

## 회계수정과 집단소송: 일반적인 인식과 새로운 시각의 비교\*

곽 수 근\*\*

박 경 호\*\*\*

황 이 석\*\*\*\*

.....

본 보고서의 목적은 기업의 이익조정 및 회계수정, 이와 관련된 감독기관의 회계감리와 회계관련 집단소송에 관한 학문적 실증연구결과를 균형적인 시각으로 제시하는데 있다. 특히 위의 주제와 관련된 재무 및 회계학 분야의 실증연구결과들을 충실히 소개함으로써, 회계관련 집단소송에 대한 일반적인 인식들에 대하여 논리적이고 균형적인 시각을 제시하고, 궁극적으로는 향후 발생 가능한 회계관련 집단소송에 적절히 대응하기 위한 전략적 사고를 개발하는데 있어 유용한 정보를 제공하고자 한다.

.....

### I. 목적과 연구범위

본 보고서의 목적은 기업의 이익조정 및 회계수정, 이와 관련된 감독기관의 회계감리와 회계관련 집단소송에 관한 학문적 실증연구결과를 균형적인 시각으로 제시하는데 있다. 특히 위의 주제와 관련된 재무 및 회계학 분야의 실증연구결과들을 충실히 소개함으로써, 회계관련 집단소송에 대한 일반적인 인식들에 대하여 논리적이고 균형적인 시각을 제시하고, 궁극적으로는 향후 발생 가능한 회계관련 집단소송에 적절히 대응하기 위한 전략적 사고를 개발하는데 있어 유용한 정보를 제공하고자 한다.

---

\*본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소 연구비 지원에 의하여 수행되었음.

\*\*서울대학교 경영대학 교수

\*\*\*서울대학교 경영대학 박사과정

\*\*\*\*서울대학교 경영대학 부교수

본 보고서에서는 첫째, 회계관련 집단소송의 당사자인 기업과 투자자(또는 소송대리인)의 관점 차이에 대해서 검토한다. 기업정보의 이용자인 투자자의 관점에서 보면 집단소송의 요건을 중요성(materiality), 인과관계(causation), 정보의존성(reliance), 그리고 손해금액(damages)의 산정 등으로 구분해 볼 수가 있다. 이 가운데 특히 중요성의 개념에 초점을 두고자 한다.

둘째, 회계감리지적과 회계관련 집단소송의 관계에 대하여 살펴본다. 감독기관에 의해 회계감리지적을 받은 기업은 집단소송을 피하기 어려울 것이라는 일반적인 인식이 있는 것으로 보인다. 이러한 인식하에서 기업은 과거 회계문제의 처리를 위한 유예기간을 요청하고, 회계감리지적 사항 중 당기순이익이나 자본의 건전성에 직접적인 영향을 미치지 않는 공시관련 감리지적을 폐지 또는 경감해 주도록 요구하고 있는 것으로 판단된다. 그러나 이와 관련된 미국의 실증연구결과에 따르면, 감리지적과 회계관련 집단소송은 반드시 1-1의 대응은 아님을 알 수 있다. 이 관계에 대하여 자세히 검토한다.

셋째, 회계감리지적과 기업의 회계이익조정을 검토한다. 회계감리지적의 사유는 기업회계기준의 위반이며, 집단소송제도도 이러한 회계기준위반과 회계이익조정으로 인한 투자자의 손실을 사후적으로 보상해주기 위해 도입된 제도이므로 기업의 회계이익조정 행태를 살펴볼 필요가 있다. 기업의 이익조정현황을 발견할 수 있는 가장 쉬운 방법이 회계감리 지적사유를 검토하는 것이므로, 회계감리에서 지적된 이익조정행태에 초점을 두어 살펴본다.

