

코스닥소속부제와 이익조정†

곽영민*

<요 약>

본 연구에서는 현행 4부의 코스닥소속부제의 실효성을 검증하기 위해 현 제도에 따라 우량기업부로 구분된 기업집단을 대상으로 우량기업부 진입 전·후 기간의 이익조정 추세를 검토하였다. 구체적으로 2011년 현 소속부제의 시행에 따라 우량기업부에 진입한 111개 기업을 대상으로 우량기업부 진입 당해 연도와 진입 이전·이후 2개년을 포함한 총 5개 년도의 재무적 발생액과 실물이익조정치의 변화추이를 살펴보았다. 주요한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저, 우량기업부에 소속된 기업만을 대상으로 우량기업부 편입 전·후 기간의 이익조정 추세를 검증한 결과 우량기업부 진입 직전 기간에 모든 이익조정 대응변수가 양(+)방향으로 크게 증가하며 그러한 이익조정치의 평균값이 통계적으로 유의하게 영(0)과 차이가 나는 것으로 나타났다. 또한, 우량기업부 진입 직전기간의 증가적 이익조정 현상이 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변인들을 통제한 다변량 분석체계에서도 다시금 입증되고 있음을 확인하였다. 이는 현행 소속부제의 평가시스템이 기업의 재무적 관점에 다소 편중되어 있어 내적가치가 부실한 기업이 우량기업부 진입을 통해 다양한 혜택을 누리고자 소속부 평가에 기초가 되는 우량기업부 진입 직전의 보고이익을 발생액 및 실물활동을 통해 광범위하게 증가시키는 경향이 있음을 보여준다. 이와 같은 본 연구의 결과는 증권시장에 대한 감독기관과 규제기관이 현행 소속부제의 공과 실을 면밀히 파악하여 부실기업과 우량기업을 보다 효과적으로 관별할 수 있는 제도적 장치의 마련을 강구하는 등 코스닥시장의 건전성 회복과 활성화를 위해 소속부제의 효익이 충분히 발휘될 수 있도록 운용의 묘를 살릴 필요가 있다는 정책적 시사점을 제공한다.

핵심주제어: 코스닥소속부제, 우량기업부, 이익조정

논문접수일: 2015년 07월 29일 수정일: 2015년 08월 28일 게재확정일: 2015년 09월 01일

† 이 논문은 2015년 울산대학교 연구비에 의하여 연구되었음.

* 울산대학교 경영대학 회계학과 조교수(제1저자), ymkwak@ulsan.ac.kr

I. 서론

코스닥시장은 1996년 7월 1일 증권업협회에 의하여 증권거래소 상장을 위한 예비적 단계의 장외시장으로서 개설되었다. 한국이 IMF 경제위기의 여파에서 벗어나지 못하고 있던 1998년 7월 정부는 국가 경제에 활력을 불어넣기 위하여 중소기업인과의 간담회를 통해 정보통신 관련 중소기업에 3,000억 원을 긴급지원하겠다고 밝힌 후 이듬해 1월과 9월에 ‘지식정보화사회의 신지식인 및 정보통신산업 인력양성계획’과 ‘정보통신기술 개발 5개년 계획’등을 연이어 공표하여 중소·벤처기업의 직접 금융조달 창구로서 코스닥시장의 활성화를 추진하였다. 1999년 4분기부터 지수가 두 배 이상 폭등해 2000년 3월에는 2,800 포인트대로 장중 사상 최고치를 기록하며 폭발장세를 보였던 코스닥 시장은 이후 벤처거품이 붕괴되면서 10년 가까이 500포인트 선에서 정체 상태에 있어 중소기업 육성이라는 설립목적은 충실히 수행하지 못하고 있다는 지적이 지속적으로 제기되어 왔다. 이와 같은 장기적인 코스닥시장 정체의 원인으로 경영자의 공모횡령, 분식회계 등에 따른 코스닥시장의 건전성 저하를 들 수 있다.

이에 금융당국은 코스닥시장의 정보비대칭을 완화시켜 시장활성화를 도모하기 위해 2011년 5월 2일부터 일반과 벤처 소속부로 구분된 2부제의 코스닥 소속부제를 우량, 벤처, 중견, 그리고 기술성장기업부¹⁾의 4부(部)로 정비하고, 관리종목과 투자주의환기종목을 별도로 지정하여 공표하였다.²⁾ 이와 같은 소속부제의 변화는 코스닥시장의 우량기업과 부실기업을 투자자가 사전에

인지하도록 도와 시장 활성화를 저해하는 요인으로 지적되어온 정보위험을 경감시킬 수 있을 것으로 기대되었다. 그러나 기대와 달리 시장참여자들은 2011년부터 4년간 운영되어 온 현행 4부의 코스닥소속부제가 오히려 시장의 혼란을 가중시키는 경향이 있다고 지적하고 있다. 실제로 2015년 전반기 코스닥 우량기업부에 소속된 기업의 주가 상승률은 23.37%를 나타냈으나 같은 기간 코스닥 지수 전체 상승률은 38.92%로 금융당국이 우량하다고 보증한 기업군이 오히려 가장 저조한 시장수익성을 기록한 것으로 나타났다. 뿐만 아니라, 최근 몇 년간 실적이 적자에 빠졌음에도 불구하고 여전히 우량기업부에 남아 있는 기업도 존재하는 것으로 나타나고 있다.³⁾

이와 같이 현행 코스닥소속부제에 따른 순기능적 측면과 역기능적 측면이 계속하여 함께 거론되는 경향을 보이고 있으나, 현 소속부제의 실효성을 실증적으로 검증한 연구는 거의 전무한 실정이다. 본 연구에서는 이러한 상황인식을 바탕으로 코스닥시장의 현 4부제 분류체계에서 우량기업으로 분류된 기업들의 이익조정 실태를 파악함으로써 현 소속부제의 운영에 대한 타당성을 실증적으로 검토하고자 한다. 특히, 2014년 5월에 현 4부제 소속부제를 변경하여 일반과 기술성장의 2부제로의 소속부제를 재편하자는 의견이 제시되었으며 최근까지 이에 대한 논의가 계속되고 있다. 하지만, 그러한 소속부의 재편이 코스닥시장의 건전성을 회복하기 위한 적절한 대안이 될 수 있을지는 여전히 미지수이며, 현 4부제 소속제도의 실효성에 대한 논의가 충분히 이루어지지 않은 점을 고려할 때 소속부제의 재편을 논하기

1) 코스닥 소속부제 발표 당시에는 기술성장기업부의 명칭이 ‘신성장기업부’였으나 2012년 이후 명칭이 변경되었다. 본 연구에서는 기술성장기업부로 통일하여 활용한다.

2) 이외에도 금융당국은 코스닥시장의 건전성 회복을 위해 2009년 2월 상장폐지실질심사제도를 도입하여 매출액이나 시가총액 미달 등 양적 기준이 아닌 매출 규모 부풀리거나 횡령, 배임 등 질적 기준에 미달하는 상장사를 퇴출하는 제도를 운영 중에 있다.

