세무와회계저널
제24권 제4호 2023년 8월 pp.31～49
한국세무학회

https://doi.org/10.35850/KJTA.24.4.02
ISSN 1738－3323

코스닥 IPO 기업의 이익 및 매출액 요건충족과 이익조정의 관련성에 관한 연구*

김문태** · 이선화*** · 김원신****

〈요 약〉

본 연구는 코스닥 시장에 등록된 상장기업을 대상으로 기업공개 시점에서 이익규모 및 매출액 요건을 충족하기 위하여 보고이익을 조정할 개연성이 있다고 보고, 이들의 유의적인 연관성을 검증하였다. 본 연구는 2013년부터 2020년 6월말까지 코스닥에 계속 상장한 연도별－기업별 신규상장 273개와 신규상장에 해당되지 않는 5,943개 표본을 검증하였다(금융업 제외). 이익조정 대용변수는 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995)으로 추정한 재량적발생액이며, ① ROE 10% 이상 ② 당기순이익 20억원 이상 ③ 매출액 100억원 이상 ④ 매출액증가율 20% 이상 등의 요건에 더미변수를 취하여 이익조정과 유의한 관련성이 있는지를 검증하였다.

첫째, 단변량 상관분석 결과, 신규상장 기업은 이익조정과 유의한 양(+)의 상관성이 있으며, 자기자본이익률 · 순이익 · 매출액증가율 요건 등이 이익조정과 유의한 양(+)의 상관성으로 나타났다. 둘째, 코스닥 신규상장 기업 중 자기자본이익률 10% 요건을 충족하여 기업공개 하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사하였다. 셋째, 코스닥 신규상장 기업 중 순이익 20억 이상 요건을 충족하여 기업공개 하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 상대적으로 영업성과를 양호하게 산출하기 위한 이익의 상향조정 전략이 구사되었다. 넷째, 코스닥 신규상장 기업 중 매출액증가율 20% 이상 요건을 충족하여 기업공개 하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사된 결과를 도출하였다.

본 연구는 현재 진행되고 있는 상장요건 완화를 필두로 논의되고 있는 '코스닥시장 활성화 방안'이 최소한 시장안정과 투자자보호 차원에서 회계투명성을 담보할 수 있어야 한다는 실증결과를 제시하는데 공헌성이 있을 것이다.

〈주제어〉 코스닥, 기업공개, 신규상장을 위한 이익 및 매출액 충족요건, 이익조정

* 이 논문 또는 저서는 2022년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF－2022S1A5A2A01039506).

** 조선대학교 경영학부 교수, kmt@chosun.ac.kr, 주저자
*** 호남대학교 경영학부 조교수, 3hssh@honam.ac.kr, 교신저자
**** 전남연구원 전문연구위원, kws@gjeri.kr, 공동저자

논문접수일 2023년 6월 12일　　게재확정일 2023년 7월 5일

Ⅰ. 서 론

본 연구는 2012년부터 2020년 상반기까지 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장된 기업이 기업공개(IPO, initial public offerings) 시점에서 부과되는 개별 이익 및 매출액 요건을 충족시키기 위하여 이익조정을 구사하였는지 검증하고자 한다.[1)]

기업공개는 비상장기업이 정규 거래소에 상장하여 주식을 유통하기 위한 첫 단계로 법적인 절차와 방법에 따라 재무내용을 공시하는 절차로 이를 통하여 주식이 자본시장에 대중적으로 유통되고 불특정한 다수의 이해관계자가 형성된다. 관련 당국은 신규상장 시점에서 업종종사 이력, 자기자본 안정성, 지분분산, 기업경영의 계속성, 재무건전성, 공익과 투자자 보호에 관한 요건 등 시장안정과 지속성을 담보하기 위한 형식적 요건과 질적 요건을 심사하고 있다. 따라서 기업공개는 규제당국이 기업의 적격성과 건정성을 보증하여 기업입장에서 자금조달 기회를 제공받을 뿐만 아니라 투자자에게는 신규상장 시점에서부터 상장적격성이 있는 기업이 여과되어 신뢰성을 담보 받는 과정이라 할 수 있다.

자본시장 지원 및 육성에 대한 정부의 의지에 따라 비상장법인을 정규 자본시장인 코스닥 시장에 유입시키려는 시책의 일환으로, 최근까지 신규상장 요건에 대한 규제는 지속적으로 완화되는 추세를 보였다. 이 중 기업성과(재무성과 혹은 경영성과) 요건은 2005년 1월 21일 제정(규정 제10호) 당시 자기자본이익률(ROE) 10% 이상의 단일 기준만 적용하다가 차츰 당기순이익 20억원 이상(2005. 12. 23 규정 제132호), 매출액 100억원 이상인 동시에 기준시가총액이 300억원 이상(2008. 9. 12 규정 제368호), 매출액이 50억원 이상인 동시에 직전 연도 대비 매출액 증가율이 20% 이상(2013. 2. 22 규정 제895호) 요건 등이 추가되었다. 이때, 코스닥 시장에 상장하려는 기업은 자기자본비율, 순이익 성과, 매출액 및 시가총액, 매출액증가율 중에서 '최소한 하나의 요건만 선택하여 충족하면 된다는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서 임의의 연도에 코스닥 시장에 신규 상장한 기업에 따라 이익 및 매출액 요건을 충족하는 개수는 각기 다를 수 있으며, 심지어 이익 및 매출액에 대한 최소 요건 중 단 하나의 요건조차 구비되지 못한 기업이 상장된 사례도 보고되고 있다.[2)]

---

1) 기업공개는 실질적으로 거래소에 주식을 등록하여 유통하는 '상장'을 의미하며, 이때 상장에는 신규 상장, 재상장, 추가 상장 등이 있다. 일반적으로 기업공개는 새로운 종목의 유가증권을 거래소에 상장하는 신규상장을 의미하며, 따라서 본 연구에서는 기업공개, 신규상장, IPO는 의미상 거의 동일한 개념으로 사용한다.

2) 네비스탁(2011) 보고서 참조하기 바람. 이에 대한 신문기사(머니투데이, 2015년 9월 15일)의 일부를 소개하면 다음과 같다. "적자기업도 상장할 수 있는 방안이 추진되면서 부실상장 우려가 커지고 있다. 무리한 상장 활성화 정책이 투자자들의 피해로 이어질 경우 정부가 시장부실을 부추겼다는 비판을 피하기 어렵다는 지적이다."

이러한 맥락에서, 본 연구는 코스닥 시장에 등록된 상장기업을 대상으로 기업공개 시점에 이익규모 및 매출액 요건을 충족하기 위하여 보고이익을 조정할 개연성이 있다고 보고, 이들의 유의적인 연관성을 검증하고자 한다.

