 그들의 연구를 재현하였다. 연구방법으로는 재량적 발생액을 이용하였고, 수정된 Jones(1995)모형을 이용하였다. 그 결과 Jones(1991)모형에서는 상장년도부터 상장 후의 2년까지 양(+)³²⁾의 이익조정이 발견되었다. 수정된 Jones(1995)모형을 사용한 결과는 상장년도 및 상장 후 3년까지 양(+)³²⁾의 이익조정이 나타났다.³²⁾

김창언(2003)은 1999년부터 2000년 사이의 신규 등록된 코스닥 신규등록 기업을 대상으로 상장 전-2년부터 상장 후+2년까지를 연구 하였다. 수정된 Jones모형, 횡단면 회귀분석을 바탕으로 재량적 발생액을 측정하였고, 그 결과는 코스닥 신규등록기업의 이익조정은 등록년도에만 이익을 증가시킨다. 또한, 벤처기업의 경우 일반기업보다 더 크게 증가시킨다고 하였다.³³⁾

박제균(2005)은 1999년부터 2002년까지 코스닥시장에 신규 등록된 729개사 중 선정된 1,529개 표본기업-연도의 재무자료를 바탕으로 진행하였다. 연구방법은 수정된 Jones모형으로 재량적 발생액을 측정하였고, t-test, Wilcoxon 부호순위검증, 상관관계 분석등을 이용하였다. 연구기간은 상장 전-2년부터 상장 후+2년까지 분석하였다. 그 결과 코스닥 신규등록기업은 등록 이전 시점에 보고이익을 증가시키고, 자기자본이익률 10%를 근소한 차이로 충족시키지 못하거나 약간 상회하는 기업들이 보고이익을 증가시킨다고 하였다.³⁴⁾

강원순(2005)의 연구에서는, 2000년부터 2003년까지의 기간의 코스닥기업이 거래소기업보다 적자를 보고하지 않기 위해 이익을 상향조정하는 경향이 더 강한지와 코스닥기업 중 벤

30) 박상원, “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증연구,”-비기대이익과 재량적발생액을 중심으로, 서울대학교 석사학위 논문, 1998.

31) 최종익, “신규상장기업의 이익조정에 관한연구”, 세종대학교 대학원 박사학위논문. 1997.

32) 김권중, 김문철, 전중열, “신규상장기업의 이익조정과 내부자 거래,” 한국증권학회지, 1998, pp.145-165.

33) 김창언, “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한연구” 연세대학교 석사학위논문, 2003, pp.16-19.

34) 박제균, “우리나라 벤처기업의 육성방안에 관한 연구,” 한양대학교 석사학위 논문, 2000, pp.33-55

처기업이 일반기업보다 이익을 상향조정하는지 검증하였다. 분석방법은 이익조정의 검증은 영(0)이라는 기준점을 전후하여 기업이 적자를 회피하는지 실증 분석하는 방법으로 행하였다. 그 결과 코스닥기업이 거래소 기업보다 이익조정을 널리 실행하며, 재량적 발생액 또한 유의하게 많은 것으로 나타났다. 2002년부터 2003년에는 일부구간에서 가설과 일치하지 않게 나타났다.³⁵⁾

다수의 선행연구들이 각각 검증기간이 서로 다르고, 연구결과도 상이하지만, 선행 논문들의 연구 분석 방법은 Jones 모형, DA, 횡단면 회귀분석 등을 공통적으로 사용함을 알 수 있다.

3. 기타 선행연구 결과

노성호(2006)의 연구에서는 표본을 2003년부터 2005년 3년 간 코스닥 시장에서 상장폐지된 57개사 기업을 표본으로 하여 상장폐지년도로부터 3년을 살펴보았다. 분석방법은 Jones모형과 수정된 Jones모형을 둘 다 활용하였다.

재량적 발생액 차이검증은 상장폐지기업의 경우 -3년, -2년 시점에서는 상장폐지기업과 통제기업의 평균이 유의한 차이가 없는 것으로 나타났지만 -1년 시점은 통제기업에 비해 낮은 평균값을 가지며 통계상 유의한 것으로 나타났다.³⁶⁾

정규언(1993)의 선행연구에서는 우리나라 기업들이 법인세 납부와 관련된 불이익을 피하기 위해 법인세 납부액을 안정적으로 유지하려는 동기를 분석하였는데, 법인세의 변동이 순이익의 변동보다 작은 것으로 나타나 기업들이 기업이익평준화 이외에 법인세평준화도 꾀하고 있는 것으로 나타났다.³⁷⁾

Warfield et al. (1995)과 Palepu et al., (1996) 연구에서는 이익조정의 정도는 경영자가 소유한 지분의 정도에 따라 다르게 나타날 것이며, 이는 기업의 지분소유구조에 의하여 영향을 받을 것이라는 예측을 가능하게 한다.³⁸⁾

35) 강원순, “코스닥 기업의 이익조정” 성균관대학교 박사학위 논문, 2005, pp.112-118.

36) 노성호, “코스닥 상장폐지기업의 이익조정에 관한 실증연구,” 대구대학교 박사학위논문, 2006, pp.69-71.

37) 정규언, “법인세유연화에 관한 연구”, 회계학연구, 제16호, 1993, pp.339-360

38) Warfield et al. 1995, 「전계서」

Palepu et al., Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements. South-Western College Publishing, 1996.

1912년부터 1917년까지 미국의 전력산업에 속하는 규제기업들이 높은 감가상각을 위해 비 규제 기업들보다 자산에 대한 장부 가치를 더 높게 보고한다는 증거를 발견하였다. 구체적으로 높은 감가상각은 보고이익을 줄이며, 결과적으로 R.O.A(return on asset)를 낮게 만들어 정부기관에 대한 협상력을 높일 수 있다고 하였다.³⁹⁾

미국국제무역협회(ITC)가 수입제한 조치를 위해 해당산업을 조사하는 동안 조사대상 기업들이 정부로부터 수입제한 조치를 이끌어내기 위해 이 기간에 이익을 하향 조정하는지, 23개 기업을 대상으로 분석하였다. 그 결과, 조사연도에 발생액을 이용하여 이익을 줄이는 것으로 나타났다.⁴⁰⁾

뉴질랜드에서 발효된 가격 동결규제조치에 대응하여 뉴질랜드 제조업체들이 정부에게 가격인상을 요청하는 동안 해당기업들이 이익을 감소시킴을 밝혔다.⁴¹⁾

규제산업에 속한 방산 업체가 정부를 상대로 규제완화(원가계산제도) 전에는 발생액이 음(-)으로 그리고, 변경 후에는 양(+)으로 나타났다. 이와 같이 결과에 대해 방산 업체가 원가제도를 개정하기 위해 보고이익을 줄임으로써, 국방부에 대한 협상우위를 차지하려는 증거라고 주장하였다.⁴²⁾

고대영·김문태(2007)는 정유사의 이익관리에 대한 담합조사기간(2003년 4분기,2004년 1분기와 2분기)의 발생액은 비 조사 기간에 비해 평균값이 낮았고, 회귀분석 결과에서도 담합조사 분기의 계수가 음(-)으로 나타나 담합조사 분기일수록 발생액을 낮추는 결과를 보였다.

1990년 걸프전 사태로 인해 휘발유 가격이 급등하는 기간 동안 29개 정유회사를 대상으로 발생액의 형태를 분석하였다. 분석결과, 걸프전에 속하는 분기이익을 감소시키기 위해 발생액을 낮추는 것으로 나타났다.⁴³⁾

39) 고대영·김문태, “정치적 비용가설에 대한 실증분석”-정유사의 이익관리를 중심으로- 한국 회계학회, 2007, pp.270-273.

40) Jones, J. J, “Earnings Management during Import Relief Investigation”, *Journal of Accounting Research* (Autumn),1991, pp.193-228.

41) Navissi, F. Earning Management under Price Regulation. *Contemporary Accounting Research* 16(Summer): 1999, pp.281-304.

42) 정형록·이우종·윤성만·안태식, “방산업체의 이익조정에 관한 연구.” 회계학연구 제32권 제1호: 2007, pp.59-88.

43) Han, C., and S. Wang, Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis. *The Accounting Review* 73 (January): 1998, pp.103-117.

제3장 연구모형설계 및 표본선정

제1절 자료의 수집 및 표본

본 연구의 분석대상은 코스닥 시장에 신규 등록된 기업 중 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 사용한다.

첫째, 2003년 1월 1일부터 2007년 12월말까지 신규 등록된 기업과 상장된 기업 중 제조업에 해당되는 기업.

둘째, 한국 증권선물 거래소법에 의하여 코스닥시장에 상장된 기업

셋째, 12월말 결산 기업일 것.

넷째, 금융업에 속하지 않는 기업.

다섯째, 등록이후 관리대상 종목으로 지정되거나 등록취소 되지 않은 기업.

여섯째, 본 연구에 필요한 재무자료가 상장회사협의회(KOCO Info 이하 '상장협')의 기업정보의 데이터에 수록되어 있고, 산업분류가 되어있는 기업.

일곱째, 여섯 번째 조건을 만족 하면서 재무변수를 구할 수 있는 기업.

<표 5>의 연도별 신규상장기업 영업실적 평균을 참고로 하여 2003년에 가장 영업실적이 낮았으므로 이 기간 동안 신규 등록된 코스닥 상장회사의 이익조정 재량적 발생액이 가장 클 것이라고 판단하였다.

금융업은 재무제표의 양식과 회계자료의 의미가 일반제조업이나 서비스업과 큰 차이가 있기 때문에 표본의 동질성확보를 위해 제외하였다. 위의 조건을 만족하는 기업 중 각 변수의 평균치에서 ($\pm 3\%$)를 벗어난 기업년도를 제외한 2003년부터 2007년까지의 등록된 1,002개사 중에 상기의 조건에 맞는 714개사의 코스닥 상장기업을 표본 추출하였다.

제2절 연구가설

선행연구들을 보면 이익조정기간이 일정하지가 않음을 알 수 있고 이익조정의 동기에 따라 다양한 기간이 존재한다고 볼 수 있다. 상기의 상장시점에 따른 이익조정이 다를 것이라는 선행연구들의 결과를 토대로 본 연구는 상장시점에 따른 이익조정의 결

과는 다르다는 전제 하에서 신규상장기업을 기존상장기업과 비교해 보았다. 만약 상장 직전이나 상장직후에 이익조정을 행한다면 상장년도를 기준으로 이익조정 의 재량적 발생액이 클 것이라고 보고 있으며, 기존에 상장된 기업과는 평균적인 재량적 발생액에 서 큰 차이를 보일 것이라고 예상되어진다. 연구기간은 상장 2년 전과 상장 2년 후까 지의 이익조정이 행하여지는지 분석을 통하여 시점에 따른 이익조정 시점의 차이를 분 석할 것이다.

가설 1 : 코스닥 신규상장기업들은 상장시점에 따라 보고 이익을 증가시키고, 재량적 발생액이 높을 것이다.

벤처기업의 경우 일반기업보다 규제가 덜하고, 조건이 수월함을 이용해 이익조정으 로 인한 발행가액의 조정을 시도할 유인이 많다. 벤처기업의 경우 일반 기업은 자기자 본이익률이 10%인 반면 벤처기업의 경우에는 자기자본이익률이 5%만 충족하면 되므 로 자기자본이익률이 낮은 기업들이 코스닥상장의 목적을 이루기 위해 이익조정의 유 인요소가 충분하다. 정부의 벤처기업 육성책으로 금융세계 지원방안으로 벤처기업의 코스닥 진입요건 완화 하였고 벤처투자 활성화를 위한 펀드 조성 및 코스닥 시장 차별 화 및 활성화를 시도 하여 벤처기업들의 코스닥 진출을 장려 하였으므로, 벤처기업들 이 계속적으로 이익조정을 행하여 상장요건을 충족시켜 코스닥 상장을 시도 하였을 것 으로 판단된다. 또한 2004년 12월 정부의 벤처기업활성화방안을 기점으로 2005년 벤처 기업의 재량적 발생액 크기는 증가 또는 이익조정을 하는 벤처기업의 수가 증가하여 전체적인 이익조정치가 높을 것으로 예상된다.

가설 2 : 벤처기업은 일반기업보다 재량적 발생액이 크고 보고이익을 상향조정할 것이다.

가설 3 : 이익조정 유인에 따라 재량적 발생액은 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

공모회사의 수가 늘어난 것과 정부의 지원과 세계 혜택과 연관이 있다는 것을 <표 4> 신규상장 법인공모 현황에서 보이고 있다. 2004년 12월에는 벤처활성화를 위한 금융세

제 지원방안과 펀드 조성 코스닥 시장 차별화 및 활성화를 시도 하였고, 2005년 1월 27일 한국 증권선물거래소의 출범의 영향으로 투자가 증가하여, 2004년 공모기업 수 48개사, 공모총액 4,596억원, 평균공모금액 95억 8,000만원에서 2005년 공모기업 수 69개사, 공모총액 8,788억원, 평균공모금액 127억 4000만원으로 급증한 것을 보았을 때에 정부의 육성책으로 신규상장 기업들이 늘어났음을 알 수 가 있다. 신규상장기업이 많은 해는 상장시점에 이익조정을 하는 기업들의 특성 상 이익조정 의 유인이 되어 전반적으로 영향을 미칠 것이라고 본다. 특히 전년도에 비해 공모기업 수가 급증한 05년도와 2007년도(공모기업 수에 비해 공모총액이 많은 연도, 또는 공모기업수와 공모총액이 급증한 해)의 이익조정 재량적 발생액의 보고이익 상향조정이 평균적으로 클 것으로 예상된다.

