

세무와회계저널
제11권 제4호 2010년 12월 pp.253~274
한국세무학회

상장폐지 실질심사 제도 시행이 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향*

박홍조** · 지현미***

<요 약>

한국거래소는 형식적인 상장폐지 심사의 문제점을 개선하기 위해 2009년 2월부터 기존의 형식적인 양적 기준 외에 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지 여부를 결정하는 제도인 상장폐지 실질심사 제도를 시행하였다. 유가증권 및 코스닥시장 상장폐지 실질심사 지침에 의하면 회계처리기준 위반행위가 적발될 경우 곧 바로 상장폐지 실질심사 대상이 되기 때문에 상장폐지 실질심사 제도는 회계정보의 투명성 및 신뢰성 측면에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 본 연구는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행에 미치는 영향을 살펴보고, 실질심사 제도 시행 이후 본 제도의 시행이 상장기업의 회계정보의 신뢰성에 긍정적인 영향을 미쳤는지 여부에 대하여 실증적으로 검증하였다.

실증분석 결과, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후의 기간이 제도 시행 이전 기간에 비해 재량적 발생액을 통한 이익조정이 유의적으로 감소하였으며, 이는 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인해 회계정보의 신뢰성이 더 높아졌음을 의미한다. 또한 코스닥시장 상장기업의 경우 유가증권시장 상장기업에 비해 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인한 자의적인 이익조정 감소 효과가 더 큰 것으로 나타났다. 이는 유가증권시장 상장기업에 비해 상대적으로 회계정보의 신뢰성이 낮았던 코스닥시장 상장기업이 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인한 회계정보의 신뢰성 개선 효과가 더욱 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 결과는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 회계정보의 투명성 및 신뢰성 제고에 긍정적인 영향을 미치고 있으며 이를 통해 일반투자자 보호라는 궁극적인 목적을 효과적으로 달성하고 있다는 점을 실증적으로 검증함으로써, 상장폐지 실질심사 제도의 정책적 정당성을 부여할 수 있을 것으로 기대된다.

<주제어> 상장폐지 실질심사 제도, 이익조정, 회계정보의 신뢰성

* 이 논문은 2009학년도 대구대학교 학술연구비 지원에 의한 논문임

** 대구대학교 회계세무학부 조교수, hjp@daegu.ac.kr, 053-850-6132, 제1저자

*** 계명대학교 회계학과 전임강사, hmji@kmu.ac.kr, 053-580-6399, 교신저자

I. 서 론

일반적으로 주식의 증권시장 상장을 의미하는 기업공개는 기업의 원활한 자금조달과 재무구조 개선을 도모하고, 국민의 기업참여를 장려하여 국민경제의 건전한 발전에 기여함을 그 목적으로 하고 있다. 또한 기업주식의 일반 공모 및 대중 분산을 통하여 기업자금을 일반투자자로부터 조달함과 동시에 기업경영이 공개됨에 따라 전문경영인에 의한 경영현대화가 이루어짐으로써 주식회사 본연의 사회적 책임과 기능적 체제를 확립하는데 도움이 된다. 이에 우리나라는 지난 1968년 자본시장 육성에 관한 법률에 이어 1972년 기업공개촉진법이 제정되어 기업공개에 대한 정부차원의 지원이 확대되었고, 이에 따라 공개기업의 수가 크게 증가하여 2009년 12월말 현재 유가증권시장(KOSPI)에 770개 기업, 코스닥시장(KOSDAQ)에 1,028개 기업이 상장되어 거래되고 있다.

주식시장에 상장된 기업은 기업공개를 통해 자금조달 능력의 증가, 주식가치의 공정한 결정, 각종 법률상의 혜택¹⁾ 등 비상장기업에 비해 상당한 경영상의 이점을 누릴 수 있기 때문에 대부분의 상장기업들은 상장을 지속적으로 유지하고자 한다. 하지만 유가증권시장 및 코스닥시장 상장규정에는 투자자 보호를 위해 주식을 상장하고 이를 유지하기 위해서는 반드시 일정한 요건을 충족하도록 규정하고 있으며, 이를 충족하지 못할 경우에는 시장에서 강제 퇴출시키는 조항을 두고 있다. 예를 들어 유가증권시장의 경우 유가증권시장 상장규정 제80조 ‘주권의 상장폐지 규정’을 통해 사업보고서 미제출, 사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서 미제출, 감사의견이 부적정 또는 의견거절인 경우, 영업활동정지, 최종부도발생 또는 은행거래정지, 자본잠식, 주식분산요건 및 거래량 미달, 회생절차개시, 사외이사 수 미달 또는 감사위원회 미설치, 해산, 공시 의무 위반, 주식양도의 제한, 주권상장법인이 지주회사의 완전자회사가 되는 경우, 연간 매출액 50억원 미만, 주가 및 상장시가총액의 일정 수준 미달 등과 같은 상장폐지 기준을 제시하고, 이 같은 사유 중 어느 하나에 해당하는 경우 원칙적으로 당해 주권의 상장을 폐지한다고 규정하고 있다.

하지만 이러한 상장폐지 요건은 형식적인 측면에 치우쳐 있어 실질적인 기업 내용은 상장을 유지하기 어려운 상태임에도 불구하고, 각종 편법을 동원하여 형식적인 상장폐지 요건만 피하는 방법으로 부당하게 상장을 유지하는 사례가 빈번하게 발생하였다. 실제로, 코스닥시장 상장사인 특정 기업의 경우 2004년부터 2006년까지 연속 3년간 적자를 기록하여 2007년 말 누적 적자규모가 1,000억원이 넘었다. 코스닥시장 상장규정 상 2년 연속 적자에 자본잠식률이 50%를 넘을

1) 상장기업은 주식매수선택권의 부여, 주주총회의 소집 절차, 자기주식의 취득, 이익소각, 주식의 액면미달발행, 현물출자의 검사, 사채의 발행, 신종사채의 발행, 이익배당, 주식배당, 의결권 없는 주식의 발행 등에 대하여 비상장기업에 비해 그 절차나 요건에 있어 자본시장법 등에 의한 특례 규정을 적용받고 있다.

경우 퇴출대상이 된다. 하지만 이 기업은 자본금을 인위적으로 늘렸다 줄였다를 반복하면서 퇴출규정을 교묘하게 피해갔고, 결국 이로 인한 피해는 고스란히 일반투자자 등에게 돌아갔다. 이처럼 적자가 지속되어 실질적으로 존속기업으로서의 가능성이 의심되는 데도 불구하고 사채업자와 결탁하여 제3자 배정 방식의 유상증자를 통해 일단 퇴출을 모면하거나, 아예 인위적인 주식소각 등을 통해 자본금을 감소시키고 이 과정에서 발생한 감자차익을 회계장부상 누적손실과 상계처리 하는 방법을 통해 누적 결손금을 일시적으로 줄여 자본잠식을 벗어나기도 한다.

더욱 극단적인 방법으로는 상장폐지 위기에 직면한 한계기업의 대주주가 외부감사인과 결탁하여 분식회계를 통해 적자 및 자본잠식을 숨기기도 하고, 외부감사인을 위협하여 회계조작을 강요하는 사례까지도 발생하였다.

이와 같이 상장폐지를 부당하게 피해가는 사례들은 상장폐지 규정 및 적용이 모두 양적 기준에만 치우쳐 있었기 때문에 가능한 측면이 크다. 즉, 상장폐지 결정이 매출액이나 영업손실 또는 자본잠식 규모 등과 같이 한계기업이 지닌 문제들이 숫자로 명확히 드러나는 ‘양적 기준 미달’의 경우에만 이루어 졌다. 따라서 밖으로 드러나는 양적기준에만 문제가 없으면 상장폐지를 피할 수 있다 보니 비정상적 방법을 동원하여 숫자를 조작하는 기업이 빈번히 나타났으며, 횡령 및 배임을 일삼아 투자자들에게 막대한 피해를 입혔음에도 불구하고 상장폐지가 이루어 지지 않는 문제에 대한 지적도 끊이지 않았다.