본 연구는 연구대상을 다음과 같이 한정하여 분석한 결과를 제시할 것이다. 첫째, 본 연구는 코스피 시장에 비하여 신규상장 기업 수가 월등히 많은 코스닥 신규상장 기업을 주 검증대상으로 분석하고자 한다. 이는 선행연구에서 코스닥 신규상장 기업이 이익을 과도하게 상향조정하는 결과(이정연 등 2005 ; 윤순석・김효진 2007 ; 최종서 등 2010)를 반영하여 신규상장을 위한 개별 요건을 충족하기 위한 이익조정 동기를 심화하여 제시하는 공헌성이 있을 것이다. 둘째, 연구대상 분석 기간은 2012년(최근 사업연도 포함)부터 2020년까지로 설정한다. 코스닥 시장 상장규정이 2005년 1월 21일 제정된 이후 거의 매 연도에 개정이 이루어짐에 따라 이익규모 및 매출액 기준 또한 연도마다 달리 적용되었다. 그럼에도 불구하고, 2013년 4월 1일 개정규정(제895호 부칙 시행일 조항 기준)부터 2018년 12월 21일 개정규정(제1613호 부칙 시행일 조항 기준)까지 이익규모 및 매출액 요건은 '최근 사업연도 말 기준' 자기자본비율(ROE) 10% 이상, 순이익 20억원 이상, 매출액 100억원 이상, 매출액증가율 20% 이상 등 4가지 중 택일 기준으로 일관되게 유지되었다.[3] 따라서 본 연구는 이익규모 및 매출액 요건 중 최소한 하나를 선택하여 충족하도록 규정한 '최근 사업연도'인 2012년부터 2021년까지를 연구대상으로 한정하여 연구결과 해석에 일반화를 기하고자 한다. 한편, 2020년에 발발한 코로나 19 팬데믹으로 인하여 활발하게 진행해온 기업 신규상장이 크게 감소하여 본 연구는 2020년 상반기까지로 표본기업을 한정하였다.

선행연구들이 신규상장을 전후하여 단지 이익을 상향조정 하는지에 초점을 둔 데 비해, 본 연구는 '이익 및 매출액 상장요건을 충족하기 위하여' 코스닥 신규상장 기업이 이익을 상향조정한다는 동기를 합리적 추론 가능한 상황별로 구분한 결과를 제시하는데 의의가 있을 것이다. 본 연구는 현재 진행되고 있는 상장요건 완화를 필두로 논의되고 있는 '코스닥시장 활성화 방안'이 최소한 시장안정과 투자자보호 차원에서 회계투명성을 담보할 수 있어야 한다는 실증결과를 제시하는데 공헌성이 있을 것이다.

3) 다만, 기준시가총액 500억원 이상과 최근 사업연도의 매출액, 2년간 평균 매출액증가율, 공모 후 자기자본 대비 기준시가총액비율 등은 2016년 12월 14일 개정 규정(제1383호)에서 처음 제시되었으나, 이는 시장성 평가와 관련되는 요건이다. 따라서 본 연구는 기준시가 요건은 이익 및 매출액 요건에서 제외하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구의 검토와 가설의 설정

선행연구는 개별적으로 신규상장 기업과 코스닥 상장기업에서의 이익조정이 상대적으로 더 강하게 행사되는 것을 제시할 뿐만 아니라, 신규상장과 코스닥 기업이 동시에 결합된 연구대상의 경우에도 이익조정과 유의한 설명관계가 있음을 밝히고 있다.

전반적으로 기업공개 시점을 전후하여 기업들이 이익조정을 구사하는 것으로 보인다. Aharony et al.(1993)은 상장 직전의 2개 연도를 대상으로 이익조정 여부를 검증하였으나, IPO 기업들이 상장 전에 이익을 상향조정한다는 증거를 발견하지 못하였다. 그러나 Friedlan(1994)은 Aharony et al.(1993)과는 달리 IPO 기업들이 상장 직전 연도뿐만 아니라 상장 당해 연도에도 이익을 증가시킨다는 결과를 제시하였다. Teoh et al.(1994)는 기업공개 이후 유상증자를 실시한 기업에서 상장연도 및 그 이후 기간에 이익이 상향조정되어 보고된다는 결과를 제시하였다. 국내 연구로, 최관과 김문철(1997)은 신규상장 기업의 이익조정 이 상장 이전 기간이 아니라 상장 당해 연도와 상장 직후 연도에 나타난다는 결과를 제시함으로써 공모주의 발행가격을 유리하게 산정하기 위하여 이익조정이 이루어진다는 가설을 지지하지 않았다. 심동석과 금학연(2002)은 신규상장 기업이 상장직전 연도를 포함한 상장 후 3년까지 이익을 상향조정하고, 상장 후 3년도에 걸쳐 유상증자 여부에 따라 재량적발생액이 통계적으로 유의한 차이를 보인다고 보고하였다. 김권중 등(2004)는 IPO 기업들이 상장 직전보다 오히려 상장 직후에 이익조정을 구사한 결과를 제시하였으며, 이를 상장 이후 유상증자 시 유리한 발행가를 설정하려는 동기와 유상증자를 하지 않는 경우에도 주식가격 유지 목적으로 이익조정을 구사한다고 주장하였다. 최정호(2006)는 신규상장 기업이 공모주식의 최초발행가격과 상장 후 시가를 될 수 있는 한 높게 책정할 의도로 이익의 상향조정 가능성을 제기하였다.

코스닥 기업은 전반적으로 코스피 기업에 비하여 이익조정 정도가 더 강한 것으로 보고되고, 특히 기업공개를 전후하여 이익조정이 공격적으로 구사되는 것으로 나타났다. 윤순석(2001)은 거래소기업과 코스닥기업 모두 발생액을 활용하여 보고이익을 조정하는 경향이 있으나, 이런 현상이 코스닥기업에서 더 강하게 행사되며 특히 영업현금흐름이 저조한 경우 이익을 상향조정하는 경향이 더 강하다고 주장하였다. 이정연 등(2005)는 코스닥 신규등록 기업에서 등록 직전연도와 등록연도에 재량적발생액이 유의한 양(+)의 값으로 나타난 점을 제시하여, 이를 공모주식의 발행가액을 높이고 상장요건 충족을 위하여 이익조정 의도와 시점이 달라질 수 있다고 해석하였다. 윤순석과 김효진(2007)은 코스닥 벤처기업, 코스닥 일반기업, 거래소기업 등 세 집단 모두 기업공개 연도에 이익을 상향조정 하고, 특히 코스닥 벤처기업이 코스닥 일반기업과 거래소기업에 비하여 기업공개 연도와 공개 이전 연도에 훨씬 공격적으로 이익조정을 구사한다는 결과를 보고였다. 최종서 등(2010)는 거래소시장 신규상장 기업과 달리 코스닥시장 신규상장 기업들이 상장 전년도와 상장 당해 년도에 발생액과 실물활동 조정을 통하여 광범위하게 이익을 증

가시키는 결과를 제시함으로써 코스닥 신규상장 기업이 거래소시장에 비하여 월등히 강한 이익조정 동기가 있으며, 이러한 상황은 주간사 회사 혹은 지정감사인에 의한 감시와 견제기능이 상대적으로 소홀할 경우에 발생될 여지가 있다고 해석하였다. 최성호와 최정호(2018)는 2008년부터 2016년까지 코스닥시장에 상장예비심사를 청구한 기업을 대상으로 신규상장기업의 상장 결정요인을 분석한 결과, 현금기준 수익성과 성장성이 좋은 기업일수록, 채무불이행 가능성이 낮을수록, 제3자 보증역할을 수행하는 주간사의 명성이 높은 기업일수록 신규 주식시장에 진입할 가능성이 높다는 결과를 도출하였다.

