

부도발생기업의 회계선택

최 관

성균관대학교 경영학부
(kwanchoi@yurim.skku.ac.kr)

정병욱

대진대학교 경영학과
(bwjung@road.daejin.ac.kr)

.....

본 논문은 부도발생 기업들의 회계선택을 연구하였다. 재무적으로 곤경에 처한 기업은 부도발생을 방지하거나 지연시키고 경영자의 지위를 유지하기 위하여 이익을 상향 조정할 것으로 예상된다. 연구방법으로는 부도발생 3년전부터 직전연도까지의 감사보고서의 예외사항과 감사보고서 감리지적사항을 조사하고, 재무제표의 회계정보를 분석하였다. 연구결과에 의하면 부도기업은 부도발생 직전연도에 회계적 특성이 가장 뚜렷하게 나타나는데, 순이익은 급격히 하락한 반면 현금흐름은 크게 증가하였다. 현금흐름의 증가는 경영자가 부도발생을 방지하기 위한 조치로 해석된다.

.....

I. 서 론

재무적으로 어려움에 처한 기업이나 부도직전에 있는 기업들은 그렇지 않는 기업들에 비하여 회계처리방법의 선택이 상이할 것으로 보인다. 선행연구들은 재무적으로 곤경에 처한 기업들은 가능한 한 이익을 증가시키는 회계선택(accounting choice)을 할 것이라고 예측하였다. 왜냐하면 경영자들은 보고이익을 증가시킴으로써 자신의 지위를 유지하고 규제기관등 외부세력의 개입을 방지하며 또한 이익을 증가시켜서 부도발생을 방지하거나 지연시키려는 유인을 가지기 때문이다. 그러나 연구결과에 의하면 이러한 기업들이 이익을 상향 조정한다는 결과를 보인 연구도 있지만(DeFond와 Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994), 오히려 이익을 감소시키거나 배당을 제한한 결과를 보인 연구도 있어서

(Healy와 Palepu, 1990), 일관성 있는 이론이 정립되지 않고 있다.

본 연구는 1990년부터 1996년까지 실제로 부도가 발생한 상장기업들을 대상으로 부도발생 3년전부터 직전연도까지의 회계적 특성을 살펴보고 한다. 이러한 연구는 기업의 이해관계자들로 하여금 재무적으로 어려움에 처한 기업들의 회계선택을 추론할 수 있게 하며, 외부감사인이 재무제표를 감사하는 경우와 규제기관에서 감사보고서를 감리하는 경우에 기업의 회계처리 행태에 관한 정보를 제공하여 효과적이고 효율적인 감사와 감리를 하는데 도움이 될 수 있을 것이다.

본 연구에서 부도기업의 회계적 특성을 조사하는 방법으로는 감사보고서와 감리지적사항을 조사하고 또한 재무제표의 회계자료를 분석하였다. 연구결과에 의하면 기업들은 부도발생 직전연도에 회계적 특성이 가장 뚜렷하게 나타났다. 즉 부도발생 직전

연도에 순이익은 크게 하락하는 반면 현금흐름은 증가하였다. 이는 경영자가 부도발생을 방지하기 위하여 현금흐름을 확보하려는 노력의 결과로 보인다.

본 연구는 서론에 이어 제 2장에서는 본 연구와 관련된 선행연구들을 검토하였다. 제 3장에서는 표본선정절차와 회계선택의 조사방법을 설명하였고, 제 4장에서는 회계자료를 이용한 실증분석 결과를 나타내었다. 그리고 마지막 제 5장에서는 연구결과를 요약하고 논문의 한계점을 적었다.

II. 선행연구의 검토

최근 재무적으로 곤경에 처한 기업들이나 부채계약(debt covenants)을 위반한 기업들의 회계선택이나 이익조정(earnings management)이 상당히 활발히 연구되고 있다.

Healy와 Palepu(1990)는 재무상태나 경영성파가 악화되어 배당제한 규정을 위배할 가능성이 높은 기업이 어떠한 회계 및 배당정책을 선택하는가를 연구하였다. 그들은 배당제한 규정을 위반할 상황에 처한 기업들은 이익을 증가시키는 회계선택을 하여 배당제한 규정에 걸리지 않으려고 할 것이라고 예상하였다. 그러나 연구결과에 의하면 이러한 기업들은 이익을 증가시키는 회계선택을 하기보다는 오히려 배당을 감소시키거나 중단하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당제한에 직면한 기업들은 이익조정이라는 편법보다는 배당 자체를 제한하고 있으므로, 채권자들의 권익옹호를 위하여 제정한 부채계약조항 중에서 배당제한 규정이 원래의 목적대로 기업의 재무정책을 규제하는 역할을 하고 있음을 나타낸다.

DeAngelo의 다수(1994)는 1980년부터 1985년 사이에 3년이상 순손실이나 영업손실을 나타낸 기업들의 회계선택을 연구하였다. 그들은 재무적으로 곤경에 처한 기업의 경영자들은 자신의 위치를 확고히 하고, 이사회 등의 간섭을 배제하며, 부채계약을 위반하지 않기 위하여, 이익을 증가시키는 회계선택을 할 것으로 예측하였다. 그러나 이들 기업들은 오히려 재고자산을 급격히 감소시키거나, 현금이 지출되지 않는 비용을 증가시킴으로써 순이익을 감소시켰다. 그들은 이러한 현상에 대해 재고자산을 감소시키는 것은 재고자산을 매각함으로써 현금을 확보하고자 하는 의도이고, 현금이 지출되지 않는 비용을 계상한 것은 경영자가 이익조정을 통하여 채권자 등의 이해관계자들에게 기업의 어려운 상황을 오도하지 않고 있는 그대로를 보이기 위함으로 해석하였다.

DeFond와 Jiambalvo(1994)와 Sweeney (1994)는 실제로 부채계약을 위반한 기업들을 대상으로 회계선택과 이익조정을 연구하였다. DeFond와 Jiambalvo는 1985년부터 1988년 중이 부채계약을 위반한 기업들을 대상으로 재량적 발생액(discretionary accruals)을 이용하여 이익조정 행위를 검증하였다. 연구결과에 의하면 부채계약 위반 직전연도에 양의 재량적 발생액이 나타났다. 이는 재무상태와 경영성파가 나빠서 부채계약을 위반하게 되는 기업의 경영자는 이익을 상향 조정하여 부채계약을 위반하지 않으려고 노력하고 있음을 나타내는 것이다.

Sweeney도 기업이 부채계약을 위반하게 될 경우 경영자가 어떠한 회계선택을 하는가를 1980년부터 1989년 중에 실제로 부채계약을 위반한 기업들을 대상으로 연구하였다. 연구결과에 의하면 이들 기업은 부채계약 조건을 위반하지 않기 위하여

이익과 현금흐름을 증가시키는 조정을 함을 발견하였다. 이러한 회계선택은 회계처리방법 선택의 여지가 많고 부채계약의 위약비용이 큰 기업일수록 그 정도가 크게 나타났다.

