

2011년 8월
석사학위 논문

상장폐지기업의 이익관리 특성에 관한 연구

A Study on the Characteristics of Earnings
Managements in Delisting Firms

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 지 현

상장폐지기업의 이익관리 특성에 관한 연구

A Study on the Characteristics of Earnings
Managements in Delisted Firms

2011년 8월 25일

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 지 현

상장폐지기업의 이익관리 특성에 관한 연구

지도교수 김 문 태

이 논문을 경영학석사 학위 청구논문으로 제출함

2011년 4월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 지 현

이지현의 경영학 석사학위 논문을 인준함.

위원장	조선대학교	교수	인
-----	-------	----	---

위 원	조선대학교	교수	인
-----	-------	----	---

위 원	조선대학교	교수	인
-----	-------	----	---

2011년 5월

조선대학교 대학원

<목 차>

<Abstract>	iii
제1장 서론	1
제1절 연구배경 및 목적	1
제2절 연구방법 및 논문의 구성	3
제2장 선행연구	4
제1절 코스닥 시장	4
1. 코스닥 시장의 의미	4
2. 코스닥의 상장요건	5
3. 코스닥시장 상장의 장점	6
(1) 세제상의 혜택	6
(2) 자금조달능력 증대	7
(3) 기업 홍보효과 및 공신력 제고	8
(4) 기타	8
4. 코스닥시장의 상장폐지	9
(1) 상장폐지 절차	9
(2) 코스닥시장 관리종목 지정 및 형식적 상장폐지 기준	10
(3) 즉시 상장폐지 기준	12
(4) 상장폐지 실질심사 주요기준	12
제2절 이익조정	15
1. 이익관리의 유형	15
2. 이익관리의 대상과 이익관리 추정에 관한 연구	19
3. 코스닥 시장과 이익관리에 관한 연구	21
4. 감독당국의 감리, 기업부실 및 상장폐지에 관한 연구	24
제3장 연구가설 설정 및 연구모형	27
제1절 연구가설 설정	27

제2절 연구모형 연구방법 및 표본선정	28
1. 이익관리 변수의 추정	28
2. 가설검증 모형의 설계	30
3. 표본선정	32
제4장 실증분석	33
제1절 가설1에 대한 실증분석	33
1. 기술통계량	33
2. 상장폐지 이전 3개 연도의 회귀분석 결과	36
제2절 가설2에 대한 실증분석 결과	38
1. 기초통계량	38
2. 상장폐지 실질심사제도에 의해 상장폐지된 이전 3개 연도의 회귀분석 결과 ...	42
제5장 연구결과 및 한계점	45
< 참고문헌 >	47

<표 차례>

<표 1> 코스닥 시장의 상장요건	5
<표 2> 코스닥 시장의 형식적 상장폐지 기준	10
<표 3> 코스닥 시장의 실질심사 상장폐지 기준	12
<표 4> 이익관리 선행연구	19
<표 5> 표본의 선정	32
<표 6> 가설1의 기술통계량과 평균차이분석	33
<표 7> 상장폐지 기업의 과거 3연도 재량적발생액에 대한 회귀분석	36
<표 8> 가설2의 기술통계량과 평균차이분석	38
<표 9> 실질심사 상장폐지 기업의 과거 3연도 재량적발생액에 대한 회귀분석	42

ABSTRACT

A Study on the Characteristics of Earnings Management in Delisting KOSDAQ Firms

Lee Ji Hyun

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

Department of Accounting

Graduate School, Chosun University

This study examines whether KOSDAQ(Korea Securities Dealers Automated Quotation) firms have different earnings management patterns before they are delisted.

Earnings management is exercised with various intentions(Healy, 1985; Trueman and Titman, 1988; Jones,1991; Scholes et al.,1992; Defond and Jiambalvo, 1994). Typically, prior studies have showed that earnings are managed in order to meet certain targets or thresholds. Those targets or thresholds are aimed at: (1) reporting positive earnings (i.e. loss aversion); (2) sustaining recent performances (i.e. report a higher earnings figure than previous year); (3) meeting investors' expectations; and (4) avoiding the regulations.

The Korea Exchange(KRX) have strongly imposed a new delisting system called "Substantial Investigation System of Delisting(hereater SISD)" in February 2009. The purpose of this system is to accomplish 'clean KOSDAQ' with the financial health of the firms and to protect investors with the transparency of accounting.

This paper is intended to test the following hypothesis in the two cases. The one is all the delisting firms by formal or substantial standards, the other is delisting by the only substantial standards(SISD). The following hypothesis is that KOSDAQ firms increase their earnings before delisting t-3, t-2 to meet listing conditions such as ROA, but there is no choice but to report negative earnings before delisting t-1, because they can not reverse negative performances through earnings increasing management.

For testing the hypothesis, the research models include all the delisting firms(DEL) and SISD in the 2010 year(REAL) as independent variables, and earnings management proxies, discretionary accruals as main independent variables. The discretionary accruals are estimated by using the modified Jones model(DA1) and the modified Jones model with cash flow from operations(DA2). And other control variables are included such as firm size(SIZE), debt ratio(DEBT), cash flow from operations(CFO), credit ratings(SCORE), BIG-audited firm(BIG), audit opinion(OPIN) and blockholders(BLOK). The main test methods used in this study are two-sample independent t-test and multiple linear regression analysis. The test sample consists of 802(DEL 63 firms + matching firms 739) and 554(REAL 21 firms + matching firms 533) selected from the KRX. The major findings of the study are as the two hypotheses. The results of this study show that KOSDAQ delisting firms increase their earnings before delisting t-3, t-2 to avoid delisting regulations related to performances, in contrast, before delisting t-1, at the end of listing, KOSDAQ firms bring down their earnings because they exhaust every means boosting earnings.

제1장 서론

제1절 연구배경 및 목적

본 연구는 코스닥(KOSDAQ) 등록기업의 전체 상장폐지와 상장폐지 실질심사제도 도입과 이익조정(earnings management)의 관련성을 분석하는데 초점을 둔다.

코스닥시장은 증권거래법 172조의 2의 규정에 의하여 증권업협회가 운영하는 증권시장으로, 증권업협회는 비상장기업 중에서 성장성과 기술력이 있는 기업들을 등록하도록 하고 있다. 코스닥시장은 거래소시장에 상장하기 어려운 벤처기업 및 중소기업 등의 신주공모 및 유상증자 등을 통해 안정적이고 장기적인 자금을 조달하도록 기회를 제공하고 있다. 코스닥 종목은 일반 기업부, 벤처 기업부, 그리고 증권투자회사 등으로 구성되어 있다. 2008년 5월 코스닥기업은 1,030여 개에 이르고 시가총액이 80조를 넘고 있다.

코스닥의 취지는 중소기업 및 벤처기업들이 증시에서 사업자금을 보다 원활히 조달할 수 있도록 하게 하기 위함이다. 즉 중소기업이나 신생 벤처기업에겐 유가증권시장의 문턱이 너무 높고 기업공개(IPO) 과정에서 탈락할 소지가 있으므로, 이들 기업만을 위한 시장을 하나 더 만들어 증시에서 자금 조달할 수 있는 방안을 모색해 준 것이다. 그럼에도 불구하고 코스닥 상장기업의 경우 거래소 상장기업에 비해 시가총액이 낮고 발행 주식수도 적다. 심지어 코스닥이 자본의 수요자와 공급자 사이의 원활한 자원배분을 가능하게 하여 건전한 자본시장의 발전에 기여하였다기보다는 오히려 대주주 혹은 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)의 수단으로 악용된 사례가 적지 않았다. 가령, 경영진의 횡령·배임 및 특수 관계자와의 거래에 따른 손실 발생, 사외이사 및 감사의 견제기능 미흡, 불성실 공시법인 지정, 내부회계 관리제도 부적정, 공시체계 및 내부통제체계 미구축, 신고의무 위반 등의 부정(不正)이 노출되어 왔다. 이러한 상황은 잦은 최대주주 변경, 경영권 분쟁 발생, 소송 등으로 이어져 자본시장의 안정을 저해하였다는 지적과 우려가 있어 왔다.

무엇보다 회계정보의 투명성 문제는 최근까지 코스닥시장에서 심각한 문제점의 하나로 지적되고 있다. 이러한 문제점의 하나는 코스닥 등록과 유지에 관한 규제가 거래소 시장보다 덜 엄격하기 때문으로 풀이된다(이정연 외, 2005; 김문태, 2006). 코스닥 시장은 상대적으로 규모가 작고 시장의 관심이 덜하므로 상장요건이나 재무정보의 공시규

제에 대한 요구가 거래소시장보다 관대한 것이 현실이다. 그러나 중소기업과 벤처기업 육성에 대한 코스닥 시장의 중요성은 여전히 강조되고 있다. 이에 관련 정책당국에서는 지속적·점진적으로 코스닥시장의 활성화를 위한 대책을 강구해왔다. 그 대표적인 사항이 상장폐지이다. 한국거래소에 의하면¹⁾, 2009년 기준 상장폐지의 증가는 코스닥 시장의 신뢰도 제고 및 투명성 강화 차원에서 도입된 상장폐지 실질심사제도에서 기인되었다. 상장폐지 실질심사제도는 횡령·배임, 분식회계 등 시장교란 행위가 발생한 기업을 강제적으로 퇴출시킴으로써, 소액투자자들의 피해를 미연에 방지하고 자본시장 전체에 안정적이고 긍정적인 영향을 미쳐 ‘클린 코스닥’ 달성에 목적을 두고 있다.

이러한 맥락에서 본 연구는 코스닥시장의 상장폐지와 이익조정 관련성을 분석하고자 한다. 구체적으로 본 연구는 다음과 같이 두 가지 사항을 회계적 관점에서 분석하고자 한다. 첫째, 상장폐지 기업의 과거 3년 동안 이익조정 행태를 살펴볼 것이다. 둘째, 상장폐지 실질심사로 인해 상장 폐지된 기업과 다른 사유로 상장폐지된 기업의 과거 3년 동안 이익조정 특성에 대해 실증 분석하고자 한다. 본 연구는 동일한 주제를 다룬 노성호(2006)의 연구와 다르다. 노성호(2006)는 상장폐지 실질심사제도가 도입되기 이전에 이익조정을 반영한 연구결과를 제시하였으며, 따라서 상당수 기업들이 횡령 배임 등 불법행위에도 불구하고, 상장이 유지돼 시장에서 유가증권 거래가 지속되었다

1) 2009년까지 상장폐지 및 신규상장 대비 현황을 살펴보면 다음과 같다.

(단위:10억원, 개)

시장구분	내 용	2004	2005	2006	2007	2008	2009
유가증권	상장폐지건수	27	20	12	16	12	21
	상장폐지금액	-6,468	-3,980	-293	-1,433	-2,086	-1,878
	신규상장건수	24	41	35	31	30	25
	신규상장금액	3,513	2,003	2,663	2,664	5,456	1,981
	상장기업수	683	702	731	746	765	770
	상장자본금	85,518	80,586	82,945	85,588	89,662	92,467
코스닥	상장폐지건수	41	46	13	9	23	65
	상장폐지금액	-1,528	-414	-130	-78	-2,418	-981
	신규상장건수	54	70	56	66	37	50
	신규상장금액	311	255	213	278	115	208
	상장기업수	890	918	963	1,023	1,038	1,028
	상장자본금	12,325	12,877	13,028	14,294	13,224	13,335

주 : 금액은 모두 액면가 기준임, 자료 : 한국거래소

는 것을 의미한다. 그러므로 상장폐지실질심사가 도입된 2009년 이후 상장폐지와 이익관리 관련성을 분석하는 것이 보다 시의적절하고 실무계나 정책당국, 학계에 보다 의미있는 결과를 제시할 수 있을 것이다.

상장기업의 상장폐지 자체는 상장폐지기업에 투자하고 있던 많은 이해관계자에게 부정적인 영향을 미쳐 투자자와 채권자에게 직접적인 투자손실을 줄 뿐만 아니라, 종업원의 감원·해고 등 간접적인 손실을 발생시켜 국가 경제력을 악화시키는 피해를 야기한다. 따라서 본 연구는 코스닥 기업의 상장폐지와 이익보고 특성에 대한 결과를 제시하는데 의의가 있다고 본다. 본 연구는 자본시장 참여자들에게 상장폐지와 이익조정 행태에 대한 단서를 미리 제시하여 이해관계자들의 손실을 최소화하고 합리적인 의사결정에 유용한 도움을 제공하는데 의의가 있을 것이다. 또한 정책 당국에게는 상장폐지 실질심사제도의 본연의 목적인 ‘클린코스닥’ 달성에 대한 기준과 논거를 제시하는데 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 나아가 이익관리를 규제할 수 있는 회계적 계도와 정책적 방안 마련의 토대를 제공할 수 있을 것으로 본다.

제2절 연구방법 및 논문의 구성

본 연구는 귀납적 접근방법으로서 자본시장을 대상으로 실증분석 하고자 한다. 즉 전통적인 성과측정치인 순이익에서 이익관리의 대용변수인 재량적발생액을 추정하여 이들 이익관리 패턴과 상장폐지와의 설명관계를 규명할 것이다. 이에 대한 결과는 상장폐지 시기별로 평균차이분석과 다중회귀분석으로 제시하였다.

본 연구는 코스닥시장에 상장된 기업 중 2010년 1)전체 상장폐지 기업(형식적 요건 상장폐지 기업 + 실질심사 상장폐지 기업)과 2)실질심사로 인하여 상장폐지된 기업을 대상으로 분석하였다. 재무자료는 2006년부터 2009년까지 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(DART)의 사업보고서와 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스인 KIS-VALUE에서 입수하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 코스닥시장과 상장폐지, 이익조정의 선행연구를 개괄하여 살펴보고, 3장에서 연구방법론을 제시하였으며, 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 5장에서 연구결과 및 한계점을 기술하였다.

제2장 선행연구

제1절 코스닥 시장²⁾

1. 코스닥 시장의 의미

한국증권업협회에 등록된 유가증권을 (주)코스닥증권시장의 중개로 거래하는 시장을 말한다. KOSDAQ(Korea Securities Dealers Automated Quotation)시장은 NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotation)을 벤치마킹하여 만들어진 시장이다. 즉 명칭은 나스닥(NASDAQ)을 한국식으로 영문 합성한 것으로, 1996년 7월 1일 증권업협회에 의하여 개설되었다.

코스닥 개장으로 증권거래소 상장을 위한 예비적 단계에 머물렀던 장외시장은 미국의 나스닥(NASDAQ)과 같이 자금조달시장 및 투자시장으로 증권거래소와 대등한 독립적인 시장으로서의 역할을 수행하게 되었다.