한편, 기업공개 시점에서의 재무부실 및 회계투명성 미비가 상장폐지 위험을 높일 수 있다. Li et al.(2006)은 신규상장 시점에 공격적인 이익조정의 결과로 과대해진 성과를 상장 이후에 지속하여 달성하지 못하게 되면 상장폐지 가능성이 높다는 결과를 제시하였다. 곽영민과 최종서(2011)는 상장 직전 년도에 발생액 이익조정보다 실물활동 이익조정을 행사한 기업이 상장 이후 기업성과가 더 악화되어 상장폐지에 이를 가능성이 높다고 주장하였다. Kim(2016) 또한 KOSDAQ에 2000년부터 2013년까지 신규상장 한 기업들이 이익조정을 강하게 구사할수록 상장폐지 될 가능성이 높다는 결론을 도출하였다. 김문태(2016)는 코스닥시장 진입시점에서 K-Score로 측정한 기업부실지수가 높을수록 상장폐지에 유의한 설명관계가 있다는 결과를 제시하였다.

기업은 신규상장을 의도한 시점에서 불리한 상장요건을 선별하고 이를 회피하여 시장에 진입할 전략을 강구할 것이며, 이로 인하여 상장요건이 부실한 기업도 상장될 여지가 있다(김문태 2016). 따라서 기업공개 시점에서의 실질적인 요건 심사가 매우 중요한 사안이라 할 수 있다(장욱 2010 ; 김창수 2008). 금융위원회(2016)는 2010년부터 2015년 신규상장 한 코스닥 기업 248개사를 대상으로 상장 이후 3년간 경영성과를 조사한 결과, 총자산이익률(ROA)이 15.2%로 코스피 시장의 10.3% 보다 우량한 기업이 상장되었다고 보도하였다. 그러나 상장 이후 매출이 증가된 기업의 비중은 75.0%에서 54.2%로, 평균영업이익률은 15.5%에서 9.8%로 감소한 것으로 나타나 코스닥 IPO 기업의 성장성이 오히려 악화된 결과를 보였다. 이는 경영자가 코스닥에 진입함으로써 각종 상장혜택을 얻기 위하여 신규상장 시점의 최근 연도에 이익 및 매출액을 단기적으로 급격하게 상향조정하였으나, 신규상장 이후 이러한 지표가 회계수치상 구조적으로 반전(reverse)되어 불리하게 작용된 결과를 반증하고 있다. 심호석(2018)은 신규상장 기업이 동일한 조건의 기존 상장기업에 비해 적자를 회피하거나 전년도 이익을 초과하는 빈도가 상대적으로 높고, 특히 임계이익 충족목적의 이익조정 규모가 크게 나타난다는 결과를 보였다. 김문태와 강유정(2019)은 기업공개 연도에 자기자본이익률과 당기순이익 요건을 충족하지 못한 기업에서 상장폐지 가능성이 높게 나타난 결과를 제시하였다.

이러한 맥락에서 본 연구는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 연구대상 기간 동안 기업공개 시점에 ① ROE 10% 이상 ② 당기순이익 20억원 이상 ③ 매출액 100억원 이상[4] ④ 매출액

4) 이에 대한 요건은 '최근 사업연도 매출액 100억원과 기준시가총액 300억원 이상'이다. 매출액과 기준시

증가율 20% 이상[5] 등의 요건과 이익조정이 유의한 관련성이 있는지를 검증하고자 한다.[6] 경영자는 이익규모 및 매출액 요건을 충족하여 정규 자본시장에 진입할 유인이 강할 것이며, 따라서 이익규모 및 매출액 요건을 충족하기 위하여 이익을 상향하는 회계방법을 전략적으로 선택할 개연성이 높을 것이다. 본 연구는 다음 가설을 설정하여 이를 검증하고자 한다.

가설 : 코스닥 IPO 기업이 최근 사업연도에 이익 및 매출액 요건을 충족한 경우, 이익조정과 양(+)의 설명관계가 있을 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 이익조정 변수 : 재량적발생액의 추정

이익조정 대용변수는 연도별－산업별로 식(1)의 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)에 의한 재량적발생액(DA, discretionary accruals)을 활용하고자 한다. 수정 Jones모형은 많은 관측치를 확보하여 생존편의 위험이 낮은 장점이 있다(윤순석 2004). 식(1)에서 추정된 회귀계수를 각 개

가총액이 동시 요건일 뿐만 아니라, 기준시가총액은 시장성 평가기준이므로 본 연구에서는 매출액 100억 기준만 검증하고자 한다.

5) 이에 대한 요건은 '최근 사업연도 매출액이 50억원 이상인 동시에 직전 연도 대비 매출액증가율이 20% 이상'이어야 한다. 매출액과 매출액증가율이 동시 요건이므로, 본 연구에서는 매출액증가율의 충족요건만 검증하고자 한다.

6) 최근 사업연도 기준으로 이익요건과 관련하여 코스닥시장 상장규정의 연도별 주요한 개정사항을 요약정리하면 다음과 같다(출처 : http://law.krx.co.kr/las/TopFrame.jsp, 김문태 · 강유정 2019).