이와 같이 재무적으로 곤경에 처한 기업의 회계선택 또는 이익조정에 대한 연구는 서로 상반된 연구결과를 나타내고 있다. Healy, Palepu와 DeAngelo와 다수는 이익을 증가시키는 조정 대신에 오히려 이익을 감소시키는 조정을 함을 나타내었다. 이들의 논리는 ① 이익을 증가시키는 회계선택은 자본시장에서 기업에 대한 나쁜 이미지를 주게 되어 미래의 자본조달비용을 증가시키는 등 암묵적 비용(implicit costs)이 매우 크고, ② 재무적 상황이 악화되면 현금흐름을 증가시키고자 채고자산이나 매출채권 등을 처분하며, ③ 경영자는 기업의 어려운 상황을 이해관계자들에게 인식시켜서 해결책을 모색하고자 하기 때문에 이익을 증가시키는 조정을 하지 않는다는 것이다.

반면에 DeFond와 Jiambalvo 그리고 Sweeney는 기업이 부채계약조건을 위반하지 않기 위하여 이익을 증가시킴을 검증하였다. 이들의 논리는 ① 실증회계이론(positive accounting theory)에서 주장된 바와 같이 부채계약을 위반하게 될 것 같은 기업은 부채계약 위반가능성을 감소시키기 위하여 이익을 상향 조정시킬 것이고, ② 대부분 이러한 기업들은 현금부족 상태가 되므로 현금흐름을 증가시키는 회계선택을 하게 될 것이라는 것이다.

본 연구는 우리나라 상장기업 중에서 1990년부터 1996년까지 부도가 발생한 기업들이 부도발생 직전 3년 동안 어떠한 회계적 행태를 나타내는가를 분석하고자 한다. 앞서 설명한 바와 같이, 재무적으로 곤경에 처한 기업들의 회계선택과 이익조정에 대해서는 일관성 있는 연구결론이 나타나지

않고 있기 때문에, 본 연구는 가능한 한 기술적(descriptive)인 분석으로서 회계적 특성을 조사한다. 구체적으로 말하면, 본 연구에서는 부도발생기업의 감사보고서와 감사결과를 조사하고, 또한 부도발생기업과 규모와 산업이 유사한 기업을 통제기업으로 삼아 재무제표상의 회계자료를 비교분석하여 부도발생기업의 회계적 특성을 살펴본다.

III. 조사방법

1. 표본기업의 선정

연구대상이 되는 기업은 금융업에 속하지 않는 기업으로서 1990년부터 1996년 10월까지 부도가 발생한 55개 상장기업들이다. 표본기업은 <부표>에 제시되어 있고, 그 산업별 분포는 <표 1>과 같다. 부도발생기업은 영상, 음향, 통신장비 제조업과 도소매업, 그리고 의복, 모피제조업에 상대적으로 많이 분포되어 있다. 산업분류 중에서 기타는 다양한

<표 1> 부도발생기업의 산업별 분포

산 업	부도기업의 수	백분율 (%)
의복, 모피 제조업	7	13
가죽, 가방, 마구류, 신발 제조업	3	5
펄프, 종이, 종이제품 제조업	3	5
화합물, 화학제품 제조업	5	9
영상, 음향, 통신장비 제조업	10	18
도소매업	8	15
기 타	19	35
합 계	55	100%

산업분포를 보이고 있는데 섬유제품 제조업, 의복 제조업, 비금속광물 제조업, 고무 제조업, 의료기구 제조업, 가구 제조업, 건설업에 각각 2개씩의 부도발생기업이 있고, 나머지 산업에서는 부도발생기업의 수가 1개이거나 없다.

표본기업들을 부도발생 연도별로 나타내면 <표 2>와 같이 1991년과 1992년 중에 부도가 발생한 기업이 각각 13개(23.6%)와 20개(36.4%)로서 가장 많다. 상장연도별로 분류하면 1988년과 1989년에 상장한 기업이 각각 13개(23.6%)와 17개(30.9%)를 차지하였으며, 상장 이후 부도발생까지의 기간은 3-4년이 16개(29.1%)이고, 상장후 4년 이내에 부도가 발생한 기업은 모두 33개(60%)나 되었다.

이상과 같은 현상은 정부에서 자본시장 육성정책의 일환으로 기업공개를 적극적으로 권장하며 상장을 유인하던 시기인 1988년부터 1989년까지 상장되었던 기업들 중에서 상장후 3-4년이 경과한 1991년과 1992년중에 집중적으로 부도가 발생한 것으로 유추해 볼 수 있다. 따라서 정부가 자본시장

육성정책을 추진하는 과정에서 기업공개 대상기업의 선정과 이들이 상장된 이후 사후관리에 주의를 다하지 못했을 가능성이 높음을 알 수 있다. 특히 당시에는 기업공개과정에서 기존주주들이 소위 물타기 증자를 통해서 부의 증식을 시도한 경우도 있어서 상장기업 중에서 부실기업도 상당수 있었을 것이다.

표본기업에 대한 통제기업은 동일 연도, 산업, 규모를 고려하여 선정하였다. 즉 부도발생 직전연도에 부도발생기업과 동일한 산업군(한국신용평가 주식회사의 중산업분류)에 속하는 상장기업으로서 총자산을 기준으로 가장 근접한 규모를 가진 기업을 선택하였다.

본 연구에서 사용되는 분석자료는 부도기업의 감사보고서와 감리결과보고서, 그리고 회계자료이다. 감사보고서는 증권거래소 공시실의 열람자료와 마이크로 필름에서 구하였고, 감리결과보고서는 증권감독원에서 수집하였으며, 회계자료는 한국신용평가주식회사의 데이터베이스에서 추출하였다. 그런데 대부분의 기업들은 부도발생연도부터 증권거래소에 회계자료를 제출하지 않았고, 한국신용평가주

<표 2> 부도발생기업과 부도발생연도 등에 관한 분포

연도별 부도발생기업							
1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	합 계
1	13	20	8	8	3	2	55
상장연도별로 분류한 부도기업의 수							
1977년이전	1984-1987	1988	1989	1990	1991	1992	합 계
11	4	13	17	5	4	1	55
상장이후 부도발생까지의 기간							
1년미만	1년-2년	2년-3년	3년-4년	4년-6년	6년-9년	16년이상	합 계
4	5	8	16	7	4	11	55

식회사의 데이터베이스에도 부도발생연도 이후의 회계자료가 없었다. 따라서 본 연구의 실증분석에서는 부도발생 3년전부터 1년전까지의 회계자료만 분석된다.

2. 회계선택의 발견에 관한 연구방법

본 연구에서는 부도발생기업의 회계적 특성을 두 가지 방법으로 조사하고자 한다. 한가지 방법은 부도발생기업들의 감사보고서를 조사하여 한정 의견, 부적정 의견, 그리고 의견거절의 내용을 분석하고, 감사보고서 감리의 감리지적사항을 조사하고자 한다. 감사나 감리에서 지적되는 사항들은 상당히 다양하겠지만 이를 정리해 보면 부도발생기업의 회계적 행태에 대한 좋은 자료를 얻을 수 있을 것이다.¹⁾

그러나 부도발생기업 중에서 일부 기업만이 감사나 감리에 지적을 받기 때문에, 전체 부도발생기업을 조사하기 위해서는 모든 기업에 적용할 수 있는 분석방법이 필요하다. 이 방법으로는 최근 많이 연구되고 있는 발생액(accruals)을 분석하여 부도기업의 회계적 특성을 조사한다. 발생액은 두가지 정의가 많이 사용되는데, 하나는 총발생액(TA: total accruals)으로 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름(cash flow from operation)을 차감한 것이고, 다른 하나는 운전자본 발생액(WCA: working capital accruals)인데 이는 영업활동으로 인한 순운전자본(working capital from operation)에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 것이다.