3) 예컨대 우량기업부에 속한 자동차 부품 제조업체 세원물산은 지난 2012~2014년까지 3년 연속 영업적자를 기록하였다.

에 앞서 현 소속부제의 공과 실을 확인하는 것이 선행될 필요가 있다. 따라서 현 소속부제에 근거하여 우량기업부로 진입한 기업을 대상으로 진입 체계의 타당성을 재무제표의 질 구체적으로 이익 조정의 관점에서 실증적으로 살펴보는 것은 흥미롭고 시의적절한 연구주제가 될 수 있다.

구체적으로 본 연구에서는 2011년 4부제 코스닥 소속부제의 시행시점에 우량기업군으로 분류된 기업집단을 대상으로 하여 분류시점 기준 2년 이전 2년과 이후 2년을 포함한 총 5개년도의 재무적 발생액 및 실물이익조정치의 추세적 변화를 살펴보고자 한다. 이때 검증표본의 이익조정치를 추정하고 이익조정 수준을 비교하여 살펴보기 위해서는 벤치마크 집단이 필요한데 본 연구의 주 검증대상이 코스닥시장에 속해 있지만 우량기업으로 선정된 점을 감안하여 규모가 유사한 동종 산업 내의 코스피 기업을 대응 집단으로 선정하여 분석에 이용하였다. 또한 재무적 발생액과 실물이익조정치는 각각 Kothari et al.(2005)와 Cohen and Zarowin(2010)의 모형을 통해 추정하였다. 한편, 본 연구에서는 현행 4부제 소속부가 최초 도입된 2011년에 우량기업군으로 분류된 기업만을 검증 대상 표본으로 선정하고 있는데 이는 최초 분류 이후 우량소속부에 속한 기업의 변경이 크지 않음에 따른다. 또, 2011년 이전 2개년을 분석대상 기간에 포함한 것은 현 4부제 소속제로의 제도 개편에 대한 논의가 최초로 언론에 공표된 것이 2009년이며 이에 따라 우량기업부로 편입되기 위한 이익조정 현상이 제도의 시행 2년 전부터 관찰될 여지가 있기 때문이다.

본 연구는 코스닥시장 활성화를 위해 도입된 현행 4부제 소속부제의 기업 선정에 대한 타당성을 이익조정 관점에서 검토함으로써 현 제도의 실효성을 실증적으로 검증하고 나아가 관련 제도의 변경 등을 위해 정책당국이 고려해야

할 사항에 관해 주의를 환기시키는 의미를 지닐 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 본 연구의 결과 현행 소속부제에 따라 우량기업부로 분류된 기업들이 우량기업부에 포함됨에 따른 다양한 혜택을 누리기 위해 소속부 분류기준에 포함된 재무적 요건을 상향시키고자 보고이익 수치를 자의적으로 조정하는 것으로 관찰된다면 이는 현 제도의 부정적인 단면을 보여주는 동시에 또한 현 제도에 따라 소속부를 분류함에 있어 기업의 재무적 지표와 함께 그에 대한 질을 보다 심층적으로 고려하는 것이 필요할 수 있음을 시사한다. 다시 말해 증권시장에 대한 감독기관과 규제기관은 제도의 변경 이전에 현행 소속부제 심사 규정을 강화하여 우량기업과 부실기업을 보다 효과적으로 판별할 수 있는 제도적 장치의 마련을 강구함으로써 코스닥시장이 보다 활성화될 수 있도록 운용의 묘를 살릴 필요가 있다. 이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 살펴보고 가설을 설정한다. 3장에서는 연구방법과 표본선택을 설명한다. 4장에서는 실증분석 결과와 해석을 제시한다. 마지막으로 5장에서 연구의 결론과 시사점에 대하여 기술한다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

지금까지 코스닥 소속부제를 대상으로 수행된 연구는 주로 소속부제 변경 공시와 시장반응 또는 소속부제와 회계정보의 가치관련성을 검증하는데 초점을 두어 온 반면, 소속부제의 타당성을 이익조정 관점에서 살펴본 연구는 전무한 실정이다. 이를 감안하여 본 소절에서는 코스닥시장의 이익조정 실태에 관한 기존 연구와 코스닥 소속부제에 따른 시장반응 및 회계정보의 가치

관련성을 진단한 선행연구의 결과를 간략히 언급한 후 본 연구의 필요성과 차별성에 대해 논의하고자 한다. 먼저, 코스닥기업을 대상으로 이익조정을 검증한 기존 연구들은 모두 유가증권 시장에 비해 코스닥시장에서 보고이익의 조정 현상이 보다 증폭되는 경향이 있음을 일관되게 제시하고 있다(박종일과 전규안 2002; 김유만과 최충호 2007; 남삼현 등 2008; 최종서 등 2010; 광영민과 최종서 2013 외 다수). 이는 다음과 같은 코스닥기업의 특성과 무관하지 않다. 먼저, 코스닥기업은 최대주주가 대표이사인 경우가 대부분이며 최대주주 1인에 의한 소유 집중도가 매우 높은 기업 지배구조의 특성을 지닌다. 이에 따라 코스닥기업은 소유주 1인에게 주요 의사결정권이 집중되며 이 때 소유경영자는 회계 및 경영투명성의 확보보다는 사적이익을 보호하기 위해 이익조정을 수행할 가능성이 크다. 또한, 코스닥기업은 소규모의 기업이므로 기관투자자, 재무분석가 및 금융기관에 의한 분석과 추적이 소홀하여 기업에 대한 정보가 제한적으로 투자자에게 전달될 소지가 커 이익조정이 더 광범하게 이루어질 가능성이 존재한다. 즉, 코스닥시장의 경우 코스피시장에 비해 상대적으로 이익조정 유인은 강한 반면 그에 대한 감시와 견제는 미약한 경향이 있어 특정 유인에 따른 이익조정 현상이 보다 현저하게 나타나는 경향이 있다는 것이다.

다음으로 코스닥 소속부제를 대상으로 하여 수행된 국내 연구들을 소개하면 다음과 같다. 먼저, 최현돌과 윤재원(2007)은 과거 2부제 소속부제에 따라 식별된 일반기업과 벤처기업의 회계정보가 소속부의 형태에 따라 주가에 대해 상이한 형태의 가치관련성을 나타내는가를 실증적으로 검증하였으나 두 집단 간에 회계정보의 가치관련성이 유의미한 차이가 있다는 결과를 제시하지는 못하였다. 기현희와 김민철(2011)은 2부제 소속부제