가설 3-1 : 신규 코스닥 상장 공모기업이 많은 특정 연도의 재량적 발생액의 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

외국인 투자자들의 재무정보를 바탕으로 한 투자패턴은 코스닥시장에서의 외국인투자비용의 증가와 재량적 발생액을 통한 보고이익 상향조정으로 인한 기업실적 호전과 관계가 있을 것이다. 외국인 투자자는 재무성과와 안정성이 양호한 기업을 선호한다.⁴⁴⁾ 즉, 코스닥 시장 내에서의 재무적정보가 신뢰성과 안정성이 있고, 재무상태가 탄탄하여 투자손실의 위험(Risk)이 적은 기업을 선호하며, 이러한 기업에 투자 비중을 높일 것이다. 외국인의 투자비율이 <표 3>을 보면 2000년 6.8%에서 2001년 사이에 10.4%로 급등, 2002년 10.5%로 주춤하였고, 2003년 14.3%로 급증하였고, 2003년과 2004년 사이와 2006년과 2007년이 외국인 투자 비중이 높았고, 2005년에 비중이 급감한 후 다시 증가한 것을 알 수가 있다.

해당연도의 이익조정으로 인한 재량적 발생액의 보고이익이 상향조정 되어 재무상태가 양호할 가능성이 상대적으로 다른 연도보다 가장 클 것으로 판단된다. 즉, 재무상태가 양호한 기업을 선호하는 외국인의 투자특성상 투자액이 순차적으로 늘어난 연도의 이익조정의 재량적 발생액은 상향조정 되었을 것이라고 예상되어진다.

44) 지청·옥진호 “외국인투자자의 선호종목과 거래형태 분석,” 한국증권학회 발표본, 2003, pp.1-43
 김문태, “외국인지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향, 회계정보연구 제22권 4호, 2004, pp.85-111.

가설 3-2 : 외국인 투자액 증가한 해의 재량적 발생액의 보고이익은 상향조정 되었을 것이다.

<표 5>를 참고로 살펴보면 매출액과 경상이익을 알 수 있고, 매출액과 당기순이익이 높은 년도에 발행가액을 높이기 위한 이익조정으로 인한 재량적 발생액이 포함되었는지 비교 연구해 볼 것이다.

전체적으로 영업 실적이 낮은 연도에 기업들의 자본 증가가 적을 것으로 이익조정의 유인이 강하다 할 수 있다. 그러므로 상기 년도들 중 영업실적이 낮은 연도의 재량적 발생액의 보고이익이 상향조정 되었을 것이라고 예상한다. 매출액과 경상이익, 당기순이익에서 2003년도가 가장 낮으므로 2003년도의 재량적 발생액의 보고이익이 상향조정 되었다고 예상된다. Hayn(1995)과 Burgstahler and Dichev(1997)는 이익이 '0'에 약간 미달하여 적자를 기록한 기업들이 이익을 상향조정함으로써 이익을 흑자로 보고하고 있음을 보여주고 있다⁴⁵⁾고 하였다. 반면에 윤순석(1998)은 '기업의 성장률이 높을수록 경영자는 보고이익을 높이려는 유인이 크다'⁴⁶⁾라고 했다. 위의 두 선행연구와 본 연구를 비교연구하면서 2005년을 기준으로 보고이익의 조정방향을 살펴볼 것이다.

가설 3-3 : 신규상장기업의 영업실적 평균이 낮은 연도에 재량적 발생액을 통한 보고 이익을 상향조정할 것이다.

2004년 12월에는 벤처활성화를 위한 금융세계 지원방안으로 벤처기업의 코스닥 진입 요건 완화 하였고, 벤처투자 활성화를 위한 펀드 조성 및 세계지원 코스닥 시장 차별화 및 활성화를 시도하였다. 이러한 요건의 완화는 기업들의 코스닥 상장을 자극하였고, 재무상태가 비교적 빈약한 회사의 상장으로 이루어졌을 가능성이 크다고 추측한다. 그리하여 2004년 12월 이후 2005년부터 신규 상장된 기업들은 재량적 발생액이 클 것으로 예상되어지고 있다. 일반적으로 정부의 코스닥성장 위주의 정책적 방향과 함께 코스닥 상장기업들도 이시기 이후 재량적 발생액을 통한 이익조정이 이루어 졌을 것이

45) Hayn, C., "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics* 20, (September), 1995, pp.125-153

Burgstahler, D. and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decrease and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, pp.99-126.

46) 윤순석, "영업현금흐름에 따른 이익관리 현상에 대한 연구," 회계학연구(23권): 1998, pp.107-126.

라고 판단한다.

2005년 1월 27일은 한국증권선물거래소가 공식출범함으로써 종전의 한국증권거래소, 코스닥증권시장, 코스닥위원회 및 선물거래소의 4개 기관이 합병된 통합거래소를 세움으로 전반적인 투자의 활성화를 가져왔고, 코스닥 상장 기업들 역시 시장의 활성화의 영향으로 보고이익을 상향조정하였을 것이다.

가설 3-4 : 2005년 이후 신규 상장된 기업들의 보고이익은 상향 조정 되었을 것이다.

가설 3-4와 가설 3-5의 차이는 2005년 이후의 신규상장기업과 2005년 이후의 코스닥상장기업이라는 차이가 있다.

가설 3-5 : 2005년 이후 코스닥 상장기업들의 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

제3절 변수정의 및 연구모형

본 연구의 연구방법으로는 연도별 이익조정과 상장시점의 차이에 따른 이익조정 방향 상장시점의 사회 환경에 따른 이익조정을 살펴보기 위해 Jones모형을 바탕으로 하고 있다. Jones모형에서 나온 총 발생액에서 비재량적 발생액을 차감하여 나온 재량적 발생액을 기초로 하여 차이검증(t-검증)과 회귀검증을 실행하였다.

1. 재량적 발생액의 추정(수정된 Jones 모형)

1) 재량적 발생액

이익조정을 정확한 수치로 측정한다는 것이 사실상 어려운 현실에서 본 연구는 이익조정에 관한 재량적 발생액의 추정치를 계산할 수 있는 수정된 Jones(1995)모형을 사용하였다.

Jones(1991)모형은 매출액 변화와 유형자산을 이용하여 비재량적 발생액을 추정하였고, Dechow et al.(1995)은 Jones(1991)모형에서 매출액이 이익조정의 수단으로 사용되

지 않는다는 가정을 완화하여 매출액의 변화분에서 현금매출 변환분만을 포함하도록 Jones(1991)모형의 식을 수정하였다.⁴⁷⁾

Subramanyam(1996)과 Healy and Palepu(1993)의 선행연구에서는 Jones(1991)모형과 수정된 Jones(1995)모형으로 측정된 재량적 발생액을 이익조정지 대용치(Proxy)로 사용한 연구들은 재량적 발생액이 경영자의 기회주의적 이익조정뿐만 아니라 기업성공에 대한 사적정보도 포함되어 있다고 하였다.⁴⁸⁾

선행연구들에 따르면 산업별-연도별(횡단면) 모형을 이용하여 재량적 발생액을 측정할 수 있다. 횡단면 측정을 이용하여 분석을 행할 경우에는 Subramanyam(1996)의 선행연구에 의하면 잔차(ϵ_{it})가 바로 재량적 발생액이 된다. 또한 이익구성요소 중 현금흐름은 이익지속성이 강한 반면, 발생항목(accruals)은 경영자의 재량과 자의적 추정 등이 내포되어 이익지속성은 약하다고 하였다.

Sloan(1996)은 이익관리의 대용변수로 활용한 재량적 발생액이 발생항목에서 유래하는 것으로 미루어, 재량적 발생액 통한 보고이익의 지속성은 약하다고 하였다. 이익관리의 대용변수로 활용한 재량적 발생액이 발생항목에서 유래하는 것으로 미루어, 재량적 발생액을 통한 보고이익의 지속성은 약하다는 것을 추론할 수 있다고 하였다. 선행 연구들은 '이익을 현금흐름과 발생요소로 분리하여 그 상대적 정보가치를 분석한 선행 연구 결과가 일관되지 않을지라도⁴⁹⁾, 통합이익이 주요한 질적 속성을 감춘다(mask)는 사실에 대체적으로 동의하고 있다.⁵⁰⁾

재량적 발생액(DA)은 총발생액(TA)에서 비재량적 발생액(NDA)을 차감한 부분이다.

$$\text{재량적 발생액(DA)} = \text{총발생액(TA)} - \text{비재량적 발생액(NDA)}$$

47) Dechow, P, R. G. Sloan, and A. P. Sweeny (1995), "Detecting earnings management," *The Accounting Review*, 70, 1995, pp.193-225.

48) Subramanyam, K. R. "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.249-281.

Healy, P., and K. Palepu. The effect of firms' finance disclosure policies on stock price. *Accounting Horizon* 7(March): 1993, pp.1-11.

49) Dechow, P, "Accounting Earnings and Cash Flow as measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 18(July), 1994, pp.3-42.

50) Dechow et al, "The Relation between Earnings and Cash Flow." *Journal of Accounting and Economics* 25(May), 1998, pp.133-168.

2) 비재량적 발생액

기존의 연구에서는 비재량적 발생액을 추정하기 위한 다양한 모형을 사용하고 있다.

(1) 통합 발생액 연구(aggregate accruals studies)

Healy(1985)의 경우는 발생항목 전체를 하나로 통합하고 총발생액과 설명변수 사이의 상관성에 기초하여 재량적 발생액을 규명하려는 접근법이다. 평균발생액을 비재량적 발생액으로 여기고 총발생액에서 이를 차감하여 재량적 발생액으로 설정하여 경영자보상과 이익관리 형태를 연구하였다.⁵¹⁾ Healy의 모형에서는 비재량적 발생액은 매년 일정하다는 가정 하에 해당 회계기간에 경영자가 재량적 발생액으로 이익을 조정한다는 보고 추정기간의 평균 발생액을 검증연도의 비재량적 발생액 추정치로 사용하였다.

(2) 개별 발생액 연구(specific accruals studies)

이 연구는 여러 발생항목 중 하나의 항목만을 선택하여 경영자의 재량성이 개입되었는지를 파악하는 접근법이다. 예를 들어, McNicols and Wilson(1988)은 부실채권에 대한 비재량적 대손설정액을 기초대손충당금과 두 개 연도의 대손 상각비를 이용하여 추정한 후, 이를 실제 대손 설정액에서 차감하고 재량적 대손설정액(즉, 보고된 대손충당금과 GGAP에 따른 추정치간의 차이를 재량적 발생액이라고 정의하였다)를 구하여 이익관리 현상을 연구하였다. 즉, 대손설정액이라는 개별 발생항목의 재량성 여부를 이익관리 변수로 파악하였다.⁵²⁾

(3) 분포접근법(frequency distribution approach)

이는 이익관리 대응변수를 별도로 추정하지 않고, 재무제표에 보고된 순이익과 순이익변동의 횡단분포를 이용하여 이익관리 현상을 연구하는 접근방법이다. Burgstahler and Dichev(1997)는 순이익의 변동의 분포도 상으로 순이익의 변화가 없는 '0'에 근접해서는 순이익의 감소보다 순이익의 증가가 많이 분포되는 것을 보였으며, 근소하게 이익이 하락하는 경우에 이익을 조정하여 이익을 근소하게 상승시키는 것을 산포도로

51) Healy, P, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985, pp.85-107.

52) McNicols, M., and Wilson, "Evidence of earnings management from the provision for bad debts." *Journal of Accounting Research*(Supplement), 1988, pp.1-31.

제시하였다.

(4) 기타

DeAngelo의 모형에서는 비재량적 발생액을 랜덤워크로 가정 다음과 같이 발생액의 기간 간 차이를 각 기간의 총자산으로 표준화하여 재량적 발생액의 추정치로 사용하였다.

Dechow et al(1995)의 경우 비재량적 수익이 증가(감소)하는 경우, 영업현금이 바람직한 또는, 허용 가능한 수준이상 증가(감소)하면 회계이익은 감소(증가)시키는 회계정책을 사용하는 것이 일반적이기 때문에 이 변수는 발생액과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다고 하였다.

이익조정이 행하여지는 부분에 당기순이익이 있다. 당기순이익은 ‘영업활동으로 인한 현금흐름액’과 발생액(accruals)으로 구성되어지고, ‘영업활동으로 인한 현금흐름액’은 발생액에 비해 재량적 이익조정이 힘든 부분이고, 발생액 부분이 경영자가 재량적으로 이익조정을 행하는 대상이다.

발생액을 구성하는 부분은 첫째, 감가상각비와 무형자산의 상각을 하여 상각기간과 잔존가액을 경영자의 재량에 따라 변동시켜 당기순이익에 대해 가감을 시킬 수 있다. 둘째, 매출채권에 대한 대손충당금의 설정을 과소 또는 과대하게 계상하여 이익조정을 행할 수 있다. 재고자산의 감모손실이나 평가손실을 이용하여 순이익에 차감 또는, 가산 시킬 수 있으며, 회계방법을 변경 하거나 회계추정의 변경으로 이익조정을 행할 요인이 있다. 또한, 무형자산(특허권 등)이나 개발비용 및 유형자산에 대한 상각방법 등을 변경함으로써 이익조정을 할 수 있다. 상기의 부분은 이익조정이 이루어지는 부분이라고 선행연구를 통해 알려져 있다. 구체적으로 이익조정은 이익지속성이 약한 발생항목에서 기인한다.

총발생액(TA)은 당기순이익(NI)에서 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 차감하여 계산된다. 또는, 순이익(NI)은 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)에 발생액을 더한 금액으로 정의하기도 한다.

