

적자보고를 회피하기 위한 이익조정* Earnings Management for the Avoidance of Losses

송 인 만 Inman Song**

백 원 선 Wonsun Paek***

박 현 섭 Hyeon Seop Park****

< 개 요 >

본 연구는 Burstahler and Dichev(1997)의 연구방법을 이용하여 우리나라 기업이 이익조정을 얼마나 널리 수행하고 있는지를 검증하였다.

연구결과에 의하면 영(0)에 약간 미달하는 기업의 50% 이상이 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하고 있음을 보여주고 있다. 특히 우리나라 기업은 영(0)에 약간 미달하는 기업뿐만 아니라 적자규모가 상당히 큰 기업까지도 이익을 조정하여 흑자로 보고하고 있다는 증거를 발견하였다. 또한 적자를 회피하기 위한 이러한 이익조정은 유동자산 또는 유동부채가 많은 기업, 즉 이익조정수단이 풍부한 기업에서 더욱 빈번히 발생하며, 이러한 이익조정이 영업현금흐름과 발생액 모두를 통해 달성되고 있는 것으로 나타났다. 특히 발생액을 통한 이익조정이 보편적이라는 증거는 우리나라의 회계제도를 개선해야만 한다는 당위성을 제시한다.

추가적으로 본 연구에서는 이익감소와 분기이익보고에서의 이익조정에 대해서도 언급하였으며, 적자보고에 관련한 앞으로 연구방향을 제시하였다.

한글색인어: 이익조정, 적자, 적자전환, 이익감소, 발생액

논문접수: 2003. 6 게재확정: 2004. 5

* 이 연구는 2001년도 한국학술진흥재단의 지원에 의해 연구되었음(KRF-2001-005-C20010),

** 성균관대학교 경영학부 Professor, School of Business, SungKyunKwan University
(E-mail: imsong@skku.edu), 제1저자임.

*** 성균관대학교 경영학부 Professor, School of Business, SungKyunKwan University
(E-mail: wpaek@skku.ac.kr), 공저자임.

**** 성균관대학교 경영학부 박사과정 Ph.d student, School of Business, SungKyunKwan University
(E-mail: hspark@kisinfo.co.kr), 공저자임.

<ABSTRACT>

This study examines, employing Burgstahler and Dichev(1997)'s research methodology, how broadly Korean firms manage earnings to avoid their reported losses.

The evidences show that more than 50% of firms with small negative earnings manage their earnings to report positive income numbers. Specifically, many Korean firms even with relatively large negative earnings increase their earnings to move from negative to positive position.

We find that earnings management occurs at the firms with relatively larger current assets and current liabilities, and that such earnings management is achieved through cash flow from operation as well as accruals. Specifically, possible earnings management through accounting accruals implies that Korean accounting system should be substantially remedied in many respects.

In addition, this study examines whether firms manage earnings when their reported income decreases as well as when they report semi-annual earnings. Also, this study provides a few research areas to be pursued further in relation to the avoidance of losses and earnings decreases.

Key Words: Earnings management, Losses, Earnings decreases, Accruals.

I. 문제의 제기

기업의 경영자는 적자보고를 회피하려는 동기를 가지고 있다. 특히 우리나라의 경우 적자, 적자전환 및 흑자전환에 관련된 정보가 상당히 비중 있게 다루어지고 있기 때문에 더욱 그러하다. 결산실적이 발표될 즈음에 가장 주요 뉴스로 부각되는 것 중의 하나가 바로 적자 또는 적자전환과 흑자전환에 관련된 뉴스이다. 몇 가지 예를 살펴보면 다음과 같다.

적자전환기업, 흑자전환기업의 6배에 달해(매경 2001.4.3)

“지난해에는 모두 17개 기업이 적자의 늪에서 빠져나와 흑자를 올렸다. 하지만 흑자를 내다가 적자의 나락으로 떨어진 기업은 그보다 여섯 배가량 더 많은 45개사에 달했다. ----. 흑자 전환한 일반기업 가운데 흑자규모가 가장 큰 곳은 한통프리텔로 지난 99년 590억원의 순손실에서 지난해에는 1,160억원 순이익으로 급반전했다. ----.”

흑자·적자전환기업 실적발표 전후 ‘명암교차’ 극명(매경 2000.8.8)

“흑자·적자 전환기업의 경우 실적발표를 전후해 주가흐름이 ‘오름세에서 내림세로’, 내림세에서 오름세로’ 급반전될 정도로 뚜렷한 차이를 보여 온 것으로 나타났다. ---- 반면 적자전환기업은 이와는 대조적으로 실적발표 전에는 주가가 상승하다가 실적발표 후 하락세로 반전됐다. ----.”

이러한 기사와 함께 적자를 보고한 기업에 대하여 왜 그렇게 되었는지에 대한 상세한 분석까지 곁들여 실리는 경우가 많다. 즉 기업이 적자를 보고하게 되면 이러한 기업에 관련 소식이 이해관계자들의 관심을 집중시키게 된다는 것이다. 특히 적자의 보고는 기업의 주가와 앞으로의 영업 및 생존에 심각한 영향을 미치는 것으로 받아들여지고 있다. 이는 특히 기업에 대한 감독기관의 평가가 적자보고와 밀접하게 관련되어 있고, 기업의 신용상태의 평가도 적자보고로 인해 상당한 영향을 받기 때문이다.¹⁾ 이에 관련된 예를 살펴보자.

한정의견·적자전환 기업 퇴출(매경 2001.4.12)

“한정의견 이하 기업·적자전환기업 1차 부실판정 대상’ 금감원, 내주 일제점검; 12월 결산법인의 2000 회계연도 회계감사결과 한정의견·이하 의견을 받은 기업과 적자전환이 이루어진 기업들이 1차 퇴출판정대상이 된다. ---.”

이와 같이 기업실적이 적자인 경우 언론에서 지대한 관심을 가질 뿐만 아니라 공인회계사들도 이런 기업을 감사하는데 상당한 애로를 겪고 있다. 때로는 흑자보고를 원하는 경영자들과 심각한 갈등을 겪는 경우도 있다는 고충을 털어놓고 있다. 이와 관련된 예를 살펴보자.

[기로에 선 회계법인] 기업·회계법인 신경전 가열

“400억대 자산을 가진 비상장 중소기업 A업체. 이 업체 관계자는 감사를 받기 2달 전쯤인 지난해 12월 회계법인을 찾아왔다. “이번 결산에서 손실이 발생하면 은행에서 대출 받은 돈을 갚아야 하는데 아직 자금을 마련하지 못했다”며 “한번만 봐 달라”는 내용이었다. “감사 보고서를 잘 내주면 용역도 주겠다”는 은밀한 제안까지 해왔다. 회계법인은 제안을 거부하고 ‘의견거절’ 보고서를 냈다. 감사에 참여했던 P모 회계사는 “예전 같으면 부도위험이 없었다면 슬쩍 넘어 갈 법도 했으나, 만일을 대비하기 위해 정확하게 판단했다”고 귀띔했다.

(매경 Economy 제1170호, 2002년 8월 31일)

실무에서 발생하는 이러한 내용들을 종합해 보면, 기업의 경영자가 기업실적이 적자인가 특히 흑자에서 적자로 전환되는지 여부에 매우 민감한 반응을 보이고 있다고 볼 수 있다. 따라서 기업의 경영자는 커다란 비용이 수반됨이 없이 약간의 조정으로 적자를 흑자로 반전시킬 수 있다면, 이익을 조절하여 흑자를 보고하려는 유인이 강할 것이다.

기존의 연구결과에서도 경영자는 이익보고에서 약간의 조정을 수행하고 있음을 밝히고 있다.(Carslaw 1988, Thomas 1988 등을 참조) 특히 Hayn(1995)과 Burgstahler and

1) 전국은행연합회가 은행과 공동으로 마련한 중소기업신용평가표를 살펴보면 경영성과는 흑자경영기간 및 경상이익추세로 결정된다. 최근 3년간 흑자경영이고 최근 2년간 경상이익이 증가추세인 경우에 A등급을 받게 된다. 또한 기업을 신규로 상장하는 경우에도 일정한 경영성과(최근 사업연도에 영업이익, 경상이익 및 당기순이익이 있고 이중 적은 금액이 최근 사업 연도 말 자기자본의 5%이상으로서, 최근 3년간 영업이익, 경상이익 및 당기순이익 중에서 적은 금액이 각각 당해 사업 연도 말 현재 자기자본에서 차지하는 비율을 합하였을 때 10% 이상이 되어야 함)를 충족시켜야 한다.

Dichev(1997)에서는 이익이 영(0)에 약간 미달하여 적자를 기록한 기업들이 이익을 상향조정함으로써 이익을 흑자로 보고하고 있음을 보여주고 있다.

영(0)이라는 기점을 중심으로 한 이익조정²⁾은 이론적으로도 지지된다. 먼저 회계수치에 근거한 다양한 계약비용은 회계이익이 영(0) 이하일 때 크게 발생할 것으로 예상되며, prospect 이론의 관점에서도 자연스러운 의사결정수준의 기점인 영(0)에서 효용이 크게 증가할 수 있다. 이에 따라 영(0)이라는 기점을 중심으로 이익을 음(-)에서 양(+)으로 조정하려는 경영자의 동기가 클 수 있다.

