

관리종목으로 지정된 기업의 재무적 특성에 관한 연구

김 일

한림성심대학 강사

E-mail : kimil9304@empal.com

본 연구는 관리종목으로 지정된 기업과 동종산업내 관리종목으로 지정되지 않은 기업이 재무적으로 다른 특성이 있는지를 조사한다. 상장기업의 관리종목지정과 관련하여 본 연구에서는 관리종목으로 지정된 기업이 관리종목 지정전에 동종산업내 관리종목으로 지정되지 않은 기업보다 재무적으로 볼 때 더 취약하고 재무상태가 더 악화된 상태에 있다는 가설을 검증하고자 한다. 이를 위하여 외환 위기를 전후한 1991년부터 1999년까지의 기간동안 관리종목으로 지정된 기업을, 그리고 동종산업내 자산규모가 비슷한 기업 중 관리종목으로 지정되지 않은 기업을 쌍대표본추출법에 의하여 표본으로 선정한다. 관리종목으로 지정되기 5년 전부터 1년 전(관리종목지정전 직전년도)까지의 두 기업간 수익성, 성장성, 안정성, 유동성 및 활동성을 나타내는 재무변수의 차이를 분석한다.

분석결과 관리종목으로 지정된 기업의 재무적인 특성이 동종산업내 관리종목으로 지정되지 않은 기업보다 수익성, 안정성 및 활동성에서 관리종목지정전 5년동안 유의한 차이를 보여 주지만 성장성에서는 유의한 차이가 없다. 유동성에서는 관리종목지정 5년 전부터 2년 전까지는 작은 차이를 보이다가 1년 전에 큰 차이를 나타낸다. 따라서 수익성, 안정성, 활동성 및 유동성을 나타내는 재무적 특성요인이 상장기업의 관리종목 지정에 영향을 미친다.

<색인어> 관리종목, 재무적 특성요인

I. 서 론

한국증권거래소에 상장된 기업이 일정한 기준¹⁾에 해당되어 관리종목으로 지정되면 이후 상장폐지기준에 의하여 상장폐지되든지 그렇지 않으면 이후 관리종목 지정사유가 되는 요건에서 벗어나면 관리종목으로부터 해제된다. 보통 관리종목으로 지정되는 이유는 기업이 부실하거나 금융당국에서 요구하고 있는 규정사항을 이행하지 않은 경우 등이다. 이와 같은 행태를 보여주고 있는 관리종목 지정기업들은 관리종목으로 지정되지 않은 정상기업들

1) 유가증권상장규정 제37조. 자세한 설명은 II장에서 참조할 것.

과 비교하여 관리종목 지정전에 다른 특성, 즉 다른 재무적 특성이 나타날 수 있다고 예상된다. 따라서 본 연구는 우리나라의 상장기업이 관리종목으로 지정될 때 재무적인 특성요인에 의하여 영향을 받는지를 확인하기 위하여 관리종목기업과 비관리종목기업간 재무적인 차이가 있는지를 조사한다.

기업의 재무특성요인과 관련하여 부실기업의 예측에 관한 연구가 있고 그 외에 감사의견의 영향 등에 관한 것이 있다. 기업의 재무적인 특성에 의한 부실기업의 예측에 관하여는 1930년대부터 연구가 이루어 졌지만 대부분의 논문이 부실기업만을 대상으로 하였다. 이후 Beaver의 연구(1966)는 부실기업뿐만 아니라 건전기업의 재무비율을 계산하여 각각의 재무비율을 비교하였다. Altman(1968)은 Beaver와는 달리 여러 개의 재무비율을 동시에 고려하여 부실기업과 건전기업의 두 집단 사이의 재무적 차이를 분석함으로써, 즉 판별분석을 함으로써 기업의 부실을 예측하고자 하였다. 그 후 Ohlson(1980)은 독립변수의 정규분포와 공분산의 동일성 가정 등의 엄격한 가정을 요구하지 않고 0과 1사이의 값으로 나타나는 확률모형인 로짓모형을 이용하여 부실기업을 예측하였다. 앞의 연구들의 결과에 의하면 기업의 재무특성요인이 부실기업을 예측하는 변수로 효과가 있음을 나타낸다.

또한 기업의 재무적특성요인이 감사의견에 영향을 미치는 연구에는 최중윤의 연구(1995)가 있다. 그는 피감사회사의 기업특성요인이 감사의견결정에 영향을 미치는지에 관하여 분석하였다. 이 연구는 감사인들이 재무적으로 취약한 상태에 있는 피감사회사에 대하여 재무적으로 안정적인 피감사회사보다 기업회계기준의 위배나 감사범위의 제한이 재무제표에 미치는 영향에 대하여 더 중요하게 판단하고 있다는 결과를 보고한다.

본 논문은 부실기업의 예측 또는 감사의견의 결정과 관련된 기존의 연구에서 나타난 기업의 재무적 특성요인이 관리종목 지정여부에도 영향을 미치는 지를 연구한다. 우리나라에서는 증권거래소에 상장된 기업의 주식이 유가증권 상장규정에서의 일정한 기준에 해당되면 상장폐지가 불가피한 경우를 제외하고는 상장폐지라는 극단의 조치를 취하기 전에 우선 관리종목으로 지정하는 제도가 있다. 상장기업이 사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서 미제출, 감사의견의 부적정 또는 의견거절, 영업활동의 정지, 부도발생 또는 은행과의 거래정지, 자본전액잠식, 주식분산기준과 거래량기준 미달, 회사정리절차개시, 사외이사수 미달 등 지배구조 미구축, 공시의무 위반 등으로 그 기업의 주식이 관리종목으로 지정된다. 그 기준에 해당되는 행위 또는 조건이 일정 회수이상 반복되거나 일정기간이상 계속되면 상장폐지되고 그렇지 않고 관리종목 지정사유가 해소되면 관리종목으로부터 해제된다. 이는 상장폐지전 관리종목으로 지정하여 사유별로 일정한 상장폐지 유예기간을 부여하여 투자자에게는 당해 종목에 대한 투자를 환기시키고 해당기업에 대해서는 폐지사유를 해소할 수 있는 시간적 기회를 주기 위해서이다.