연도(호)	ROE	당기순이익	매출액 & 시가총액	매출액 & 매출액증가율
2005.1.21. (제10호)	10% 이상			
2005.12.23. (제132호)	10% 이상	20억 이상		
	위 둘 중 하나			
2008.9.12. (제368호)	10% 이상	20억 이상	100억 & 300억 이상	
	위 셋 중 하나			
2013.2.22. (제895호)	10% 이상	20억 이상	100억 & 300억 이상	50억 & 20% 이상
	위 넷 중 하나			
2016.12.14. (제1383호)	10% 이상	20억 이상	100억 & 300억 이상	50억 & 20% 이상
	위 넷 중 하나와 아래의 요건 중 하나			
	－시가총액 500억원 이상 & 매출액이 30억원 이상 & 최근 2개년 사업연도 평균 매출액증가율이 20% 이상일 것 －시가총액 500억원 이상 & 공모 후 자기자본 대비 기준시가총액이 200% 이상일 것			

별기업에 대입하여 정상적이고 비재량적인 발생액(NDA, non-discretionary accruals)의 기대치를 산출하고, 총발생액(TA, total accruals)에서 개별기업의 비재량적발생액을 차감하면 재량적발생액(DA, non-discretionary accruals)이 추출된다. 회귀분석에서의 추정과정을 거치면, 결과적으로 재량적발생액은 식(1)의 잔차항(ε)과 같게 될 것이다.

$$DA = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [a_0 + a_1(\frac{1}{A_{t-1}}) + a_2(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}}) + a_3(\frac{PPE_t}{A_{t-1}})] \quad \text{식(1)}$$

<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,
ROA(return on asset)	: 총자산이익률,

A는 총자산, t는 당기, t-1은 전기, a는 추정회귀계수

* 모든 변수에 임의의 기업 i를 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략함.

2. 가설검증 모형의 설계

$$DA_{d=1,2} = a_0 + a_1 IPO + a_2 ITEM_{i=1,2,3,4} + a_3(IPO \times ITEM_{i=1,2,3,4}) + a_4 SIZE + a_5 DEBT + a_6 BLOK + a_7 FORIN + a_8 Big4 + a_9 IND + \epsilon \quad \text{식(2)}$$

<종속변수>

DA	: 재량적발생액, 식(1)의 수정 Jones 모형으로 추정한 재량적발생액

<주설명변수>

IPO	: 2013년부터 2020년 6월말까지 코스닥에 신규상장된 기업이면 1, 그렇지 않으면 0,
ITEM	: t-1기(최근 사업연도) 이익규모 및 매출액 요건 충족에 대한 더미변수,
i=1	: ROE 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
i=2	: 순이익 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
i=3	: 매출액 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
i=4	: 매출액증가율 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
IPO×ITEM	: 신규상장 기업과 이익규모 및 매출액 요건 충족 더미변수의 상효작용 변수

<통제변수>

SIZE	: 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),
DEBT	: 부채비율(=총부채/자기자본),
BLOK	: 1대주주지분율,
FORIN	: 기말외국인지분율,
Big4	: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0,
IND	: 산업별 더미변수,
ε	: 잔차항,

* 종속변수 DA는 t기이며, 독립변수는 최근 사업연도에 해당하는 t−1 시점임.
** 임의의 신규상장 기업을 나타내는 아래첨자 i는 기술편의상 생략함.

식(2)에서 종속변수 DA는 이익조정의 대용변수로 2012년부터 2020년 6월말까지 동종 산업에서 추정한 재량적발생액이며, 이에 대하여 신규상장 연도 더미변수인 IPO와 ITEM, 그리고 이들의 상호작용 변수 등이 각각 상호작용된 a_1, a_2, a_3계수로 검증된 결과를 보일 것이다.

ITEM은 2013년부터 2020년 6월말까지 신규상장 '최근 사업연도'인 2012년부터 2019년까지 자기자본이익률 10% 이상, 당기순이익 20억원 이상, 매출액 100억원 이상, 전년 대비 매출액증가율 20% 이상 등 신규상장 요건을 충족한 경우에만 더미변수 1을 취한 값이다. 신규상장 시점에서 이들 요건을 충족하기 위하여 이익을 상향보고 할 회계방법을 전략적으로 선택하였다면, 변수는 종속변수 DA에 유의한 양(+)의 값을 보일 것이다.

본 연구는 선행연구에서 검증한 기업규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 대주주지분율(BLOK), 외국인지분율(FORIN), 감사인 규모(Big4), 그리고 산업별 더미변수(IND) 등 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 변수를 통제변수로 포함하여(박종일 2003 ; 김성혜 등 2012 ; 최성규・김경민 2005 ; 김성환・김태동 2013) 통계적 추론에 정확성을 기함으로써 기업공개 시점의 이익규모 및 매출액 요건이 이익조정에 미치는 영향을 보다 정교하게 포착할 것이다.

3. 표본의 선정

〈표 1〉 표본의 구성

연도	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	총합계
IPO	22	27	37	30	37	44	39	37	273
NON	586	621	670	720	778	810	850	908	5,943
합계	608	648	707	750	815	854	889	945	6,216

본 연구의 검증대상은 2020년 결산일까지 코스닥에 계속상장한 연도별−기업별 횡단면 표본이다(금융업 제외). 2013년부터 2020년 6월말까지 신규상장된 표본은 273개이며, 해당연도에 신규상장을 하지 않는 표본은 5,943개로 총 6,216개 표본이 검증될 것이다. 이들은 총자산 대비 총부채 비율이 1을 초과하여 자본잠식이 우려된 표본과 총자산이 음(−)인 기업이 연구결과의 일반화에 영향을 미칠 수 있으므로 제외된 표본이다. 구체적으로 2020년 결산일까지 연도별−기업별 표본은 8,239개였으나 부실표본으로 제거된 표본이 무려 2,023개에 달하였다. 이는 코스닥 상장기업의 재무안정성이 매우 취약하다는 것을 반증하며, 신규상장 시점에서 상장요건을 엄격히 규제받지 못한 원인이 작용한 것으로 보인다(김문태・강유정 2019). 신규상장된 업종은 전자부품・컴퓨터・영상, 음향 및 통신장비 제조업(C26000)이 45개(16.5%)로 가장 많았고, 기타 기

계 및 장비 제조업(C29000), 컨설팅・종합서비스(J58000) 순으로 관측되었다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기술통계량

〈표 2〉 주요변수의 기술통계량(n=6,216)

구분	평균	중위수	표준편차	최솟값	최댓값
DA	0.002	0.007	0.092	−0.516	0.449
IPO	0.044	0.000	0.205	0.000	1.000
ITEM1	0.324	0.000	0.468	0.000	1.000
ITEM2	0.566	1.000	0.496	0.000	1.000
ITEM3	0.944	1.000	0.230	0.000	1.000
ITEM4	0.229	0.000	0.420	0.000	1.000
IPO×ITEM1	0.037	0.000	0.190	0.000	1.000
IPO×ITEM2	0.036	0.000	0.186	0.000	1.000
IPO×ITEM3	0.041	0.000	0.198	0.000	1.000
IPO×ITEM4	0.022	0.000	0.146	0.000	1.000
SIZE	25.282	25.236	0.753	23.024	27.840
DEBT	0.416	0.370	0.266	0.007	0.997
BLOK	27.455	25.160	13.964	0.000	76.400
FORIN	5.199	1.890	9.202	0.000	84.170
Big4	0.345	0.000	0.475	0.000	1.000