이에 한국거래소에서는 형식적인 상장폐지 심사의 문제점을 개선하기 위해 자본시장법 발효에 맞추어 2009년 2월부터 상장폐지 실질심사 제도를 시행하였다. 상장폐지 실질심사 제도는 기존의 형식적인 기준(양적 기준)외에도 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지를 결정하는 제도이다. 이를 통해 형식적인 상장폐지 심사 제도의 한계를 보완하고 시장신뢰도 제고 및 투명성 강화를 도모할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 실제로 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후 상장 폐지된 기업수가 급격히 증가한 것으로 나타나고 있다. 코스닥시장의 경우, 2004년부터 상장폐지 실질심사 제도 시행 직전인 2009년 1월까지 약 5년 동안 자본잠식, 부도, 외부감사의견 제한, 3년 연속 적자 등의 사유로 상장 폐지된 기업이 95개인데 비해, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후인 2009년 2월부터 2010년 4월까지 약 1년 동안 상장 폐지된 기업수가 무려 93개에 이르는 것으로 나타났다. 이 같은 결과는 상장폐지 실질심사 제도의 효과를 가늠해볼 수 있는 좋은 척도가 된다. 특히 2009년 12월 상장규정 개정을 통해 자구노력을 통해 부실한 재무구조를 개선했다 하더라도 개선 여부에 상관없이 자구이행을 한 기업은 무조건 실질심사를 받게 되었으며, 개별적 퇴출심사 대상인 주된 영업정지의 경우 종합적 실질심사 대상으로 이관함으로써 2010년부터는 상장폐지 실질심사 대상이 더욱 확대되었다.²⁾ 이처럼 상장폐지 실질심사 제도는

2) 특정 기업이 자체적인 사유에 의해 주요 영업을 중단하였거나 또는 관련 법률에 의한 영업정지가 발생했을 경우, 당초 상장폐지 실질심사 규정에 의하면 해당 영업중단 또는 영업정지 사유에 국한되어 상장폐지 여부를 심사하였다. 하지만 개정된 상장규정에 의하면 발생한 영업중단 또는 영업정지 사유 이외에도 다른 사유에 의한 상장폐지 가능성이 있는 지에 대해서도 종합적으로 심사가 이루어지기 때문에

한계기업을 자본시장에서 퇴출시키는데 유효하고 실질적인 수단임이 증명되었고, 이 같은 효과는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

이와 같은 상장폐지 실질심사 제도는 회계정보의 투명성 및 신뢰성 측면에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 유가증권시장 및 코스닥시장 상장폐지 실질심사 지침에 의하면 회계처리 기준 위반행위가 적발될 경우 실질심사 대상이 된다. 구체적으로, 회계처리 위반사실이 확인된 경우, 당해 위반행위(분식회계)를 정정하면 상장폐지 기준에 해당되는 경우, 분식회계로 인한 4개월 이상의 증권발행 제한 또는 일정 기준 금액 이상의 과징금 부과 및 검찰 고발 등의 조치가 내려질 경우 상장폐지 실질심사 대상이 된다. 상장폐지 실질심사 제도가 시행되기 전에는 설사 분식회계가 적발된다 하더라도 기업의 상장여부와 직접적인 관련은 없었으나, 실질심사 시행 이후에는 분식회계 적발이 곧바로 상장폐지로 이어질 위험을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 따라서 대부분의 상장기업들은 상장을 유지하고자 하는 유인이 있으므로 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행 및 회계정보의 신뢰성 제고에도 큰 영향을 미칠 것으로 예측된다.

따라서 본 연구는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행에 미치는 영향을 살펴보고, 실질심사 제도 시행 이후 본 제도가 상장기업의 회계정보의 신뢰성에 긍정적인 영향을 미쳤는지 여부에 대하여 실증적으로 검증하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업들을 대상으로, 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후의 자의적인 이익조정이 제도 시행 이전에 비해 유의적으로 감소하였는지에 대하여 검증한다. 이익조정에 대한 측정치는 Dechow et al.(1995)에 따른 수정된 Jones모형을 이용하여 연도별-산업별 횡단면 분석모형으로 추정한 재량적 발생액을 사용한다.

본 연구의 결과는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 회계정보의 투명성 및 신뢰성 제고에 미치는 영향을 확인하여 동 제도가 일반투자자 보호라는 궁극적인 목적을 적절히 달성하고 있는지 여부에 대하여 실증적으로 검증함으로써, 상장폐지 실질심사 제도의 정책적 정당성을 판단할 수 있다는 점에서 큰 의의를 찾을 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 관련 법령 및 선행연구를 검토하고 이를 토대로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구방법 및 표본의 선정에 대하여 살펴보고, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 기술한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

II. 관련 법령 및 선행연구 검토, 연구가설 설정

1. 관련 법령 검토³⁾

가. 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준

〈표 1〉 상장폐지 실질심사 대상기업 선정 기준

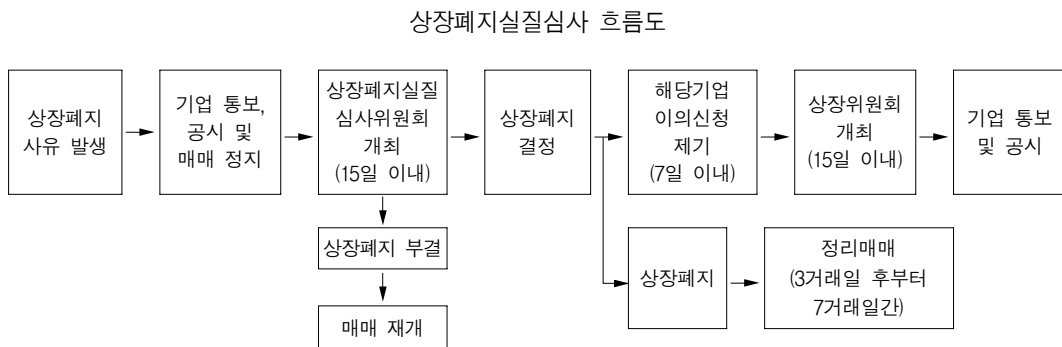
구 분	선 정 기 준
주요 영업활동 중단	• 주요 영업(회사의 핵심 영업활동)을 통한 생산 및 판매활동을 중단한 경우 • 주요 영업과 관련하여 면허가 취소되거나 면허를 반납한 경우 • 주요 영업활동을 다른 회사에 양도하거나 분할한 경우
불성실공시	• 불성실공시로 인해 관리종목으로 지정된 경우
허위 사실 기재	• 상장 당시 제출한 신청서 및 첨부서류 내용 중 허위로 기재한 내용이 투자자에게 큰 피해를 입힐 수 있는 경우
상장폐지요건 회피	• 자본잠식으로 인한 상장폐지를 피하기 위해 가장납입을 하거나 현물출자액을 과대평가한 경우 • 결산일 이후 유상증자를 한 뒤 증자로 마련한 자금을 재무구조 개선에 사용하지 않았을 경우 • 매출액 부족으로 인한 상장폐지를 피하기 위해 임의적, 일시적으로 매출액을 올리는 경우
횡령 및 배임	• 전, 현직 임원의 횡령 및 배임 사실이 확인된 경우 • 자기자본 5% 이상 규모의 횡령 및 배임사실이 확인된 경우
분식회계	• 분식내용을 정정하면 상장폐지 기준에 해당되는 경우 • 분식회계로 인해 유가증권 발행 제한, 검찰 고발 및 과징금 부과 등의 조치가 내려진 경우

나. 상장폐지 실질심사 절차

상장폐지 실질심사 대상으로 지정되면 한국거래소는 이 같은 사실을 해당 기업에 통보한다. 동시에 같은 사실을 시장에 공시하고 매매거래정지 처분을 내린다. 통보일로부터 15일 안에 외부전문가들로 구성된 상장폐지 실질심사위원회를 열어 상장폐지 여부에 대한 의견을 듣게 되며, 위원회의 판단 결과는 즉시 해당 기업과 투자자들에게 공지된다. 만약 해당 기업이 위원회의 결과를 인정할 수 없다면 7일 안에 한국거래소에 이의신청을 할 수 있으며, 한국거래소는 이의신

3) 유가증권시장 상장규정 및 코스닥시장 상장규정 중에서 본 연구에 해당되는 중요 부분만을 발췌하였으며, 불필요하거나 중복되는 경우는 수정 또는 생략하였다.