발생액을 이용한 연구는 대부분 재량적 발생액(DA: discretionary accruals)을 산출하여 이익조정 현상을 추론하는데, DA는 발생액에서 비재량적 발생액(NDA: nondiscretionary accruals)을 차감하여 계산한다. 따라서 DA의 정확성은 NDA가 얼마나 정확하게 추정되느냐에 따라서 결정될 것이다.

NDA는 여러 가지 방법으로 추정되고 있는데, 각 방법은 그 나름대로의 장·단점을 지니고 있어서 어느 방법이 가장 좋다고 결론짓기 매우 어렵다. Healy(1985)는 NDA는 관찰될 수 없는 것이므로 0(零)으로 보고 DA의 측정치로서 TA를(level 변수) 그대로 사용하였다. 이 정의는 발생액을 DA와 NDA로 구분하는 노력을 하지 않는 방법이다. Dechow와 Sloan(1991)은 동일 산업내의 다른 기업들의 TA의 중위수를 NDA로 보았다. 이 방법은 NDA에 영향을 주는 요인이 산업 전체에 관련된 것이 아니고 기업의 개별적인 특성인 경우 이를 반영할 수 없다는 문제점을 가지고 있다.

발생액을 이용한 방법중에는 발생액의 기간별 변동액(change 변수)을 DA의 측정치로 사용한 방법이 가장 일반적으로 사용되고 있다(DeAngelo, 1986; DeAngelo와 다수, 1994; Aharony와 다수, 1993; Friedlan, 1994; 최 관·김문철, 1997). 이 방법은 발생액의 시계열 특성이 랜덤워크(random walk)과정을 따르는 것으로 가정하고 있다. 그러나 이 방법에 대해서 Kaplan(1985)과 Jones(1991)는 발생액의 변동액은 기업의 영업활동에 대한 경제적 영향을 반영할 수도 있기 때문에 그 자체를 DA로 보기에 한계점이 있음을 지적하

1) 최 관(1998)은 감리지적기업의 이익조작에 관한 연구에서 감리지적기업들의 감리지적 사항들을 조사하였다. 그는 Jones(1991)가 개발한 이익조정 측정치를 사용하여 감리지적기업들의 이익조정 현상도 분석하였다.

고 있다.²⁾

IV. 실증분석

1. 부도발생기업의 감사보고서와 감리결과 분석

부도발생기업에 대한 부도발생 3년전부터 부도발생 2년후까지 감사의견의 시계열 분포는 다음 <표 3>과 같다. <표 3>의 시계열에서 0가 부도발생 연도이고 -와 +는 부도발생 前과 後의 연도를 나타낸다. -3년과 -2년에는 적정의견이 각각 44개, 한정의견이 5개, 7개로 큰 차이가 없으나 -1년에는 한정의견이 12개로 늘어나고 자료미제출기업이 급증하고 있다. 그리고 부도발생연도와 그 이후 연도에는 자료미제출기업이 더욱 늘어나고 있어

서 실증분석에 큰 어려움이 있음을 나타내고 있다. 표에서는 나타내지 않았지만 -1년의 한정 의견 중에서 7개, 의견거절 3개의 기업들은 -3년과 -2년에는 적정의견을 받은 기업들이다. <표 3>에서 추론할 수 있는 것은 -1년에 와서 한정 의견과 의견거절 그리고 자료미제출 등이 급증하고 있음으로 -1년에 회계적으로 큰 변화나 특성을 나타낼 것이라는 것이다.

부도기업중에서 한정 의견, 부적 의견, 그리고 의견거절의 내용은 <표 4>에 요약하였다. 의견내용 중에는 재고자산과 수취채권 관련 사항이 14건과 13건으로 가장 많다. 재고자산은 재고자산감모손실과 평가손실의 미계상, 재고자산 과대계상이 많이 지적되었고, 수취채권 관련 사항은 대손상각 과소계상과 채권회수가능성 불확실이 가장 많이 지적되어 있다. 따라서 만약 부도기업이 이익조정을 시도하는 경우에는 이러한 재고자산이나 수취채권과

<표 3> 외부감사의견의 시계열 분포

감사의견 \ 시계열 ¹⁾	-3	-2	-1	0	1	2	합 계
적정의견	44	44	20	0	4	2	114
한정의견	5	7	12	1	0	0	25
부적정의견	0	0	0	1	0	0	1
의견거절	0	0	3	2	2	1	8
자료미제출	6	4	20	51	49	52	182
합 계	55	55	55	55	55	55	330

1) 부도발생연도가 0이고 -와 +는 부도발생전과 후의 연도를 나타낸다.

2) Jones(1991)는 발생액이 매출채권, 매입채무, 재고자산, 감가상각비 등으로 구성됨에 착안하여 이들 요소들과 인과관계가 있으리라고 보이는 매출액의 변화와 설비자산 총액을 이용하여 NDA를 추정하는 시계열 회귀분석모형을 개발하였다. 매출액 변화와 설비자산을 독립변수로 한 이 추정식은 개별기업의 경제적 여건의 변화를 고려할 수 있다는 장점이 있으나 매출과 설비자산은 이익조정 수단이 되지 않는다고 가정하는 모형이다. 이에 Dechow의 다수(1995)는 Jones가 개발한 모형에서 매출액이 이익조정 수단이 되지 않는다는 가정을 완화하여 수정된 모형을 만들었다. 본 연구는 연구대상 기업들이 <표 2>에서 보는 바와 같이 역사가 오래되지 않아서 충분한 회계자료를 구할 수 없기 때문에 시계열 분석을 할 수 없다.

〈표 4〉 한정조건과 부적정조건 및 의견거절의 원인

구 분	내 용	건 수	합 계
재고자산	감모손실 또는 평가손실 미계상	7	14
	재고자산 과대계상	3	
	감사미실시 등 기타	4	
수취채권	대손상각 과대계상	6	13
	채권의 회수가능성 불확실	6	
	기타	1	
유형자산	수익적지출로 처리해야 할 자본적지출	2	3
	감가상각비 과소계상	1	
부 채	유동부채와 고정부채의 분류상 오류	2	3
	부채 과소계상	1	
수익과 비용	퇴직급여충당금전입액의 과소계상	1	3
	우발손실가능성의 미지적	1	
	영업외수익으로 분류해야 할 특별이익	1	
기 타	해외사업장 감가상각 미실시	2	10
	공장가동률 불투명	1	
	자산의 임의 평가증	1	
	부외부채, 어음수표거래 확인 불가능	1	
	자산성있는 자산의 미계상	1	
	관계회사채권 감사 불가능	2	
	보증채무에 대한 미지급 가능성	1	
	관계회사주식의 자산성 불투명	1	
	합 계		

관련되는 조정사항이 많을 수 있음을 알 수 있다. 그리고 대부분의 지적사항들은 자산을 과대계상하고 당기순이익을 상향 조정하려는 것들이다. 〈표 4〉에는 재고자산과 수취채권 이외에도 유형자산, 부채, 수익과 비용, 그리고 기타 지적사항들이 표시되어 있다.

