

기업의 잠정실적 부호전환이 실제이익조정에 미치는 영향

김승준
안양대학교 글로벌 경영학과 조교수

박성종
한경국립대학교 법경영학부 부교수

The Impact of Reversal in Accounting Earnings Signs Based on Preliminary Earnings Announcements on Real Earnings Management

Seung-Jun Kim^a, Sung-Jong Park^b

^aDepartment of Global business, Anyang University, South Korea

^bSchool of Law & Business Administration, Hankyong National University, South Korea

Received 30 August 2024, Revised 20 September 2024, Accepted 25 September 2024

Abstract

Purpose - This study investigates whether firms engage in Real Earnings Management surrounding preliminary earnings announcements when experiencing a reversal of accounting earnings signs.

Design/methodology/approach - We use ordinary least squares regression analysis to examine the association between the reversal of accounting earnings signs and three measures of REM (abnormal operating cash flows, abnormal discretionary expenses, and abnormal production costs).

Findings - Our findings indicate that both profit-to-loss and loss-to-profit reversals are positively associated with all three measures of REM. This suggests that managers use various REM activities to mitigate negative consequences or enhance positive perceptions associated with earnings reversals.

Research implications or Originality - This study provides new insights into the relationship between preliminary earnings announcements and REM by documenting that the reversal of accounting earnings signs is a significant determinant of managers' REM decisions. Our findings highlight the importance of scrutinizing REM activities surrounding preliminary earnings announcements, particularly when firms experience a reversal of accounting earnings signs.

Keywords: Preliminary Earnings Announcements, Sign Reversal, Real Earnings Management

JEL Classifications: M41, G32

I. 서론

기업의 회계이익은 투자자와 기타 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공하며, 특히 회계이익의 부호 전환, 즉 이익이 손실로 전환되거나 손실이 이익으로 전환되는 현상은 기업의 재무 상태를 파악할 수 있는 신호로 작용된다. 기업의 손실 전환 보고는 주가에 부정적 영향을 미치며, 금융당국의 평가나 부채

^a First Author, E-mail: kimsj0909@anyang.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: lifefund@hknu.ac.kr

© 2024 Management & Economics Research Institute. All rights reserved.

계약 거래에 있어서 불리해 질 수 있다. 반면, 이익 전환 보고는 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(안나영과 배성호 2017). 선행연구에 따르면, 송인만과 박연희(2007)는 흑자 전환 기업이 주가에 긍정적 영향을 미친다고 보고했으며, 나종길(1995)는 적자 기업이 차기 연도에 부정적 수익률을 보인다고 밝혔다. 김연용(2012)은 이익 부호가 전환된 기업이 비전환 기업보다 기업가치 관련성이 낮다고 보고한 바 있다.¹⁾

이에 본 연구는 확정실적보다 경영자의 의도를 더 빠르게 파악할 수 있는 잠정실적의 부호 전환에 초점을 맞추고자 하였다. 잠정실적은 기업의 가결산 시점에서 공시되는 정보로, 감사인의 감사를 받지 않은 상태이기 때문에 확정 실적에 비해 신뢰성이 떨어질 수 있지만 적시성이 높아 투자자들에게 신속한 정보를 제공한다는 장점이 있다. 예컨대, 2024년 8월 6일 아모레퍼시픽의 잠정실적이 애널리스트 추정치 대비 -94.02% 낮게 공시된 당일 주가가 24.91% 폭락하였다. 투자자들은 기대 실적보다 지나치게 낮은 잠정실적 정보를 통해 주가를 평가했다고 볼 수 있다. 따라서 잠정실적이 적자로 전환되면 투자자들은 기업의 재무 상태가 악화되고 있음을 인지하고 기업 가치의 하락을 예상할 수 있고, 잠정실적이 흑자로 전환되면 투자자들은 기업의 재무 상태가 개선되고 있음을 인지하여 주가 상승을 기대하게 된다.

그러나 잠정실적의 신뢰성이 낮다는 점을 고려할 때, 경영자들은 잠정실적의 부호 전환을 이용하여 이익을 조정하려는 유인을 가질 수 있다. 따라서 본 연구는 잠정실적의 부호 전환이 실제이익조정(Real Earnings Management, 이하 REM)에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 김승준과 박성중(2024)의 연구에서는 잠정실적이 적자로 전환될 것으로 예상할 경우 경영자는 이를 회피하기 위해 재량적 발생액을 조정하여 잠정실적을 흑자로 전환하려는 유인이 증가한다고 보고하였다. 반대로 잠정실적이 흑자로 전환될 것으로 예상되는 경우 경영자는 이익을 유연화하기 위해 재량적 발생액을 조정하고 있음을 실증적으로 보고하였다. 또한 안나영과 배성호(2017)는 손실 보고 이후 이익으로 전환한 기업과 지속적으로 이익을 보고한 기업 간 이익의 질을 비교한 결과, 손실 보고 후 이익으로 전환된 기업의 이익의 질이 낮게 나타났다고 보하였다. 이는 당해 연도 이익을 보고한 기업일지라도 손실 보고 이후 이익으로 전환한 기업과 지속적으로 이익을 보고한 기업 간에는 이익의 질적 측면에서 차이가 있으며, 이익 전환 기업은 지속적 이익 기업의 이익의 질보다 낮다는 실증적 증거를 제시하였다는 점에서 의의가 있다.

이에 본 연구는 2013년부터 2023년까지 유가증권, 코스닥 상장 기업을 대상으로, 회계이익 부호 전환과 잠정실적 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 분석한다. 경영자는 일반적으로 실제 이익 조정보다는 재량적 발생액을 이용한 이익 조정을 먼저 사용하고자 한다. 재량적 발생액을 이용한 상향 이익 조정은 단순 회계 조정을 통해 수익을 미리 인식하는 방법이기 때문에 상대적으로 적은 비용을 부담하기 때문이다(Zang 2012). 예를 들어, 실제 이익 조정은 현금 흐름을 훼손하고 신용 매출을 증대하거나, 직원들의 복지, 연구 개발비 축소, 생산 원가 감소를 위한 과잉 생산 등 미래 기업 가치를 훼손시킬 수 있는 요인이 된다. 즉, 이익조정 특성이 다르다는 데에 기존의 선행연구와 차별성을 갖는다.

실증 분석 결과, 잠정실적의 적자전환과 흑자전환 모두 REM을 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 비정상 영업현금흐름, 재량적 비용, 생산원가 전반에 걸쳐 REM을 활용하고 있음을 나타낸 결과이다. 즉, 잠정실적의 부호 전환 기업은 REM을 통해 이익을 상향조정하려는 유인이 크고 미래 기업가치가 훼손될 가능성이 존재한다. 따라서 해당 기업의 투자자는 신중을 기할 필요성이 있다.