코스닥 시장에서는 매매를 위한 건물이나 플로어(floor) 등이 없이 컴퓨터와 통신망을 이용하여 장외거래 주식을 매매하는 전자거래시스템으로 주식매매가 이루어진다. 따라서 코스닥은 전자시스템을 이용한 불특정 다수자의 참여라는 경쟁매매방식을 도입, 기존의 장외시장을 새롭게 개편할 수 있는 계기를 마련하였다.

코스닥의 운영은 처음에는 증권업협회의 장외시장관리실에서 담당하였으며, 1996년 5월 상대매매에서 경쟁매매로 거래방식을 변경하면서 주식중개만을 담당하는 증권회사인 코스닥증권시장(주)을 설립하여 매매체결 업무를 위임하였다. 1998년 코스닥시장 운영의 공정성 및 투명성을 확보하기 위하여 시장운영에 관한 의사결정기구인 코스닥위원회를 증권업협회 내에 설치했다. 이후 2001년 코스닥위원회의 설치근거와 업무를 증권거래법에 명시함으로써 코스닥시장의 운영체계가 확립되었다. 2005년 1월 한국증권선물거래소법에 따라 한국증권거래소와 코스닥·한국선물거래소·코스닥위원회가 합병되어 한국증권선물거래소(통합거래소)가 출범하면서 코스닥과 코스닥위원회는 한국증권선물거래소 코스닥시장본부로 바뀌었다.

2) 이에 대한 사항은 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>)에서 발췌·정리하였다.

2. 코스닥의 상장요건

<표 1> 코스닥 시장의 상장요건

요 건		코스닥 시장 상장요건		
		일반기업	벤처기업	성장형벤처
경과년수		3년이상	-	-
택 일	자기 자본	30억원 이상	15억원 이상	15억원 이상
	시가 총액	90억원 이상		
주식분산		<모집상장(택일)> 1.소액주주 500명 이상&지분25%이상으로서 아래의 요건 중 하나를 충족 - 심사청구일 현재 소액주주지분이 25%이상인 경우 → 청구 후 5%(10억원)이상 모집 - 심사청구일현재 소액주주지분이 25%미만인 경우 → 청구 후 10%이상 모집 2.자기자본500억원/시가총액1,000억원 이상 법인의 경우: 소액주주 500명이상인 동시에 심사청구 후 모집지분이 10%이상으로서 - 자기자본(시가총액) 500-1,000억원(1,000-2,000억원) : 100만주 이상 - 자기자본(시가총액) 1,000-2,500억원(2,000-5,000억원) : 200만주 이상 - 자기자본(시가총액) 2,500억원(5,000억원)이상 : 500만주 이상 3.공모25%이상과 소액주주500인		
		<기분산 직상장(모집 없이 상장)> ※ 직상장 대상 : 심사청구일 현재 소액주주가 500명이상이고 그 소액주주가 모집에 의해 소유한 지분이 25%이상 (10%이상으로서 자기자본규모 별 일정주식 수 이상인 경우 포함)인 경우		

자본상태	자본잠식 없을 것		
경영성과	법인세 비용 차감 전 계속 사업이익 시현	법인세 비용 차감 전 계속 사업이익 시현	-
이익규모, 매출액 & 기준시 가총액 (택일)	1.ROE 10% 2.당기순이익 20억 3.최근매출액 100억원인 동시에 기준시가 총액 300억원 이상	1.ROE 5% 2.당기순이익 10억 3.최근매출액 50억원인 동시에 기준시가 총액 300억원 이상	-
무상증자	1년간 자본전입총액이 2년 전 자본금의 100% 이하 ※ 한도 초과분을 1년간 보호 예수시 요건충족으로 인정		
유상증자	1년간 총액이 2년 전 자본금의 100%이하 ※ 한도 초과분은 1년간 보호예수 시 요건충족으로 인정		
최대주주 변경제한	심사청구일 이전 1년간 최대주주 변경 금지		
감사의견	최근사업연도 적정		
매각제한	상장 후 일정기간 지분매각 제한 -최대주주 등 1년(6월 후에는 5%매각가능) -벤처금융/기관투자자 :1월 -유상증자제한 초과분 : 1월 -심사청구일 이전 1년간 최대주주 등으로부터 주식을 매입한 자 및 3자 배정으로 신주를 취득한 자 : 1년(6월 후에는 5%씩 매각가능)		

3. 코스닥시장 상장의 장점

(1) 세제상의 혜택

① 양도소득세 비과세

코스닥시장을 통하여 주식을 양도하는 경우 양도소득세를 비과세한다. 단, 발행주식 총수의 5%이상 또는 시가총액 50억 이상을 소유한 주주(특수관계인 포함)가 양도하는

경우에는 양도소득세가 과세된다.(소득세법 제94조, 동법시행령 제157조 제4항)

② 배당소득세 비과세 및 분리과세

종목별로 액면가 기준 3원만원까지는 비과세된다. 3천만원초과 1억원까지는 분리과세(5%)가 적용된다. 단 1년 이상 보유한 경우에 적용된다.(조세특례제한법 제91조)

③ 상속 및 증여재산 평가시 코스닥시장 시세 인정

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

④ 스톡옵션(주식매입선택권) 행사이익 비과세

코스닥상장법인으로서 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.

(2) 자금조달능력 증대

① 신규상장시 공모를 통한 자금조달

상장을 위한 공모시 불특정 다수인으로부터 필요자금을 일시에 조달할 수 있다.

② 상장 후 공모증자 용이

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

③ 일반 공모증자 가능

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

④ 의결권 없는 주식의 발행한도 확대

상법상 의결권 없는 주식은 발행주식총수의 1/4까지 발행할 수 있으나, 코스닥상장 법인이 외국에서 발행하는 의결권 없는 주식 및 외국에서 발행한 전환사채·신주인수권 부사채등의 권리행사로 인하여 발행하는 의결권 없는 주식은 한도계산시 제외한다.(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 15)

⑤ 사채발행한도 확대

전환사채 또는 신주인수권부사채 중 주식으로의 전환 또는 신주인수권의 행사가 가능한 분에 해당하는 금액은 상법상 사채발행한도(순자산액의 4배)의 제한을 받지 않는다.(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 10)

⑥ 신종사채발행 가능

전환사채 및 신주인수권부사채 외에 이익참가부사채(사채의 이율에 따른 이자를 받는 외에 이익배당에도 참가할 수 있는 사채)와 교환사채(상장유가증권 또는 코스닥상장주식과의 교환을 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채)를 발행할 수 있다.(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 11)

(3) 기업 홍보효과 및 공신력 제고

① 홍보효과

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

② 공신력 제고

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

(4) 기타

① 자기주식 취득방법 확대

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

② 주식배당한도 확대

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

③ 주식이동상황명세서 제출의무 면제

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

④ 경영합리화 도모

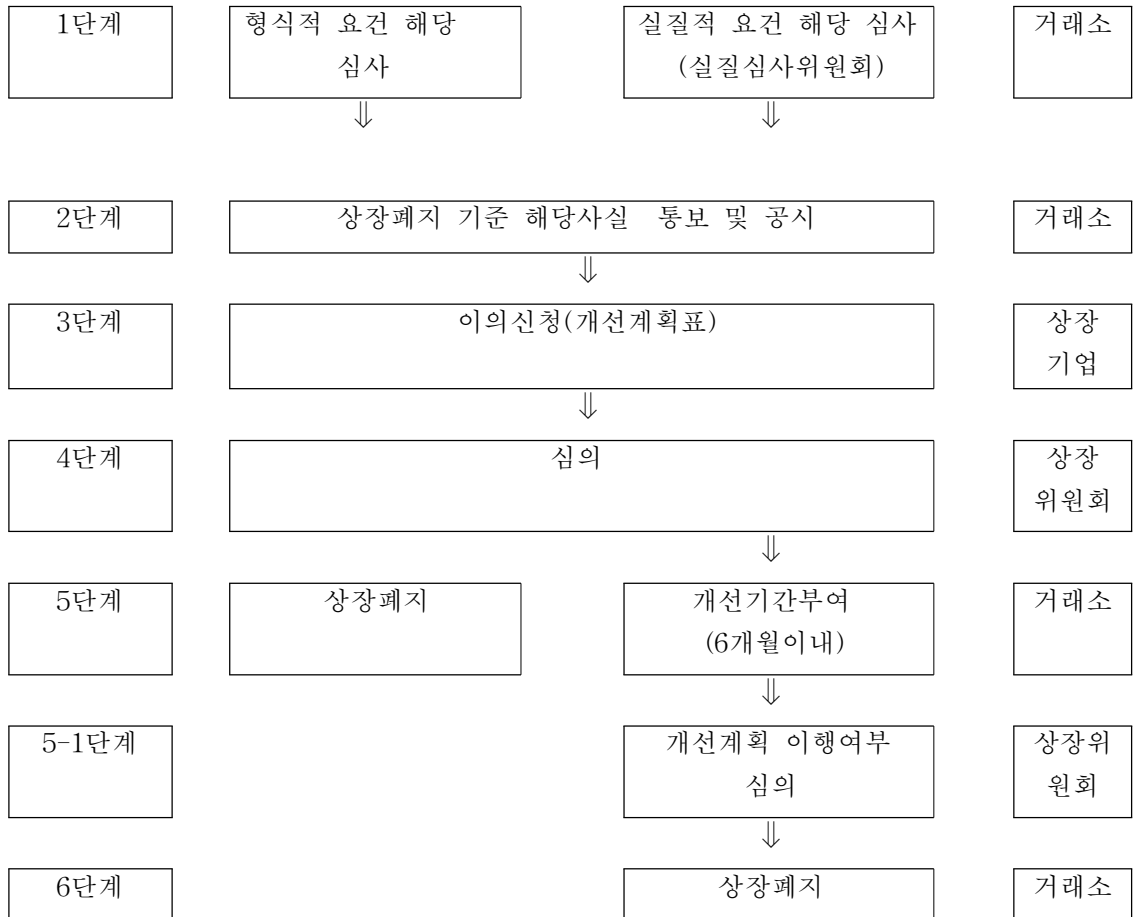
기업의 재무내용 공시를 통해 동업종 타사와의 비교가 용이하고, 주가를 통해 경영 실적이 객관적으로 평가받게 되어 경영합리화를 도모하게 된다.

4. 코스닥시장의 상장폐지

(1) 상장폐지 절차

형식적 기준 중 정기보고서 미제출, 부도, 은행거래 정지, 자본잠식, 매출액 미달, 거래량 미달 등 객관적으로 폐지사유 확인이 가능하여 별도의 판단이 필요 없는 경우에는 이의신청 절차 없이 상장폐지된다.

<그림 1> 코스닥 상장폐지 과정



(2) 코스닥시장 관리종목 지정 및 형식적 상장폐지 기준

<표 2> 코스닥 시장의 형식적 상장폐지 기준

구 분	관리종목 지정	상장폐지 기준
매출액	최근 연 30억원 미만	2년 연속
법인세비용차감전	자기자본50%이상(&10억원이상)의	자기자본 50% 이상인 동시에

계속사업손실	법인세비용차감전 계속사업손실이 최근3년 간 2회 이상	10억원이상의 법인세비용차 감전 계속사업손실 발생
영업손실	최근4사업연도 영업손실 발생	5년연속시
거래량	분기 월평균거래량이 유동주식수 의 1%에 미달 ※ 월간거래량이 1만주 이상이 거나 소액주주 300인 이상이 20%이상 지분보유 시 또는 유동성공급계약체결시 적용 배제	2분기 연속
주식분산	소액주주 200인 미만 혹은 소액 주주 지분 20%미만 ※ 소액주주 300인 이상이 10%이상으로서 100만주 이상을 소유하는 경우 적용 배제	2년 연속
자본잠식/ 자기자본	①사업연도(반기)말 자본잠식을 50%이상 ②사업연도(반기)말 자기자본 10 억원이상 ③반기검토(감사)의견 부적정·의 견거절·범위제한 한정 혹은 반 기보고서 기한 경과후 10일내 미제출	①혹은③후 사업연도(반기) 말 자본잠식을 50%이상 ②혹은③후 사업연도(반기) 말 자기자본 10억원미만 ①혹은②혹은③후 반기 감사 의견 부적정·의견거절·범 위제한한정 혹은 반기말 반 기보고서 기한 경과 후 10일 내 미제출
정기보고서 관련	①분기, 반기, 사업보고서 미제출 ②정기주총 미개최 혹은 재무제표 미승인	①혹은②후 다음회차에 ①혹은 ②발생
기업지배구조	사외이사/감사위원회 요건 미충족	2년 연속
시가총액	보통주 시가총액 40억원 미만 30일간지속	지정 후 90일간 “연속10일& 누적30일간 40억원이상”의 조건 미충족시

(3) 즉시 상장폐지 기준

- ① 최종부도 또는 은행거래정지
- ② 법률규정에 의한 해산사유 발생
- ③ 최근사업연도 말 자본전액 잠식
- ④ 감사보고서상 부적정, 의견거절, 범위제한한정
- ※ 계속기업불확실성에 의한 경우 사유해소 확인시 반기말까지 퇴출 유예
- ⑤ 2년간 3회 분기, 반기, 사업보고서 미제출
- ⑥ 사업보고서 제출기한 후 10일 이내 미제출
- ⑦ 정관 등에 주식양도제한 두는 경우
- ⑧ 유가증권시장 이전 상장의 경우
- ⑨ 우회상장시 우회상장 기준 위반

(4) 상장폐지 실질심사 주요기준

<표 3> 코스닥 시장의 실질심사 상장폐지 기준

패널 A. 개별적 요건

심사항목	주요 심사기준
불성실공시	- 위반한 공시내용이 시장 및 투자자에게 미치는 영향 - 기업경영에 미치는 영향의 중요성 - 해당법인의 고의, 중과실 여부 - 당해 기업의 상습적 공시의무 위반 여부
회생절차 개시결정	- 변제계획 등 회생계획의 충실한 이행여부 - 회생계획상 사업계획에 따른 영업실적 및 법원의 회생계획 인가결정 등 종합적 고려
상장관련 허위서류 제출	- 허위신고 내용이 상장심사에 미치는 중요성 - 허위신고 내용이 투자판단에 미치는 영향 - 당해 기업의 고의, 중과실 여부 등