시기였던 2005년부터 2009년까지의 기간 동안 소속부의 변경을 공시한 기업을 대상으로 소속부 변경 공시에 따른 시장반응을 사건연구를 통해 살펴보았으며 분석결과 벤처기업이 일반기업으로 소속부를 변경공시 하였을 경우에는 양(+)의 시장반응이 관찰된 반면 일반기업이 벤처기업으로 소속부를 변경공시 하였을 경우에는 유의미한 시장반응이 나타나지 않음을 확인하였다. 한편, 2011년 개편된 현 4부제 소속부제를 대상으로 한 연구로는 박애영과 최서연(2013)과 박애영(2014)의 연구를 들 수 있다. 박애영과 최서연(2013)은 사건연구의 방법을 이용하여 2011년 4부제 소속부제 공표일과 2012-2013년의 소속부 변경 공시일의 시장반응을 살펴보았다. 분석결과 2011년 소속부 개편과 관련하여서는 유의미한 시장반응이 관찰되지 않은 반면, 이후 소속부가 우량기업부로 상향 이동한 경우는 유의한 양(+)의 시장반응이 이에 반해 소속부가 우량기업부에서 다른 기업부로 하향 이동한 경우는 유의한 음(-)의 시장반응이 나타나고 있음을 확인하였다. 끝으로 박애영(2014)은 우량기업부에 소속된 기업을 대상으로 회계정보의 가치관련성을 검증하였으며 분석결과 우량기업부에 소속된 경우나 우량기업부로 소속부가 상향조정된 기업의 경우 회계정보 가치관련성의 유의하게 증가하는 반면, 우량기업부에서 다른 기업부로 소속부가 하향 이동된 기업군에서는 회계정보의 유용성이 낮아지는 경향이 있는 것으로 나타났다.

상술한 연구들을 종합하면, 시장참여자들은 현행 4부제 코스닥 소속부제에서 우량기업군으로의 분류에 대해 호의적인 반응을 보이고 있음을 알 수 있다. 이는 결국 코스닥기업이 우량기업군으로 분류될 경우 시장으로부터 낮은 비용으로 필요한 자금을 조달할 수 있음을 나타내며 이러한 상황을 염두에 둘 때 코스닥기업은 우량기업부에 포함되기 위해 기업부 분류 평가에 기초가 되는

보고이익을 자의적으로 조정할 충분한 유인을 가질 것으로 예상할 수 있다. 더욱이 코스닥기업이 코스피기업에 비해 이익조정 유인은 더욱 강하며 이에 대한 감시와 견제는 미약하다는 기존 연구의 결과에 비추어 볼 때 우량기업부로의 진입을 위한 코스닥시장에서의 보고이익 조정 경향은 더욱 뚜렷하게 관찰될 가능성이 있다. 만약 우량기업부로 분류된 기업 군에서 보고이익의 조정현상이 관찰될 경우 이는 현행 4부제 소속부제의 운용상의 과실을 보여주는 하나의 증거가 될 것이며 이는 또한 현행 제도를 개선하기 위한 방안을 제시하는 의미를 지닐 수 있다. 하지만 이에 대한 연구는 아직까지 전무하다.

2. 가설설정

코스닥시장은 지난 2011년 5월 자본시장참여자로 하여금 사전에 우량기업과 부실기업을 판단하도록 유도하여 정보비대칭에 따른 역선택을 예방함으로써 코스닥시장의 활성화를 도모하기 위해 코스닥 소속부제를 변경하였다. 구체적으로 일반기업부와 벤처기업부로 분류해오던 기존 2부제 소속제도를 우량기업부, 벤처기업부, 중견기업부, 기술성장기업부의 4부제체로 개편하였으며 이를 통해 실적과 기술력이 뛰어난 기업은 우량기업부로 분류하여 더욱 주목받도록 유도하였다. 현행 소속부제에서 우량기업부에 속한 기

업은 다른 소속부에 속한 기업에 비해 보다 긍정적인 평가를 받게 될 것이고 이로 인해 지속 성장을 위한 필요자금을 시장으로부터 더욱 용이하게 조달하는 등 현 제도에 따른 다양한 이점을 누릴 수 있을 것으로 기대할 수 있다. 이러한 점에 기초할 때 코스닥기업들은 우량기업부의 편입을 위한 충분한 이익조정 동기를 지닐 것으로 예상할 수 있다. 물론, 기업의 본질적 가치가 우량한 기업이 현 소속부제를 통해 우량기업부로 분류되어 그러한 혜택을 누릴 경우 현 소속부제는 시장건전성 회복과 활성화를 동시에 달성할 수 있는 효율적인 기제가 될 것이다. 하지만, 신문지상에 지속적으로 보도되어 온 우량기업부 소속기업에서의 횡령, 분식회계 등과 같은 일련의 사건들에 비추어 볼 때 본질적 가치가 부실한 기업들이 자신의 가치를 과대 포장하여 우량기업부에 편입됨으로써 현 소속부제를 유명무실하게 만드는 것은 아닐까하는 의문이 존재한다.

특히, 현행 제도에서 소속부를 구분하기 위한 기준이 기업의 재무요건에 큰 비중을 두고 있어 내적가치가 열악한 기업들도 소속부제 분류 평가에 기초가 되는 보고이익을 자의적으로 조정하여 자신의 본질가치를 은폐하거나 과장함을 통해 우량기업부에 진입할 가능성을 배제하기 힘든 측면이 있다. 구체적인 평가기준을 요약하여 제시하면 아래 <표 1>과 같다.

<표 1> 우량기업부 선정 기준

구분			선정기준	선정시기	
필수선정 대상			프리미어지수 해당기업	수시심사	
선정 대상 (①,② 모두 충족)	기업규모(①)	자기자본 or 시가총액	700억원 이상	정기심사	
			최근 6월 평균 1,000억원 이상	“	
	재무요건(②) - i), ii), iii) 모두 충족	i)	자본잠식	없을 것	“
		ii)	ROE or 당기순이익	최근 3년 평균 5% 이상	“
iii)		매출액	최근 3년 평균 30억원 이상	“	
시장건전성			최근 3년 평균 500억원 이상	“	
			투자주의 환기종목 및 관리종목 제외	“	

<표 1>에서와 같이 특정기업이 현 제도에 따라 우량기업부로 분류되기 위해서는 최근 사업연도의 경상이익 실현과 최근 ROE가 5%이상이거나 당기순이익이 30억 이상이어야 한다는 요건 그리고 최근 매출액이 500억 이상이어야 한다는 양적 요건 규정을 만족하여야 하는데 이 모든 재무요건 규정이 회계수치와 관련되어 있다. 이러한 점을 고려할 때, 코스닥기업들은 우량기업부로 소속됨에 따른 다양한 혜택을 누리하고자 우량기업부 선정 요건을 충족하기 위해 이에 대한 평가대상 기간이 되는 소속부 선정 이전 연도들의 보고이익을 높이려는 이익조정 동기를 가질 수 있다. 뿐만 아니라, 소속부의 분류평가가 정기적으로 이루어지는 점을 감안할 때 우량소속부에 포함된 기업들은 그러한 기업군에 지속적으로 남아 있기 위해 선정 이후 기간에도 계속하여 보고이익을 상향조정할 유인을 지닐 수 있다. 상술한 논거에 기초하여 본 연구에서는 현행 4부의 코스닥소속부제에서 우량기업부에 속한 기업들이 우량기업부 편입 시점을 전·후하여 보고이익을 조정하는가를 검증하고자 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

[연구가설] 우량기업부 소속 기업은 우량기업부로의 진입 전·후 기간에 보고이익을 상향조정할 것이다.