이처럼 증권거래소에 상장된 기업의 주식이 관리종목으로 지정되는 것은 자본시장에서

투자자뿐만 아니라 기업에도 중요한 정보가 된다. 상장폐지가 되면 투자자의 입장에서는 주식거래가 힘들어지고 기업은 자금조달이 어려워진다. 따라서 상장폐지전의 관리종목 지정은 자본시장에서 상당히 불리한 정보가 되고 관리종목 지정기업의 주가는 일반적으로 급락한다. 표영인과 김일의 연구(2002)에서 관리종목으로 지정된 기업 주식의 초과수익률은 관리종목지정시점에 유의한 음의 값을 나타내는 결과는 이를 뒷받침하고 있다. 관리종목과 비관리종목을 구분하는 재무적 특성요인을 통하여 상장기업의 관리종목 지정여부를 예측할 수 있다면 그 재무정보는 투자자에게 유용한 정보가 될 것이다.

본 논문의 목적은 기업의 재무적 특성요인이 상장기업의 주식에 대한 증권거래소의 관리종목지정에 영향을 미치는지를 연구한다. 이를 위하여 관리종목으로 지정된 기업과 동종 산업내 자산규모가 비슷하고 관리종목으로 지정되지 않은 기업(비관리종목기업)을 표본으로 선정하고 두 집단의 관리종목지정 5년전부터 직전년도(1년전)까지 수익성, 성장성, 유동성, 안정성 및 활동성에 관한 재무변수의 평균에 대한 차이를 분석한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. II장은 이론적 고찰에 대하여 설명하고 III장에서는 실증분석을 제시한다. IV장에서는 본 연구의 결론을 나타낸다.

II. 이론적 고찰

1. 관리종목의 지정

우리나라에서 주식을 증권거래소에 상장하기 위해서는 유가증권을 발행한 회사는 먼저 증권거래소에 상장 심사신청을 한다. 증권거래소는 이를 접수한 후 상장위원회의 심의를 거친 후 상장심사결과를 상장신청회사와 금융감독위원회에 통보한다. 상장심사에 합격한 주식발행회사는 상장신청을 함으로써 상장된다.

이렇게 상장된 주식은 당해증권 발행회사의 신청에 의하여 상장폐지되기도 하지만 당해 법인이 상장폐지기준에 해당되었을 경우에도 증권거래소는 상장을 폐지할 수 있다. 상장폐지란 상장된 유가증권이 한국증권거래소가 정한 일정한 기준에 해당되었을 때 증권거래소에서 매매될 수 있는 자격이 박탈당하는 조치를 말한다. 상장회사의 주식이 상장폐지기준에 해당되면 한국증권거래소에서는 이들 주식을 시장에서 공시하지만 즉각적으로 상장폐지를 하지 않고 일정기간 별도로 관리하는데 이를 관리종목이라 한다. 그 이유는 상장폐지기준에 해당한다고 해서 즉각 상장폐지조치를 취하면 해당기업에는 그런 현상이 일시적일 수도 있는 기업으로부터 회생기회를 박탈할 수 있어서 투자자들에게 투자액 회수의 기회

가 상실시킬 수 있기 때문이다.

이와 같은 취지에서 상장법인이 상장폐지기준에 해당하더라도 법인해산과 같이 즉시 상장폐지가 불가피한 경우를 제외하고는 즉시 상장폐지를 하지 아니한다. 그 대신 일단 관리종목으로 지정하여 사유별로 일정한 상장폐지 유예기간을 부여하여 투자자에게는 당해 종목에 대한 투자주의를 환기시키고 해당기업에 대해서는 폐지사유를 해소할 수 있는 시간적 기회를 주는 방법으로 상장주식의 관리 및 투자자보호에 신중을 기한다. 관리종목 지정 시기는 상장폐지기준에 해당되는 사실이 확인되거나 보고서를 제출하지 않았을 경우와 공시 의무를 위반하였을 경우에는 그 다음날이, 그리고 주식거래량 부족에 의한 경우는 매년 초일 또는 7월 초일 등이다. 이렇게 관리종목으로 지정되면 지정일에는 해당주식을 매매거래를 할 수 없다. 그 주식은 신용거래의 대상이 될 수 없어 투자자는 그 주식을 대용증권(short sale)으로 이용할 수 없으며 증권금융의담보제공이 불가능하다. 관리종목의 거래체결은 30분마다 동시호가에 의한 단일가격으로 이루어진다. 물론 관리종목의 지정사유가 해소되면 해당기업의 주식은 관리종목에서 해제된다. 그러나 상장폐지유예기간에도 해당사유가 해소되지 못하면 상장심사위원회의 심의를 거쳐 폐지결정을 하며 그 사실을 공시하고 일정기간동안 정리매매를 허용한 후 상장폐지를 한다.

본 연구의 대상기간이 1999년 이전이므로 관리종목지정과 관련된 2000년 6월 23일 유가증권상장규정의 개정전 한국증권거래소의 상장폐지기준(유가증권상장규정 제37조)은 다음과 같다.