패널 B. 실질심사의 종합적 요건

심사항목	주요 심사기준	주요 세부심사항목
------	---------	-----------

(1)영업,재무상황 등 기업경영의 계속성	① 영업의 지속성	
	매출의 지속 가능성	• 영업활동의 지속적 악화로 인한 매출의 계속성여부 영업활동 개선 계획으로 인한 매출 회복 가능성 • 매출액 미달로 관리종목에 지정된 기업이 일시적인 상품매출로 인행 퇴출을 계속하여 회피하였는지 여부
	수익성 회복 가능성	• 최근3년간 영업활동의 현저한 악화로 발생한 손실규모 및 향후 손실지속여부 • 영업권상각, 자산감액손실 등 영업외손실이 당기순손실에 차지하는 크기 및 추가 감액 여부 • 중단사업으로 인한 계속사업손실의 축소나 비정상적 이익발생으로 수익성 퇴출 요건 회피여부
	② 재무상태 건전성 여부	
	재무상태 취약여부	• 차입금 규모, 만기구조, 상환계획 등을 고려한 채무불이행이나 부도발생 가능성 • 자본잠식이 있는 경우 잠식의 정도, 추이 등에 비추어 자본잠식의 해소 가능성 • 자본잠식의 해소를 위한 유상증자 등 자구의 반복성여부,자구로 조달된 자금의 성격 및 시설투자,운영자금등 기업 경영을 위해 자금이 사용되었는지 여부
	경영진의 불법행위에 의한 재무상태 악화여부	• 횡령·배임 등이 재무상태에 미치는 영향 • 횡령·배임등의 발생금액에 대한 구상권 행사 및 회수가능성 • 분식회계가 최근 사업연도의 재무상태에 미치는 영향
	우발채무의 실현으로 재무상태 악화여부	• 최대주주 및 경영진에 대한 불법적인 지급 보증, 담보제공 등 우발채무의 실현으로 인한 재무상태에 대한 영향

		• 경영권 분쟁 등 기업경영에 중대한 영향을 미치는 소송이나 불법행위로 인해 재무상태에 미치는 영향
(2) 지배구조, 내부통제제도, 공시체제 등 경영 투명성	① 지배구조의 중대한 훼손	
	최대주주 및 경영진의 불법행위 여부	• 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 관련여부 • 횡령·배임 금액의 크기 • 최대주주 및 경영진의 조직적인 분식회계 관여여부
	경영의 안전성 위협	• 최대주주 및 경영진의 횡령·배임으로 인한 내부통제제도 중대 훼손 여부 • 최대주주의 빈번한 교체 및 경영권 분쟁 등으로 인한 경영 안정성 위협 여부
	② 내부통제제도의 중대한 훼손여부 검토	• 최대주주 및 경영진의 횡령·배임 등으로 인한 내부 통제제도 훼손여부 • 최대주주 및 경영진의 횡령·배임등을 사전에 방지하기 위한 내부 통제장치 확립 및 운영 여부
	③ 공시체제의 중대한 훼손 여부	
	회계처리 불투명성	• 분식회계의 발생연도, 지속성, 규모 및 현재 재무상태에 미치는 영향을 고려하여 위반행위의 중대성 여부 • 분식회계의 재발 방지를 위한 내부회계관리제도 구축 여부 • 감사보고서의 재발행으로 인한 감사의견의 변경내용
(3) 기타	공시위반 행위의 악의·상습성 여부	• 공시위반내용이 최대주주 변경 등 경영권 관련 여부 • 제3자 배정증자 등 자금조달 관련여부 • 공시위반 내용이 타법인출자 등 자금유출 활동을 통한 추가적 횡령발생 가능성 여부
	투자자 보호 및 증권시장 건전한 발전 저해	기업경영의 계속성 및 경영투명성에 준하는 사유로 투자자 보호 및 증권시장의 건전한 발전저해로 상장적격성의 인정이 곤란한 경우

제2절 이익조정³⁾

1. 이익관리의 유형

다수의 선행연구는 경영자가 자신의 이해관계 및 사적 목적에 부합하려는 다양하고 자의적인 의도로 회계이익을 조정 또는 수정하였음을 밝히고 있다. 이익관리(earnings management)란, 기업이 일반적으로 인정된 회계기준(GAAP: Generally Accepted Accounting Principles) 안에서 회계기법을 의도적으로 선택하여 이용하는 의사결정을 말한다.⁴⁾ Schipper(1989)는 이익조정을 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”(…purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain(as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process.)이라고 정의하였다. 이익관리의 정의는 연구자에 따라 다소 차이가 있으나 결국은 경영자에 귀속될 “사적 의도”에 따라 회계이익에 “변화”를 초래하는 것을 말한다.

대부분의 선행연구에서는 경영자의 “사적 의도”에 초점을 두고 이익관리의 유인이 무엇인가에 따라 다음과 같이 이익관리의 가설을 정리하고 있다.

첫째, 이익유연화가설(income smoothing hypothesis)이다. 이 가설은 이익의 변동성이 주가수익률에 부정적으로 작용한다는 전제 하에 경영자가 극심하게 높거나 낮은 이익을 안정된(또는 표준화된) 이익흐름으로 유도한다고 주장한다. DeFond & Park(1997)은 경영자의 이익평준화를 기업의 현재와 미래 성과간의 관계 속에서 파악하고자 하였다. 구체적으로 기업들은 현재의 성과가 나쁘고 미래의 성과가 좋을 것으로 예상되는 경우에는 미래의 회계이익 중에서 일부를 현재 시점으로 빌려와 양(+의) 재량적발생액을 취하지만, 현재의 성과가 좋고 미래의 성과가 나쁠 것으로 예상되는 경우에는 현재의 회계이익을 저축하여 미래에 사용하기 위해서 음(-)의 재량적발생액

3) 이에 관하여 권수영 외(2010)와 김문태(2004)의 연구를 참조·발췌하였다.

4) APB 의견서 제22호에 의하면 회계정책이란, 보고실체의 경영자가 일반적으로 인정된 회계원칙에 입각하여 재무상태 및 재무상태의 변동, 경영성과 등을 특정 상황에서 가장 적절하게 나타내기 위하여 대체적 회계원칙을 선택·적용하여 처리하는 과정으로 정의된다(최강득 외, 2000). 그러나, 이익조작(earnings manipulation)의 경우 GAAP를 위반하여 이익조정을 하는 것을 가리킨다. 대부분의 연구자들은 이익관리와 이익조작을 구분하는 실제적·경제적 실익이 없으므로 이 두 개념을 혼용하고 있다.

을 취한다는 것을 보고하였다. Hunt et al.(1995)은 이익평준화가 주가가격에 미치는 영향을 분석하였는데, 이익평준화 현상이 클수록 주식시장에서 우호적인 반응을 반응을 나타내었다. 이와 유사하게 송인만·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 송인만·최관(1992)은 회계변경과 이익평준화 현상 간의 관계를 분석하였는데, 기업들은 회계변경 후의 보고이익이 정상이익 또는 기대이익에 가까워지도록 하는 방향으로 회계변경을 하는 경향이 있음을 보고하였다. 이 가설을 지지하는 연구로는 Ronen & Sadan(1981), Trueman & Titman(1988), 위준복(1988) 등의 연구가 있다.

둘째, 경영자보상가설(management compensation hypothesis)이다. 경영자보상가설의 전제는 회계수치가 여러 계약관계의 근거가 된다는 실증회계학(positive accounting theory)적 사고⁵⁾에서 이론적 근거를 찾는다. Healy(1985)에 의하면 경영자가 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. 비슷한 맥락에서 McNichols & Wilson(1988 a)은 경영자보상체계의 상·하한선과 관련하지 않고 이익이 극심하게 높거나 낮을 때 이익을 감소하는 방향으로 발생의 조정이 나타남을 보고하였다. 이 외에 경영자보상가설을 지지하는 연구로는 Holthausen et al.(1995), Gaver et al.(1995), 나종길(1996) 등을 들 수 있다.

셋째, 자본시장과 관련된 동기를 들 수 있다. 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 경영자 매수(management buyout)에 앞서 경영자가 이익조정을 하는지 여부를 조사하였다. 경영자는 주식을 매입한 후 기업을 잘 운영하여 비싼 값으로 되팔거나, 기업의 자산이나 공장을 분리하여 매각하고 매각차익을 얻게 된다. 주식매수에 앞서 경영자는 기업의 이익을 하향조정하려는 동기를 가진다. 왜냐하면 기업이익이 기업가치를 평가하는

5) 실증회계학은 로체스터(Rochester)학파가 중심이 되어 자본시장에 관한 회계학 연구의 한계점을 극복하려는 시도로 진행되어 왔으며 경영자가 선택한 회계기법의 동인이 무엇인지를 알아내려는 연구분야이다. Watts & Zimmerman(1986)은 실증회계이론의 세 가설로 경영자보상가설, 부채계약가설, 정치적비용가설을 설정하였다.

데 사용되고, 또한 주가에 간접적으로 영향을 주므로, 이익을 하향조정하면 주가가 하락하여 주식을 좀 더 싸게 살 수 있는 가능성이 높아지게 때문이다. 그는 1973년부터 1982년까지 경영자 매수가 발생한 64개 기업에 대하여 이익조정 여부를 분석하였다. 이익조정 여부는 총발생액의 차이를 재량적발생액으로 보고 경영자 매수전에 재량적발생액이 하락하는지를 검증하였다. 그러나 연구결과에 의하면 경영자 매수전에 경영자에 의한 이익조정은 발견하지 못하였다.

그러나 Perry & Williams(1994)는 DeAngelo(1986)의 연구가 표본기업의 수(64개)가 너무 적고 이익조정 여부를 검증하는 방법에 문제가 있다고 비판하고, 경영자 매수전의 이익조정 여부를 재연구하였다. 그들은 1981년부터 1988년까지 175개의 경영자 매수 기업을 연구대상으로 하고, 이익조정 여부의 검증은 Jones(1991)모형으로 재량적발생액을 계산한 후 이의 통계적 유의성을 검증하였다. 연구결과는 선행연구와 다르게 재량적발생액이 모두 음(-)으로 나타나서 경영자 매수전에 기업의 이익이 하향조정됨을 나타내었다.

Erickson & Wang(2000)은 피합병회사를 인수하는 대가로 합병회사의 주식을 교부하는 합병을 연구대상으로 하여 합병직전에 합병회사가 이익을 상향조정하는지를 분석하였다. 합병기업은 자신의 주가가 높을수록 더 적은 수의 주식을 교부하고도 피합병회사를 인수할 수 있기 때문에 주가를 높일 목적으로 합병직전에 이익을 상향조정할 동기를 가진다. 연구결과에 따르면 합병직전 4분기에 합병기업이 이익을 상향조정함이 관찰되었다. 추가분석에 따르면 합병기업의 전체 주식 중에서 피합병기업에 교부하는 주식의 비중이 클수록 이익의 상향조정도 큰 것으로 나타났다.

주식발행과 관련된 이익조정 연구는 다시 신규상장기업의 경우와 유상증자기업의 경우로 나누어볼 수 있다. 신규상장기업의 경우, 아직 주식시장에서 기업의 가치가 정해지지 않았기 때문에 신주발행가액의 결정에 기업의 회계정보가 큰 영향을 미칠 수 있다. 신규상장기업의 입장에서는 가능한 발행가격이 높을수록 기업에 유입되는 현금이 많아지기 때문에 이익을 상향조정하여 발행가격을 높이려는 동기를 가지게 된다. Teoh et al.(1998b)은 상장과 상장후의 기간을 모두 분석대상으로 삼고 이익조정 여부를 연구하였는데 상장연도에 이익을 증가시키는 현상을 발견하였다. 여기에서 흥미로운 결과는 이익조정을 행하는 시기가 발행가격에 영향을 줄 수 있는 상징적인 연도가 아니라 상장연도라는 점이다.

최관·백원선(1999)은 유상증자기업을 대상으로 유상증자 2년전부터 2년후까지의 이익조정 여부를 분석하였는데, 여러 가지 모형에 의하여 측정된 재량적발생액이 모두

유상증자연도까지 증가하다가 유상증자연도에 최대치가 되고 그 이후에는 감소하는 추세를 나타내어 기업들이 유상증자연도에 이익을 상향조정하고 있음을 발견하였다. 그들은 추가분석에서 유상증자연도에 이익을 상향조정한 기업일수록 유상증자 직후 연도에 순이익이 더욱 하락함을 보인다.

넷째, 정치적비용가설(political cost hypothesis)로써 이익관리를 설명하는 이론을 들 수 있다. 이 가설은 기업의 이해관계를 극대화하기 위해 이익관리를 한다는 가설로 정부의 규제대상이 될 가능성이 높은 기업일수록 또는 정부지원이 필요한 기업의 경우 이익을 감소시키는 회계정책을 구사한다고 주장한다. 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 수입제한 조사기간 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. Cahan(1992)은 독점관련 규정 위반으로 조사받은 48개 기업의 이익조정을 연구하였다. 정부는 반독점규정 위반을 심사할 때 회계이익이 지나치게 높을 경우 독점력이 있다고 판단을 하기 때문에, 독점관련 규정 위반에 관한 조사를 받은 기업들은 독점관정을 피하기 위하여 이익을 하향조정할 것이라고 보았다. 연구결과에 따르면 이들 기업들은 실제로 검사를 받는 기간 동안에 이익을 하향조정한 것으로 나타났다. Jones(1991)와 Cahan(1992)의 연구는 앞선 언급된 실증회계이론의 정치적 비용가설을 지지하는 연구들로 볼 수 있다.

다섯째, 법인세 감소유인으로 이익관리를 행하는 것을 들 수 있다. 기업은 장기적으로 법인세를 최소화하려고 한다. 이러한 목적으로 대부분의 우리나라 경영자들은 기업의 보고이익을 회계기간 간에 큰 변동성 없이 유지시키려고 한다. 만약 당해 회계기간에 과세표준이 크게 증가하면 법인세가 증가할 것이므로 과세표준을 하향조정할 여유가 있으면 과세표준을 감소시키게 된다. 반대로 과세표준이 크게 하락하면 이를 그대로 보고할 경우 세무당국으로부터 세금을 과소 납부하려는 의도를 가진 기업으로 의심 받을 수 있기 때문에 이익을 어느 정도 상향조정시킬 동기를 가지게 된다(Scholes et al., 1992; 신승표, 2002; 김문태·위준복, 2005).

이 외에도 기업의 이해와 경영자의 효용에 부합하는 특정상황에서 여러 행태의 이익관리가 나타날 수 있다. 이러한 이익관리는 경영자의 사적정보를 투자자에게 전달해줌

으로써 기업가치에 관하여 경영자와 정보이용자간에 존재하는 정보불균형(information asymmetry)을 해소할 수 있다는 긍정적 측면이 있다(Nagy et al., 1999, 송인만·이용호, 1997). 그러나 경영자가 외부에서 식별 불가능한 재량권을 이용하여 자신 또는 특정 이해관계인의 이익을 도모하기 위한 이익조정 수단으로 사용될 수 있다는 점에서 부정적 측면이 강하다(Lev & Zarowin 1999). 즉 투자자는 기업의 보고이익을 기업 성과치로 판단하기 때문에 재량적으로 보고되는 회계이익은 회계정보의 유용성을 실추시키고 주주의 부에 불리한 영향을 끼친다고 할 수 있다. Feltham & Pae(2000)는 경영자의 이익조절이 그들의 사적정보를 투자자에게 전달하는 수단으로 이용되면 회계이익의 정보효과를 증진시키지만, 이익조절이 경영자의 사적정보와 회계이익의 관계를 왜곡하는 노이즈(noise)를 제공하면 비기대이익(unexpected earnings)의 분산을 증대시키고 따라서 회계이익의 정보효과는 감소한다고 하였다.