III. 연구설계

1. 재량적 발생액의 측정

본 연구에서는 기업의 발생액에 기초한 이익조정의 대리변수를 추정하기 위해 산업별 횡단면 분석에 의한 Kothari et al.(2005)의 성과조정 모형을 이용한다. 이는 먼저, Kothari et al.(2005)에 의해 제안된 모형을 이용하여 비재량적 발생액의

기대치를 산출한 후 실제 발생액에서 비재량적 발생액의 기대치를 차감하여 재량적 발생액을 산출하는 절차에 따른다. 구체적으로 비재량적 발생액의 기대치는 관측치가 20개 이상 있는 산업 표본을 사용하여 산업-연도별로 다음과 같은 회귀식을 추정하여 구한다. 이때 추정표본은 본 연구의 검증표본이 코스닥시장에 속해 있지만 우량기업군에 소속된 기업인 점을 감안하여 이와 적절한 대응을 위해 표본 기간 중 코스피시장에 계속 상장된 동일산업 기업군으로 구성하였다. 즉 이익조정이 의심되는 검증표본 집단과 유사한 질적특성을 지녔을 것이라 여겨지는 코스피기업을 추정표본으로 삼아 연도별-산업별 횡단면 회귀분석을 통해 정상발생액 추정모형의 회귀계수를 도출한 후 이를 동일한 연도에 동일한 산업에 속하는 코스닥시장의 우량기업부 소속 기업의 실제 독립변수 값에 곱하여 우량기업부에 소속된 개별 기업의 정상발생액 추정치를 계산하게 된다. 이후 우량기업부 소속 기업 표본에서 사후적으로 관찰된 종속변수의 실제 값에서 추정치를 차감한 금액으로 재량적 발생액을 구한다.

$$\begin{aligned} \frac{TAC_{it}}{Asset_{i,t-1}} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} \\ & + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{Asset_{i,t-1}} \\ & + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

여기서,

- TAC : 총발생액=당기순이익-영업현금흐름
- $Asset_{i,t-1}$: 기초총자산
- ΔREV : t기의 매출액변화
- ΔREC : t기의 매출채권 변동분
- PPE : 감가상각 대상 유형고정자산
- $ROA_{i,t-1}$: (t-1기)의 총자산수익률

2. 실물조정치의 측정

본 연구에서는 Cohen and Zarowin(2010)의

방법론에 따라 구한 비정상 영업현금흐름, 비정상 생산원가, 비정상 판매관리비를 실물활동에 기초한 이익조정 대상변수로 이용한다. 이는 아래 제시된 모형을 통해 정상적인 영업현금흐름, 생산원가, 판매관리비를 추정한 후 각 변수의 비정상적 구성요소를 사후적으로 관찰된 실제 값에서 추정치를 차감한 금액으로 산출된다. 구체적인 실물활동조정치의 산출과정은 전술한 재량적 발생액의 경우와 동일하다. 다만, 선행연구에서 언급된 바와 같이 경영자가 영업활동이나 판매관리활동에 기초하여 이익을 상향 조정할 경우 비정상적 영업현금흐름과 판매관리비는 음(-)이 된다. 이에 따라 코스닥기업이 현 4부제 소속부제에서 우량기업부 진입을 위해 보고이익을 증가시키는 방향으로 실물활동조정을 과도하게 수행했을 경우에도 관련 부호가 음(-)으로 나타나게 될 것이다. 그러나 이는 보고이익의 상향 조정이라는 사실에 근거할 때 직관적 해석상에 어려움을 초래하는 경향이 있으므로 이를 해소하기 위해 기존연구에서와 마찬가지로 동 변수에 마이너스 부호를 곱한 값을 분석에 이용한다.

2.1 비정상 영업현금흐름 추정 모형

$$\begin{aligned} \left(\frac{CFO_{it}}{Asset_{i,t-1}}\right) &= \beta_1 \left(\frac{1}{Asset_{i,t-1}}\right) \\ &+ \beta_2 \left(\frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}}\right) \\ &+ \beta_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}}\right) + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

2.2 비정상 생산원가 추정 모형

$$\begin{aligned} \frac{Prod_{it}}{Asset_{i,t-1}} &= \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} \\ &+ \beta_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} \\ &+ \beta_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

2.3 비정상 판매관리비 추정 모형

$$\frac{SGA_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

여기서,

- CFO_{it} : t기의 영업활동으로 인한 현금흐름
- $Prod_{it}$: t기의 생산원가 = 매출원가 + 재고자산 증감분
- SGA_{it} : 복리후생비+(일반관리비-세금과공과-감가상각비-임차료비용-보험료)+(판매비+연구비+경상연구개발비+경상개발비)
- $Asset_{i,t-1}$: (t-1)기말의 자산 총계
- $Sales_{it}$: t기의 매출액
- $\Delta Sales_{it}$: t기의 매출액 증감분 = t기의 매출액 - (t-1)기의 매출액

나아가 본 연구에서는 실물활동에 기초한 이익조정의 포괄적인 효과를 반영하기 위하여 전술한 3가지의 실물이익조정 척도를 Cohen and Zarowin(2010)에 따라 다음과 같은 두 가지의 종합적인 측정치로 합성하여 분석에 이용한다.

$$TRM1 = abCFO * (-1) + abSGA * (-1) \quad (5)$$

$$TRM2 = abProd + abSGA * (-1) \quad (6)$$

여기서,

- $abCFO$: 비정상영업현금흐름
- $abProd$: 비정상생산원가
- $abSGA$: 비정상 판매관리비

3. 연구설계

본 연구에서는 코스닥시장에 소속된 기업이 현행 4부의 소속부제에 따라 우량기업부로 분류되기 위해 분류시점을 전·후하여 증가적 이익조정을 수행하는가를 확인하고자 한다. 이를 위해 먼저 우량기업부 진입년도를 기준으로 직전 2년과 직후 2년의 기간 동안에 재량적 발생액 및 실물활동을 통한 이익 상향조정치의 평균이 통계적으로 유의미하게 영(0)과 다른지를 검증한다. 재량적 발생액 및 실물활동 측정치가 표본기업

과 동종산업에 속한 코스피기업들로 구성된 통제집단을 대상으로 추정된 계수를 통해 산출되고 있는 사실을 상기할 때 발생액 및 실물활동에 기초한 이익조정 대응변수들의 평균이 영(0)과 유의하게 다르다는 것은 코스닥 우량기업부 소속기업의 이익조정 수준이 비교대상이 될 수 있는 코스피 통제집단의 평균적인 이익조정 수준에서 벗어남을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 표본기업의 모든 이익조정 대응변수가 유의한 양(+)의 값을 보일 것으로 기대한다.