특히 본 연구는 기존 연구들과 달리 잠정실적이 경영자의 이익조정 유인을 반영하는 조기 신호로 작용할 가능성을 분석하였다는 점에서 차별성을 갖는다. 경영자가 단기 이익 조정을 위해 실제 영업 활동을 조정할 경우 미래 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있다는 점에서 본 연구는 중요한 의의를 가진다. 따라서 투자자들은 잠정실적의 부호 전환에 따른 REM을 충분히 고려해야 하며 규제 기관은 이를 감시하고 기업의 이익조정 행태를 모니터링할 필요가 있다.

1) 해외 연구에서도 비슷한 결과를 나타내고 있다. Hayn(1995)는 손실 기업이 이익 기업보다 회계이익 가치가 낮고, Joos와 Plesko(2005)는 손실의 지속 여부가 기업가치에 중요한 영향을 미친다고 밝혔다. 자세한 연구결과는 II. 선행연구와 가설설정에서 살펴본다.

본 연구는 잠정실적 부호 전환과 REM 간의 관계를 실증적으로 검증함으로써 투자자들에게 잠정실적 정보의 신뢰성에 대한 중요한 시사점을 제공하고, 규제 기관이 잠정실적 공시 제도를 개선하는 데 필요한 정보를 제공한다. 이에 본 연구는 기업의 이익조정을 감시하는 시스템을 강화하는 데 도움을 줄 것으로 기대된다.

II. 선행연구 및 가설 설정

본 연구는 확정실적보다 경영자의 의도를 사전에 파악할 수 있는 잠정실적의 부호 전환이라는 정보에 초점을 맞춘다. 잠정실적은 기업이 가결산을 바탕으로 공시하는 정보로써 감사인의 검토를 거치지 않기 때문에 확정 실적에 비해 신뢰성이 다소 낮을 수 있다. 하지만 회계 정보의 적시성 측면에서는 장점을 지닌다. 이에 기업이 만약 잠정실적을 적자로 전환하였다는 정보를 공시하게 된다면, 투자자들은 기업의 재무 상태에 악재로 판단하여 기업 가치의 하락을 예상하게 된다. 반대로 잠정실적이 흑자로 전환하였다는 공시는 기업의 재무 상태가 개선되고 있다고 판단하기 때문에 주가 상승을 기대하게 된다.

1. 회계이익 부호 전환에 관한 선행연구

기존 연구에서는 손실을 보고하는 기업과 이익을 보고하는 기업 간의 차이 또는 손실과 이익 간의 전환이 자본시장에서 어떤 반응을 일으키는지를 실증 분석하였다. 송인만과 박연희(2007)의 연구에 따르면, 적자에서 흑자로 전환한 기업은 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 나종길(1995)은 적자 보고 후 다음 해에 시장 기대치에 미달하는 수익률을 기록한다고 보고했다. 또한 김연용(2012)은 이익 부호의 전환이 기업가치와 관련성이 낮음을 발견했으며, 이는 회계정보의 신뢰성과 이익의 지속성에 영향을 줄 수 있다고 해석할 수 있다.

해외 연구에서는 Hayn(1995)이 손실 보고 기업은 청산할 가능성이 높기 때문에 투자자는 이를 반영하여 가치를 평가하고, 손실 보고 기업은 이익 보고 기업에 비해 회계이익 가치 관련성이 낮다는 청산옵션(liquidation option) 가설을 제시했다. 이후 Collins et al.(2000)은 손실 기업이 이익 기업에 비하여 이익 반응계수가 낮게 나타나 이익 지속성이 낮은 것으로 보고했다. 또한 Joos and Plesko(2005)는 손실의 지속성에 따른 기업가치에 미치는 영향을 연구한 결과, 투자자들은 손실 기업들 중에서도 손실이 지속적이지 않고 일시적인 경우에는 수익률이 회복되어 오히려 지속적으로 이익을 보고한 기업들에 비해 더 높은 수익률을 나타냈지만, 손실이 지속적으로 유지되는 기업들에 대해서는 긍정적인 반응이 나타나지 않았다. 즉, 기업의 손실 지속 여부가 기업가치에 영향을 미칠 수 있다는 것을 보여주는 결과로서 손실의 지속성은 이익으로의 전환 가능성이 낮아질 수 있음을 의미한다.

안나영과 배성호(2017)의 연구에 따르면, 전기에 손실을 기록한 후 이익으로 전환한 기업의 이익의 질은 지속적으로 이익을 보고한 기업에 비해 낮다고 밝혔다. 이로 인해 이익의 지속성에 의문이 제기될 수 있음을 주장하였다. 김승준과 박성중(2024)은 2013년부터 2019년까지 5,945개의 코스피 및 코스닥 상장 기업을 대상으로 잠정이익의 부호 전환이 재량적 발생액에 미치는 영향을 분석했다. 그 결과 잠정이익이 음(-)으로 전환될 때 재량적 발생액이 증가하고, 양(+)으로 전환될 때는 감소하는 경향이 있음을 보고하였다. 본 연구는 이러한 선행연구들을 바탕으로 본 연구는 잠정실적의 부호 전환이 REM에 어떤 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

2. 잠정실적에 관한 선행연구

잠정실적은 기업의 가결산 결과를 기반으로 한 재무 정보로 확정 실적보다 빠르게 공시되지만 외부 감사 절차를 거치지 않아 그 신뢰성이 다소 낮을 수 있다. 이러한 잠정실적은 자본시장과 투자자들에게 신속하고 유용한 정보를 제공하는 동시에, 이익의 질과 이익조정과 관련된 다양한 이슈와 관련성이 존재한다. Trueman(1986)의 신호이론에 따르면, 경영자는 자발적으로 예측 정보를 공시함으로써 기업의 경제적 환경 변화에 대해 적절히 대응할 수 있음을 자본시장에 공시를 할 수 있다. 이는 경영자가 잠정실적을 이용해 자본 시장에 긍정적인 신호를 보낼 수 있는 가능성을 제시한다. 그러나 잠정 실적이 실제로 기업의 진정한 재무 상태를 반영하는지 또는 경영자의 이익조정 전략에 따라 왜곡된 정보인지에 대한 논의가 필요하다고 보고하였다. 장지인과 전영순(2003)의 연구에서는 잠정실적 공시가 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 저자들은 가결산 결과의 사전 공시가 시장 반응을 선점할 수 있다는 가설을 검증하였으며, 가결산 공시 이익이 확정된 이익보다 낙관적인 경향이 있음을 확인하였다. 연구 결과 가결산 공시의 잠정 실적이 시장에 사전에 반영되어 정기 주총일에 발표되는 확정 실적의 정보효과가 감소하는 경향이 있었다. 즉, 잠정 실적이 투자자들의 기대에 선행하여 주가에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