부도발생기업들이 의도적으로 회계분식을 하는 경우라도 외부감사에서 지적받지 않을 수 있다. 이 경우에도 증권감독원에서 시행하는 감사보고서 감

리에서 한 번 더 지적받을 수 있다. 〈표 5〉는 부도 발생기업들 중에서 1990년부터 1995년까지 증권 감독원의 일반감리에서 지적받은 기업들과 그 내용을 표시하고 있다. 감리지적사항들은 상당히 종류가 다양하나 이익조정과 관련된 항목들을 보면 재고자산 관련 사항, 지급이자 관련 사항, 매출채권 관련 사항, 그리고 법인세 관련 사항들이 있다. 이 지적사항들도 대부분 이익을 증가시키는 분석사항들이므로 부도발생기업의 경영자들은 이익을 증가

〈표 5〉 감리결과 지적사항

연도	회사명	감리 지적 내용
1990년	우성산업	고정자산처분이익에 대한 회계처리오류 등
	동창제지	주식(특수관계자와의 거래) 기재누락 및 계정분류 오류
1991년	협진양행	① 관계회사대여금 등에 대한 감사의견 미반영 ② 주식(관계회사와의 거래) 기재누락 미지적 및 특정사항 미기재
	백산전자	① 제조원가 과소계상 ② 중대한 불확실성에 대한 재무제표 미반영
1992년	제일냉동	재고자산 과대계상
	건풍제약	① 부외부채 미계상 등 부채 과소계상 ② 예금 과대계상 ③ 지급이자 과소계상
	한국벨트	지급이자 과소계상
	한일양행의약품	법인세등 과소계상
1993년	한국강관	① 매출채권 과대계상 ② 재고자산 과대계상 ③ 선급금 과대계상

* 1994년과 1995년에 부도가 발생한 기업 중 일반감리 지적기업은 없었다.

시킴을 위한 조정을 하려는 동기가 있음을 알 수 있다.

부도발생기업에 대한 감사의견과 감리지적사항들을 종합해 보면, ① 기업들은 부도발생 1년전에 회계적으로 가장 큰 변화를 꾀하거나 어떤 특성을 나타낼 것이라는 것과 ② 적정의견을 거절당한 내용들 중에서 재고자산과 매출채권 관련 사항들이 가장 많고 ③ 이익을 증가시키려는 동기가 강하다는 것이다. 그러나 ②와 ③은 부도발생기업의 회계적 특성이라기 보다는 일반적으로 재무상태나 경영성과가 좋지 않은 기업들이 한정의견, 부적정의견, 그리고 의견거절을 받았을 때

에도 그대로 적용되는 사항으로 판단된다. 왜냐하면 전체 상장기업을 대상으로 한정의견이나 부적정의견의 내용을 분석한 전진문(1996)의 연구에 의하면, 이익조정으로 지적받은 기업의 대부분은 이익을 상향 조정한다고 보고하고 있기 때문이다.

2. 부도발생기업의 재무제표분석

〈표 6〉은 부도발생연도를 기준으로 부도발생 3년전(-3)부터 부도발생 직전연도(-1)까지의 부도발생기업과 통제기업간의 재무적 특성을 나타내고

〈표 6〉 기업규모, 부채비율, 순이익률 등의 기술적 통계(평균과 중앙치)

Panel A: 부도기업과 통제기업의 기술적 통계(평균과 중앙치) ¹⁾									
부도기업		-3	-2	-1	통제기업 ³⁾		-3	-2	-1
총자산 ²⁾	평균	114,349	139,827	173,598	총자산 ²⁾	평균	131,103	158,965	173,145
	중앙치	29,637	40,588	53,421		중앙치	36,531	41,296	51,222
총매출액 ²⁾	평균	68,934	84,398	87,970	총매출액 ²⁾	평균	117,775	116,032	145,324
	중앙치	28,410	33,405	33,738		중앙치	44,820	47,060	51,935
부채비율	평균	0.687	0.718	0.788	부채비율	평균	0.612	0.606	0.626
	중앙치	0.722	0.707	0.742		중앙치	0.633	0.612	0.625
순이익/총자산	평균	-0.011	-0.014	-0.057	순이익/총자산	평균	0.031	0.028	0.014
	중앙치	0.010	0.013	-0.015		중앙치	0.029	0.026	0.019
Panel B: 부도기업과 통제기업의 차이									
							-3	-2	-1
총자산	t-검증, p값						0.186	0.123	0.920
	Wilcoxon검증, p값						0.034	0.029	0.814
총매출액	t-검증, p값						0.020	0.213	0.003
	Wilcoxon검증, p값						0.000	0.000	0.000
부채비율	t-검증, p값						0.008	0.000	0.000
	Wilcoxon검증, p값						0.008	0.000	0.000
순이익/총자산	t-검증, p값						0.079	0.003	0.000
	Wilcoxon검증, p값						0.013	0.001	0.000

1) 회계자료에 미싱값(missing value)이 있기 때문에 부도기업과 이에 대응되는 통제기업의 수는 38개이다.

2) 백만원 단위임

3) 부도발생 1년전 실험기업과 동일한 산업, 유사한 기업규모로 통제기업을 구성함.

있다.³⁾

패널 A의 총자산 규모는 부도발생기업과 통제기업간에 큰 차이가 없어 보이나 Wilcoxon검증에서는 -3년과 -2년에 유의적인 차이가 있다. 그러나

t-검증결과 -1년에는 유의적인 차이를 보이지 않는다. 이는 통제기업의 선정기준중의 하나가 부도발생 직전연도의 총자산 규모이므로 당연한 결과일 것이다.

3) 부도기업의 경우에는 회계자료가 미비한 기업이 많아서 표본의 수가 대폭 감소되어 부도기업과 이에 대응되는 통제기업의 수는 38개이다. 〈표 3〉에서 -1년의 경우 감사보고서 자료미제출을 제외한 기업의 수는 35개이나 회계자료 수집은 한국신용평가주식회사의 데이터베이스를 이용하여 표본의 수가 38개이다. 〈표 6〉의 작성방법으로 각 시제열 시점에 있어서 부도기업과 통제기업의 대응을 고려하지 않고 회계자료가 있는 기업을 모두 포함시켜서 표를 작성해도 결과의 해석에는 영향을 주지 않는다.

패널 A의 총매출액, 부채비율, 총자산이익률 등은 부도발생기업과 통제기업간에 큰 차이가 있고, 패널 B의 t-검증과 Wilcoxon 검증에서 대부분 유의적인 차이를 나타낸다. 총매출액은 부도발생기업이 통제기업에 비하여 상당히 저조하다. 부채비율은 부도발생기업은 70%가 넘지만, 통제기업은 61%에서 63% 정도로서 부도발생기업이 높다. 총자산이익률은 통제기업은 비교적 안정적인데 비해 부도기업은 매년 하락하여 수익성이 나빠지고 있다. 따라서 전체적으로 보면 부도발생기업은 통제기업에 비하여 재무상태와 경영성과가 불량하며, 특히 부도가 임박한 부도발생 직전연도(-1)에서 경영성과가 급격히 나빠지고 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉은 부도발생기업과 통제기업의 총발생액(TAC)과 운전자본발생액(WCA), 총발생액의 변화(ΔTAC), 운전자본발생액의 변화(ΔWCA), 순이익의 변화(ΔNI), 그리고 영업활동으로 인한 현금흐름의 변화(ΔCFO)를 비교한 것이다.⁴⁾

패널 A에서 TAC와 WCA는 양 기업집단간에 체계적인 차이가 보이지 않는다. 패널 B에서의 t-검증과 Wilcoxon 검증에서도 통계적으로 유의성 있는 차이가 나타나지 않았다.