다음으로 통제변수를 포함한 다변량 회귀모형을 추정함으로써 상술한 단변량 분석의 결과를 보완하는데 이때 회귀모형의 종속변수는 재량적 발생액과 실물활동에 기초한 이익조정치이고, 검증변수로는 우량기업부 소속기업에 관한 더미변수(Blue_Chip)가 사용된다. 또한 표본기업의 대응집단으로는 이익조정치 추정을 위해 이용한 코스피 통제집단 중 표본기업과 동종산업에 속하며 규모가 가장 유사한 기업을 2배수로 선정하여 분석에 이용하였다. 한편, 통제변수로는 여러 선행연구에서 이익조정에 영향을 미치는 것으로 제시된 기업규모, 부채비율, 대형회계법인 여부, 전기 총발생액, 총자산이익률 등을 선정하여 모형에 포함한다.⁴⁾ 이러한 회귀모형의 구조는 다음과 같이 표기할 수 있다.

$$EM_{ijt(j=1,2,3,4,5,6)} = \beta_0 + \beta_1 Blue_Chip_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BIG4_{i,t} + \beta_6 lagTA_{i,t} + \beta_7 IND + \beta_8 YD + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

여기서,

- t =0, 현행 코스닥 4부제 소속부제에 따른 우량기업부 진입 연도
- EM_j =DAKW: Kothari 등(2005) 모형에 의한 재량적 발생액

EM_2	=(-)abCFO
EM_3	=abProd
EM_4	=(-)abSGA
EM_5	=TRMI
EM_6	=TRM2
$Blue_Chip$	=우량기업부 소속을 나타내는 더미변수 (코스닥시장의 우량기업부 소속기업이면 1 아니면 0의 값을 가짐)
$SIZE$	=기업규모: 당기총자산에 자연로그를 취한 값
LEV	=부채비율: 부채총액 / 자산총액
$BIG4$	=대형회계법인 더미변수: 감사인이 Big4(삼일, 삼정, 한영, 안진)이면 1, 그렇지 않으면 0
ROA	=총자산 이익률: 당기순이익 / 기초 총자산
$lagTA$	=전기총발생액: (당기순이익-영업활동으로 인한 현금흐름) / 기초총자산

연구가설에서와 같이 기업의 본질적가치가 부실한 기업이 현행 코스닥소속부제에서의 우량기업부로 진입하여 이에 따른 다양한 혜택을 누리 고자 진실한 기업가치를 은폐하거나 과장하기 위해 광범위하게 보고이익을 상향조정하는 경향이 있다면 우량기업부 소속여부를 나타내는 변수 (*Blue_Chip*)의 계수추정치 (β_1)는 양(+)의 부호를 가질 것으로 예상된다. 한편, 통제변수 중 기업규모(*SIZE*)와 부채비율(*LEV*)은 전통적인 정치적 비용가설과 부채계약가설에 근거하여 각각 음(-)과 양(+)의 추정회귀계수를 지닐 것으로 예상된다. 선행연구에 따라 이익조정에 대한 감사법인의 효과를 통제하기 위해 국내 감사법인을 BIG4 감사법인(미국의 BIG4 감사인과 업무제휴관계에 있는 삼일, 삼정, 한영, 안진 회계법인)과 Non-BIG4 감사법인으로 구분한 더미변수(*BIG4*)를 통제변수에 포함하였으며 추정계수의 부호는 음(-)으로 기대한다. 또한 전기 총발생액(*lagTA*)은 전기의 총발생액이 반전되는 현상을 통제할 목적으로 포함시켰으며 계수의 예측부호는 음(-)이다. 마지막으로 기업의 수익성을 통제하기 위해 총자산이익률(*ROA*)를 모형에 포함시키며 산업의 특성과 연도

4) 실물활동에 의한 이익조정을 종속변수로 사용하는 모형에 있어서는 발생액의 반전효과를 통제하기 위해 투입된 전기총발생액(*lagTA*) 변수를 포함하지 않는다.

별 차이를 통제하기 위하여 산업더미(*IND*)와 연도더미(*YD*)를 모형에 추가하였다.

4. 표본선정

본 연구의 표본은 2001년 5월 현행 코스닥소속부제에 따라 최초 우량기업부로 분류된 기업 중 다음 조건을 만족하는 기업을 선택하였다.

- (1) 2011년 5월 현행 코스닥소속부제에 따라 우량기업부로 분류된 기업
- (2) 금융업에 속하지 않으며 12월 말에 결산일인 기업
- (3) 2007년부터 2013년까지 TS-2000 혹은 KIS-VALUE 데이터베이스로부터 연구에 필요한 재무자료를 추출할 수 있는 기업
- (4) 대응집단의 연도별·산업별 관찰치 수가 20건 이상인 업종에 속하는 기업

표본선정 기준 (1)에 따라 2011년 5월 현행 4부제 소속부제에 따라 우량기업부로 분류된 197개 기업을 최초의 표본기업으로 선정하였다. 이들 가운데 비교가능성과 자료의 입수가능성을 고려한 조건 (2), (3)을 만족하는 기업은 67개 기업에 해당하였다. 또한 발생액 및 실물이익조정치 추정을 위해 필요한 코스피 대응집단의 연도별·산업별 관찰치의 수가 20건 미만인 업종에 속하는 14개의 표본을 분석대상에서 제외하였는데 이는 발생액 및 정상적인 실물활동 예측오차 모형을 횡단면적으로 추정하기 위한 충분한 자료가 확보되지 않기 때문이다. 그 결과 16개 산업에 속한 116개 기업에 대한 580개의 기업-연도 자료를 표본으로 구성하였으나 이 중 5개 기업(25개 기업-연도)에 대한 검증대상기간의 이익조정수준이 여타표본과 현저한 차이를 보이는

것으로 나타나 이를 제외한 나머지 111개 기업에 대한 555개 기업-연도 자료를 최종적으로 분석에 사용하게 되었다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계

<표 2>에서는 본 연구에서 이용되는 코스닥 우량기업부 표본의 우량기업부 진입 당해 연도 및 직전 2개년과 직후 2개년을 망라한 모든 기업-년 관찰치를 대상으로 하여 본 연구에서 고려하고자 하는 발생액 및 실물이익조정변수에 대한 기술통계량을 산출하여 제시하였다. <표 2>에 나타나 있는 바와 같이, 대부분의 변수들이 평균과 중위수에서 큰 차이를 보이지 않고 있으며 표준편차 또한 비교적 작은 값을 지니는 것으로 관찰되어 변수의 극단치가 미치는 영향이 크지 않으며 각 관찰치들이 비교적 정규분포에 근접한 분포를 하고 있다고 간주할 수 있다. 표에서 재무적 발생액 및 실물이익조정치의 대부분은 양의 값을 지니고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 정상적 발생액 및 실물활동 측정치를 표본기업과 기업특성이 비교적 유사하다고 판단되는 코스피 소속기업을 이용하여 추정된 회귀계수를 기초로 하여 구한 값에 의존하고 있고 이러한 정상적 수준과 코스닥 우량기업부 표본의 실제값의 차이로 이익조정변수값을 도출하고 있음을 상기할 때 코스닥 우량기업부 소속기업이 코스피 대응집단에 비해 대체로 보고이익을 상향 조정하는 경향이 있음을 시사한다.