2. 이익관리의 대상과 이익관리 추정에 관한 연구⁶⁾

<표 4> 이익관리의 선행연구

Panel A. Aggregate accruals models

연 구 자	재량적발생액
Healy(1985)	총발생액
DeAnelo(1986)	총발생액의 변동(랜덤워크 가정)
Jones(1991)	매출변동 및 유형자산에 대한 총발생액의 회귀잔차
Dechow et al.(1995)	현금매출변동 및 유형자산에 대한 총발생액의 회귀잔차
Kang & Sivaramakrishnan(1995)	비현금성 유동자산에서 부채를 차감, 수익·비용·유형자산 등의 증가를 조정한 회귀잔차
Yoon & Miller(2002)	총발생액에서 현금수익변동, 현금비용변동, 비유동발생항목을 차감

6) 이에 관하여 김문태(2004)의 연구를 참조·발췌하였다.

Panel B. Specific accruals models

연구자	재량적발생액
McNichols & Wilson(1988)	기초에 설정한 대손충당금의 기대치와 실제치의 차이 (residual)
Petroni(1992)	손실적립금의 추정오류(claim loss reserve estimation error)
Beaver & Engel(1996)	은행의 미회수 대출금에 대한 대출손실충당금의 잔차 (residual allowance for loan losses)
Beneish(1997)	매출채권회수 기간, 한계성장 지표, 자산의 질에 대한 지표, 감가상각 지표, 판매 및 일반관리비 지표, 총자산에 대한 총발생액 지표
Beaver & McNichols(1998)	자산손실 적립금에 대한 일년간의 시계열 상관

Panel C. Frequency distribution approach

연구자	이익관리의 검증
Burgastahler & Dichev(1997)	0을 기준으로 검증한 연간 이익실현의 분포의 이상치
Degeorge et al.(1999)	0을 기준으로 검증한 분기 이익실현의 분포의 이상치
Myers & Skinner(1996)	연속적인 이익증가의 수치가 이익관리가 없을 때 보다 더 크다

이익관리에 대한 검증의 기본은 경영자의 재량권을 측정하는 것이며, 선행 연구에서는 연구자별로 고유한 모형을 설계하고 적용하여 이익관리 현상을 규명하는 데 초점을 맞추어왔다. <표 4>는 이 세 가지 접근법을 요약하여 나타낸 것이다. 지금까지 이익관리 연구에서 진행되어 온 동향은 1) 대용변수(proxies)를 추정하고 2) 개별사건에 적용하는 관점에서 접근하고 있다. 이를 좀 더 상술하면 다음과 같다.

첫째, 통합 발생액 연구(aggregate accruals studies)를 들 수 있다. 이는 발생항목 전체를 하나로 통합하고 총발생액과 설명변수 사이의 상관성에 기초하여 재량적발생액을 규명하려는 접근법이다. 예컨대, Healy(1985)는 평균발생을 비재량적발생액으로 여기고 총발생액에서 이를 차감하여 재량적발생액으로 설정하여 경영자보상과 이익관리 행태를 연구하였다.

둘째, 개별 발생액 연구(specific accruals studies)이다. 이 연구는 여러 발생항목 중 하나의 항목만을 선택하여 경영자의 재량성이 개입되었는지를 파악하는 접근법이다. 예를 들어, McNicols & Wilson(1988)은 부실채권에 대한 비재량적 대손설정액을 기초 대손충당금과 두 개 연도의 대손상각비를 이용하여 추정한 후, 이를 실제 대손설정액에서 차감하고 재량적 대손설정액(즉 보고된 대손충당금과 GAAP에 따른 측정치간의 차이를 재량적 발생이라고 정의하였다)을 구하여 이익관리 현상을 연구하였다. 즉 대손설정액이라는 개별 발생항목의 재량성 여부를 이익관리 변수로 파악하였다. 특정 개별 항목만을 대상으로 한 연구의 예를 들면, 이연법인세를 통한 경영자의 재량적 이익관리(전규안·박종일, 2002)나 감사인 지정과 관련(박한순, 1996)하여 개별발생액을 통한 연구가 있다. 또 윤순석(1997)은 특별상각기업이 현금흐름효과 때문에 주가에 양(+)의 영향을 미치고 있음을 밝히고 있으며, 김문철·황인태(1996)는 당해 연도 이익이 기대이익에 크게 못 미치는 경우에는 전기손익수정항목을 이용하여 보고이익을 크게 하는 반면, 당기 이익이 기대이익보다 훨씬 상회하는 경우에는 전기손익수정항목을 이용하여 보고이익을 낮추려고 하지 않는 결과를 제시하고 있다.

셋째, 분포접근법(frequency distribution approach)이다. 이 방법은 재량적이익관리 항목을 측정하지 않고 재무제표에 보고된 순이익과 순이익변동의 횡단분포를 이용하여 이익관리 현상을 연구하는 접근법이다. Burgstahler & Dichev(1997)은 이익감소가 작을 때에 손쉬운 이익조정이 상대적으로 빈번히 이루어질 것을 가정하였다. 연구결과, 순이익변동의 분포도 상으로 순이익의 변동이 불변인 범위 근처에서 순이익 변동의 감소보다 순이익 변동의 증가가 많은 것으로 관찰되었다. 즉, 근소하게 순손실로 변동이 발생하면 순이익의 변동방향으로 근소한 이익조정을 행하는 것을 산포도로 보여주었다.

3. 코스닥 시장과 이익관리에 관한 연구

이익관리 연구는 대부분 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 수행되어 왔으며, 중소기업이나 장외(점주)등록기업의 이익관리 연구는 상대적으로 미흡하였다. 그러나 최근 들어 코스닥기업의 짧은 역사와 관련된 구조적 문제를 인식하여, 코스닥 기업과 이익조정에 대한 연구가 활발하게 수행되었다.

윤순석(2001)은 거래소기업과 코스닥기업간의 이익관리에 차이가 있는가를 실증적으로 검토하였다. 1994년부터 1997년까지 거래소기업 2,441개 기업-년 자료와 코스닥기업 808개 기업-년 자료를 이용하여, 재량적발생액과 총발생액의 기업집단간 차이분석과 회귀분석을 실행하였다. 실증분석결과에 의하면 거래소기업과 코스닥기업은 모두 발생액을 활용하여 보고이익을 관리하는 경향이 강한 것으로 나타났으나 코스닥기업의 이익관리 현상이 더 강한 것으로 나타났다. 구체적으로 영업현금흐름이 저조한 경우 코스닥기업이 거래소기업에 비하여 발생액의 증가를 이용하여 보고이익을 증가시키는 경향이 더 강하고, 영업현금흐름이 양호한 경우에는 코스닥기업이 거래소기업에 비하여 발생액을 감소시켜서 보고 이익을 조절하는 경향이 더 강한 것으로 나타났다.

코스닥기업의 신규등록이 2000년 이후에 급증한 점에 주목하여, 코스닥 신규등록기업에 대한 이익관리를 분석한 연구가 있다. 이정연 외(2005)은 코스닥 신규등록기업의 이익조정 행위를 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 이후 연도에는 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 이익조정의 동기에 따라 이익조정 시점이 달라질 수 있음을 의미하는 것으로 해석할 수 있다. 한편, 기업특성별로 재량적발생액에 차이가 있는지를 회귀분석한 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)은 신용평가기관이 코스닥기업의 이익관리를 어떻게 인식하는지 분석하였다. 종속변수로서 신용평점을 이용할 수 있는 코스닥기업 2,325개를 표본으로 추출하였으며, 주 설명변수로서 이익관리 대용변수는 수정Jones(1995)모형으로 재량적발생액을 추정하였다. 재량적발생액은 그 절대값과 자체수치 둘 다 활용하여, 이익관리 여부와 이익관리 방향을 동시에 분석하였다. 분석결과, 상관분석, 회귀분석에서 신용평점에 대한 재량적발생액의 절대값과 자체수치는 모두 일관되게 유의한 음(-)으로 관측되었

다. 또한 단변량 차이분석에서 신용평점이 우수한 집단에서 재량적발생액의 절대값과 자체수치는 유의하게 낮게 나타났다. 즉 이익관리로 인하여 신용평점이 호의적으로 유도되지 못한다는 점을 주장하였다.

윤순석·김효진(2007)은 한국증권선물거래소 산하에 있는 두 개의 주식시장을 공개요건차원에서 세 집단(코스닥 벤처기업, 코스닥 일반기업, 거래소기업)으로 구분하여 이익조정 행태의 차이점을 보고하였다. 이들은 세 가지 상이한 기업공개요건의 부과가 신규공개기업의 이익관리 유인에 상이한 영향을 미칠 것이라고 보고 이에 대한 실증적 분석을 하였다. 이를 위하여 코스닥출범 첫해인 1996년부터 시작하여 2000년도까지 신규로 공개되어 2001년 말 현재 상장을 유지하고 있는 기업을 대상으로 공개 전후 3개년간의 이익관리 행태를 실증분석하였다. 이익관리 현상의 분석방법으로 두 가지 방법을 사용하였다. 첫째, 기업공개를 전후한 기간의 세 집단의 집단 간 발생액 평균차이 분석과 각 집단별 기업공개 전후 기간 간 발생액 평균차이 분석을 실시하였다. 둘째, 그래프접근법을 사용하여 각 집단별로 공개연도와 공개전후연도의 이익관리현상을 비교하였다. 실증분석 결과, 세 집단 모두 공개연도에 이익상향조정현상을 확인할 수 있었다. 특히 코스닥벤처기업이 코스닥일반기업 및 거래소기업에 비하여 공개연도와 공개전연도에 훨씬 적극적으로 이익을 상향 조정한다는 것을 알 수 있었다. 한편, 공개연도와 공개전연도의 심각한 이익상향조정으로 인하여 공개다음연도에는 코스닥 벤처기업의 발생액 반전현상이 거래소기업에 비하여 현저하게 두드러진다는 것을 확인하였다. 신규공개기업의 공개전후 3년간의 이익관리 현상의 기간간 차이를 분석한 결과, 코스닥 벤처기업은 기간 간 차이가 유의한 것으로 확인되었으며, 코스닥 일반기업과 거래소기업은 제한적인 유의성을 갖는 것으로 나타났다.

최종서 외(2010)은 코스닥 시장에서의 신규상장 기업이 상장기간을 전·후하여 발생액 및 실물활동에 기초한 상향 이익조정을 활용하고 있는지, 그리고 검증대상 기간에 나타난 상향 이익조정현상이 경영자의 사적이익 추구행위와 관련되어 있는지를 분석하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 코스닥 시장의 신규상장기업들은 상장전년도와 상장당해년도에 발생액과 실물활동 조정을 통하여 광범위하게 이익을 증가시키고 있는 것으로 나타났는데 이는 거래소시장에서의 신규상장 기업의 이익조정행태를 분석한 국내의 선행연구에서 보고된 결과와는 상이하다. 이러한 결과는 코스닥시장에 신규 상장하고자 하는 기업은 거래소시장에 비하여 월등히 강한 이익조정의 동기를 지니거나 코스닥시장에서의 주권사회사 혹은 지정 감사인에 의한 감시와 견제기능이 상대적으로 소홀할 가능성을 시사한다. 둘째, 이러한 신규상장기업의 사전적 상향 이익조

정은 상장후의 대주주 지분율감소 및 실질적인 대주주 보유주식수의 감소와 유의한 관련성이 있는 것으로 나타나 코스닥 기업의 소유경영자가 기업공개를 사적인 자본이득을 실현하기 위한 방편으로 이용하고 있을 가능성을 제시한다. 셋째, 기업공개시의 보고이익 상향조정은 상장후의 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 2001년부터 2007년까지 코스닥에 등록된 기업을 대상으로 최대주주 변경과 경영자의 이익조정 간의 관련성을 분석하였다. 이익조정의 대용치인 재량적발생액은 수정 Jones(1995)모형과 ROA통제모형을 통해 산업별-연도별 횡단면 분석으로 측정하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 최대주주의 변경과 재량적발생액 간에 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 지배구조 변화는 경영자의 이익조정에 영향을 미칠 수 있다는 점을 제시하였다.

4. 감독당국의 감리, 기업부실 및 상장폐지에 관한 연구

감리에 대한 연구는 주로 감리지적을 받은 기업의 특성과 이를 활용하여 감리지적기업을 예측하는 모형개발에 비중을 두어왔다. Beneish(1994)는 미국 증권거래위원회(SEC)와 미디어서치에서 회계부정으로 지적을 받은 기업들이 매출채권증가율, 자산의 질(quality) 감소율, 매출액성장률, 발생액(accruals)증가율 등에서 특성을 나타낸다고 하였다. 나아가 Beneish(1997)는 보다 보수적이고 정교한 결과를 도출하기 위하여 재

량적발생액을 통제한 후, 신용매출증가율, 총자산에서 차지하는 발생액 비율, 주가수익률, 현금매출하락율이 이익조작기업을 나타내는 특성변수라고 주장하였다. Dechow et al.(1996)은 SEC에서 회계부정으로 지적받은 기업들이 부채계약조항 규정(debt covenants)을 지키고 외부차입비용을 절감하기 위하여 이익조작 한다고 보고하였다.

국내의 연구로 최관·백원선(1998)은 1990년부터 1996년까지 일반감리에서 이익을 조작한 사유로 인하여 감리에 지적된 기업들을 대상으로 이익조작과 재무제표 변수간의 관계를 분석하였다. 연구결과에 의하면, 금융비용 부담이 클수록, 전기손익수정손익이 클수록, 재량적발생액이 큰 기업일수록 이익조작기업으로 나타났다. 그러나 재무제표 변수 중에서 부채비율과 매출채권, 재고자산의 증가율 등은 이익조작기업과 통제기업간에 유의적인 차이가 없는 것으로 보고하였다. 박종성(1999)은 부채비율과 발생액비율, 그리고 계속감사기간 등이 감리지적에 유용한 변수임을 제시하였으며, 감사인 특성보다는 피감사회사의 재무제표변수가 감리지적 예측에 더 유용하다고 보고하였다. 그러나 윤종옥·김명환(2001)은 1997년부터 1999년까지의 자료를 이용하여 금융감독원에서 사용하고 있는 감리 대상기업 선정기준의 유용성을 분석한 결과, 부채비율, 현금흐름비율, 재고자산 비율과 매출액 순이익률 등의 변수에서 감리지적기업과 비지적기업간에 유의한 차이가 없는 것으로 나타나 금융감독원의 감리 선정기준이 수정보완 되어야 한다고 주장하였다. 최관·최국현(2003)은 1990년부터 1999년까지의 자료를 이용하여 금융감독원의 감리기업과 한국공인회계사회 위탁감리 기업들의 특성을 연구한 바, 금융감독원 감리의 경우 기업규모, 전기손익수정손실, BIG제휴 여부 등 21개 변수가 감리기업을 구별하는 유의한 변수로 나타났으나 공인회계사회의 감리에서는 현금흐름/매출액비율, 현금흐름/유동부채비율, 총발생액의 차이와 감사인 유형만이 유의한 차이를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 차이는 한국공인회계사회의 감리는 비상장기업을 대상으로 하고 있고, 감리정책의 차이에 기인하는 것으로 판단되지만 전체적으로 금융감독원 감리가 더 효율적인 것으로 나타난다고 주장하고 있다. 최수천·황성현(2005)은 1996년부터 2003년의 자료를 이용하여 상장기업과 비상장기업의 감리지적유형을 고찰하고 감리지적 예측모형을 개발하였다. 연구 결과에 의하면, 상장기업은 주가관리와 지속적 유지를 위하여 이익조정을 하는 것으로 나타났고, 비상장기업은 법인세최소화 동기로 이익조정을 한다고 판단하였다. 또한 자기자본비율, 부채비율, 자기자본 증가율과 매출액대비 금융비용 변수에서 이익조정기업과 정상기업간에 차이가 있는 것을 보였다. 그러나 자기자본증가율, 매출액대비금융비용, 부채비율을 적용하여 판별함수를 모형화 하였으나, 유의한 판별모형을 수립하지는 못하였다.

