

## 회생기업의 회생절차 전후 이익조정\*

박성훈(제1저자)  
경희대학교 경영대학  
(sunghun263@naver.com)  
최승욱(교신저자)  
경희대학교 경영대학  
(suchoi@khu.ac.kr)

기업의 이익조정 유인은 경영환경에 따라 다양하게 존재한다. 재무적 곤경에 처한 기업의 경우에도 주식시장에서의 거래 정지, 채권 변제 불가시 상장폐지 위험, 신용등급 하락으로 인한 은행거래 정지, 외부자금 조달 곤란 등 외부요인과 구조 조정, 경영자 권한 제한 등의 내부요인이 발생할 수 있기 때문에 선행연구는 이들 기업이 이익을 조정할 가능성을 제시한다. 회생절차와 관련하여도 이와 같이 사전적으로 이익조정 경향이 예상되지만 이와 관련되어 축적된 실증결과는 많지 않다. 기업의 회생절차는 채무를 변제하지 못하는 기업이 법원의 인가를 받아 자구안을 계획하고 실행한다는 점에서 중요한 사건의 하나이다. 이에 본 연구는 회생절차를 시점별로 개시 직전연도(개시연도 -1년), 개시연도, 진행연도, 종결연도, 종결 직후연도(종결연도 +1년)로 구분하는 시계열 방법을 이용하여 이익조정 여부와 방향을 조사하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같다. 우선, 회생절차를 개시연도에서 종결연도까지 5단계로 구분하여 분석을 하였을 때, 회생절차 전과 회생종결 후에는 측정치에 따라 유의하지 않거나 유의한 음의 이익조정이 발견되었다. 그러나 측정치에 무관하게 회생절차 진행 중에는 유의한 양의 재량적발생액이 관측되었다. 이러한 회생절차 진행 기간 중의 상향이익조정 경향은 관리인이 회생절차 초기 종결을 위해 이익을 과대 계상하려는 유인으로 해석된다. 더욱 흥미로운 점은, 회생기업의 부채비율이 증가할수록 증분적으로 회생절차 진행연도의 높은 재량적발생액이 감소되는 것으로 확인되었다. 이는 부채비율이 높을수록 채권단의 간섭권이 적극적으로 경영에 개입할 여지가 있어 보고이익을 조정할 여지가 낮아졌을 가능성을 시사한다. 이상의 결과는 여러 형태의 매칭분석과 회생기업의 내생요인을 통제한 후의 결과에서도 유지되었다.

이상 본 연구의 발견은 회생절차를 관리하는 당국과 계획안을 인가하는 법원에 중요한 기초자료를 제공할 것이다. 또한 회생기업이 회생기간 중에 상향이익조정을 할 가능성이 있고, 부채비율이 높을수록 이를 줄일 수 있다는 것은 회생기업의 관리인과 채권단 모두에게 시사하는 바가 클 것으로 기대된다.

주제어: 회생절차, 부실기업, 이익조정, 재량적발생액

### 1. 서론

사업을 계속할 가치가 충분히 있음에도 불구하고 현 시점에서 발행된 부채를 이익 혹은 이익잉여금으로 감당할 수 없는 기업은 회생절차를 밟게 된다. 청산시의 가치보다 사업을 지속하는 데서 오는 가치가 더 클 경우 법원은 기업의 회생계획안을 인가하고

채무의 일부를 변제하도록 결정할 수 있다. 이와 같이 회생절차가 개시되어 진행 및 종결된 기업은 각 시점별로 상이한 이익조정을 할 동기를 가지고 있다. 본 연구는 회생기업의 각 시점별 이익조정 여부를 실증조사하는데 목적이 있다.

기업의 이익조정은 회계추정을 변경하거나 회계처리방법의 선택을 조정 혹은 비용의 지출이나 수익의 인식 시점을 조정하는 등 여러 가지 방법으로 수행

될 수 있다. 이익조정에 대한 정의를 여러 가지가 있으나, 이를 “기업의 성과에 대해 투자자나 채권자를 오도하거나 회계수치에 의해서 결정되는 계약관계에 영향을 주기 위하여 공시되는 재무정보를 변경하는 것”으로 정의하는 데에는 무리가 없다(Healy and Walen 1999). 즉, 기업은 주어진 상황에 따라 내부·외부관계자와의 계약관계를 변형하기 위해 이익을 조정할 유인이 있다. 선행연구는 재량적으로 조정이 가능한 발생액을 이용해 회계기준이 허용하는 범위 내에서 기업이 이익을 상향 혹은 하향조정 한다고 본다. 자금사정이 어려워지고 거래처 및 금융기관의 압박이 계속되면 기업은 회생절차 결정을 하게 되며, 회생 출구 전략으로 이익조정을 활용할 가능성이 있다. 회생절차는 개시와 종결로 구분할 수 있는데 그 절차를 시점별로 구분하면 회생절차 개시 직전연도, 개시연도, 진행연도, 종결연도, 종결 직후연도의 5단계로 구분할 수 있다. 각 과정 중에 경영자는 회계기준이 허용하는 범위 내에서 언제든지 이익조정을 실시할 유인을 가지고 있다.

그러나 회생절차에 관한 선행연구는 많지 않으며, 특히 회생절차기업의 이익조정을 조사한 연구는 거의 없다. 다만, 직접적으로 회생기업을 조사하지는 않았더라도 다양한 형태의 부실기업을 이용한 조사를 통해 그 가능성을 유추할 수 있다. 예를 들어, Sweeney(1994)는 부채계약을 위반한 기업의 경우 계약 조건을 위반하지 않기 위하여 이익과 현금흐름을 높인다는 것을 발견하였다. 또한 최효순(2008)에서도 재무적 곤경에 처한 기업은 이익조정의 유인이 있음을 실증하고 있다. 이를 통해 회생절차 기업도 마찬가지로 미상환된 회생채권, 회생담보권 등을 변제하는 데 있어서 보고이익을 조정할 가능성을 간

접적 유추할 수 있다.

본 연구에서는 전술한 바와 같이 회생절차 기업의 이익조정을 시계열적으로 5단계로 구분하여 조사한다. 각 시점별 이익조정 가능성은 사전적으로 다음과 같이 예측된다. 우선, 회생절차 직전 연도와 개시연도를 살펴보면 경영자는 회생절차 진입 이전에 이를 방지하거나 지연하기 위해 이익을 상향 조정할 수 있다. 그러나 회생절차 바로 직전연도와 개시연도에는 사실상 절차에 돌입할 것이 매우 확실시되기 때문에 이익을 상향조정하기 보다는 오히려 하향 조정할 가능성도 있다. 즉, 이익이 역전된다는 점에서 회생절차의 조기 종결을 위해 개시 직전에 이익을 유의하게 줄일 가능성(Big bath)이 있기 때문이다. 즉, 부실기업들이 손실을 감추는 방향으로 이익조정을 하기 보다는 부실한 경영성과를 그대로 반영하여 이익을 감소시키는 방향으로 발생액을 조정할 가능성이 있다(DeAngelo, DeAngelo, & Skinner 1994; 나종길·최정호 2000). 이는 채무변제액을 조정하는데에도 유리하게 작용할 것이다.

반면, 회생절차 진행연도에는 다른 예측이 가능하다. 회생기업은 출자 전환, 감사 등을 거치면서 채권자, 주주, 지분권자와의 신뢰도가 급격하게 하락하였고, 기업 이미지 손상으로 정상적인 영업활동을 하기에 제약이 있다. 이러한 상황에서 관리인은 보고이익을 상향조정하여 회생절차를 조기 종결시키고 정상기업으로 시장경제에 복귀하도록 공격적인 이익조정을 할 가능성이 있다.<sup>1)</sup> 회생절차 진행연도에는 특히 회생계획이 당초 안대로 진행되고 있는지에 대한 검토가 수반되고, 기업이 보고하는 이익은 회생가능성의 판단에 중요한 영향을 미친다. 이는 이 기간 동안 보고이익을 상향조정할 가능성을 시사한다.

1) 예를 들어, DeFond and Jiambalvo(1994)는 부채계약 위반시 보고이익을 상향조정하기 위해 경영진이 비정상유동발생액을 조정함을 발견하였다.

따라서 이익의 상향조정 현상이 나타난다면 각 단계의 회생절차 기간 중 진행연도에 나타날 가능성이 가장 높다.

회생절차 종결연도를 살펴보면, 관리인은 회생계획안의 수행현황, 재무현황, 영업현황을 파악하여 책임기간에 종결시키고자 하는 유인을 가지고 있다. 특히 이 시점에는 관리인이 M&A를 통해 회생절차를 마무리할 때 경영자 교체 시점에서 본인의 성과를 합병법인에 강력하게 어필하여 대표이사 직위를 유지하려는 경향이 나타날 수 있으며, 이는 상향 이익조정의 가능성을 시사한다. 다만, 종결연도에는 회생절차의 종결이 사전에 예상될 가능성도 있다. 이는 회생절차의 종결은 바로 직전연도까지의 보고 이익에 근거할 것이며, 종결연도의 보고이익은 종결절차 이후에 확정되므로 종결연도의 이익조정은 진행연도에 비해서는 그 유인이 적을 수 있다.

마지막으로, 회생절차 종결 직후연도에는 회생이 종결된 기업으로서 무리하게 이익을 조정하기 보다는 장기적인 관점에서 기업의 성과를 유지하기 위한 전략적 선택을 할 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 종결 직후 연도의 이익조정 수준은 통제기업에 비해 그 차이가 크지 않을 가능성이 있다.

본 연구는 이러한 시계열적 이익조정 여부와 함께 각 시점별 부채비율을 이용하여 부채비율이 증가함에 따라 이익조정 경향이 증분적으로 감소하는지를 조사하였다. 이는 다음과 같은 가정에 기인한다. 우선, 부채, 차입금이자 등의 증가는 관리인의 회생절차 종결의 동기를 저하한다. 또한 부채비율을 채권단 간섭권으로 대응할 때 채권단이 관리인의 의사결정에 개입하여 관계인 집회에서 회생계획인가, 회생절차 종결 결정에 대해 영향력을 발휘하면 경영자가 기업의 경영목표 달성을 위해 이익을 조정할 기회와 유인이 감소할 수 있다.

이상의 가설을 검증하기 위해 본 연구는 2008년에서 2016년 사이에 회생절차가 개시 및 종결된 상장기업(Treatment group)과 다른 비회생상장기업(Control group)을 비교하여 회생기업의 이익조정을 실증조사하였다. 분석결과 회생절차 개시 직전(개시 연도 -1년)과 개시연도에는 유의한 음의 재량적발생액이 관찰되었다. 반면, 회생절차 기간 중에는 유의한 양의 재량적 발생액이 관측되었으며, 회생종결 및 종결 직후연도에는 재량적발생액의 수준이 유의하지 않았다. 강건성을 위해 성과대응 재량적발생액을 이용한 경우에도 회생절차 기간 중에 유의한 상향이익조정 행위가 발견되었다. 다만, 회생개시연도의 하향이익조정은 나타나지 않았다. 이는 회생기업들이 개시시점에 이익을 절대적인 수준에서 하향조정하더라도, 유사한 성과를 보고하는 동종업계의 재량적발생액 수준을 고려하면(즉, 성과대응 재량적발생액을 이용하면) 그 수준이 유의하게 낮지는 않음을 의미한다.

또한 예상과 같이 부채비율이 증가할수록 증분적으로 재량적발생액이 감소되는 것으로 확인되었다. 특히 회생절차 기간 중에 보고된 유의한 상향이익조정은 부채비율이 증가함에 따라 증분적으로 유의하게 감소하였다. 이는 채권단의 간섭권이 강하게 작용할 경우 관리인의 이익 상향조정 행위가 상대적으로 감소함을 의미한다.