<표 2> 주요변수의 기술통계치

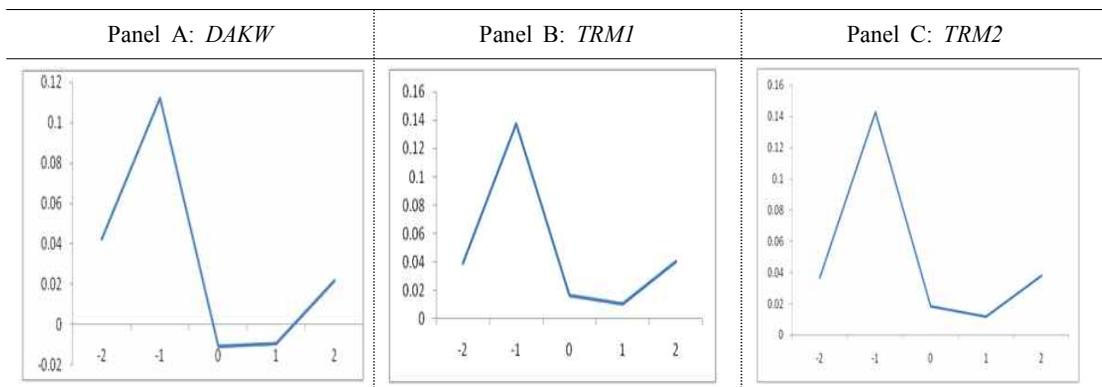
Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
<i>DAKW</i>	555	0.0311	0.2179	-0.6127	0.0293	0.6275
<i>(-)abCFO</i>	555	0.0038	0.1878	-0.4571	0.0034	0.7301
<i>abProd</i>	555	0.0049	0.2025	-0.5097	0.0042	0.6405
<i>(-)abSGA</i>	555	0.0445	0.1405	-0.4832	0.0404	0.5103

a) *DAKW*= Kothari 등(2005) 모형에 의한 재량적 발생액;
(-)abCFO= (-1)*비정상영업현금흐름; *abProd*= 비정상생산원가; *(-)abSGA*= (-1)*비정상판매관리비.

2. 우량소속부 기업의 이익조정 시기에 관한 분석결과

본 연구에서는 현행 코스닥소속부제에 따라 우량기업부에 진입한 코스닥기업이 우량기업부 진입 연도를 전·후하여 보고이익을 조정하는 경향이 있는가를 검증하기 위해 우량기업부 진입 연도를 포함한 이전 2년부터 이후 2년까지의 총 5개년에 걸친 재량적 발생액 및 실물이익조정 변수의 변화 추이를 분석하였으며 그 결과를 <그림 1>과 <표 3>을 통해서 제시하였다. 이하에서는 Cohen and Zarowin(2010)에서 실물이익 조정의 종합적 척도로 제시된 *TRM1*과 *TRM2*를 실물이익조정에 대한 대응변수로 이용한다. 우선, <그림 1>은 우량기업부 표본집단의 발생

액 및 실물이익조정 수준을 기간별로 구분하여 나타낸 도표이다. 기간별 추세현황에 따르면 재량적 발생액의 경우 우량기업부 진입 이전 년도에서 모두 양의 값을 보이고 있으나 특히 동 소속부로의 진입 직전년도에 그 값이 급격히 증가하고 있는 것으로 관찰된다. 반면, 우량기업부 선정 연도에는 재량적 발생액의 추세가 반전되어 음(-)을 값을 보이면서 급격히 하락하는 것으로 나타나고 있다. 실물이익 조정치도 재량적 발생액의 추세와 유사하게 나타나 *TRM1*과 *TRM2* 모두 우량기업부 진입 이전 -2년에서는 영과 거의 다르지 않은 값을 나타내고 있으나 진입 직전 년도에는 양방향으로 급증한 이후 진입 당해 연도부터는 하락하여 -2년과 유사한 수준으로 회복되고 있다.



a) *DAKW*= Kothari 등(2005) 모형에 의한 재량적 발생액;
TRM1 = [-1*비정상영업현금흐름(*ab_CFO*)]+[-1*비정상판매관리비(*ab_SG&A*)];
TRM2 = [비정상생산원가(*ab_Prod*)]+[-1*비정상판매관리비(*ab_SG&A*)].

<그림 1> 우량기업부 진입을 전·후한 이익조정치의 추세 변화

상술한 이익조정치의 추세적 변동 현상은 기간별 이익조정치의 평균에 대한 영(0)귀무가설을 검증한 <표 3>에 제시된 결과를 통해 보다 명시적으로 확인 가능하다. 구체적으로 우량기업부 진입 직전 년도인 -1년에서 재량적 발생액과 실물이익조정치의 평균이 유의적인 양(+)의 값을 지니는데 이는 연구가설을 부분적으로 지지하는 결과로 코스닥기업이 우량기업부 편입을 통해 다양한 혜택을 얻을 목적으로 소속부 분류 평가

의 기초가 되는 직전 년도에 우량기업부 진입 요건을 충족시키기 위해 보고이익을 상향조정하고 있음을 시사한다. 이와는 달리 우량기업부 진입 당해 연도와 그 이후 2년 동안에는 모든 이익조정치들의 평균이 대체로 영과 유의하게 다르지 않은 것으로 관찰되는데 이는 우량기업부로 분류된 당해 연도 및 직후년도에서 이익조정의 경향이 나타나지 않음을 의미하는 것으로 이에 대해서는 다음과 같은 설명이 가능하다.

<표 3> 기간별 이익조정치 평균에 대한 영(0)귀무가설 검증결과

Event Year	N	<i>DAKW</i>	<i>TRMI</i>	<i>TRM2</i>
		Mean (p-value)	Mean (p-value)	Mean (p-value)
-2	111	0.0426 (0.15)	0.0389 (0.67)	0.0364 (0.73)
-1	111	0.1124*** (0.00)	0.1375*** (0.00)	0.1428*** (0.00)
0	111	-0.0107 (0.64)	0.0161 (0.38)	0.0183 (0.28)
+1	111	-0.0094 (0.91)	0.0103 (0.67)	0.0116 (0.51)
+2	111	0.0218 (0.24)	0.0401 (0.19)	0.0381 (0.22)

a) *, **, ***은 양측 검증을 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

b) *DAKW*= Kothari 등(2005) 모형에 의한 재량적 발생액;

$TRMI = [-1 \times \text{비정상영업현금흐름}(ab_CFO)] + [-1 \times \text{비정상판매관리비}(ab_SG\&A)]$;

$TRM2 = [\text{비정상생산원가}(ab_Prod)] + [-1 \times \text{비정상판매관리비}(ab_SG\&A)]$.

일반적으로 발생액을 통한 이익조정은 과거의 이익조정 정도에 의해 제약을 받기 때문에 우량기업부로의 진입을 위해 진입 직전 연도에 발생액을 통해 큰 폭의 상향 이익조정을 수행한 기업이 우량기업부 선정된 이후 연도에도 계속하여 장부상의 수치조정을 시도하기가 곤란할 수 있다.⁵⁾ 더욱이 우량기업부 선정을 위한 ROE나 당기순이익 기준이 3년 평균값을 척도로 하고

있는 점을 감안할 때 한 해에만 대규모 이익을 내어도 우량기업부 진입이 가능하기 때문에 우량기업부 진입 직전년도에 보고이익 상향조정하여 대규모 이익을 보고한 기업의 경우 진입 이후 연도에 보고이익을 조정할 유인이 줄어들 가능성이 존재한다. 뿐만 아니라 우량기업부로 진입한 기업의 경우 시장의 많은 관심을 받음으로 인해 다양한 이해관계자의 분석과 추적의 대상

5) Cohen and Zarowin(2010)은 운영자산은 과거의 발생액을 이용한 이익조정의 정도를 반영하며 이 값이 클수록 장부상의 수치조정에 의한 이익조정의 능력은 제한을 받을 수 있음을 제시하였다.