본 연구에서는 유의한 절삭점(cutoff point)인 영(0)을 전후로 하여 보고 된 이익의 분포에 근거하여 이익조정이 발생하는지 여부를 검증하고자 한다. 이러한 검증은 보고 되는 이익이 일정한 분포를 가진다는 가정 하에 수행되는데, 이는 일정한 모형에 근거하여 추정된 재량적 발생액에 근거한 검증³⁾보다 비교적 추정상의 오류를 회피할 수 있다는 면에서 장점을 가진다. 특히 이 방법에 의하면 이익조정이 발생액이 아닌 현금흐름을 통해 이루어지는 경우에도 이익조정 여부를 검증할 수 있으며, 기업들이 이익조정을 얼마나 빈번히 실행하고 있는지 여부도 판단할 수 있다는 장점을 가진다.⁴⁾

본 연구는 우리나라에서 기업 결산실적에서 적자가 갖는 의미를 분석해보는데 있다. 특히 영(0)을 전후한 이익보고의 상황을 분석함으로써 우리나라 기업의 이익조정의 실태와 적자라는 이익보고가 가지고 있는 의미를 살펴보고자 한다. 보다 구체적으로 본 연구는 다음과 같은 목적을 가지고 수행된다.

1. 적자를 보고하는 것을 회피하려는 동기를 이론적으로 분석하고,
2. 적자가 보고 되는 빈도를 기술적으로 검토하고,
3. 적자보고를 회피하기 위해서 영(0)이라는 기준점을 전후로 발생하고 있는 이익조정의 여부를 검증하고,
4. 실제로 적자보고를 회피하기 위한 이익조정이 발생했다면, 이러한 이익조정이
 - ① 유동자산 또는 유동부채를 많이 보유하고 있는 기업에서 발생하고 있는지,
 - ② 기업이 어떤 수단(영업현금흐름 또는 발생액)을 이용하고 있는지 분석하고,
5. 추가적으로 이익감소와 반기보고의 경우에도 이와 유사한 현상이 발생하는지 여부를 검토하고자 한다.

2) 본 연구에서 “이익조정”은 경영자의 재량권에 따라 수행되는 정당한 이익조정과 기업회계기준을 어겨가면 서까지 수행되는 분식회계를 모두 통칭한다.

3) 이는 특히 Jones(1991)가 재량적 발생액을 추정하는 모형을 제시한 후 매우 널리 이용되어 왔다. 예를 들면 Dechow et al.(1995), 전규안·박종일(2002), 최중서(1998), 최관·김문철(1997), 송인만·이용호(1997) 등이 있다. 한편 윤순석(1998)은 이러한 모형을 이용하지 않고 영업현금흐름을 분석하여 기업의 이익관리현상을 식별하고 있다.

4) 한편, 이 방법은 이익이 조정되는 특정 방법으로 인한 이익조정의 크기를 측정할 수 없기 때문에 한계를 갖는다.

본 연구는 미국의 자료를 근거로 연구한 Hayn(1995), Burgstahler and Dichev(1997) 또는 Burgstahler(1997)의 연구와 유사한 측면이 많다. 따라서 본 연구의 연구결과를 미국의 연구결과와 비교·분석하면, 우리나라 기업이 당면하고 있는 이익보고환경 특히 적자보고에 대한 사회적인 환경을 분석하는데 도움이 될 것이다. 특히 회계기준이 상대적으로 정교하지 못하고 기업의 적자보고에 대한 이해관계자들의 거부감이 비교적 높다고 보는 우리나라의 상황에서 적자가 발생했을 때 기업이 어떠한 보고행태를 보이는지를 검토하여 보는 것은 앞으로 회계기준을 정비해나가고 기업이 보고한 이익을 해석하는데 있어서 중요한 단서를 제공해 줄 것으로 본다.

II. 적자보고의 회피동기, 선행연구와 가설설정

조정되는 이익으로 인해 기업이 부담하는 비용이 조정되기 전의 이익과 관련이 없다면 적자가 적은 금액일 때 이를 약간 조정하여 양(+)의 이익을 보고함으로써 얻을 수 있는 한계효용은 크게 증가한다. 이는 다음과 같은 두 가지 이론에 근거한다.⁵⁾ 첫 번째는 이해관계자와의 거래에 관련되는 비용에 근거를 둔 이론이고, 두 번째는 영(0)이라는 수준을 기점으로 급격한 효용의 증가를 설명하는 prospect 이론에 근거한다.⁶⁾

먼저 거래비용이론을 살펴보면 이는 다음과 같은 두 가지 가정에 근거하고 있다.

가정①: 이익에 관련된 정보는 기업과 이해관계자들의 계약조건에 영향을 미친다. 또한 일반적으로 계약조건은 이익이 높을 때 유리하게 된다.

가정②: 정보를 추출하고 처리하는 비용이 매우 높기 때문에 일부 이해관계자들은 기업과 관련된 거래의 조건을 영(0)이라는 임의적인 절삭점에 기준하여 의사결정하게 된다.

이익이 높으면 거래조건이 유리해 질 것이라는 가정①은 다음과 같은 이유 때문에 설득력이 있다. 먼저 고객은 기업이 품질보증이나 추가 서비스에 대한 약속을 더 잘 지킬 가능성이 높을 때 높은 가격을 지급하려 할 것이며, 공급자는 기업이 당해 구매대금을 잘 지급하고 미래에 큰 거래가 성사될 가능성이 높을 때 보다 좋은 조건을 제시할 것이다. 또한 채권자는 기업이 부도날 위험이 높지 않고 차입금을 적기에 갚을 확률이 높으면 좋은 조건을 제시할 것

5) 여기에 제시된 이론은 Burgstahler and Dichev(1997)가 정리한 내용에 근거한 것이다.

6) 여기에서는 명시적인 계약(explicit contracts), 예를 들면 부채계약 등에 기인한 이익조정은 고려하지 않는다. 그 이유는 이러한 명시적인 계약이 특히 우리나라에서는 보편적으로 이용되는 것이 아닌 반면, 영(0)을 기점으로 하여 이익조정이 매우 널리 발생하고 있어 이러한 이익조정이 명시적인 계약에 기인하고 있는 것으로 볼 수 없기 때문이다.

이고, 가치 있는 종업원은 기업의 장래성이 있을 때 기업에서 떠난다거나 높은 급여를 요구할 가능성이 낮아지게 된다. 다시 말하면 적자가 발생했을 때 고객, 공급자, 채권자, 종업원 등이 동요하게 되고 기업은 이를 무마하기 위하여 상당한 희생을 치를 가능성이 있다 (Cornell and Shapiro(1987), Bowen et al.(1995) 등을 참조). 특히 우리나라 기업들은 이 이외에도 상장요건의 충족, 기업여신심사에서 고려 등 법률·제도적인 문제 때문에 결산실적을 적자로 보고하는 경우 불이익이 매우 크다고 인식하고 있다.

물론 높은 이익을 보고함으로서 불이익(예를 들면, 규제산업 또는 임금협상에서 발생)을 받을 수도 있지만 가정①은 전체적으로 볼 때 높은 이익을 보고할 유인이 크다는 것을 의미한다.

가정②는 이해관계자들이 직관을 이용하여 기업과의 거래조건을 결정한다는 것이다. 직관은 경제모형에서 정보비용을 대응하기 위하여 사용된다. 이해관계자들이 거래하는 모든 기업의 이익에 대한 구체적인 정보를 추출하고 처리하는데 상당한 비용이 소요될 때 일부 이해관계자들은 영(0)이라는 이익을 직관적 절삭점으로 사용할 것이라는 가정이다.

위와 같은 두 가지 가정에 따르면 기업은 손실을 보고하면 상당한 비용을 부담해야 한다는 것이다. 따라서 기업은 가능하면 이익을 보고하려는 동기가 있다.

거래비용이론에 대한 대체적인 설명으로서 Kahneman and Tversky(1979)가 제시한 prospect 이론을 원용할 수 있다. Prospect 이론에 따르면 개인의 효용함수는 영(0)을 기준으로 하여 양(+)에서는 볼록하고 음(-)에서는 오목한 형태, S-형태를 보인다는 것이다. 이에 따라 영(0)을 기준으로 효용함수가 매우 가파른 형태를 보이게 됨으로 일정한 부의 증가가 가치에 미치는 영향은 음에서 양으로 이동할 때 매우 크게 나타나게 된다. 이러한 prospect 이론이 본 연구에서 그대로 도입된다. 개인마다 사용하는 기준은 다르겠지만 이익의 승수로 기업가치를 결정하려는 의사결정자에게 영(0)은 매우 보편적이고 자연스런 기준이 된다. 따라서 이해관계자들의 기업가치평가에 영향을 미치고자 하는 경영자에게는 의사결정자의 기준(본 연구에서는 이를 영(0)이라고 봄)을 중심으로 하여 이익을 증가시키려는 유인이 크다고 볼 수 있다.

국내에서는 아직까지 적자보고의 회피를 주요 주제로 수행된 연구가 없다.⁷⁾ 외국에서는 Burgstahler and Dichev(1997)가 이익의 효시⁸⁾를 이루는데, 그들은 1977년부터 1994년의 미국 상장기업을 대상으로 본 연구에서 수행한 방법과 거의 유사한 방법으로 적자보고의 회피를 검증하였다. 연구결과에 의하면 이익수준과 이익증감의 횡적분포에서 영(0)을 약간 미치지 못하는(그리고 이익이 약간 감소한) 부분에서는 보고기업의 수가 비정상적으로 낮았

7) 다만 나종길(1995)은 적자를 기록한 다음 연도의 주식수익률을 분석한 바 있고, 김병호(2003)는 적자와 주식가격과의 관계를 분석하였다.