(1) 형식적 요건 미달

- 1) 최근사업연도의 사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서를 제출하지 아니한 때
- 2) 감사인의 감사보고서상 감사의견이 최근 3사업연도 계속 부적정 또는 의견 거절인 때

(2) 실질적 요건 미달

- 1) 주된 영업활동의 정지 또는 조업의 전부를 중단하였을 때
- 2) 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지된 사실이 확인된 때
- 3) 최근 3사업연도 계속하여 사업보고서상 자본금 전액이 잠식되었을 때
- 4) 주식분포상황
 - ① 사업보고서상 최근 2사업연도말 현재 계속하여 소액주주의 지주비율이 유동주식수의 100분의 10에 미달할 때
 - ② 신규 또는 재상장후 최초로종료하는 사업연도부터 5사업연도 이내에 사업보고서상의 주식분포상황이 a. 소액주주의 총소유주식수가 유동주식수의 100분의 40 이상, b. 소액주주의수 1000명 이상 및 c. 최대주주 등의 총소유주식수가 발행총

주식수의 100분의 51 이하의 요건을 충족시키지 못하였을 때(신규 또는 재상장신청일 현재의 자본금이 50억원 이상인 법인과 신규 또는 재상장신청일전 최근사업연도말 현재의 자본총계가 100억원 이상인 법인에 한함).

- (3) 법률의 규정에 의하여 회사의 정리절차(화의 포함)개시의 신청이 있거나 사실상 정리를 개시한 사실이 확인된 때.
- (4) 사외이사수 미달 또는 감사위원회를 설치하지 아니한 때
- (5) 법률의 규정에 의한 해산사유에 해당되었을 때
- (6) 고의, 중과실 또는 상습적으로 공시의무를 위반한 때
- (7) 주식양도에 대하여 제한한 경우.
- (8) 기타 공익 또는 투자자보호를 위해 증권거래소가 주권의 상장폐지가 필요하다고 인정할 때

<표 1> 상장폐지와 관련된 개정전과 개정된 일부규정의 비교

구 분	개정전 상장규정		개정 상장규정	
	폐지기준 (관리종목지정기준)	유예기간	관리종목 지정기준	폐지기준
사업보고서 미제출	해당시	2년	해당시	1회추가
감사의견부적정 의견거절	3년계속	2년	해당시	1회추가
영업활동정지	해당시	3년	해당시	1년계속
부도·은행거래 정지	해당시	3년	해당시	1년계속
자본전액잠식	3년계속	3년	전액잠식	2년계속
주식분산기준미달*	소액주주비율 10%미만 2년계속	3년	해당시	1년계속
회사정리절차 (화의)신청/개시	해당시	폐지시	해당시	2년마다심사
사외이사수 미선임등 지배구조 미구축	해당시	2년	해당시	1년계속
불성실공시	고의 상습위반시	-	고의 상습위반시 (2회)	6월내추가
6월간 월평균거래량 1000분의 10미만	신설	-	해당시	1회추가

* 주식분산기준 : 소액주주 200인 미만, 소액주주비율 10% 미만 또는 최대주주 등 소유비율 80% 이상 (공공적법인, 정부가 최대주주인 경우는 제외)

IMF 외환위기 이후 기업구조조정 필요성을 절실히 느낀 정부는 부실기업의 조기발견과 신속한 퇴출을 통한 건전한 자본시장의 발전을 도모하고자 2000년 6월 23일에 상장폐지유예제도를 폐지하였다. 그 대신에 종래의 상장폐지기준을 관리종목지정기준(개정후 유가증권상장규정 제42조)과 상장폐지기준(개정후 유가증권상장규정 제42조의 2)으로 이원화하였다. 종전규정과 개정된 규정과의 차이점을 <표1>에서 나타낸다.

2. 재무적 특성을 이용한 예측방법

기업의 재무적 특성으로 부실기업이나 감사의견 등을 예측하는 기법은 크게 지수법, 단일변량분석법, 그리고 다변량분석법 등으로 구분할 수 있다.

지수법(Index Method)은 기업의 경영성과와 재무상태를 나타내는 여러 가지 재무비율중 몇 개의 재무비율을 분석목적(신용평가, 부실예측 등)에 따라 경험적, 주관적방법으로 추출하여 이를 단일지수 또는 종합점수로 나타내어 기업경영의 양부를 종합적으로 평가하는 방법이다. 이는 Wall에 의해 제안된 방법으로 주로 금융기관의 신용평가 내지 여신심사 기준으로 활용되고 있다. 이와 같은 지수법에 의한 예측방법은 재무비율 선정방식, 재무비율의 평가방법, 가중치의 결정방식, 판별점 결정방식 등에 있어서 주로 주관적 경험이나 판단에 의존해 왔으며 실증적인 검증절차를 거치지 않고 비과학적, 무차별적으로 적용된다는 문제점을 가지고 있다.

단일변량분석(Univariate Analysis)은 부실예측모형에 한 개의 변수만을 포함시켜 분석하는 것이다. 이는 크게 2가지 형태로 나눌 수 있는데 하나는 재무비율의 행태에 관한 개별적인 분석을 통해 그 예측력을 검증하는 방법이다. 부실기업과 건전기업을 적절하게 판별해줄 것이라고 생각되는 재무비율을 선정하여 재무비율들의 평균이 두 기업군사이에 유의적인 차이가 있는지 여부를 검증하는 것이다. 그러나 이와 같은 단순한 차이를 검증하는 것에서 더 발전한 방법으로 프로파일 분석(Profile Analysis)이 있다. 이는 어떤 재무비율이 효과적으로 두 기업군을 분류해주며 부실 이전에 어떤 움직임을 보이는지 분석함으로써 사전에 부실의 신호를 포착하는 방법이다.