손성규와 이은철(2005)은 수시공시를 통해 발표된 잠정이익이 시장에서 유용한 정보로 작용하고 있지만, 이익이 과대 보고된 경우 외부감사 후 실적이 하향 조정되는 빈도가 높다는 점을 발견했다. 즉, 잠정실적이 경영자의 주관적 판단에 따라 조정될 가능성이 높다는 점을 지적하면서 가결산 정보가 자본시장에 미치는 영향의 중요성을 보고하였다. 특히 잠정실적과 확정실적 간의 차이가 클수록 시장 참여자들이 잠정실적의 신뢰성이 낮아질 수 있음을 시사하고 있다. 김우영(2009)은 잠정이익과 보고이익 간의 차이를 세 집단으로 나누어 보수주의가 차별적으로 나타나는지를 실증 분석하였다. 저자는 잠정이익이 비보수적으로 보고된 경우 외부감사를 통해 경영자의 재량권이 억제될 수 있음을 주장하였다. 이에 이은철(2013)은 잠정이익을 수정한 기업들과 잠정이익을 수정하지 않은 기업들의 이익의 질이 차이가 있는 지 실증 분석하였다. 분석 결과, 잠정이익을 수정한 기업의 이익의 질이 통계적으로 유의미하게 낮게 나타난다고 보고하였다. 저자는 발생액의 질과 재량적 발생액을 중심으로 잠정이익 수정 기업의 특성을 분석하였으며, 잠정이익을 과대계상한 기업들이 외부감사 과정에서 이익이 감소하는 경향이 있음을 확인하였다. 결과적으로 잠정이익 수정이 단순한 오류로 인한 것이 아니라 경영자의 기회주의적 이익조정의 가능성이 있음을 주장하였다.

이와 같은 선행연구들은 잠정실적이 이익의 질과 이익조정에 미치는 영향을 다양한 연구를 통해 분석하고 있으며, 특히 잠정이익과 확정이익 간의 차이가 경영자의 기회주의적 행동을 반영할 가능성이 있음을 보여준다. 따라서 기업의 잠정실적 공시 정보는 투자자들에게 신중한 접근이 필요함을 시사하고 있다.

3. 가설 설정

앞서 선행연구를 종합해보면, 기업은 손실을 보고할 경우 주가 하락, 감독기관의 부정적 평가, 거래 관계 악화 등의 불이익을 겪는다. 반면, 이익 전환을 보고한 기업은 주가 상승 등 긍정적인 효과를 누릴 수 있다. 따라서 경영자는 손실 보고를 피하고, 이익을 보고하려는 강한 유인을 가진다. 기존 연구들은 이익 전환 기업이 비전환 기업에 비해 주가 움직임, 회계정보의 질, 이익의 질 등에서 차이를 보인다고 밝혔다. 예를 들어 흑자 전환 기업은 주가 상승을 경험하는 반면, 적자 기업은 시장 기대에 미치지 못하는 수익률을 보이는 경향이 있다. 또한, 이익 전환 기업은 회계정보의 신뢰성이 낮고 이익의 질이 낮게 나타나 는 경향이 있다.

특히 잠정실적 정보는 투자자들에게 적시성이 높은 정보를 제공하지만, 감사 전 정보이기 때문에 경영자의 낙관적 편향이나 이익 조정 가능성이 존재한다. 잠정실적 부호 전환이 이익조정의 유인과 관련된 것이라 추측되거나 방향성을 예측하는 것은 적절하지 않다. 예컨대 안나영과 배성호(2017)의 연구에서는 확정실적이 흑자로 전환된 기업에서 이익의 질이 낮아진다는 결과를 보고한 바 있는데 김승준과 박성중(2024)의

연구에서는 잠정실적이 적자로 전환된 기업에서 재량적 발생액이 양(+)¹⁾의 값을 보였고 흑자로 전환된 기업에서는 음(-)의 값을 나타냈다.

그러나 기존 연구에서는 실물활동을 통해 이익조정이 이루어지는 지를 살펴보지 않았다. Zang(2012)과 Cohen and Zarowin(2010)의 연구에 따르면 REM은 경영활동에서 이익조정이 이루어지므로 외부 감사에 의해 발견될 가능성이 낮다고 설명하였다. 적자 전환 기업의 경우 손실을 피하기 위한 강한 유인을 가지고 있기 때문에 실제 영업 활동을 조정하여 단기적으로 이익을 증가시키려는 경향이 크다. 예를 들어, 생산원가를 줄이거나 재량적 비용을 조정하는 방식으로 이익을 부풀리는 전략을 사용할 수 있다. 흑자 전환 기업에서도 이익을 증가시키려는 유인이 존재할 수 있다. 예컨대 경영자는 시장에 긍정적인 신호를 강화하고자 더 많은 이익을 보고하려는 유인이 존재한다. 흑자 전환 시 경영자는 REM을 통해 긍정적인 성과를 극대화하려는 동기가 커지며 재량적 비용을 줄이거나 생산 활동을 조정함으로써 더 나은 재무 성과를 보고하고자 한다(Cohen and Zarowin 2010).

따라서 적자 전환 기업과 흑자 전환 기업 모두에서 REM이 증가할 수 있으며, 이는 각각 손실을 피하기 위한 전략적 선택(적자 전환)과 성과를 부각하기 위한 추가적인 이익 조정(흑자 전환)에서 비롯될 수 있다. 따라서 REM은 적자전환과 흑자전환 두 가지 상황 모두에서 단기적으로 즉각적인 이익 변화를 가져오는 도구로 사용할 수 있다.

기존 연구와 실증 결과를 종합해볼 때, 잠정실적 부호 전환이 REM과 관련이 있을 가능성이 충분히 존재한다. 그러나 REM이 발생할 때 그 방향성(즉, 이익이 증가하거나 감소하는 방향)은 기업의 재무적 상태와 경영자의 전략에 따라 달라질 수 있다. 이에 본 연구는 다음의 귀무가설을 설정하여 실증 분석을 수행한다.

H0: 잠정실적 부호 전환과 실제이익조정은 관련이 없다.