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \dots\dots\dots(1)$$

TA_{it} = 기업 i의 t년도의 총발생액

NI_{it} = 기업 i의 t년도의 당기순이익

CFO_{it} = 기업 i의 t년도의 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름

영업활동으로 인한 현금흐름은 현금흐름표를 통해 얻어진다. 현금흐름표를 사용하게 되면, 선행연구의 결과에서 지적한 부분을 살펴보면, Hribar & Collins(2002)는 이익조정을 검증하기 위하여 대차대조표 접근법을 이용하는 연구들은 총발생액의 측정오차로부터 오는 문제로 인해 잘못된 연구결과를 가져올 수 있다고 하였다.⁵³⁾ 본 연구는 대차대조표를 이용해서 오는 상기의 문제점을 벗어나도록 현금흐름표를 이용하였다.

기존상장기업의 자료를 이용 산업-연도별 식 (2)의 회귀계수 a, b₁, b₂를 추정하는 것이다. 식 (2)에서 우향의 오차항은 잔차로서 경영자의 재량에 의해 조정되는 부분을 나타내며, 이것을 기존상장기업의 재량적 발생액으로 볼 수 있다. 그리고, 우향의 오차항을 제외한 나머지는 기존상장기업의 비재량적 발생액이다.

$$TA_{it}/A_{it-1} = a_0 [1/A_{it-1}] + b_1 [\Delta REV_{it}/A_{it-1}] + b_2 [PPE_{it}/A_{it-1}] + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

TA_{it} : 기존상장기업 i의 t년도의 총발생액

ΔREV_{it} : 기존상장기업 i의 t년도의 매출액 변동

A_{it-1} : 기존상장기업 i의 t-1년도의 총자산

PPE_{it} : 기존상장기업 i의 t년도의 설비자산

ε_{it} : 기존상장기업 i의 t년도 오차항

비 유동발생액 중 비재량 항목을 통제하기 위해 감가상각비의 대리변수로 유형자산(PPE)을 사용하였다. 높은 유형자산 비율은 상대적으로 많은 감가상각비를 인식하므로 총 발생액에 대한 유형자산의 기대부호는 음(-)으로 예상된다.

53) Haribar, P and D, Collins, "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research", *Journal of Accounting and Economics* 40(March), 2002, pp.105-134.

식 (2)에서 추정된 회귀계수를 이용하여 식 (3)의 신규상장기업의 재량적 발생액을 추정해본다.

$$DA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - \{ \tilde{a}_0 [1/A_{it-1}] + \tilde{b}_1 [\Delta REV_{it}/A_{it-1} - \Delta REC_{it}/A_{it-1}] + \tilde{b}_2 [PPE_{it}/A_{it-1}] \} \dots\dots\dots(3)$$

- TA_{it} : 신규상장기업 i의 t년도의 총발생액
- ΔREV_{it} : 신규상장기업 i의 t년도의 매출액 변동
- ΔREC_{it} : 신규상장기업 i의 t년도의 매출채권액 변동
- PPE_{it} : 신규상장기업 i의 t년도 설비자산
- A_{it-1} : 신규상장기업 i의 t-1년도의 총자산

식 (3)은 ΔREV에서 ΔREC를 차감한 변수를 사용하고 있다. 식 (2)에서 ΔREC를 독립변수로 사용하는 것은 매출액은 이익조정 대상이 아니라고 가정하고 있는 것이지만 매출액으로 이익조정을 할 수 있는 유인이 충분함으로 비재량적 발생액은 식 (2)로 추정하고, 식 (3)으로 재량적 발생액을 구하였다.

2. 회귀모형

신규상장기업이 기존의 상장기업들과 비교하여 이익조정 재량적 발생액의 크기가 더 클 것이라는 가설 1을 증명하기 위해 식 (4)는 선행연구에 의해 재량적 발생액에 영향을 주는 변수를 통제변수로 설정하여 만들어졌다.

$$DA_t = a_0 + a_1NEWF_t + a_2CFO_t + a_3ABSTAC_t + a_4SIZE_t + a_5LEV_t + a_6GRW_t + a_7LOSS_t + a_8EVT_t + a_9VENT_t + e_t \dots\dots\dots(4)$$

- DA : t년도 재량적 발생액.
- NEWF : 2003년도 이후의 신규상장기업이면 1, 2003년도 이전 상장 기업이면 0인 더미변수
- CFO : t년도 영업활동현금흐름비율 (영업현금흐름/기초자산총액).
- ABSTAC : t년도 총발생액의 절대값 / 기초자산총액.

SIZE : t년도 기업규모 (총자산(천원)의 자연대수 값).

LEV : t년도 부채비율 (t기 부채/t기 총자산).

GRW : t년도 총자산성장률 {(기말총자산-기초총자산)/기초총자산}.

LOSS : t년도 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

EVT : 2005년도 이후 상장했으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

VENT : t년도 벤처기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

e : t년도 잔차항.

식 (4)의 DA는 식 (3)에서 계산한 신규상장 기업의 재량적 발생액으로, 가설 1의 회귀모형의 중점대상은 추정계수 a_0 에 있다. 신규상장기업이 상장을 하기 전에 이익조정을 하였다면 상장년도의 추정계수 a_0 은 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

CFO(영업현금흐름비율)는 기업의 회계발생 측정치의 측정오차가 대부분 기업의 경영성과와 밀접하게 관련되어 있다. CFO는 재량적발생과 음(-)의 관계가 있는 것으로 예상된다. ABSTAC의 경우 기초총자산이 줄어들수록 보고이익을 상향조정하여 자산의 증가를 꾀할 것이므로, 재량적 발생액과는 양(+) 상관관계가 예상된다.

SIZE(기업규모)는 많은 생략변수의 대응변수가 될 수 있어 통제변수에 포함되었고, 대기업은 높은 정치비용 때문에 이익을 하향 조정한다는 실증이론(positive theory)에 의해 음의 값을 예상한다. 기업의 규모가 클수록 순이익에 따라 공공기관이 취하는 행동의 반응도가 달라지므로 대규모 기업의 경우 이익을 이연시켜 이득을 얻어 가려고 할 것이다. 즉, 기업규모에 따른 재량적 발생액의 크기와 증가율이 다를 수 있다는 것이다. 따라서 음(-)의 값을 예상하고 있으며, 연구모형에 포함시켜 이를 알아보도록 하겠다.

LEV(부채비율)는 총부채를 기말총자산으로 나누어서 측정하였다. 부채계약조항을 이행하기 위해 이익을 상향조정한다는 선행연구가 있다. 그리하여 양(+)의 값이 예상되어진다.

기업은 손실의 발생이나 이익의 감소를 회피하기 위해 이익을 상향조정 한다.⁵⁴⁾ 부채비율이 높은 기업일수록 재량적 발생을 증가시킬 유인이 있다. 이를 통제할 목적으로

54) DeFond, M, and J. Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accrual," *Journal of accounting and Economics*, 17, 1994, pp.145-176

Sweeney, A. P, "Debt-covenant violations and managers accounting responses." *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994, pp.281-308.

로 부채비율을 통제변수에 추가 하였다.

GRW(총자산성장률)는 자산이 증가함에 따라 기업이 성장하게 되고, 기업이 성장함에 따라 재량적 발생액이 커진다는 선행연구의 결과를 바탕으로 기업의 성장과 재량적 발생액의 증가와의 관계를 알아보려고 한다. 윤순석 (1998)은 기업의 성장률이 높을수록 경영자는 보고이익을 높이려는 유인이 크다고 하였다. 상기의 선행연구로 GRW(총자산성장률)는 재량적 발생액과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

LOSS(당기순손실의 더미변수)는 더미변수로 기업이 당기순이익 혹은 당기순손실의 경우에 따라 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지 알아보았다. 이익이 '0'에 약간 미달하여 적자를 기록한 기업들이 이익을 상향조정함으로써 이익을 흑자로 보고하고 있음을 보여주고 있다.⁵⁵⁾ LOSS(당기순손실의 더미변수)의 분석 결과 당기순손실이 생겨 기업의 성장률이 둔화 또는 기업이 마이너스 성장을 하게 될 때에 재량적 발생액의 보고이익 증가가 이루어질 것으로 예상되어진다.

최관 · 최국현(2003)은 우리나라의 경우, 이익조정은 일반적으로 이익 하향 조정보다는 상향조정 유인이 훨씬 강한 양상을 보이고 있다⁵⁶⁾고 하였다. 실증분석에서 이익 상향조정과 당기순손실과의 관계를 살펴보고 당기순손실 시에 보고이익을 증가 시키는지 살펴보겠다. 당기순손실로 적자가 예상되어질 때에 기업입장에서는 보고이익을 상향조정하여 손실을 상쇄시킬 의도를 가질 수 있으므로 LOSS의 경우 재량적 발생액과는 양(+)의 관계가 예상되어진다.

EVT는 2004년 12월에 정부가 벤처활성화를 위한 금융세계 지원방안으로 벤처기업의 코스닥 진입요건 완화하여 2005년부터의 공모사의 숫자가 늘어난 점을 고려했다. 공모사 수의 증가가 가져오는 부실기업의 상장이 이루어지는지 알아보고, 정부의 상장요건 완화가 부실기업들의 상장으로 이루어 졌는지 살펴볼 것이다.

2005년 이후의 상장한 기업은 기존의 상장된 기업들과 비교하여 상대적으로 재량적 발생액의 이익조정 유인이 강할 것으로 예상된다. 정부의 규제의 완화로 보고이익을 상향조정하여 기업 가치를 높일 것으로 예상되어진다. 그리하여 2005년부터 상장된 기업을 나타내는 EVT는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

VENT(벤처기업)은 선행연구에서 지적 했듯이 일반기업보다는 이익조정의 유인이

55) Hayn, C., "The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics*," 20, (September), 1995, pp.125-153.

56) 최관 · 최국현, "회계부정기업의 특성에 관한 연구," 회계학연구 (제28권 제2호), 2003, pp211-243.

많으므로 통제변수로 설정하게 되었다. 코스닥 신규등록 기업의 이익조정 동기와 기업 특성별 이익조정 차이를 분석하였다. 분석결과, 코스닥 신규등록 기업은 등록 직전연도와 등록연도에 이익을 상향 조정하였으며, 자기자본이익률(ROE)이 낮은 기업(10%~15%)이 등록 직전 연도에 이익을 상향조정 하는 것으로 나타났다. 또한, 이러한 이익상향조정이 벤처기업에서 더 높게 나타났다. 그러므로 벤처기업의 경우 이익조정을 통해 보고이익을 상향조정할 것이므로 이익조정과의 관계는 양(+의 관계로 예상된다.

<표 8> 상관관계 예측부호

변수명	예측부호
NEWF	+
CFO	-
ABSTAC	+
SIZE	-
LEV	+
LOSS	+
GRW	+
VENT	+
EVT	+

제4장 실증결과 분석

제1절 기술통계량

<표 9>는 본 연구의 분석 대상이 된 전체표본 1,002개의 기업 중 은행, 증권사 등의 금융업을 제외하고 재무제표상의 자료를 구할 수 있고 자료에 비교적 신뢰성이 있는 코스닥 상장기업 중에서 선정된 714개의 기업의 분석에 대한 기술 통계량이다. 각 변수들은 전체적으로 양의 평균값을 나타내고 있다.

<표 9> 기술 통계량

	N	최소값	최대값	평균	표준편차
ABSTAC	3,446	0.00007	9.47994	0.1437468	0.31710001
CFO	3,446	-8.53652	7.66001	0.0413035	0.30697939
SIZE	3,446	5.83624	8.96693	7.6059112	0.34207531
LEV	3,446	0.00120	15.41235	0.4254877	0.34725819
LOSS	3,446	0	1	0.31	0.461
GRW	3,446	-0.93828	65.53579	0.2666845	1.30003934
NEWF	3,446	0	1	0.31	0.464
EVT	3,446	0	1	0.18	0.384
VENT	3,436	0	1	0.29	0.454

<변수의 정의>

ABSTAC : t년도 총발생액(TA)의 절대 값을 기초 자산총액으로 나눈 값.

CFO : t년도 영업활동현금흐름비율 (영업현금흐름/기초 자산총액).

SIZE : t년도 당 기업의 총자산(천원) 로그 값.

LEV : t년도 부채비율 (t기 부채/t기 총자산).

LOSS : t년도 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

GRW : t년도 총자산성장률 {(기말총자산-기초총자산)/기초총자산}.

NEWF : 2003년도 이후의 신규상장기업이면 1, 2003년도 이전 상장기업이면 0인 더미변수

EVT : 2005년도 이후 상장했으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

VENT : 벤처기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

<표 10> 모형 요약

	R	R ²	수정된 R ²	추정값의 표준오차
모형				
1	0.601	0.362	0.360	0.555

a 예측값 : (상수), VENT, LOSS, GRW, LEV, SIZE, NEWF, CFO, ABSTAC, EVT

b 종속변수 : DA

R²는 다중회귀계수의 결정계수로서 0부터 1 사이 값을 가지며, 종속변수의 분산 중 독립변수들 (또는 회귀식)에 의해 설명되는 비율을 나타내는데, R²값은 0.362로 큰 값이 나오지는 않았다. 상장기업의 표본을 이용한 선행 연구의 경우 R²값이 13.2%~15.9%의 값을 나타내고 있다. 선행연구들과 비교하였을 때는 수정된 R²값이 36%로 비교적 높게 나왔으며, 이는 본 연구의 모형의 개수가 상대적으로 선행연구들보다 많은 변수를 사용하였기 때문으로 풀이된다.