그런데 ΔTAC 와 ΔWCA 는 양기업집단간에 -3년과 -2년에는 뚜렷한 차이가 없으나 부도발생직전연도인 -1년에는 부도발생기업이 급격히 하락하고 있고, 두집단간의 차이를 나타낸 t-검증과

Wilcoxon 검증에서도 통계적으로 유의성 있는 결과가 나타나고 있다.

ΔTAC 와 ΔWCA 의 시계열 움직임을 시각적으로 보기 위하여 〈그림 1〉에 중앙치(median)의 변화를 그렸다. 이 그림에서도 -3년과 -2년에는 양 기업집단에 별 차이가 없으나 -1년에 큰 차이를 보이고 있다. 부도발생 직전연도인 -1년에 부도기업의 ΔTAC 와 ΔWCA 가 급격히 하락한 것은 두 가지 측면에서 해석할 수 있다. 첫째는 ΔTAC 와 ΔWCA 를 재량적 발생액(DA)으로 보아 이익을 감소시키는 이익조정을 한다는 것이다. 그러나 앞서 감사보고서와 감리결과의 분석에서 살펴본 바와 같이 부도기업에서의 회계조작은 주로 이익을 상승시키는 것이어서 이러한 해석은 무리일 것으로 보인다.⁵⁾ 특히 부도기업은 -1년에 이익이 급격히 하락하고 있으므로 ΔTAC 와 ΔWCA 는 이러한 영향으로 인한 하락으로 보는 것이 더욱 타당할 것이다.⁶⁾

〈표 7〉에서 부도기업의 ΔNI 의 평균은 -3년과 -2년에도 통제기업에 비하여 낮지만 -1년에는 급격히 하락하고 있다. -1년에는 t-검증과 Wilcoxon 검증에서 부도기업과 통제기업간의 ΔNI 의 차이가 유의수준 0.05에서는 통계적으로 유의하게 해석된다. 〈그림 2〉에서 보면 -3년과 -2년에는 두집단간의 ΔNI 의 중앙치가 큰 차이를 보이지 않지만 -1년에는 큰 차이를 나타내고 있다.

4) 회계자료가 미비한 기업이 많아서 부도기업과 이에 대응되는 통제기업의 수가 -3년에는 33개, -2년에는 30개, -1년에는 25개로 줄었다. -3년부터 -1년까지 시계열에서 부도기업과 이에 대응되는 통제기업을 모두 통일시키면 표본수가 20개로 감소한다. 그리고 부도기업과 통제기업의 대응을 고려하지 않고 -3년부터 -1년까지 각 시점에서 사용가능한 표본수를 모두 사용하면 표본수가 늘어난다. 이 경우에도 역시 결과의 해석에는 큰 영향을 주지 않는다.

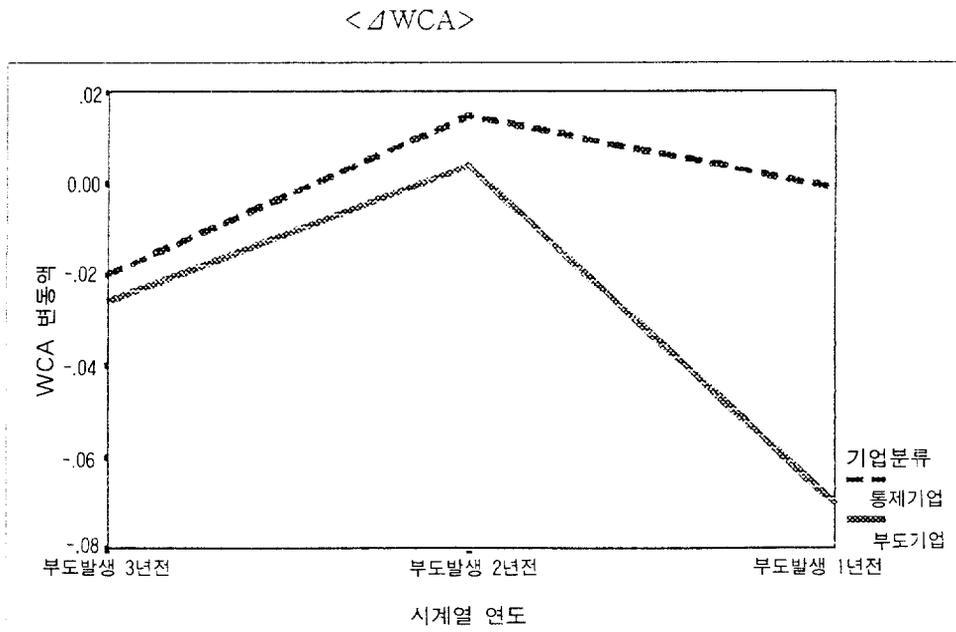
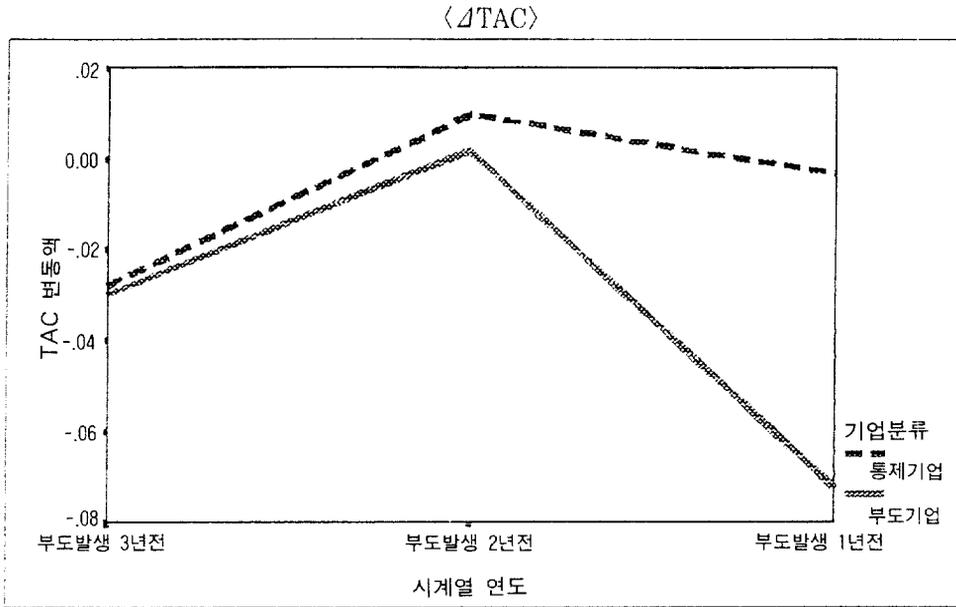
5) Dechow와 다수(1995)에 의하면 경영성과가 아주 좋거나 나쁜 기업들의 ΔTAC , ΔWCA 는 경영성과에 따라서 영향을 크게 받기 때문에 DA 측정치로 사용하기 어려움을 검증하였다.