<변수의 정의>

DA : 수정 Jones 모형으로 추정한 재량적발생액,
IPO : 2013년부터 2020년 6월말까지 코스닥에 신규상장된 기업이면 1, 그렇지 않으면 0,
ITEM1 : t−1기(최근 사업연도)에 ROE 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
ITEM2 : t−1기(최근 사업연도)에 순이익 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
ITEM3 : t−1기(최근 사업연도)에 매출액 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
ITEM4 : t−1기(최근 사업연도)에 매출액증가율 요건을 충족하였으면 1, 그렇지 않으면 0,
IPO×ITEM : 신규상장 기업과 이익규모 및 매출액 요건 충족 더미변수의 상효작용 변수
SIZE : 기업규모(=총자산에 자연로그를 취한 값),
DEBT : 부채비율(=총부채/자기자본),
BLOK : 1대주주지분율,
FORIN : 기말외국인지분율,
Big4 : 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0,

<표 2>는 본 연구모형에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타내고 있으며, 평균을 위주로 살펴보면 다음과 같다. 우선 이익조정 대용변수로써 종속변수인 DA의 평균은 0.002로 약한 양(+)의 값으로 나타나 기업공개 기업을 포함한 연구대상 코스닥 기업에서 소폭의 이익 상향조정을 예상할 수 있다. IPO의 평균은 4.4%로 이는 <표 2>과 같이 연구대상 기간 동안 신규상장 기업의 빈도 273개에 해당한다. ITEM의 평균은 각각 32.4%(2,015개), 56.6%(3,518개), 94.4%(5,868), 22.9%(1,423개)로 나타나 기업공개 기업을 포함한 연구대상 전체 표본에서 매출액 100억원 이상의 빈도가 가장 많았으며, 당기순이익 20억 이상, 자기자본이익률(ROE) 10% 이상, 매출액증가율 20% 이상 요건 순으로 나타났다. 하지만 IPO×ITEM의 비율은 각각 3.7%, 3.6%, 4.1%, 2.2%에 불과해 이익 및 매출액 요건으로 상장한 빈도가 크게 낮은 것을 알 수 있다[7]. SIZE의 평균은 25.282이며, DEBT의 평균은 0.416으로 총자산 대비 총부채가 비교적 낮은 수준으로 산출되는바, 이는 외환위기 이후 정부(금융감독원, 공정거래위원회 등)에서 자기자본 대비 부채비율을 200% 이내로 규제한 것과 관련이 있을 것이다(김문태 2016). BLOK의 평균은 약 27.5%로 거래소를 포함한 여타 선행연구에 비하여 상대적으로 낮게 나타났으나 표준편차의 수치가 높은 점으로 미루어 코스닥 기업에서 소유구조의 집중이 심하다고 볼 수 있다. FOR의 평균은 약 5.2%로 나타나 코스피에 비하여 외국인투자자의 선호가 상대적으로 더 약한 것으로 보인다. Big4의 평균을 통하여 연구대상 코스닥 기업의 34.5%가 대형회계법인의 외부감사를 수감하는 것을 알 수 있다.

2. 상관분석

<표 3>은 가설검증에 활용된 주요변수 간의 피어슨 상관분석 결과이다. 변수별 각 셀의 위쪽은 상관계수이며 아래쪽은 통계적 유의수준을 나타낸다.

우선, IPO와 DA의 상관계수는 0.116으로 통계적으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관성을 보였다. 이는 2013년 이후 코스닥에 신규상장 한 기업이 영업성과를 호의적으로 보고하기 위하여 이익을 상향조정하였다는 것을 시사하며, 선행연구와 일관된 결과를 보였다(심동석・금학연 2002 ; 이정연 등 2005 ; 윤순석・김효진 2007 ; 최종서 등 2010). IPO와 ITEM1, ITEM2, ITEM4의 상관계수는 각각 0.230, 0.112, 0.121로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 이로써 자기자본이익, 순이익, 매출액증가율 요건 등이 양호한 기업에서 신규상장이 이

7) IPO×ITEM을 모두 합한 평균수치는 13.5%로 여기에는 각 신규상장 요건이 중복되어 산정되었기 때문에 IPO 전체 비율 4.4%보다 높은 수치를 보인다. 김문태와 강유정(2019)에 의하면, 2001년부터 2012년까지 신규상장 기업 중 자기자본이익률 요건과 당기순이익 요건을 충족하지 못하고 상장한 기업이 각각 43.5%, 41.2%에 달한 것으로 보고되었다. 이는 신규상장 기업이 이익요건 중 어느 하나라도 구비하지 않고 우회적인 방법을 통하여 상장될 수 있었다는 것을 반증한다(김문태・강유정 2019). 본문에는 제시하지 않았지만, 신규상장한 273개 표본 중 ROE, 순이익, 매출액, 매출액증가율 요건 등으로 상장한 비율은 중복요건을 포함하여 각각 85%, 81.3%, 92.7%, 49.5%로 나타나 시간이 경과함에 따라 상장요건에 더 부합하고 있다는 것을 추론할 수 있다.

루어진다는 것을 유추할 수 있다. 하지만 IPO와 ITEM3은 유의하지 않는 음(−)의 상관성으로 매출액 요건이 기업공개에 크게 작용하지 못한다는 것을 암시한다. IPO와 SIZE, DEBT, FORIN은 음(−)의 상관성으로 나타나 기업규모가 크며 부채비율이 높고 외국인지분율이 많은 기업은 오히려 기업공개에 적극적이지 않을 수 있다는 점을 시사한다. 그러나 IPO와 BLOK는 유의한 양(+)의 상관성을 보임으로써 대주주지분이 강할수록 기업공개 의지가 강할 것이 예상된다. 또한 ITEM은 전반적으로 유의한 양(+)의 상관성을 보임으로써 신규상장 요건이 서로 밀접한 연관성으로 중복될 수 있음을 시사한다. 통제변수에서 DEBT, FOR과 DA는 선행연구와 일관되게 유의한 음(−)의 상관관계로 나타나 선행연구와 마찬가지로 국내 기업에서 부채비율과 이익조정과 반비례 관계가 있고(박종일 2003)과 외국인투자자 지분율이 높을수록 적극적인 감시활동의 결과 이익조정이 통제될 수 있음을 확인하였다(전영순 2003 ; 김문태 2004 ; 김성혜 등 2012).