8) Carlsaw(1988)과 Thomas(1989)는 이익수준과 주당순이익이 소수점으로 인해 정수에 약간 못 미칠 때 이익을 증가시키는 현상을 연구하였으나 이는 영(0) 부근의 이익조정에 대해서는 언급하지 않았다. 또한 Barth et al.(1995)과 DeAngelo et al.(1996)은 지속적인 이익증가 행태를 보이는 기업의 주가가 상대적으로 높게 형성되고 이러한 증가행태가 무너질 때 주가가 상당히 추락함을 보고하였다.

고, 영(0)을 약간 초과하는(그리고 이익이 약간 증가한) 부분에서는 보고기업의 수가 비정상적으로 높았다. 이를 근거로 그들은 기업이 적자보고(또는 이익감소)를 회피하기 위해서 이익을 조정하고 있다고 결론짓고 있다.

이전에 수행된 Hayn(1995)의 연구도 적자보고를 회피하기 위한 이익조정을 주요 주제로 연구하지는 않았으나 이익보고기업의 수가 정상분포를 이룬다고 가정할 때 영(0)을 중심으로 직전과 직후에 나타나는 발생빈도가 통계적으로 유의하게 기대빈도와 차이를 보고하였다. 한편, Degeorge et al.(1999)은 절삭점으로 적자회피를 위한 영(0)뿐만 아니라 지난 연도와 비교한 이익증가와 증권분석가의 기대치를 채택하고, 각 절삭점에서 기업들이 이익을 상향조정하고 있음을 제시하고 있다.

Matsumoto(2002)는 기업이 시장의 기대에 미치지 않는 것을 방지하기 위하여 노력하고 있으며, 이는 이익을 상향조정하거나 분석가의 기대치를 하향조정하도록 하여 달성되고 있음을 제시하고 있다. Burgstahler and Eames(2003)는 분석가들이 적자를 회피하기 위한 이익조정을 예상하지만 어떤 기업이 실제로 적자보고를 회피하기 위한 이익조정을 식별하지는 못하고 있음을 발견하였다.

Beaver et al.(2003)은 손해보험회사의 표본을 이용하여 이익수준이 영(0)을 기점으로 한 좌우에서 손실적립금의 크기가 상이함을 식별하고, 특히 영(0)보다 약간 큰(작은) 이익을 보고하는 기업에서 이익증가(이익감소) 적립금발생액이 가장 많이 발생하고 있음을 보고하였다.⁹⁾

앞에서 논의한 영(0)이라는 기점을 중심으로 한 이익조정 동기에는 관련 이론과 외국에서 수행된 적자회피를 위한 이익조정에 대한 종전 연구를 근거로 우리나라에서도 적자회피를 위한 이익조정현상이 발생하는지를 검증하기 위하여 본 연구는 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 : 기업은 적자를 보고하지 않기 위해서 이익을 상향조정할 것이다.

III. 표본의 선정 및 기술통계

적자를 회피하기 위한 이익조정을 검증하기 전에 먼저 우리나라 기업의 결산실적에서 적자의 발생상황을 분석하여 보았다. 이를 위하여 우리나라 주식시장이 개방된 1992년부터 2001년까지 10년간의 상장기업의 보고된 이익을 검토하였다. 상장기업 중에서 이익보고 동기가

9) 한편, Beatty et al.(2002)은 비상장된 은행에 비해 상장된 은행은 이익감소 보고 횟수가 적고, 이를 위하여 대손충당금과 유가증권평가손익을 이용하고 있음을 밝히고 있다.

다소 상이할 것으로 예상되는 은행 등의 금융기관을 제외시켰다.¹⁰⁾ 보고이익으로는 이해관계자들이 가장 관심을 보이는 당기순이익을 이용하였다. 또한 이익은 기업의 규모에 따라 매우 큰 차이를 보이므로 본 연구에서는 보고이익을 기초총주식가치로 나누어 분석하였다.

우리나라 기업의 결산실적에서 적자의 빈도를 분석한 결과가 <표 1> 및 <그림 1>에 나타나 있다. 10년간의 총기업수는 4,303개인데, 1992년 330개 기업에서 점차 증가하여 2001년에는 511개 기업에 이르고 있다. 이익의 평균은 1996~2001년에는 음(-)의 값을 보이고 있으나 중위수는 매 연도에서 양(+)으로 나타났다.¹¹⁾

<표 1>과 <그림 1>에서 보듯이 과거 10년 동안 평균 26.7%의 기업이 적자를 보고하고 있으며, 특히 외환위기로 어려움을 겪었던 1997년과 1998년에는 약 36% 정도의 기업이 적자를 보고하고 있음을 볼 수 있다. 또한 1998년 이후로 보고된 이익수준의 평균값이 크게 하락하였으며, 이의 분산이 대폭 증가하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 현상은 비교적 안정기에 들어선 2001년에도 유사하게 나타나고 있다.

지난 10년간 우리나라에서 적자를 보고한 기업의 비율은 평균 26.7% 정도로 미국의 평균 30%에 못 미치고 있다. 이러한 차이가 발생한 이유는 무엇일까? 이는 우리나라 기업의 실제 영업실적이 우수하기 때문일 수 있는 반면, 우리나라 기업의 이익보고 환경이 이익적자가 갖는 부정적인 반응에 민감하기 때문에 의도적으로 적자를 조정하여 흑자상태로 전환시켰을 가능성도 있다.

<표 1> 보고 되는 이익수준의 현상과 적자보고

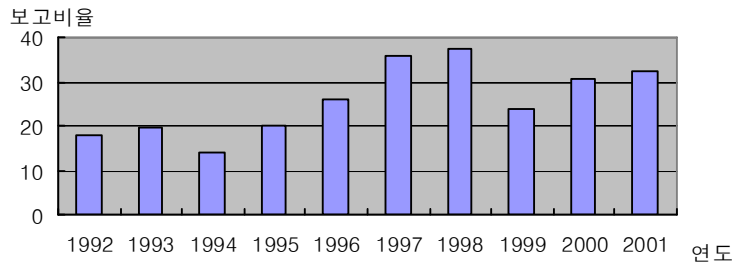
연도	기업수	평균	표준편차	25%	50%	75%	적자기업수(%)
1992	330	0.013	0.201	0.019	0.050	0.084	59(17.9)
1993	332	0.029	0.136	0.015	0.046	0.092	65(19.6)
1994	343	0.032	0.126	0.017	0.044	0.082	48(14.0)
1995	413	0.015	0.117	0.011	0.037	0.069	82(19.9)
1996	440	-0.027	0.245	-0.004	0.036	0.065	115(26.1)
1997	467	-0.158	0.547	-0.102	0.018	0.058	166(35.6)
1998	486	-1.441	4.186	-0.644	0.045	0.125	182(37.5)
1999	482	-0.366	3.022	0.008	0.104	0.226	115(23.9)
2000	499	-0.564	3.146	-0.101	0.063	0.176	152(30.5)
2001	511	-0.316	2.589	-0.177	0.094	0.254	166(32.5)
합계	4,303	-0.319	2.276	-0.014	0.046	0.236	1,150(26.7)

(주) 이익수준 = 당기순이익/기초총주식가치

10) 규제기업들을 제외시키는 것도 고려해 볼 수 있으나 우리나라에서는 실제로 많은 기업이 상당한 규제를 받고 있기 때문에 미국과 같이 특정 utility 기업만을 제외시키는 것이 큰 의미가 없다고 생각하여 이를 별도로 제외시키지는 않았다.

11) 극단치(outliers)가 미치는 영향을 제거하기 위하여 각 연도에서 아래와 위로 각각 1%에 해당하는 표본을 제외시켰다.

<그림 1> 연도별 적자보고의 비율



우리나라에서 외환위기 이후에는 적자기업의 비율이 30%를 상회하는 것은 이 기간 중에 기업의 수익상황이 악화되었거나 최근에 특별히 강화된 회계규제 때문에 기업이 쉽게 이익조정을 할 수 없었기 때문일 수도 있다. 본 연구의 연구기간인 10년의 전반부와 외환위기가 영향을 주었던 후반부의 이익보고 형태가 매우 상이하게 나타났기 때문에 전 기간을 둘(1992~1996년과 1997~2001년, 또는 1992~1997년과 1998~2001년)로 나누어 분석하였다. 그러나 분석결과가 전체기간을 분석한 경우와 크게 다르지 않았다. 따라서 본 연구에서는 전체기간을 분석대상으로 한 연구결과만을 보고하였다.

IV. 연구가설의 검증방법 및 연구결과

4.1 검증방법

본 연구는 기준점인 영(0)을 전후로 하여 이익조정이 발생하고 있는지를 검증하는 방법으로 이익수준의 분포에 의한 검증을 이용하고자 한다. 이 방법은 특정 기준점에 한정되고 이익조정 크기를 측정할 수 없다는 한계는 있지만 기존의 다른 연구와는 달리 채량적 발생액을 추정(어떤 추정에도 상당한 문제가 있다고 비판을 받고 있음)하는 모형에 의존할 필요가 없다는 장점을 갖고 있다. 따라서 단지 이익조정이 발생했는지 여부만을 검증하는 데는 상당히 유용한 방법이다.

손실을 회피하기 위하여 이익조정을 수행하고 있는지를 통계적으로 분석하기 위하여 본 연구가 이용하는 검증에서 채택하고 있는 유일한 가정은 이익조정이 없는 상태에서 기업이이익수준의 횡단적 분포가 평탄(smooth)하다는 것이다. 분포가 평탄하다는 것은 구체적으로 특정 분포구역의 기대발생치는 이를 맞대고 있는 양편구역의 발생치의 평균값과 동일하다는 것이다.