6) $NI = CFO + TAC$ 로 정의되므로 $\Delta NI = \Delta CFO + \Delta TAC$ 이다. 따라서 ΔNI 의 하락은 ΔCFO 나 ΔTAC 이 하락하는 원인이 된다.

〈표 7〉 ΔTAC , ΔWCA , ΔNI , 그리고 ΔCFO 의 시계열 분포

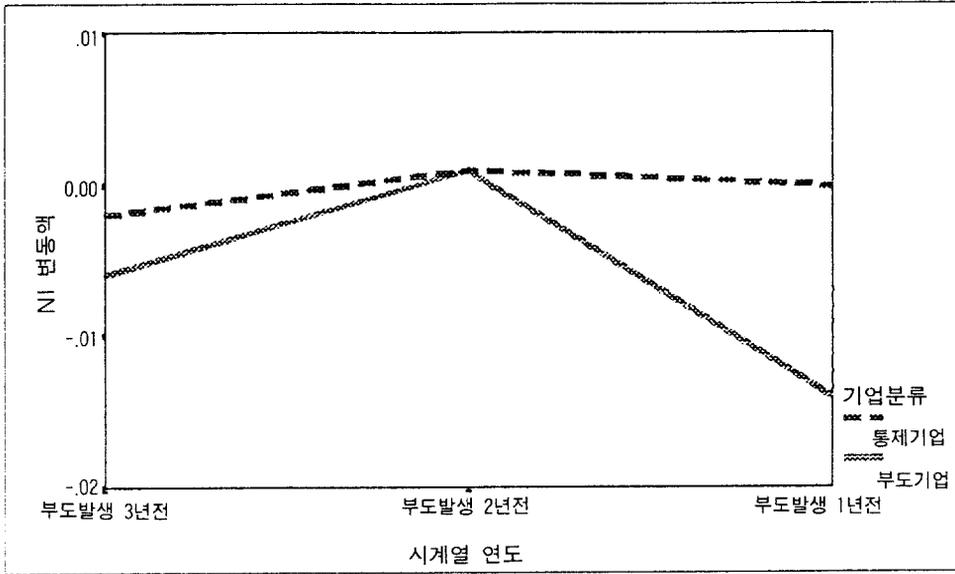
Panel A: 부도기업과 통제기업의 ΔTAC , ΔWCA , ΔNI , ΔCFO 의 시계열 분포									
부도기업		-3	-2	-1	통제기업		-3	-2	-1
TAC/총자산	평균	-0.044	-0.009	-0.073	TAC/총자산	평균	-0.037	-0.035	-0.053
	중앙치	-0.048	-0.026	-0.060		중앙치	-0.053	-0.034	-0.044
WCA/총자산	평균	0.001	0.024	-0.039	WCA/총자산	평균	0.018	0.025	0.007
	중앙치	-0.002	0.017	-0.043		중앙치	0.009	0.025	0.000
ΔTAC ¹⁾	평균	-0.056	0.022	-0.084	ΔTAC	평균	-0.006	0.008	-0.006
	중앙치	-0.030	0.002	-0.072		중앙치	-0.028	0.010	-0.003
ΔWCA ¹⁾	평균	-0.036	0.017	-0.083	ΔWCA	평균	-0.003	0.014	-0.006
	중앙치	-0.026	0.004	-0.070		중앙치	-0.020	0.015	-0.001
ΔNI ¹⁾	평균	-0.016	-0.004	-0.048	ΔNI	평균	0.000	0.010	-0.008
	중앙치	-0.006	0.001	-0.014		중앙치	-0.002	0.001	0.000
ΔCFO ¹⁾	평균	0.039	-0.018	0.036	ΔCFO	평균	0.021	0.003	-0.001
	중앙치	0.047	0.003	0.055		중앙치	0.026	-0.017	-0.010
Panel B: 부도기업과 통제기업의 차이									
			-3				-2		-1
TAC/총자산	t-검증, p값		0.682			0.035			0.681
	Wilcoxon, p값		0.836			0.272			0.974
WCA/총자산	t-검증, p값		0.420			0.981			0.100
	Wilcoxon, p값		0.679			0.907			0.164
ΔTAC	t-검증, p값		0.148			0.671			0.090
	Wilcoxon, p값		0.554			0.689			0.030
ΔWCA	t-검증, p값		0.244			0.893			0.018
	Wilcoxon, p값		0.616			0.650			0.006
ΔNI	t-검증, p값		0.426			0.569			0.044
	Wilcoxon, p값		0.308			0.725			0.024
ΔCFO	t-검증, p값		0.463			0.416			0.464
	Wilcoxon, p값		0.976			0.282			0.491

1) 각 변수의 연도별 변동액(당해연도의 값에서 직전연도의 값을 차감)을 평균총자산으로 나눔

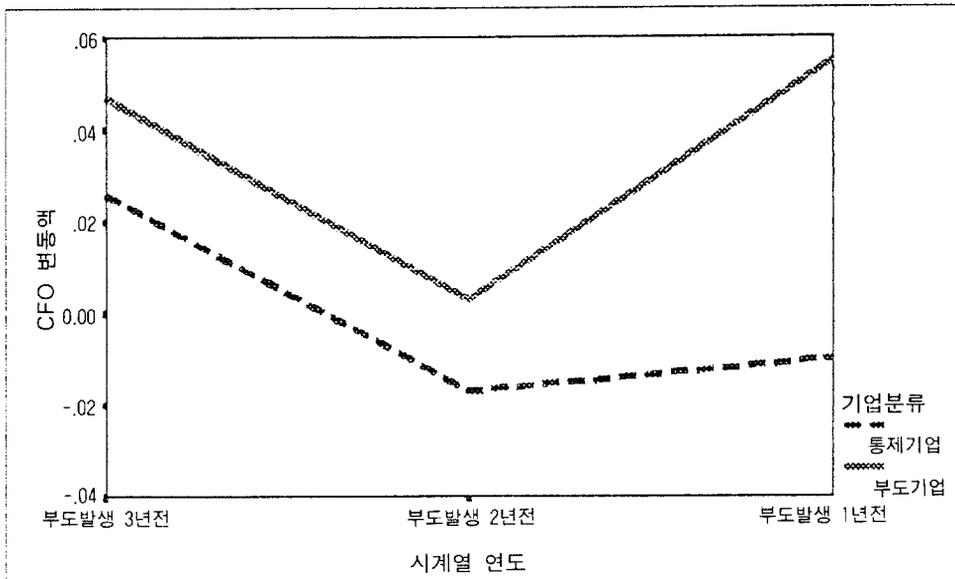


〈그림 1〉 부도기업과 통제기업의 ΔTAC , ΔWCA 의 중앙치에 대한 시계열 비교

< ΔNI >



< ΔCFO >



<그림 2> 부도기업과 통제기업의 ΔNI , ΔCFO 의 중앙치에 대한 시계열 비교

부도기업과 통제기업간의 Δ CFO는 다른 시계열 행태를 보인다. 중앙치를 사용한 <그림 2>에서 보면 -3년과 -2년에는 두 집단간에 큰 차이가 없으나 -1년에는 두 집단간의 차이가 나타난다. 즉 통제기업의 Δ CFO는 -2년에 비하여 거의 변하지 않으나 부도기업은 급격히 상승하고 있다. 그러나 각 시계열 시점에서의 두 집단간 차이를 분석한 패널 B의 t-검증과 Wilcoxon 검증에서는 뚜렷한 집단간 차이를 보이지 않는다. 이러한 현상은 그림으로 나타내지는 않았지만 Δ CFO의 시계열 평균치에서도 나타난다. 즉 부도발생기업의 Δ CFO는 -1년에 급격히 상승하나 통제기업은 하락한다. 이는 부도발생 직전연도에 경영자가 현금흐름을 향상시켜서 부도발생을 방지하려는 노력으로 해석된다.