청 접수 15일 안에 상장위원회를 소집해 상장폐지 여부를 최종 결정한다. 또한 해당 회사가 이의를 제기한 후 개최된 상장위원회에서는 합당한 사유가 있을 경우 최종 퇴출판단을 잠시 유보하고 해당 기업에게 상장폐지 사유를 해소할 수 있는 개선기간을 부여하기도 하는데, 해당 기업은 주어진 개선기간동안 상장폐지 사유를 해소한 후 재심사를 받을 수 있다. 이와 같은 절차를 도표로 나타내보면 다음과 같다.



<출처 : 2009년 매일경제신문 기사, 거래소 퇴출 강화안 Q&A>

2. 선행연구 검토

상장폐지 실질심사 제도가 시행된 것이 지난 2009년 2월이며 아직 채 2년이 경과되지 않은 상태이기 때문에 상장폐지 실질심사 제도에 대한 회계학 분야의 기존 연구는 거의 없는 상태이다. 따라서 상장폐지 요건강화를 중심으로 하는 상장기업의 건전성 강화 규제가 기업 가치에 미치는 영향을 연구한 논문을 중심으로 기존 연구문헌을 살펴보았다. 또한 상장폐지와 유사하게 자본시장에 중요한 영향을 미치는 규제 중의 하나인 우회상장에 대한 규제강화가 회계정보에 미치는 영향에 대한 연구를 함께 살펴보았다.

김창수(2008)는 상장폐지 요건을 중심으로 주식시장에 대한 건전성 규제 정도가 기업 가치에 어떤 영향을 미쳤는지에 대해 연구하였다. 본 연구의 연구기간 중에 유가증권시장과 코스닥시장의 상장폐지 요건이 상호 시차를 두고 경쟁적으로 강화되었다. 그 결과 2000년 이전에는 유가증권시장, 2000년에서 2002년 사이의 기간에는 코스닥시장의 상장폐지 요건이 더 강해졌고, 2003년 이후에는 양 시장 사이의 차이가 점차 축소되었다. 김창수(2008)는 강한 퇴출요건은 기업 건전성 확보를 위한 노력을 증가시키고 시장에 긍정적인 신호를 보내기 때문에 기업 가치를 향상시킬 것으로 예측하였다. 또한 본 연구의 표본기간 중에 양 시장 사이에 상장폐지요건의 강도 차이가 변했기 때문에 양 시장에서 거래되는 기업 가치의 평균적인 차이에도 상응한 변화가 일어났을 것으로 예측하였다. 실증분석 결과, 표본기간 중 퇴출요건이 강하여 건전성 규제가 더욱

강했던 시장에서 거래되는 기업들의 가치가 더 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업 가치에 영향을 미치는 다른 요인 변수들을 통제한 후의 결과이며, 강한 건전성 규제는 추가적으로 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 실증적으로 검증하였다. 따라서 상장폐지 요건 강화에 따라 기업 가치가 증가한다는 결과는 상장폐지 실질심사 제도 시행에 따른 자본시장 건전성 제고에 있어서도 유사한 현상이 나타날 수 있다는 점을 시사해주고 있다.

한편, 류시영 등(2009)은 상장폐지와 함께 자본시장의 건전성을 강화해 주는 조치의 하나로서 우회상장에 대한 규제 강화가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 우회상장은 부실상장기업의 시장구조조정이라는 순기능적인 측면도 있으나, 경손실 및 자본침식 등의 역기능을 내포하고 있다. 또한 금융위원회에서 실시한 우회상장 실태 점검 결과, 부실기업 간의 결합으로 투자위험을 가중시키고 건전한 인수합병(M&A)을 저해하고 있는 것으로 나타남에 따라 2006년 6월 금융위원회에서는 우회상장 규제강화 정책을 시행하였다. 이에 류시영 등(2009)은 우회상장을 시도한 기업들을 대상으로 우회상장 규제강화 조치에 대한 회계정보의 신뢰성 측면에서의 효과성을 검증하였다. 실증분석 결과, 기본적으로 우회상장 기업들의 경우 회계정보의 신뢰성이 낮은 것으로 나타났으나, 우회상장 규제강화 이후에 우회 상장이 이루어진 기업의 경우에는 회계정보의 신뢰성이 낮아지지 않는 것으로 나타났다. 이는 우회상장에 대한 규제강화 조치가 회계정보의 신뢰성에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

이상의 선행연구들의 결과를 종합해 보면, 상장폐지 규정 강화를 통한 자본시장 건전성 제고는 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치며, 이는 상장폐지 실질심사 제도 시행에 따른 자본시장 건전화 강화에 있어서도 기업 가치에 유사한 영향을 미칠 것이라는 점을 예측가능하게 한다. 특히 상장폐지 실질심사 제도를 비롯한 상장폐지 강화 규정과 마찬가지로 자본시장의 건전화를 도모할 수 있는 조치인 우회상장 규제강화 조치의 시행으로 인해 회계정보의 신뢰성이 향상되었다는 연구 결과는 상장폐지 실질심사 제도의 시행도 회계정보의 신뢰성 제고에 긍정적인 효과를 미칠 수 있음을 시사해 주고 있다. 따라서 본 연구에서는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 자본시장의 전반적인 건전성 제고뿐만 아니라 회계정보의 신뢰성을 향상시키는데도 기여하고 있음을 실증적으로 검증하고자 한다. 이를 통해 회계정보 측면에서 상장폐지 실질심사 제도의 효용성을 입증함과 동시에 실질심사 제도의 정책적 당위성에 대한 증거도 함께 제시하고자 한다.

3. 연구가설 설정

2009년 2월부터 상장폐지 실질심사 제도가 시행됨에 따라 상장폐지 심사에 있어 기존의 형식적인 측면의 양적 기준 뿐만 아니라 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지 여부를 결정하고 있다. 이를 통해 형식적인 상장폐지 제도의 한계를 보완하고 더욱 엄격하게 상장폐지 대상기업

을 선정할 수 있게 되었다. 즉, 과거에는 매출액이나 영업손실 또는 자본잠식 규모 등 숫자로 명확히 드러나는 ‘양적 기준 미달’의 경우에만 상장폐지 결정이 이루어 졌다. 따라서 양적기준에만 문제가 없으면 상장폐지를 피할 수 있다 보니 분식회계 또는 가장 납입 등 비정상적 방법을 동원하여 숫자를 조작하는 기업이 빈번히 나타났으며, 횡령 및 배임으로 인해 투자자들이 막대한 피해를 입었음에도 불구하고 상장폐지가 이루어 지지 않는 문제가 끊이지 않았다.