한편, 감리지적과 자본시장의 반응을 분석한 연구로 손성규·박종성(1998)은 감리지적 전후로 주가가 하향 조정됨을 보여 회계감사로 지적된 회계정보가 내재가치에 부정적인 영향을 미칠 뿐만 아니라 감리지적 또한 유사한 효과가 있음을 보여 적절한 감리는 투명한 재무제표의 공시에 일조할 수 있는 수단이라고 주장하였다. 전성일·임종옥(2008) 또한 감리지적발표가 시장에서 bad news로 인식되고 있다는 점과, 감리조치로 인한 임원해임권고와 감사인지정에 대하여 시장이 유의하게 반응한다는 점을 보고하였다.

기업부실과 관련된 국내의 연구는 다음과 같다. 김경호·박종일(1999)의 연구에 의하면, 수정 Jones 모형에 의할 경우 부실발생 -5 ~ -1년까지 재량적발생은 양(+)의 값을 보여 이익을 상향조정하는 이익조정행위를 한다는 점을 제시하였다. 나종길·최정호(2000)는 1990년부터 1996년까지 부실기업을 대상으로 분석한 결과, 재량적발생에 대한 단일변량 비교분석에서는 부실기업으로 공시한 직전연도에서 평균값(중위값)이 매우 유의한 음(-)의 값을 가진다는 결론을 도출하였다. 또한 재량적발생에 대한 다변량 회귀분석에서는 재량적발생액에 영향을 미치는 부채비율, 규모, 부실직전연도 총발생액 등의 변수들을 고려하여 추정하였는데 부실기업으로 공시한 연도의 -2, -1년에 음(-)의 값을 가진다는 것을 보고하였다. 이영한(1997)은 1993년부터 1996년까지 거래소에 계속상장된 기업 중 1995년과 1996년에 당기순손실이 3년간 계속되는 기업, 자본잠식이 시작된 기업, 금융기관 총 차입금이 매출액을 초과하는 기업을 표본기업들로 선정하여 Jones모형, 수정Jones모형으로 t-test를 이용하여 실증분석한 결과, 매출액에서 매출채권을 차감시켜 신용매출효과를 제거한 수정Jones모형이 Jones모형보다 변수에 대한 설명력이 높은 점을 보였다. 그러나 표본기업의 재량적발생액과 비표본기업의 재량적발생액 크기가 유의적 차이가 있는지 t-test를 시행한 결과 유의적이라는 결과를 얻지 못했다. 추가적으로 자본잠식기업, 당기순손실 3년 연속 계속기업, 차입금과다기업 각각에 대해 개별적으로 재량적발생액이 t-test를 시행한 결과 차입금과다기업의 경우만 90%(95%) 신뢰수준에서 유의적 값을 보며 이익조정행위를 한다는 결과를 제시하였다. 장옥화·최현돌(2008)은 1993년부터 2006년 까지 유가증권시장의 상장제조기업 중 자본잠식상태를 경험한 기업을 대상으로 하여 총자산이익율(ROA)모형을 활용한 재무비율로 부실기업을 예측하였다. 로지스틱회귀모형을 이용하여 실증분석한 결과, 기업부실화 원인은 총자산의 비효율적인 활용으로 인한 것으로 보며, 수익성·활동성·안정성이 낮았으며 ROA관련 재무비율은 예측력이 높고 민감도가 낮다고 결론을 도출하였다.

코스닥시장에서 상장폐지된 기업을 직접적인 연구대상으로 하여 이익조정을 실증분석한 회계학적 연구는 매우 미진한 상태이다. 노성호(2006)은 2003년 2004년 2005년 중에 코스닥시장에서 상장폐지된 기업을 대상으로 Jones모형과 수정 Jones모형으로 재량적발생액을 추정하여 상장폐지기업의 이익조정에 대하여 실증분석하였다. 분석결과, 상장폐지는 Jones모형, 수정 Jones모형 모두 음(-)의 유의적 관계로 나타나 상장폐지 직전연도에 이익을 하향시키는 이익조정을 행하는 것을 보고하였다.

제3장 연구가설 설정 및 연구모형

제1절 연구가설 설정

코스닥시장은 벤처 및 중소기업, 고성장 기업들을 그 주된 등록 대상으로 하고 있다. 코스닥 기업은 거래소 기업보다 주식의 소유지분이 덜 분산되어 있어 최대주주의 통제력이 경영자의 경영활동에 미치는 영향이 보다 클 수 있다(박종일·전규안, 2003). 일반적으로 시장에서 주식공개기간이 짧을수록 기업의 소유지분은 널리 분산되어 있지 않고 지배주주에 의해 지분이 집중되고, 이 경우 기회주의적 이익조정이 만연될 수 있다(Warfield et al., 1995; La Porta, 1999). 그러므로 거래소기업보다 코스닥기업의 경영자의 이익조정 유인에 더 큰 영향력을 줄 수 있을 것으로 예상된다. 또한 코스닥기업의 등록이 용이하고 공시규제가 거래소 상장기업에 비하여 제도적으로 덜 까다롭기 때문에 이익조정이 한층 더 쉽게 이루어질 개연성이 높다.

이런 맥락에서 본 연구는 코스닥 시장에서 전체 상장폐지기업과 실질심사에 의하여 상장폐지된 기업이 상장폐지 이전에 구사한 이익조정 패턴을 분석하고자 한다. 상장이란 거래소 시장에서 증권이 유통될 수 있도록 하는 것이고, 상장을 폐지한다는 것은 당해 상장법인이 발행한 증권이 더 이상 거래소시장에서 거래되지 못하도록 한다는 것을 의미한다. 이처럼 상장폐지되는 경우 당해 법인이 발행한 증권은 거래소시장에서 장내거래가 불가능하게 되는 것일 뿐이므로, 당해 유가증권이 장외에서 거래되거나 제3시장에서 거래되는 것은 가능하다. 또한 이는 당해 법인을 해산시키는 효과를 가져오는 것은 아니므로, 당해 법인은 비상장법인으로서 여전히 존속할 수 있게 된다. 그러나

상장폐지된 당해 법인의 대외적 신인도는 크게 떨어지게 되고, 자본의 추가 조달이 사실상 불가능하므로 기업의 존속이 불가능하게 될 수도 있다.

추론하건대, 경영자들은 상장유지에 필요한 일정금액 이상의 자기자본유지, 순이익 실현 등의 최소한의 요건을 충족하고자 할 것이다. 그러나 대부분의 상장폐지 기업은 영업활동으로 인한 현금흐름을 창출하지 못하고 순손실이 누적되어 자본잠식 상태가 지속되는 것으로 보고되고 있다(한국거래소 2011. 2. 16 보도자료). 이는 상장폐지 이전 매 기간에 행한 이익조정 행태가 다를 수 있음을 암시한다. 만일 상장폐지까지 시간적 여유가 있을 경우에는 상장폐지 위기에 대비하기 위하여, 이를 모면할 이익 상향조정 수단이 다양하고 적극적(공격적)으로 강구될 것이다. 그러나 상장폐지에 당면한 시점에서는 가능한 이익조정 수단이 이미 활용되었을 것이므로, 이익을 상향조정할 여력이 없어 재량적이고 기회주의적인 회계선택의 여지가 희박하다고 볼 수 있다.

본 연구는 코스닥 상장폐지 이전 기간의 이익조정 행태를 전체 상장폐지 기업과 실질심사상장폐지기업으로 구분하여 아래의 두 연구가설로 검증하고자 한다.

가설 1 : 코스닥 상장폐지기업은 상장폐지 이전연도에 이익을 상향조정한다.

가설 2 : 실질심사에 의해 상장폐지된 코스닥 기업은 상장폐지 직전연도와 직전이전 연도의 이익조정패턴이 같지 않다.

제2절 연구모형 연구방법 및 표본선정

1. 이익관리 변수의 추정

이익관리 대응변수는 연도별-산업별 횡단자료를 대상으로 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)의 변형에 의해 추정된 재량발생액(DA; discretionary accruals, (식1))과 영업현금흐름과 발생액간의 상관성을 통제하기 위해 수정 Jones모형에 영업현금흐름 변수를 추가한 모형(식2)을 이용하였다(Jeter and Shivakumar, 1999; 김정교 외, 2010). 전자는 횡단면 분석의 많은 관측치의 확보로 생존편의(survivorship bias)의 위험이 적기 때문에 여러 연구에서 사용되고 있으며(윤순석, 2004), 후자는 임의추출표본과 극단

적 현금흐름 성과를 보인 표본에 대한 제1종 오류가 낮은 장점이 있다.

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

.....식(1)

$$DA = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [b_0 + b_1(\frac{1}{A_{t-1}}) + b_2(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}}) + b_3(\frac{PPE_t}{A_{t-1}}) + b_4(\frac{CFO_t}{A_{t-1}}) + b_5(\frac{CFO_{t-1}}{A_{t-1}})]$$

.....식(2)

<변수의 정의>

TA(total accrual): 총발생액=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,

CFO(cash flow from operations): 영업활동으로 인한 현금흐름,

A_{t-1} : 전년도 총자산, a, b는 추정회귀계수

* 모든 변수에 임의의 기업을 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략함.

식(1), 식(2)에서 중괄호 부분은 이익조정이 상대적으로 통제되는 비재량적 항목이라 할 수 있으며, 총발생액(TA)에서 비재량적발생액을 차감한 재량적발생액이 추정된다. 첫째 항은 상수항이며, 둘째 항은 전체 수익의 증가(또는 감소)에서 경영자가 의도적으로 조정할 수 있는 매출채권 증가분의 차감을 나타낸다. 이렇게 함으로써 현금매출 부분만 남게 되어 비재량발생항목이 추출된다. 또 셋째 항에서 설비자산은 감가상각이 반영되는 부분으로서 경영자의 재량적 개입이 상대적으로 덜 용이하다고 여겨진다. 식(2)에는 현금흐름이 재량적발생액에 미치는 효과를 반영하였다. 비재량항목은 이익조정이 용이하지 않기 때문에 이들을 통제하고 나면 식(1)과 식(2)의 재량적발생항목만 추출되어 이익관리 현상을 포착할 수 있다.

2. 가설검증 모형의 설계

본 연구는 다음과 같은 다중회귀모형을 설계하여 연구가설을 검증하고자 한다.

$$DA_{j(j=1,2),t(t=-3,-2,-1)} = \alpha_0 + \alpha_1 DEL + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 DEBT + \alpha_4 CFO + \alpha_5 SCORE \\ + \alpha_6 BIG5 + \alpha_7 OPIN + \alpha_8 BLOK + \epsilon \\ \dots\dots\dots \text{식(3)}$$

$$DA_{j(j=1,2),t(t=-3,-2,-1)} = \beta_0 + \beta_1 REAL + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 CFO + \beta_5 SCORE \\ + \beta_6 BIG + \beta_7 OPIN + \beta_8 BLOK + \epsilon \\ \dots\dots\dots \text{식(4)}$$

DA: 재량적발생액,

j=1:수정 Jones 모형으로 추정한 재량적발생액

j=2:CFO 반영모형으로 추정한 재량적발생액

DEL: 2010년도 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0

REAL : 2010년도 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0

SIZE: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT: 부채비율(=총부채/총자산),

CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름(=영업현금흐름/총자산),

SCORE: 신용평점(=KIS-VALUE에서 제공하는 신용평점),

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

OPIN: 감사의견이 부적정이면 1, 적정이면 0,

BLOK: 대주주지분을

ε: 잔차항

식(3)은 상장폐지된 전체기업과 일반기업(지속상장기업)을 대응하여, 상장폐지 3년 전부터 1년전 까지 이익관리 대응변수인 재량적발생액과의 설명관계를 검증하는 모형이다. 주 설명변수 DEL은 2010년에 형식적 요건에 의해 상장폐지된 기업의 더미변수이며, REAL은 상장폐지실질심사에 의해 상장폐지된 기업을 나타내는 더미변수이다. 식(3)은 상장폐지 사유와 관계없이 상장폐지 전체 기업의 과거 이익관리 행태가 다른지 분석하고자 한다(가설1). 가설의 논거에 의하여, 상장폐지 되기 전 t-3년, t-2년, t-1년의 이익조정의 정도가 다를 것으로 예상하며, 이는 회귀계수의 기울기와 t 통계량의

로 판단할 수 있을 것이다.

식(4)는 오로지 상장폐지 ‘실질심사’에 의하여 상장폐지된 기업을 따로 구분하여 상장폐지 3년 전부터 1년전까지 이익관리 대응변수인 재량적발생액과의 설명관계를 검증하는 모형이다. 주 설명변수 REAL은 2010년에 상장폐지실질심사에 의해 상장폐지된 기업을 표시내는 더미변수이다. 상장폐지실질심사는 부실·불공정행위 기업에 대한 퇴출을 강화함으로써 형식적 상장폐지 제도의 한계를 보완하고, 시장 신뢰도 제고 및 투명성 강화에 근본 취지를 두고 있으므로 보다 더 강하고 실효성있는 조치로 여겨진다. 코스닥 기업은 이를 모면하기 위하여 상장폐지 이전에는 이익 상향조정을 충분히 모색하였을 것이다. 그러므로 REAL은 t-3, t-2년의 재량적발생액에 양(+)의 설명관계를 가질 것으로 기대된다. 그러나 상장폐지 직전에는 수익취약과 비용과다로 인하여 이익창출이 확보되지 않거나, 과거에 이익상향조정 수단을 충분히 구사하여 상장폐지 직전에는 발생액 반정(reverse)을 통한 이익의 상향조정 여력이 없을 것으로 여겨진다. 따라서 REAL은 t-1년의 재량적발생액에 음(-)의 설명관계를 보일 것이다.