<표 7>과 <그림 1> 및 <그림 2>를 전체적으로

해석하면, -3년과 -2년에 부도발생기업과 통제기업간에 발생액의 변화액과 Δ NI 및 Δ CFO는 큰 차이가 없으나, -1년에는 Δ CFO가 증가한 반면 Δ TAC나 Δ WCA는 하락하여 전체적으로 부도발생기업의 Δ NI가 크게 감소하였다. 이러한 현상은 부도발생 직전연도에는 순이익을 증가시키려는 노력보다는 먼저 현금흐름을 향상시켜서 부도발생을 방지하려는 경영자의 노력을 반영하는 것으로 해석된다.

이러한 현상은 DeAngelo와 다수(1994)의 연구 결과와도 일치되는 것인데, 그들은 재무적으로 곤경에 처한 기업은 재고자산을 처분하여 현금흐름을 확보한다고 분석하였다. 본 연구에서도 부도기업은 부도발생 직전연도에 현금흐름을 증가시키고 발생액을 감소시키고 있다.⁷⁾

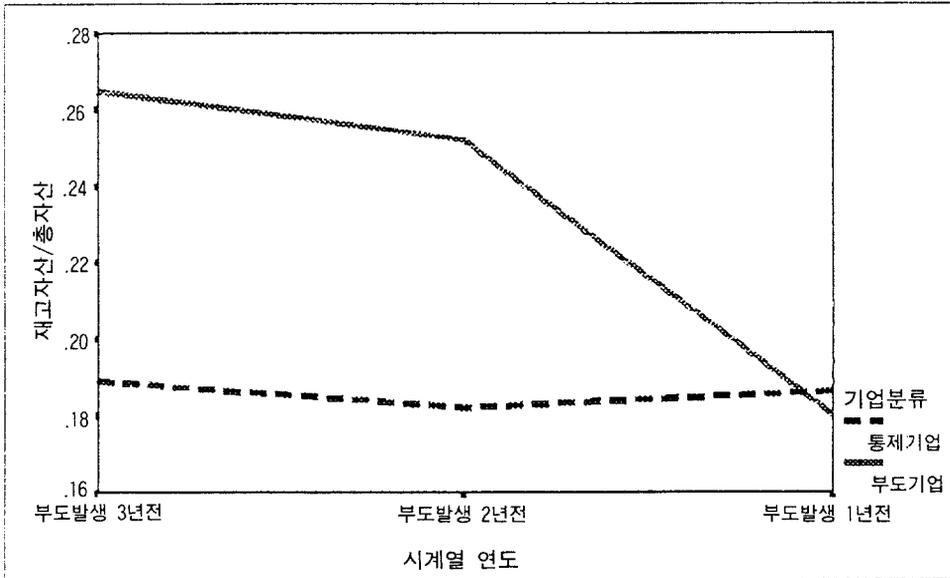
<표 8>과 <그림 3>은 WCA의 구성요소인 재고

<표 8> 재고자산과 매출채권의 시계열 분포

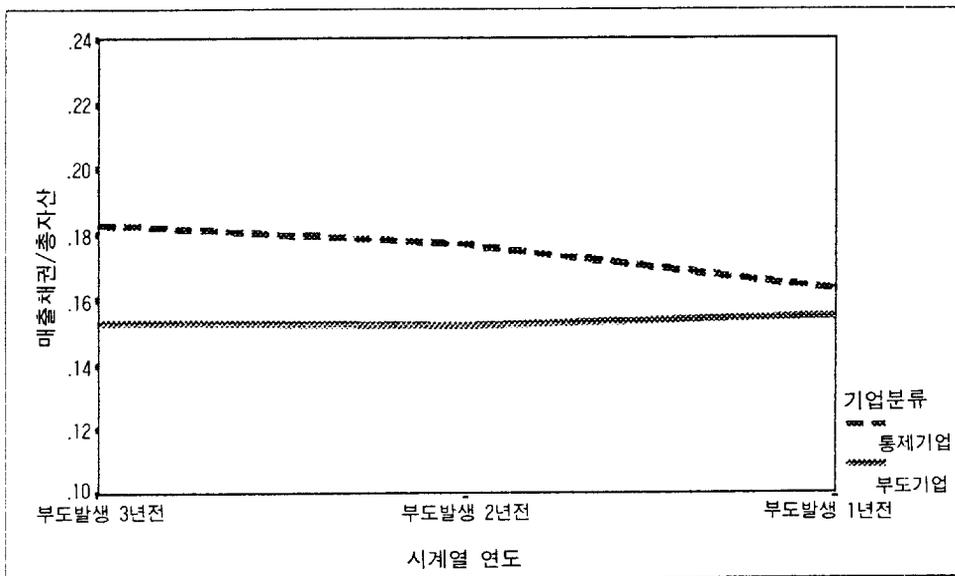
Panel A: 부도기업과 통제기업의 운전자본 발생기준조정액 구성항목의 시계열 분포									
부도기업		-3	-2	-1	통제기업		-3	-2	-1
재고자산/총자산	평균	0.277	0.284	0.219	재고자산/총자산	평균	0.229	0.225	0.221
	중앙치	0.265	0.252	0.180		중앙치	0.189	0.182	0.186
매출채권/총자산	평균	0.178	0.186	0.172	매출채권/총자산	평균	0.191	0.185	0.191
	중앙치	0.153	0.152	0.155		중앙치	0.183	0.177	0.163
Panel B: 부도기업과 통제기업의 차이									
				-3			-2		
재고자산/총자산	t-검증, p값			0.122			0.060		
	Wilcoxon검증, p값			0.110			0.060		
매출채권/총자산	t-검증, p값			0.580			0.898		
	Wilcoxon검증, p값			0.545			0.477		

7) 발생조정액은 운전자본 발생조정액(WCA)과 비운전자본 발생조정액(NWCA)으로 분류할 수 있는데 본 연구에서는 WCA만 분석한다. 논문에서 나타내지는 않았지만 부도기업과 통제기업간의 NWCA의 시계열 행태는 큰 차이가 없었다.