특정 이익수준이나 이익변동을 회피할 목적으로 이익을 조정한다면 당해 이익수준 또는 이익변동에 조금 못 미치는 이익을 보고하는 기업의 수는 적게 나타나고, 이를 약간 초과하는 이익을 보고하는 기업의 수는 비정상적으로 많이 나타날 것이다. 즉 특정 이익수준이나 이익변

동의 좌우에는 분포가 평탄하지 않고 비정상적으로 나타날 것이다. 이러한 검증방법의 효용성은 경영자의 이익관리목표가 적절히 식별될 수 있는가에 따라 좌우된다. 그러나 본 연구에서 고려된 적자나 이익감소를 회피하기 위한 이익관리목표는 상당히 타당한 기준점이라고 본다.

분포가 평탄하다는 귀무가설을 검증하는 통계 값은 당해 분포구역의 실제 값과 기댓값의 차이를 이러한 차이의 추정표준편차¹²⁾로 나누어 산출(본 연구에서는 이를 표준차이라고 부름)한다. 귀무가설 하에서 이러한 통계 값은 평균=0과 표준편차=1의 정규분포를 이룰 것이다.

4.2 검증결과

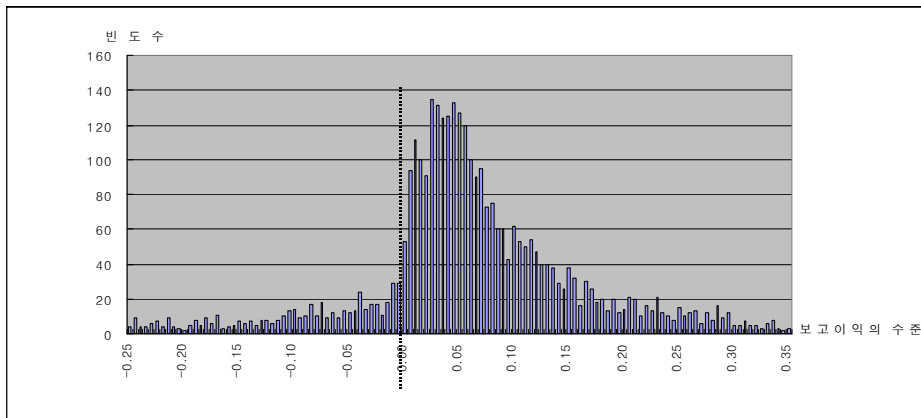
<그림 2>는 당기순이익을 기초시장가치로 나눈 이익수준의 분포를 -0.25에서 +0.35까지 0.005씩의 구간으로 구분한 막대그래프이다. 이러한 막대그래프는 단봉 종모양의 평탄한 분포를 보이고 있는데, 단지 영(0)을 중심으로 한 양측 부분에서 다소 상이한 분포를 보이고 있다. 즉 영(0)보다 적은 이익을 보고하는 기업의 수는 정상 분포에서 기대되는 기업의 수보다 훨씬 적게 나타나고 있다.

영(0) 주위에서 나타나는 비정규적인 이익수준의 분포에 대해서 통계적인 검증을 실시하였다. 영(0)의 좌측구간(-0.01~0.0)의 표준차이는 -3.01이고, 영(0)의 우측구간(0.0~0.01)의 표준차이는 0.87로 나타났다.¹³⁾ 따라서 영(0)에 인접한 좌측의 분포는 통계적으로 매우 유의하게 비정규적이지만 영(0)에 인접한 우측의 분포는 통계적으로 유의하게 비정규적이지는 않게 나타났다. 이는 본 연구의 가설을 부분적으로 지지하는 것으로 기업은 그들의 보고 이익이 영(0)에 미달하는 경우, 즉 적자인 경우 이를 조정하여 영(0) 이상인 흑자의 상태로 보고하고 있음을 의미한다. 그러나 우리나라 기업의 경우에는 미국의 경우(<그림 2>의 (주)2를 참조)와는 달리 보고이익이 영(0)이 약간 미달하는 기업이 이익을 조금 조정하여 흑자로 보고하는 형태가 아니라 이익조정 크기가 상당히 클 가능성이 있음을 보여준다. 특히 영(0) 이하에서의 이익수준분포를 살펴볼 때 기업은 영(0)에서 약간 모자라는 적자인 경우뿐만 아니라 적자의 크기가 매우 큰 경우에도 이익을 크게 조정하여 흑자로 보고하는 현상이 나타나고 있다.

12) 한 분포구역의 관측치는 인접한 다른 구역의 발생치와 독립적인 랜덤변수이므로 실제 값과 기대 값 차이의 분산은 차이 구성요소의 분산의 합계와 같다. 따라서 총관측치가 N 이고 발생치가 i 구역에 속할 확률이 p_i 라고 한다면 차이의 분산은 $Np_i(1-p_i)+1/4N(p_{i-1}+p_{i+1})(1-p_{i-1}-p_{i+1})$ 이 된다.

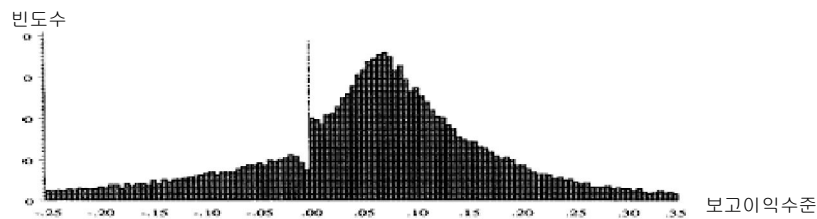
13) Burgstahler and Dichev(1997)은 이들 구간에서 표준차이를 각각 -13.16과 8.92로 보고하고 있다. 즉 우리나라에서 통계적인 유의성이 매우 낮다. 한편, 본 연구에서 검증구간을 (-0.05~0.0)과 (0~0.05)로 확대했을 때에는 오히려 통계적인 유의성이 증가(각각 -21.34와 8.24로 나타남)하고 있음을 보여주는데, 이는 우리나라의 경우에는 영(0)에 약간 못 미치는 적자구간에서만 이익조정이 발생하는 것이 아니라 적자가 발생한 기업들이 전체적으로 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하는 경우가 많기 때문일 것이다. 특히 유의할 점은 이와 같은 이익조정이 발생하면 인접구간의 평균치를 기대치로 하여 산출한 통계치(표준차이)는 왜곡된다는 것이다.

<그림 2> 보고 된 이익수준의 분포



(주) 1. 당기순이익을 기초총시장가치로 나눈 이익수준의 분포이다. 분포는 0.005구간으로 구분되어 있고, 영(0)을 점선으로 구분하여 나타내고 있다. 빈도수는 각 구간에서 관측되는 보고 된 이익수준의 숫자이다.

2. <참조> Burgstahler and Dichev(1997)에 나타난 미국 기업의 이익수준의 분포



인접구간과 비교한 표준차이로 이익조정현상을 검증하는 것은 다음과 같은 두 가지 한계점이 있다. 첫째로 특정 구간의 이익조정이 인접구간에 미치기 때문에 기대치의 값이 적절히 산정될 수 없다는 것이고, 둘째는 특정구간의 이익조정이 어떤 구간에 얼마만큼의 영향을 미치는지 예상할 수 없다는 것이다. 따라서 본 연구에서는 추가적으로 종모양 분포의 대칭을 이루는 쪽의 발생치를 기대치로 하여 다시 검증하여 보았다. 영(0)의 좌측 구간(-0.01~0.0)의 표준차이는 -6.18이고, 영(0)의 우측구간(0.0~0.01)의 표준차이는 3.32로 나타났다.¹⁴⁾ 따라서 본 검증에 의하면 영(0)에 인접한 좌우의 분포는 통계적으로 매우 유의하게 비정규적으로 나타나 본 연구의 연구가설(기업은 적자를 보고하지 않기 위해서 이익을 상향조정할 것이다)을 지지하고 있다.

적자보고를 회피하기 위한 이익조정이 얼마나 빈번히 이루어지고 있는지는 특정 분포구간에서 발생치를 기대치와 비교함으로써 알아볼 수 있다. <그림 2>와 같이 평균=0.0524, 표준편차=0.0159인 분포에서 (-0.01~0.0), (-0.03~0.0), 그리고 (-0.05~0.0)의 기대발생

14) 이 경우에도 검증구간을 (-0.05~0.0)과 (0.0~0.05)로 확대했을 때 표준차이가 각각 -15.39와 29.38로 나타나 통계적 유의성이 높아지고 있음을 발견할 수 있다.

치는 각각 115, 306과 439이다. 그러나 실제발생치는 각 구간에서 각각 58, 121과 184로 나타나고 있어 기대발생치보다 각각 50%, 60%와 58%만큼 적다. 따라서 우리나라에서 기업이 적자보고를 회피하기 위한 이익조정이 매우 보편적인 현상이라고 볼 수 있다. 이는 미국의 경우 (-0.01~0.0) 구간에서 약 44%가 이익조정을 하는 것으로 나타나지만 구간을 확대한 (-0.03~0.0) 구간에서는 이익조정이 약 30% 정도로 감소하고 있는 것과 비교한다면 우리나라 기업에서 적자보고를 회피하기 위한 이익조정이 매우 빈번하게 발생하고 있음을 보여준다.