이 될 수 있으며 이에 따라 기업의 이익조정 능력이 제한을 받을 가능성도 크다. 요약하면 발생액 및 실물활동의 증가적 조정으로 인해 우량기업부로 진입한 기업의 경우 이후 소속부 유지를 위한 평가대상기간에 이익의 상향 조정하여 대규모 이익을 보고한 기간이 포함됨에 따라 추가적으로 보고이익을 조정할 유인은 제한적이며 우량기업부 진입 직전의 광범위한 이익조정과 진입이후 내·외부 통제시스템의 감시와 견제기능의 활성화로 인해 이익조정 능력이 크게 제한됨에 따라 우량기업부 진입 당해 연도와 그 이후에서는 이익조정 경향이 관찰되지 않는 것으로 판단된다.

3. 다변량 분석결과

본 소절에서는 전절의 분석결과를 다변량분석의 맥락 속에서 재확인하기 위하여 유의한 이익조정 현상이 발견된 -1년도의 발생액 및 실물활동 이익조정치를 종속변수로 하고 우량기업부로 분류된 기업을 구분하는 더미변수를 주 검증대상 변수로, 그리고 이익조정에 영향을 미치는 것으로 알려진 다양한 통제변수를 포함하는 다중

회귀분석을 실행하였으며 그 결과를 <표 4>에서 제시한다. 이 때 표본기업에 대한 대응집단은 표본기업과 동종산업에 속한 코스피 기업 중 기업규모가 가장 유사한 기업을 2배수로 선정하여 구성하였다. 만약 앞서 확인된 우량기업부 진입 직전 년도의 증가적 이익조정현상이 본질적 가치가 부실한 기업이 우량기업부로 편입됨에 따른 다양한 혜택을 누리기 위해 우량기업부 선정 요건을 충족하기 위한 목적에서 초래된 것이라면 본 연구에서 우량기업부 소속 기업집단을 나타내는 더미변수(*Blue_Chip*)는 -1년의 재량적 발생액 및 실물이익조정변수와 통계적으로 유의한 양(+의 값)을 보일 것으로 예측된다. 분석결과, 우량기업부 소속집단을 나타내는 더미변수(*Blue_Chip*)는 예상과 동일하게 -1년의 모든 이익조정 도구변수들과 통계적으로 유의한 양(+의 관계)를 보였다. 즉, 현행 4부제 소속부제 하에서는 우량기업부 편입에 따른 효익을 누리고자 우량기업부 선정 직전년도에 동 소속부 기업들이 보고이익을 상향조정하는 경향이 있으며 이러한 결과는 통제변수의 영향을 제거한 후에도 재확인되고 있다는 것이다.

<표 4> 우량기업부 진입 직전 연도의 다변량 회귀분석결과

	DAKW		TotalRM1		TotalRM2	
	Coef.	t-statistic	Coef.	t-statistic	Coef.	t-statistic
<i>Intercept</i>	0.1429	1.73*	0.1693	2.07*	0.1816	2.19**
<i>Blue_Chip</i>	0.1478	2.95***	0.1868	2.89***	0.2178	2.69***
<i>SIZE</i>	-0.1947	-1.86*	-0.1696	-1.73*	-0.1872	-1.95*
<i>LEV</i>	0.1897	3.41***	0.3748	3.19***	0.2684	2.34**
<i>ROA</i>	0.0181	1.37	-0.0353	-1.41	-0.0721	-1.71*
<i>BIG4</i>	-0.1062	-1.29	0.0083	0.27	0.0079	0.19
<i>lagTA</i>	-0.2057	-2.47**				
산업 및 연도더미	○		○		○	
<i>Adj-R²</i>	0.1928		0.1743		0.1761	
<i>F-value</i>	11.08***		9.96***		9.43***	

a) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

b) *DAKW*는 Kothari 등(2005) 모형에 의한 재무적 발생액;

TRM1 = $[-1 * \text{비정상영업현금흐름}(ab_CFO)] + [-1 * \text{비정상판매관리비}(ab_SG\&A)]$;

TRM2 = $[\text{비정상생산원가}(ab_Prod)] + [-1 * \text{비정상판매관리비}(ab_SG\&A)]$;

Blue_Chip = 우량기업부 소속을 나타내는 더미변수(코스닥시장의 우량기업부 소속기업이면 1 아니면 0의 값을 가짐); *SIZE* = 기업규모(\ln 총자산); *LEV* = 부채비율(부채총액 / 자산총액); *BIG4* = 대형회계법인 더미변수(감사인인 Big4면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가짐); *ROA* = 총자산 이익률(당기순이익 / 기초 총자산); *lagTA* = 전기총발생액[(당기순이익-영업활동으로 인한 현금흐름) / 기초총자산].

V. 결 론

본 연구는 현행 코스닥소속부제를 통해 우량기업부로 진입한 기업들이 우량기업부 진입 기간을 전·후하여 발생액 또는 실물활동을 이용하여 보고이익을 증가시키는 이익조정을 수행하는지를 실증적으로 검증하였다. 2011년 5월 한국증권거래소는 코스닥시장의 건진성을 회복하고 시장의 활성화를 도모하기 위해 기존에 운영하던 2부제의 코스닥소속부제를 현행 4부제로 수정하였다. 이러한 소속부제 변경의 가장 큰 특징은 우량기업부의 신설과 투자주의 환기종목 지정제도를 도입하여 자본시장참여자가 사전에 우량기업과 부실기업을 판단할 수 있도록 하는데 있다. 그러나 우량기업부 선정 절차가 단순히 재무지표에 치중된 측면이 있어 내적가치가 부실한 기업이 우량기업부로 분류됨에 따라 자본시장에 혼란을 초래하고 현행 소속부제도의 취지를 무색하게 만드는 사례가 빈번히 나타나고 있다. 이에 금융당국은 코스닥시장을 혁신적인 기술을 보유한 중소-벤처기업의 자본시장으로 육성하기 위해 소속부제도를 다시 개편하겠다는 의견을 제시하고 있다. 하지만, 기술 성장기업 위주로의 소속부 재편은 시장감시와 투자자 보호측면에서는 분명 많은 문제를 초래할 가능성이 존재한다. 이와 같이 소속부제의 변경이 코스닥시장의 부흥을 위해 순기능적 역할을 수행할지에 대한 확신이 없는 한 그러한 소속부제의 변경을 논의하기에 앞서 현행 소속부제의 실효성을 면밀히 확

인할 필요가 있을 것이다.