<표 11> 분산분석

모형		제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
1	선형회귀분석	598.921	9	66.547	216.200***	0.000
	잔 차	1056.685	3433	0.308		
	합 계	1655.606	3442			

a 예측값: (상수), VENT, LOSS, GRW, LEV, SIZE, NEWF, CFO, ABSTAC, EVT

b 종속변수: DA

F값의 경우 통계적으로 1%이내의 유의한 값을 나타내고 있으며, 이는 연구모형의 타당성을 뒷받침해주고 있다. 다수의 독립변수들(VENT, LOSS, GRW, LEV, SIZE, NEWF, CFO, ABSTAC, EVT)이 종속변수 DA에 대한 유의한 변수들임을 보여주는 결과라고 할 수가 있다.

<표 12> 회귀모형 계수

모형		비표준화 계수		표준화 계수	t	유의확률
		B	표준오차	베타		
1	(상수)	-0.971	0.231		-4.212***	0.000
	ABSTAC	1.389	0.039	0.635	35.223***	0.000
	CFO	-0.861	0.037	-0.381	-23.234***	0.000
	SIZE	0.128	0.030	0.063	4.311***	0.000
	LEV	-0.199	0.028	-0.100	-7.072***	0.000
	LOSS	2.867E-02	0.024	0.019	1.210	0.226
	GRW	-0.288	0.010	-0.541	-27.793***	0.000
	NEWF	3.194E-02	0.029	0.021	1.117	0.264
	EVT	-6.721E-02	0.035	-0.037	-1.930*	0.054
	VENT	-8.941E-04	0.022	-0.001	-0.041	0.967

a 종속변수 : DA

이를 확인하기 위한 상관관계분석은 아래의 <표 13> 피어슨의 상관관계와 VIF 값을 언급함으로써 추후에 언급할 예정이다. 변수들 중에 ABSTAC, SIZE, LOSS, NEWF들이 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 기초자산 대비 총발생액이 크거나 규모가 큰 기업이거나, 당기순이익을 이룬 기업보다는 당기순손실을 입은 기업, 신규상장 기업일수록 이익조정을 통하여 추정이익을 올리고, 이에 따른 수익가치 및 발행가액을 높이려는 경향이 있음을 보여주고 있다. 상기의 연구모형설계와 상관관계 예측에서 언급했었던 상수 값은 예측했던 바와 같이 -0.971로 1%이내의 유의한 음(-)수로 나와 상장하기 전에 이익조정을 함을 보여주고 있다. 영업현금흐름이 많은 기업의 경우 음(-)의 값으로 영업현금흐름이 높은 기업은 보고이익이 하향 조정됨을 알 수가 있다. 총자산 성장률과 상장시점에 따른 EVT, VENT는 음(-)의 값으로 예상과 다르게 오히려 보고이익을 하향조정하며, 특히 부채비율의 경우는 선행연구와 다르게 음(-)의 값으로 나와 추가적인 분석이 필요했다.

<표 13> Pearson의 상관계수

	DA	ABSTAC	CFO	SIZE	LEV	LOSS	GRW	NEWF	EVT	VENT
DA										
ABSTAC	0.374***									
CFO	-0.276***	-0.168***								
SIZE	-0.044***	-0.119***	0.076***							
LEV	0.036***	0.126***	-0.112***	-0.076***						
LOSS	0.265***	0.203***	-0.298***	-0.180***	0.186***					
GRW	-0.031**	0.572***	-0.378***	0.020	-0.025*	-0.055***				
NEWF	-0.138***	-0.024*	0.171***	-0.141***	-0.073***	-0.192***	0.088***			
EVT	-0.156***	-0.020	0.167***	-0.182***	-0.048***	-0.198***	0.086***	0.691***		
VENT	-0.034**	0.016	0.051***	-0.201***	-0.073***	-0.011	0.028***	0.213***	0.207***	

피어슨의 상관계수 유의확률 한쪽 (*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01)

<표 13>은 피어슨의 상관계수를 나타내는 표이다. 표의 결과를 살펴보면 ABSTAC와 CFO, LOSS순으로 DA(재량적 발생액)와 관련성이 높음을 알 수가 있다. 세 변수 모두 유의확률 0.01로 매우 유의함을 보여주고 있다. 이는 총발생액(TA)와 영업현금흐름, 당기순손실여부가 재량적 발생액에 미치는 영향이 큰 것을 보여주고 있다.

ABSTAC는 총발생액(TA) 절대 값을 기초자산 총액으로 나눈 값으로 DA(재량적 발생액)과의 상관계수는 0.374로 재량적 발생액과 매우강한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 총발생액이 커질수록 또는 기초자산이 줄어들수록 재량적 발생액의 보고이익의 증가가 된다는 것을 알 수가 있다. 이 결과는 기업이 자산을 통한 감가상각 부분과 같은 부분이 자산의 감소로 그 영역이 줄어들수록 재량적 발생액을 통한 보고이익증가가 줄어든다는 것을 말해주고 있다.

CFO는 영업현금흐름을 기초자산 총액으로 나눈 값으로 DA와는 -0.276으로 강한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있으며, 영업현금흐름이 줄어들수록 보고이익은 증가한다는 것을 보여주고 있다. 이는 기업의 실적이 나빠지면 기업은 재량적 발생액을 통해 보고이익을 증가시켜 손실분만큼 혹은 일정량을 채운다는 것을 보여주고 있다.

LOSS는 상관계수 0.265로 높은 양(+)의 상관관계를 보여주고 있다. 당기순손실이 난

기업의 경우 재량적 발생액을 통한 보고이익을 상향조정할 유인이 크다는 것을 보여주고 있다. 상기의 CFO와 LOSS 두 변수 모두 선행연구 ‘기업은 손실의 발생이나 이익의 감소를 회피하기 위해 이익을 상향조정 한다.’, ‘자기자본이익률(ROE)이 낮은 기업(10%~15%)이 등록 직전 연도에 이익을 상향조정 하는 것으로 나타났다.’의 결과와 일치함을 보여주고 있다. 자기자본이익률은 수익률을 자기자본으로 나눈 값으로 자기자본에 비해 수익률이 줄어들 경우 기업입장에서는 재량적 발생액으로 이익조정을 통해 보고이익을 상향조정함을 알 수가 있다.

SIZE는 음(-)의 상관계수로 1% 내에서 Watts and Zimmerman (1986)의 ‘기업의 규모가 클수록 정치적 비용을 감소시키기 위해 경영자는 회계이익을 감소시키기 위해 경영자는 회계이익을 감소시켜 보고할 유인을 가진다.’라는 정치적 비용가설을 뒷받침한다. LEV는 유의수준 1%내에서 양(+)의 상관관계로 DeFond and Jiambalvo (1994)의 ‘부채비율이 높은 기업일수록 재량적 발생을 증가시킬 유인이 있다.’와 부분적으로 일치하였다. 상관관계는 낮게 나왔으며, 상기의 계수가 음(-)의 값으로 나온 것과 상반된 결과를 나타내고 있다. GRW의 경우 유의수준 5%내에서 예상과 다르게 음(-)의 상관관계로 자산이 늘어날수록 보고이익은 줄어들어 윤순석 (1998)의 ‘기업의 성장률이 높을수록 경영자는 보고이익을 높이려는 유인이 크다.’는 결과와 일치하지 않았다. 이는 높은 자산의 증가율은 곧 높은 세율을 동반하기 때문에 보고이익을 낮추려는 경향이 있는 것으로 예상된다.

NEWF, EVT, VENT 모두 각각 1%, 5% 이내의 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 이는 예상 모두 다른 결과로써 신규상장기업과 벤처기업 정부의 2004년 말 벤처기업활성화 방안이 모두 재량적 발생액에서 보고이익을 높이지 않았다는 것을 말해주고 있다. 이는 이정연(2005)의 선행연구와는 일치하지 않았다. 상관관계분석에서 높은 상관관계를 가지는 몇몇 변수들 간의 다중공선성의 문제가 우려되는 바 VIF(variance inflation factor)를 조사한 결과 최대값이 2.035로 다중 공선성에는 문제가 없는 것으로 나타났다. VIF의 경우 보수적인 수준에서 5이하가 되어야 다중공선성 문제에 관하여 안심되지만 일반적으로는 VIF가 10이하면 다중공선성을 피할 수 있다.⁵⁷⁾

57) Hair 등, Multivariate Data Analysis, 2000, Prentice Hall.

제2절 가설 1의 검증

가설 1 : 코스닥 신규상장기업들은 상장시점에 따라 보고 이익을 증가시키고, 재량적 발생액이 높을 것이다.

<표 14>는 코스닥 등록연도를 기준으로 한 등록 이전인 -2기부터 등록 후의 +2기 까지 표본 기업의 재량적 발생액의 변화를 살펴본 표의 결과이다. 가설 1을 검증하기 위해 재량적 발생액을 이용하였고, 재량적 발생액은 수정된 Jones모형을 이용하여 구하였다. 추가적으로 주요변수 간의 차이분석을 시계열 분포를 바탕으로 분석하였다.

<표 14> 재량적 발생액의 시계열 분포

	T-2기	T-1기	T기	T+1기	T+2기
평균	-0.606	-0.422	-0.082	0.017	0.143
최소값	-7.350	-3.411	-2.107	-1.648	-1.090
최대값	1.114	0.781	1.734	1.761	2.352
표준편차	1.087	0.720	0.534	0.399	0.384
t검증 (p값)	-6.230*** (0.000)	-7.603*** (0.000)	-2.334** (0.020)	0.684 (0.495)	4.525*** (0.000)
N	125	168	233	267	149

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

결과를 살펴보면 상장등록 -2기부터 상장직전년도까지는 재량적 발생액은 1% 내에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이러한 재량적 발생액의 음(-)의 값은 보고이익을 감소시키는 역할을 한다. 그러므로 상기의 가설 1과 일치함을 알 수가 있다. 분석 결과에 따르면, 코스닥 신규상장기업들은 상장 전에 재량적 발생액의 절대치가 기존의 상장기업들보다는 높고, 이러한 재량적 발생액 보고이익의 추정이익은 낮추려는 경향이 강하지만 상장시점에는 재량적 발생액을 줄이고, 근소하게 보고이익을 하향조정하고 있었다. 상장 후에는 재량적 발생액이 다시 증가하고 보고이익은 상향조정하는 것으로 분석되었다. 상기의 결과로 가설 1을 지지하였다.

코스닥 신규상장기업들의 경우 상장년도 -2년도와 -1년도에 재량적 발생액을 통한 이익조정이 대폭 행하여지고 있었으며, 이러한 결과는 재량적 발생액을 통한 보고이익

을 낮춰 정치적 비용가설에서 주장하는 정치적비용을 줄이기 위해 이익을 미래로 이연시키려는 움직임과 기업의 실적에 따른 법인세 등의 세금의 세액을 감세하기 위한 영향으로 보인다. 즉, 상장되기 전에는 상장기업들의 경우에서와 같이 기업의 실적을 상향조정하여 주가상승 등의 이득을 얻는 요소들이 없고, 정치적비용의 부담의 요소가 강해 이를 줄이기 위해 보고이익을 하향조정하고 있었다. 또한 t-2기와 t-1기에 보고이익의 감소의 재량적 발생액이 가장 큰 것으로 보아 상장전의 규제가 비교적 없는 비상장기업들의 이익조정 유인이 강하다는 것을 보여주고 있다. 추후에 상장년도에 보고이익의 감소가 현저히 줄어드는 것은 신규 등록하는 기업의 경우 등록요건을 충족하고 신규 공모주 발행 가격을 높게 책정하기 위해 보고이익을 높이는 이익조정을 하려는 유인이 있기 때문이다.

t+1, t+2기 즉, 상장 후 1년과 2년에서는 재량적 발생액은 양(+)의 값을 보여주고 있고, t+2기의 경우 1%내에서 유의한 값을 보여주고 있다. 상장 후에 재량적 발생액이 커지고 이러한 재량적 발생액으로 보고이익 추정치를 상향조정하는 것은 보고이익의 상향조정으로 기업의 실적이 유리한 방향으로 결정이 되면 공모가격이 높게 책정이 되어 발행기업(해당기업)은 외부투자자들로부터의 자금조달이 유리해지기 때문이다.

이러한 결과는 기업들이 상장 전에는 보고이익을 감소시키는 유인이 강하고, 상장 후에 주가를 높이기 위해 보고이익을 증가시키는 경향이 있다는 것을 알 수가 있다. 상장 전에는 보고이익을 줄여 감세하는 것이 유리하지만, 상장 후에는 보고이익의 증가로 주가상승 시키는 것이 유리하기 때문에 본 분석 결과가 나온 것으로 보인다.

<표 15> 당기순손실 변수의 시계열 분포

	T-2기	T-1기	T기	T+1기	T+2기
LOSS 평균	0.02	0.01	0.07	0.17	0.32
표준편차	0.126	0.077	0.253	0.377	0.469
t검증 (p값)	1.420* (0.079)	1.000 (0.159)	4.136*** (0.000)	5.246*** (0.000)	10.444*** (0.000)
N	125	168	233	135	228

단측검증 유의확률*** p<0.01, ** p<0.05 * p<0.1

<표 15>부터 <표 17>에서 기업의 상장시기별 주요변수의 변화를 볼 수가 있다. 상

기의 재무변수 상관관계에서 높은 상관관계를 갖은 3개의 변수 LOSS, ABSTAC, CFO를 중심으로 상장 전 -2년도부터 상장 후 +2년도까지 기업들의 주요변수의 변화를 분석해보았다.

<표 15>는 당기순손실 변수의 시계열 분포를 나타내는 표이다. t-test 검증 결과 LOSS는 상장시기별로 t-1기와 t-2의 t검증 값이 유의하지 못하거나 10% 내외에서 유의한 값을 보이고 있다.