미국의 경우에는 구간을 확대했을 때 이익조정이 감소하고 있는데 반하여 우리나라의 경우에는 구간을 확대하면 오히려 이익조정의 비율이 증가하거나 유사한 현상을 보이고 있다. 이 또한 우리나라의 경우 영(0)에 인접한 적자기업이 이익을 약간 부풀려 흑자로 만드는 것뿐만 아니라 적자인 기업은 상당수가 큰 이익조정을 하여 적자를 흑자로 둔갑시키고 있음을 나타내고 있다.

4.3 이익조정의 환경과 수단

기업은 적자를 보고하지 않기 위해서 이익조정을 보편적으로 수행하고 있음이 검증되었다. 여기에서는 기업이 어떤 환경에 있을 때 이익조정을 하게 되며, 어떤 수단을 이용하여 이익조정을 하고 있는지를 추가적으로 살펴보고자 한다.

4.3.1 이익조정의 환경

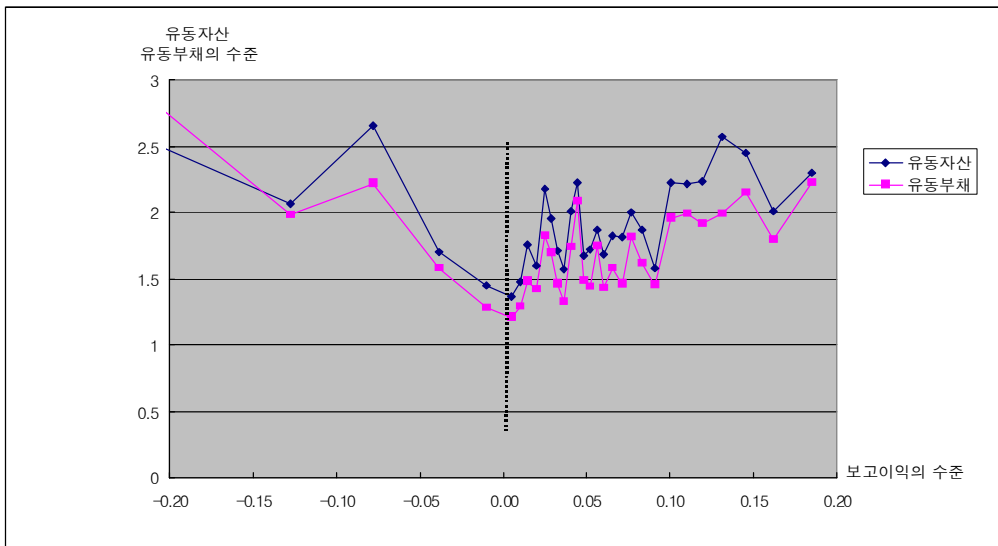
적자를 보고하지 않는 이익조정의 효익이 균일하다면 기업은 사전적으로 이익조정의 비용이 상대적으로 낮은 경우에 이익조정을 할 것이다. 이익조정에서 운전자본이 널리 사용되고 있다는 종전의 연구(Defond and Jambalvo(1994))에 근거할 때 기업의 유동자산이나 유동부채가 많으면 이익조정을 비교적 쉽게 수행할 수 있을 것이다. 이를 확인하기 위하여 영(0)을 중심으로 하여 각 편으로 100개씩의 기업으로 포트폴리오를 구성하고 각 포트폴리오 별로 유동자산수준(기초유동자산/기초총시장가치)과 유동부채수준(기초유동부채/기초총시장가치)의 평균값을 산출하였다(<그림 3> 참조).

<그림 3>에서 보듯이 영(0)을 기준으로 좌측에서 영(0)까지 유동자산과 유동부채의 수준이 점차 낮아지다가 영(0)을 기점으로 한 우측에서는 급격히 상승하고 있음을 보여준다. 이는 높은 수준의 유동자산과 유동부채를 가지고 있는 기업이 이익을 적자에서 흑자로 조정할 가능성이 높음을 보여준다. 또한 운전자본의 변동이 적자보고를 회피하기 위한 이익조정에서 큰 역할을 할 수 있다는 것을 보여준다.

기업이 이익조정수단으로는 가장 원초적으로 영업현금흐름 자체를 이용할 수 있으며, 추가적으로 발생액을 이용하여 이익조정을 할 수 있다. 현금흐름을 조정하는 방법은 상대적으로 많은 비용이 수반되는 반면, 발생액에 의한 조정은 기본적으로 많은 비용이 수반되지 않는다

는 특징이 있다. 따라서 기업은 가능하다면 발생액을 통한 이익조정을 이용할 것이다. 그러나 발생액에 의한 이익조정은 회계기준이 얼마나 적합하고 회계감사가 얼마나 엄격히 수행되는가에 따라 달라질 것이다. 따라서 우리나라의 결과를 외국의 것과 비교함으로써 회계기준의 적합성과 회계감사의 엄격성을 간접적으로 검증할 수 있을 것이다.

<그림 3> 보고된 이익수준에 따른 유동자산과 유동부채의 수준



(주) 영(0)을 기준으로 100 기업씩 포트폴리오를 구성하여 각 포트폴리오 별로 유동자산수준(기초유동자산/기초총시장가치)과 유동부채수준(기초유동부채/기초총시장가치)의 평균을 산출하였다. 보고이익수준은 당기순이익을 기초총시장가치로 나누어 산출하였다.

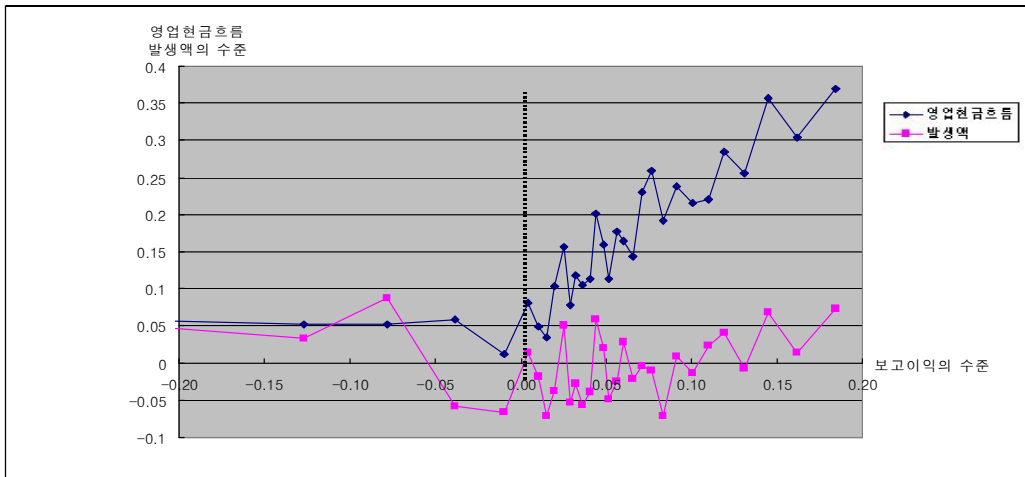
4.3.2 이익조정 수단

기업이 주로 어떤 수단을 이용하고 있는지 살펴보기 위하여 당기순이익을 영업현금흐름과 발생액으로 구분하고, 각 부분의 실증적 분포를 검토하였다. 만일 이익조정이 주로 어느 한 부분에서 발생했다면 그 부분의 분포는 이익조정이 발생하는 구간에서 큰 폭의 증가를 보일 것이다.¹⁵⁾

<그림 4>에는 영(0)을 중심으로 하여 각 편으로 100개씩의 기업으로 포트폴리오를 구성하고 각 포트폴리오 별로 영업현금흐름(영업현금흐름/총시장가치)의 평균과 발생액(발생액/기초총시장가치)의 평균을 산출한 결과가 보고 되어 있다.

15) 이러한 분석결과를 해석함에 있어서 몇 가지 유의할 사항이 있다. 첫째로 이익조정이 특정 항목(영업현금흐름 또는 발생액)에 집중되지 않는다면 이익조정이 특정항목의 분포에 나타나지 않을 수도 있다. 예를 들면, 기업이 이익조정에 특정 항목만을 이용하는데, 상이한 기업이 서로 다른 항목을 이용한다면 각 특정 항목의 분포에는 상대적으로 적은 영향을 미치기 때문이다. 둘째로 항목간의 의존성이 영향을 미친다. 예를 들어 추가적인 현금매출은 영업현금흐름을 증가하게 하지만 이로 인하여 채고자산의 감소가 초래된다면 발생액에도 영향을 미치게 된다.

<그림 4> 보고이익에 따른 영업현금흐름과 발생액의 정도



(주) 영(0)을 기준으로 100 기업씩 포트폴리오를 구성하여 각 포트폴리오 별로 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총시장가치)의 평균과 발생액(발생액/기초총시장가치)의 평균을 산출하였다. 보고이익수준은 당기순이익을 기초총시장가치로 나누어 산출하였다.

<그림 4>에서 보듯이 영업현금흐름과 발생액 모두가 영(0)을 기준으로 좌측에서 영(0)까지 점차 낮아지다가 영(0)이라는 기점에서 급격히 상승하고 있음을 보여준다. 이는 우리나라 기업이 영업현금흐름과 발생액 모두를 이용하여 기업이 이익을 적자에서 흑자로 조정하고 있음을 보여준다.

이러한 결과는 미국 기업에서는 발생액보다는 영업현금흐름을 이용하여 이익을 적자에서 흑자로 변환시키고 있음을 보여주는 Burgstahler and Dichev(1997)의 연구결과와 대조된다. 이러한 현상이 나타난 이유는 우리나라의 경우 회계기준과 회계감사 모든 면에서 선진국인 미국의 경우보다 허점이 있기 때문에 발생액을 통한 이익관리가 기업의 입장에서는 비교적 손쉽기 때문일 것이다.