이상의 결과는 통제기업을 (1) 회생기업의 비회생연도, (2) 회생기업-연도와 기업의 규모로 매칭된 비회생기업-연도, (3) 부채비율, Z-Score, 연속적자보고 여부를 이용하여 대응된 통제기업을 사용한 분석에서도 일관되었다. 또한 회생기업의 내생요인을 2단계 분석법으로 통제한 후의 결과에서도 유사한 결과를 관찰하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 회생절차

전체 기간에 대해 이익조정을 연구한 연구는 아직까지 없다. 따라서 회생절차 기업을 대상으로 이익조정을 시계열로 비교·분석한 본 연구는 이 분야 연구에 중요한 시사점을 제시한다. 둘째, 회생절차에 들어간 기업이 시점별로 상이한 형태의 이익조정을 한다는 본 연구의 발견은 관련 실무에 중요한 시사점을 제시한다. 즉, 본 연구의 결과는 회생절차를 관리하는 당국과 계획안을 인가하는 법원에도 중요한 기초자료를 제공할 것이다. 또한 회생기업이 회생기간 중에 상향이익조정을 할 가능성이 있고, 부채비율이 높을수록 이를 줄일 수 있다는 것은 회생기업의 관리인과 채권단 모두에게 시사하는 바가 클 것이다. 셋째, 본 연구는 회생절차 기업의 이익조정에 영향을 미치는 요인으로 부채비율을 제시하고 있다. 또한 유의한 결과를 발견하지는 못하였으나, 감사인 규모의 측면에서도 조사를 수행하였다. 감사인이 회생절차에 진입한 기업에 대해 회계처리에 개입할 여지가 있는지에 대해서는 여전히 알려진 바가 많지 않다. DeFond and Jiambalvo(1994)의 연구에서 주장하듯이 부실기업의 회계처리에 감사인은 유의한 영향을 미칠 가능성이 있다. 후속연구는 이를 확장하여 감사인 전문성, 계속감사기간, 보수나 시간 등으로 조사를 진행할 수 있을 것이다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 우선, 연구에서 활용한 회생기업 분석대상은 상장사에 국한되어 그 표본의 수가 많지 않기 때문에 일반화의 문제가 발생할 수 있다. 또한 본 연구에서 사용한 측정변수들이 회계 수치 위주의 재무정보이기 때문에 기업과 채권단 간의 비재무 정보는 고려하지 못하였으며, 이는 본 연구의 결과에 대한 이차적인 해석에 주의를 요한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 회생절차에 대해 소개한다. III장에서는 관련 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. IV장에서는 표본과 연구모형을 제시한다. V장에서는 실증 분석의 결과와 해석을 기술한다. 마지막으로, VI장에서는 연구결과에 대한 결론을 제시한다.

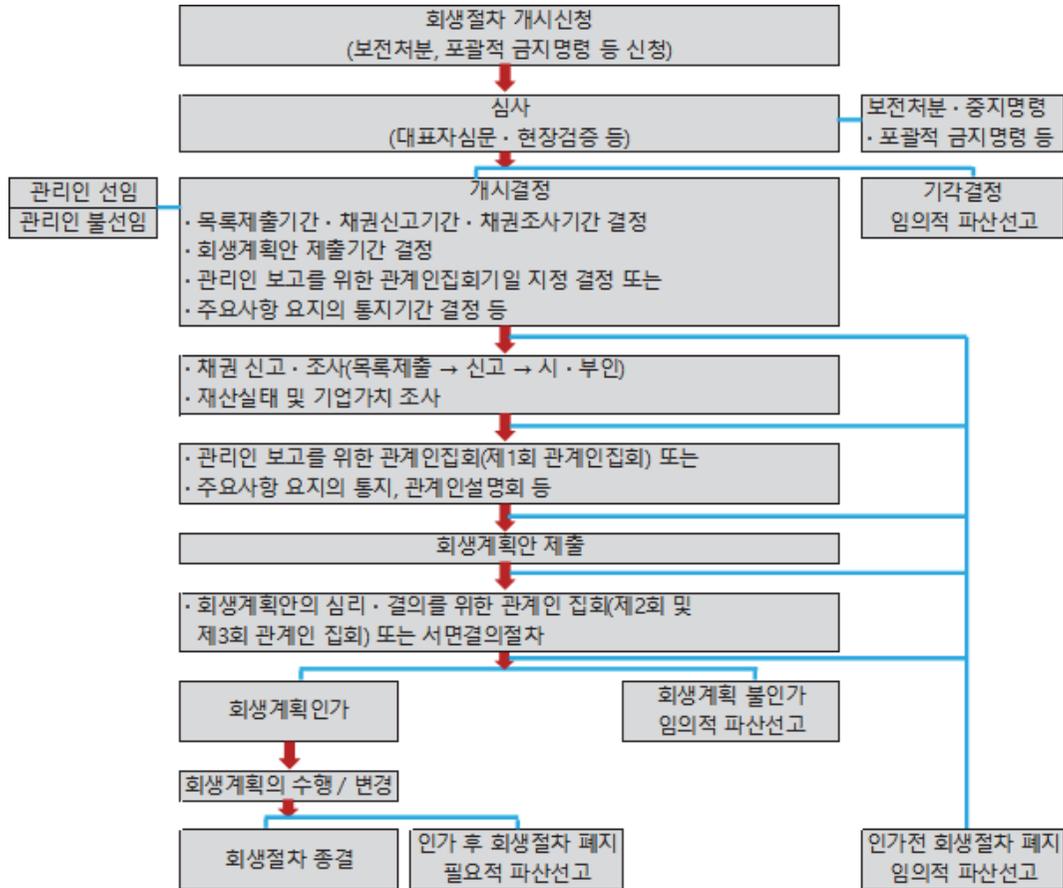
## II. 기업의 회생제도

기업회생제도는 기존의 회사정리법, 화의법, 파산법, 개인채무자 회생법, 기업구조조정 촉진법의 5체제로 구성되었던 도산법이 2006년 4월 1일 “채무자 회생 및 파산에 관한 법률”로 통합되면서 도입되었다. 동법은 기존의 회사정리 절차와 화의절차를 기업회생절차로 통합하였다. <그림 1>은 회생절차 순서를 나타낸 흐름도이며, 그 절차에 따라 설명한 내용은 다음과 같다.

회생절차는 ①사업의 계속에 현저한 지장을 초래하지 않고는 변제기에 있는 채무를 변제할 수 없는 경우, ②채무자에게 파산의 원인인 사실이 생길 염려가 있는 경우 신청한다. ②의 경우에는, 채무자 외에도 일정 금액 이상의 채권을 보유한 채권자 또는 일정 비율 이상의 주식 또는 출자지분을 가지고 있는 주주·지분권자도 신청이 가능하다.<sup>2)</sup> 신청시에는 채무자와 채권자의 행위를 제한하는 보전처분과 포괄적 금지명령 등을 같이 신청한다.

법원은 신청일로부터 1월 이내에 회생절차 개시 여부를 결정한다. 개시결정이 확정되면 이와 동시에 법원은 관리인 선임, 제1회 관재인집회 기일 지정,

2) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제24조 제1항·제2항.



〈그림 1〉 회생절차 순서(홍인섭 2018)

회생계획안 제출기간 등을 결정한다. 이후 가압류, 가처분 등의 강제집행 국세징수법에 따른 압류, 공매, 경매 등의 채납처분 행위들이 모두 중지된다.

회생절차 진행 중에 관리인은 회생채권자, 회생담보권자, 주주·지분권자의 채권 목록을 제출하고, 채권자는 신고기한 내에 회생채권, 회생담보권, 주식·출자지분을 신고한다. 시부인 과정에서 이의가 제기된 회생채권은 조사확정재판을 통해 확정하고, 조사위원은 채무자의 재산상태조사보고서를 법원에

제출한다. 이후 채권에 대한 관리인 보고를 위한 제1회 관계인 집회가 진행된다.

회생계획안의 심리·결의를 위한 제2회 및 제3회 관계인 집회 또는 서면결의 절차가 끝나면 판결 내용에 따라 회생계획안의 인가가 결정된다. 회생계획안이 인가된 경우, 법원은 회생계획의 수행 가능 여부를 판단하여 회생절차 종결 혹은 폐지 결정을 하게 된다.

### III. 선행연구 및 가설설정

#### 3.1 경영상황 악화 기업의 이익조정과 관련된 선행연구

본 절에서는 부실기업, 법정관리기업, 부채계약 위반 등 경영상황 악화로 인해 기업 생존에 중대한 위험이 발생한 기업들의 성과와 이익조정 성향을 조사한 연구들을 제시한다. 이는 해당 기업들이 경영 악화를 경험하였고, 이에 대한 타개책의 하나로 이익조정을 시도하고 있으며, 이는 회생절차기업의 상황과 유사하기 때문이다.

해외 선행연구는 대체로 부채계약 위반에 근접해 있는 회사들이 계약비용을 회피하거나 연기하기 위해 상향 이익조정을 실시할 것으로 예상한다(Watts and Zimmerman 1986; Healy and Palepu 1990; DeFond and Jiambalvo 1994). 그러나 이와는 상이한 결과를 보이는 연구도 있다. 예를 들어, DeAngelo et al.(1994)은 1980-1985년 동안 NYSE에 등재된 76개의 부실기업을 표본으로 선정하여 연구한 결과, 부실기업들은 이익조정을 줄이는 회계선택을 하는 것을 발견하였다. 동 연구는 이를 부실기업의 경영자가 부채계약 위반을 피하기 위해 이익조정을 하기 보다는 기업의 부실한 재무성과를 반영하는 결과를 보이는 증거라고 해석하였다. 이와 유사하게 Leach and Newsom(2007)은 1980년부터 2000년까지 NYSE, AMEX, NASDAQ에 등록된 파산을 신청한 상장기업들을 표본으로 이익조정 여부를 분석하였다. 재량적유동발생액(DCA)을 사용하여 패턴을 관측한 결과, 기업들은 파산 신청 5년 전에 채권자, 주주, 투자자 등의 외부이해관계자들에게 재무건전성을 강조하기 위해 보고이익을 상향조정하는 것으로 나타났다. 그러나 이후 파산

신청 2년 전부터는 DCA가 오히려 음의 방향으로 나타나 각 시점별 이익조정 유인이 다른 것으로 나타났다. 즉, 이상의 해외 선행연구를 요약하면 경영성과가 심각하게 악화된 기업들은 상황별로 이익을 상향 혹은 하향조정할 유인이 있다.

부실기업의 수익성을 조사한 국내 연구의 하나로 장휘용(1997)은 IMF사태 이전인 1991년부터 1994년까지 4년간 부도 발생, 관리종목지정, 회사정리절차신청 및 법정관리신청을 신청한 42개의 부실기업을 표본으로 선정하여 분석하였다. 연구결과, 부실기업의 수익성은 3년 전까지 계속 악화되다가 2년 전에는 뚜렷이 향상되었다. 이는 부실기업의 영업활동이나 경영활동의 개선이 이루어지지 않았는데도 불구하고 오히려 수익성이 증가하는 것을 감안했을 때, 인과관계의 논리적인 연관성이 존재하지 않기 때문에 경영자가 기업의 수익성 감소를 의도적으로 감추려는 회계조정의 결과라고 해석했다. 이러한 주장의 근거로 수익성지표, 활동성지표, 유동성지표, 안정성지표의 회계항목을 이용하여 변화추이를 분석하였지만, 이익조정의 보편적 측정치인 재량적발생액을 사용하여 검증하지는 않았다.

김경호·박종일(1999)은 부실발생기업의 경영자가 1996년부터 1998년 7월까지 법정관리종목으로 지정된 유가증권시장 75개의 상장기업들을 표본으로 하여 부실 이전에 부실기업들의 이익조정행위를 분석하였다. 이익조정의 대응치로는 수정 Jones 모형 활용하였으며, 부실 전 이익조정 여부 뿐 아니라 몇 년 전부터 발생하는지를 검증하였다. 연구 결과, 부실발생 8년 전부터 2년 전까지는 유의한 양(+)의 재량적발생액이 관측되어 상향 이익조정이 관측되었지만, 부실발생 직전연도에는 유의한 값이 발견되지 않았다. 이들은 경영자가 부실발생 시점 이전에 재량적발생액을 사용하여 보고이익을 높이려는 동기

가 존재하지만, 부실발생 시점 직전연도에는 이미 이익조정을 위한 대체적인 회계처리방법이 감소했기 때문에 이익조정행위가 하락한다고 해석하였다. 나종길·최경호(2000) 역시 부실기업과 비부실기업을 비교한 결과 부실기업이 오히려 유의한 음의 재량적 발생액을 계상하고 있음을 발견하였다. 동 연구는 이를 부실기업은 현금흐름이 중요하기 때문에 발생액 정보에는 상대적으로 관심을 보이지 않는 것에 기인한다고 보았다.

이상의 연구와 유사한 상황의 기업들을 이용하여 다소 상이한 결과를 보고한 연구로 이지숙(2017)의 연구는 부실 이전에 기업들이 이익조정을 하는지 조사하였다. 1995년부터 2013년까지 유가증권시장에서 관리종목으로 지정되거나 상장폐지로 지정된 부실기업을 표본으로 Jones, 수정 Jones 모형을 활용하여 재량적발생액을 관측하였다. 분석 결과, 부실기업들이 재량적발생액을 상향 조정하는 것으로 발견하였으며, 부실 발생 2년 전과 1년 전에 이익조정 시도가 분명해지는 것을 확인하였다.

김상필·이진(2001)은 법정관리 기업이 M&A를 진행할 경우에 합병 전에 재량적 발생액을 이용하여 이익조정행위를 하는지 여부를 연구하였다. 분석 결과, 재량적발생액은 전체 기간, -3년, -2년, -1년에서 유의하지 않은 결과가 나타났다.