III. 연구방법론

1. 연구모형

본 연구의 가설을 실증 분석하기 위해 다음의 모형 (1)을 설립한다.

$$\begin{aligned}
 abREM_{it}(abCFO, abEXP, abPROD) = & \beta_0 + \beta_1 TurnLoss_{it} + \beta_2 TurnProfit_{it} \\
 & + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MTB_{it} \\
 & + \sum Market + \sum Year + \sum Industry + e
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

<i>abCFO</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 영업현금흐름 × (-1)
<i>abEXP</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 재량적비용 × (-1)
<i>abPROD</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 생산원가
<i>TurnLoss</i>	전기 확정실적이 흑자에서 당기 잠정실적이 적자 전환된 경우 1, 아니면 0
<i>TurnProfit</i>	전기 확정실적이 적자에서 당기 잠정실적이 흑자 전환된 경우 1, 아니면 0
<i>SIZE</i>	기업규모(log(총자산))
<i>LEV</i>	총부채/총자산
<i>ROA</i>	당기순이익/총자산
<i>MTB</i>	시장가치/장부가치
<i>MKT</i>	유가증권상장법인이면 1, 아니면 0

종속변수인 실제 이익조정은 Roychowdhury(2006)의 방법론에 따라 추정되며, 비정상 영업현금흐름(abCFO), 비정상 재량적 비용(abEXP), 비정상 생산원가(abPROD)로 세분화된다. 비정상 영업현금흐름은 경영자가 가격 할인이나 신용 판매 증가를 통해 이익을 인위적으로 증대시키려 할 때 나타나며, 경영자가 의사결정에 따라 현금흐름을 훼손하면서 이익을 증가시키지만 영업현금흐름은 감소하게 된다. 따라서, 이익을 상향 조정할 경우 비정상 영업현금흐름은 음(-)의 값을 나타낸다. 비정상 재량적 비용은 경영자가 더 많은 이익을 창출하기 위해 복리후생비나 연구개발비 등을 줄이면서 이익을 상향 조정하게 된다. 따라서 이익을 증가시키는 의사결정을 수행할 경우 비용이 낮아지기 때문에 비정상 재량적 비용은 음(-)의 값을 나타낸다. 마지막으로, 비정상 생산원가는 고정제조간접비를 단위당 줄이기 위해 생산량을 증가시킬 때 발생하며, 이익을 상향 조정할 경우 양(+)의 값을 나타내게 된다. 이와 같이 실제 이익조정 측정치는 이익조정 방향성에서 일관성이 없어 비정상 영업현금흐름(abCFO)과 비정상 재량적 비용(abEXP)에 -1을 곱해 방향성을 일관되게 조정한다. 다음의 모형 (2)부터 모형 (4)까지가 실제 이익조정 변수를 추정식에 해당한다.

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \epsilon_t \quad (2)$$

$$\frac{DE_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} + \epsilon_t \quad (3)$$

$$\frac{PC_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} + \epsilon_t \quad (4)$$

<i>CFO</i>	영업현금흐름
<i>DE</i>	복리후생비 + (일반관리비 - 세금과공과 - 감가상각비 - 임차료비용 - 보험료) + 판매비 + (연구비 + 경상연구개발비 + 경상개발비)
<i>PC</i>	COGS + ΔINV, COGS = 매출원가, INV = 재고자산
<i>A</i>	자산총계,
<i>S</i>	매출액

식 (1)의 주요 변수인 TurnLoss와 TurnProfit은 잠정실적의 부호전환을 나타내는 더미 변수이다. TurnLoss는 전기 확정실적에서 흑자를 기록했으나, 당기의 잠정실적에서 적자로 전환된 경우 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 부여한다. 반대로, TurnProfit는 전기 확정실적을 적자로 기록했으나 당기의 잠정실적에서 흑자로 전환된 경우 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 나타낸다. 통제변수인 SIZE는 기업의 규모를 반영하며, 누락 변수를 대신하는 역할을 수행하기 위해 포함된다(Becker et al., 1998; Cheng and Warfield, 2005). LEV는 부채계약가설에 따라 이익조정 유인이 다를 수 있음을 고려하여 부채비율을 통제변수로 사용한다(Defond and Jiambalvo, 1994; DeAngelo et al., 1994). 경영자의 이익조정 행태를 통제하기 위해 기업의 경영성과를 나타내는 ROA를 포함하였으며, MTB는 기업의 성장기회를 반영하기 위해 회귀식에 포함하였다. 마지막으로, 유가증권 시장과 코스닥 시장의 특성을 통제하기 위해 MKT 변수를 통제하였다.

2. 표본선정

본 연구는 2013년부터 2019년까지 유가증권, 코스닥 상장기업 중 비금융업을 대상으로 실증 분석을 수행한다. 잠정실적은 연결재무제표를 기준으로 공시되기 때문에 본 연구의 대상이 되는 기업은 연결재무

제표를 작성한 기업이 된다. 기본적인 재무정보의 경우 NICE평가정보(주)의 ValueSearch를 통해 수집하였으며, 잠정실적은 (주)에프엔가이드의 DataGuide 자료를 활용하였다. 본 연구의 종속변수인 REM의 경우 회귀분석에서 추정된 잔차를 사용하기 때문에 선행연구의 연구방법과 마찬가지로 연도-산업별 표본수가 10개 이상인 기업들로 구성된다. 이에 최종적으로 선정된 표본의 수는 10,867 기업-연도이며, 표본 선정 절차의 세부사항은 다음의 <Table 1>과 같다.

Table 1. 표본 선정 절차

표본의 선정 절차	표본수
(1) 2011년-2023년 유가증권시장과 코스닥 상장된 기업 중 연결재무제표를 공시하는 기업	44,927
(2) 금융산업, 결산이 12월이 아닌 기업, 재무정보를 구할 수 없는 기업 제거	(32,582)
(3) 연도-산업별 표본수가 10개 미만인 기업 제거	(1,478)
최종 선정된 기업의 수	10,867

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

다음의 <Table 2>은 본 연구가설을 실증 분석하기 위한 주요 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 극단치는 모두 상·하위 3%에서 조정(winsorization)한 값을 나타내고 있다. 먼저 REM 관련 변수의 기술통계량을 살펴보면, abCFO의 평균값은 -0.0029, abEXP는 -0.005, abPROD는 -0.0063으로 나타났으며, 중위수가 평균값과 크게 다르지 않아 선행연구에서 제시하는 기술통계량의 값과 크게 다르지 않았다. 잠정실적의 부호전환을 나타내는 TurnLoss와 TurnProfit의 평균값은 0.1330, 0.1213으로 전체 표본의 13.3%, 12.13%가 각각 잠정실적의 부호전환이 이루어진 것을 알 수 있다.