V. 추가분석

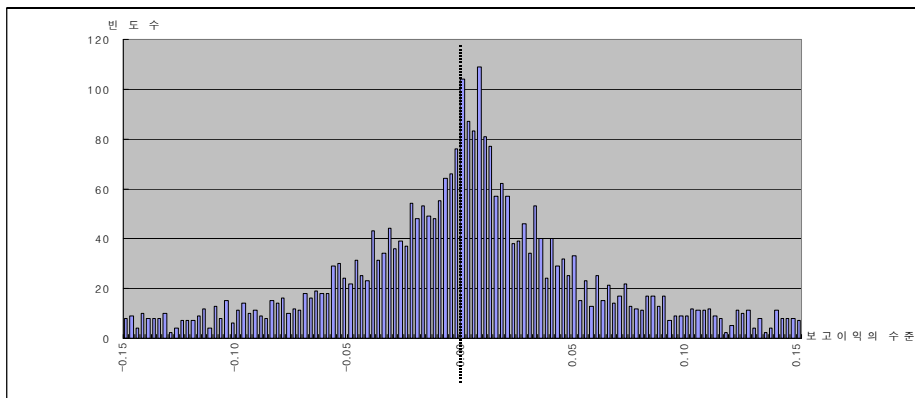
이익이 감소하는 경우에도 적자의 경우와 유사하게 이익조정이 발생하고 있는지와 반기보고에서도 적자나 이익감소를 회피하기 위한 이익조정이 발생하고 있는지를 추가적으로 분석하고자 한다.

5.1 이익감소를 회피하기 위한 이익조정

경영자는 적자를 보고하는 것을 꺼릴 뿐만 아니라 전기에 비해 당기의 이익이 감소되었다고 보고하는 것을 꺼릴 것이다. 왜냐하면 많은 경우에 전기의 이익이 의사결정자의 기대치로 작용하여 이에 미치지 못하면 불이익을 받는다고 보기 때문이다. 경영자가 일정 수준의 이익을 보고하려는 유인이 있음이 최근의 연구에서도 제시되고 있다. 예를 들면, 이익이 지속적으로 증가하는 기업의 이익반응계수가 높다든지, 이익증가의 지속기간이 길수록 주가의 프리미엄이 높게 형성되어 있다든지, 이익증가의 지속성이 무너질 때 주가가 크게 하락한다든지 등과 같은 연구결과가 제시되고 있다.(Barth et al.(1995), DeAngelo et al.(1996))

<그림 5>는 1992년부터 2001년까지 이익변동(이익증감을 기초총시장가치로 나누어 산출함)을 -0.15부터 +0.15까지 0.0025단위로 구분된 구역에 나타나는 기업수를 나타낸 막대 그래프이다.

<그림 5> 보고된 이익변동의 분포



(주) 이익변동(당기이익에서 전기이익을 차감)을 기초총시장가치로 나눈 이익변동의 분포이다. 분포는 0.0025구간으로 구분되어 있고, 영(0)을 점선으로 구분하여 나타내고 있다. 빈도수는 각 구간에서 관측되는 보고된 이익변동의 숫자이다.

<그림 5>는 이익수준을 보고했던 <그림 2>의 경우와 유사하게 단봉 종모양의 분포를 보이고 있으나 영(0) 부근에서 비정규성이 관찰되고 있다. 이익변동이 영(0)보다 약간 적은 구간에는 기업수가 매우 적게 나타난 반면, 영(0)보다 약간 큰 구간에서는 많은 기업이 관측되고 있다. 이는 기업이 이익감소를 회피하기 위하여 이익을 상향조정하고 있음을 나타내고 있다. 이의 통계적 유의성은 적자보고의 경우와 같이 인접구간의 평균치를 기대치로 이용한 표준차이로 검증하였는데, (-0.0025~0.0)구간과 (0.0~0.0025)구간에서 각각 -0.84와 1.76으로 나타나 통계적으로 크게 유의하지 않게 나타났다. 한편, 이 구간에서 Burgstahler and Dichev(1997)은 각각 -8.0과 5.88의 유의한 표준차이를 보고하고 있다. 이는 미국과는 달

리 우리나라에서는 이익증가를 보고하려는 경영자의 유인이 상대적으로 낮기 때문일 수도 있다. 그러나 검증구간을 확장시킨 결과 $(-0.01 \sim 0.0)$ 와 $(0.0 \sim 0.01)$ 에서는 표준차이가 각각 -1.53과 5.28로 나타났고, $(-0.015 \sim 0.0)$ 와 $(0.0 \sim 0.015)$ 에서는 표준차이가 각각 -2.03과 8.59로 나타났다. 이는 우리나라의 경우도 검증구간을 확대할수록 이익이 감소한 기업이 이익을 증가시키려는 경향이 있음을 보여준다.

이익증가를 위한 이익조정이 얼마나 빈번히 이루어지고 있는지는 특정 분포구간에서 발생치를 기대치와 비교함으로써 알아볼 수 있다. <그림 5>와 같이 평균=0.0007, 표준편차=0.0870인 분포에서 $(-0.005 \sim 0.0)$, $(-0.01 \sim 0.0)$, 그리고 $(-0.015 \sim 0.0)$ 의 기대발생치는 각각 191, 383과 541이다. 그러나 실제발생치는 각 구간에서 각각 142, 261과 358로 나타나고 있어 기대발생치보다 각각 26%, 32%, 34% 만큼 적다. 따라서 우리나라에서도 많은 기업이 이익감소의 보고를 회피하기 위한 이익조정을 수행하고 있음을 볼 수 있다. 특히 이러한 결과는 미국의 자료를 이용한 Burgstahler and Dichev(1997)의 경우(각각 12.4%, 10.5%와 8.8%)에 비교할 때 우리나라의 경우 이익감소를 회피하기 위한 이익조정이 오히려 심각함을 보여주고 있다.

요약하면 이익감소를 회피하기 위한 이익조정은 적자보고를 회피하기 위한 이익조정(<그림 2> 참조)에 비교하여서는 그 정도가 심각하지 않게 나타났다. 그러나 여기에서도 적자보고를 위한 이익조정의 검증결과와 유사하게 검증구간을 확대할수록 이익조정비율이 낮아지는 미국과는 달리 우리나라에서는 이익조정의 비율이 높아지고 있음을 볼 수 있다. 이는 우리나라에서는 이익감소 근처에서의 이익조정뿐만 아니라 훨씬 폭넓은 이익조정이 수행되고 있음을 의미하는 것이다.

5.2 반기보고에서의 이익조정

앞에서 연차보고의 경우 기업은 적자 또는 이익감소를 회피하기 위한 이익조정을 상당히 보편적으로 수행하고 있음을 발견하였다. 여기에서는 반기보고의 경우에도 유사한 현상이 나타나고 있는지를 살펴보고자 한다.

반기보고의 경우 기업의 이익조정유인과 이익조정에 수반되는 비용이 상대적으로 낮을 가능성이 있다. 먼저 이익조정의 유인을 살펴보자. 반기보고에서 이익조정의 유인은 반기를 어떻게 보느냐에 따라 상이하다. 반기를 별도의 회계기간으로 보는 구분접근법(discrete approach)과 반기를 연차보고기간의 일부로 보는 통합접근법(integral approach)이 있다. 이해관계자들이 반기를 별도의 기간으로 본다면 반기의 이익보고에서 적자와 이익감소를 회피하기 위한 이익조정의 유인은 연차보고의 경우와 유사할 것이다. 한편, 이해관계자들이 반기를 연차기간의 일부로 본다면 반기이익을 조정하려는 유인은 연차보고의 경우보다 낮아진다.

반기이익을 조정함에 따르는 비용도 연차보고의 경우보다 낮을 것이다. 왜냐하면 반기이익

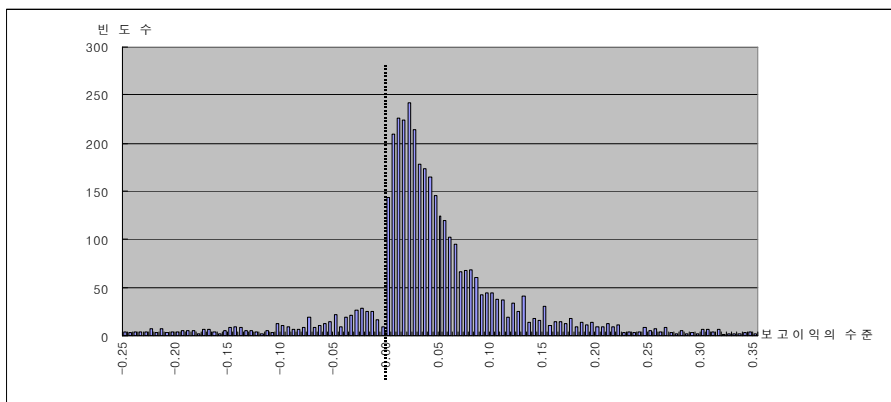
보고에 대한 규제와 감시가 연차보고의 경우보다 덜 엄격하기 때문이다. 예를 들면 반기보고서는 외부감사를 받지 않고 검토의견으로 대체되고 있다.