다른 하나는 이원분류기법(Dichotomas Classification Technique)으로 표본기업의 각 재무비율의 크기순서로 나열하여 분류시의 오류를 최소로 하는 절사점(cut-off point)을 구하는 방법인데 보다 구체적으로 살펴보면 표본기업전체를 2개의 무작위 집단으로 나눈후 첫째집단에서 절사점을 구하고 이것으로 두 번째 집단을 예측하여 측정오류를 계산하고 다시 이과정을 각집단에 대해 거꾸로 반복한다. 이와 같이 추정과 검증을 계속 반복하여 최적절사점을 계산하고 이 최적절사점에 의해 특정기업의 부실화 여부를 예측하는 방법이다. Beaver(1966), Lev(1974), 그리고 Zmijewski(1983) 등의 연구가 단일변량분석에 속한다.

다변량분석(Multivariate Analysis)에 의한 부실예측은 2개이상의 변수들을 동시에 고려하여 하나의 모형에 결합시킴으로써 종합적인 분석을 행하는 것으로 대표적인 방법으로 다변량판별분석, 로짓분석 등 다수의 방법이 있다.

판별분석(Discriminant Analysis)은 기본적으로 각 집단간의 변동은 최대로 하고 집단내 변동은 최소로 하여 집단간 변동대 집단내 변동의 비율을 극대화시키는 각 변수들의 1차 결합에 의해 판별함수를 도출하고 이 판별함수를 이용해 계산된 판별점수와 판별분류점에 의해 각 집단으로 분류예측하는 방법이다. 최적의 판별식이 계산되기 위해서는 각 집단이 다변량정규분포를 이루고 모집단의 분산공분산행렬이 같아야한다는 가정이 엄격히 지켜져야 한다.

로지트분석(Logit Analysis)은 판별분석과 같이 변수가 범주형 자료일 경우 로지스틱 반응함수(Logistic Response Function)를 토대로 만들어진 로지트함수에 의해 어떤 집단에 속할 확률을 구하고자 하는 기법이다. 종속변수가 계수반응(Quantal Response)을 할때 회귀분석에 도입시키면 예측치가 0과 1사이를 벗어나기 때문에 이러한 문제를 해결하기 위해 적절한 매개변수, 즉 로지스틱반응함수를 이용한 분석이라는 점에서 로지트분석은 회귀분석에서 파생되어 나왔다고 볼 수 있다. 다변량분석의 대표적인 연구로는 Altman(1968)과 Ohlson(1980) 등의 연구가 있다.

Ⅲ. 실증분석

1. 연구가설

한 기업의 재무정보는 그 기업에 대한 가장 공식적이고 경제적인 형태의 정보로서 기업 경영활동에 대한 평가를 내리는데 유용한 정보로 활용된다. 우리나라의 증권분석가들은 일반적으로 기업의 재무재표정보를 근간으로 하는 기본적 분석기법을 이용하여 기업의 내재 가치를 평가하고 이를 바탕으로 투자자문을 하고 있다.

상장기업이 관리종목으로 지정된 경우는 규정 또는 의무사항을 위반하거나 재무상태가 악화된 경우, 그리고 주식거래량 및 분산기준에 미달되는 등 다수의 정상적인 상장기업의 행태와 구별된다. 따라서 관리종목기업의 재무정보는 비관리종목기업의 것과는 다르게 양호하지 못할 것이고 증권거래소의 관리종목의 지정이라는 사건이전에 나타날 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위한 귀무가설은 다음과 같다.

(가설) 관리종목으로 지정된 기업은 동종산업내 그렇지 않은 기업보다 관리종목 지정시점이전에 재무적 특성에 차이가 없다.

2. 표본선정

본 연구는 관리종목으로 지정되는 기업의 재무적인 특성을 조사하는 것이므로 먼저 한국증권거래소에서 매월 발간하는 '주식'이라는 잡지중 매년 1월호를 통하여 1991년부터 1999년까지 관리종목으로 지정된 기업 210개를 수집하였다. 이 중 1) 기업명칭 변경으로 KIS-FAS로 확인할 수 없거나 2) 관리종목으로 2회지정되거나 3) 동종업종에 비교되는 비관리종목기업이 없거나 4) 재무자료를 KIS-FAS로 확인할 수 없는 기업 등의 97개를 제외하고 최종 표본으로 선정된 기업수는 113개이다. 최종 선정된 표본을 연도별로 <표2>에 제시한다.

<표 2> 표본의 연도별 분류

연 도	관리종목지정기업	표본기업
1991	13	1
1992	20	6
1993	8	2
1994	9	4
1995	5	2
1996	9	6
1997	75	48
1998	62	39
1999	9	5
합 계	210	113

관리종목의 재무적인 특성을 비교하기 위한 쌍대표본(paired sampling)으로 동종산업내 유사 자산규모의 비관리종목기업을 113개를 선정하였다. <표3>에서는 이처럼 최종적으로 선정된 표본의 업종별 분류를 나타낸다.