이상의 연구를 요약하면, 부실기업이 상장폐지, 법정관리 등으로 지정되기 전 이익조정에 대한 시계열 관측결과, 이익조정 현상이 나타나는 것을 비교적 일관되게 확인할 수 있다. 이는 수익성 분석을 통한 간접적 결과와 재량적발생액을 통한 직접적인 이익조정 연구에서도 동일하게 부실기업이 이익조정을 하는 것을 알 수 있다. 그러나 이익조정의 구체적 시점에 대해서는 혼재된 결과가 존재한다. 즉, 경영상황이 악화된 기업들이 이를 인지하기 전과 후 및 자

구책을 실현하는 시점 중 어느 상황에서 이익조정을 하는지, 한다면 상향 혹은 하향 이익조정 중 어느 옵션을 택할지에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다.

### 3.2 회생절차 기업 관련 선행연구

본 절에서는 어떠한 기업이 회생을 신청하고 이를 종결하기 위해 어떠한 전략을 활용하는가에 대한 선행연구에 대해 소개한다. 또한 이러한 회생기업들의 회계처리를 조사한 선행연구를 제시한다.

우선, 회생의 원인에 관한 선행연구를 살펴보면, Robbins and Pearce(1992)는 경영위기를 야기하는 여러 상황을 제시하였다. 구체적으로, 신용위기, 원재료 원가 상승 압박, 인건비 상승, 외화가치 변동성과 같은 경제상황의 불확실성과 경쟁사와의 관계, 기술의 변화, 소비자 생활 패턴 변화와 같은 사회적 변화, 영업환경 통제의 결핍, 과잉사업확장, 과잉차입을 통한 부채비율 상승, 경영진의 리더십과 다양성 부족 등을 그 원인으로 제시하였다. 회생절차에 돌입한 기업은 절차의 조기 종결을 위해 각 기업이 처한 여건과 상황에 따라 여러 상이한 전략을 선택할 것이다. Sudarsanam and Lai (2001)은 재무적 곤경으로 인해 회생을 신청한 기업들 중 회생을 종결하고 정상적으로 회복한 기업과 회복하지 못한 기업의 전략을 비교분석하였다. 영국의 자료를 이용한 조사결과, 회생에 성공한 기업은 대체로 인수합병 등의 외부투자를 통해 회복을 시도한 반면, 회생에 실패한 기업은 대체로 기업 내부의 조직변경 및 금융구조 조정을 시도하는 경향이 있었다. 한정화·최경철(2007)은 회생기업의 경영위기 원인이 내부에 있는 경우 외부전문가로 경영진을 교체하는 경향이 있으며, 외부요인이 클 경우에는 기존경영진을 유지하는 경향을 있음을 발견하였다. 김아리(2017)

는 연구 표본의 74.1%가 기업의 전략적 방향을 재정립하는 전략적 회생 전략을 통해 기업회생에 대응하였고, 재무적 회생 전략을 실행하거나 최고경영자를 교체한 기업도 각각 53.7%, 50.2%에 해당함을 보고하였다. 이는 회생기업들이 다양한 전략을 통해 이를 극복하려는 방안을 강구하고 있음을 시사한다. 특히 기업 회생에 가장 긍정적인 영향을 미치는 전략은 신규시설투자와 전략적 제휴와 같은 전략적 회생 전략으로 나타났다.

다음으로 회생기업의 회계처리를 조사한 연구들을 살펴보면 다음과 같다. 회생절차가 진행되고 있는 기업의 관리인은 회생채권, 회생담보권 등을 변제하면서 기업의 회생절차 종결에 대한 목표도 설정해야 되기 때문에 이익조정을 할 동기를 충분히 가지고 있다. 회생절차에 도입한 것은 아닐지라도, 채권자에 대한 변제 의무가 있다는 점에서 부채계약 위반 기업의 사례를 통해 그 가능성을 확인할 수 있다. 예를 들어, Watt and Zimmerman (1986)의 연구는 기업이 채무이행조항을 위반할 가능성이 높아져서 부채 조기 상환이나 차입이자율 증가 등의 계약 비용을 치루어야 할 위험이 존재할 경우, 보고이익을 상향 조정하는 회계절차를 선택한다고 주장하였다. 유사한 국내연구로 최효순(2008)은 1998년부터 2006년까지 502개의 상장기업을 표본으로 이익 조정의 유인으로 부채계약가설을 검증하는 연구를 실시하였다. 2단계 최소자승법을 사용하여 분석한 결과, 부채비율 따라 재량적발생액이 증가한다는 것을 발견하였다. 이는 부채계약을 위반할 가능성이 있을 경우, 경영자는 계약비용의 위험 때문에 이를 회피하기 위해서 이익조정을 실시한다는 부채계약가설을 지지하는 결과이다. 이와 유사하게 보고이익을 상향 조정해야 할 동기가 있는 회생기업 역시 이익 조정을 시도할 가능성이 농후하다고 볼 수 있다.

이러한 회생기업의 회계처리를 조사한 연구는 전술한 바와 같이 많지는 않다. 예외적으로, 강경이·이상원(2009)은 회생절차를 실행하고 종결한 기업을 표본으로 선정하여 회사정리절차 신청 전과 회사종결 이후의 회계적 성과에서 차이가 있는지를 연구하였다. 회생절차 신청 -1년부터 -3년까지의 회계적 성과 측정치에 대한 평균을 각각 종결 +1부터 +3년까지와의 차이를 통해 판단해보면 매출액경상 이익률(OIS)는 회생신청 전보다 종결 이후에 더 높았으며, 총자산회전율(STA)와 총자산경상이익률(OIA)는 회사정리신청 전년도보다 종결 이후에 낮게 나타났다. 이는 회생절차 기간의 이익조정 가능성을 시사한다.

또한 강경이(2014)는 회생절차 종결 후의 경영자 교체에 초점을 두고 이익조정 여부를 조사 하였다. 동 연구의 실증분석 결과 회생 이후 최고경영자가 교체되는 연도에 비정상적 영업활동, 비정상적 생산원가, 비정상적 판매비와 광고비, 발생액을 이용한 이익조정은 유의하지 않은 결과가 나타났다.

이상에서 제시한 것과 같이 회생절차에 대한 연구들이 많지 않다. 예외적인 몇몇 연구들은 회생절차 종결 이후를 초점을 두고 조사하고 있다. 따라서 회생절차 전반에 걸친 이익조정에 관해서는 정립된 실증결과가 없다. 또한 전술한 바와 같이 일반적인 부실기업에 조사에서조차 일관된 연구 결과가 나타나지 않고 있다. 이에 본 연구는 회생절차 기업을 시계열 별로 실증분석을 실시하여 관련 부실기업 연구에 기여한다.

### 3.3 가설설정

앞에서 회생절차가 진행됨에 따라 이익조정 유인이 있다는 것을 설명하였다. 회생절차는 개시부터

종결에 걸쳐 이루어진다. 이에 따라 본 연구에서는 회생절차의 시점을 자연스럽게 개시 직전연도, 개시연도, 진행연도, 종결연도, 종결 직후연도의 5단계로 구분하여 연구하였다. 이러한 시계열 분석을 통해서 기업이 회생절차 어느 구간에서 가장 이익조정을 많이 실시하는지 확인이 가능할 것이다. 각 시점별 이익조정 여부에 대한 사전적인 예측은 다음과 같다.

첫째, 회생절차 개시 직전연도를 살펴보면 다음과 같다. 우선, 경영자는 회생절차 진입 이전에 이를 방지하거나 지연시키기 위해서 이익을 상향 조정할 수 있다. 그러나 회생절차 바로 직전연도에는 절차에 돌입할 것에 대해 이미 인지하고 있을 가능성이 매우 크고 이에 따라 이익을 상향조정하기 보다는 오히려 하향 조정할 가능성도 있다(Big bath). 이는 조정된 이익이 역전된다는 점에서 회생절차의 조기 종결을 위해 개시 직전에 이익을 유의하게 줄일 가능성이 있기 때문이다. 다른 한편으로는, 회생절차 직전 연도에는 이미 법원이 새로운 관리인을 선임하여 기존 경영자를 해임하고 경영권을 박탈하였을 가능성이 있으며, 이는 기존의 경영진이 이익을 조정할 기회가 매우 제한적일 가능성을 시사한다. 즉, 이익조정 현상이 나타나지 않을 가능성도 있다. 따라서 이 시점에서의 이익조정 여부와 그 방향은 실증 조사가 필요하다.

둘째, 회생절차 개시연도이다. 보통 기업은 채무 변제 불가, 파산 위험, 채권자의 압류 등의 이유로 회생절차를 결정한다. 회생절차가 개시되면 보전처분, 중지명령, 포괄적 금지명령으로 채무의 변제 의무가 잠정적으로 해소된다. 이 때 채권자 목록을 정리하고 신고 채권에 대한 시부인 절차를 거치면서

채무를 확정하게 되는데 관리인은 조사위원이 작성한 채무자의 재산상태조사보고서를 대조하여 변제 채권과 비변제 채권을 구분한다. 즉, 개시연도에는 경영자가 회계정보를 조정할 기회가 많지 않으며, 상환절차의 확정과 이에 대한 이행 의무의 실행이 가장 우선시 된다. 회생절차 채권 의무를 확인한 관리인은 변제 대상 채권을 분류하여 부채를 상환하는 과정을 개시한다. 따라서 개시연도에서는 이익의 상향조정 가능성은 높지 않으며, 오히려 직전연도의 하향이익조정이 이어질 가능성도 있다(DeAngelo et al. 1994; 나종길·최정호 2000).

셋째, 회생절차 진행연도이다. 회생기업은 출자 전환, 감자 등을 거치면서 채권자, 주주, 지분권자와의 신뢰도가 급격하게 하락하였다. 또한 회생절차로 인해 국내외 입찰 참가나 거래처로 선정될 때 감사보고서를 의무적으로 제출해야 하거나, 기업이 주식시장에서 거래 정지 상태에 있으면 기업 이미지 손상으로 정상적인 영업활동을 하기에 제약이 있다. 이러한 상황에서 회생계획인가 이후, 채권변제가 정상 궤도에 진입하지 못하고 회생계획에 지장이 있는 경우에는 회생계획이 중도 폐지될 가능성도 존재한다. 이에 따라 경영진은 공격적인 활동을 통해 조기에 회생절차를 마무리하려는 강한 동기를 갖는다.<sup>3)</sup> 그 하나의 수단으로 관리인은 이익조정을 통해 기업가치에 대한 평가 수준을 높이는 작업을 할 수 있다. 회생절차 진행 중 기업의 회계 성과가 나쁠 것으로 예상되면, 보고이익을 당초 회생계획안의 기대이익에 부합되는 수치로 변경을 시도하는 것이다. 이에 따라 회생계획안의 우선변제 대상 채권을 상환하고 채무제표의 수익성을 확보해서 유지한다면 회생절차

3) 예를 들어, 회생기업의 경영진은 채권 출자전환, 신규 유상증자, 인수합병 등의 적극적인 경영정상화 활동을 추진하려는 경향이 있다 (아시아 경제 "휴백셀 연내 회생절차 종결 및 조기 경영정상화 목표", 2019.8.21).

를 종결하여 계속기업 가치를 증대하고 정상기업으로 시장경제에 복귀할 수 있다. 따라서 회생절차 기간 중 보고이익을 상향조정하는 경향이 나타난다면 이는 회생 진행연도가 될 가능성이 가장 높을 것이다.

넷째, 회생절차 종결연도이다. 관리인은 기존의 대표이사를 선임하는 경우도 있지만, 전문경영인을 외부에서 영입하여 선임하는 경우도 있다. 이 경우 관리인은 본인의 경력 관리를 위해 회생계획안의 수행 현황, 재무현황, 영업현황을 파악하여 책임기간에 종결시키고자 하는 유인을 가지고 있다. 예를 들면, 관리인이 M&A를 통해 회생절차를 종결할 때 경영자 교체 시점에서 본인의 성과를 합병법인에 강조하여 대표이사 직위를 유지하는 경우가 있을 수 있다. 경력 관리를 위해 관리인은 이익을 상향 조정하여 경영권 유지의 근거로 재무제표의 건전성을 주장하여 합병회사에 합의를 이끌어 낼 수 있다. 다만, 종결연도에는 이미 절차의 종결이 예상될 가능성도 있다. 직전연도까지의 보고이익에 근거해 계획안의 수행정도가 판단될 것이며, 종결연도의 보고이익은 종결절차 이후에 확정되므로 종결연도의 이익조정은 진행연도에 비해서는 덜 나타날 가능성이 있다.

다섯째, 회생절차 종결 직후연도이다. 일반적으로 경영자는 회생 이후 새로운 기업전략을 추구하게 된다. 이를 위해서는 이사회, 내부 임직원, 주주 등의 동의가 필요한데 과거 도산 기업이라는 오명에서 벗어나서 이해관계자의 동의를 얻고 신규 전략을 관철시키기 위해 이익조정을 선택할 여지가 있다. 반면, 회생이 종결된 기업으로서 무리하게 이익을 조정하기 보다는 장기적인 관점에서 기업의 성과를 유지하기 위한 전략적 선택을 할 가능성도 배제할 수 없다.