통제변수의 기술통계량을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 SIZE의 평균값(중위수)는 26.3606(26.0630)의 값을 나타내고 있고, LEV는 평균 0.4405로 총 자산 대비 44.05%가 부채비 비율로 나타났으며, 전체 표본 중 부채비율이 가장 높은 기업은 총 자산 대비 80.77%인 것으로 나타났다. ,ROA의 평균값(중위수)는 0.0030(0.0179)의 값을 보였고, MTB는 1.6131(1.1278)으로 장부가치 대비 시가총액의 수준이 높지 않은 것을 알 수 있다.

Table 2. 기술통계량

변수	N	MEAN	STD	MIN	Q1	MEDIAN	Q3	MAX
abCFO	10,867	-0.0029	0.0673	-0.1416	-0.0465	-0.0043	0.0395	0.1436
abEXP	10,867	-0.0050	0.0573	-0.1740	-0.0259	0.0033	0.0271	0.0969
abPROD	10,867	-0.0063	0.1042	-0.2762	-0.0587	-0.0022	0.0541	0.2187
TurnLoss	10,867	0.1330	0.3396	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
TurnProfit	10,867	0.1213	0.3265	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
SIZE	10,867	26.3606	1.3674	24.3920	25.3538	26.0630	27.0986	29.9654
LEV	10,867	0.4405	0.1966	0.0903	0.2818	0.4452	0.5944	0.8077
ROA	10,867	0.0030	0.0880	-0.2738	-0.0227	0.0179	0.0522	0.1521
MTB	10,867	1.6131	1.4186	0.2767	0.6592	1.1278	2.0078	6.4652

<i>abCFO</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 영업현금흐름 × (-1)
<i>abEXP</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 재량적비용 × (-1)
<i>abPROD</i>	Roychowdhury(2006)의 비정상 생산원가
<i>TurnLoss</i>	전기 확정실적이 흑자에서 당기 잠정실적이 적자 전환된 경우 1, 아니면 0
<i>TurnProfit</i>	전기 확정실적이 적자에서 당기 잠정실적이 흑자 전환된 경우 1, 아니면 0
<i>SIZE</i>	기업규모(log(총자산))
<i>LEV</i>	총부채/총자산
<i>ROA</i>	당기순이익/총자산
<i>MTB</i>	시장가치/장부가치

2. 상관관계분석

다음의 <Table 3>는 변수 간의 Pearson 상관관계를 나타낸다. 종속변수인 *abCFO*, *abEXP*, *abPROD*와 관심변수인 *TurnLoss*, *TurnProfit*의 상관관계를 살펴보면, *TurnLoss*는 *abCFO*와 1% 수준으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였으나, *TurnProfit*는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다. *abEXP*에서도 비슷한 결과를 보였는데, *TurnLoss*와 *abEXP*는 1% 유의한 정(+)의 관련성을 보였으나, *TurnProfit*에서는 유의미한 결과를 보이지 않았다. 즉, 잠정이익의 적자전환 이슈가 영업현금흐름과 재량적 비용을 이용한 이익조정과 관련성이 높을 수 있다는 해석이 된다. 한편, *abPROD*의 경우는 *TurnLoss*, *TurnProfit* 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 갖는 것으로 나타났다. 종합해보면, 잠정이익의 부호전환은 REM과 관련성이 존재할 수 있음을 상관관계분석을 통해 확인된다.

Table 3. Pearson 상관관계분석

Var.	<i>VAR1</i>	<i>VAR2</i>	<i>VAR3</i>	<i>VAR4</i>	<i>VAR5</i>	<i>VAR6</i>	<i>VAR7</i>	<i>VAR8</i>	<i>VAR9</i>
<i>abCFO</i>	1.000								
<i>abEXP</i>	-0.017*	1.000							
<i>abPROD</i>	0.384***	0.633***	1.000						
<i>TurnLoss</i>	0.122***	0.032***	0.086***	1.000					
<i>TurnProfit</i>	0.013	0.015	0.031***	-0.145***	1.000				
<i>SIZE</i>	-0.059***	-0.098***	-0.054***	-0.049***	-0.048***	1.000			
<i>LEV</i>	0.258***	0.057***	0.229***	0.069***	0.074***	0.264***	1.000		
<i>ROA</i>	-0.393***	0.011	-0.239***	-0.26***	0.141***	0.245***	-0.255***	1.000	
<i>MTB</i>	0.039***	-0.151***	-0.087***	-0.019**	-0.014	-0.268***	0.001	-0.165***	1.000

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

3. 회귀분석 결과

다음의 <Table 4>는 본 연구의 가설을 실증 분석한 결과로, 잠정실적의 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 나타낸다. 모형 1부터 모형 3까지는 REM의 측면에서 비정상 영업현금흐름, 비정상 재량적 비용,

비정상 생산원가에 대한 실증 결과를 보여준다. 모형의 F-value는 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났으며, 수정된 0.0668에서 0.1906으로 나타났다. 먼저 모형 1의 결과를 살펴보면, 주요 변수인 TurnLoss와 TurnProfit은 모두 양(+)의 계수값을 보였으며, 통계적으로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 잠정실적이 적자로 전환되거나 흑자로 전환되는 경우 모두 비정상 REM의 수준이 높은 것으로 나타났다. 모형 2의 비정상 재량적 비용 결과를 살펴보면, TurnLoss는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 나타낸 반면, TurnProfit은 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 잠정실적이 적자로 전환되는 경우 재량적 비용을 줄여 이익을 상향시키려는 유인이 증가하고 있음을 나타낸다. 마지막으로 모형 3의 비정상 생산원가 결과를 보면, 잠정실적이 적자로 전환되거나 흑자로 전환되는 경우 각각 5%와 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타냈다. 따라서 전기의 실적이 잠정실적을 보고하는 시점에 부호전환을 보일 경우 해당 기업은 실제 경영활동 중 영업현금흐름, 재량적 비용, 생산원가를 훼손시키는 결과를 나타낸다고 볼 수 있다. 이에 따라 본 연구의 가설이 기각된다.

다음으로 통제변수의 실증 분석 결과를 살펴보면 다음과 같다. SIZE는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 보였으며, 이는 기업 규모가 클수록 REM의 수준이 감소하는 경향이 있음을 나타낸다. LEV는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 부채비율의 증가는 REM을 증가시키는 결과를 보였다. 기업의 성과를 나타내는 ROA는 abEXP에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였고, abCFO와 abPROD에서는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 기업의 성과에 따라 REM의 방향성이 달라질 수 있음을 시사한다. 기업의 성장기회를 나타내는 MTB는 모든 모형에서 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 보였으며, 이는 장부가치 대비 시장가치가 큰 기업일수록 REM을 덜 활용한다는 결과를 보여준다.