종합하면 반기보고의 경우 이익조정 유인과 이익조정에 따른 비용 모두가 연차보고의 경우보다 낮을 것으로 예상된다. 따라서 반기보고의 경우 이익조정이 어떤 방향으로 나타날지 예측하기 어렵다. 단지 이해관계자들이 반기를 별도기간으로 보고 있다면 반기이익을 조정하려는 유인이 연차보고의 경우와 같은데, 관련된 비용이 적으므로 반기보고에서의 이익조정이 연차보고에 비해 더욱 빈번히 발생할 가능성이 있다.

<그림 6>과 <그림 7>은 반기보고의 이익수준과 이익변동(당반기순이익에서 전년도 동반기순이익을 차감하여 당기초총시장가치로 나눈 값)¹⁶⁾의 현황을 나타내는 것으로 연차보고 경우의 <그림 2>와 <그림 5>에 대응하는 것이다.

먼저 반기보고에서 이익수준의 분포를 나타내는 <그림 6>은 연차보고에서 이익수준의 분포를 나타내는 <그림 2>와 매우 유사하다. 그러나 적자를 보고하지 않기 위한 이익조정을 검증하기 위한 표준차이는 $(-0.01 \sim 0.0)$ 구간과 $(0.0 \sim 0.01)$ 구간에서 각각 -22.67과 10.03으로 연차보고서의 경우(각각 -6.18과 3.32임)보다 상대적으로 크게 나타나고 있다.¹⁷⁾ 또한, $(-0.01 \sim 0.0)$ 의 구간에서 이익조정을 수행하고 있다고 여겨지는 기업이 약 69%로 추정되어 연차보고의 경우(50%)보다 높게 나타났다.

<그림 6> 반기보고에서 이익수준의 분포

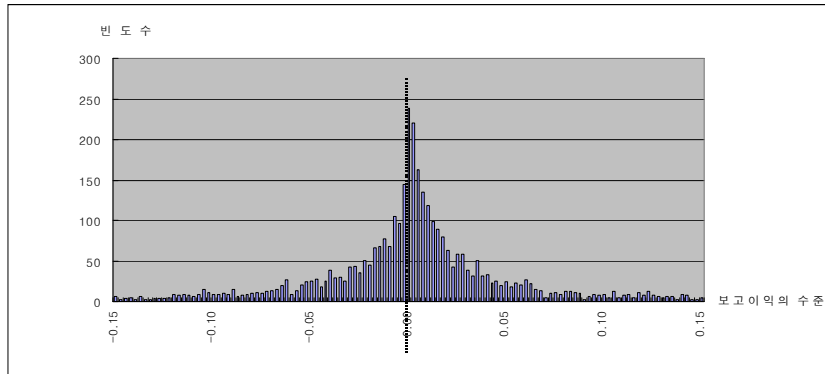


(주) 당반기순이익을 기초총시장가치로 나눈 이익수준의 분포이다. 분포는 0.005구간으로 구분되어 있고, 영(0)을 점선으로 구분하여 나타내고 있다. 빈도수는 각 구간에서 관측되는 보고된 이익수준의 숫자이다.

16) 반기이익의 변동을 측정할 때 본 연구와 같이 전년도 동반기의 이익을 기준으로 삼을 수가 있고, 직전반기의 이익을 기준으로 삼을 수 있을 것이다. 본 연구에서 전년도 동반기를 기준으로 삼은 이유는 계절적인 요소를 고려하여 이익의 변동을 평가하는 경우가 많기 때문이다.

17) 이는 분포의 대칭을 이용한 기대치를 사용한 경우의 통계값이다. 한편, 인접구간을 비교한 표준차이는 영(0)의 좌측구간 $(-0.01 \sim 0.0)$ 의 표준차이가 -16.48이었으며, 영(0)의 우측구간 $(0.0 \sim 0.01)$ 의 표준차이는 6.32로 나타났다.

<그림 7> 반기보고에서 이익변동의 분포



(주) 이익변동(당기반기순이익에서 전년도 동반기순이익을 차감)을 기초총시장가치로 나눈 이익변동의 분포이다. 분포는 0.0025구간으로 구분되어 있고, 영(0)을 점선으로 구분하여 나타내고 있다. 빈도수는 각 구간에서 관측되는 보고된 이익변화의 숫자이다.

<그림 7>은 반기보고에서 전년도 반기보다 감소된 이익을 보고하지 않기 위해서 이익조정이 수행되고 있는지를 검증하기 위해 제시되었다. $(-0.0025 \sim 0.0)$ 구간과 $(0.0 \sim 0.0025)$ 구간에서의 표준차이는 각각 -1.60과 3.22로 연차보고의 경우(각각 -0.84와 1.76임)보다 통계적으로 유의하게 나타났다.¹⁸⁾ 또한 $(-0.005 \sim 0.0)$ 구간에서 실제기업수가 240개로 이 구간에서의 기대기업수 460개에 비해 48%나 적게 나타나고 있어 연차보고의 경우(34%)보다 이익감소를 회피하기 위한 이익조정이 더욱 보편적인 현상임을 보여주고 있다.

요약하면 반기보고의 경우 적자나 이익감소를 회피하기 위한 이익조정이 연차보고의 경우보다 더욱 빈번하게 이루어지고 있음을 볼 수 있다. 이는 반기이익을 조정하는데 소요되는 비용이 상대적으로 낮기 때문이기도 하지만, 한편으로는 이해관계자들이 반기를 별도의 회계기간으로 인식하기 때문일 것으로도 추정된다.

VI. 결론, 한계점 및 앞으로 연구방향

적자와 이익감소는 이해관계자들과의 계약조건을 불리하도록 하여 많은 비용을 발생시킬 것으로 예상된다. 또한 영(0)이 중요한 의사결정기준이기 때문에 이를 중심으로 하여 효용함수가 큰 변화를 보인다는 prospect 이론이 있다. 따라서 경영자는 적자 또는 이익감소가 발생

18) 특히 검증구간을 확장시키면 통계적인 유의성이 증가하는데, $(-0.01 \sim 0.0)$ 와 $(0.0 \sim 0.01)$ 구간의 표준차이가 각각 -9.37과 15.67로 그리고 $(-0.015 \sim 0.0)$ 와 $(0.0 \sim 0.015)$ 구간의 표준차이가 각각 -2.71과 16.45로 나타났다.

했지만 영(0)에서 크게 떨어져 있지 않아 약간의 이익조정으로 이를 흑자 또는 이익증가의 상태로 보고할 수 있다면 이익을 상향조정할 가능성이 높다.

본 연구에서는 기업에서 적자와 이익감소를 회피하기 위한 이익조정이 매우 널리 수행되고 있다는 실증적인 증거가 제시되고 있다. 영(0)에 약간 미달하는 적자기업의 약 50%(제4부의 <그림 2>에 대한 설명을 참조)이 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하고 있음이 밝혀졌다. 특히 우리나라 기업은 영(0)에 약간 미달하는 기업뿐만 아니라 적자규모가 상당히 큰 기업이 많은 경우에 이익을 조정하여 흑자로 보고하고 있다는 증거를 발견하였다. 또한 적자를 회피하기 위한 이러한 이익조정은 유동자산 또는 유동부채가 많은 기업, 즉 이익조정수단이 풍부한 기업에서 더욱 빈번히 발생하며, 이익조정이 영업현금흐름과 발생액 모두를 통해 달성되고 있는 것으로 나타났다. 특히 발생액을 통한 이익조정이 보편적이라는 증거는 우리나라의 회계제도를 개선해야만 한다는 당위성을 제시한다.

본 연구에서는 이익수준이나 이익변동의 횡단면 분포를 이용하여 이익조정의 여부를 검증하는 방법을 채택하였다. 이는 이익조정이 발생하지 않았다면 보고된 이익수준과 이익변동은 평탄한 분포로 나타나지만 특정 이익수준이나 이익변동에서 이익조정이 발생한 경우 이의 좌우에는 분포가 평탄하지 않고 비정상적으로 나타날 것이라는 가정에서 출발한다. 이러한 검증방법의 효용성은 특정 이익수준이나 이익변동이 얼마나 타당한 기준점인가에 의해 결정된다. 본 연구에서 채택된 적자나 이익감소를 위한 경영자의 이익조정목표는 상당히 타당한 기준점이라고 여겨진다.

본 연구와 관련하여 앞으로 수행될 수 있는 연구분야를 제시하면 다음과 같다. 첫째로 적자보고를 회피하기 위해 이익을 조정하는 기업과 적자가 발생했지만 이익을 조정하지 않는 기업의 차이점을 식별하는 것이다. 예를 들면 세금문제가 중요한 결정요인이 될 것이다. 회계이익을 증가시키면 과세소득이 증가하여 추가적인 비용이 발생한다. 따라서 회계이익을 증가시키더라도 세무상 비용이 적게 발생하는 기업에서 이익을 증가시키는 이익조정을 할 것이다. 또한 외부자금수요의 차이에 의해서도 이익조정의 유인이 달라진다. 만일 투자자나 채권자와의 계약조건이 적자나 이익감소에 의해 영향을 받는다면 이미 많은 부채를 보유하고 있거나 추가적인 자금을 조달하고자 하는 기업에서는 이익조정의 유인이 상대적으로 높을 것이다.

둘째로 이익조정을 수행하고 있는 기업과 그들의 이익조정유인에 초점을 맞춘 대부분의 종전연구에서와는 달리 본 연구에서 채택하고 있는 방법을 이용하면 비용이 크게 발생하지 않는 미세한 이익의 상향조정으로 상당한 효익을 얻으리라고 예상되는 기업이지만 이익조정을 하지 않는 기업을 비교적 쉽게 식별할 수 있다. 이러한 기업을 분석한다면 이익조정으로 발생하는 효익과 관련 비용을 분석하는 적절한 연구가 될 것이다.