따라서 종결 직후 연도의 이익조정은 실증분석이 필요하다.

이상의 5단계별로 회생기업이 어느 시점에서 이익조정을 하는지를 확인하는 것은 실증적으로 필요하며 이를 위해 다음의 첫 번째 가설을 설정한다.

가설 1: 회생절차 기업의 이익조정은 회생 개시 및 종결 시점 별로 상이할 것이다.

본 연구는 추가적으로 전술한 5단계 별 이익조정에 기업의 부채비율이 영향을 미칠 것으로 가정한다. 그 근거는 다음과 같다. 우선, 부채비율이 높은 회생기업은 관리인이 기업의 청산 가능성을 염두에 두기 때문에 이익조정의 유인이 감소할 수 있다. 즉, 부채비율의 증가는 원금 상환 및 이자비용에 대한 부담을 가중하여 기업의 기회주의적 행위에 제약을 가한다(Jensen 1986). 회생절차 기업의 경우에도 부채, 차입금이자 등의 증가는 기업 재무건전성에 악영향을 미칠 뿐만 아니라 관리인의 회생절차 종결의 동기를 줄일 수 있다.

둘째, 부채비율을 채권단 간섭권으로 대응할 때 채권단이 관리인의 의사결정에 개입하여 관계인 집회에서 회생계획인가, 회생절차 종결결정에 대해 영향력을 발휘하면 경영자가 기업의 경영목표 달성을 위해 이익조정할 유인이 감소할 수 있다. 실무적으로도 채권단의 경영평가에서 회생 가능성이 낮은 것으로 판단되는 기업은 지원중단, 퇴출 등의 고강도 조치를 받게 된다.<sup>4)</sup> 선행연구는 높은 부채비율은 채권단의 정밀조사를 야기하여 경영자의 보고이익 조정 유인을 제한하는 것으로 본다(Jensen 1986;

4) 특히 개정된 "기업신용위험 상시평가 운영협약"에 따르면, 자율협약이나 워크아웃 등 채권단 공동관리에 들어간 기업은 채권단과 기업 개선계획 약정을 체결한 날부터 3년 이내에 공동관리 절차에서 벗어나지 못할 경우 주채권은행의 경영평가를 받게 되고, 회생 가능성이 낮다고 판단되면 공동관리에서 퇴출된다(조선비즈, "3년내 채권단 공동관리 졸업 못한 기업, 퇴출평가 받는다", 2019.7.31.).

Jelinek 2007). 또한 Watts and Zimmerman (1986)의 실증회계이론을 적용한다면 부채비율의 증가는 기업의 “정치적 비용”의 일환이며 이는 경영자의 상향이익조정에 대한 부담으로 작용한다. 따라서 이상의 논의를 기반으로 다음의 두 번째 가설을 설정한다.

가설 2: 기업 회생절차 개시 및 종결 시점 별 이익조정은 부채비율 증가에 따라 증분적으로 감소할 것이다.

## IV. 연구 설계

### 4.1 연구표본

본 연구는 2008년부터 2016년 사이에 회생절차를 개시하여 종결한 기업을 분석 대상으로 한다. 회생의 개시연도가 2008년도부터 시작하는 것은 전술한 바와 같이 “채무자 회생 및 파산에 관한 법률”이 2006년부터 도입되었기 때문이다. 본 연구는 개시 직전연도의 이익조정도 조사하기 때문에 2007년부터 표본연도가 시작된다. 회생절차는 시계열적으로 직전연도(개시 연도 -1년), 개시연도, 진행연도, 종결연도, 직후연도(종결 연도 +1년)로 구분하였다. 분석 대상 표본 기업은 아래 조건을 모두 충족하는 경우로 한정하였다.

(1) 금융업에 속하지 않은 12월 결산 상장법인

(유가증권시장, 코스닥시장)

- (2) 2008년~2016년 사이에 회생 개시와 종결이 완료된 기업
- (3) 상장회사협의회가 제공하는 TS2000과 한국 신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- (4) 이상의 회생기업과 비교되는 2007~2017년 사이의 상장기업-연도(통제기업)

본 연구는 회생절차가 개시 및 종결된 기업과 그렇지 않은 비회생기업을 모두 표본으로 활용하여 비회생기업 대비 회생기업의 이익조정을 조사한다. 2008년에서 2016년 사이에 개시 및 종결이 완료된 회생기업을 이용하며, 개시 직전연도와 종결 이후 연도까지를 조사하므로 2007년에서 2017년이 분석에 활용되는 회계연도이다. 이 기간 동안에 분포하는 회생기업-연도는 178개이며, 비회생기업-연도는 16,848개이다. 따라서 총 17,026개의 기업-연도 표본이 분석에 이용된다. 여기에서 178개는 표본기간 중 한번이라도 회생절차를 경험한 기업의 표본기간 동안의 모든 기업-연도로, 실제 회생 개시 직전연도부터 종결 직후연도까지의 5단계에 속하는 기업-연도 표본의 수는 69개이다.<sup>5)</sup>

〈표 1〉은 회생기업의 표본선정 절차와 연도별 분포를 제시한다. 패널 A를 보면, 2008년에서 2016년 사이 회생절차에 들어간 상장기업은 총 26개이다. 이들 중 회생절차가 취소된 기업이 1개이며, 개시일과 종결일 혹은 그 두 연도가 모두 식별 불가능한 기업이 7개이다. 이들 기업을 제외하면 최종적으로 18개 기업이 회생기업으로 선정되었다.

5) 본 연구에서는 회생절차를 시점별로 5단계로 구분하였으므로, 18개의 회생기업 표본을 이용하면 이론적으로 최대 90개(5\*18)의 기업-연도가 산출될 수 있다. 그러나 각 시점이 중복되거나 (예를 들면, 개시연도 바로 직후연도가 종결연도) 변수를 산출하는 것에 제약이 있는 표본 등을 제외하면 69개의 회생기업-연도가 추출되었다.

〈Table1〉 Sample selection and distribution of rehabilitation firms

Panel A. Sample selection process									
Category	Observations								
Initial rehabilitation observations within 2008(start year) to 2016(end year)	26								
Less:									
Observation that canceled the rehabilitation process	(1)								
Observations that cannot identify start date or end date	(7)								
Final observations	18								
Panel B. Sample distribution by year									
1. based on rehabilitation start year									
Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N	2	2	0	1	4	5	1	3	0
2. based on rehabilitation end year									
Year	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N	0	0	3	1	0	3	2	4	5

〈표 1〉의 패널 B에는 연도별 회생기업의 분포를 제시하였다. 본 연구는 회생기업의 개시일 직전연도부터 종결일 직후 연도까지를 조사하기 때문에, 기업별로 개시연도와 종결연도가 존재한다. 따라서 개시연도 기준으로 연도별 분포를 제시하면, 2008년에 2개 기업이 있으며, 2013년에는 가장 많은 5개 기업이 분포되어 있다. 종결연도를 기준으로 살펴보면, 2010년에는 3개 기업이 있으며, 2016년에 가장 많은 5개 기업의 회생절차가 종결되었다.

#### 4.2 모형설계

본 연구에서 발생액의 품질은 Dechow, Sloan, & Sweeney (1995)의 연구에서 제시한 수정 Jones 모형과 이를 개선한 성과 대응 모형(Kothari, Leone, & Wasley 2005)을 활용하였다. 수정 Jones 모형은 기존의 Jones 모형이 매출액을 이익조정 수단으

로 사용하지 않는다는 가정을 완화하여 비재량적발생액 산정시 매출액의 변화( $\Delta REV$ )에서 신용매출( $\Delta AR$ )의 변화를 차감하여 재량적발생액을 추정하였다. 경영자가 매출채권 회수기간을 임의로 변경할 수 있기 때문에 매출액의 변화에서 신용매출의 변화를 차감하여 비재량적발생액에서 신용매출의 변화를 제외한 것이다. 이 모형은 시계열 회귀모형으로 개발되었기 때문에 회생절차 기간의 각 기업의 발생액의 움직임을 개별적으로 분석할 수 있는 장점이 있다. 구체적인 모형은 다음과 같다.

$$TACC_{it}/TA_{i,t-1} = 1/TA_{t-1} + (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / TA_{t-1} + PPE_{it}/TA_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

여기에서,  $i$ 와  $t$ 는 기업과 회계연도를 의미한다.  $TACC$ 는 당기순이익과 현금흐름표상 영업활동현금흐름의 차이로 총발생액을 의미한다.  $TA$ 는 자산총

계,  $\Delta REV$ 는 t-1기 대비 t기 매출액 증감액,  $\Delta AR$ 는 t-1기 대비 t기 매출채권 증감액,  $PPE$ 는 유형자산을 각각 의미한다. 마지막으로,  $\varepsilon$ 는 오차항이다. 여기에서의 오차항이 재량적발생액으로 이용된다.<sup>6)</sup>

다음으로 성과대응 재량적발생액은 다음과 같이 산출된다. 산업-연도별로 모든 표본기업을 총자산이익률(ROA)를 기준으로 5분위수로 그룹핑한다. 각 분위수의 재량적발생액의 평균값을 각 분위수에 분포된 기업의 재량적발생액에서 차감하며 이렇게 산출된 값을 성과대응 재량적발생액으로 본다(Kothari et al. 2005). 이는 동종 산업-연도에서 유사한 수준이 회계성과를 보고하는 기업들의 평균적인 재량적발생액 수준을 차감하고 난 후의 수정된 재량적발생액을 의미한다.<sup>7)</sup>

수정 Jones 모형과 성과 대응 모형을 통해 추정한 재량적발생액을 이용하여 회생절차 기업이 회생절차 개시/종결 시점 근처에서 상향의 이익조정을 할 것이라는 가설1을 검증하기 위하여 본 연구에서는 다음과 같이 식(2)의 회귀분석모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} DA(PMDA) = & a_0 + a_1Year_{-1} + a_2Year_{Start} \\ & + a_3Year_{Progress} + a_4Year_{End} + a_5Year_{+1} \\ & + a_6SIZE + a_7LEV + a_8INVREC \\ & + a_9CURR + a_{10}GRW + a_{11}BIG4 \\ & + a_{12}OPN + a_{13}LARGE + a_{14}KOSDAQ \\ & + Year + Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

식(2)에서 종속변수는 재량적발생액(DA)과 성과대응 재량적발생액(PMDA)이다. 관심변수로  $Year_{-1}$ ,  $Year_{Start}$ ,  $Year_{Progress}$ ,  $Year_{End}$ ,  $Year_{+1}$  변수는

각각 회생절차 직전연도(개시 연도-1년), 개시연도, 진행연도, 종결연도, 직후연도(종결 연도+1년)를 나타낸다. 따라서 상수항에는 회생절차에 있지 않은 나머지 모든 상장기업의 재량적발생액에 대한 효과가 잡힐 것이다. 본 연구는 특히 상향이익조정이 회생절차 진행연도에 나타날 가능성이 높은 것으로 본다. 따라서  $Year_{Progress}$  변수의 계수인  $a_3$ 은 양의 방향으로 유의할 것으로 예상된다.

기타 통제변수는 이익조정 관련 선행연구의 모형을 참고한다. 기업의 규모에 따른 이익조정 성향을 통제하기 위해 총자산의 자연로그값(Size)을 포함한다. 재무구조는 회생기업의 보고이익 계상과 밀접한 관련이 있을 것으로 예상되며 이에 부채비율(LEV)를 통제한다(최성규와 김경민 2005). 특히 부채계약의 위반은 채권단의 간섭과 영향력을 강화하여 회생기업의 이익조정 여부에 영향을 미칠 것으로 판단된다(DeFond and Jiambalvo 1994). 회계성과는 영업활동의 복잡성과도 관련이 있다. 따라서 매출채권과 재고자산의 자산대비 비중(INVREC)를 통제한다. 유동성을 통제하기 위해 유동비율(CURR)을 포함하였으며, 기업의 성장성을 통제하기 위해 총자산증가율(GRW)을 포함한다. Becker, DeFond, Jiambalvo, & Subramanyam (1998)은 non-Big N의 피감사기업이 Big N의 피감사기업보다 이익을 조정하는 경향이 더 크다고 주장한다. 이를 반영하여 대형감사인여부(Big)를 포함한다. 선행연구는 감사의견과 이익조정의 관계에 대해 혼재된 결과를 보고한다(Herbohn and Ragunathan 2008). 다만, 이익조정과 비적정의견은 모두 감사성과로 상호 연관성이 충분히 예상된다. 또한 DeFond and Jiambalvo

6) 본 연구는 상향·하향 이익조정을 모두 고려하기 때문에 오차항의 절대값을 사용하지 않는다.