3. 연구방법

본 논문은 관리종목기업과 동종산업이며 자산총액이 유사한 비관리종목기업의 과거 5년 동안(관리종목 지정전) 재무적 특성을 비교하는 것이다. 기업의 재무적 특성을 나타내는 변수로 수익성, 성장성, 유동성, 안정성, 그리고 안정성을 나타내는 계정금액 또는 비율을

사용한다. 먼저 수익성을 나타내는 지표로는 총자본이익률과 매출액이익률을, 성장성을 나타내는 지표로는 자산증가율과 매출액증가율을 선정한다. 또한 단기지급능력을 나타내는 유동성의 지표로 유동비율을, 장기지급능력 등을 나타내는 안정성의 지표로 부채비율, 금융비용부담율 및 이자보상비율을 선정한다. 마지막으로 활동성을 나타내는 총자본회전율과 재고자산회전율로 총 12개 재무변수를 선정한다. 재무변수 선정은 자료이용가능성을 고려하고 선행연구를 참고하여 기업의 재무특성을 잘 반영해주는 것을 기준으로 한다.

<표 3> 표본의 산업별 분류

산업구분	표본
1. 어업	1
2. 음식료품업	11
3. 섬유업	7
4. 의복업	5
5. 나무 및 나무제품업	1
6. 가구 및 기타제조업	3
7. 종이 및 종이제품업	5
8. 화학업	11
9. 고무업	2
10. 비금속광물업	4
11. 1차금속업	8
12. 조립금속업	6
13. 기계 및 장비제조업	3
14. 사무계산 및 회계용 기계제조업	2
15. 의료정밀광학기기 및 시계제조업	1
16. 전기기계제조업	4
17. 영상음향 및 통신장비제조업	9
18. 자동차 및 트레일러제조업	6
19. 기타운송장비업	1
20. 종합건설업	11
21. 도매업	8
22. 소매업	3
23. 해상운수업	1
합계	113

선정된 재무변수에 필요한 재무자료는 한국신용평가(주)의 KIS-FAS의 결산재무제표로부터 수집하고 관리종목으로 지정된 년도를 기준으로 하여 과거 5년간 재무변수를 계산한다. 관리종목 지정 직전년도를 1년전으로 한다.

위 가설을 검증하기 위한 모형으로는 관리종목기업과 비관리종목기업간 재무변수들이 유의적인 차이가 있는지를 검증하기 위하여 두 모집단 평균차이의 유의성을 검증하는 통계기법을 사용한다.

4. 실증분석결과

(1) 관리종목지정 1년전(직전년도) 재무변수 차이 분석결과

<표 4> 관리종목지정 1년전(직전년도) 재무변수의 평균과 그 차이 분석결과

재무변수	관리종목		비관리종목		Z값 ²⁾
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자산	395535	701186	451665	1401250	-0.3774
총자본이익률	-0.0552	0.1100	0.0177	0.0385	-6.5902***
매출액이익률	-0.0833	0.1468	0.0204	0.0443	-7.1295***
자산증가율	0.2241	0.3678	0.2115	0.2315	0.3043
매출액증가율	0.1531	0.3152	0.1733	0.3197	-0.4730
부채비율	0.8134	0.2037	0.6605	0.1730	6.0274***
유동비율	1.1302	0.5543	1.3807	0.7547	-2.8185***
금융비용부담율	0.1031	0.0679	0.0466	0.0293	8.0502***
이자보상비율	0.4528	1.3010	2.3018	3.3696	-5.3933***
총자본회전율	0.6843	0.3004	1.1654	1.7828	-2.8032***
채고자산회전율	5.2450	5.4901	14.3630	42.8171	-2.2254**

1) 자산, 매출액 및 당기순이익의 단위는 백만원임.

2) *** 1%의 수준에서 유의함.

** 5%의 수준에서 유의함.

$$2) Z = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{(S_x^2/m + S_y^2/n)}}, \text{ 여기서}$$

\bar{X} : 관리종목 재무비율 X의 평균

\bar{Y} : 비관리종목 재무비율 X의 평균

S_x : 관리종목 재무비율 X의 표준편차

S_y : 비관리종목 재무비율 X의 표준편차

m : 관리종목 표본수

n : 비관리종목 표본수

<표4>는 관리종목 지정시점으로부터 1년전의 관리종목기업과 비관리종목기업의 각 재무변수의 평균값과 그 차이분석을 보여준다. 자산은 관리종목과 비관리종목의 표본을 유사한 자산규모의 기업에서 선정하였음을 보여주기 위한 것으로 두 기업간 자산에서는 당연히 유의한 차이를 보이지 않는다. 수익성을 나타내는 재무변수(총자본이익률과 매출액이익률)에서는 관리종목기업과 비관리종목기업간 1%의 수준에서 유의한 차이를 보여준다. 유동성과 안정성을 나타내는 관리종목과 비관리종목간 모든 변수에서도 1%의 수준에서 유의한 차이를 보이지만 유동성에서의 검정통계량 Z값(2.8185)보다 안전성의 재무비율들에서의 값(5.3933-8.0502)이 많이 크다. 이는 상장기업의 관리종목지정에 장기지급능력/지급능력이 단기지급능력보다 더 많은 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 활동성을 나타내는 재무변수인 총자본회전율과 재고자산회전율에서는 각각 1%와 5%의 수준에서 각각 유의한 차이를 보여주고 있어 총자본회전율이 재고자산회전율보다 관리종목과 비관리종목을 구분하는데 있어서 재무특성요인의 성격이 더 강하다고 볼 수 있다. 하지만 성장성을 나타내는 재무변수에서는 유의적인 차이가 나타나지 않는다.

따라서 관리종목지정 1년전에는 성장성을 제외한 규모, 수익성, 안전성 및 활동성을 나타내는 모든 재무변수에서 두 기업간 유의적인 차이를 나타낸다.