하지만 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후에는 과거에 비해 더욱 엄격한 심사가 이루어지고 있으며, 분식회계 또는 가장 납입 등을 통해 양적인 퇴출기준만을 충족시키는 방법으로는 상장폐지를 피하기 어렵게 되었다. 이 같은 점은 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후 상장폐지된 기업수가 실제로 급격히 증가한 것으로 입증되고 있다. 코스닥시장에서 2004년부터 2010년 4월까지 합병이나 자진 상장폐지 등을 제외하고 강제적 상장폐지에 대한 세부적인 현황을 분석해보면 다음 <표 2>와 같다.

<표 2> 코스닥시장의 강제적 상장폐지 현황

상장폐지 사유	실질심사 시행 이전						실질심사 시행 이후		
	2004	2005	2006	2007	2008	소계	2009	2010	소계
감사의견 관련 사유	21	17	3	3	5	49	16	18	34
자본잠식 등	1	5	0	3	8	17	19	7	26
최종부도	5	7	1	0	2	15	1	2	3
회사정리절차 개시	1	0	0	0	0	1	1	0	1
거래실적 부진	1	0	0	0	1	2	0	0	0
액면가액 수준 미달	3	2	0	0	0	5	0	0	0
시가총액 수준 미달	0	2	0	0	0	2	0	1	1
매출액 수준 미달	0	0	2	0	0	2	0	0	0
3년 연속 손실발생	0	0	0	0	1	1	0	2	2
사업보고서 미제출	0	0	0	0	1	1	2	3	5
주된 영업의 정지	0	0	0	0	0	0	2	0	2
기타 사유 ⁴⁾	0	0	0	0	0	0	15	4	19
합 계	32	33	6	6	18	95	56	37	93

<출처 : 한국거래소(KRX, Korea Exchange) 홈페이지의 상장폐지현황 자료 요약>

- 4) 기업의 계속성, 경영의 투명성 또는 시장의 건전성 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우

상장폐지 실질심사 제도 시행 이전인 2004년에서 2008년까지 약 5년 동안 상장 폐지된 기업 수가 95개인데 비해 실질심사 제도 시행 이후인 2009년부터 2010년 4월까지 약 1년 동안 상장 폐지된 기업수가 무려 93개인 것으로 나타나 실질심사 시행이 상장폐지에 있어 실질적인 효과를 거두고 있음을 명확히 알 수 있다. 특히 한국거래소 상장위원회의 심사를 통해 기업의 계속성, 경영의 투명성 또는 시장의 건전성 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되어 시장에서 퇴출시킨 경우를 보면, 실질심사 시행 이전에는 동 사유로 인해 상장 폐지된 기업은 없었으나 실질심사 시행 이후에는 19개나 되는 것으로 나타나고 있다. 이러한 점은 상장폐지 여부를 결정함에 있어 과거 형식적인 측면에 치우쳤던 것에서 탈피하여 실질적인 한계기업 또는 시장의 건전성을 저해하는 기업들을 퇴출시키고 있음을 알 수 있다. 따라서 상장폐지 실질심사 제도가 한계기업을 자본시장에서 퇴출시키는데 유효하고 실질적인 수단임이 증명되었고, 이 같은 효과는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

이와 같은 상장폐지 실질심사 제도는 회계정보의 투명성 및 신뢰성 측면에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상되는데, 이러한 예측에 대한 논리적 근거는 다음과 같다.

첫째, 선행연구들에서 검증된 연구결과들을 기초로 할 때, 상장폐지 실질심사제도가 회계투명성에 미칠 수 있는 영향에 대하여 예측해볼 수 있다. 우선, 김창수(2008)의 연구 결과에서 강한 건전성 규제는 추가적으로 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 사실이 실증적으로 증명되었다. 따라서 상장폐지 요건 강화에 따라 기업 가치가 증가한다는 결과는 상장폐지 실질심사 제도 시행에 따른 자본시장 건전화 강화에 있어서도 유사한 현상이 나타날 수 있다는 점을 시사해주고 있다. 또한 류시영 등(2009)은 우회상장 규제강화 이후에 우회 상장한 기업의 경우에는 회계정보의 신뢰성이 낮아지지 않는 것으로 나타나 우회상장에 대한 규제강화 조치가 회계정보의 신뢰성에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 이는 우회상장 규제강화 조치와 마찬가지로 자본시장의 건전화를 도모할 수 있는 조치인 상장폐지 실질심사 제도의 시행을 통해서도 회계정보의 신뢰성 제고에 긍정적인 효과를 거둘 수 있음을 시사해 주고 있다.

둘째, 상장폐지 실질심사제도의 도입으로 인해 회계처리기준 위반이 상장폐지의 직접적인 사유가 될 수 있기 때문에 기업의 회계 관행에 중요한 영향을 미칠 수 있을 것이다. 유가증권시장 및 코스닥시장 상장폐지 실질심사 지침에 의하면 회계처리기준 위반행위가 적발될 경우 실질심사 대상이 된다. 구체적으로, 회계처리 위반사실이 확인된 경우, 당해 위반행위(분식회계)를 정정하면 상장폐지 기준에 해당되는 경우, 분식회계로 인한 4개월 이상의 증권발행 제한 또는 일정 기준 금액 이상의 과징금 부과 및 검찰 고발 등의 조치가 내려질 경우 상장폐지 실질심사 대상이 된다. 이는 상장폐지 실질심사 제도가 시행되기 전에는 설사 분식회계가 적발된다 하더라도 기업의 상장여부와 직접적인 관련은 없었으나, 실질심사 시행 이후에는 분식회계 적발이 곧바로 상장폐지로 이어질 위험을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 따라서 대부분의 상장기업들은 상장을 유지하고자 하는 유인이 있으므로 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계

관행 및 회계정보의 신뢰성 제고에도 큰 영향을 미칠 것으로 예측된다.

셋째, 상장폐지 실질심사 결과 상장폐지가 결정될 경우, 외부감사인이 부담해야 할 감사위험이 커지게 될 것이다. 따라서 이러한 감사위험을 회피하기 위하여 보다 강화된 외부감사절차를 수행할 것이며, 이로 인해 회계투명성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 예상해볼 수 있다. 즉, 외부감사인의 입장에서도 부실한 외부감사 절차를 수행할 경우 상장폐지 실질심사를 통해 적발될 가능성이 높아졌기 때문에 실질심사 시행 이전에 비해 보다 강화된 외부감사 절차를 수행해야 할 필요성이 더욱 커졌다. 이러한 점은 상장폐지 실질심사 제도가 시행된 이후에 의견거절이나 부적정의견을 표명하는 사례가 과거에 비해 급격히 증가한 점을 보더라도 알 수 있다.⁵⁾

마지막으로, 상장폐지 실질심사제도가 도입되면 기업의 계속성, 경영의 투명성, 시장의 건전성 등 질적인 요인들을 종합적으로 고려하여 상장폐지 여부를 결정하게 되므로, 이러한 질적 평가 요소들이 기업의 회계투명성에 영향을 미칠 가능성도 크다.

위와 같은 이론적 근거들에 기초하여 본 연구에서는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 자본시장의 전반적인 건전성 제고뿐만 아니라 회계정보의 신뢰성을 향상시키는데도 기여하고 있음을 실증적으로 검증하기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정하고자 한다.

<가설> 상장폐지 실질심사제도의 시행은 회계정보의 신뢰성에 영향을 미칠 것이다.

Ⅲ. 연구방법 및 표본선정

1. 연구방법

본 연구는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행에 미치는 영향을 살펴보고, 실질심사 제도 시행 이후 본 제도가 상장기업의 회계정보의 신뢰성에 긍정적인 영향을 미쳤는지 여부에 대하여 실증적으로 검증하고자 한다. 회계정보의 신뢰성은 자의적인 이익조정 행위의 감소 여부를 통해 측정한다. 따라서 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후에는 제도 시행 이전에 비해 자의적인 이익조정이 감소하였을 것이라는 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 다음과 같은 연구모형을 설정한다.