7) Kothari et al.(2005)은 수정Jones 모형에 전기ROA를 통제하는 모형도 제시하고 있다. 표로 제시하지는 않았으나 이렇게 추정된 성과조정 재량적발생액을 이용한 결과도 본 연구의 보고된 결과와 질적으로 유사하였다.

(1994)는 부채계약 위반과 이익조정 의 연관성을 조사한 결과 감사인이 제시하는 의견이 비정상유동발생액 조정에 체계적인 영향을 미치고 있음을 제시하였다. 이에 따라 감사의견 더미변수(OPN)를 포함한다. 기업의 지배구조는 이익조정과 밀접한 관련이 있다. 특히 대주주의 기업지배가 상당수 상장기업에서 이루어지고 있는 국내 자본시장의 환경에서는 대주주의 지분율이 영향을 미칠 수 있다(정구열, 권수영, & 백원선 2002). 이에 따라 최대주주 및 특수관계자 지분율(Large)을 포함한다. 또한 국내 다수의 연구들은 코스닥 상장사와 유가증권 상장사의 이익조정 경향을 비교하여 그 차이를 조사하고 있다. 따라서 코스닥 상장여부(KOSDAQ)를 통제한다. 마지막으로 연도와 산업이 미치는 효과를 통제하기 위해 연도고정효과(Year)와 산업고정효과(Industry)를 통제한다.

한편, 회생절차 개시/종결시점 근처에서 부채비율을 채권단 간섭권으로 대용할 경우, 부채비율이 증가하면 증분적으로 재량적발생액이 감소할 것이라는 가설2를 검증하기 위하여 아래와 같이 식(3)의 회귀분석모형을 설정하였다. 상기한 회생절차 시점별 변수에 부채비율을 곱한 상호작용변수들을 통해 가설을 검증한다.

$$\begin{aligned}
 DA(PMDA) = & a_0 + a_1Year_{-1} + a_2Year_{Start} \\
 & + a_3Year_{Progress} + a_4Year_{End} + a_5Year_{+1} \\
 & + a_6LEV + a_7Year_{-1}*LEV \\
 & + a_8Year_{Start}*LEV + a_9Year_{Progress}*LEV \\
 & + a_{10}Year_{End}*LEV + a_{11}Year_{+1}*LEV \\
 & + Controls + Year + Industry + \varepsilon(3)
 \end{aligned}$$

위의 식(3)에서 부채비율과 각 시점변수의 상호작용항은 회생절차 기업의 단계별 이익조정 성향이

부채비율 증가에 따라 증분적으로 변화하는 정도를 나타낸다. 본 연구는 가설 설정 과정에서 특히 회생절차 진행연고에 보고이익이 상향조정될 것으로 예상하였다. 만약 부채비율 증가가 이러한 경향을 증분적으로 줄이는 효과가 있다면 위의 식(3)에서  $Year_{Progress}*LEV$  변수의 계수값인  $a_9$ 가 유의한 음의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한  $Year_{Progress}$  변수의 계수인  $a_3$ 은 양의 방향으로 유의하여야 가설 1의 결과가 유지되는 것으로 해석될 수 있다.

기타 통제변수는 식(2)에서와 동일하다. 즉, 종속변수의 차이가 없으므로 전술한 식에서 사용한 통제변수들을 포함하여 이익조정에 영향을 미치는 기업 특성요인을 통제한다. 본 연구의 모든 회귀분석 결과는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다(Firm-level clustering).

## V. 실증분석

### 5.1 기술통계

본 연구에서 이용하는 주요변수들에 대한 기술통계량을 <표 2>에 제시한다. 극단치의 영향을 최소화하기 위하여 모든 연속변수들은 상·하위 1% 수준에서 조정되었다(Winsorize). 표를 살펴보면, 재량적발생액과 성과대응 재량적발생액은 평균값이 각각 -0.009, -0.001이다. 회생기업의 시점을 의미하는 변수는 모두 평균값이 0.001로 해당 기업들이 전체 표본의 0.1%에 해당하는 것을 나타낸다.

기타 통제변수들은 선행연구에서 보고한 것과 유사하다. 예를 들어, Size의 평균값은 25.608이며, 부채비율은 평균 42.4%이다. 자산대비 매출채권과

〈Table 2〉 Descriptive statistics

Variable	Mean	SD	1%	25%	50%	75%	99%
DA	-0.009	0.096	-0.303	-0.052	-0.004	0.038	0.301
PMDA	-0.001	0.085	-0.257	-0.044	-0.004	0.038	0.306
Year <sub>-1</sub>	0.001	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Year <sub>Start</sub>	0.001	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Year <sub>Progress</sub>	0.001	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Year <sub>End</sub>	0.001	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Year <sub>+1</sub>	0.001	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
SIZE	25.608	1.292	23.133	24.723	25.412	26.326	28.664
LEV	0.424	0.203	0.055	0.261	0.422	0.573	0.893
INVREC	0.280	0.154	0.013	0.163	0.264	0.381	0.691
CURR	2.363	2.526	0.290	0.993	1.518	2.614	15.807
GRW	0.113	0.248	-0.379	-0.016	0.061	0.180	1.265
BIG4	0.518	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
OPN	0.006	0.079	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
LARGE	0.307	0.179	0.087	0.178	0.264	0.391	0.971
KOSDAQ	0.638	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

DA = discretionary accruals from modified Jones model;

PMDA = performance matched discretionary accruals from Kothari et al. (2005);

Year<sub>-1</sub> = equals one if it is a year before rehabilitation starts and zero otherwise;

Year<sub>Start</sub> = equals one if it is a year of rehabilitation starts and zero otherwise;

Year<sub>Progress</sub> = equals one if it is years between the start and the end of rehabilitation and zero otherwise;

Year<sub>End</sub> = equals one if it is a year of rehabilitation end and zero otherwise;

Year<sub>+1</sub> = equals one if it is a year after rehabilitation end and zero otherwise;

SIZE = natural logarithm of total assets;

LEV = total liabilities divided by total asset;

INVREC = sum of inventories and accounts receivables divided by total assets;

CURR = current assets divided by current liabilities;

GRW = growth rate of total assets;

BIG4 = equals one for Big 4 accounting firms and zero otherwise;

OPN = equals one for qualified audit opinions and zero otherwise;

LARGE = ownership of largest shareholder;

KOSDAQ = equals one if it is listed in Kosdaq market and zero otherwise.

재고자산의 비중은 28%이며, 유동부채 대비 유동자산은 2.363배이다. 대형감사법인의 점유율은 51.8%이다. 대주주 지분율은 30.7%를 보이고 있으며, 63.8%의 기업이 코스닥시장에 상장되어 있다.

다음으로 〈표 3〉은 피어슨 상관관계를 제시한다. 1% 이상의 수준에서 유의하면 굵은 글씨로 표기되

어 있다. 재량적발생액은 성과대응 재량적발생액과 유의한 양의 상관관계가 있다. 관심변수와 이익조정 대응치간 관계를 살펴보면, 회생개시 직전연도와 개시연도는 재량적발생액과 유의한 음의 관계가 있다. 반면, 회생절차 진행연도는 유의한 양의 관계가 있다. 성과대응 재량적발생액은 절차 진행연도와만 유

〈Table 3〉 Pearson correlation matrix

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.
1. <i>DA</i>	1.00															
2. <i>PMDA</i>	<b>0.88</b>	1.00														
3. <i>Year<sub>-1</sub></i>	<b>-0.04</b>	-0.01	1.00													
4. <i>Year<sub>Start</sub></i>	<b>-0.05</b>	-0.02	0.00	1.00												
5. <i>Year<sub>Progress</sub></i>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	0.00	0.00	1.00											
6. <i>Year<sub>End</sub></i>	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	1.00										
7. <i>Year<sub>+1</sub></i>	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00									
8. <i>SIZE</i>	<b>0.07</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.03</b>	0.02	<b>0.02</b>	0.01	0.01	1.00								
9. <i>LEV</i>	<b>-0.10</b>	-0.01	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	0.01	0.00	<b>0.11</b>	1.00							
10. <i>INVREC</i>	<b>0.15</b>	<b>0.12</b>	-0.02	-0.02	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.20</b>	1.00						
11. <i>CURR</i>	<b>0.05</b>	<b>0.03</b>	-0.02	-0.01	0.00	0.02	0.01	<b>-0.18</b>	<b>-0.64</b>	<b>-0.11</b>	1.00					
12. <i>GRW</i>	<b>0.21</b>	<b>0.13</b>	-0.02	<b>-0.04</b>	-0.02	-0.01	0.00	<b>-0.03</b>	0.01	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>	1.00				
13. <i>BIG4</i>	0.02	<b>-0.04</b>	0.00	0.00	-0.01	-0.02	0.00	<b>0.36</b>	0.02	<b>-0.05</b>	<b>-0.05</b>	0.02	1.00			
14. <i>OPN</i>	<b>-0.05</b>	0.00	<b>0.10</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>-0.07</b>	<b>0.08</b>	-0.01	<b>-0.03</b>	-0.02	<b>-0.05</b>	1.00		
15. <i>LARGE</i>	<b>0.07</b>	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.01	-0.01	<b>0.08</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.11</b>	-0.01	1.00	
16. <i>KOSDAQ</i>	<b>-0.07</b>	-0.01	-0.02	-0.02	<b>-0.02</b>	-0.01	-0.01	<b>-0.57</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.13</b>	<b>0.08</b>	<b>-0.24</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	1.00

1) Bold indicates significance at 1% or higher level.

2) See Table 2 for the variable definition.

〈Table 4〉 Univariate mean tests of earnings management around rehabilitation

	<i>Year<sub>-1</sub></i>	<i>Year<sub>Start</sub></i>	<i>Year<sub>Progress</sub></i>	<i>Year<sub>End</sub></i>	<i>Year<sub>+1</sub></i>
<i>DA</i> of rehabilitation observations	-0.123	-0.188	0.149	0.030	0.005
Diff b/w rehabilitation vs. non-rehabilitation	-0.114*** (-2.77)	-0.179*** (-3.75)	0.158*** (3.04)	0.039 (1.15)	0.014 (0.57)
<i>PMDA</i> of rehabilitation observations	-0.019	-0.066	0.156	0.056	0.017
Diff b/w rehabilitation vs. non-rehabilitation	-0.018 (-0.65)	-0.065 (-1.38)	0.157*** (3.47)	0.058* (1.79)	0.018 (0.83)

1) t-values are reported in the parentheses.

2) \*\*\*, \*\*, and \* denote significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

3) See Table 2 for the variable definition.

의한 양의 관계가 있다.

〈표 4〉는 평균값 비교를 통한 단일변량분석 결과를 제시한다. 개시 직전연도부터 종결 직후연도까지 각 시점별로 재량적발생액은 -0.123, -0.188, 0.149, 0.030, 0.005의 값을 가진다. 절대적인 수준에서

재량적발생액의 수준이 낮다가 점차 증가하고 종결 시점에서는 다시 작아지고 있다. 이를 회생절차에 들어가지 않은 다른 통제 상장기업 그룹과 비교하면 개시 직전연도와 개시연도에는 1% 수준에서 유의하게 낮은 재량적발생액을(각각 -0.114, -0.179),

진행연도에는 역시 1% 수준에서 유의하게 높은 재량적발생액을 보고하는 것(0.158)이 확인된다. 성과대응 재량적발생액을 이용한 결과에서는 진행연도와 종결연도에 유의하게 높은 성과대응 재량적발생액을 보고하고 있다(각각 0.157, 0.058). 이를 요약하면, 대체로 회생절차 기업들은 회생에 들어가는 시점에서는 낮은 재량적발생액을, 진행과정에서는 유의하게 높은 재량적발생액을 보고하는 것으로 보인다.

## 5.2 가설 검증 회귀분석 결과

본 절에서는 가설 1과 2를 검증한 회귀분석 결과를 각각 제시한다. <표 5>는 가설 1을 조사한 결과를 보고하고 있다. 표의 모형 (1)과 (2)는 각각 *DA*, *PMDA*를 종속변수로 이용한 결과이다. 우선, 모형 (1)을 살펴보면,  $Year_{-1}$  변수는 계수값이 -0.077 ( $t$ -값=-2.22)로 5% 수준에서 유의한 음의 값을 보인다. 이는 비회생절차 기업-연도(상수항) 및 회생절차 기업의 기타 다른 시점에 비해 개시일 직전 연도에 유의하게 낮은 재량적발생액을 보고하고 있음을 시사한다. 이와 유사하게  $Year_{Start}$  변수 역시 유의한 음의 값을 보인다(계수값=-0.127,  $t$ -값=-2.81). 이는 회생절차에 돌입할 것이 충분히 예상되는 직전연도 및 절차가 개시된 연도에는 해당 기업이 이익을 의도적으로 유의하게 줄이는 회계처리를 하고 있음을 의미한다. 즉, 이미 회생절차가 시작되었거나, 회생절차의 개시가 확실시되는 시점에서 기업들은 이익을 하향조정한다. 이는 다음과 같은 해석을 가능케 한다. 우선, 채무 변제 확정시 조정된 이익이 역전된다는 점에서 회생절차의 조기 종결을 위해 개시 직전에 이익을 유의하게 줄일 가능성이 있다. 또한 개시시점에서 채무를 확정하게 되는데 이는 변제 및 비변제 채권을 확정하는 절차를 의미

한다. 기업의 이익의 수준이 상대적으로 낮은 것이 비변제 채권의 확정에 유리하게 작용할 수도 있다. 이러한 결과는 DeAngelo et al. (1994)과 유사하게 부실 기업들이 손실을 감추는 방향으로 발생액 조정을 하기 보다는 실제로 기업의 부실한 경영성과를 반영하여 이익을 줄이는 방향으로 발생액을 조정한다는 결과와 일관된다.