주요한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 2011년 현행 코스닥 소속부제의 시행에 따라 우량기업부로 분류된 기업들은 우량기업부 진입 직전 년도에 발생액뿐만 아니라 실물활동의 조정을 통해서 광범위하게 보고이익을 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 우량기업부로 포함됨에 따른 다양한 편익을 누리기 위해 우량기업부 진입 직전에 우량기업부 선정을 위한 양적요건을 충족시킬 목적으로 회계수치의 조정과 더불어 가격할인이나 신용정책의 완화, 과잉생산을 통한 제조원가의 증가, 판매관리비의 축소 등 다양한 실물활동의 조정을 통하여 이익을 상향조정하고 있음을 보여주는 결과이다. 둘째, 우량기업부로 분류된 기업의 분류 당해 연도와 그 이후 기간에서는 명확한 이익조정 증거가 발견되지 않았다. 이러한 결과는 우량기업부 진입 이후 계속 평가 대상 기간에 이익조정을 통해 대규모 이익을 보고한 우량기업부 진입 직전 년도가 연속적으로 포함됨에 따라 우량기업부로 진입한 이후 기간에는 보고이익을 조정할 유인이 줄어들며 이와 동시에 우량기업부 진입 직전의 광범위한 이익조정과 동 소속부 진입이후 내·외부 통제시스템의 감시와 견제기능이 강화됨으로 인해 이익조정의 능력이 크게 제한될 가능성이 존재함에 따른다. 셋째, 분석결과를 강건하게 하기 위해 코스닥 우량기업부 소속기업을 검증표본으로 그리고 이와 유사한 특성을 지닌 코스피기업을 대응집단으로 구성하여 다변량 회귀분석을 실시한 결과 상술한 단변량적 분석결과와 내용이 다

시금 지지되고 있음을 확인하였다.

요컨대 본 연구의 결과는 현행 4부제 소속부 제도에서 우량기업부로 진입한 기업들이 해당 소속부로의 편입 직전 년도에 이익을 상향조정하고 있으며, 이를 위해 발생액뿐만 아니라, 기업 경영활동 자체를 변화시키고 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 현행 소속부제에 따른 순기능과 역기능의 양면성을 극명하게 보여준다. 현행 소속부제에 근거하여 성장전망이 높은 우량한 코스닥기업을 면밀히 파악하여 우량기업부로 분류할 경우 정보비대칭에 따라 발생가능한 자본시장의 사회적 비용을 경감시켜 시장활성화를 위한 기반을 확충하는데 기여할 수 있는 반면, 본질가치가 부실한 기업들이 우량기업부 선정에 따른 편익을 얻고자 이를 활용할 경우 이익조정이 수반되고 이는 향후 기업부실로 이어져 시장 교란요인으로 작용할 가능성이 크게 존재한다. 이러한 결과는 코스닥시장의 소속부를 다시금 재편하여 기술력과 성장성을 구비한 중소기업의 육성에 초점을 두겠다는 금융당국의 발표에 시사하는 바가 크다. 즉, 코스닥시장의 경우 재무제표에 나타난 양적요인이 충실한 기업의 경우라도 다양한 사적유인에 따라 보고이익을 조정하는 경향이 자주 관찰되는데 그럼에도 불구하고 시장활성화를 위해 지나치게 기술성장기업 위주로 소속부제를 재편할 경우 시장 건전성이 보다 악화되어 오히려 시장활성화가 저해될 수 있다는 것이다. 따라서 정책당국은 제도의 변경 이전에 현행 소속부제도의 공과 실에 대한 신중한 평가를 통해 우량기업과 부실기업의 면밀한 분류가 가능하도록 제도를 보완하는 등 코스닥소속부제의 순기능은 살리고 역기능을 최소화하는 방향으로 정책을 조율하는데 노력을 아끼지 않아야 할 것으로 본다.

참고문헌

1. 곽영민·최종서(2013). “코스닥시장 우회상장 기업의 이익조정,” *회계학연구*, 38(1), 87-134.
2. 기현희·김민철(2011). “코스닥시장의 소속부 변경 공시가 기업가치에 미치는 영향,” *국제회계연구*, 36, 1-36.
3. 김유만·최충호(2007). “코스닥기업의 소유구조가 연구개발투자 발표공시 기간 중 시장가치에 미치는 영향,” *기업경영연구*, 14(2), 121-135.
4. 남삼현·오성배·이화득(2008). “코스닥 기업의 실패요인과 주가반응에 관한 연구,” *대한경영학회지*, 21(6), 2627-2653.
5. 박애영·최서연(2013). “코스닥시장의 소속부 개편과 이동에 따른 주가반응,” *대한경영학회지*, 26(11), 2931-2959.
6. 박애영(2014). “코스닥시장에서 우량기업부 소속이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향,” *회계정보연구*, 32(3), 63-90.
7. 박종일·전규안(2002). “거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득 차이 및 기업지배구조 비교분석,” *한국세무학회 2002년 춘계 학술발표회 발표논문집*, 153-187.
8. 최종서·곽영민·백정환(2010). “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익 추구,” *회계학연구*, 25(3), 37-80.
9. 최현돌·윤재원(2007). “코스닥시장에서 일반기업·벤처기업 구분과 상장기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향,” *경영연구* 제 22(1), 149-174.
10. Cohen. D., and P. Zarowin(2010). “Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity

- Offerings,” *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
11. Kothari. S., A. Leone, and C. Wasley (2005). “Performance Matched Discretionary Accrual Measures,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.

Abstract

Earnings Management and Division System in the KOSDAQ Market[†]

Kwak, Young-Min*

KOSDAQ market reorganized their division system from two types to four types of division departments such as blue chip, venture, medium, and technology development departments in 2011. However, under the current new division system, financially unhealthy firms attempting to take advantage of the classifying opportunity of blue chip department are likely to engage in pernicious earnings management. The objective of this study is to investigate the earnings management behavior surrounding the time of KOSDAQ firms entering the blue chip department via new division system. More specifically, we test whether the firms classified blue chip department tend to engage in upward earnings management using accruals and real activities before and after they achieve blue chip status. In this study, we analyzed 111 firms classified blue chip department in 2011 according to new division system in KOSDAQ market. Major test results indicate that firms entering the blue chip department according to current KOSDAQ division system in general, tend to inflate reported earnings by means both of accruals and real activities right before the entering year. This result suggests that the firms classified blue chip department engage in opportunistic earnings management with a view to uplifting their market values. Our study is expected to provide clues useful for searching policy directions which intend to ameliorate adverse side effects of the current KOSDAQ division system. In sum, the regulatory authorities and enforcement bodies need to exercise caution in deliberating more stringent review procedures so that financially healthy and promising candidates are properly segregated from their poor and risky counterparts, thus enhancing the beneficial effects, while mitigating adverse side effects of the system.

Key Words: KOSDAQ market, division system, blue chip department, earnings management

[†] This work was supported by the 2015 Research Fund of University of Ulsan.

* Assistant Professor, School of Business Administration, University of Ulsan, ymkwak@ulsan.ac.kr