우선, 본 연구에서는 Dechow et al.(1995)에 따른 수정된 Jones모형을 이용한 연도별-산업별

5) 상장폐지 되는 한계기업에 대하여 적정의견으로 외부감사의견이 표명될 경우, 주주 등 이해관계자들로 부터 외부감사를 실시한 회계법인에게 소송이 제기되어 부실감사에 대한 책임이 부과될 위험이 증가된다. 따라서 상장폐지 실질심사제도가 시행된 이후 상장폐지 여부에 대한 심사가 강화되어 상장폐지 되는 기업 수가 급격히 증가됨에 따라 외부감사를 시행하는 회계법인 입장에서도 보다 보수적이고 엄격한 감사절차를 수행할 수밖에 없고, 이에 따라 의견거절이나 부적정의견이 표명되는 경우가 급격히 증가되었다.

횡단면 분석모형으로 재량적 발생액을 추정하여 이익조정의 측정치로 사용하였다. 많은 선행연구들은 경영자가 의도적인 이익조정을 시행할 경우 재량적 발생액의 크기가 커지는 현상을 보고한 바 있으며, 이익조정 관련 선행연구들은 다양한 경영자의 기회주의적인 이익조정유인을 분석하면서 재량적 발생액 측정치가 의미 있는 측정변수임을 검증하였다. 즉, 재량적 발생액은 경영자의 주관적 판단에 의해서 결정되며 외부이해관계자가 직접 관찰하기 어려우므로, 경영자가 특정한 목적을 달성하기 위해서 기회주의적으로 이익을 조정하기 위한 수단으로 사용할 가능성이 크다. 따라서 재량적 발생액 금액이 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 기업의 수익성에 대한 불확실성이 높다고 볼 수 있으며, 회계정보의 신뢰성도 상대적으로 낮게 평가된다.

수정 Jones모형을 이용하여 재량적 발생액을 추정하기 위한 추정식은 다음과 같다.

$$TA_t/A_{t-1} = a_0(1/A_{t-1}) + a_1(\Delta SALES_t - \Delta AR_t/A_{t-1}) + a_2(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad \text{식(1)}$$

$$DA_t = (TA_t/A_{t-1}) - [\hat{a}_0(1/A_{t-1}) + \hat{a}_1(\Delta SALES_t - \Delta AR_t/A_{t-1}) + \hat{a}_2(PPE_t/A_{t-1})] \quad \text{식(2)}$$

여기서,

- TA_{it} : t기의 총발생액
- A_{t-1} : t-1기의 총자산
- $\Delta SALES_t$: t기의 매출액 변동
- ΔAR_t : t기의 매출채권 변동
- PPE_t : t기의 감가상각대상 자산
- DA_t : 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정된 t년도 재무제표 재량적 발생액
- ε_t : t기의 잔여오차

식(1)과 식(2)와 같이 Dechow et al.(1995)에 의해 수정된 Jones모형은 시계열 모형으로 개발되었다. 시계열 모형으로 재량발생액을 추정하면 각 기업의 발생액 움직임을 개별적으로 분석할 수는 있으나, 회귀계수가 시계열적으로 일정하다는 가정을 해야 하고, 또한 분석대상이 되는 특정기간을 제외한 나머지 기간 동안에는 이익조정이 없다는 가정을 해야 하는 단점이 있다. 따라서 이러한 시계열 모형의 한계점을 극복하기 위하여 본 연구에서는 연도별-산업별 횡단면 분석 모형으로 재량발생액을 추정하였다. 물론 횡단면 모형은 개별 기업의 특성이 고려되지 못하고, 횡단면적으로 동일산업 내 기업이 동일한 회귀계수를 가진다는 가정을 하는 것이 한계점으로 지적되고 있기는 하다(DeFond and Jambalvo 1994). 하지만, 이러한 횡단면 분석은 위에서 언급한 시계열 분석의 한계점을 완화시키는 것 이외에 횡단면적으로 산업전반의 경제적 환경의 변화가 비재량 발생액에 미치는 영향을 반영할 수 있는 장점이 있다. 특히 시계열분석에는 상당한 기간의 시계열자료가 충족되어야만 신뢰성 있는 검증 결과를 기대할 수 있는데, 우리나라의 경우 시계열 분석을 위한 충분한 재무자료가 축적되지 못했다는 결정적인 한계가 있으므로 본 연구에서는 연도별-산업별 횡단면 분석 모형을 통해 재량적 발생액을 추정하였다.

다음으로, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후에는 제도 시행 이전에 비해 이익조정이 감소하

였을 것이라는 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 다음 회귀식(3)을 추정한다.

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 INVESTI_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 BIG_t + \beta_6 PREDA_t + \varepsilon_t \quad \text{식(3)}$$

여기서,

- DA_t : 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정한 t년도 재량적 발생액
- INVESTI_t : 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
- SIZE_t : t년도 총자산의 자연대수
- LEV_t : t년도 총부채/t년도 총자산
- CFO_t : t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1년도 총자산
- BIG_t : 외부감사인이 대형회계법인(Big4)인 경우 1, 그렇지 않으면 0
- PREDA_t : 직전연도의 재량적 발생액

실증분석에 사용된 변수는 다음과 같이 정의하였다. 종속변수는 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)의 모형을 사용하여 추정한 재량적 발생액(DA)으로 하였다.

독립변수 중 주요 설명변수는 당해 연도가 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후에 속하는지 아니면 시행 이전에 속하는지 여부에 대한 더미변수인 INVESTI이다. 상장폐지 실질심사제도의 시행 계획이 처음 자본시장에 발표된 시기는 2007년 11월 14일이다. 이날 금융감독위원회는 상장폐지 실질심사제도의 시행을 골자로 하는 ‘상장 및 퇴출제도 개선방안’을 마련하고 2008년까지 관련 규정을 개정하여 시행에 들어갈 것이라는 계획을 발표하였다. 이러한 계획에 따라 한국거래소에서는 ‘상장 및 퇴출제도 선진화방안’을 통해 관련 규정에 대한 개정안을 마련하였고, 2008년 9월 12일 관련 규정 개정안이 금융감독위원회의 승인을 얻어 2009년 2월 4일부터 시행하는 것이 확정되었다. 따라서 상장기업들은 2008년부터 상장폐지 실질심사제도의 시행에 대하여 충분히 인지하고 있었으며, 제도 시행에 대한 구체적인 대비를 시작하였다. 또한 2009년 2월부터 시행되는 실질심사제도는 그 시점 상 2008년 재무제표를 대상으로 변경된 제도를 적용하게 되므로 2008년 결산 회계연도부터를 실질심사제도 시행 이후 시점으로 분류하는 것이 타당하다. 따라서 본 연구의 전체 연구기간인 2004년에서 2009년까지 중에서 2004년에서 2007년까지를 실질심사제도 시행 이전으로 분류하여 0의 더미변수를, 2008년과 2009년을 제도 시행 이후 기간으로 분류하여 1의 더미변수를 각각 부여하였다.

만약, 식(3)에서 상장폐지 실질심사 제도 시행연도 해당 여부에 대한 변수인 INVESTI의 회귀계수가 종속변수인 재량적 발생액(DA)과 유의한 음(-)의 관련성을 가진다면, 상장폐지 실질심사 제도의 시행으로 인해 재무제표의 이익조정이 감소하였다는 것으로 해석할 수 있으며, 본 연구의 가설이 지지되는 것으로 판단할 수 있다.

식(3)에 포함된 통제변수로는 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 감사인 유형(BIG), 직전 연도 재량적 발생액(PREDA)이다. 선행연구에 의하면 기업규모가 기회주의적 재무보고에 미치는 영향을 통제하기 위하여 총자산의 자연대수인 기업규모(SIZE)를 포함하였다

(Watt and Zimmerman 1986). 또한 SIZE는 생략된 변수(omitted variables)에 대한 대응변수가 될 수 있다는 점에서 통제변수로 포함하였다(Becker et al. 1998).