(2) 관리종목지정 2년전 재무변수 차이 분석결과

<표 5> 관리종목지정 2년전 재무변수의 평균과 그 차이 분석결과

	관리종목		비관리종목		Z값
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자산	324406	468265	402259	1299660	-0.5938
총자본이익률	-0.0087	0.0606	0.0266	0.0435	-4.9797***
매출액이익률	-0.0173	0.1039	0.0237	0.0427	-3.8399***
자산증가율	0.2462	0.3567	0.2092	0.2170	0.9339
매출액증가율	0.2325	0.6714	0.1755	0.2770	0.8267
부채비율	0.7540	0.1496	0.6505	0.1694	4.8265***
유동비율	1.3329	0.6527	1.4785	0.9355	-1.3445
금융비용부담율	0.0781	0.0415	0.0421	0.0277	7.6077***
이자보상비율	1.0581	1.4296	2.5432	3.7482	-3.9002***
총자본회전율	0.7088	0.2732	1.1973	1.5875	-3.1951***
재고자산회전율	5.5287	7.1900	12.5231	28.8631	-2.4774**

1) 자산, 매출액 및 당기순이익의 단위는 백만원임.

2) *** 1%의 수준에서 유의함.

** 5%의 수준에서 유의함.

* 10%의 수준에서 유의함.

관리종목지정 2년전의 관리종목기업과 비관리종목기업간 각 재무변수의 차이를 <표5>에서 보여준다. 관리종목지정 1년전과 마찬가지로 수익성과 안정성을 나타내는 재무변수(총자본이익률과 매출액이익률)에서는 1%의 수준에서 유의한 차이를 보여준다. 하지만 Z값을 보면 1년전과 비교하여 수익성과 안정성을 나타내는 모든 재무변수에서 낮은 값이다. 예를 들어 관리종목지정전 1년전의 차이를 나타내는 <표4>에서 수익성을 나타내는 총자본이익률과 매출액이익률에서의 검정통계량 Z값은 6.5902와 7.1295이지만 관리종목지정2년전의 <표5>에서는 그 값이 4.9797과 3.8399로 다소 떨어진다. 안전성을 나타내는 재무변수에서도 마찬가지이다. 또한 유동성을 나타내는 변수에서는 유의한 차이를 보이고 있지 않아 관리종목지정전 1년전과는 다른 결과를 보여준다. 활동성을 나타내는 재무변수인 총자본회전율과 재고자산회전율에서는 각각 1%와 5%의 유의수준에서 유의한 차이를 보여준다. 이는 관리종목 1년전과 마찬가지로 총자본회전율이 재고자산회전율보다 관리종목지정기업의 예측력이 더 우수하다 볼 수 있다. 성장성을 나타내는 재무변수에서는 관리종목지정전 1년전과 마찬가지로 유의적인 차이가 보이고 있지 않다.

따라서 관리종목지정 2년전에는 성장성과 유동성을 제외하고는 수익성, 안정성 및 활동성을 나타내는 관리종목기업과 비관리종목기업간 모든 재무변수에서 유의한 차이를 보여준다.

(3) 관리종목지정 3년전 재무변수 차이 분석결과

<표 6> 관리종목지정 3년전 재무변수의 평균과 그 차이 분석결과

	관리종목		비관리종목		Z값
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자산	273393	375626	348245	1204227	-0.6252
총자본이익율	-0.0029	0.0487	0.0240	0.0481	-4.1395***
매출액이익률	-0.0068	0.0765	0.0224	0.0562	-3.2426***
자산증가율	0.2282	0.2805	0.2129	0.1798	0.4855
매출액증가율	0.1471	0.2615	0.1526	0.1893	-0.1802
부채비율	0.7525	0.1586	0.6745	0.1623	3.6194***
유동비율	1.3582	0.6909	1.4180	0.6473	-0.6651
금융비용부담율	0.0729	0.0432	0.0431	0.0299	5.9811***
이자보상비율	1.3594	1.6803	2.5020	3.5258	-3.0822***
총자본회전율	0.7503	0.3514	1.1651	1.6240	-2.6302***
재고자산회전율	5.9353	7.8624	10.9728	23.9169	-2.1081**

1) 자산, 매출액 및 당기순이익의 단위는 백만원임.

2) *** 1%의 수준에서 유의함.

** 5%의 수준에서 유의함.

* 10%의 수준에서 유의함.

<표6>은 관리종목지정시점으로부터 3년전의 두 기업군의 재무변수의 평균과 그 차이에 대한 분석결과를 보여준다. 수익성과 안정성을 나타내는 모든 재무변수에서는 1%의 수준에서 유의한 차이를 보여준다. 하지만 관리종목지정 1년전의 두 기업군의 재무변수 차이인 검정통계량 Z값과 비교하면 2년전과 마찬가지로 모든 재무변수에서 낮은 값을 보여준다. 관리종목지정 2년전과 마찬가지로 성장성과 유동성을 나타내는 재무변수에서는 유의적인 차이를 보여주지 않는다. 활동성을 나타내는 재무변수인 총자본회전율과 재고자산회전율에서는 1%와 5%의 수준에서 각각 유의한 차이를 보인다. 역시 관리종목지정 1년전, 2년전과 마찬가지로 상장기업의 관리종목지정여부에 대한 총자본회전율의 예측력이 재고자산회전율보다 우수하다고 해석할 수 있다.

따라서 관리종목지정 3년전에는 성장성과 유동성을 제외한 수익성, 안전성 및 활동성의 모든 재무변수에서 관리종목기업과 비관리종목기업간 유의한 차이를 나타낸다.