〈표 3〉 상관분석 결과(n=6,216)

	DA	IPO	ITEM1	ITEM2	ITEM3	ITEM4	SIZE	DEBT	BLOK	FOR
IPO	0.116									
	0.000									
ITEM1	0.148	0.230								
	0.000	0.000								
ITEM2	0.179	0.112	0.583							
	0.000	0.000	0.000							
ITEM3	0.028	−0.012	0.117	0.223						
	0.012	0.269	0.000	0.000						
ITEM4	0.048	0.121	0.214	0.119	0.020					
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.075					
SIZE	0.014	−0.088	0.133	0.374	0.251	0.012				
	0.196	0.000	0.000	0.000	0.000	0.269				
DEBT	−0.082	−0.021	−0.042	−0.068	0.001	−0.013	0.027			
	0.000	0.058	0.000	0.000	0.896	0.236	0.013			
BLOK	0.107	0.078	0.134	0.184	0.109	−0.013	0.125	−0.037		
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.231	0.000	0.001		
FORIN	−0.005	−0.071	0.188	0.191	0.058	0.043	0.271	−0.039	0.063	
	0.644	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
Big4	0.006	0.074	0.076	0.110	0.047	−0.003	0.174	0.012	0.177	0.137
	0.578	0.000	0.000	0.000	0.000	0.783	0.000	0.274	0.000	0.000

주1) <변수의 정의>는 기술통계량 참조
주2) 각 셀의 위는 상관계수, 아래는 유의수준을 나타냄(양측 검증).

3. 다중회귀분석

다중회귀분석 전반에 걸쳐 모형적합성을 나타내는 수정 R^2에 대한 F값이 1% 수준에서 유의하여 검증모형이 적합하다고 볼 수 있으며, 분산팽창계수(VIF, Variance Inflation Factor)로 측정한 다중공선성 문제는 우려할 수준이 아니었다.[8)]

〈표 4〉 신규상장 기업이 이익조정에 미치는 영향(n=6,216)

구분	IPO	SIZE	DEBT	BLOK	FORIN	Big4	수정 R^2 (F값)
회귀계수	0.109	0.020	−0.076	0.098	−0.009	−0.021	0.098
t통계량	9.947***	1.728*	−7.012***	8.791***	−0.788	−1.836*	41.875***
p값	0.000	0.084	0.000	0.000	0.431	0.066	0.000

주1) <변수의 정의>는 기술통계량 참조
주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

<표 4>는 코스닥 상장기업을 대상으로 2013년부터 2020년 6월말까지 최근사업연도(t−1연도)에 신규상장한 기업에 더미변수를 취하여 이익조정 정도를 검증한 결과이다. 주 검증변수 IPO의 회귀계수는 0.109로 추정되고, 이에 대한 t통계량은 9.947로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계로 나타났다. 이는 코스닥 신규상장 기업이 기존에 상장된 코스닥기업에 비하여 상대적으로 이익의 상향조정 행태가 더 강한 것을 의미하며, 선행연구와 일관된 결과를 보였다(심동석・금학연 2002 ; 이정연 등 2005 ; 윤순석・김효진 2007 ; 최종서 등 2010).

〈표 5〉 신규상장 이익과 매출액 충족요건이 이익조정에 미치는 영향(n=6,216)

<패널 A> ROE 요건을 충족하여 신규상장한 기업이 이익조정에 미치는 영향

구분	IPO×ITEM1	SIZE	DEBT	BLOK	FORIN	Big4	수정 R^2 (F값)
회귀계수	0.141	−0.001	−0.074	0.091	−0.038	−0.014	0.103
t통계량	12.677***	−0.092	−6.778***	8.168***	−3.321***	−1.287	52.359***
p값	0.000	0.927	0.000	0.000	0.001	0.198	0.000

8) 일반적으로 VIF 값이 10이상 이면 독립변수들 간에 다중공선성이 존재한다고 판단하는데, 본 연구에서의 최대 VIF는 2.238로 나타났다.

〈표 5〉 신규상장 이익과 매출액 충족요건이 이익조정에 미치는 영향(n=6,216) (계속)

<패널 B> 순이익 요건을 충족하여 신규상장한 기업이 이익조정에 미치는 영향

구분	IPO×ITEM2	SIZE	DEBT	BLOK	FORIN	Big4	수정 R^2 (F값)
회귀계수	0.187	−0.053	−0.065	0.082	−0.032	−0.015	0.104
t통계량	15.773***	−4.384***	−6.052***	7.360***	−2.844***	−1.314	67.309***
p값	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.189	0.000

<패널 C> 매출액 요건을 충족하여 신규상장한 기업이 이익조정에 미치는 영향

구분	IPO×ITEM3	SIZE	DEBT	BLOK	FORIN	Big4	수정 R^2 (F값)
회귀계수	0.016	0.005	−0.078	0.105	−0.016	−0.011	0.071
t통계량	1.447	0.454	−7.156***	9.377***	−1.370	−0.985	25.439***
p값	0.148	0.650	0.000	0.000	0.171	0.325	0.000

<패널 D> 매출액증가율 요건을 충족하여 신규상장한 기업이 이익조정에 미치는 영향

구분	IPO×ITEM4	SIZE	DEBT	BLOK	FORIN	Big4	수정 R^2 (F값)
회귀계수	0.049	0.009	−0.078	0.107	−0.018	−0.011	0.082
t통계량	4.458***	0.801	−7.114***	9.603***	−1.571	−0.970	28.457***
p값	0.000	0.423	0.000	0.000	0.116	0.332	0.000

주1) <변수의 정의>는 기술통계량 참조
주2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄.

<표 5>는 코스닥 상장기업을 대상으로 2013년부터 2020년 6월말까지 최근사업연도(t−1연도)에 신규상장한 기업의 자기자본이익률, 순이익, 매출액, 매출액증가율 등 성과요건에 부합하기 위하여 이익조정이 구사되었는지를 검증한 결과이다.

패널 A에서 주 검증변수 IPO×ITEM1의 회귀계수는 0.141로 추정되고, 이에 대한 t통계량은 12.677로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계로 나타났다. 이는 코스닥 신규상장 기업 중 자기자본이익률 10% 요건을 충족하여 기업공개하였을 경우 다른 기업−연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사하였다는 것을 의미한다.

패널 B에서 주 검증변수 IPO×ITEM2의 회귀계수는 0.187로 추정되고, 이에 대한 t통계량은 15.773으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계로 나타났다. 이는 코스닥 신규상장 기업 중 순이익 20억 이상 요건을 충족하여 기업공개하였을 경우 다른 기업−연도에 비하여 상대적으로 영업성과를 양호하게 산출하기 위한 이익의 상향조정 전략이 구사되었다는 것을 암시한다.

패널 C에서 주 검증변수는 IPO×ITEM3으로 종속변수인 재량적발생액에 미치는 회귀계수는

0.016으로 유의하지 않는 양(+)의 설명력으로 나타났다. 이는 매출액 100억 충족요건을 달성하기에 크게 어려움이 없는 코스닥 신규상장기업은 이 요건에 부합하기 위하여 공격적으로 이익을 보고할 유인이 상대적으로 약하거나 다른 요건에 매출액 요건이 중복적으로 이미 반영되어 그 설명력이 낮게 나온 결과일 수도 있을 것이다.