통제변수에서 DEBT는 총부채를 총자산으로 표준화하여 측정하였다.⁷⁾ 외국의 선행연구 결과와는 달리(예를 들어, DeFond & Jiambalvo, 1994), 우리나라의 경우 부채비율과 재량적발생액 사이에 대체적으로 유의적인 음(-)의 관련성을 보고한 선행연구(윤순석, 2001; 박종일, 2003)에 따라 DEBT와 DA는 음(-)의 설명관계로 예상한다. SIZE는 기업규모 변수로써 총자산에 자연로그를 취하여 측정하였다. Watts & Zimmerman(1986)은 기업규모가 클수록 보고이익을 감소시키는 방향으로 이익조정을 행함을 언급하였다. 우리나라의 연구에서 최성규·김경민(2001)은 기업규모가 클수록 재량적발생액의 절대값이 더 작다고 한 반면, 박종성·이은철(2003)은 DA와 기업규모 사이에 유의한 양(+)을 보고하여 기업규모가 클수록 이익을 상향조정함을 암시하여 일관된 결론을 얻기 힘들다. 한편, 대주주의 지분율(BLOK)과 감사의견(OPIN), 회계감사법인의 규모(BIG)가 이익관리에 미치는 효과를 통제하였다(박종일, 2003; Bartov et al., 2000; 나종길·최관, 2003). 마지막으로, 성과와 외부평가가 이익조정에 미치는 효과를 통제하기 위하여 CFO와 SCORE를 추가하였다(김문태, 2006).

7) 만일 총부채를 자기자본으로 나누어 측정하면 자본이 잠식된 기업의 경우 음(-)의 값을 가지기 때문에 총부채에 비해 순자산이 상대적으로 작은 기업은 부채비율이 크게 확대되는 문제점이 있다(윤순석, 2001).

3. 표본선정

< 표 5> 표본의 선정

패널 A. 상장폐지기업의 상장폐지 사유

2010년 코스닥시장에서 상장폐지된 기업	75	형식적 요건에 의한 상장폐지	감사의견 거절 등	15
			자본 전액 잠식	5
부도	4			
재무자료 입수 불가능 기업	(12)		사업보고서 미제출	2
			기타사유	16
			소계	42
		상장폐지 실질심사제도에 의해 상장폐지된 기업	21	
총합계	63	총합계		63

패널 B. 상장폐지기업과 대응기업

산업별 구분	전체 상장폐지	대응기업	실질심사 상장폐지	대응기업
C14000/의복, 의복액세서리, 모피	1	8		
C15000/가죽, 가방, 신발	1	1		
C21000/의료용 물질, 의약품	2	47		
C22000/고무제품, 플라스틱	3	23	1	23
C24000/1차금속	3	34	1	34
C25000/금속가공	1	34		
C26000/전자부품	17	225	8	225
C27000/의료, 정밀, 광학기기	1	33		
C28000/전기장비	4	40	2	40
C29000/기타 기계	8	96	3	96
C30000/자동차, 트레일러	2	31		
G46000/도매, 상품중개업	5	52		
J58000/출판업	8	85	3	85
J59000/영상·오디오, 기록물	2	16	2	16
J62000/컴퓨터 프로그래밍	5	14	1	14
합계	63	739	21	533

본 연구 대상은 2010년에 한국거래소(KRX)에서 발표한 상장폐지기업(75개사) 중 재무자료 입수가능한 기업(63개사)이며, 이들 기업과 대응기업의 이익관리 추정변수 및 재무자료는 KIS-VALUE에서 입수하였다. 대응기업은 형식적 요건 및 실질심사에 의해 상장폐지된 기업과 동일한 산업에서 추출한 기업들이다. 연구 대상기간은 2007년

(-3년), 2008년(-2년), 2009년(-1년) 3개년이다.

제4장 실증분석

제1절 가설1에 대한 실증분석

1. 기술통계량

< 표 6> 가설1의 기술통계량과 평균차이분석

패널 A. 기술통계량

		상장폐지기업			대응기업		
		-3	-2	-1	-3	-2	-1
DA1	평균	0.023	0.002	-0.024	0.001	-0.001	0.010
	중위수	0.204	0.068	0.052	0.026	0.043	0.014
	표준편차	0.643	0.418	0.650	0.309	0.604	0.192
DA2	평균	0.002	0.002	-0.004	0.000	0.000	0.002
	중위수	0.175	0.048	0.106	0.034	0.031	0.016
	표준편차	0.628	0.357	0.618	0.292	0.595	0.181
SIZE	평균	17.510	17.342	17.253	17.627	17.627	17.938
	중위수	17.427	17.393	17.326	17.675	17.675	17.942
	표준편차	0.633	0.790	0.888	0.809	0.809	0.752
DEBT	평균	0.500	0.614	0.721	0.398	0.436	0.436
	중위수	0.483	0.641	0.680	0.386	0.423	0.423
	표준편차	0.379	0.340	0.481	0.281	0.275	0.275
CFO	평균	-0.089	-0.218	-0.549	0.033	0.037	0.045
	중위수	-0.063	-0.065	-0.179	0.042	0.039	0.048
	표준편차	0.239	0.458	2.290	0.158	0.161	0.131
SCORE	평균	48.706	43.071	40.833	63.401	62.678	62.089
	중위수	47.500	42.500	39.000	65.000	64.000	63.500
	표준편차	13.921	13.405	14.694	13.700	13.825	14.350
BIG	평균	0.254	0.206	0.175	0.349	0.341	0.337
	중위수	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

	표준편차	0.439	0.408	0.383	0.477	0.474	0.473
OPIN	평균	0.032	0.063	0.619	0.008	0.008	0.003
	중위수	0.000	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
	표준편차	0.177	0.246	0.490	0.090	0.090	0.052
BLOK	평균	23.170	19.183	11.143	27.325	27.730	14.677
	중위수	21.740	15.970	2.740	27.730	27.860	0.000
	표준편차	15.238	14.501	16.872	19.222	19.565	19.755
표 본 수		63	63	63	739	739	739

패널 B. 평균차이분석

		-3		-2		-1	
		형식폐지	대응기업	형식폐지	대응기업	형식폐지	대응기업
DA1	평균	0.023	0.001	0.002	-0.001	-0.024	0.010
	t값	-2.242**		-2.111**		2.584**	
DA2	평균	0.002	0.000	0.002	0.000	-0.004	0.002
	t값	-2.201**		-2.148**		2.611**	
SIZE	평균	17.510	17.627	17.342	17.627	17.253	17.938
	t값	1.375		2.745***		5.944***	
DEBT	평균	0.500	0.398	0.614	0.436	0.721	0.436
	t값	-2.101**		-4.048***		-4.634***	
CFO	평균	-0.089	0.033	-0.218	0.037	-0.549	0.045
	t값	3.980***		4.401***		2.059**	
SCORE	평균	48.706	63.401	43.071	62.678	40.833	62.089
	t값	8.053***		11.116***		11.041***	
BIG	평균	0.254	0.349	0.206	0.341	0.175	0.337
	t값	1.641		2.481**		3.167***	
OPIN	평균	0.032	0.008	0.063	0.008	0.619	0.003
	t값	-1.050		-1.778*		-9.989***	
BLOK	평균	23.170	27.325	19.183	27.730	11.143	14.677
	t값	2.031**		4.353***		1.573	
표 본 수		63	739	63	739	63	739

DA: 재량적발생액,

j=1:수정 Jones 모형으로 추정한 재량적발생액

j=2:CFO 반영모형으로 추정한 재량적발생액

DEL: 2010년도 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0,

SIZE: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT: 부채비율(=총부채/총자산),

CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름(=영업현금흐름/총자산),
 SCORE: 신용평점(=KIS-VALUE에서 제공하는 신용평점),
 BIG: 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, 그렇지 않으면 0,
 OPIN: 감사의견이 부적정이면 1, 적정이면 0,
 BLOK: 대주주지분율
 유의수준: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$

<표 6>은 2010년 전체 상장폐지된 기업과 대응기업의 기술통계량과 평균차이분석 결과를 나타낸 것이다. 주 설명변수 재량적발생액 DA1과 DA2는 t-3의 재량적발생액의 평균은 각각 0.023, 0.002로 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 상장폐지 3년 전(2007년)에는 이익을 상향조정하는 이익조정을 했다고 볼 수 있으며, 대응기업보다 유의적으로 더 높은 통계적 차이를 보이고 있다. 그러나 t-1년(2009년)에 DA1, DA2 모두 대응기업보다 유의적으로 낮은 값을 보였다. 이는 상장폐지직전 연도에 이익의 상향을 유도하는 회계선택이나 수단이 거의 없거나 혹은 재량적발생액 추정에 이미 누적된 손실의 영향으로 구조적으로 음(-)이 산출되는 결과 때문으로도 풀이된다.

기업규모(SIZE)에 있어서 상장폐지기업의 경우 점점 감소하는 반면에 대응기업은 -1년도에 증가하였다. 기업규모(SIZE)의 경우 -3, -2, -1년 모두 상장폐지기업의 평균값이 대응기업에 비해 작으며 특히 상장폐지 직전연도에 기업규모차이가 더욱 커졌으며 유의한 차이를 가진다. 부채비율(DEBT)은 상장폐지기업은 증가하지만 대응기업은 큰 편차를 보이지 않는다. 부채비율(DEBT)은 상장폐지기업의 평균값이 대응기업보다 더 크며 폐지직전연도에 차이가 더 커졌으며, -3, -2, -1년 모두 유의한 차이를 가진다. 상장폐지기업의 영업현금흐름(CFO)은 음(-)의 영업현금흐름을 보이고 있으며 상장폐지 직전연도에 급격하게 감소하였다. 대응기업의 영업현금흐름은 점점 증가함을 보인다. 신용평점(SCORE)에 있어서 상장폐지기업은 점점 감소하는 반면 대응기업은 감소하긴 하나 큰 차이가 없었으며, 차이검정 결과 t값이 유의한 차이를 보인다. 상장폐지기업의 BIG는 점점 감소하는데 대응기업은 별 변화가 없다. 감사의견(OPIN)의 경우 상장폐지기업의 경우 상장폐지직전연도에 급격하게 증가한 것으로 보여 비적정의견이 급격하게 증가했음을 알 수 있다. 반면에 대응기업은 상장폐지기업과 달리 상장폐지 직전연도에 OPIN의 평균값이 감소하는 것으로 봐서 적정의견이 증가했음을 알 수 있다. 대주주지분율(BLOK)은 상장폐지직전연도에 상장폐지기업 대응기업 모두 감소했다. BIG와 OPIN모두 -2, -1년 유의한 차이를 가지는 것으로 나타났다. 대주주지분율(BLOK)은 -3, -2년에 유의한 차이를 보인다.

2. 상장폐지 이전 3개 연도의 회귀분석 결과

< 표 7> 상장폐지 기업의 과거 3연도 재량적발생액에 대한 회귀분석
패널 A. DA1에 대한 회귀분석 결과

	-3		-2		-1	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	-1.124	-4.703***	-1.721	-3.804***	-1.064	-4.998***
DEL	0.102	2.526**	0.214	2.641***	0.101	1.983**
SIZE	0.059	4.157***	0.069	2.633***	0.042	3.394***
DEBT	-0.491	-12.520***	-0.291	-3.721***	0.086	2.639***
CFO	-0.489	-6.469***	-0.202	-1.773	0.001	0.054
SCORE	0.005	4.819***	0.010	5.523***	0.004	6.629***
BIG	0.036	1.621	0.107	2.465**	-0.012	-0.629
OPIN	-0.438	-3.971***	0.136	0.734	-0.045	-0.738
BLOK	0.000	0.025	0.000	-0.115	0.000	0.887
F값	39.036		10.751		10.052	
유의확률	0.000		0.000		0.000	
수정 R ²	0.275		0.089		0.083	
표본수	802		802		802	

패널 B. DA2에 대한 회귀분석 결과

	-3		-2		-1	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	-0.932	-4.064***	-1.822	-4.065***	-0.906	-4.545***
DEL	0.103	2.653***	0.131	1.631	0.112	2.344**
SIZE	0.053	3.929***	0.084	3.234***	0.031	2.660***
DEBT	-0.454	-12.051***	-0.305	-3.932***	0.096	3.160***
CFO	-0.030	-0.420	-0.355	-3.156***	0.017	1.221
SCORE	0.003	2.758***	0.007	4.113***	0.005	8.036***

BIG	0.041	1.927*	0.095	2.219**	-0.010	-0.535
OPIN	-0.418	-3.949***	0.245	1.338	-0.009	-0.165
BLOK	0.000	0.287	0.000	0.271	0.000	0.556
F값	37.061		8.342		12.425	
유의확률	0.000		0.000		0.000	
수정 R ²	0.26		0.07		0.10	
표본수	802		802		802	

검증모형

$$DA_{j(j=1,2),t(t=-3,-2,-1)} = \alpha_0 + \alpha_1 DEL + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 DEBT + \alpha_4 CFO + \alpha_5 SCORE \\ + \alpha_6 BIG5 + \alpha_7 OPIN + \alpha_8 BLOK + \epsilon$$

DA: 재량적발생액,

j=1:수정 Jones 모형으로 추정된 재량적발생액

j=2:CFO 반영모형으로 추정된 재량적발생액

DEL: 2010년도 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0,

SIZE: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT: 부채비율(=총부채/총자산),

CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름(=영업현금흐름/총자산),

SCORE: 신용평점(=KIS-VALUE에서 제공하는 신용평점),

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

OPIN: 감사의견이 부적정이면 1, 적정이면 0,

BLOK: 대주주지분율

ϵ : 잔차항

유의수준: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

<표 7>은 상장폐지 기업의 이전 3개 연도의 재량적발생액에 대한 회귀분석 결과이다. 패널 A는 DA1에 대한 회귀결과이며, F값은 -3년에는 39.036, -2년에는 10.751, -1년에는 10.052이며 분석기간에 걸쳐 유의하다. 수정된 결정계수는 -3년에는 27.5%이고, -2년에는 8.9%, -1년에는 8.3%이다. 패널 B는 상장폐지 기업의 재량적발생액(DA2) 회귀분석 결과이다. F값은 -3년에는 37.061, -2년에는 8.342, -1년에는 12.425이며 유의하다. 수정된 결정계수는 -3년에는 26%, -2년에는 7%, -1년에는 10%로서 설명력이 있다.