〈재고자산/총자산〉



〈매출채권/총자산〉



〈그림 3〉 부도발생기업과 통제기업의 재고자산과 매출채권 중앙치에 대한 시계열 비교

자산과 매출채권의 -3년부터 -1년까지의 움직임을 나타내었다.⁸⁾ <그림 3>에서 보듯이 부도기업은 통제기업에 비하여 재고자산을 많이 소유하고 있으나, 중앙치를 기준으로 볼 때 -2년에는 재고자산이 총자산의 25%, -1년에는 18%로 재고자산은 크게 감소시킴을 볼 수 있다. 따라서 부도발생 직전연도에는 재고자산을 처분하여 현금흐름을 보전하기 위한 노력을 행함을 알 수 있다. 매출채권은 부도기업과 통제기업간에 뚜렷한 차이를 보이지 않는다.

지금까지 전체 실증분석결과를 요약해 보면 부도발생기업은 ① 규모에 비하여 매출이 저조하고 부채비율이 높으며, ② 부도발생 직전연도에 순이익이 격감하나, ③ 현금흐름은 향상되는데, ④ 재고자산의 처분도 현금흐름을 확보하는 방안으로 이용되고 있다.

V. 결 론

상장기업의 부도는 많은 이해관계자들을 곤경에 빠뜨린다. 우리나라는 1990년대 초반에 많은 상장기업들이 부도가 발생하여 커다란 사회적 문제가 되었다. 최근에는 국가 기간산업에 종사하던 한보철강과 삼미그룹까지 부도가 발생하여 국가경제에 큰 타격을 주었다. 물론 자본주의 경제체제에서 경쟁에 뒤진 기업들은 파산하는 것이 당연한 결과일 것이다. 그러나 우리 나라에서는 일반적으로 부도기업들의 상거래가 투명하지 않게 처리되고, 또한 재무상태나 경영성과가 객관적이고 신뢰성있게

산출되거나 적정하게 공시되지 않는 경우가 빈번히 있어서 회계의 사회적 신뢰도를 떨어 뜨리고 있다.

본 연구는 우리나라 상장기업 중에서 부도발생 기업들에 대하여 부도발생 3년전부터 부도발생 직전연도까지의 회계적 특성을 살펴보았다. 이러한 연구는 부도기업의 회계적 특성을 밝힐 수 있고, 또한 회계감사나 감사보고서 감리시에 효과적인 업무수행에 도움을 줄 수 있을 것이다.

연구결과에 의하면 부도발생기업들은 기업규모에 비하여 매출이 저조하고, 부채비율이 높으며, 수익성이 낮았는데, 이는 특히 부도발생 직전연도에 크게 심화되었다. 부도발생 직전연도에는 부도발생을 회피하기 위하여 이익을 상향 조정하리라고 예측하였으나, 전체적인 분석에서는 이러한 현상이 지지되지 않았다. 이는 부도기업은 이미 대체적 회계처리 가능성의 여지가 많이 줄어들고, 재무적 탄력성도 작으며, 또한 부도발생전에는 외부감사도 엄격히 실시되기 때문이라고 보인다. 한편 부도기업은 부도발생 직전연도에는 현금흐름이 급격히 상승하는 현상을 보였다. 이는 경영자가 부도발생을 피하기 위하여 재고자산의 처분 등으로 현금흐름을 확보하려고 하기 때문일 것이다.

부도발생기업은 재무적으로 곤경에 처한 기업중의 하나인데, 우리나라에서는 아직 이러한 기업들의 회계적 특성이 체계적으로 연구되지 않고 있다. 따라서 본 연구는 선행연구들을 이용하여 가설을 설정하고 정밀한 조사방법으로 회계적 특성이나 이익조정 현상을 검증할 수 없었고, 대신 감사보고서와 감리결과를 조사하고 기업의 회계자료를 기술적

8) 회계자료가 미비한 부도기업이 많아서 -3년부터 -1년까지 부도기업과 이에 대응되는 통제기업의 수는 33개이다. 부도기업과 통제기업의 대응을 고려하지 않고 이용가능한 모든 회계자료를 사용하면 표본의 수가 늘어날 수 있는데, 이때에도 결과의 해석에는 영향을 주지 않는다.

으로 분석하였다. 앞으로 이 방법에 대한 지속적인 연구는 부실기업의 회계적 특성을 파악할 수 있을 뿐 아니라 이러한 기업들에 대한 규제기관의 감시와 감독에도 유용하게 사용될 수 있고 나아가 부실기업의 예측에도 이용될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 진진문 (1996), "우리나라 상장기업의 감사의견 중 비적정의견의 분포분석," *회계저널*, 5, 1-32
- 최 관 · 김문철 (1997), "신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구," *회계학연구*, 22, 1-28
- 최 관 (1998), "감리지적기업의 이익조작에 관한 실증적 연구," 미발표논문, 성균관대학교
- Aharony, J., C. J. Lin and M. Loeb (1993), "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, Fall, 61-81
- DeAngelo, L. (1986), "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Shareholders," *The Accounting Review*, July, 400-420
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner (1994), "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, 17, 113-144
- Dechow, P. and R. Sloan (1991), "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 14, 51-89.
- Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney (1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, April, 193-225
- DeFond, M. and J. Jiambalvo (1994), "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176
- Friedlan, J. (1994), "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, Summer, 1-31
- Healy, P. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107
- Healy, P. and G. Palepu (1990), "Effectiveness of Accounting-based Dividend Covenants," *Journal of Accounting and Economics*, 13, 97-123
- Jones, J. (1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Autumn, 193-228
- Kaplan, R. (1985), "Comments on Paul Healy: Evidence on the Effect of Bonus Schemes on Accounting Procedures and Accrual Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 109-113
- Sweeney, A. P. (1994), "Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Response," *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308

〈부표〉 표본기업¹⁾

기업 명 ²⁾	기업 명	기업 명	기업 명	기업 명
삼호물산	우 단	삼성신약	영태전자	삼 신
서진식품	경일화학	한일양행의약품	중원전자	한 양
제일냉동	호 승	우성타이어	케이와이씨	우성건설
남 양	성 화	한국벨트	인성기연	협진양행
금하방직	거성산업	요업개발	우진전기	삼도물산
논 노	남한제지	고려시멘트	홍 양	미 우
진영산업	동창제지	한국강관	광림전자	대미실업
광덕물산	신정제지	경동산업	동성반도체	신한인터내셔널
케니상사	양우화학	영원통신	삼양광학	기온물산
우 생	근화제약	동양정밀	아남정밀	동방개발
국제상사	건풍제약	백산전자	보르네오가구	청화상공

1) 1996년 10월 현재의 상황표임

2) 상장회사 기업 코드순서임

Accounting Choices of Firms Facing Bankruptcy

Kwan Choi*, Byoung Wook Jeong**

Abstract

This paper studies on the accounting choices of firms facing bankruptcy. Troubled firms seem to boost earnings to maintain manager's position and to avoid or delay the bankruptcy.

Accounting characteristics are analyzed and audit reports and SEC's enforcement releases are investigated to find the accounting behavior of the firms during the 3 years before the bankruptcy. The results do not support the anticipated earnings management behavior. It is found that earnings decrease but cash flows increase significantly to avoid the bankruptcy.

* School of Business Administration, Sung Kyun Kwan University

** Department of Business Administration, Daejin University