패널 D에서 주 검증변수 IPO×ITEM4의 회귀계수는 0.049로 추정되고, 이에 대한 t통계량은 4.458로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계로 나타났다. 이는 코스닥 신규상장 기업 중 매출액증가율 20% 이상 요건을 충족하기 위하여 다른 기업-연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사하였다는 것을 시사한다.

통제변수에서는 전반적으로 DEBT와 FOR은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 설명력으로 나타나 부채비율이 높을수록 오히려 이익의 하향조정을 모색할 개연성이 있으며(윤순석 2001 ; 박종일 2002) 외국인투자자의 감시활동으로 과도한 이익의 상향조정이 억제된다는 선행연구와 일관된 결과를 보였다. BLOK은 DA에 강한 양(+)의 반응을 보임으로써 코스피를 대상으로 한 선행연구에 비하여 코스닥에서의 대주주지분율이 공격적 이익조정에 영향을 미치는 것을 추론할 수 있다.

4. 연구의 시사점

역대 정부에서는 자본시장 활성화 일환으로 코스닥 시장을 육성하기 위한 규제완화와 다양한 지원정책을 제시하였다. 문재인 정부 출범 이후 2018년 4월 금융위원회는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」 후속조치로 이익실현 가능성, 계속사업이익, 자본잠식 등 코스닥 시장진입의 주된 요건인 수익성 기준을 크게 완화하는 보도자료를 발표하였다. 이와 같은 요건 완화로 유가증권시장에 상장하기 어려운 벤처기업 및 기술성과 성장성이 있는 기업이 코스닥 시장으로 진입함으로써 안정적이고 장기적인 자금을 조달할 수 있는 기회가 부여되었다.

그러나 기업공개를 의도하여 기회주의적으로 이익을 상향조정하는 것은 상장 이후 경영성과 하락으로 이어질 가능성이 높고(최종서 등 2010), 정보비대칭에 의한 본질가치의 왜곡으로 인하여 투자자에게 경제적 손실을 전가시키고 궁극적으로 자본시장을 교란시킬 수 있다(이장우 등 2014). 이는 성장잠재력은 높지만 신용도가 낮은 초기 중소·벤처기업들이 코스닥 시장에서 자금을 조달하려는 본래의 취지를 저해할 우려가 있다.

나아가 신규상장 요건이 충분히 완비되지 않는 기업 혹은 부실한 내부정보를 은폐하려는 기업의 주식이 시장에서 유통된다면, 상장 이후 계속기업으로서의 지속성에 잠재적인 문제를 일으킬 수 있다. 예컨대, 삼성바이오로직스는 기업공개 이전에 계속 적자를 보고하였음에도 불구하고 2015년에 흑자로 전환한 기업성과를 보고한 이후 신규상장에 성공하였으나, 2017년까지 계속 적자를 보고하여 자본시장 이해관계자에게 적지 않은 손실을 끼친 폐해를 지적할 수 있다.

상장 이후 기업의 영속성이 지속되지 못하게 되면 상장폐지(delisting) 위험에 봉착할 수 있다. 장욱(2010)은 상장폐지 퇴출기준이 신규상장 요건과 다른 점을 지적하여, 기업공개 시점에서 심사기준을 실질적으로 강화할 필요성을 주장하였다. 회계투명성 차원에서도 기업공개 시점에서 경영자의 기회주의적 재무보고가 상장폐지와 유의한 설명관계를 있다는 연구결과가 보고되었다(최종서 등 2010 ; 곽영민 · 최종서 2011 ; 김문태 2016 ; 김문태 · 강유정 2019). 이들 선행연구는 상장폐지의 징후를 사전에 예측하는 것은 중요한 사안이라고 지적하고 있는바, 신규 시장진입 시점에서부터 코스닥시장에서의 주간사회사 혹은 지정감사인에 의한 감시와 견제기능을 강화할 필요가 있으며(최종서 등 2010), 제반 요건을 면밀히 검토하여 향후 잠재적인 투자자 손실 및 시장부실 위험을 예방하는 시책이 요청되고 있다.

본 연구는 신규상장 요건의 시의적 엄격성을 확인하여 자본시장의 육성뿐만 아니라 보호정책 또한 중요하다는 점을 제시하는데 의의가 있을 것이다.

Ⅴ. 연구의 결론 및 한계

본 연구는 코스닥 시장에 등록된 상장기업을 대상으로 기업공개 시점에서 이익규모 및 매출액 요건을 충족하기 위하여 보고이익을 조정할 개연성이 있다고 보고, 이들의 유의적인 연관성을 검증하였다.

본 연구는 2013년부터 2020년 6월말까지 코스닥에 계속상장한 연도별－기업별 신규상장 273개와 신규상장에 해당되지 않는 5,943개 표본을 검증하였다(금융업 제외). 이익조정 대용변수는 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995)으로 추정한 재량적발생액이며, ① ROE 10% 이상 ② 당기순이익 20억원 이상 ③ 매출액 100억원 이상 ④ 매출액증가율 20% 이상 등의 요건에 더미변수를 취하여 이익조정과 유의한 관련성이 있는지를 검증하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 단변량 상관분석 결과, 신규상장 기업은 이익조정과 유의한 양(+)의 상관성이 있으며, 자기자본이익률 · 순이익 · 매출액증가율 요건 등이 이익조정과 유의한 양(+)의 상관성으로 나타났다.

둘째, 코스닥 신규상장 기업 중 자기자본이익률 10% 요건을 충족하여 기업공개하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사하였다.

셋째, 코스닥 신규상장 기업 중 순이익 20억 이상 요건을 충족하여 기업공개하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 상대적으로 영업성과를 양호하게 산출하기 위한 이익의 상향조정 전략이 구사되었다.

넷째, 코스닥 신규상장 기업 중 매출액증가율 20% 이상 요건을 충족하여 기업 공개하였을 경우 다른 기업－연도에 비하여 공격적인 이익조정을 구사된 결과를 도출하였다.

선행연구들이 신규상장을 전후하여 단지 이익을 상향조정 하는지에 초점을 둔 데 비해, 본 연구는 자기자본이익률・순이익・매출액증가율 요건 등을 충족하기 위하여 코스닥 신규상장 기업이 이익을 상향조정한다는 실증결과를 제시하는데 선행연구와 차별성이 있을 것이다. 본 연구는 현재 진행되고 있는 상장요건 완화를 필두로 논의되고 있는 '코스닥시장 활성화 방안'이 최소한 시장안정과 투자자보호 차원에서 회계투명성을 담보할 수 있어야 한다는 실증결과를 제시하는데 공헌성이 있을 것이다.