패널 A의 분석결과를 살펴보면, DEL이 -3, -2, -1의 DA1에 미치는 영향은 0.102, 0.214, 0.101로 분석대상기간 모두 유의한 양(+)의 회귀값을 가진다. 즉 코스닥시장에서 상장폐지된 기업은 상장폐지 직전에 양(+)의 이익조정을 행한다. 특히 상장폐지 2년 전에 이익의 상향조정이 가장 전략적으로 구사되었다고 볼 수 있다. 이는 부도발생을 방지하거나 기업이익을 유지하기 시키기 위해 보고이익을 증가시키는 방향으로 이익조정을 하는 것으로 볼 수 있다(김경호·박종일1999). 또한 코스닥시장에 상장함으로서 얻을 수 있는 자금조달 증가 등 여러 혜택을 유지하기 위해 상장을 지속하고자 할 것이다. 따라서 상장폐지를 피하기 위해 이익을 증가시키는 방향으로 이익조정을 한다고 판단할 수 있다.

통제변수에서는 기업규모가 클수록 재량적발생액에 양(+)의 방향으로 반영되었으며, 부채비율은 -3년, -2년까지는 매우 유의한 음(-)의 설명력을 보였으나 상장폐지 직전에는 이익조정에 양(+)의 영향을 미쳤다. 신용평점(SCORE)은 상장폐지 전 기간에 재량적발생액에 양(+)의 설명력을 보이고 있다. 이는 신용평점이 낮으면 시장의 견제나 외면을 인식하여 이익의 상향조정을 행하는 것으로 판단할 수 있다.

제2절 가설2에 대한 실증분석 결과

1. 기초통계량

<표 8> 가설2의 기술통계량과 평균차이분석

패널 A. 기술통계량

		실질심사 상장폐지기업			대응기업		
		-3	-2	-1	-3	-2	-1
DA1	평균	0.080	0.000	-0.048	-0.004	-0.017	0.004
	중위수	0.136	0.065	-0.024	0.021	0.036	0.011
	표준편차	0.280	0.275	0.832	0.264	0.683	0.195
DA2	평균	0.126	0.057	-0.222	-0.001	-0.024	0.003

	중 위 수	0.190	0.152	-0.072	0.028	0.013	0.011
	표준편차	0.346	0.332	0.755	0.244	0.661	0.180
SIZE	평 균	17.508	17.158	17.124	17.626	17.626	17.944
	중 위 수	17.326	17.370	17.097	17.687	17.687	17.960
	표준편차	0.414	0.794	0.636	0.821	0.821	0.734
DEBT	평 균	0.419	0.566	0.668	0.390	0.444	0.444
	중 위 수	0.391	0.528	0.582	0.387	0.424	0.424
	표준편차	0.246	0.383	0.394	0.200	0.293	0.293
CFO	평 균	-0.109	-0.229	-0.363	0.044	0.042	0.050
	중 위 수	-0.086	-0.092	-0.262	0.054	0.044	0.051
	표준편차	0.121	0.396	0.387	0.156	0.173	0.130
SCORE	평 균	45.857	41.690	36.667	63.693	63.043	62.671
	중 위 수	45.000	44.000	37.000	65.000	64.000	63.500
	표준편차	10.698	9.829	7.187	13.870	14.013	14.357
BIG	평 균	0.095	0.190	0.190	0.375	0.353	0.351
	중 위 수	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	표준편차	0.301	0.402	0.402	0.485	0.478	0.478
OPIN	평 균	0.048	0.048	0.429	0.006	0.008	0.004
	중 위 수	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	표준편차	0.218	0.218	0.507	0.075	0.086	0.061
BLOK	평 균	23.189	16.694	5.398	26.711	27.027	14.681
	중 위 수	24.930	13.670	1.610	27.190	27.730	0.000
	표준편차	13.098	11.829	8.764	18.804	19.106	19.850
표 본 수		21	21	21	533	533	533

패널 B. 평균차이분석 결과

		-3		-2		-1	
		심사폐지	대응기업	심사폐지	대응기업	심사폐지	대응기업
DA1	평균	0.080	-0.004	0.000	-0.017	-0.048	0.004
	t값	-2.434**		-0.916		1.931*	
DA2	평균	0.126	-0.001	0.057	-0.024	-0.222	0.003
	t값	-2.292**		-2.112**		4.428***	

SIZE	평균	17.508	17.626	17.158	17.626	17.124	17.944
	t값	-1.213		-2.643**		-5.764***	
DEBT	평균	0.419	0.390	0.566	0.444	0.668	0.444
	t값	-0.532		-1.455		-2.585***	
CFO	평균	-0.109	0.044	-0.229	0.042	-0.363	0.050
	t값	5.610***		3.128***		4.879***	
SCORE	평균	45.857	63.693	41.690	63.043	36.667	62.671
	t값	7.399***		9.579***		15.413***	
BIG	평균	0.095	0.375	0.190	0.353	0.190	0.351
	t값	4.063***		1.798*		1.778*	
OPIN	평균	0.048	0.006	0.048	0.008	0.429	0.004
	t값	-0.880		-0.840		-3.838***	
BLOK	평균	23.189	26.711	16.694	27.027	5.398	14.681
	t값	1.185		3.812***		4.427***	
표본수		21	533	21	533	21	533

DA: 재량적발생액,

j=1:수정 Jones 모형으로 추정한 재량적발생액

j=2:CFO 반영모형으로 추정한 재량적발생액

REAL: 2010년도 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0,

SIZE: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT: 부채비율(=총부채/총자산),

CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름(=영업현금흐름/총자산),

SCORE: 신용평점(=KIS-VALUE에서 제공하는 신용평점),

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

OPIN: 감사의견이 부적정이면 1, 적정이면 0,

BLOK: 대주주지분을

유의수준: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$

<표 8>은 상장폐지 실질심사제도에 의해 상장 폐지된 기업과 대응기업의 기술통계량과 평균차이 분석 결과를 나타낸다. 상장폐지 실질심사로 상장폐지된 기업은 DA1, DA2값이 -3년과 -2년에 양(+)의 값을 가지다가 -1년에는 음(-)의 값을 가진다. 이는 상장직전 연도에 이익의 상향조정 유인이 없다가 보다는 상향조정 수단이 없을 것으로 유추된다.

실질심사로 폐지된 기업의 기업규모(SIZE)는 점점 감소하는데 대응기업은 -1년도에 증가하였다. 부채비율(DEBT)은 실질심사로 폐지된 기업의 경우 증가하지만 대응기업

은 안정적이다. 실질심사로 폐지된 기업의 영업현금흐름(CFO)은 음(-)의 값을 보이며 음(-)의 값이 상장폐지직전연도에 더 커진다. 반면 대응기업은 양(+)의 영업현금흐름을 가진다. 신용평점(SCORE)의 경우 실질심사로 상장 폐지된 기업과 대응기업은 큰 차이를 보이며 상장폐지직전연도에 실질심사로 상장 폐지된 기업의 신용평점이 급격하게 감소하였다. 대형 회계법인(BIG)의 경우도 실질심사로 상장 폐지된 기업과 대응기업의 차이가 크다. 감사의견(OPIN)의 경우 실질심사로 상장 폐지된 기업의 경우 -1년도에 급격하게 증가하였다. 이는 -1년도에 부적정감사의견이 크게 증가함을 나타낸다. 반면에 대응기업의 경우는 -1년에 감사의견(OPIN)이 감소하였다. 대주주지분율(BLOK)의 경우 -1년에 실질심사로 상장폐지된 기업과 대응기업 모두 감소하였다. 요약하면, 상장폐지 직전연도에 상장폐지 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 대응기업에 비해 SIZE, SCORE가 매우 낮고 DEBT 차이는 크며 CFO는 음(-)의 값을 가진다.

상장폐지 실질심사로 폐지된 기업과 대응기업의 차이검증을 나타내는 패널 B를 보면 DA2에서 특히 가설2와 일관되며 유의한 차이를 보인다. 따라서 상장폐지 실질심사로 폐지된 기업은 -1년에 음(-)의 이익조정행위를 한다는 것을 알 수 있다. 상장폐지 직전기 이전까지 코스닥 경영자는 상장폐지를 모면하기 위한 자구책을 강구하였을 것이고, 그에 대한 회계적 전략을 이미 적극적이고 공격적으로 활용하였을 것이다. 그러나 상장직전 연도에는 손실을 반전하는 이익보고 전략이 한계에 다다르고, 따라서 순손실에서 영업활동으로 인한 현금흐름이 차감된 총발생액이 구조적으로 음(-)이 산출될 수밖에 없는 결과를 초래하였을 것이다.

기업규모(SIZE)의 경우 실질심사에 의해 상장 폐지된 기업의 평균값이 대응기업보다 낮으며 -2, -1년에 유의한 차이를 보인다. 부채비율(DEBT)은 상장폐지직전연도에 실질심사에 의해 상장 폐지된 기업과 대응기업의 차이가 매우 크며 유의한 차이를 가진다. 실질심사에 의해 상장 폐지된 기업의 영업현금흐름(CFO)은 음(-)의 값을 가지며 -3, -2, -1년에 유의한 차이를 가진다. 신용평점(SCORE)과 회계법인규모(BIG)도 CFO와 마찬가지로 -3, -2, -1년에 유의한 차이를 가진다. 감사의견(OPIN)의 경우 상장폐지 직전연도에 대응기업과 큰 차이를 보이며 그 값은 유의한 차이를 나타낸다. 대주주지분율(BLOK)의 경우 -2, -1년에 유의한 차이를 보인다.

2. 상장폐지 실질심사제도에 의해 상장폐지된 이전 3개 연도의 회귀분석 결과

<표 9> 실질심사 상장폐지 기업의 과거 3연도 재량적발생액에 대한 회귀분석
패널 A. DA1에 대한 회귀분석 결과

	-3		-2		-1	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	0.636	-2.794***	2.265	-3.768***	0.950	-4.075***
REAL	0.109	1.961*	0.333	2.206**	-0.067	-1.042
SIZE	0.009	0.644	0.097	2.826***	0.025	1.844*
DEBT	0.018	-0.314	0.307	-3.002***	0.162	4.903***
CFO	0.775	-9.673***	0.029	-0.168	0.782	-10.416***
SCORE	0.008	7.786***	0.010	4.383***	0.007	9.400***
BIG	0.044	2.021**	0.107	1.842*	0.026	1.322
OPIN	0.221	1.813*	0.239	-0.798	0.296	-3.449***
BLOK	0.000	0.587	0.001	-0.654	0.000	0.155
F값	16.170		8.415		21.140	
유의확률	0.000		0.000		0.000	
수정 R ²	0.180		0.097		0.226	
표본수	554		554		554	

패널 B. DA2에 대한 회귀분석 결과

	-3		-2		-1	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	-0.447	-1.965	-2.342	-3.972	-0.716	-3.231
REAL	0.181	3.244***	0.283	1.914*	-0.150	-2.470**
SIZE	0.005	0.397	0.109	3.227***	0.013	1.011
DEBT	0.006	0.111	-0.323	-3.213***	0.182	5.813***
CFO	-0.269	-3.356***	-0.350	-2.084**	-0.437	-6.117***
SCORE	0.005	5.207***	0.008	3.628***	0.007	8.909

BIG	0.042	1.924**	0.095	1.668*	0.019	0.982
OPIN	0.265	2.176**	-0.383	-1.306	-0.251	-3.079***
BLOK	0.001	0.997	0.000	-0.317	0.000	0.238
F값	6.715		6.536		17.836	
유의확률	0.000		0.000		0.000	
수정 R ²	0.076		0.074		0.196	
표본수	554		554		554	

검증모형

$$DA_{j(j=1,2),t(t=-3,-2,-1)} = \beta_0 + \beta_1 REAL + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 CFO + \beta_5 SCORE \\ + \beta_6 BIG + \beta_7 OPIN + \beta_8 BLOK + \epsilon$$

DA: 재량적발생액,

j=1:수정 Jones 모형으로 추정된 재량적발생액

j=2:CFO 반영모형으로 추정된 재량적발생액

REAL: 2010년도 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 1, 대응기업은 0,

SIZE: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),

DEBT: 부채비율(=총부채/총자산),

CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름(=영업현금흐름/총자산),

SCORE: 신용평점(=KIS-VALUE에서 제공하는 신용평점),

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

OPIN: 감사의견이 부적정이면 1, 적정이면 0,

BLOK: 대주주지분율

ϵ : 잔차항

유의수준: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

<표 9>는 상장폐지 실질심사에 의해 상장 폐지된 기업의 재량적발생액(DA1)의 회귀분석 결과이다. 패널 A에서 F값은 -3년에 16.17이고 -2년에는 8.415로 감소하다가 -1년에는 21.14로 증가하였으며 매우 유의하다. 수정된 결정계수는 -3년에는 18%, -2년에는 9.7%, -1년에는 22.6%로 설명력이 높은 편이다. 또 패널 B의 F값은 -3년에는 6.715, -2년에는 6.536, -1년에는 17.836이며, 분석대상기간의 유의확률은 0.000으로서 매우 유의하며 수정된 결정계수는 7.6%, 7.4%, 19.6%이다.

패널 A에서 상장폐지 실질심사 변수 REAL의 계수(t 통계량)는 -3년에 0.109(1.961), -2년에 0.333(2.206)으로 재량적발생액에 10%, 5% 수준에서 유의한 양(+의 반응을 보

였다. 그러나 -1년에는 반대로 통계적 임계치에서 유의하지 않는 음(-)의 값을 가진다. 패널 B에서도 REAL은 계수만 다를 뿐 재량적발생액에 유사한 행태로 반영되었다. 이는 상장폐지 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 상장폐지 직전 이전 연도에는 상장폐지를 모면하기 위하여 이익의 상향조정을 의도하여 다양한 회계전략을 구사하였음을 암시한다. 이러한 결과는 다음과 같이 해석할 수 있다. 재무적 곤경에 처해 있는 기업이 부채 및 기타 계약관계의 협상과 관련하여 배당금과 이익을 감소시키는 등 신뢰성 있는 재무보고를 하는 과정에서 나타나는 현상으로 해석할 수 있다(DeAngelo et al., 1994). 또한 만기가 도래된 채무변제에 대하여 채권자로부터 압박을 받는 등 극심한 유동성 문제로 인하여 회계발생을 포함하는 회계이익조정보다는 현금흐름확보에 주력하기 위해 음(-)의 이익조정을 하는 것으로 볼 수 있다.

또한 상장폐지 직전에는 누적된 손실을 이익으로 보고할 이익조정 수단이 거의 없다는 것을 의미하기도 한다. 일반적으로 발생액은 당기와 차기에 걸쳐 반전(reverse)되는 양상을 갖는 바⁸⁾, 상장폐지 기업은 과거에 이익보고 용도로 활용되었던 반전을 만회할 수단을 확보하지 못하여, 순손실에서 차감한 총발생액에서 추정된 재량적발생액이 구조적으로 음(-)으로 나타날 가능성이 매우 높다. 또 다른 한편으로, 상장폐지 실질심사의 사유 중 횡령 및 배임은 기업실체의 공준을 무시한 자금유용, 대주주 자금 차입을 위한 회사 담보 제공, 채무보증의 결합되거나 개인차입금 변제를 위한 임의적 어음 발행 등이 대표적 사례이다. 이들 사항은 전반적으로 현금흐름과 관련이 있으며, 이 경우 재량적발생액은 음(-)으로 산출된다고도 볼 수 있다.