당기순손실을 나타내는 LOSS는 상장-2년도에 0.02에서 상장-1년도의 0.01로 약간 낮춰지지만 상장시점부터 0.07로 순손실을 기록한 기업의 비율이 상승하고 있고, t+2년도까지 0.17, 0.32로 계속 상승하고 있다.

상기의 상장요건에 당기순이익의 실현에 관한 조항의 요소로 상장 전 t-1기와 t-2기의 기업들 중에 당기순손실이 있는 기업의 수는 극소수지만 이후에 t+1기와 t+2기의 경영 상태에 따라 이익조정 방향이 변화하는 것으로 보인다. 이러한 극소수의 기업들이 존재하는 것은 성장형 벤처기업의 경우 당기순이익과 관련된 조항이 없으므로, 당기순손실을 입어도 상장되기 때문으로 판단된다.

이러한 현상을 상기의 기업 상장시점별 재량적 발생액의 추정치와 연관 지어 분석하면, 상장요건을 충족시키는 실적이 양호한 기업들이 상장하는 시점에는 당기순이익을 기록하는 비율이 높아 정치적인 비용을 줄일 목적으로 추정이익 보고치를 낮추어 정치적 비용을 회피하려는 경향이 있지만 상장 후의 실적이 양호했던 기업들 중에 여러 요인으로 경영 상태가 악화되는 기업이 생기면서 손실을 만회하기 위해 또는 유리한 방향으로 유도하기 위해 보고이익 추정치를 상향조정하는 것으로 보인다.

이러한 결과를 토대로 기업들이 당기순손실로 마이너스 성장하게 되면 이러한 손실을 추정이익 보고치를 높이려는 유인이 강하고 기업의 당기순손실, 당기순이익의 실현 여부가 비록 유의수준이 높지 않았지만 이익조정과 밀접한 관계가 있는 것으로 판단된다. 즉, 기업의 영업실적이 재량적 발생액을 통한 이익조정의 방향에 영향을 미침을 알 수가 있다.

<표 16>과 <표 17>은 각각 총발생액 변수의 시계열 분포와 영업현금흐름 변수의 시계열 분포를 보여주고 있다. ABSTAC, CFO는 모두 1% 이내로 유의한 확률로 위의 차이검증을 지지하고 있다.

ABSTAC의 경우 상장시점에는 기업들이 상장 전 -2년도, -1년도의 재량적 발생액이 크기 때문에 -2년도와 -1년에 높게 나온 것으로 보인다. 총발생액이 증가하게 되면 재량적 발생액도 증가할 가능성이 높다. 이러한 이유로 총발생액의 증가로 인해 ABSTAC

평균이 높은 수준을 유지하다가 상장의 시점에는 상장요건에 맞는 양호한 재무 상태를 갖추기 위해 재량적 발생액을 급감시키는 결과로 비교적 낮추어지지만 상장 이후에 보고이익을 높이려는 목적으로 재량적 발생액이 증가하기 때문에 증가하는 것으로 판단이 된다.

<표 16> 총발생액 변수의 시계열 분포

	T-2기	T-1기	T기	T+1기	T+2기
ABSTAC 평균	0.163	0.137	0.125	0.126	0.129
표준편차	0.241	0.163	0.126	0.131	0.195
t검증 (p값)	7.552*** (0.000)	10.893*** (0.000)	15.164*** (0.000)	11.186*** (0.000)	9.964*** (0.000)
N	125	168	233	135	228

단측검증 유의확률***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

<표 17> 영업현금흐름 변수의 시계열 분포

	T-2기	T-1기	T기	T+1기	T+2기
CFO 평균	0.211	0.234	0.122	0.089	0.059
표준편차	0.260	0.231	0.198	0.196	0.166
t검증 (p값)	9.071*** (0.000)	13.124*** (0.000)	9.379*** (0.000)	5.246*** (0.000)	5.141*** (0.000)
N	125	168	233	135	228

단측검증 유의확률 ***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

CFO는 상장 전 -2년에는 비교적 높은 수준을 유지하고 있고 상장 1년 전에 상승하게 되지만 이후 꾸준히 낮아지고 있었다. 이것은 상장 후의 기업의 영업현금흐름이 줄어들었다는 이유보다 성장으로 인한 영업현금흐름의 증가 대비 기초총자산의 증가비율이 높기 때문으로 풀이된다. 상장 후의 공모주의 발행으로 인한 주가상승 등의 요인으로 자본금의 유입이 원활하여 지고, 기업이 급성장할 유인이 많기 때문에 자산의 증가가 예측되어진다. 이러한 결과는 또한 코스닥 상장기업이 영업실적으로 인한 현금의

유입보다는 외형적으로 자산의 증가속도가 더 빠르다는 결과를 보여주고 있다. 다른 의미로는 영업 현금흐름으로 인한 실질적인 기업의 성장보다는 자산의 증가를 중시하는 기업이 많음을 알 수가 있다. 또한 보고이익의 상향조정으로 인하여 주식시장을 통한 자본금의 유입을 시도하여 기업의 외형적인 성장이 기업실적 향상으로 기업을 성장시키는 것보다 더 유리하다고 판단하는 기업이 있을 수 있음을 의미한다.

제3절 가설 2의 검증

가설 2 : 벤처기업은 일반기업보다 재량적 발생액이 크고 보고이익을 상향조정할 것이다.

가설 2를 검증하기 위해 재량적 발생액을 통한 차이분석을 실시하였다. 그리고, 추가적으로 상장시점에 따른 차이분석을 실시하였다. 상기의 두 분석 모두 재량적 발생액을 통하여 분석하였다. <표 18>은 벤처기업과 일반기업의 평균차이검정을 통하여 살펴본 결과이다. 벤처기업표본 1,000개와 일반기업표본 2,437개를 대상으로 조사한 결과 재량적 발생액의 평균에서 벤처기업의 경우 -0.0253113이 나왔고, 일반기업의 경우 0.72943412가 나왔다.

<표 18> 벤처기업의 재량적 발생액 평균차이검정

	VENT	N	평균	표준편차	F값	t검증
DA	1	1,000	-0.025	0.598	2.356	-1.977**
	0	2,437	0.026	0.729	p(0.125)	p(0.048)

**p<0.05, VENT (벤처기업 더미변수: 1이면, 벤처기업. 0이면 일반기업.)

두 표본의 Levene의 등분산 검정에서($H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2$, $H_1: \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$) F값은 2.356 유의확률은 12.5%로 10%이상의 값이 나와 $H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2$ 를 기각하지 못하여 등분산 가정에 문제가 없음을 보여주고 있다. t-검정을 통해 t-값은 -1.977 유의확률 0.048로 5%수준에서 유의함을 보여주고 있다.

상기의 자료는 벤처기업과 일반기업의 재량적 발생액에 차이가 있다는 것을 증명해 주고 있다. 벤처기업의 경우 일반기업보다 상장요건이 덜 까다로워 이익조정을 행할

것이라는 가설 2의 예상과 다르게 재량적 발생액이 낮게 나왔다. 또 재량적 발생액이 음(-)의 값으로 나와 벤처기업의 경우 일반기업보다 보고이익의 하향조정이 이루어지고 있으며, 일반기업의 경우는 보고이익의 상향조정이 이루어지고 있음을 알 수 있었다. 그러므로 가설 2는 기각 되었다. 이러한 결과는 이정연(2005)의 연구와 상반된 결과였다. 그리하여 상장시점에 따른 추가적인 분석을 실시하였다. 분석 결과는 상기의 벤처기업과 일반기업의 연구와 다르게 나왔다.

<표 19> 연도-기업별 재량적 발생액의 시계열분포

	2004년 이전 상장 벤처기업	2004년 이전 상장 일반기업	2005년 이후 상장 벤처기업	2005년 이후 상장 일반기업
평균	0.071	0.059	-0.247	-0.195
평균의 표준오차	0.020	0.015	0.039	0.046
표준편차	0.533	0.711	0.676	0.813
t검증 (p값)	3.525*** (0.000)	3.816*** (0.000)	-6.371*** (0.000)	-4.252*** (0.000)
N	697	2124	303	313

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

상장시점에 따른 추가적인 분석 결과는 흥미롭다. 우선 벤처기업의 경우 일반 기업 보다는 재량적 발생액이 크고, 보고이익을 상향조정함을 보여주고 있다.

2003년과 2004년에 상장된 벤처기업과 일반기업, 그리고, 2005년부터 2007년 사이에 상장된 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 진행한 분석에서는 4개의 표본 모두 1% 이내의 유의한 결과로 나왔다. 이는 4개의 표본 사이에 차이점이 있음을 극명하게 보여주고 있는 결과이다. 우선 2004년까지 상장된 기업의 경우 벤처기업 일반기업 모두 이익을 상향조정하고 있는 결과를 보였고, 이는 선행연구의 결과들과 일치함을 보였다.

2004년 이전의 상장 기업의 경우 이정연(2005)의 연구의 결과와 동일하게 벤처기업의 경우 일반기업 보다는 재량적인 발생액이 크고, 보고이익도 상향조정하는 경향을 보이고 있다. 하지만 2005년부터 상장된 벤처기업의 경우는 재량적 발생액의 절대치는 크지만 이러한 재량적 발생액은 하향 추정된 이익조정을 하고 있었다.

이러한 결과는 2004년까지 상장된 기업과 2005년부터 상장된 기업이 재량적 발생액

의 분포와 조정 방향이 2005년을 기점으로 극명하게 차이가 남을 보여주고 있다. 이러한 결과의 주요한 요인으로는 2005년부터 상장된 기업은 벤처기업의 경우 자본금이 이전 5억원에서 15억원으로 높아지고, 일반기업이 3년 이상된 경우 기업이 10억원에서 30억원으로 자본금 상장요건이 까다로워져서 이전의 벤처기업과 일반기업은 규모가 작아 자본금 조달의 목적으로 이익 상향조정의 유인이 강했지만 이후의 기업은 비교적 재무상태가 양호하여 정치적비용의 증가의 이유로 하향조정의 유인이 강한 것으로 보인다. 또한 ROE가 벤처기업의 경우 10%로 일반기업과 동일했지만 이후에 5%로 하향조정된 것에 영향을 받아 기업들이 상장요건을 맞추기 위한 이익의 상향조정을 할 필요가 상대적으로 줄었기 때문으로도 풀이된다. 하지만 상기의 결과들로 정부의 규제나 감사 시스템이 무조건 올바른 방향으로 가고 있다고 할 수는 없다.

그 이유는 2004년 이전 상장기업의 경우 일반기업과 벤처기업 모두 재량적 발생액의 크기가 2005년 이후에 상장된 기업의 재량적 발생액 보다 적어, 2005년 이후에 상장된 기업의 재량적 발생액이 더 늘어났음을 알 수 있기 때문이다.

단지 재량적 발생액을 조정하는 방향이 이익 상향조정에서 이익을 하향조정하는 경향으로 바뀌었을 뿐, 벤처기업의 재량적 발생액의 크기는 오히려 늘어났다. 이러한 결과는 벤처기업을 육성함에 정책적으로 상장요건과 세제의 완화에 따른 사후감독시스템이 뒷받침 되지 않으면 역효과가 일어남을 보여준다고 할 수 있겠다.

제4절 가설 3의 검증

가설 3 : 이익조정 유인에 따라 재량적 발생액은 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

가설 3-1 : 신규 코스닥 상장 공모기업이 많은 특정 연도의 재량적 발생액의 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

가설 3-2 : 외국인 투자액 증가한 해의 재량적 발생액의 보고이익은 상향조정되었을 것이다.

가설 3-3 : 신규상장기업의 영업실적 평균이 낮은 연도에 재량적 발생액을 통한 보고이익을 상향조정할 것이다.

가설 3-4 : 2005년 이후 신규 상장된 기업들의 보고이익은 상향 조정되었을 것이다.

가설 3-5 : 2005년 이후 코스닥 상장기업들의 보고이익은 상향조정

되었을 것이다.

가설 3을 검증하기 위해 재량적 발생액을 통한 차이분석과 함께 회귀 모형 식을 통하여 분석한 주요 재무변수를 이용하여 각각의 조건에 맞게 시계열 분포를 이용하여 세부적으로 시점별-연도별로 나누어 차이분석을 실시하였다.

<표 20>는 연도별 재량적 발생액의 평균액의 시계열 분포이다. 2003년부터 2004년까지 재량적 발생액은 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 2003년과 2004년의 코스닥 상장 기업들은 보고이익을 감소시키려는 유인이 많았음을 의미한다.

특히 2004년의 경우 차이검증에서 1%내에로 유의한 결과임을 보여주고 있다. 이후의 2005년부터 2007년까지 재량적 발생액은 양(+)의 값으로 전환이 된다.

비록 2005년의 차이검증에서 유의하지 못한 값이 나왔지만 2006년과 2007년은 각각 1%내에서 유의한 값이 나와 2004년과 비교하여 재량적 발생액은 크게 늘어나지 않았지만 보고이익을 감소시키는 경향에서 보고이익을 증가시키는 경향으로 전환 되었다는데 주목할 필요가 있다.

2004년과 2005년 사이의 공모기업 수는 절반에 가까운 21개사가 늘어났으며, 공모총액도 2004년 4,596억원에서 4,192억원이 늘어난 8,788억원임을 고려한다면 2004년과 2005년 사이의 공모기업의 증가가 공모가격을 높이려는 기업들의 영향으로 재량적 발생액이 보고이익을 감소시키는 결과에서 보고이익을 증가시키는 결과로 전환된 것과 상기의 현상이 관계가 있음을 유추해볼 수 있다.