그럼에도 불구하고, 본 연구는 이익조정 변수를 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995) 위주로 검증한 한계점이 있으며, 이익 및 매출액 요건의 중복성을 배제한 효과를 분석하지 못한 한계점이 있다. 향후 연구에서는 실질활동에 의한 이익조정 변수를 추가하고 신규상장 기업이 특정 이익 및 매출액 요건만을 충족하였을 경우 차별적인 이익조정이 어떻게 나타나는지를 검증하는 연구가 진행되기를 제언한다.

참고문헌

김권중・김문철・전중열. 2004. “신규 상장기업의 이익조정동기”. 회계학연구 제29권 제4호 : 87－116.

곽영민・최종서. 2011. “신규상장기업의 이익조정과 생존가능성의 관련성 : 코스닥 시장을 중심으로”. 회계저널 재20권 제3호 : 231－263.

김문태. 2016. “코스닥 기업의 신규상장 전후 기업부실 예측지수와 상장폐지의 관련성에 관한 연구”. 회계정보연구 제34권 제2호 : 343－361.

김문태・강유정. 2019. “코스닥기업의 신규상장을 위한 이익요건 충족과 상장폐지의 관련성에 관한 연구”, 회계저널 제28권 제4호 : 31－54.

김성혜・이아영・전성빈. 2012. “외국인투자자의 특성과 실제이익조정 － 외국인대주주의 역할을 중심으로”. 회계학연구 제37권 제2호 : 129－165.

김성환・김태동. 2013. “감사인 규모가 이익조정에 미치는 영향 － 기업 부실화 이전 표본을 대상으로”. 회계연구 제18권 제2호 : 95－116.

김창수. 2008. “건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향 : 상장폐지요건을 중심으로”. 경영학연구 제37권 제1호 : 97－131.

네비스탁. 2011.「코스닥 시장 상장요건에 따른 코스닥 상장기업 재무 건전성 평가」. 연구보고서 : 1－59.

박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로”. 회계학연구 제28권 제2호 : 135－172.

심동석・금학연. 2002. “신규상장기업의 이익조정시점에 대한 연구”. 회계정보연구 제18권 : 43－161.

심호석. 2018. “신규상장기업의 임계이익충족”, 회계・세무와 감사 연구 제60권 제4호. : 241－279.

윤순석・김효진. 2007. “신규등록 코스닥 벤처기업의 이익관리”. 회계정보연구 제25권 제4호 : 29－58.

윤순석. “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구”. 증권학회지 제29권 2001 : 57－85.

윤순석. 2004. “이익관리수단에 관한 연구”. 회계학연구 제29권 제3호 : 33－59.

이정연・박제균・김철기. 2005. “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구”. 대한경영학회지 제18권 제6호 : 2681－2700.

장욱. 2010. “국내 상장폐지제도의 분석”. PERSPECTIVE 제2권 제2호 : 44－57.

전상경. 2011. “신규상장 기업의 조기 상장폐지 가능성 분석”. 기업가정신과 벤처연구 제14권 제4호 : 101－124.

최관・김문철. 1997. “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제22권 제2

호 : 1－27.

최성규・김경민. 2005. “부채비율과 경영자의 이익조절”. 회계학연구 제30권 제3호 : 113－145.

최성호・최정호. 2018. “신규상장기업의 상장결정요인 분석 : 상장예비심사 청구기업을 대상으로”. 회계저널 제27권 제6호 : 61－94.

최정호. 2006. “감사품질과 신규상장기업의 이익조정”. 회계학연구 제31권 제4호 : 114－143.

최종서・곽영민・백정한. 2010. “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구”. 회계학연구 제35권 제3호 : 37－80.

http://www.fsc.go.kr. 금융위원회. 2016.「역동적인 자본시장 구축을 위한 상장・공모제도 개편 방안」. 금융위원회 보도자료.

http://law.krx.co.kr/las/TopFrame.jsp.「코스닥시장 상장규정」.

Aharony, J., C. Lin, and M. Loeb. 1993. Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earning Management. *Contemporary Accounting Research* 10(3) : 61－81.

Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 : 193－225.

Friedlan, J. 1994. Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research* 11(2) : 1－31.

Kim, M. T. 2016. Aggressive Earnings Management around IPOs and Involuntary Delisting in KOSDAQ. *Bulletin of Japanese Association for International Accounting Studies* 37(1) : 103－113.

Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39(1) : 163－197.

Li, J., L. Zhang, and J. Zhou., 2006. Earnings Management and Delisting Risk of Initial Public Offerings. *Working Paper*.

Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. *The Accounting Review* 71(3) : 289－315.

Teoh, S., T. Wong, and G. Rao. 1994. Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings. University of Michigan. *Working Paper.*

A Study on the Relation between the Requirements for IPO of Earnings and Sales Items and Earnings Management in KOSDAQ IPO Firms*

Kim, Moon Tae** · Lee Sunhwa*** · Kim Wonsin****

<Abstract>

The purpose of this study is to investigate the possibility of adjusting the reported earnings to meet the IPO requirement of earnings and sales items at the time of IPO of listed companies registered in the KOSDAQ market. This study verified 273 IPO by year-firms and 5,943 samples that were not listed on KOSDAQ from 2013 to the end of June 2020(excluding the financial industry). The earnings management proxy variable is estimated by modified Jones model (Dechow et al. 1995), and it is verified whether there is a significant relationship with earnings management by taking dummy variables such as 1) ROE of 10% or more, 2) net income of 2 billion won or more, 3) sales of 10 billion won or more, and 4) sales growth rate of 20% or more. First, as a result of univariate correlation analysis, IPO had a significant positive (+) correlation with earnings management, and the requirements for ROE, net income, and sales growth rate were found to have a significant positive (+) correlation with earnings management. Second, when IPO met the requirement of 10% of ROE, aggressive earnings management was used compared to year-firms. Third, when IPO meets the requirements of more than 2 billion won in net income, a earnings upward management strategy was used to produce relatively good operating performance compared to other year-firms. Fourth, when IPO met the requirement of 20% or more of sales growth, aggressive earnings management compared to other year-firms were derived. This study will contribute to presenting empirical results that the "KOSDAQ Revitalization Plan," which is currently being discussed with the easing of listing requirements, should at least ensure accounting transparency in terms of market stability and investor protection.

<Key words> KOSDAQ, IPO, IPO Requirement of Earnings and Sales Items, Earnings Management

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2022S1A5A2A01039506).

** Professor, Department of Business Administration, Chosun University, kmt@chosun.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, Department of Business Administration, Honam University, 3hssh@honam.ac.kr, Corresponding Author

**** Research Fellow, Jeonnam Research Institute, kws@gjeri.kr, Co-author