Table 4. 다변량 회귀분석 결과

Var	모형 1	모형 2	모형 3
	<i>abCFO</i>	<i>abEXP</i>	<i>abPROD</i>
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	0.0257* (1.67)	0.2294*** (16.25)	0.1825*** (7.34)
<i>TurnLoss</i>	0.0054*** (2.98)	0.0044*** (2.67)	0.0068** (2.34)
<i>TurnProfit</i>	0.0109*** (5.91)	-0.0025 (-1.47)	0.0121*** (4.06)
<i>SIZE</i>	-0.0023*** (-3.84)	-0.0092*** (-16.75)	-0.0086*** (-8.98)
<i>LEV</i>	0.0641*** (18.36)	0.0399*** (12.5)	0.1193*** (21.24)
<i>ROA</i>	-0.2694*** (-34.41)	0.0454*** (6.34)	-0.2249*** (-17.84)
<i>MTB</i>	-0.0021*** (-4.42)	-0.0089*** (-20.54)	-0.0129*** (-17.02)
<i>Year</i>	Include	Include	Include
<i>Industry</i>	Include	Include	Include
<i>F-Value</i>	57.87***	18.3***	35.18***
<i>Adj R-square</i>	0.1906	0.0668	0.124
<i>Obs.</i>	10,867	10,867	10,867

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

4. 추가 분석

1) 통합 실제이익조정 변수를 이용한 분석

다음의 <Table 5>는 Cohen and Zarowin(2010)의 통합 REM을 이용하여 실증 분석한 결과이다. REM1(모형 1)은 비정상 영업현금흐름(abCFO)과 비정상 재량적비용(abEXP)을 합산하여 추정된 값을 의미하며, REM2(모형 2)는 비정상 재량적비용(abEXP)과 비정상 생산원가(abPROD)를 합산한 추정치를 의미한다. 모형 1과 모형 2의 F-value는 모두 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 수정된 각각 0.1472와 0.1001로 나타났다. 먼저 모형 1의 결과에 따르면, TurnLoss와 TurnProfit은 모두 양(+)의 계수값을 보이며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 잠정실적이 적자로 전환되거나 흑자로 전환될 경우, 비정상 영업현금흐름과 비정상 재량적비용을 이용한 REM 수준이 증가하고 있음을 의미한다. 다음으로 모형 2의 결과를 보면, 앞선 결과와 동일하게 TurnLoss와 TurnProfit은 모두 양(+)의 계수값을 나타낸다. 즉, 모형 1과 마찬가지로 잠정실적의 부호전환 기업은 REM을 이용하여 이익을 상향시키려는 유인이 높다는 것을 의미한다. 따라서 추가 분석에서도 앞선 결과와 마찬가지로 본 연구의 가설이 기각된다.

Table 5. 통합 실제이익조정을 이용한 추가분석

Var	모형 1	모형 2
	REM1	REM2
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	0.2477*** (12.08)	0.4139*** (11.6)
<i>TurnLoss</i>	0.0096*** (4.00)	0.0119*** (2.85)
<i>TurnProfit</i>	0.0081*** (3.31)	0.0098** (2.3)
<i>SIZE</i>	-0.0112*** (-14.07)	-0.0179*** (-12.97)
<i>LEV</i>	0.103*** (22.23)	0.1601*** (19.85)
<i>ROA</i>	-0.2123*** (-20.41)	-0.1747*** (-9.65)
<i>MTB</i>	-0.0103*** (-16.51)	-0.0217*** (-19.89)
<i>Year</i>	Include	Include
<i>Industry</i>	Include	Include
<i>F-Value</i>	42.69***	27.86***
<i>Adj R-square</i>	0.1472	0.1001
<i>Obs.</i>	10,867	10,867

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

2) 코스피 상장과 코스닥 상장 구분

다음의 <Table 6>은 코스피 상장사만을 대상으로 잠정실적의 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 먼저 모형 1의 abCFO 결과를 살펴보면, 주요 변수인 TurnLoss와 TurnProfit은 모두 양(+)의 계수값을 보였으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 잠정실적의 부호가 적자나

흑자로 전환될 경우 기업이 비정상 영업현금흐름을 증가시키는 경향이 있음을 시사한다. 즉, 시장 구분을 통해 분석한 결과에서도 잠정실적의 부호 전환은 비정상 영업현금흐름(abCFO)을 증가시키는 것으로 나타났다. 모형 2의 비정상 재량적 비용(abEXP) 결과에서는 잠정실적 부호 전환 변수인 TurnLoss와 TurnProfit에서 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않았다. 코스피 상장 기업의 경우 잠정실적이 적자나 흑자로 전환되어도 재량적 비용을 통해 이익을 조정할 유인이 상대적으로 크지 않다는 것을 의미한다. 마지막으로 모형 3의 비정상 생산원가(abPROD) 결과에서는 TurnLoss와 TurnProfit 모두 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보였다. 잠정실적의 부호 전환이 비정상 생산원가를 통한 이익조정과는 관련이 없을 가능성이 크다는 것을 시사한다.

따라서, 코스피 상장 기업을 대상으로 분석한 결과에서는 abCFO에서만 유의미한 결과가 나타났으며, 잠정실적이 적자나 흑자로 전환될 경우 기업이 영업현금흐름을 비정상적으로 활용하여 REM을 수행하는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 반면, 재량적 비용(abEXP)과 생산원가(abPROD)를 통한 이익조정은 유의미한 결과를 나타내지 않았으며 코스피 상장 기업에서 이러한 항목들을 통한 이익조정이 상대적으로 덜 이루어지고 있음을 시사하고 있다.

Table 6. 코스피 상장 기업 대상

Var	모형 1	모형 2	모형 3
	<i>abCFO</i>	<i>abEXP</i>	<i>abPROD</i>
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	0.1112*** (6.06)	0.145*** (7.82)	0.1464*** (4.47)
<i>TurnLoss</i>	0.0079*** (2.94)	0.0028 (1.02)	0.0074 (1.54)
<i>TurnProfit</i>	0.0098*** (3.65)	-0.0021 (-0.79)	0.0049 (1.02)
<i>SIZE</i>	-0.0051*** (-7.51)	-0.0058*** (-8.51)	-0.0068*** (-5.67)
<i>LEV</i>	0.0565*** (11.27)	0.0377*** (7.45)	0.1022*** (11.42)
<i>ROA</i>	-0.2549*** (-18.1)	0.0409*** (2.88)	-0.1765*** (-7.02)
<i>MTB</i>	-0.0046*** (-6.12)	-0.007*** (-9.28)	-0.0109*** (-8.22)
<i>Year</i>	Include	Include	Include
<i>Industry</i>	Include	Include	Include
<i>F-Value</i>	24.64***	9.61***	13.81***
<i>Adj R-square</i>	0.202	0.0844	0.1206
<i>Obs.</i>	4,109	4,109	4,109