<표 20> 연도별 재량적 발생액의 시계열분포

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
평균	-0.034	-0.150	0.041	0.073	0.113
최소값	-6.344	-7.350	-10.391	-2.725	-17.876
최대값	2.762	2.100	8.252	7.994	2.743
표준편차	0.609	0.618	0.751	0.633	0.800
t검증 (p값)	-1.400 (0.162)	-6.262*** (0.000)	1.437 (0.151)	3.082*** (0.002)	3.777*** (0.000)
N	642	663	702	710	712

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

가설 3-1은 2005년부터 보고이익 추정이 상향되고 있어 일치하였다. 공모기업 수와 공모총액이 가장 높았던 2005년을 기점으로 하여 보고이익이 상향조정 됨을 알 수 있고, 밑의 <표 21>에서 보이는 2005년도의 신규상장기업만이 보고이익이 상향조정되고 있음은 2004년 12월의 정부의 벤처기업육성정책과 더불어 공모기업 수가 늘어나면서 공모기업의 공모가격을 높이기 위한 보고이익 상향조정이 이루어 졌음을 알 수 있다.

외국인 투자 비중이 상승한 2004년과 2007년의 경우를 살펴보면 동일한 패턴을 보이지 않고 있어, 가설 3-2는 기각 되었다. 외국인의 투자가 증가한 해는 외국인 투자자들이 재무상태가 양호한 기업을 선호하므로, 외국인 투자자 비중이 높은 해는 기업들의 재무상태가 양호하여, 재량적 발생액이 적을 것으로 생각했다. 또, 국내 증시시장의 큰손인 외국인 투자비중이 올라가면, 윤순석(1998)의 연구결과인 기업의 성장률이 높을 수록 경영자는 보고이익을 높이려는 유인이 크다와 같이 기업들이 보고이익을 상향조정할 유인이 강하다고 유추했지만 일치하지 않았다.

2006년과 2007년 경우만 재량적 발생액의 보고이익이 증가하고 있고, 재량적 발생액의 크기가 비교적 큰 것을 확인할 수가 있었다. 전년대비 외국인 투자비중이 낮았던 2005년의 재량적 발생액이 보고이익의 증가로 이어져 외국인 투자비중의 상관관계는 약하며, 코스닥 시장이 성장세였던 2003년, 2004년은 기업실적이 양호한 기업들이 많아서 보고이익을 감소시킬 유인이 강하였고, 여기에 외국인 투자가 급증 했었던 걸로 보인다.

<표 5>를 살펴보면, 신규상장기업의 매출액 대비 당기순이익률은 2003년 10.521%, 2004년 11.466%, 2005년 11.846%, 2006년 11.263%, 2007년 12.686%이고, 매출액대비 경상이익은 12.6%, 13.7%, 14%, 13.5%, 15.2%로 증감을 반복하고 있다.

매출액 대비 당기순이익이 높은 해에는 2004년을 제외한 다른 년도에서는 재량적 발생액을 통한 보고이익의 상향조정의 경향이 있음을 알 수가 있다. 매출액 대비 경상이익 높은 해에 보고이익이 상향조정됨을 알 수가 있다. 2005년 영업실적이 정점을 이루고 2006년과 2007년에 영업실적이 하향되었다. 하지만 재량적 발생액을 통한 보고이익은 2005년부터 상향조정 되었으므로 가설과 일치하지 않으므로 기각되었다. 이러한 이유는 2004년도 실적이 전년대비 수익률이 높아 정치적 비용을 회피하기 위해 보고이익을 하향조정 하였고, 2005년 정부의 세제지원 등에 의한 기업성장에 대한 기대의 영향으로 기업들이 보고이익을 상향조정하여 기업 가치를 높이려고 했던 것으로 보인다.

위의 <표 21>에서 <표 4>와 비교하여 신규상장 기업의 공모기업 수가 증가할수록 재량적 발생액은 똑같이 보고이익의 상향조정 방향을 띠고 있으며, 공모기업 수가

감소하면 보고이익을 하향조정함을 알 수가 있다.

공모기업이 많을 경우 신규상장 기업들의 발행가액을 높여 원활한 자본금의 확충을 피하기 위해 보고이익을 상향조정하는 유인이 강해 상기의 결과 같이 수치들이 양(+)에 가까운 것으로 보인다.

<표 21> 연도별 신규상장기업의 재량적 발생액의 시계열분포

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
평균	-0.079	-0.316	0.069	-0.120	-0.051
표준편차	0.600	0.656	0.514	0.437	0.397
평균의 표준오차	0.082	0.109	0.070	0.071	0.055
t검증 (p값)	-0.962 (0.341)	-2.891*** (0.007)	0.991 (0.326)	-1.684 (0.101)	-0.928 (0.358)
N	53	36	54	38	52

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

공모기업 수가 줄어들면 발행가액을 높이기 위해 보고이익을 상향조정하는 유인보다 가설 1의 검증 분석 결과와 같이 신규상장 기업들의 보고이익을 하향조정의 유인이 더 크기 때문에 보고이익이 음(-)에 가까운 것으로 보인다. 또한 보고이익을 상향조정해의 신규상장기업의 매출액의 추이를 살펴보면 대체적으로 보고이익을 상향조정하면 매출액이 증가하고 있다. 이러한 결과는 신규상장기업의 영업실적이 낮은 연도보다는 높은 연도에 이익조정을 상향조정하고 보여주고 있어 가설 3-3과는 정반대의 결과를 보여주고 있다.

2003년부터 2007년까지의 신규 상장기업의 보고이익은 2005년만을 제외하고는 모두 음(-)의 값으로 상기의 상장시점의 연구와 보고이익이 하향 조정되고 있는 점에서 일치하였다. 하지만 2005년도의 신규상장기업만 보고이익이 상향조정되었고, 2006년과 2007년은 다시 하향 조정되고 있는 결과를 보면 2005년에 특별한 유인이 있었음을 보여준다. 이는 가설 3-4와 분석결과가 일치하지 않음을 알 수 있다.

매출평균액이 가장 컸던 2005년도의 코스닥시장의 성장으로 인한 자금의 유입과 추정이익의 상향조정은 밀접한 연관이 있음을 예상할 수가 있고, 이러한 결과는 선행연

구 윤순석(1998)의 연구결과와 일치하였다. 또한 신규 상장기업의 매출액이 가장 적었던 2003년도와 2007년도의 재량적 발생액의 이익조정 보고이익의 하향치가 상장시점의 보고이익 하향조정치의 평균인 -0.0817122 보다 좀 더 상향조정된 -0.0793089 , -0.0510790 로 나와서 영업실적이 낮은 연도의 보고이익은 어느 정도 상향조정 되었음을 알 수가 있다.

상기의 결과들로 영업실적이 절대치 중앙값에서 멀어졌을 때에 기업의 이익조정은 비교적 상향조정 됨을 알 수가 있다. 또한 2005년의 코스닥 신규상장기업들이 이례적으로 보고이익 추정치가 상향조정되고 있다는 것은 정부의 육성책이 코스닥 신규 상장기업에 영향을 미쳐 상기의 결과로 나타난 것으로 보인다.

가설 3-5는 분석결과와 일치하였다. <표 20>을 보면 2003년과 2004년에 추정 보고이익이 하향 조정되고 있다가 2005년을 기점으로 상향 조정되고 있음을 알 수가 있다. 가설 3-4와 3-5의 결과가 일치하지 않은 것은 신규상장기업의 경우 상장년도에 보고이익을 하향조정함으로 상기의 가설1에서 검증되었기 때문으로 풀이된다.

2004년도 이전 상장기업의 재무변수는 모두 1%이내에서 유의한 것으로 나타났다. 2004년도 이전 상장기업들은 당기순손실 비율이 높고, 상장기업의 자산성장률이 낮은 수치를 나타내고 있다. 상장시점이 2005년 이전 상장기업보다 기간이 길어 표본 개수가 많고, 2005년 이후 상장기업과 많은 변수들이 차이를 보이고 있다.

<표 22> 상장년도 별 재무변수의 분포

	2004년이전 상장기업 LOSS	2004년이전 상장기업 GRW	2004년이전 상장기업 ABSTAC	2004년이전 상장기업 CFO	2004년이전 상장기업 SIZE	2004년이전 상장기업 LEV	2004년이전 상장기업 VENT
평균	0.350	0.215	0.147	0.017	7.635	0.433	0.250
표준편차	0.476	1.402	0.342	0.317	0.339	0.374	0.431
t검증 (p값)	38.840*** (0.000)	8.134*** (0.000)	22.808*** (0.000)	2.902*** (0.004)	1199.171*** (0.000)	61.683*** (0.000)	30.420*** (0.000)
N	2828	2828	2828	2828	2828	2828	2828

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

2005년 이후의 상장기업의 재무변수를 살펴보면 각 변수들 모두 1% 이내로 유의한

값이 나왔다. 우선 2005년 매출액, 경상이익, 당기순이익 모두 증가한 결과로 2004년 이전 상장기업의 경우 당기순손실 비율이 평균 0.35에서 2005년 이후에는 상장기업의 당기순손실 비율이 0.11로 감소하였다.

기업의 총자산성장률을 나타내는 GRW는 2004년 이전의 상장기업의 경우 0.215에서 2005년 이후의 상장기업은 0.505로 2005년 이후의 상장기업의 총자산이 비교적 많이 성장했음을 보여주고 있다. ABSTAC는 자산이 증가한 만큼 총발생액이 비교적 증가하지 못해 상쇄되어 수치가 줄어든 것으로 보인다.

CFO의 경우 2005년도 이후 상장기업들이 영업현금흐름이 양호하다는 것을 보여주고 있다. 2005년도 이후 상장된 기업은 당기순이익을 내는 기업비율과 영업현금흐름 비율이 높고 LEV(부채비율)이 줄어들어 기업의 실적이 좋다는 것을 유추할 수 있다.

<표 23> 상장 년도별 재무변수의 분포2

	2005년이후 상장기업 LOSS	2005년이후 상장기업 GRW	2005년이후 상장기업 ABSTAC	2005년이후 상장기업 CFO	2005년이후 상장기업 SIZE	2005년이후 상장기업 LEV	2005년이후 상장기업 VENT
평균	0.110	0.505	0.130	0.151	7.473	0.390	0.490
표준편차	0.313	0.597	0.157	0.225	0.326	0.180	0.500
t검증 (p값)	8.734*** (0.000)	21.046*** (0.000)	20.610*** (0.000)	16.669*** (0.000)	569.149*** (0.000)	53.785*** (0.000)	24.400*** (0.000)
N	618	618	618	618	618	618	618

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

분석결과 <표 23>의 결과도 영업실적이 좋았던 2005년도 이후에 상기의 검증들과 비교하여 살펴보면 2005년도 이후의 코스닥상장기업들이 자산의 성장률 증가, 영업 현금흐름의 개선, 부채의 감소의 결과를 보여주고 있다. 이는 선행연구인 윤순석(1998)의 연구결과인 기업의 성장률이 높을수록 경영자는 보고이익을 높이려는 유인이 크다는 것과 일치하고 있다.

이는 정부의 활성화 대책으로 2005년에 코스닥 시장에 활성화의 붐을 가져왔고 그 결과 투자급증으로 인한 시장의 성장과 매출액, 경상이익, 당기순이익의 성장으로 이어지고, 그에 대한 기업들의 기대치가 보고이익을 상향조정함으로써 자본조달에 중점을 두는 경향이 있음을 알 수가 있다.

SIZE와 VENT의 경우 2004년 12월의 벤처기업육성정책에 따른 정치적요소가 작용하여 기업규모가 2004년 이전의 상장기업과 비교하여 7.635에서 7.473로 줄어든 것은 완화된 상장요건에 ROE와 자본금, 자산 규모 등에서 비교적 작은 기업들의 상장으로 평균적인 기업규모가 줄어든 것으로 보인다. 또한 벤처기업육성정책과 관련되어 이전에 비하여 높은 벤처기업 비율을 보이고 있다.

<표 24> 2003년도 재무변수의 분포

	2003년 KSD기업 LOSS	2003년 KSD기업 GRW	2003년 KSD기업 ABSTAC	2003년 KSD기업 CFO	2003년 KSD기업 SIZE	2003년 KSD기업 LEV	2003년 KSD기업 VENT
평균	0.250	0.201	0.117	0.068	7.498	0.439	0.280
표준편차	0.431	0.516	0.162	0.174	0.329	0.213	0.447
t검증 (p값)	14.466*** (0.000)	9.867*** (0.000)	18.407*** (0.000)	9.897*** (0.000)	577.592*** (0.000)	51.949*** (0.000)	15.569*** (0.000)
N	642	642	642	642	642	642	642

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1 KSD: KOSDAQ의 약자

<표 25> 2004년도 재무변수의 분포

	2004년 KSD기업 LOSS	2004년 KSD기업 GRW	2004년 KSD기업 ABSTAC	2004년 KSD기업 CFO	2004년 KSD기업 SIZE	2004년 KSD기업 LEV	2004년 KSD기업 VENT
평균	0.210	0.188	0.123	0.073	7.527	0.438	0.280
표준편차	0.410	0.469	0.160	0.185	0.350	0.274	0.448
t검증 (p값)	13.372*** (0.000)	10.303*** (0.000)	19.866*** (0.000)	10.195*** (0.000)	553.859*** (0.000)	41.114*** (0.000)	15.896*** (0.000)
N	663	663	663	663	663	663	663

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

<표 24>에서 <표 28>까지 좀 더 자세히 코스닥 기업의 연도별 변수의 평균 분포를 살펴보면 2003년과 2004년 거의 비슷한 수치를 보이고 있고, 2005년 GRW가 급증한 것을 보아 자산 성장률이 전년과 대비하여 부쩍 커짐을 알 수가 있다.