다음으로,  $Year_{Progress}$  변수는 유의한 양의 값을 보이고 있다(계수값=0.193,  $t$ -값=3.88). 이는 회생절차가 진행중인 연도에는 유의하게 이익을 높이는 방향으로 조정이 이루어지고 있음을 의미한다. 즉, 회생기업은 회생절차를 조기 종결하여 계속기업 가치를 증대하고 정상기업으로 시장경제에 복귀 가능성을 높이기 위해 의도적으로 보고 이익을 상향조정할 유인이 있으며 실증적으로 이러한 경향이 확인된다. 나머지 두 변수  $Year_{End}$ ,  $Year_{+1}$ 는 유의하지 않다. 즉, 회생종결시점과 그 직후연도에는 이익조정이 통계적으로 유의한 수준에서 나타나지 않고 있다.

기타 통제변수들을 살펴보면, 기업의 규모, 매출채권과 재고자산 비중, 성장률, 대주주지분율은 재량적발생액과 양의 관계를 가진다. 이는 규모가 크고 영업활동이 복잡하며 대주주의 통제권이 강한 기업이 보고이익을 상향조정함을 의미한다. 반면, 부채비율이 증가하거나 대형감사법인의 피감사기업이거나 코스닥상장사이면 5% 이상의 수준에서 유의하게 재량적발생액이 감소하고 있다.

모형 (2)의 성과대응 재량적발생액을 이용한 결과는 모형(1)과 방향은 유사하지만 유의성이 다르게 나타나고 있다. 우선, 개시직전과 개시연도의 유의한 하향이익조정 경향은 나타나지 않는다. 그러나 진행연도에는 1%에서 유의한 수준에서 상향이익조정을 하고 있으며, 그 경향은 10% 수준으로 제한적이지만 종결연도까지 이어지고 있다.

〈Table 5〉 Earnings management around rehabilitation (Test of H1)

Independent variable	Model (1) <i>DEP = DA</i>		Model (2) <i>DEP = PMDA</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.240***	-9.75	-0.009	-0.41
<i>Year<sub>-1</sub></i>	-0.077**	-2.22	-0.011	-0.43
<i>Year<sub>Start</sub></i>	-0.127***	-2.81	-0.045	-0.95
<b><i>Year<sub>Progress</sub></i></b>	<b>0.193***</b>	<b>3.88</b>	<b>0.173***</b>	<b>3.84</b>
<i>Year<sub>End</sub></i>	0.048	1.46	0.059*	1.93
<i>Year<sub>+1</sub></i>	0.006	0.24	0.012	0.56
<i>SIZE</i>	0.007***	8.57	-0.002**	-2.33
<i>LEV</i>	-0.089***	-16.75	-0.018***	-3.87
<i>INVREC</i>	0.123***	21.51	0.063***	11.97
<i>CURR</i>	-0.001	-1.47	0.000	1.29
<i>GRW</i>	0.082***	17.00	0.047***	10.44
<i>BIG4</i>	-0.004**	-2.34	-0.004***	-2.82
<i>OPN</i>	-0.031*	-1.95	0.005	0.41
<i>LARGE</i>	0.031***	7.04	-0.004	-0.90
<i>KOSDAQ</i>	-0.005***	-2.63	-0.005***	-3.02
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	25.39***		12.82***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1318		0.0611	
No. of obs.	17,026		17,026	

1) T-values reported in the parentheses are firm-level clustered.

2) \*\*\*, \*\*, and \* denote significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

3) See Table 2 for the variable definition.

이러한 모형(2)의 결과를 모형(1)과 비교하여 요약하면 다음과 같다. 회생절차가 개시된 기업은 다른 모든 상장기업-연도와 비교할 때, 재량적발생액을 이용하여 이익을 하향조정한다. 그러나 (ROA로 대용된) 유사한 기업성적을 보이는 그룹의 평균적인 재량적발생액을 고려하여 산출한 성과대응 재량적발생액을 이용한 조사에서는 개시시점에 유의한 음의 이익조정이 나타나지 않는다. 대체로 회생절차 기업의 성과는 낮을 것이며, 이러한 낮은 성과를 보고하는 기업들의 평균적인 재량적발생액 수준을 감안한

다면, 회생절차 기업이 이들보다 더 낮은 이익을 보고하지는 않는 것으로 보인다. 반면, 회생절차 진행 연도에는 재량적발생액과 성과대응 재량적발생액이 모두 유의하게 양의 방향으로 나타난다. 이는 절대적인 수준에서와 유사한 성과를 보이는 그룹의 평균적인 이익조정 수준을 고려하여도 여전히 회생절차 진행 기업의 이익조정 수준이 유의하게 높음을 시사한다. 회생절차 진행 기간 중에 유의한 양의 재량적발생액이 관측되는 것은 관리인이 회생절차 조기 종결을 위해 이익을 과대계상 하려는 유인 때문일 것이다.

다음으로, <표 6>은 가설2를 검증한 결과를 제시한다. 표에서 회생절차 시점 변수와 부채비율의 상호작용 변수 중  $Year_{Start} * LEV$ ,  $Year_{Progress} * LEV$  변수는 모형(1)과 (2)에서 모두 유의한 음의 값을 가진다(모형 (1)에서 각각의 계수값=-0.558, -0.459,

모형 (2)에서 각각의 계수값=-0.528, -0.492). 반면,  $Year_{Start}$ ,  $Year_{Progress}$  변수는 모두 유의한 양의 계수값을 보인다(모형 (1)에서 각각 계수값=0.284, 0.484, 모형 (2)에서 각각의 계수값=0.344, 0.485). 이를 통해 해석한다면, 개시시점과 진행시

<Table 6> The effect of leverage ratio on the earnings management around rehabilitation (Test of H2)

Independent variable	Model (1) $DEP = DA$		Model (2) $DEP = PMDA$	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.241***	-9.82	-0.010	-0.46
$Year_{-1}$	0.336	1.40	0.223	1.12
$Year_{Start}$	0.284***	15.44	0.344***	10.40
<b><math>Year_{Progress}</math></b>	<b>0.484***</b>	<b>3.27</b>	<b>0.485***</b>	<b>4.09</b>
$Year_{End}$	-0.063	-0.78	-0.026	-0.34
$Year_{+1}$	0.089*	1.88	0.068	1.48
<i>LEV</i>	-0.088***	-16.63	-0.017***	-3.69
$Year_{-1} * LEV$	-0.530*	-1.81	-0.301	-1.22
$Year_{Start} * LEV$	-0.558***	-18.62	-0.528***	-8.63
<b><math>Year_{Progress} * LEV</math></b>	<b>-0.459**</b>	<b>-1.99</b>	<b>-0.492***</b>	<b>-2.72</b>
$Year_{End} * LEV$	0.243	1.51	0.186	1.17
$Year_{+1} * LEV$	-0.211*	-1.89	-0.142	-1.55
<i>SIZE</i>	0.007***	8.63	-0.002**	-2.30
<i>INVREC</i>	0.123***	21.59	0.063***	12.04
<i>CURR</i>	-0.001	-1.35	0.000	1.41
<i>GRW</i>	0.082***	17.00	0.046***	10.42
<i>BIG4</i>	-0.004**	-2.38	-0.004***	-2.85
<i>OPN</i>	-0.030*	1.85	0.006	0.47
<i>LARGE</i>	0.030***	6.91	-0.004	-1.04
<i>KOSDAQ</i>	-0.005***	-2.68	-0.005***	-3.06
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	28.86***		13.47***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1341		0.0635	
No. of obs.	17,026		17,026	

1) T-values reported in the parentheses are firm-level clustered.

2) \*\*\*, \*\*, and \* denote significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

3) See Table 2 for the variable definition.

점에 부채비율이 낮은 표본은 이익을 상향조정하지 만, 부채비율이 높은 기업은 증분적으로 그러한 성 향이 감소됨을 의미한다. 특히 전술한 표에서 진행 연도에 나타난 상향이익조정이 부채비율 증가에 따 라 감소하는 것은 흥미로운 결과이다.

이상의 결과는 부채비율이 높으면 경영자가 기업 의 청산가능성을 염두에 두기 때문에 이익조정 의 유 인이 낮아진다는 것을 의미한다. 또한 회생기업의 부채비율을 채권단 간섭권의 대응치로 보았을 때, 채권단이 관계인집회 등을 통해 회생계획인가, 회생 절차 종결결정 등에서 기업 의사결정에 적극적으로 개입하면 관리인이 기업의 경영목표 달성을 위해 이 익조정할 동기가 감소할 수 있는 것으로 보인다. 이 는 선행연구에 제시하는 부채비율의 정치적 비용 가 설과도 일관된다(Watts and Zimmerman 1986).

### 5.3 추가분석

#### 5.3.1 매칭을 통해 통제그룹을 제한한 분석

본 연구의 전술한 결과들이 가지는 가장 큰 한계 점은 회생기업-연도의 수가 통제그룹에 비해 매우 적다는 것이다. 이는 본 연구의 표본 기간 동안 회생 절차에 돌입한 상장사의 수가 매우 적은 실제 현상 을 반영한다. 따라서 본 절에서는 통제그룹을 여러 집단으로 구분하여 연구결과의 강건성을 확인한다. 구체적으로, 우선 회생기업이 가지는 고유의 특성을 통제하기 위해 (1) 회생기업의 비회생연도를 통제그 룹으로 사용한다. 둘째, 기업의 복잡성, 인적·물적 자원 및 기타 여러 생략변수들과 밀접한 관련이 있 는 기업 규모를 통제하기 위해 (2) 회생기업-연도와

기업의 규모로 매칭된 비회생기업-연도를 통제그룹 으로 사용한다. 마지막으로, 대체로 회생기업은 채 무건전성이 낮고 파산위험이 높을 가능성이 있으므 로, (3) 부채비율, Z-Score, 연속적자보고 여부를 이 용하여 대응된 통제기업을 사용하여 분석한다. 분석 결과는 <표 7>에 제시되어 있다.

우선, <표 7> 패널 A, B의 모형 (1)은 각각 가설 1 과 2에 대해 회생기업 안에서 회생절차 관련연도와 이외의 연도를 비교한 결과를 제시한다.<sup>8)</sup> 패널 A의 모형 (1)에서  $Year_{Progress}$  변수는 계수값은 0.158 ( $t$ -값=3.36)로 1% 수준에서 양의 방향으로 유의 하다. 이는 회생절차 진행연도에 유의한 상향이익조 정이 나타난다는 전술한 결과와 유사하다. 또한 나 머지 시점에는 유의한 이익조정이 관찰되지 않는다. 패널 B의 모형 (2)는 가설 2를 검증한 것으로,  $Year_{Start}$ ,  $Year_{Progress}$  변수는 모두 유의한 양의 계 수값을 보인다. 그러나 이 변수들에  $LEV$ 를 상호작 용한 변수는 모두 유의한 음의 값을 가진다(각각 계 수값=-0.529, -0.434). 이는 부채비율이 낮은 회 생기업은 상향이익조정을 하지만, 부채비율이 높아 질수록 증분적으로 이러한 경향이 감소함을 시사한 다. 즉, 전술한 결과와 유사한 결과가 관찰된다.

다음으로 <표 7> 패널 A, B의 모형 (2)에서도 질 적으로 동일한 결과를 보고하고 있다. 이 표는 동종 산업-연도에서 회생기업과 가장 기업규모( $SIZE$ )가 유사한 비회생기업을 1:3으로 매칭하여 비교한 결 과를 제시한다. 패널 A의 모형 (2)에서  $Year_{Progress}$  변수는 계수값이 0.178( $t$ -값=4.12)로 1% 수준에 서 양의 방향으로 유의하다. 패널 B의 모형 (2)에서  $Year_{Start}$ ,  $Year_{Progress}$  변수는 여전히 모두 유의한 양의 계수값을 보인다. 그러나 이 변수들에  $LEV$ 를

8) 추가분석에서는 종속변수로  $PMDA$ 를 사용하며, 편의상 통제변수들의 결과를 생략하였다.