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

다음의 <Table 7>은 코스닥 상장 기업만을 대상으로 잠정실적의 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 먼저 모형 1의 abCFO 결과를 살펴보면, 주요 변수인 TurnLoss는 양(+의 계수값을 보였지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타냈다. 반면, TurnProfit은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 계수값을 보였다. 흑자로 전환된 기업이 비정상 영업현금흐름을 증가시켜 REM을 수행한다는 것을 의미한다. 즉, 코스닥 상장 기업의 경우 잠정실적이 흑자로 전환될 때 비정상 영업현금흐름(abCFO)이 증가하는 경향이 강하게 나타났다. 모형 2의 비정상 재량적 비용(abEXP) 결과에서는, TurnLoss는

양(+)¹의 값을 보였고 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 반면, TurnProfit은 10% 수준에서 유의한 음(-)²의 값을 보였다. 적자 전환된 기업이 재량적 비용을 증가시키는 경향이 있는 반면, 흑자 전환된 기업은 재량적 비용을 줄여 이익을 조정할 가능성이 있음을 시사한다. 모형 3의 비정상 생산원가(abPROD) 결과에서는 TurnLoss와 TurnProfit 모두 통계적으로 유의한 결과를 보였다. TurnLoss는 10% 수준에서 양(+)¹의 계수값을 보였고, TurnProfit은 1% 수준에서 양(+)¹의 계수값을 보였다. 잠정실적이 적자로 전환될 때 기업이 생산원가를 늘리는 경향을 보이며, 흑자로 전환될 때도 생산원가를 늘려 이익을 조정하는 경향이 있다는 것을 시사한다.

따라서 코스닥 상장 기업을 대상으로 분석한 결과에서는, abCFO, abEXP, abPROD에서 유의미한 결과가 나타났으며, 이는 잠정실적이 적자 또는 흑자로 전환될 때 기업이 영업현금흐름, 재량적 비용, 생산원가를 비정상적으로 조정하여 REM을 수행하는 것을 확인할 수 있다.

Table 7. 코스닥 상장 기업 대상

Var	모형 1	모형 2	모형 3
	<i>abCFO</i>	<i>abEXP</i>	<i>abPROD</i>
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	-0.1088*** (-3.97)	0.3802*** (16.01)	0.2547*** (6.07)
<i>TurnLoss</i>	0.0035 (1.46)	0.0058*** (2.82)	0.0066* (1.84)
<i>TurnProfit</i>	0.0121*** (4.9)	-0.0036* (-1.7)	0.0151*** (4)
<i>SIZE</i>	0.0029*** (2.68)	-0.0151*** (-16.36)	-0.0116*** (-7.15)
<i>LEV</i>	0.0624*** (12.88)	0.0486*** (11.56)	0.1349*** (18.19)
<i>ROA</i>	-0.2825*** (-28.79)	0.0586*** (6.88)	-0.2345*** (-15.6)
<i>MTB</i>	-0.0002 (-0.36)	-0.0108*** (-19.88)	-0.0146*** (-15.22)
<i>Year</i>	Include	Include	Include
<i>Industry</i>	Include	Include	Include
<i>F-Value</i>	38.33***	14.72***	26.48***
<i>Adj R-square</i>	0.1956	0.082	0.1423
<i>Obs.</i>	6,758	6,758	6,758

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

3) 기업 통제 클러스터링 분석

다음의 <Table 8>은 전체 표본을 대상으로 기업을 통제한 클러스터링 분석을 통해 잠정실적의 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 모형 1의 abCFO 결과를 살펴보면, 주요 변수인 TurnLoss는 양(+)¹의 계수값을 보였으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 잠정실적이 적자로 전환될 때 기업이 비정상 영업현금흐름을 증가시켜 REM을 수행하는 경향이 있음을 시사한다. TurnProfit

도 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여 흑자로 전환될 때 역시 비정상 영업현금흐름이 증가한 결과를 보였다. 모형 2의 비정상 재량적 비용(abEXP) 결과에서는, TurnLoss가 1% 수준에서 양(+)의 계수값을 나타내어 적자로 전환된 기업이 재량적 비용을 줄여 이익을 상향 조정하려는 유인이 있음을 확인할 수 있다. 반면 TurnProfit은 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 계수값을 나타내어 흑자로 전환된 기업은 재량적 비용을 통해 이익을 추가적으로 조정할 유인이 상대적으로 크지 않음을 시사한다. 모형 3의 비정상 생산원가(abPROD) 결과에서는 TurnLoss와 TurnProfit 모두 통계적으로 유의한 결과를 나타냈다. TurnLoss는 5% 수준에서 양(+)의 계수값을 보여 적자로 전환된 기업이 생산원가를 조정하여 이익을 부풀리는 경향이 있음을 시사한다. TurnProfit에서도 1% 수준에서 양(+)의 계수값을 보여 흑자로 전환된 기업에서도 생산원가를 늘려 이익을 조정하는 경향이 있음을 시사한다.

따라서 전체 표본을 대상으로 기업을 통제된 클러스터링 분석 결과에서도 앞선 다변량 회귀분석 결과와 마찬가지로 abCFO, abEXP, abPROD 모두에서 유의미한 결과가 나타났다. 이는 잠정실적이 적자나 흑자로 전환될 경우 기업이 영업현금흐름, 재량적 비용, 생산원가를 비정상적으로 활용하여 REM을 수행하는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 특히, abCFO와 abPROD에서 잠정실적의 부호 전환이 이익조정에 미치는 영향이 두드러지게 나타났다.

Table 8. 기업 통제 클러스터링 분석

Var	모형 1	모형 2	모형 3
	<i>abCFO</i>	<i>abEXP</i>	<i>abPROD</i>
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	0.0257 (1.16)	0.2294*** (6.46)	0.1825*** (3.28)
<i>TurnLoss</i>	0.0053*** (3.02)	0.0044*** (2.81)	0.0068** (2.5)
<i>TurnProfit</i>	0.0109*** (5.62)	-0.0025 (-1.49)	0.0121*** (3.91)
<i>SIZE</i>	-0.0023*** (-2.63)	-0.0091*** (-6.59)	-0.0086*** (-3.96)
<i>LEV</i>	0.064*** (13.9)	0.0399*** (5.69)	0.1193*** (10.61)
<i>ROA</i>	-0.2694*** (-25.65)	0.0454*** (3.48)	-0.2249*** (-11.37)
<i>MTB</i>	-0.0021*** (-3.09)	-0.0089*** (-8.86)	-0.0129*** (-7.74)
<i>Fixed effect</i>	Firm	Firm	Firm
<i>Year</i>	Include	Include	Include
<i>Industry</i>	Include	Include	Include
<i>R-square</i>	0.194	0.0707	0.1276
<i>Obs.</i>	10,867	10,867	10,867

주 1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.
 주 2) 변수 정의는 <Table 2>와 동일함.