2006년과 2007년 CFO의 t-검증의 p-값을 제외하면 모두 1%내외의 유의한 값을 보이고 있다. 2005년과 2006년, 2007년 재량적 발생액의 보고이익이 증가한 해의 당기순손실을 입은 기업들의 수가 비교적 많아 기업의 손실과 보고이익 상향조정이 상관이 있음을 알 수가 있다. 또한 자산증가율과 당기순손실을 입은 기업 수가 똑같이 증가하여 전년대비 실적이 좋은 기업과 나쁜 기업 간의 편차가 커진 것을 알 수가 있다.

<표 26> 2005년도 재무변수의 분포

	2005년 KSD기업 LOSS	2005년 KSD기업 GRW	2005년 KSD기업 ABSTAC	2005년 KSD기업 CFO	2005년 KSD기업 SIZE	2005년 KSD기업 LEV	2005년 KSD기업 VENT
평균	0.290	0.347	0.151	0.054	7.606	0.444	0.300
표준편차	0.454	0.801	0.389	0.439	0.340	0.611	0.457
t검증 (p값)	16.887*** (0.000)	11.476*** (0.000)	10.285*** (0.000)	3.276*** (0.001)	592.021*** (0.000)	19.253*** (0.000)	17.147*** (0.000)
N	702	702	702	702	702	702	702

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

2005년부터는 총발생액이 증가하여 ABSTAC가 급증한 것으로 보인다. 이는 총발생액에서 비재량적 부분을 뺀 값이 재량적 발생액을 나타내므로 자연스레 재량적 발생액이 커졌다는 것을 예측할 수가 있다. 2006년과 2007년은 당기순손실인 기업이 꾸준히 증가하고 있으며, 자산의 증가율도 감소하고 있어, 2006년과 2007년은 기업들의 사업환경이 악화되었음을 알 수가 있다.

ABSTAC의 경우 꾸준히 높은 수치를 나타내고 있다. 특히 2005년 급증한 자산의 증가율을 고려했을 때에 2006년도의 ABSTAC이 감소할 것이라는 예측과 다르게 오히려 증가함은 총발생액이 급증하였음을 유추해볼 수 있다. 2003년도와 2004년도의 벤처기업비율이 0.28로 동일한데 2005년 이후부터 2007년까지 0.3의 비율을 보여주고 있어 벤처기업이 늘어났음을 알 수가 있다.

<표 27> 2006년도 재무변수의 분포

	2006년 KSD기업 LOSS	2006년 KSD기업 GRW	2006년 KSD기업 ABSTAC	2006년 KSD기업 CFO	2006년 KSD기업 SIZE	2006년 KSD기업 LEV	2006년 KSD기업 VENT
평균	0.350	0.297	0.166	0.017	7.656	0.406	0.300
표준편차	0.476	2.505	0.481	0.384	0.326	0.217	0.459
t검증 (p값)	19.328*** (0.000)	3.162*** (0.002)	9.187*** (0.000)	1.206 (0.228)	625.948*** (0.000)	49.885*** (0.000)	17.490*** (0.000)
N	710	710	710	710	710	710	710

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

<표 28> 2007년도 재무변수의 분포

	2007년 KSD기업 LOSS	2007년 KSD기업 GRW	2007년 KSD기업 ABSTAC	2007년 KSD기업 CFO	2007년 KSD기업 SIZE	2007년 KSD기업 LEV	2007년 KSD기업 VENT
평균	0.420	0.289	0.158	-0.0001133	7.731	0.405	0.300
표준편차	0.494	0.911	0.240	0.235	0.316	0.238	0.460
t검증 (p값)	22.819*** (0.000)	8.456*** (0.000)	17.564*** (0.000)	-0.013 (0.990)	652.934*** (0.000)	45.484*** (0.000)	17.596*** (0.000)
N	712	712	712	712	712	712	712

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

기업의 규모는 꾸준히 상승하고 있어 코스닥 상장기업들의 기업규모 평균 수준이 점점 올라가고 있음을 의미하고 있다. 정치적 비용가설에서 규모가 클수록 비용을 감소시키기 위해 이익하향조정을 한다고 했지만 본 연구 결과와는 반대로 기업규모가 커지고 있지만 2005년부터 꾸준히 이익을 상향조정하는 것으로 나타나 정치적비용가설과는 동일하지 않았다. 영업현금흐름의 경우 2006년도부터 2007년도까지 음(-)수가 될 때까지 감소하였어도 부채비율은 오히려 감소한 결과를 보였다. 즉, 시장의 침체로 기업들이 투자를 위해 은행으로부터 차입을 하는 것을 비교적 지양한 것으로 보인다. 이러한

결과로 부채비율의 증가와 재량적 발생액의 증가, 보고이익의 상향조정 관계는 일치하지 않았다. 그럼에도 불구하고 2005년 이후 꾸준히 양(+)의 재량적 발생액을 나타냈음 2006년과 2007년에는 당기순손실을 입은 기업들과 자산의 감소된 기업들이 중점적으로 보고이익 추정치를 상향조정 했다는 것으로 판단하고 추가 연구를 실시하였다.

<표 29> 상장기업 손익시의 평균적인 재량적 발생액의 차이검정

	LOSS	N	평균	표준편차	F값	t검증
DA	1	1052	0.289	0.912	23.771***	16.125***
	0	2394	-0.110	0.528	p(0.000)	p(0.000)

***p<0.01, **p<0.05 *p<0.1

LOSS (당기순손실기업 더미변수: 1이면, 당기순손실인 기업. 0이면, 당기순이익인 기업.)

<표 29>는 기업이 당기순손익의 여부와 재량적 발생액의 평균을 나타내는 표이다. 당기순손실을 기록한 표본 1,052개사와 당기순이익을 낸 표본 2,394개사를 대상으로 조사한 결과 재량적 발생액의 평균은 1그룹이 0.2888790이 나왔고, 당기순이익을 기록한 0그룹은 -0.1099559가 나왔다.

두 표본의 Levene의 등분산 검정에서 ($H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2$, $H_1: \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$) F값은 23.771 유의 확률은 1%내로 나왔으며, $H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2$ 를 기각하였다. 이는 등분산 가정에 문제가 있음을 보여주고 있다. t-검정은 16.125로 1%내에서 유의한 값으로 나왔다. 비록 유의하지 않았지만 상기의 결과에서 당기순손실을 기록한 1그룹은 재량적 발생액이 클 뿐더러 보고이익을 상향조정하는 결과를 나타내고 있다. 이는 상기의 기업들이 실적이 좋을 때는 보고이익을 낮춰 정치적비용을 줄이고, 실적이 나쁠 때는 보고이익을 보이는 경향이 있을 것이라고 예상한 결과와 일치한다. 선행연구 ‘기업은 손실의 발생이나 이익의 감소를 회피하기 위해 이익을 상향조정 한다.’는 DeFond and Jiambalvo(1994)의 연구와 Sweeney(1994)의 선행연구 결과와 동일한 결과를 보여주고 있다. 본 연구의 이러한 결과로 기업은 재량적 발생액의 추정치를 통한 보고이익의 상향조정을 부채비율의 영향보다는 기업의 손실여부가 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다.

제5장 결 론

본 연구는 2003년도부터 2007년도까지의 코스닥 상장기업 714개 사에 대한 재량적 발생액과 이익조정방향을 연구하였다. 시장 감시와 정부규제가 상대적으로 약한 코스닥 상장사들의 이익조정에 관한 재량적 발생액을 추정해보고, 코스닥 상장회사의 전반적인 이익조정의 시점과 그 시점이 갖는 특징을 알아보았다. 또한 이익조정이 있는 코스닥 상장 기업은 어떻게 보고이익을 조정하는지 알아보고 시점에 따른 재량적 발생액을 추정하여 코스닥상장기업의 이익조정의 현상을 알아보고, 코스닥 상장 기업 중 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 각 기업의 실태와 이익조정의 특징과 재량적 발생액을 추정해 보았다.

여기에 신규상장 법인공모현황과 신규상장회사의 이익조정에 대하여 선행연구에서 지적한 부분과 이익조정과의 관계와 2004년 12월 이후의 정부의 정책이 가져오는 요소가 있을 것이라는 판단 하에 2005년을 기점으로 2004년까지 신규 상장했던 기업과 2005년 이후로 상장한 기업들 간의 차이, 재량적 발생액과 이익조정의 보고이익조정 실태를 알아보았다. 연도별 기업 간의 매출액의 증감과 재량적 발생액, 이익조정 방향도 함께 연구 하였다.

먼저 상장시점에 관한 연구는 기업들의 이익조정은 상장 전 -2년도부터 상장시점과 상장 후 +2년도까지 광범위하게 이익조정이 이루어지고 있었으며, 상장 전 -2년도와 -1년도에는 기업의 실적 향상과 연관된 정치적비용, 법인세 등과 같은 세금과 기타 불이익을 회피하기 위한 목적으로 기업의 실적을 낮추고 있었다. 이와 같은 결과는 추후의 상장시점의 전년도와 대비하여 상장 전의 기업의 실적인 보고이익을 하향조정하여 낮춤으로써 비교적으로 차기년도의 기업 실적이 상향되어 보이게 할 목적으로 보인다.

또한 상장 전에는 재량적 발생액의 크기 또한 커서 비상장기업의 이익조정은 광범위하고 높은 비율로 재량적 발생액을 통하여 행하고 있음을 나타내고 있었다. 상장 시점의 많은 기업들은 기업의 실적을 높게 보고하여 발행가액을 높여 자본금조달에 유리한 위치를 얻기 위하여 이익을 상향조정 하는 결과로 이익하향보고치가 상장시점을 기준으로 상장 시점에 급감하였다. 상장시점 현재의 상장요건인 법인세 비용 차감 전 계속사업 이익 실현을 충족시키기 위해 기업들이 보고이익의 하향 조정치를 낮게 이익조정 한 것으로 보인다. 상장요건의 당기순이익을 실현해야 하고, 자기자본비율을 맞추어야

하는 요건을 충족시키기 위해 상장시점에는 전년에 비해 이익을 하향조정하는 것은 당기년도의 이익실현의 요건에 유리해지기 때문이다. 부수적인 요인으로는 상장요건에 따른 정부의 감시와 회계법인의 감사실시, 기타의 정치적 규제의 영향으로 상장시점에 가까워질수록 재량적 발생액을 줄이고 있었다.

추가적으로 상관관계가 비교적 높았던 LOSS, ABSTAC, CFO를 상장시기별 살펴본 결과, LOSS은 상장요건을 맞추기 위해 줄어들고 있었지만 상장 시점부터 꾸준히 증가하는 것을 알 수가 있었다. 상장시점부터 당기순손실을 입은 기업들이 꾸준히 늘어나고 있으며, 상장 후 1년과 2년 사이에 당기순손실을 입은 기업들의 비율이 급증하여 이 시기에 기업들이 보고이익을 상향조정하는 것과 선행연구들의 손실을 입은 기업들의 상향보고이익 조정의 유인 크다는 것과 일치하고 있었다.

신규기업과 보고이익의 상향조정하는 이익조정 경향의 연관성 연구에서는 신규기업들은 대체적으로 상장시점에 보고이익을 하향조정하는데, 신규상장 기업의 매출액이 높았던 2005년부터 코스닥 상장 기업들은 보고이익을 상향조정하여 이 시점에 자본조달을 유리하게 하려는 경향을 보이고 있었다. 또한 총자산성장률과 부채비율이 높았던 2005년만 보고이익을 예외적으로 상향조정하고 있었다.

벤처기업과 일반기업의 차이를 알아보기 위해 실시한 분석에서는, 벤처기업의 경우 선행연구의 결과와 다르게 벤처기업과 일반기업의 재량적 발생액의 평균액이 적게 나타났다. 오히려 일반기업보다 비교적 보고이익을 하향조정하고 있음으로 나타났다. 이러한 선행연구들과의 차이점으로 상장시점에 따른 추가분석을 실시하였고, 그 결과는 정반대로 나타났다. 2003년과 2004년에 상장된 벤처기업의 경우 일반기업과 벤처기업 모두 보고이익을 상향조정하고 있었고, 특히 벤처기업은 일반기업보다 재량적 발생액의 평균액도 크게 나타났다.

2005년, 2006년, 2007년도에 상장된 기업들의 경우 벤처기업이 일반기업보다 재량적 발생액에서 일반기업이 벤처기업보다는 재량적 발생액의 평균이 적은 것은 동일하였으나, 두 기업군 모두 재량적 발생액의 평균은 커지고, 보고이익은 하향조정하고 있었다. 이러한 원인은 거시적인 측면에서 2004년부터 시작된 코스닥시장의 성장과 2005년 이후의 벤처기업과 일반기업의 상장요건의 강화로 인해 비교적 재무상태가 양호한 기업들에게 보고이익을 상향조정하여 자본조달을 유리하게 하는 유인보다 정치적비용을 줄여 비용을 절감하려는 유인이 큰 것으로 보인다. 그리고, 2005년의 증권시장의 통합으로 인해 코스닥시장 내의 자금의 유입이 원활해지고, 코스닥 시장의 성장이 이루어져

기업들의 실적이 향상된 결과로 재량적 발생액을 이용한 이익조정 추정치가 하향 조정되고 있음을 보여주고 있다.