〈Table 7〉 Using various control groups

Panel A. Testing H1 using matched sample						
<i>DEP = PMDA</i>						
Independent variable	Model (1) Controls: rehabilitation firms's non-rehabilitation years		Model (2) Controls: Size matched		Model (3) Controls: LEV, Z-Score, Loss matched	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	0.536*	1.78	0.225	1.07	0.247*	1.89
<i>Year<sub>-1</sub></i>	-0.003	-0.06	0.019	0.53	0.012	0.34
<i>Year<sub>Start</sub></i>	-0.045	-0.93	-0.015	-0.29	-0.047	-1.21
<b><i>Year<sub>Progress</sub></i></b>	<b>0.158***</b>	<b>3.36</b>	<b>0.178***</b>	<b>4.12</b>	<b>0.150***</b>	<b>4.02</b>
<i>Year<sub>End</sub></i>	0.049	1.35	0.069**	2.16	0.033	1.00
<i>Year<sub>+1</sub></i>	-0.020	-0.70	0.001	0.03	-0.018	-0.63
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included	
F-value	3.02***		2.76***		291.84***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1555		0.1445		0.1700	
No. of obs.	178		276		714	

Panel B. Testing H2 using matched sample						
<i>DEP = PMDA</i>						
Independent variable	Model (1) Controls: rehabilitation firms's non-rehabilitation years		Model (2) Controls: Size matched		Model (3) Controls: LEV, Z-Score, Loss matched	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	0.308	1.06	0.099	0.48	0.187	1.45
<i>Year<sub>-1</sub></i>	0.298	1.19	0.167	0.71	0.045	0.17
<i>Year<sub>Start</sub></i>	0.333**	2.25	0.414***	4.76	0.259***	3.63
<b><i>Year<sub>Progress</sub></i></b>	<b>0.423***</b>	<b>3.14</b>	<b>0.459***</b>	<b>3.95</b>	<b>0.375***</b>	<b>3.40</b>
<i>Year<sub>End</sub></i>	-0.047	-0.50	0.017	0.23	-0.101	-1.34
<i>Year<sub>+1</sub></i>	0.006	0.06	0.084	1.51	0.012	0.17
<i>LEV</i>	0.019	0.22	-0.008	-0.18	-0.056	-1.34
<i>Year<sub>-1</sub>*LEV</i>	-0.411	-1.30	-0.216	-0.68	-0.046	-0.14
<i>Year<sub>Start</sub>*LEV</i>	-0.529***	-2.86	-0.596***	-5.23	-0.418***	-4.33
<b><i>Year<sub>Progress</sub>*LEV</i></b>	<b>-0.434**</b>	<b>-2.06</b>	<b>-0.449**</b>	<b>-2.55</b>	<b>-0.354**</b>	<b>-2.19</b>
<i>Year<sub>End</sub>*LEV</i>	0.223	1.17	0.132	0.82	0.304**	2.12
<i>Year<sub>+1</sub>*LEV</i>	-0.029	-0.16	-0.175	-1.57	-0.053	-0.41
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included	
F-value	3.59***		3.62***		274.56***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.2431		0.2357		0.1956	
No. of obs.	178		276		714	

1) T-values reported in the parentheses are firm-level clustered.

2) \*\*\*, \*\*, and \* denote significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

3) See Table 2 for the variable definition.

상호작용한 변수는 역시 모두 유의한 음의 값을 가진다(각각 계수값=-0.596, -0.449).

마지막으로, 패널 A, B의 모형 (3)은 기업회생 절차가 시작되지는 않았으나, 재무건전성과 파산위험이 높아 회생기업과 재무상태가 유사할 가능성이 높은 표본을 통제그룹으로 설정하여 가설 1, 2를 조사한 결과이다. 구체적으로, 다음의 세 조건을 모두 만족하는 기업을 통제그룹으로 설정한다: (1) 부채비율이 상위 25%, (2) 파산위험을 대응하는 Z-Score의 값이 하위 25%, (3) 2년 연속 적자를 보고한 기업이다.<sup>9)</sup> 이러한 조건을 모두 만족하는 비회생절차 기업은 645개이다. 분석결과, 역시 회생절차 진행연도에는 이익을 상향조정하고 있으며, 부채비율이 높을수록 그 경향은 증분적으로 감소한다. 이상의 <표 7>의 결과는 전술한 가설을 지지한다. 즉, 보고이익의 상향조정은 진행연도에 나타나고 있으며, 부채비율의 증가는 이를 증분적으로 줄이는 효과가 있다.

### 5.3.2 회생기업의 내생요인을 통제된 분석

다음 추가분석에서는 회생기업이 비회생기업과 차별적으로 다른 고유의 특성으로 인해 본 연구의 결과가 유도되었는지를 조사한다. 즉, 회생기업의 고유요인이 이익조정 경향을 유도하는지를 2단계 분석모형(Two-stage regression model)을 통해 통제하여 분석한다. 다만, 이 모형은 1단계에 포함되는 독립변수들의 선정이 중요하나, 이와 관련된 선행연구가 부재하여 이론적 근거가 명확하지는 않다. 이에, 전술한 분석과 유사하게 회생기업들이 대체로 재무건전성이 낮다는 점에 착안하여 부채비율

(*LEV*), *Z-score* 및 2년 연속 적자 보고 여부(*Loss<sub>2 consecutive years</sub>*)를 변수화하여 1단계 모형에 적용한다. 분석결과는 <표 8>의 패널 A에 제시한다.

패널 A는 회생기업이면 1, 아니면 0인 변수(*Rehabilitation*)를 종속변수로 하는 프로빗 모형이다. 각 독립변수의 계수값의 유의성과 방향을 살펴보면, 부채비율과 연속적자여부는 유의한 양의 값을, Z-Score는 유의한 음의 값을 보인다. 이는 부채비율이 높고 적자를 연속적으로 보고한 기업이 회생기업이 될 가능성이 유의하게 높음을 의미한다. 또한 Z-Score는 그 값이 작을수록 파산위험이 높아지므로, 역시 파산위험이 높은 기업이 회생기업과 밀접한 관련이 있음을 의미한다. 따라서 1단계 모형은 대체로 재무건전성이 낮은 기업이 회생절차에 돌입할 가능성이 있음을 시사한다.

다음으로 <표 8>의 패널 B는 2단계 회귀분석 결과로 1단계 모형에서 산출한 Inverse Mill's Ratio (*IMR*)을 포함하여 가설 1, 2를 조사한 결과를 제시한다. 전술한 분석의 결과와 유사하게 회생진행연도는 유의한 상향 이익조정 경향이 있으며, 부채비율의 증가는 회생진행연도의 상향이익조정 경향을 줄인다. 이러한 결과는 내생성을 통제한 후에도 본 연구의 결과가 강건함을 제시한다.<sup>10)</sup>

### 5.3.3 기타의 추가분석

기타 추가분석으로는, 개시연도와 종결연도 사이에 진행연도가 구분되는 회생기업-연도만을 추출하여 가설을 재조사한다. 대체로 회생기업들은 개시연도와 종결연도 사이에 1년 이상의 별도의 회계기

9) 이러한 변수들을 제시해준 익명의 심사자에게 감사드린다. 또한 Z-Score는,  $Z\text{-Score} = -17.8619 + 1.4722 * \text{Log}(\text{총자산}) + 3.0411 * \text{Log}(\text{매출}/\text{총자산}) + 14.8387 * (\text{이익잉여금}/\text{총자산}) + 1.5159 * (\text{자기자본}/\text{총부채})$ 으로 산출하였다(최승욱 2018).

10) 다만, 표에서 *IMR* 변수는 유의하지 않으며, 이는 본 연구의 기본 모형에 내생요인이 존재하지 않을 가능성을 시사한다.

〈Table 8〉 Addressing endogeneity concern: using Two-stage regressions

Panel A. First stage probit regression				
Independent variable	<i>DEP = Rehabilitation</i>			
	Coefficient		t-value	
<i>Intercept</i>	-2.649***		-20.30	
<i>LEV</i>	1.205***		6.53	
Z-Score	-0.020***		-3.96	
<i>Loss<sub>2 consecutive years</sub></i>	0.162*		1.85	
<i>Year</i>	Included			
<i>Industry</i>	Included			
Max-rescaled R <sup>2</sup>	0.0783			
No. of obs.	15,080			

Panel B. Second stage regression: test results of H1 and H2 including IMRs				
Independent variable	<i>DEP = PMDA</i>			
	Model (1): Testing H1		Model (2): Testing H2	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.014	-0.59	-0.016	-0.66
<i>Year<sub>-1</sub></i>	-0.005	-0.19	0.200	1.01
<i>Year<sub>Start</sub></i>	-0.046	-0.95	0.355***	9.67
<b><i>Year<sub>Progress</sub></i></b>	<b>0.170***</b>	<b>3.72</b>	<b>0.481***</b>	<b>3.95</b>
<i>Year<sub>End</sub></i>	0.058*	1.82	-0.024	-0.31
<i>Year<sub>+1</sub></i>	0.010	0.42	0.069	1.44
<i>LEV</i>			-0.021***	-4.12
<i>Year<sub>-1</sub>*LEV</i>			-0.261	-1.06
<i>Year<sub>Start</sub>*LEV</i>			-0.541***	-8.59
<b><i>Year<sub>Progress</sub>*LEV</i></b>			<b>-0.486***</b>	<b>-2.64</b>
<i>Year<sub>End</sub>*LEV</i>			0.184	1.17
<i>Year<sub>+1</sub>*LEV</i>			-0.143	-1.54
<i>IMR</i>	0.001	0.28	-0.000	-0.00
<i>Controls</i>	Included		Included	
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	12.01***		12.57***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.0666		0.0694	
No. of obs.	15,080		15,080	

1) T-values reported in the parentheses are firm-level clustered.

2) \*\*\*, \*\*, and \* denote significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

3) See Table 2 for the variable definition.

간이 있으며, 본 연구는 이를 회생절차 진행연도 ( $Year_{Progress}$ )로 보았다. 그러나 개시연도 바로 직후연도가 종결연도인 표본도 존재한다. 이러한 경우는 전술한 회생기업-연도 표본에서  $Year_{Progress}$ 가 존재하지 않는 것으로 간주되어 조사되었다. 즉, 개시 직전연도, 개시연도, 종결연도, 종결 직후연도의 4단계로 간주되었다. 따라서 본 추가분석에서는 진행연도가 존재하지 않는 회생기업을 원천적으로 표본에서 제외하고, 진행연도가 존재하는 표본과 비회생기업 표본을 이용하여 가설 1과 2를 조사한다. 분석 결과를 표로 제시하지는 않았지만,  $Year_{Start}$  변수는 음의 방향으로 유의하며  $Year_{Progress}$  변수는 양의 방향으로 유의하다(각각 계수값=-0.093, 0.172). 이는 전술한 주요분석 결과에서  $DA$ 를 종속변수로 활용한 것과 유사하다. 또한, 이러한 상향익조정은 부채비율이 증가함에 따라 증분적으로 감소하고 있다. 즉, 회생 진행연도가 있는 표본만을 이용한 분석도 전술한 조사와 일관된 결과를 보고하고 있다.

다음 추가분석에서는 회생기업들이 회생절차 동안 여러 지배구조의 변화를 경험하므로 이러한 효과가 미치는 영향을 조사한다. 예를 들어, 회생기업은 법정관리인이 선임되어 회생절차 전반을 관리하기도 하며, 기존 경영진이 유지되기도 한다. 또한 회생종결을 조기에 달성하기 위해 인수합병(M&A)을 추진하기도 한다.<sup>11)</sup> 표로 제시하지는 않았으나, 기존 경영진이 유지되는 기업과 법정관리인 선임 기업을 구분한 분석 결과, 두 소표본에서 모두 전술한 결과들과 유사하게 회생진행연도에 상향익조정이 발견된다. 다만, 가설 2를 검증한 경우 부채비율 증가의

증분적 효과는 법정관리인을 선임한 경우에만 나타난다. 즉, 기존 경영진이 유지되는 회생기업은 이익을 상향조정하나 채권단의 간섭권을 대응하는 부채비율이 이를 억제하는 효과는 관찰되지 않는다. 이를 요약하면, 채권단이 효과적으로 이익조정을 제한하기 위해서는 법정관리인이 선임될 필요가 있음을 시사한다. 또한 표로 제시하지는 않았으나, 인수합병 추진 여부는 결과에 체계적으로 다른 영향을 미치지 않았다. 즉, 가설 1, 2의 결과가 인수합병 추진 및 미추진 소표본에서 모두 발견되었다.

다음 추가분석에서는 부채비율을 달리 측정해본다. 본 연구의 가설 2 측정치 이용한 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈값으로 측정된다. 총부채의 경우 매입채무 등 운영상의 부채가 포함되기 때문에 채권자의 역할을 명확히 확인하기 위해서는 차입금을 이용할 필요가 있다. 이에 추가분석으로 부채비율을 장기차입금을 총자산으로 나눈값으로 측정하였다. 표로 제시하지는 않았으나, 회생진행연도에 부채비율이 낮은 표본에서는 유의한 상향익조정이 관찰되었으며, 부채비율이 높을수록 이러한 경향이 증분적으로 감소하였다. 이는 본 연구의 가설 2를 지지하는 결과이다.