셋째로 여기에서 제시된 연구결과는 관련 분야의 다른 연구에도 영향을 미칠 것이다. 적자와 이익감소를 보고하지 않기 위해 수행되는 이익조정은 기대이익과 실현이익에 직접 영향을 미칠 것이므로 이익의 정보내용을 검증할 때 이러한 사실을 추가적으로 고려하여야 한다. 예를 들면 영(0)보다 약간 큰 이익은 상향조정된 경우가 많을 것이므로 이러한 이익에 대한 주

가반응은 이익조정 가능성이 적은 다른 수준의 이익에 비해 낮은 추가반응을 보일 것이다. 또한 적자나 이익감소를 보고하지 않기 위한 이익조정은 이익예측이 필요한 연구 예를 들면, 분석가의 예측, 경영자의 예측 등에 관련된 연구에서 고려할 사항이다.

넷째로 흑자 또는 이익감소의 지속성이 기업가치에 미치는 영향을 검증할 수 있다. 이익이 지속적으로 증가한 기업의 주가수익배수가 높을 것으로 예상된다.(Barth et al.(1998) 등을 참조) 즉 이익이 지속적으로 증가하는 기업에 대해서는 시장프리미엄이 높게 형성된다. 또한 이는 역으로 이익의 지속성이 무너지는 경우에 미치는 영향을 분석함으로써 달성할 수도 있다.

다섯째로 적자가 이익의 정보내용에 미치는 영향도 연구되어야 한다. Hayn(1995)은 적자 기업을 제외시킬 때 이익반응계수와 주가수익률-이익간의 상관관계수가 거의 세배정도 증가하고 있음을 보여주고 있다. 적자의 낮은 정보효과는 당해 기간의 손실이 앞으로 지속될 것으로 예상될 때 기업은 청산하는 대안을 가지기 때문일 수도 있다. 따라서 주가치평가나 이익의 정보효과를 평가하는데 있어서 청산선택권을 고려해야 하는지를 분석하여야 한다.(김병호(2003) 등을 참조) 또한 적자가 보고된 상황에서 이해관계자들은 기업을 평가하기 위하여 다른 대체적인 회계정보에 높은 비중을 두는 지도 연구해야 한다. 예를 들면 Barth et al.(1998)과 Collins et al.(1999)은 장부가액을, 송인만 등(1999)은 현금흐름정보를 하나의 대체적인 회계정보의 하나로 제시하고 있다.

특히 적자가 지니는 정보내용이 상황에 따라 달라질 수도 있음에 유의하여야 한다. 예를 들면 적자가 일시적인 것이냐 아니면 지속적인 것이냐에 따라 적자가 기업의 수익성에 의미하는 바가 다르고 이들이 주가에 미치는 영향도 상이할 것이다. 예를 들면 경상이익이 흑자이지만 당기순이익이 적자인 경우는 경상이익과 당기순이익이 모두 적자인 경우와는 주가에 상이한 영향을 미칠 것이다. 또한 첨단기술을 요구하는 산업이나 인터넷 산업에서 연구개발활동이나 광고활동에 막대한 투자를 하여 적자를 기록한 경우 이러한 적자는 오히려 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다. 요약하면 적자의 의미가 애매하고, 적자가 반드시 실적이 나빠다거나 재무적인 위험이 있음을 나타내는 것이 아니라는 것이다.

여섯째로 국가간 또는 시대별로 적자보고의 빈도가 차이가 나는 이유를 분석해 볼 수 있다. 적자의 빈도는 경제의 구조적인 변화, 예를 들면 기업결합이나 부채비율의 변화 등에 의해 발생할 수 있다. 또한 공정가치평가 등을 강조하는 회계원칙의 변경에 의해서도 적자보고의 빈도가 크게 달라질 수 있다. 이와 관련하여 최근에 들어 이익의 정보효과가 점차 감소하는 이유가 적자의 증가에 기인하는 것인지도 밝힐 필요가 있다.

마지막으로 본 연구와 같은 이익조정에 관련된 연구는 궁극적으로 회계관련제도를 어떻게 발전시켜 나가야 하는지에 대한 해답을 제시하는데 초점을 맞추어야 한다. 이를 위하여 앞으로의 연구는 어떤 수단(특히 어떤 회계기준 또는 발생액)이 이익조정에 사용되고 있는지, 그리고 어떤 요인(예를 들면, 회계기준, 외부감사제도, 사외이사제도, 감사인선임제도, 기업지배구조, 기업의 내부통제시스템 등)이 이익조정을 제한하고 있는지를 밝히도록 해야 한다. 이

와 관련하여 영(0)의 전후에 위치한 기업들에 대한 감리가 제대로 이루어지고 있는지를 검증할 수도 있을 것이다.(최관·최국현(2003)을 참조) 또한 적자나 이익감소에 대해 지나치게 불리한 사회적인 제도가 존재한다면 이를 식별하여 제거함으로써 진실한 보고를 유도할 수 있을 것이다. 여기에는 이해관계자들이 지나치게 적자나 이익감소에 민감한 반응을 보이는 것도 포함된다.

무엇보다 가장 중요한 문제는 특정 이익조정이 자원배분에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이에 대한 기존의 연구는 일관성 있는 결과를 보여주고 있지 못하다. 예를 들면 송인만·이용호(1997) 등의 일부 연구는 이익조정이 자원배분을 크게 왜곡시키지는 않음을 보여주고 있는데, 이를 좀더 신중히 검토하여야 한다. 이는 또한 정보이용자의 세련정도, 즉 시장의 효율성과도 깊이 관련되어 있다.

참 고 문 헌

- 김병호. 2003. 우리나라 주식시장에서 적자보고(손실의 정보효과에 대한 실증적 연구: 기업청산가설과 회계이익평균회귀가설을 중심으로, 증권학회지(제32집 3호): 191-221.
- 나종길. 1995. 적자보고와 자본시장의 반응에 관한 연구, 회계학연구(제20권 제3호): 1-22.
- 송인만·백원선·이정주. 1999. 기업재무상태에 따른 현금흐름정보의 상대적 유용성, 경영학연구(제28권 제3호): 747-770.
- 송인만·이용호. 1997. 利益柔軟化의 수단과 정보내용, 회계학연구(제22권 제4호): 193-220.
- 윤순식. 1998. 영업현금흐름에 따른 이익관리현상에 관한 연구, 회계학연구(제23권 제2호): 107-126.
- 전규안·박종일. 2002. “이연법인세의 이익조정에 관한 연구,” 회계학연구(제27권 제1호): 107-136.
- 최관·김문철. 1997. 신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구,” 회계학연구(제22권 제2호): 1-23.
- 최관·최국현. 2003. 회계부정기업의 특성에 관한 연구, 회계학연구(제28권 제2호): 211-243.
- 최종서. 1998. 재량적 발생조정이 이익구성요소의 정보효과에 미치는 영향, 회계학연구(제23권 제4호): 81-115.
- Barth, M., J. Elliot and M. Finn. 1998. Market Rewards Associated with Increasing Earnings Patterns, Working Paper.
- Barth, M., W. Beaver and W. Landsman. 1998. Relative Valuation Role of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health, *Journal of Accounting and Economics* 25(February): 1-34.

- Beatty, A., B. Ke and K. Petroni. 2002. Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks, *The Accounting Review* 77(July): 547-570.
- Beaver, W. H., F. M. Maureen and K. K. Nelson. 2003. Management of the Loss Reserve Accrual and the Distribution of Earnings in the Property-casualty Insurance Industry, *Journal of Accounting and Economics* 35(August): 347-376.
- Bowen, R., L. DuCharme and D. Shores. 1995. Stakeholders Implicit Claim and Accounting Method Choice, *Journal of Accounting and Economics* 20 (December): 255-295.
- Burgstahler, D. 1997. Incentive to Manage Earnings to Avoid Earnings Decrease and Losses: Evidence from Quarterly Earnings, Working Paper, University of Washington.
- Burgstahler, D. and M. J. Eames. 2003. Earnings Management to Avoid Earnings Losses and Decreases: Are Analyst Fooled?, *Contemporary Accounting Research* 20(Summer): 253-294.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, *Journal of Accounting and Economics* 24(December): 99-126.
- Carslaw, C.A.P.N. 1988. Anomalies in Income Numbers: Evidence of Goal Oriented Behavior, *The Accounting Review* 63(April): 321-327.
- Collins, D.W., M. Pincus and H. Xie. 1999, Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity, *The Accounting Review* 74(January): 29-61.
- Cornell, B. and A. Shapiro. 1987. Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management* 16(Spring): 5-14.
- DeAngelo, H., A. DeAngelo and D. Skinner. 1996. Reversal of Fortune: Dividend Signalling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth, *Journal of Financial Economics* 40(March): 341-371.
- Degeorge, F., J. Patel and R. Zeckhauser. 1999. Earnings Management to Exceed Thresholds, *Journal of Business* 72(January): 1-33.
- Defond, M. and J. Jambalvo. 1994, Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 17(January): 145-176.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics* 20(September): 125-153.

- Healy, P. M. and J. M. Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its Implication for Standard Setting, *Accounting Horizon* 13(December): 365-383.
- Jones, J. J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigation, *Journal of Accounting Research* 29(Autumn): 193-228.
- Kahneman, D. and A. Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*(47): 263-291.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises, *The Accounting Review* 77(July): 483-514.
- Thomas, J. 1989. Unusual Patterns in Reported Earnings, *The Accounting Review* 64(October): 773-787.