부채계약가설에 따르면 다른 조건이 일정할 때, 부채비율이 클수록 경영자는 보고이익을 미래로부터 당기로 이전하거나 증가시키는 회계선택을 하는 것으로 나타났다. 또한 부채계약을 위반할 가능성이 있는 경우, 이를 회피하고자 이익을 과대 계상하는 방법으로 회계처리를 한다(Dhaliwal 1980 ; DeFond and Jiambalvo 1994). 따라서 부채비율이 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 부채비율(LEV)을 통제변수로 포함하였다.

선행연구에 의하면 영업현금흐름이 적을수록 재량적 발생액을 이용한 이익조정을 통해 당기 순이익을 과대 계상하는 것으로 나타났다(Becker et al. 1998 ; Dechow et al. 1995 ; DeFond and Subramanyam 1998). 따라서 이를 통제하기 위하여 영업현금흐름(CFO)을 통제변수로 포함하였다.

규모가 큰 대형회계법인(Big4)일수록 경영자의 기회주의적 재무보고 행위를 적발하기 위해 감사범위를 확대하며, 회계원칙의 적용이나 해석에 있어서도 소규모 감사법인에 비해 더 보수적인 태도를 취하는 것으로 나타났다(Becker et al. 1998). 따라서 이를 통제하기 위하여 감사인 유형(BIG)을 통제변수로 포함하였다.

마지막으로, 상장폐지 실질심사제도 시행 이후의 기간이 충분하지 않음으로 인해 발생할 수 있는 재량적 발생액의 반전현상이 연구결과에 영향을 미치는 것을 통제하기 위해 직전연도의 재량적 발생액(PREDA)을 통제변수로 반영하였다.

2. 표본선정

본 연구는 2004년부터 2009년까지의 기간 동안 KIS Value DB로부터 재무자료를 이용할 수 있는 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업을 대상으로 하되, 표본 간 동질성 확보를 위해 금융업을 영위하는 기업들은 제외하였다. 구체적인 표본 추출 기준은 다음과 같다.

- ① KIS Value로부터 재무자료를 입수할 수 있는 12월 결산 유가증권시장 및 코스닥시장 상장법인
- ② 금융업종에 속하지 않는 법인

표본선정의 마지막 절차로서 위의 절차를 통해 선정된 표본 중 그 분포가 상하 1%에 위치한 표본은 제외시키는 방법으로 극단치를 제거하여, 극단치로 인해 연구결과가 왜곡되는 것을 방지하였다. 이와 같은 기준에 의해 최종적으로 선정된 표본은 총 7,402개 기업-년이며, 그 세부 내역은 다음 <표 3>과 같다.

〈표 3〉 표본선정 기준 및 결과

구 분	기업-연도 수
1. 금융업에 속하지 않은 12월 결산 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업 (2004년-2009년)	8,328
2. 실증분석에 필요한 재무정보를 구할 수 없는 기업	(508)
3. 상하 1% 극단치 제거를 통해 제외된 표본	(418)
최종 표본으로 선택된 기업-연도 수	7,402

IV. 실증분석결과

1. 주요 변수의 기술통계 및 상관관계 분석

다음 <표 4>는 실증분석에 사용된 변수들에 대한 기술통계량 및 상관관계를 보여준다. 먼저, 패널A는 전체 표본의 기술통계량을 나타낸다. 재량적 발생액(DA)은 평균이 -0.004, 중간값이 0.002로 나타났다. 자산규모(SIZE)와 부채비율(LEV)의 평균은 각각 25.325, 0.420이고 중간값은 각각 25.090, 0.418로 나타나 평균과 중간값이 거의 비슷한 값을 보이고 있고, 영업현금흐름(CFO)의 경우도 평균은 0.060이고 중간값은 0.055로 나타나 자산규모 및 부채비율과 마찬가지로 양 측정치가 비슷한 값을 보이고 있다. 이로서 전체 표본이 정규분포에 가깝게 고르게 분포되어 있다는 것을 확인할 수 있다. 한편, 일반적으로 Big 4로 대변되는 대형회계법인으로부터 외부감사를 받는 기업은 전체 표본 중 약 54%를 차지하는 것으로 나타났으며, 이는 금융감독원이 발표한 2009년의 대형회계법인 회계감사 수임비율 53%와 거의 유사한 것으로 표본추출이 적절하게 이루어 졌음을 알 수 있다.

〈표 4〉 기술통계량 및 변수들간의 상관관계

패널 A : 기술통계량-전체 표본(N=7,402)					
변 수	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
DA _t	-0.004	0.121	-1.355	0.002	0.588
INVEST _t	0.332	0.471	0	0	1
SIZE _t	25.325	1.347	21.667	25.090	30.892
LEV _t	0.420	0.201	0.009	0.418	1.615
CFO _t	0.060	0.128	-0.832	0.055	0.884
BIG _t	0.539	0.498	0	1	1
PRED _t	-0.003	0.122	-1.355	0.001	0.609

〈표 4〉 기술통계량 및 변수들간의 상관관계 (계속)

패널 B : 기술통계량—유가증권시장 상장기업(N=3,038)					
변수	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
DA _t	0.001	0.090	-0.835	0.002	0.437
INVEST _t	0.330	0.470	0	0	1
SIZE _t	26.283	1.349	22.906	26.026	30.892
LEV _t	0.444	0.193	0.020	0.450	1.615
CFO _t	0.056	0.097	-0.548	0.055	0.794
BIG _t	0.669	0.471	0	1	1
PRED _{A,t}	0.002	0.091	-0.826	0.001	0.507
패널 C : 기술통계량—코스닥시장 상장기업(N=4,364)					
변수	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
DA _t	-0.008	0.139	-1.355	0.002	0.588
INVEST _t	0.334	0.472	0	0	1
SIZE _t	24.657	0.850	21.667	24.639	28.786
LEV _t	0.403	0.205	0.009	0.397	1.567
CFO _t	0.062	0.145	-0.832	0.057	0.884
BIG _t	0.449	0.497	0	0	1
PRED _{A,t}	-0.006	0.139	-1.355	0.001	0.609
패널 D : 기술통계량—실질심사 제도 도입 이전(N=4,942)					
변수	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
DA _t	-0.003	0.117	-1.355	0.000	0.587
SIZE _t	25.203	1.352	21.667	24.972	30.242
LEV _t	0.416	0.199	0.009	0.415	1.494
CFO _t	0.064	0.131	-0.832	0.058	0.884
BIG _t	0.544	0.498	0	1	1
PRED _{A,t}	-0.002	0.115	-1.355	-0.001	0.587
패널 E : 기술통계량—실질심사 제도 도입 이후(N=2,460)					
변 수	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
DA _t	-0.005	0.130	-0.960	0.004	0.523
SIZE _t	25.568	1.300	22.178	25.304	30.892
LEV _t	0.426	0.204	0.008	0.424	1.615
CFO _t	0.049	0.118	-0.582	0.047	0.793
BIG _t	0.529	0.499	0	1	1
PRED _{A,t}	-0.003	0.132	-0.960	0.005	0.608

〈표 4〉 기술통계량 및 변수들간의 상관관계 (계속)

패널 F : 주요 변수들 간의 상관관계							
변 수	DA _t	INVEST _t	SIZE _t	LEV _t	CFO _t	BIG _t	PRED _t
DA _t	1						
INVEST _t	-0.010	1					
SIZE _t	0.037 ***	0.128 ***	1				
LEV _t	-0.125 ***	0.025 **	0.175 ***	1			
CFO _t	-0.322 ***	-0.057 ***	0.042 ***	-0.170 ***	1		
BIG _t	0.030 **	-0.014	0.319 ***	0.022 *	0.107 ***	1	
PRED _t	0.105 ***	-0.001	0.054 ***	-0.063 ***	0.080 ***	0.028 **	1