또한 2005년부터는 악화된 경영 상태에 대한 보완책으로 꾸준히 보고이익을 상향조정함으로써 자본금조달의 확충을 꾀한 것으로 보인다. 이러한 결과는 기업이 성장을 하기 위해서 차입금을 대출받아 자산이 증가시키고, 이렇게 기업의 규모의 증대로 매출액이 신장하였지만 2006년과 2007년의 당기순손실을 입은 기업의 비중이 높아지고, 영업현금흐름의 감소로 사업 환경이 악화되었음을 보여주고 있다. 연도별 기업의 재무주요 변수의 연구와 신규 상장기업의 매출액이 가장 적었던 2003년도와 2007년도의 재량적 발생액의 이익조정 보고이익의 하향치가 상장시점의 보고이익 하향조정치의 평균보다 상향조정 되어서 영업실적이 낮은 연도의 보고이익은 어느 정도 상향조정 되었음을 알 수가 있었다.

정부의 2004년 12월의 벤처기업의 활성화를 위한 상장요건 완화책으로 2005년 신규 상장기업의 재량적 발생액이 예외적으로 보고이익의 상향조정 현상과 2004년 이전의 상장기업과 2005년 이후의 신규상장 기업의 비교를 통해 당기순손실이 감소하고 기업의 자산성장률이 증가하였던 결과에서 정부의 정책이 신규상장기업의 증가를 유도하고 신규상장기업의 사업 환경을 개선하였음을 알 수가 있다.

정부의 육성책이 신규상장기업의 수를 늘리고, 당기순손실을 감소시키고, 부채비율을 낮추고, 자산성장률을 증가시키고, 벤처기업의 비율을 높였지만, 장기적으로는 2005년부터 코스닥시장 전반적으로 자산의성장률의 증가, 기업의 규모의 증가에 비교하여 총발생액의 증가, 2005년 부채비율의 일시적 증가와 당기순손실을 입은 기업의 증가, 영업현금흐름의 감소로 인하여 재량적 발생액을 통한 보고이익 상향조정으로 이어져 정부의 육성정책이 효과가 없음을 알 수가 있다. 이는 정부의 기업 육성책이 단기적으로는 투자가 활성화 되어 신규상장기업의 사업 환경 개선과 실적 향상의 토대가 되지만 장기적으로는 시장에 미치는 영향이 미흡함을 보여주고 있다.

외국인의 투자성향과 신규상장기업의 영업실적 평균이 낮은 연도에 재량적 발생액을 통한 보고이익을 상향조정여부는 기업의 이익조정과는 큰 상관관계가 발견되지 못하였다. 하지만 영업실적이 절대치 중앙값에서 떨어졌을 때에 기업의 이익조정은 비교적 상향조정 됨을 알 수가 있다. 영업실적이 좋거나 아니면 영업실적이 떨어졌을 때에 기업들은 공통적으로 보고이익을 상향조정하고 있었다. 또한 상기의 검증자료를 통하여 코스닥 상장 기업은 손실을 입으면 재량적 발생액을 통한 보고이익의 상향조정되고 있

음을 알 수가 있었다.

본 연구의 한계점으로는 코스닥신규 상장기업의 상장 전의 자료를 찾기가 쉽지 않았고, 그 자료가 불완전한 경우도 많았다. 그리하여 횡단면 수정된 Jones모형만을 이용하여 재량적 발생액을 통한 기업의 상장 시점에 따른 재량적 발생평균액과 이익조정 방향을 연구하였다. 연구의 이익조정 측정치인 재량적 발생액만을 추정된 관계로 정확하지 않을 가능성이 있다. 둘째, 코스닥 기업의 재무자료가 불완전하여 수정된 Jones 모형의 회귀계수를 추정함에 있어서 상장시기별-신규등록 기업과 기존상장 기업의 표본의 선택을 조건에 일치하는 기업만을 선별하였기 때문에 표본 수와 동일 표본의 상장 시점의 차이에 대한 정확한 분석이 미흡했다. 이러한 결과는 차후의 코스닥 재무자료의 신뢰할 수 있는 표본을 획득하고, Dechow et al.(2002)의 Forward- looking mode [58]과 같은 본 연구와 다른 방법의 조사가 차후의 연구에 필요할 것으로 보인다. 셋째, 선행연구에서 공통적으로 살펴본 ROE와 관련된 분석이 병행되지 않아 추가적인 연구가 필요해 보인다. 본연구의 재무변수 자료와 R^2 가 비교적 높게 나와 이를 중심으로 진행하였지만 다음의 연구에서는 이 부분에 대한 보완이 필요하다고 생각된다.

58) Dechow, and I. Dichev, "The quality of accruals and earnings": The role of accruals estimation error. *The Accounting Review* 77 Supplement: 2002, pp.35-59.

<참고문헌>

[국내문헌]

- 장원순, “코스닥 기업의 이익조정”, 성균관대학교 박사학위 논문, 2005.
- 고대영·김문태, “정치적 비용가설에 대한 실증분석 - 정유사의 이익관리를 중심으로”, 한국회계학회, 2007.
- 김권중·김문철·전중렬, “신규상장기업의 이익조정과 내부자 거래”, 한국증권학지, 1998.
- 김문태, “외국인지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제22권 4호, 2004.
- 김창언, “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2003.
- 나종길·최관, “회계발생액과 차별적 감사수요”, 회계학연구, 28 (1), 2003.
- 나종길, “이익조작에 대한 경영자보상가설과 이익유연화가설의 비교”, 회계학연구, 21(4), 1996.
- 남상오·정운오 공저, 「회계이론」, 다산출판사, 2007.
- 노성호, “코스닥 상장폐지기업의 이익조정에 관한 실증연구”, 대구대학교 박사학위논문, 2006.
- 미래에셋증권, 「성공적인 IPO」, 2004.
- 박상원, “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증연구 : 비기대이익과 재량적 발생액을 중심으로”, 서울대학교 석사학위 논문, 1998.
- 박제균, “우리나라 벤처기업의 육성방안에 관한 연구”, 한양대학교 석사학위 논문, 2000.
- 백원선·최관, “이익조정과 법인세 최소화 동기”, 회계학연구, 24 (1), 1999.
- 양홍선, “코스닥 신규등록기업의 이익관리”, 전남대학교 대학원 박사학위논문, 2003.

- 오희장, “신용등급예측에서 회계이익의 질 및 지배구조정보의 유용성”, 한국증권학회 발표본, 2005.
- 윤순석, “영업현금흐름에 따른 이익관리 현상에 대한 연구,” 회계학연구, 23권, 1998.
- 윤순석, “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구”, 증권학회지, 29, 2001.
- 이정연 · 박제균 · 김철기, “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구”, 대한경영학회지, 18 (6), 2005.
- 이효익 · 최관, “기업의 이익조정에 대한 윤리적 수용가능성”, 회계학연구, 제21권, 1996.
- 위준복 · 김문태, “비정상 순이익수치를 통한 이익관리의 고찰”, 한국회계학회, 2006.
- 전규안 · 최종학 · 박종일, “감사위원회 설치와 이익조정사이의 관계”, 회계학연구, 29권 제1호, 2004.
- 정규언, “법인세유연화에 관한 연구”, 회계학연구, 제16호, 1993.
- 정형록 · 이우중 · 윤성만 · 안태식, “방산업체의 이익조정에 관한 연구”, 회계학연구, 제32권 제1호, 2007.
- 조용미, “신규상장기업의 이익조정에 관한 연구”, 국민대학교 석사학위논문, 2005.
- 조현우, “지분소유구조와 2대대주주 영향력이 대주주지분율과 이익조정의 관련성에 미치는 영향”, 한국회계학회, 2006.
- 주성인 · 박명철, “코스닥시장 신규등록기업들의 외형 및 이익관리 실증분석,” 응용경제, 5 (13), 2003.
- 지청 · 옥진호, “외국인투자자의 선호종목과 거래형태 분석,” 한국증권학회 발표본, 2003.
- 최관 · 김문철, “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”, 회계학연구, 제22권 제2호, 1997.
- 최관 · 최국현, “회계부정기업의 특성에 관한 연구,” 회계학연구, 제28권 제2호, 2003.
- 최정호, “회계제도개선과 감사품질이 재량적 발생의 크기와 정보성에 미치는 영향, 회계학연구, 제3권, 2005.

최종익, “신규상장기업의 이익조정에 관한 연구”, 세종대학교 대학원 박사학위논문, 1997.

한봉희, “발생 주의적 조정의 유용성 저하에 관한 실증연구,” 회계학연구, 제4호, 1998.

[외국 문헌]

Aboody, D., and R. Kasznik, "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29 : 2000.

Aharony, Lin, and Loeb, "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*(Fall), 1993.

Barth et al, Accruals and Prediction of Future Cash Flows, *Accounting Review* 76(1), 2001.

Burgstahler, D. and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decrease and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997.

Copeland, R. M, "Income smoothing" Supplement to Journal of Accounting Research, 1968.

Dasher, P. E, and Malcolm R. E, " A Note on Income smoothing in the chemical industry." *Journal of Accounting Research* (Autumn), 1970.

DeAngelo, L, "Auditor size and audit quality", *Journal of Accounting and Economics* (December), 1981.

DeAngelo, L, "Accounting Number as Market Valuation substitutes: A Study of Management Buy-outs of Public Shareholders", *The Accounting Review*, 61, 1986.

DeAngelo, "Managerial Competition, Information Cost, and Corporate Governance : The Use of Accounting Performance Measure in Proxy Contest", *Journal of Accounting and Economics* 10 : 1988.

Dechow, P, "Accounting Earnings and Cash Flow as measures of Firm

- Performance : The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 18(July), 1994.
- Dechow, P, R. G. Sloan, and A. P. Sweeny, "Detecting earnings management," *The Accounting Review*, 70, 1995.
- Dechow et al., "Cause and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement 1996 Actions by the SEC", *Contemporary Research 13*: 1996.
- Dechow et al, "The Relation between Earnings and Cash Flow." *Journal of Accounting and Economics 25*(May), 1998.
- Dechow, and I. Dichev, "The quality of accruals and earnings": The role of accruals estimation error. *The Accounting Review 77 Supplement*: 2002.
- DeFond, M, and J. Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accrual," *Journal of accounting and Economics*, 17, 1994.
- DeFond, M, and K. R. Subramanyam, "Auditor change and Discretionary accruals", *Journal of accounting and Economics*, 1998.
- Ederington. L. M, and J. C. Goh, "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 1998.
- Ederington. L. M, and Yawitz, *The Bond Rating Process, In Handbook of Financial Markets and Institutions*, 6th ed, E Altman, ed. new york, 1986, NY : John Wiley and Sons.
- Financial Accounting Standards Board, "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises," *Statement of Financial Accounting Concepts No.1, 1978*.
- Friedlan, J., "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings", *Contemporary Accounting Research* (summer): 1994.
- Gordon, M . J, "Postulates, Principle and Research in Accounting" *The Accounting Review*, (april), 1964.

- Han, C., and S. Wang, Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis. *The Accounting Review* 73 (January):1998.
- Haribar, P and D, Collins, "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research", *Journal of Accounting and Economics* 40(March), 2002.
- Hayn, C., "The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics*," 20, (September), 1995.
- Healy, P, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985.
- Healy, P., and K. Palepu. The effect of firms' finance disclosure policies on stock price. *Accounting Horizon* 7(March): 1993.
- Healy, P and J. Wahlen, "A Review of the Earning Management Literature and its Implication for Standard Setting." *Accounting Horizon*, 13, 1999.
- Hair, Multivariate Data Analysis, 2000, Prentice Hall.
- Jones, J. J, "Earnings Management during Import Relief Investigation", *Journal of Accounting Research* (Autumn),1991.
- Khurana, I. K. and K. Raman, "Are Fundamentals Priced in the Bond market?", *Contemporary Accounting Research* 20(3), 2003.
- Koch. B. S, "Income smoothing; A Laboratory Experiment." Unpublished Doctoral Dissertation, The Ohio State University, 1977.
- Lehman. B, "Is It Worth the While?: The Relevance of Qualitative Information in Credit Rating," *University of Konstanz Working paper*, 2003.
- McNicol, M., and Wilson, "Evidence of earnings management from the provision for bad debts." *Journal of Accounting Research*(Supplement), 1988.
- Navissi, F. Earning Management under Price Regulation. *Contemporary Accounting Research* 16(Summer): 1999.

- Palepu et al., *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*. South-Western College Publishing, 1996.
- Pogue, T, and R. Soldofsky, "What's in a Bond Rating?", *Journal of Qualitative Analysis*, 4, 1969.
- Ronen, J., & Sadan, *Smoothing income number, objectives, means, and implications*, 1981, Addison-Wesley.
- Schipper, K, "Commentary on earning management." *Accounting Horizon* 3(4), 1989.
- Sengupta, P, "Corporate Disclosure quality and the cost of debt," *The Accounting Review*, 1998, 73.
- Simunic, D. A, and M. T. Stein, "The Impact of Litigation Risk on Audit Pricing: A Review of the Economics and the Evidence", *Auditing: A Journal of practice and Theory* 15 (Supplement), 1996.
- Sloan, R, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings?", *The Accounting Review*, 71, 1996.
- Sweeney, A. P, "Debt-covenant violations and managers accounting responses." *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994.
- Subramanyam, K. R. "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996.
- Teoh et al. "Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public offering", Working Paper, University of Michigan ,1994
- Teoh et al, "Earnings Management and the long-term market performance of initial public offerings." *Journal of Finance*, 53 (December), 1998.
- Trueman, B and S. Titman, "An Explanation of Accounting Income Smoothing", *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement), 1988.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild, "Managerial Ownership, Accounting Choices, and informativeness of Economics", *Journal of Accounting and Economics* 20(1), 1995.

Watt R. and J. Zimmerman, "Positive Accounting Theory", Englewood Cliff, N. J., Prentice-Hall.

Yermack, D. "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements." *The Journal of Finance* 52 (2): 1997.