V. 결론

본 연구는 2013년부터 2023년까지 유가증권 및 코스닥 상장 기업을 대상으로 기업의 잠정실적 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 분석하였다. 실증 분석 결과, 잠정실적의 적자 전환과 흑자 전환 모두 REM을 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 잠정실적이 적자로 전환될 경우 경영자가 이를 회피하고자 비정상 영업현금흐름, 비정상 재량적 비용, 비정상 생산원가를 통해 이익을 상향 조정하려는 유인이 증가함을 의미한다. 구체적으로 잠정실적의 적자 전환 기업은 비정상 영업현금흐름, 비정상 재량적 비용, 비정상 생산원가를 통해 이익을 증가시키려는 경향을 보였으며, 잠정실적의 흑자 전환 기업은 비정상 영업현금흐름과 비정상 생산원가를 통해 이익을 부풀리려는 경향을 보였다. 흑자 전환 기업은 대부분 REM을 통해 이익을 부풀리려는 경향을 보였으나, 비정상 재량적 비용에서는 유의한 결과를 보이지 않아 적자 전환 기업보다는 REM의 유인이 다소 낮은 것으로 나타났다. 이는 잠정실적 공시 시점에서 흑자 전환 기업이 이미 긍정적인 신호를 시장에 제공했기 때문에, 적자 전환 기업보다 이익 조정 유인이 낮을 수 있음을 시사한다.

본 연구는 잠정실적 부호 전환이 REM에 미치는 영향을 실증적으로 검증함으로써 잠정실적 정보의 한계와 이익조정 유인에 대한 이해를 제고했다는 점에서 의의를 갖는다. 특히 잠정 적자 전환 기업의 경우 경영자가 적자를 회피하기 위해 다양한 방식으로 이익을 조정할 가능성이 높으므로 투자자 및 규제기관의 각별한 주의가 요구된다. 결과적으로 투자자는 잠정실적 정보의 신뢰성에 유의하고 잠재적인 이익조정 가능성을 고려하여 투자 결정을 내려야 할 것이다. 또한 규제기관은 잠정실적 공시 제도를 개선하고 기업의 이익조정을 효과적으로 모니터링할 수 있는 방안을 모색해야 할 것이다. 예를 들어 잠정실적 발표 후 기업의 후속 공시를 강화하거나, 잠정실적과 확정실적 간의 차이에 대한 감독을 강화하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

이에 본 연구는 다음과 같은 공헌점을 갖는 것으로 판단된다. 첫째, 잠정실적 부호 전환이라는 시점에서 경영자들이 REM을 적극적으로 활용할 가능성을 실증적으로 검증했다는 점에서 이익조정에 대한 새로운 관점을 제시하였다. 기존 연구들이 다루지 않았던 잠정실적의 적시성과 경영자의 이익조정 유인에 대한 구체적 분석을 통해 이익조정의 발생 가능성을 파악할 수 있는 근거를 제공하였다. 둘째, 본 연구는 투자자와 규제기관의 정보 비대칭성을 해소한다는 데 공헌점이 있다. 잠정실적이라는 정보가 시장에 미치는 영향을 분석함으로써 투자자들이 잠정실적의 신뢰성을 이해할 수 있도록 돕고, 규제기관은 기업의 이익조정 행태를 보다 효과적으로 모니터링할 수 있는 방안을 제시한 바 실질적인 투자 판단과 기업의 회계투명성 향상에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 본 연구는 학문적 측면에서 이익조정 연구의 범위를 확장하고, 실무적 측면에서 투자자 및 규제기관의 의사결정에 유용한 정보를 제공함으로써 회계정보의 신뢰성과 투명성 제고에 기여할 것으로 기대된다.

본 연구는 잠정실적 부호 전환이라는 새로운 관점에서 REM 문제를 다루고 그 관련성을 실증적으로 검증했다는 점에서 학문적 의의를 갖는다. 또한 투자자 및 규제기관에게 잠정실적 정보의 유용성과 한계점에 대한 시사점을 제공하고 회계정보의 질적 개선을 위한 정책적 함의를 도출했다는 점에서 실무적인 공헌점이 있다고 판단된다.

References

- Becker, C. L., M. L., DeFond, J., Jiambalvo and K. R. Subramanyam (1998), "The effect of audit quality on earnings management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Cheng, Q. and T. D. Warfield (2005), "Equity Incentives and Earnings Management," *The Accounting Review*, 80(2), 441-476.

- Cohen, D. A. and P. Zarowin (2010), "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Collins, D. W. and P. Hribar (2000), "Earnings-based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two?," *Journal of Accounting and Economics*, 29, 101-123.
- DeAngelo, H. L., DeAngelo and D. Skinner (1994), "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 113-143.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo (1994), "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176.
- Hayn, C. (1995), "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125-153.
- Joos, P. and G. A. Plesko (2005), "Valuing Loss Firms," *The Accounting Review*, 80(3), 847-870.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Trueman, B. (1986), "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?," *Journal of Accounting and Economics*, 8, 53-71.
- Zang, A. Y. (2012), "Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management," *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
- 김승준, 박성중. (2024), "잠정이익공시의 유용성에 관한 연구: 회계이익의 부호전환과 이익조정을 중심으로," *회계정보연구*, 42(1), 121-141.
- 김연용. (2012), "이익부호의 전환이 회계정보의 기업가치관련성에 미치는 영향에 관한 연구," *회계와 정책연구*, 17(1), 105-129.
- 김우영. (2009), "잠정이익과 보고이익의 보수주의 및 감사효과," *회계와 감사연구*, 50, 69-103.
- 나종길. (1995), "적자보고와 자본시장의 반응에 관한 연구," *회계학연구*, 20(3), 1-23.
- 송인만, 박연희. (2007), "보고이익 부호전환의 추가적인 정보효과," *회계학연구*, 32(1), 209-234.
- 손성규, 이은철. (2005), "손익구조변경 수시공시의 정보효과에 대한 실증분석," *회계저널*, 14(4), 29-56.
- 이은철. (2013), "잠정이익 조정기업의 특성과 시사점 - 발생액의 질을 중심으로," *국제회계연구*, 50, 131-158.
- 장지인, 전영순. (2003), "가결산결과와 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과," *회계학연구*, 28(1), 79-107.