주1) 변수의 정의

- DA_t : 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정된 t년도 재량적 발생액
 INVEST_t : 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
 SIZE_t : t년도 총자산의 자연대수
 LEV_t : t년도 총부채/t년도 총자산
 CFO_t : t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1년도 총자산
 BIG_t : 외부감사인인 대형회계법인(Big4)인 경우 1, 그렇지 않으면 0
 PRED_t : 직전연도의 재량적 발생액

2) **(*, *)는 상관계수가 '0'과 유의하게 다른지에 대한 양측 검정 시 1%(5%, 10%) 유의수준을 의미함

<표 4>의 패널F는 식(3)의 주요 변수들에 대한 상관관계를 보여준다. 상장폐지 실질심사 시행 연도 해당 여부를 나타내는 INVESTI 변수와 재량적 발생액은 예상과 같이 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 상장폐지 실질심사가 시행된 이후에는 회계기준 위반이나 분식회계로 인한 상장폐지 위험을 회피하기 위해 자의적인 이익조정 행위가 감소하였으며, 외부감사인의 회계감사절차도 보다 강화되어 회계정보의 신뢰성이 높아졌을 것이라는 예상을 가능하게 한다. 다만, 통계적 유의성은 낮은 결과를 보여주고 있는데 이는 INVESTI변수가 상장폐지 실질심사 시행 여부에 따라 1 또는 0을 부여하는 더미변수라는 특성 때문인 것으로 판단된다. 또한 패널 A에서 INVESTI 변수의 평균값은 0.332, 중간값은 0인 점을 볼 때, 전체 표본 중에서 1이 부여된 관측치 보다는 0의 더미변수가 부여된 관측치가 2배 가량 더 많다는 점도 상관관계의 통계적 유의성이 낮은 원인이라 할 수 있다. 기업규모(SIZE)는 재량적 발생액과 양(+)의 상관관계를, 부채비율(LEV)은 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다.

2. 회귀분석결과

다음 <표 5>는 상장폐지 실질심사 제도 시행 이전에 비해 이후 기간에 이익조정 행위가 감소했는지에 대하여 실증 분석한 결과이다.

실증분석 결과, INVESTI 변수의 회귀계수가 -0.009 (t값: -3.18)로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로서, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후의 기간이 시행 이전에 비해 재량적 발생액을 통한 이익조정이 감소하고 있으며, 이로 인해 회계정보의 신뢰성이 더 높아졌다는 것을 나타낸다.⁶⁾ 또한 기업규모(SIZE)와 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO) 변수 등의 회귀계수 부호는 예측한 바와 같이 각각 양(+) 또는 음(-)의 값을 나타내고 있으며 통계적으로도 유의한 것으로 나타나고 있다.

<표 5> 상장폐지 실질심사 제도 시행이 이익조정에 미치는 영향

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 INVESTI_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 BIG_t + \beta_6 PREDA_t + \varepsilon_t$$

변 수	예측부호	회귀계수 및 t값	
Intercept		-0.096	-3.76***
INVESTI _t	-	-0.009	-3.18***
SIZE _t	+/-	0.006	6.02***
LEV _t	+/-	-0.117	-17.52***
CFO _t	-	-0.357	-34.26***
BIG _t	-	0.012	4.23***
PREDAt	+/-	0.118	11.01***
수정 R ²		0.161	
F값		237.13	

주1) 변수의 정의

- DA_t : 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정된 t년도 재량적 발생액
 INVESTI_t : 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
 SIZE_t : t년도 총자산의 자연대수
 LEV_t : t년도 총부채/t년도 총자산
 CFO_t : t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1년도 총자산
 BIG_t : 외부감사인인 대형회계법인(Big4)인 경우 1, 그렇지 않으면 0
 PREDA_t : 직전연도의 재량적 발생액

2) ***(**, *)는 회귀계수가 '0'과 유의하게 다른지에 대한 양측 검정 시 1%(5%, 10%)의 유의수준을 의미함

전체 표본을 대상으로 검증한 <표 5>의 결과의 강건성을 더하기 위하여, 전체 표본을 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업으로 구분하여 동일한 회귀분석을 실시해보았다. 코스닥시장 상장기업의 경우, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이전인 2004년에서 2008년까지 약 5년 동안 상장 폐지된 기업수가 95개인데 비해 실질심사 제도 시행 이후인 2009년부터 2010년 4월

6) 실증분석 결과의 해석에 있어 독립변수들 간의 다중공선성으로 인한 문제는 없다.

까지 약 1년 동안 상장 폐지된 기업수가 무려 93개인 것으로 나타나 실질심사 시행이 코스닥시장 상장기업에 미치는 효과는 상당한 것을 알 수 있다. 반면, 유가증권시장 상장기업의 경우는 상장폐지 실질심사 제도 시행 이전인 2004년에서 2008년까지 약 5년 동안 상장 폐지된 기업 수는 38개이고 실질심사 제도 시행 이후인 2009년부터 2010년 4월까지 약 1년 동안 상장 폐지된 기업 수는 15개인 것으로 나타나 실질심사 시행으로 인한 영향이 코스닥시장 상장기업에 비해 상대적으로 크지 않았다. 따라서 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업을 분리하여 검증한 결과를 통해, 코스닥시장 상장기업에 있어 상장폐지 실질심사 제도 시행의 효과가 유가증권시장 상장기업에 비해 상대적으로 더 크다는 사실이 확인된다면 보다 명확한 연구 결과가 제시될 수 있을 것이다.

다음 <표 6>은 상장폐지 실질심사 제도 시행 이전에 비해 이후 기간에 이익조정 행위가 감소했는지에 대하여 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업을 분리하여 실증 분석한 결과이다.

<표 6> 상장폐지 실질심사 제도 시행이 이익조정에 미치는 영향
—유가증권시장과 코스닥시장을 분리하여 검증한 결과

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 INVEST_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 BIG_t + \beta_6 PREDA_t + \varepsilon_t$$

변 수	예측부호	회귀계수 및 t값			
		유가증권시장		코스닥시장	
Intercept		-0.098	-3.47***	-0.199	-3.34***
INVEST _t	—	-0.005	-1.65*	-0.013	-2.99***
SIZE _t	+/-	0.006	5.69***	0.011	4.36***
LEV _t	+/-	-0.098	-13.24***	-0.134	-13.65***
CFO _t	—	-0.511	-34.65***	-0.315	-22.62***
BIG _t	—	0.009	2.88***	0.013	3.24***
PREDAT _t	+/-	0.060	3.96***	0.128	8.95***
수정 R ²		0.294		0.134	
F값		211.37		113.89	

주1) 변수의 정의

- DA_t : 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정된 t년도 재량적 발생액
 INVEST_t : 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후 연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
 SIZE_t : t년도 총자산의 자연대수
 LEV_t : t년도 총부채/t년도 총자산
 CFO_t : t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1년도 총자산
 BIG_t : 외부감사인이 대형회계법인(Big4)인 경우 1, 그렇지 않으면 0
 PREDA_t : 직전연도의 재량적 발생액

2) **(*, *)는 회귀계수가 '0'과 유의하게 다른지에 대한 양측 검정 시 1%(5%, 10%)의 유의수준을 의미함

전체 표본을 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업으로 분리하여 실시한 회귀분석 결과, 유가증권시장 상장기업 INVESTI 변수의 회귀계수는 $-0.005(t\text{-값} : -1.65)$ 로 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 반면, 코스닥시장 상장기업 INVESTI 변수의 회귀계수는 $-0.013(t\text{-값} : -2.99)$ 으로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있어, 유가증권시장 상장기업에 비해 상장폐지 실질심사 제도 시행이 자의적인 이익조정에 미치는 영향이 더 강하게 나타나고 있다. 이는 예상과 일치하는 결과로서, 유가증권시장 상장기업에 비해 상대적으로 회계정보의 신뢰성이 낮았던 코스닥시장 상장기업에 있어 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인한 회계정보 신뢰성 개선 효과가 더욱 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이와 같은 결과는 상장폐지 실질심사 제도 시행이 회계정보의 신뢰성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 본 연구의 가설을 더욱 강건히 지지해주는 것이다.