마지막 추가분석으로는 본 연구의 가설 1에 영향을 미칠 가능성이 있는 요인의 하나로 Big 4 감사인을 제시하며 그 효과를 조사한다. 선행연구는 대형 회계법인의 품질이 높고 이들 피감사기업의 재무적 발생액이 유의하게 낮음을 비교적 일관되게 보고한다(예를 들어, Becker et al. 1998).<sup>12)</sup> 즉, 회계이익이 기업과 감사인 간의 협상의 산물이라는 점에서

11) 법정관리인 선임여부는 사업보고서와 회생개시신청보고서에 그 사실이 명시된 경우에만 파악되며, 이러한 사실이 없는 경우는 모두 기존 경영진 유지로 간주하였다. 인수합병 추진 여부 역시 사업보고서와 회생개시신청보고서를 통해 수집하였다.

12) 물론 국내 감사시장을 이용한 결과는 해외 선행연구와 같이 일관된 결과를 보이고 있지는 않다. 즉, Big N 감사인의 피감사기업이 non-Big N 감사인의 피감사기업에 비해 차별적으로 높은 회계품질을 보이는 것으로 일관되게 보고하는 것은 아니다.

회계법인이 회생기업의 보고이익 계상에 일정한 영향력을 행사할 수 있다. 예를 들어, DeFond and Jiambalvo(1994)는 부채계약 위반시 경영자가 보고이익을 상향조정함을 발견하였는데, 이러한 결과는 감사인이 계속기업 의문표명을 하지 않은 표본에서만 제한적으로 유의하였다. 이는 감사인이 역할이 중요함을 시사한다. 본 연구에서는 이러한 논의를 기반으로 전술한 부채비율 분석과 유사하게 *Big* 변수와 회생절차 시점별 변수와의 상호작용을 이용하여 회귀분석하였다. 그러나 예상과는 다르게 상호작용 변수는 전 시점에서 유의하지 않았다. 이는 회생절차 기업의 회계처리에 있어서는 감사인의 역할이 제한적일 수 있음을 시사한다. 후속연구는 이러한 본 연구의 발견을 바탕으로 감사인의 규모 이외에도 여러 다른 감사인의 특성과 회생절차 기업의 회계처리에 대해 조사해볼 수 있을 것이다.

## VI. 결론

기업의 이익조정 유인은 이익유연화, 부채계약, 부실기업의 회계선택 등 경영환경에 따라 다양하게 존재한다. 재무적 곤경에 처한 회생절차 기업의 경우에도 주식시장에서의 거래정지, 채권 변제 불가시 상장폐지 위험, 신용등급 하락으로 인한 은행거래정지, 외부자금 조달 곤란 등 외부요인과 구조조정, 경영자 권한 하락 등의 내부요인이 발생할 가능성이 높기 때문에 이익을 상향 조정할 것이라고 예상된다. 또한 관리인은 이익조정을 이용하여 기업의 재무건전성을 높여 M&A를 통해 기업을 합병기업에게 팔거나, 시장경제의 정상기업으로 복귀시켜야 하는 유인이 있다.

우리나라의 회생절차에 대한 기존 연구는 회생절차 이후에 초점을 두어 제한적이며, 특히 기업성과에 국한된 조사를 하고 있어 회생절차를 전체 기간에 대해 이익조정을 조사한 논문은 전무하다. 이에 본 논문에서는 회생절차를 연도별로 직전연도(개시연도-1년), 개시연도, 진행연도, 종결연도, 직후연도(종결연도+1년)로 구분하여 연구하는 시계열 방법을 이용하였다. 추가적으로 부채비율이 증가할 때 이익조정과의 관련성을 분석하였다. 이를 검증하기 위해서 Dechow et al.(1995)의 연구에서 사용한 수정 Jones 모형과 이를 개선한 성과 대응 모형(Kothari et al. 2005)을 활용하였다.

본 연구의 중요한 분석결과는 다음과 같다. 우선, 회생절차를 개시연도와 종결연도 등의 5단계로 구분하여 시계열로 분석을 하였을 때 회생절차 직전(개시연도-1년)과 개시연도에는 유의한 음의 재량적발생액이 나타났다. 이는 DeAngelo et al.(1994)과 유사하게 부실 기업들이 손실을 감추는 방향으로 발생액 조정을 하기 보다는 실제로 기업의 부실한 경영성과를 반영하여 이익을 감소하는 방향으로 발생액을 조정한다는 결과와 일치하였다. 반면, 회생절차 진행 중에는 유의한 양의 재량적발생액이 관측되었다. 이는 관리인이 회생절차 초기 종결을 위해 이익을 과대 계상하려는 유인이 있는 것으로 해석된다. 또한 성과대응 재량적발생액을 이용한 결과에서는 개시시점에는 유의한 이익조정이 나타나지 않았으나, 진행연도에는 유의한 상향이익조정 경향이 나타났다. 또한 본 연구는 회생기업의 부채비율이 증가할수록 증분적으로 재량적발생액이 감소하는 것을 확인하였다. 이는 부채비율이 높으면 경영자가 기업의 청산가능성을 염두에 두기 때문에 이익조정의 유인이 낮아진다는 것을 의미한다. 또한 부채비율의 증가가 채권단의 간섭권을 확대하며, 정치적 비용으

로 인해 경영진이 보고이익을 조정할 유인이 감소하는 것으로도 해석된다. 이상의 결과는 여러 다른 표본을 통제집단으로 사용한 결과와 내생성을 통제하기 위해 적용한 2단계 분석모형에서 모두 일관되게 발견되었다.

이러한 연구결과를 통한 본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 회생절차 기업을 대상으로 이익조정을 개시일과 종결일로 구분하여 시계열로 비교·분석하였을 때 기업의 이익조정과 어떠한 상관관계가 존재하는지 결과를 제시하였다. 둘째, 기존 논문이 기업 회생절차 이후에 주로 초점을 둔 것과 다르게 본 논문은 회생절차 전체 기간에 대해 이익조정을 연구한 첫 번째 조사라는 의의를 가진다. 다만, 본 연구는 회생기업의 표본 수가 적다는 한계가 있으며 후속연구를 통해 자료가 축적되어 표본 선정, 분석 방법 등의 한계를 극복할 수 있기를 기대한다.

## 참고문헌

- 강경이(2014), “회생이후 경영자교체여부에 따른 이익조정,” **세무회계연구**, 41(0), pp.121-142.
- 강경이, 이상원(2009), “회생절차를 종결한 기업의 회계적 성과에 관한 실증분석,” **회계와정책연구**, 14(1), pp.325-357.
- 김경호, 박종일(1999), “기업부실화 이전의 이익조정에 관한 연구,” **회계저널**, 8(1), pp.259-283.
- 김상필, 이진(2002), “법정관리 기업의 합병성과와 이익조정행위에 대한 연구,” **세무학연구**, 18(3), pp.7-20.
- 김아리. (2017), “회생 전략이 기업 회생에 미치는 영향,” **대한경영학회지**, 30(8), pp.1341-1362.
- 나종길, 최정호(2000), “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응,” **회계학연구**, 25(4), pp.55-88.
- 아시아경제, 2019.8.21. “휴백셀 연내 회생절차 종결 및 조기 경영정상화 목표”.
- 이지숙(2017), “유가증권시장 부실기업의 발생액 이익조정 재고찰,” **회계저널**, 26(1), pp.1-37.
- 정구열, 권수영, 백원선(2002), “기업소유구조와 이익의 정보보호과,” **경영학연구**, 31(6), pp.1707-1727.
- 장휘용(1997), “부실표본기업을 이용한 우리나라 상장기업의 회계조정 행위분석,” **회계학연구**, 22(4), pp.61-89.
- 조선비즈, 2019.7.31. “3년 내 채권단 공동관리 졸업 못한 기업, 퇴출평가 받는다”.
- 최성규, 김경민(2005), “부채비율과 경영자의 이익조절,” **회계학연구**, 30(3), pp.113-145.
- 최승욱(2018), “저품질의 회계이익이 비교가능할 수 있는가? 재량적발생액과 비교가능성의 관계 분석,” **회계·세무와 감사연구**, 60(2), pp.181-220.
- 최효순(2008), “기업의 이익조정 유인에 대한 부채계약가설 재검증,” **회계학연구**, 33(1), pp.69-96.
- 한정화, 최경철. (2007), “회생기업 최고경영자의 리더십과 전략에 관한 탐색적 사례연구,” **전략경영연구**, 10(2), pp.91-113.
- 홍인섭(2018), “기업회생 이론과 실무(상),” 법률출판사.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, & K. R. Subramanyam(1998), “The effect of audit quality on earnings management,” *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp.1-24.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, & Skinner(1994), “Accounting choice in troubled companies,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2): pp.113-143.
- Dechow P., R. Sloan & A. Sweeney(1995), “Detecting Earnings Management.” *The Accounting Review*, 70(2), pp.193-225.
- DeFond, M. L., & J. Jiambalvo(1994), “Debt covenant violation and manipulation of accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17

- (1-2), pp.145-176.
- Healy P. M., & J. M. Wahlen(1999), "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting," *Accounting Horizons*, 13(4), pp.365-383.
- Healy, P. M. & K. G. Palepu(1990), "Effectiveness of accounting-based dividend covenants," *Journal of Accounting and Economics*, 12 (1-3), pp.97-123.
- Herbohn, K., & V. Raguathan(2008), "Auditor reporting and earnings management: Some additional evidence," *Accounting & Finance*, 48(4), pp.575-601.
- Jelinek, K(2007), "The effect of leverage increases on earnings management," *The Journal of Business and Economic Studies*, 13(2), pp. 24-46.
- Jensen, M. C(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, & C. E. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp.169-197
- Leach R., & P. Newsom(2007), "Do firms manage their earnings prior to filing for bankruptcy?," *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 11(3), pp.125-137.
- Robbins, D. K., & J. A. Pearce(1992), "Turnaround: Retrenchment and recovery," *Strategic Management Journal*, 13(4), pp.287-309.
- Sudarsanam, S., & J. Lai(2001), "Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis," *British Journal of Management*, 12(3), pp.183-199.
- Sweeney, A. P(1994), "Debt-covenant violations and managers' accounting responses," *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), pp. 281-308.
- Watts, R. L., & J. L. Zimmerman(1986), "Positive Accounting Theory," PrenticeHall, Englewood Cliffs, NJ.

## Earnings Management Around Rehabilitation Procedure

Sung Hun Park\* · Seung Uk Choi\*\*

### Abstract

The incentives of engaging in earnings management varies depending on the business environment. In this study, we explore the tendency of earnings management of rehabilitation firms based on time-series investigation. There are few studies who examine earnings management of rehabilitation firms. In particular, previous studies related to the rehabilitation process have focused on the firm performance after the completion of rehabilitation procedure. To the best of our knowledge, none of them directly examine the earnings management throughout the rehabilitation process. Therefore, this study investigates the earnings management of rehabilitation firms by using the time series method. Specifically, we divide the procedure into 5 steps which are: the year immediately preceding the start year (- 1 year), the start year, the progress year, the ending year, and the immediately following year after closing the procedure (+ 1 year).

The results of this study are as follows. We first document significant negative relations between the discretionary accruals and the year -1 and the start year compare to control group. In contrast, significant and positive discretionary accruals are observed during the progress year. We also find evidence of positive earnings management at the progress year using performance matched discretionary accruals. We interpret this finding as the presence of incentive for the manager to overestimate earnings for the early termination of the rehabilitation process.

Moreover, this higher discretionary accruals at the progress year incrementally decreases as the leverage ratio increases. Increasing leverage ratio may reflect the increase in creditors' right to intervene the process, thereby restrict the incentive for management to manipulate reported earnings.

---

\* Master Student, Department of Accounting and Taxation, Kyung Hee University, First Author

\*\* Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, Kyung Hee University, Corresponding Author

Our findings are consistent in the results of using different samples as a control group and in the two-stage regression analysis models applied to control existing endogeneity issues in our models. Collectively, our study contributes to the literature and practice by finding significant earnings management during the rehabilitation process. However, this study has a limitation that the number of samples of rehabilitation firms is too small. We expect that the data will be accumulated through subsequent studies to overcome this limitation in the sample selection.

Key words: rehabilitation process, insolvent firms, earnings management, discretionary accruals

- 
- 저자 박성훈은 경희대학교 회계·세무학과 대학원 석사과정을 졸업하였다. 주요 연구분야는 재무회계이다.
  - 저자 최승욱은 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 조교수이다. 주요 연구분야는 재무회계와 회계감사이다.