(4) 관리종목지정 4년전 재무변수 차이 분석결과

<표 7> 관리종목지정 4년전 재무변수의 평균과 그 차이 분석결과

	관리종목		비관리종목		Z값
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자산	226067	299338	309470	1123407	-0.7558
총자본이익율	0.0002	0.0804	0.0310	0.0369	-3.6630***
매출액이익률	-0.0084	0.1368	0.0284	0.0357	-2.7450***
자산증가율	0.1943	0.2130	0.1776	0.2051	0.5953
매출액증가율	0.1650	0.2932	0.1383	0.1980	0.7947
부채비율	0.7500	0.1533	0.6716	0.1585	3.7428***
유동비율	1.2835	0.6002	1.4157	0.5855	-1.6610*
금융비용부담율	0.0697	0.0480	0.0379	0.0247	6.1950***
이자보상비율	1.4755	1.7244	2.9021	2.6671	-4.7323***
총자본회전율	0.8110	0.3610	1.2425	1.3873	-3.1716***
재고자산회전율	5.8650	8.5772	11.5188	23.2852	-2.4005**

- 1) 자산, 매출액 및 당기순이익의 단위는 백만원임.
- 2) *** 1%의 수준에서 유의함.
 * * 5%의 수준에서 유의함.
 * 10%의 수준에서 유의함.

관리종목지정 4년전의 관리종목기업과 비관리종목기업의 각 재무변수와 그 차이에 대한 분석결과를 <표7>에서 보여준다. 수익성과 안전성을 나타내는 모든 재무변수에서는 이전의 결과와 마찬가지로 1%의 수준에서 두 기업간에 유의한 차이를 보이고 있다. 그 차이에 대한 검정통계량 Z값은 관리종목지정전 2년전, 3년전에서 보여준 것처럼 1년전과 비교하여 낮은 값을 보여준다. 유동성을 나타내는 유동비율에서는 10%의 수준에서 유의한 차이를 보여주고 활동성을 나타내는 총자본회전율과 재고자산회전율에서는 1%와 5%의 수준에서 각각 유의한 차이를 보여준다. 역시 재고자산회전율보다 총자본회전율에서 더 큰 차이를 나타낸다.

따라서 관리종목지정 4년전에는 성장성과 유동성을 제외한 수익성, 안전성 및 활동성의 모든 재무변수에서 관리종목과 비관리종목간 유의한 차이를 나타낸다.

(5) 관리종목지정 5년전 재무변수 차이 분석결과

<표 8> 관리종목지정 5년전 재무변수의 평균과 그 차이 분석결과

	관리종목		비관리종목		Z값
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자산	194006	256347	285051	1131613	-0.8267
총자본이익율	0.0065	0.0391	0.0325	0.0345	-5.2461***
매출액이익률	0.0016	0.0819	0.0289	0.0309	-3.2839***
자산증가율	0.2116	0.2420	0.1820	0.1880	1.0189
매출액증가율	0.1915	0.3418	0.1424	0.1789	1.3415
부채비율	0.7557	0.1252	0.6817	0.1622	3.8064***
유동비율	1.2234	0.5133	1.3515	0.5665	-1.7813*
금융비용부담율	0.0690	0.0439	0.0394	0.0259	6.1120***
이자보상비율	1.6105	1.6576	2.8584	2.8807	-3.9559***
총자본회전율	0.8528	0.4122	1.2589	1.2274	-3.3045***
재고자산회전율	5.9997	9.3928	11.5991	23.3637	-2.3427**

① 자산, 매출액 및 당기순이익의 단위는 백만원임.

② *** 1%의 수준에서 유의함.

** 5%의 수준에서 유의함.

* 10%의 수준에서 유의함.

<표8>은 관리종목 지정시점으로부터 5년전 관리종목기업과 비관리종목기업의 재무변수와 그 차이를 나타낸다. 수익성과 안전성에 대해서는 이전 표에서의 결과와 마찬가지로 두 기업간 모든 재무변수에서 1%의 수준에서 유의한 차이를 보여준다. 또한 그 차이는 관리종목지정 1년전과 비교하여 수익성과 안전성을 나타내는 모든 재무변수에서의 검정통계량 Z값이 낮음을 보여준다. 유동성을 나타내는 재무변수인 유동비율에서는 10%의 수준에서 유의한 차이를 보인다. 활동성을 나타내는 재무변수인 총자본회전율과 재고자산회전율에서는 각각 1%와 5%의 유의수준에서 유의한 차이를 보여준다. 앞에서의 결과와 마찬가지로 재고자산회전율보다 총자본회전율에서 관리종목기업과 비관리종목기업간 차이가 더 유의함을 나타낸다.

따라서 관리종목지정 5년전에는 성장성과 유동성을 제외하고 수익성, 안전성 및 활동성의 모든 재무변수에서 관리종목기업과 비관리종목기업간 유의한 차이를 나타낸다.

IV. 요약 및 결론

기존의 연구에 의하면 부실기업과 정상기업간에, 그리고 적정의견을 받은 기업과 비적정의견을 받은 기업간에 재무적으로 다른 특성을 보여준다. 본 연구에서는 관리종목기업과 비관리종목기업간 재무적 특성의 차이를 조사한다. 즉 관리종목으로 지정된 기업의 과거 5년동안의 재무적 특성이 그렇지 않은 기업과 다른 차이를 보이는지를 검증한다.