V. 결 론

상장기업은 비상장기업에 비해 자금조달 능력의 증가, 주식가치의 공정한 결정, 각종 법률상의 혜택 등의 측면에서 상당한 이점을 누릴 수 있기 때문에 상장기업들은 가능한 지속적으로 상장을 유지하고자 하는 유인이 있다. 따라서 유가증권시장 및 코스닥시장 상장규정에는 상장유지를 위한 일정 요건을 규정하고, 만일 이를 충족하지 못할 경우에는 투자자 보호를 위해 시장에서 강제 퇴출시키는 조항을 두고 있다. 하지만 이러한 상장폐지 요건은 외형적인 형식을 강조하는 측면이 강해, 실질적으로는 상장을 유지하기 어려운 상태임에도 불구하고 형식적인 상장폐지 요건만 피하는 방법으로 부당하게 상장을 유지하는 사례가 많았다. 이에 한국거래소에서는 형식적인 상장폐지 심사의 문제점을 개선하기 위해 2009년 2월부터 기존의 형식적인 양적 기준 외에도 질적인 기준까지 함께 고려하여 상장폐지를 결정하는 제도인 상장폐지 실질심사 제도를 시행하였다.

유가증권 및 코스닥시장 상장폐지 실질심사 지침에 의하면 회계처리기준 위반행위가 적발될 경우 곧 바로 상장폐지 실질심사 대상이 되기 때문에 상장폐지 실질심사 제도는 회계정보의 투명성 및 신뢰성 측면에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 상장폐지 실질심사 제도가 시행되기 전에는 설사 분식회계가 적발된다 하더라도 기업의 상장여부와 직접적인 관련은 없었으나, 실질심사 시행 이후에는 분식회계 적발이 곧바로 상장폐지로 이어질 위험을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 따라서 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행 및 회계정보의 신뢰성 제고에도 큰 영향을 미칠 것으로 예측된다.

따라서 본 연구는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 상장기업의 회계 관행에 미치는 영향을 살펴보고, 실질심사 제도 시행 이후 본 제도의 시행이 상장기업의 회계정보의 신뢰성에 긍정적

인 영향을 미쳤는지 여부에 대하여 실증적으로 검증하였다.

실증분석 결과, 상장폐지 실질심사 제도 시행 이후의 기간에 있어 시행 이전에 비해 재량적 발생액을 통한 이익조정이 유의적으로 감소하였으며, 이는 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인해 회계정보의 신뢰성이 더 높아졌다는 것을 나타낸다. 또한 전체 표본을 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업으로 구분하여 실시한 분석 결과, 코스닥시장 상장기업의 경우 유가증권시장 상장기업에 비해 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인한 자의적인 이익조정 감소 효과가 더 큰 것으로 나타났다. 이는 유가증권시장 상장기업에 비해 상대적으로 회계정보의 신뢰성이 낮았던 코스닥시장 상장기업에 있어 상장폐지 실질심사 제도 시행으로 인한 회계정보 신뢰성 개선 효과가 더욱 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 한계점은 상장폐지 실질심사제도가 시행된 것이 2009년이므로 실질심사제도 시행에 따른 효과를 분석하기에는 다소 이른 시점일 수 있다는 것이다. 그럼에도 불구하고 현시점에서 본 연구가 필요한 이유는 다음과 같다. 상장폐지 실질심사제도의 도입은 기업경영에 중요한 영향을 미치는 제도의 개선이다. 특정 제도가 시행되면 제도 시행에 대한 효과 및 문제점 등이 가능한 빠른 시간 내에 분석되어야만 한다. 이러한 신속한 분석 및 결과제시를 통해 시행착오를 최소화하고 새로운 제도의 시행에 따른 불합리한 저항을 방지할 수 있다. 따라서 연구에 필요한 자료의 축적이 다소 미흡하긴 하지만 적시성 있는 연구의 수행이 보다 중요한 사안이라고 판단하여 본 연구를 수행하였다.

마지막으로, 본 연구의 결과는 상장폐지 실질심사 제도의 시행이 회계정보의 투명성 및 신뢰성 제고에 긍정적인 영향을 미치고 있으며 이를 통해 일반투자자 보호라는 궁극적인 목적을 효과적으로 달성하고 있다는 점을 실증적으로 검증함으로써 상장폐지 실질심사 제도의 정책적 정당성을 부여할 수 있다는 점에서 큰 의의를 찾을 수 있다.

참고문헌

- 김창수. 2008. “건전성 규제가 기업가치에 미치는 영향 : 상장폐지 요건을 중심으로”. 경영학연구 제 37권 제1호 : 97 - 131.
- 류시영 · 조현우 · 천종환. 2009. “우회상장 규제가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향 : 코스닥시장을 중심으로”. 국제회계연구 제25집 : 157 - 174
- 한국거래소. 2010. 유가증권시장 상장규정 및 시행세칙
_____. 2010. 코스닥시장 상장규정 및 시행세칙
- Becker, C., M. DeFond, J. Kiambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15(Spring) : 1 - 24.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(April) : 193 - 225.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo. 1994. Debit Covenant Violation and Manipulation of Accrual. *Journal of Accounting and Economics* : 145 - 176.
- DeFond, M. L. and K. R. Subramanyam. 1998. Auditor Change and Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25(February) : 35 - 67.
- Dhaliwal, D. 1980. The Effect of the Firms's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods. *The Accounting Review* 55 : 78 - 84.
- Watt, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. Positive Accounting Theory. *Englewood Cliffs. NJ : Prentice - Hall.*

The Effect of Substantial Investigation System of Delisting on Reliability of Accounting Information

Park, Hong Jo* · Ji, Hyun Mi**

— <Abstract> —

The Korea Exchange have implemented a new delisting system called "Substantial Investigation System of Delisting" at February 2009. The main purpose of the system is improvement of the market confidence. The new system focuses on substantial suitability as a listed company by means of substantial investigation. The Substantial Investigation Committee evaluates a listing suitability such as continuity of corporate management, transparency, financial information and business status, as well as existing formal delisting standards.

According to guidelines for substantial investigation, the listed companies which are detected accounting fraud are subject to investigation of delisting automatically. Therefore, the implementation of new system would influence reliability and transparency of accounting information. It is because enhanced delisting criteria would reduce the chance of discretionary earnings management.

We searched how many listed companies have been a subject of the investigation since implementation of new system, and compare with the previous status of delisting before 2009. We also examined empirically the effect of substantial investigation system of delisting on earnings management of listed companies. We performed empirical tests using 7,721 firm-year samples from 2004 to 2009. The measurements of earnings management for empirical tests are discretionary accruals based on Dechow et al.(1995).

Our results show that income management measured by discretionary accruals is decreased after implementation of new system compared with previous delisting system. This finding is stronger for listed companies on KOSDAQ market, which have relatively low quality of accounting information, than KOSPI companies. This study could provide empirical evidence that implementation of substantial investigation system of delisting influences reliability of accounting information positively. It could justify tightening up substantial investigation system.

<Key words> Substantial investigation system of delisting, Earnings management, Reliability of accounting information

* Assistant Professor, School of Accounting and Taxation, Deagu University, hjp@daegu.ac.kr

** Full-time Lecturer, School of Business, Keimyung University, hmji@kmu.ac.kr