기업규모(SIZE)는 대체적으로 양(+)의 회귀계수를 가진다. 기업규모가 클수록 이익을 상향조정한다는 의미이다. 부채비율(DEBT)은 -2년에는 유의한 음(-)의 회귀계수를 가지다가 -1년에는 유의한 양(+)의 회귀계수값을 가진다. 이것은 부채계약으로 인해 부채비율이 높을수록 이익을 상향조정한다는 연구결과와 일치한다.(Defond and Jiambalvo 1994). 그러나 국내 부실기업 관련 선행 연구와는 상반된 결과이다. 조남규(2005)연구에 의하면 재량적발생액과 부채비율은 유의한 음(-)의 관계에 있다고 했으며, 나종길·최정호(2000)연구결과도 이와 동일하다. 영업현금흐름(CFO)은 -3, -2, -1년 모두 재량적발생액에 음(-)의 관련성을 보였다. 이는 영업현금흐름이 낮으면 기업은 발생항목을 통하여 이익을 상향조정하는 것으로 해석할 수 있다. 신용평점(SCORE)은 -3, -2, -1년 모두 재량적발생액에 매우 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나

8) 예컨대 t-1기에 보고이익을 높이기 위하여 기말 재고자산을 과대표시하면, 그 만큼 비용화 되는 매출원가를 줄일 수 있겠지만, 이는 t기에 기초 재고자산으로 이월되므로 t기의 이익감소와 관련을 갖게 된다.

김문태(2006)의 연구와 다소 상반된 결과가 도출되었다. 감사인 규모(BIG)는 -3, -2년에 유의한 양(+)의 회귀계수를 가진다. 감사의견(OPIN)은 -3년에는 유의한 양(+) 값을 보이다가, 상장폐지 직전연도에 유의한 음(-)의 값으로 재량적발생액에 반응하였다. 즉 감사의견이 적정(비적정)인 기업은 이익의 상향조정을 억제(촉진)한다고 볼 수 있다.

제5장 연구결과 및 한계점

‘클린 코스닥’달성에 목적을 두고 2009년에 도입된 상장폐지 실질심사로 인해 코스닥 상장기업의 상장폐지건수가 크게 증가하였다. 상장폐지는 이해관계자에게 많은 영향을 미친다. 따라서 이해관계자에게 유용한 정보를 제공하기 위해 전체 상장폐지된 기업(형식적 요건 상장폐지 기업 혹은 실질심사 상장폐지 기업)과 오로지 상장폐지 실질심사에 의해 상장폐지된 기업의 상장폐지 이전 3개 연도의 이익관리 패턴을 실증분석하였다.

이익조정 대응변수는 수정Jones모형, 수정Jones-CFO모형으로 추정하였다. 2010년 전체 상장폐지된 기업은 63개(대응기업 739개 기업)이며, 이중 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 21개(대응기업 533개 기업)이다.

본 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 전체 상장폐지기업(형식적 요건 혹은 실질심사에 의해 상장폐지된 기업)은 대응기업에 비해 부채비율이 매우 높으며, 음(-)의 현금흐름을 가진다. 또한 신용평점도 낮으며 비적정 감사의견이 매우 높다.

둘째, 재량적발생액의 차이검정 결과, 전체 상장폐지기업(형식적 요건 혹은 실질심사에 의해 상장폐지된 기업)은 상장폐지 직전 이전 연도까지는 이익의 상향조정 패턴이 유의적으로 높은 경향을 보였으나, 상장폐지 직전연도에 대응기업에 대해 유의적으로 낮은 평균값을 보였다.

셋째, 회귀분석 결과 전체 상장폐지기업(형식적 요건 혹은 실질심사에 의해 상장폐지된 기업)은 회귀계수값이 상장폐지 직전 연도까지 유의적인 양(+)의 값을 가진다.

넷째, 오로지 실질심사에 의해 상장폐지된 기업은 상장폐지 이전연도까지 이익을 상향조정 패턴을 보였으나 상장폐지 직전연도에는 음(-)의 반응을 보였다.

궁극적으로 상장폐지 기업이 상장폐지 직전 연도 이전까지는 이익의 상향조정을 시도하다가, 상장폐지 직전 연도에 이익의 상향조정을 더 이상 구사할 여력이 없는 것으로 판단할 수 있다. 즉 상장폐지 기업은 과거에 이익보고 용도로 활용되었던 반전을 만회할 수단을 확보하지 못하여, 순손실에서 차감한 총발생액에서 추정된 재량적발생액이 구조적으로 음(-)으로 나타날 가능성이 매우 높다. 또 다른 한편으로, 상장폐지 실질심사의 사유 중 횡령 및 배임은 전반적으로 부정적인 현금흐름과 관련이 있으며, 이 경우 누적된 손실로 인하여 재량적발생액이 음(-)으로 산출된다고도 볼 수 있다.

본 연구는 자본시장 참여자들에게 상장폐지와 이익조정 행태에 대한 단서를 미리 제시하여 이해관계자들의 손실을 최소화하고 합리적인 의사결정에 유용한 도움을 제공하는데 의의가 있을 것이다. 또한 정책 당국에게는 상장폐지 실질심사제도의 본연의 목적인 ‘클린코스닥’ 달성에 대한 기준과 논거를 제시하는데 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 나아가 이익관리를 규제할 수 있는 회계적 계도와 정책적 방안 마련의 토대를 제공할 수 있을 것으로 본다.

본 연구는 재량적발생액의 추정에 추정오류가 개입될 수 있는 한계점을 배제할 수 없다. 또한 표본 선정상의 문제로 2010년 코스닥시장에서 상장폐지된 기업과 그에 대응하는 기업을 대상으로 실증분석 하였는데 코스닥기업 전체로 일반화하는데 문제가 있을 수 있다.

끝으로, 본 연구는 거래소 기업의 상장폐지까지 확대하여 동일한 분석을 행하여 연구되기를 제언하며, 상장폐지 이전 자본시장의 반응을 살펴봄으로써 시장의 기능적 고착과 이상현상을 함께 분석하기를 제언한다.

< 참고문헌 >

<국내 문헌>

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최관 · 한봉희. 2010. 자본시장에서 회계정보의 유용성. 신영사
- 김경호 · 박종일. 1999. 기업부실화 이전의 이익조정에 관한 연구. 회계저널 제8권 제1호: 259-288.
- 김문철 · 황인태. 1996. 전기수정항목을 통한 이익조정행위에 대한 연구: 이익유연화를 중심으로. 회계학연구 제21권 4호: 123-142.
- 김문태. 2004. 외국인 지분참여기업의 이익관리. 전남대학교 박사학위논문.
- 김문태. 2006. 코스닥기업의 이익관리가 신용평가에 미치는 영향 코스닥기업의 이익관리가 신용평가에 미치는 영향. 대한경영학회지 19(5): 1689-1709.
- 김정교 · 이진수 · 라기례. 2010. 기회주의적 이익관리와 효율적 이익관리. 한국회계정보학회 춘계발표회.
- 김정애. 2010. 코스닥상장기업의 최대주주 변경과 이익조정. 회계정보연구 제28권 3호: 131-161.
- 나종길 · 최관. 2003. 회계발생액과 차별적 감사수요. 회계학연구 제28권 1호: 1-32.
- 나종길 · 최정호. 2000. 부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응. 회계학연구 제25권 4호: 55-85.
- 노성호. 2006. 코스닥상장폐지기업의 이익조정에 관한 실증연구. 대국대학교 박사학위논문.
- 박종성. 1999. 피감사회사 특성과 감사인 특성을 이용한 감리지적 예측. 회계학연구 제24권제1호: 1-32.
- 박종성 · 이은철. 2003. 회계제도의 개선과 회계정보의 유용성. 회계학연구 제28권 2호: 135-172.
- 박종일. 2003. 기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로. 회계학연구 제28권 2호: 135-172.
- 박한순. 1996. 감사인지정이 경영자의 이익조절행위에 미치는 영향. 회계학연구 제21권 3호: 33-61.
- 백원선 · 최관. 1999. 이익조정과 법인세최소화 동기, 회계학연구 제24권 제1호:

115-139.

손성규 · 박종성. 1998. 감리지적의 현황과 정보효과. 회계학연구 제23권 제2호: 107-131.

송인만 · 최관. 1992. 회계변경의 이익유연화 현상과 주가 반응, 회계학연구 제14호: 232-233.

송인만 · 이용호. 1997. 이익유연화현상과 정보효과: 투자자가 유용한 정보를 얻을 수 있는가? 회계학연구 제22권 4호: 193-220.

신승묘. 2002. 법인세율 인하에 대응한 회계이익의 조정여부에 관한 실증연구. 세무학연구 제19권 제2호: 7-34.

위준복 · 김문태. 2005. 법인세부담 완화를 위한 재량적 발생액의 조정. 회계와 감사연구 42호: 1-25.

위준복. 1988. 한국상장기업의 이익유연화에 관한 연구. 전북대학교 박사학위 논문.

윤순석. 2001. 상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구. 증권학회지 29. 57-85.

윤순석. 1997. 특별상각에 대한 시장반응. 회계학연구 제22권 제4호: 1-21.

윤순석. 2004. 이익관리수단에 관한 연구. 회계학연구 제29권 3호: 33-59.

윤순석 · 김효진. 2007. 신규등록 코스닥 벤처기업의 이익관리. 회계정보연구 제25권 4호: 29-58.

윤종옥 · 김명환. 2001. 감리지적기업의 회계특성에 관한 연구: 감리비지적기업과 비교를 중심으로. 회계연구 제6권 제2호: 1-16.

이영한. 1998. 부실징후기업의 이익조정행위에 관한 연구. 연세대학교 대학원 박사학위 논문.

이정연 · 박제균 · 김철기. 2005. 코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구. 대한경영학회지 18(6): 2681-2700.

장옥화 · 최현돌. 2008. 총자산이익률 모형을 활용한 부실기업 예측. 한국산업경영학회 동계학술발표회.

전규안 · 박종일. 2003. 순이연법인세 변동액과 이익조정에 관한 연구. 한국세무학회 창립 15주년 기념 학술대회 및 세계개혁 심포지엄.

최관 · 백원선. 1999. 유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구. 회계학연구 24(4): 1-27.

최강득 · 안홍복 · 송준협 · 이응석. 2000. 회계정책과 이익반응계수에 대한 소유구조의

- 차별적 영향요인 분석. 회계정보연구 제14권: 189-208.
- 최관 · 최국현. 2003. 회계부정기업의 특성에 관한 연구: 감리지적기업을 중심으로. 회계학연구 제28권 2호: 211-245.
- 최성규 · 김정민. 2001. 소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절. 회계학연구 제26권1호: 153-175.
- 최수천 · 황성현. 2005. 감리지적 예측모형의 개발에 관한 연구. 세무회계연구 제17권: 253-274.
- 최종서 · 광영민 · 백정환. 2010. 코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익 추구. 회계학연구 제35권 제3호: 37-80.
- 한국거래소(<http://www.krx.co.kr>).

<국외 문헌>

- Beaver, W. and M. McNichols. 1998. The Characteristics and Valuation of Loss Reserves in the Property and Casualty Insurance Industry. Review of Accounting Studies 3: 73 - 95.
- Beaver, W. H., and E. E. Engel. 1996. Discretionary Behavior with respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Security Prices., Journal of Accounting and Economics 22: 177-206.
- Beneish, M. D. 1994. The Detection of Earnings Manipulation. Working Paper, Duke University, Durham, NC.
- Beneish, M. D. 1997. Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance. Journal of Accounting and Public Policy 16(Fall): 271-309.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. Journal of Accounting and Economics 24: 99-126.
- 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.
- 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. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1996. The Cause and Consequences of Earnings Management: An Analysis of Firms subject to Enforcement Action by the SEC, *Contemporary Accounting Research* 13: 1-35.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(April): 193-225.
- DeFond, M. L and C. W. Park. 1997. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23 (July): 115-139.
- Defond, M. L. and J. Jambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(January): 145-176.
- Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72 (January): 1 - 33.
- Erickson, M and S. Wang. 2000. The Effect of Transaction Structure on Price: Evidence from Subsidiary Sales. *Journal of Accounting and Economics* 30(1): 59-97.
- Feltham, G. A. and J. Pae. 2000. Analysis of the Impact of Accounting Accruals on Earnings Uncertainty and Response Coefficients. *Journal of Accounting Auditing & Finance* 15(3) (Summer): 199-220.
- Gaver, J. J., K. M. Gaver and J. R. Austin. 1995. Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management. *Journal of Accounting and Economics* 19: 3-27.
- Healy, P. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Healy, P. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Holthausen, R., D. Larcker and R. Sloan. 1995. Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19 (February): 29-74.
- Hunt, A., S. E. Moyer, and T. Shevlin. 1995. Earnings smoothing and equity value. Working Paper. University of Washington.

- Jones, J. J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kang, S. and Sivaramakrishnan, K. 1995. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*: 353-367.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*. 54: 471-518.
- Lev, B. and P. Zarowin. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research* 37 (Autumn): 353-385.
- McNichols, M and P. Wilson. 1988a. Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices. *The Accounting Review* 61: 692-712.
- McNichols, M. and G. P. Wilson. 1988b. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 1-31.
- Myers, J. N and D. J. Skinner. 1996. Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits; Working Papers; University of Michigan Business School.
- Nagy, A., K. Norris, and R. Riley. 1999. Managerial Horizons, Accounting Choices and Informativeness of Earnings. Working Paper. University of Tennessee.
- Perry, S and T. Williams. 1994. Earnings Management Preceding Management Buyout Offers. *Journal of Accounting and Economics*: 157-179.
- Petroni, K. R. 1992. Optimistic Reporting in the Property-Casualty Insurance industry. *Journal of Accounting and Economics* 15 (4): 485-508.
- Ronen, J and S. Sadan. 1981. Smoothing Income Numbers; Objectives, Means, and Implications, Addison-Wesley.
- Schipper, K. 1989. Commentary: Earnings Management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.
- Scholes, M.S., G.P. Wilson and M. A. Wolfson. 1992. Firms' Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates : The Tax Reform Act of 1986, *Journal of Accounting Research* 30: 161-185.
- Teoh, S., I. Welch and T. Wong. 1998. Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50:

63-99.

- Trueman, B. and S. Titman. 1988. An Explanation of Accounting Income Smoothing, *Journal of Accounting Research* 26(Supplement): 127-139.
- Warfield, T. D., J. J. Wild and K. L. Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-91.
- Watts R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N. J: Prentice-Hall.