이를 위해 1991년부터 1999년까지 관리종목으로 지정된 기업 중 연구목적에 적합한 113개의 관리종목기업을 표본으로 하고 그 표본기업과 동종업종이면서 자산규모가 비슷한 비관리종목기업을 쌍대표본으로 선정하여 관리종목기업과 비관리종목기업의 재무적 특성의 차이를 분석한다. 재무적 특성을 나타내는 변수로는 선행연구와 이용가능성을 고려하여 수익성(총자본이익률과 매출액이익률), 성장성(자산증가율과 매출액증가율), 유동성(유동비율), 안정성(부채비율, 금융비용부담율 및 이자보상비율) 및 활동성(총자본회전율과 재고자산회전율)을 나타내는 재무비율들을 선택하였다.

관리종목지정전 1년전부터 5년전까지 안정성과 수익성을 나타내는 모든 재무변수인 부채비율, 금융비용부담율, 이자보상비율, 총자본이익률, 그리고 매출액이익률에서 1%의 수준에서 두 기업간 유의한 차이를 보여준다. 그 중 관리종목 지정 1년전의 안전성과 수익성을 나타내는 재무변수의 차이를 나타내는 검정통계량 Z값이 2년전부터 5년전까지의 각 재무변수의 Z값과 비교해서 큰 값을 보인다. 이는 기업부실의 5년전까지 재무변수의 예측력은 있지만 1년전에 비해 다소 떨어진다는 비버의 결과와 일치한다. 수익성과 안정성의 재무비율에서 두 기업간 유의한 차이는 관리종목기업이 비관리종목기업에 비교해서 수익창출능

력과 부채상환능력이 떨어지고 금융비용부담이 큰 것을 의미한다.

활동성을 나타내는 총자본회전율과 재고자산산회전율은 관리종목지정전 1년부터 5년까지 1%와 5%의 수준에서 유의한 차이를 보이므로 관리종목기업과 비관리종목기업의 재무적 특성의 차이를 나타내는 재무변수로는 재고자산회전율보다 총자본회전율의 더 우수하다고 볼 수 있다. 이는 관리종목으로 지정된 기업이 그렇지 않은 기업보다 총자산을 효율적으로 이용하지 못하고 있고 자산에 과잉투자 또는 자산판매가 부진하다고 볼 수 있다. 이는 자금압박의 원인이 되어 결국 수익성과 안전성에도 영향을 미치게 되는 것이다.

유동성을 나타내는 재무변수인 유동비율에서 관리종목기업과 비관리종목기업간 차이를 보면 관리종목지정 1년전에는 1%의 수준에서 유의한 차이를 보여주고 2년전과 3년전에는 유의한 차이를 보여주고 있지 않다. 또한 4년전과 5년전에는 유의한 차이를 보이지만 10%의 유의수준이므로 1년전에 비해 두 기업군의 재무변수의 차이가 작다. 따라서 관리종목기업은 비관리종목기업에 비교하여 상대적으로 관리종목지정전 1년전에 단기지급능력이 현저히 떨어진다고 볼 수 있다.

관리종목으로 지정된 기업과 관리종목으로 지정되지 않은 기업간 성장성을 나타내는 자산증가율과 매출액증가율에서는 관리종목 지정전 5년동안 유의한 차이가 없다.

요약하면, 관리종목으로 지정된 기업은 그렇지 않은 비관리종목기업과 비교하여 관리종목 지정전에 수익창출능력, 단기지급능력, 장기지급능력, 그리고 자산사용의 효율성 모두가 떨어지므로 이러한 재무특성요인이 상장기업의 관리종목 지정에 영향을 주고 있다.

참 고 문 헌

〈국내문헌〉

최종윤, “기업특성요인과 감사의견의 결정에 관한 연구”, 경영과학연구(제19호, 1995), pp. 150-168

표영인과 김일, “관리종목지정 시점에 발생하는 산업내 정보전도효과”, 경영학연구(제31권 3호, 2002), pp.751-768

〈국외문헌〉

Altman, Edward I., "Finanacial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", Journal of Finance, Vol. 3, No. 4, Setember, 1968

Beaver William H., "Financial Ratios and Predictors of Failure": Empirical Research in Accounting Selected Studies, Journal of Accounting Research, Supplement 1966

Ohlson, J., "Financial Ratios and Probabilistic Prediction of Bankruptcy", Journal of Accounting Research, Vol. 18, Spring, 1980

Zmijewski, M. E., "Predicting Corporate Bankruptcy: an Empirical Comparison of the Extant Financial Distress Models", Working Paper(State University of New York at Buffalo, 1983)

Wall, A., "Study of Credit Barometer", Federal Reserve Bulletin, Vol. 5, March 1919.

Lev, B., Financial Statement Analysis: A New Approach, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, N. J., Spring 1974, pp. 139-145.

Foster, G., Finanacial Statement Analysis, 2nd Edition (Prentice-Hall 1986)

Financial Characteristics and Designating Firms Subject to Administrative Issues

Ill Kim

Abstract

This study investigates whether the designated firm is affected by the financial characteristics prior to the Korea stock exchange designating subject to administrative issues. That is, analyzes financial differences of the designated firm(AIF) from another firm(NAIF) in the same asset-scale and industry for 5 years prior to designating date.

For this purpose, financial variables related with scale, profitability, growth nature, liquidity, stability, and active nature are chosen.

113 AIFs and 113 NAIFs are selected from listed stock on the Korea stock exchange between 1991 and 1999.

As a result, it is found that there are significant difference in all profitability, stability, active nature related financial variables for 5 years prior to each designation date. The difference is more significant as the designating date approaches.

But, no significant difference is not found in all growth nature related financial variables for 5 years prior to each designation date.

Liquidity related financial variables show significant difference in only the 1st year before designation date.

To be short, the financial factors of profitability, liquidity, stability, and active nature have an effect on the designated firms.

<Key Words> Designated firm, financial factor