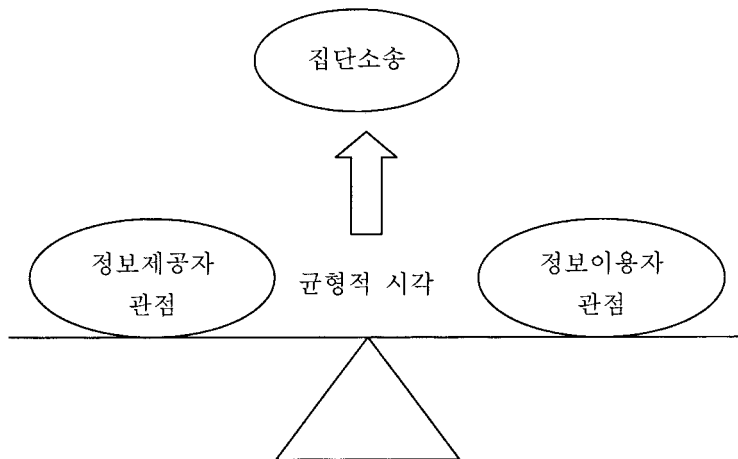
넷째, 회계부정 사실의 공시일 전, 후 기간 동안의 주가 반응에 대해 살펴본다. 기존의 자본시장연구에서는 주가가 공시된 정보를 즉시, 그리고 충분히(효율적으로) 반영한다고 가정하고 있다. 회계관련 집단소송에서의 손해액 추정도 이러한 관점에서 산정되고 있다. 그러나 최근의 연구결과에 의하면, 주가는 회계부정 사실의 공시일 뿐만 아니라, 공시 이전과 이후의 기간에도 지속적으로 상당한 금액이 하락한다. 이와 같은 실증결과가 갖는 의미를 살펴 본다.

또한, 본 보고서는 추가적으로 전략적 공시, 회계부정과 최고경영자의 주식 거래 행태, 그리고 한국 상장기업의 평균적인 회계투명성에 대한 실증연구결과들을 살펴봄으로써, 회계관련 집단소송에 대한 일반적인 인식과는 대비되는 객관적이고 균형 잡힌 시각을 제시하고자 한다.

## II. 회계정보 생산자 및 제공자의 관점과 회계정보 이용자의 관점

증권관련집단소송법(이하 집단소송법)은 제1조에서 “유가증권의 거래과정에서 발생한 집단적인 피해를 효율적으로 구제하고 이를 통하여 기업의 경영투명성을 높이는 것”을 목적으로 규정하고 있다. 또한 동법 제3조 제1항 제2호에서 “증권거래법 제186조의5의 규정에 의하여 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서에 준용되는 동법 제14조의 규정에 의한 손해배상청구”를 적용범위에 포함시킴으로써 사업보고서 등을 허위 작성하여 이를 금융감독원에 비치하게 하고 이를 열람한 공중이 이에 의거하여 주식을 취득한 후 주가하락으로 손해를 본 경우에는 집단소송법상 손해배상책임을 기업이 부담하도록 하였다. 집단소송법의 목적에 대해서는 이견의 여지가 없으나, 집단소송의 범위에 대해서는 회계정보의 제공자와 이용자간에 견해의 차이가 있다고 판단되어 이에 대해 검토한다.

집단소송을 바라보는 시각은 [그림 1]과 같이 (1) 회계정보 생산자 및 제공자의 관점과 (2) 회계정보 이용자의 관점으로 나누어 생각해 볼 수 있다.



[그림 1]

## 1. 회계정보 생산자 및 제공자의 관점

회계관련 집단소송의 대상이 되는 회계문제에 대한 일반적인 인식은 '투자자를 호도하거나 사기하려는 목적이나 의도를 가진 경우'에만 소송의 대상이 된다는 것이다. 즉, 회계정보 생산자와 제공자의 위법 또는 사기행위에 목적성이 있어야만 소송의 대상이 된다는 인식이다. 이러한 관점에서는 당기순이익이나 자기자본에 영향을 미치지 않는 회계사항들(예를 들면, 계정과목의 상계처리나 주식공시 미비 등과 같은 회계기준 위반 사항들)은 경영성이나 재무건전성에 직접적인 영향을 미치지 않기 때문에 사기의 목적성이 있다고 보기 어렵고, 따라서 회계관련 집단소송의 대상이 아니며, 회계감리의 대상에서도 제외되어야 한다는 의견을 제시하고 있다.

그러나, 이같은 주장은 집단소송제도의 본질을 균형적으로 바라보고 있지 못한 견해라고 판단된다. 집단소송을 정보의 생산, 제공자인 기업의 관점에서만 바라보고 있기 때문이다. 보다 균형잡힌 시각을 갖추기 위해서는 회계정보 이용자의 관점에서 회계관련 집단소송을 볼 수 있어야 한다는 판단에서 '회계정보 이용자의 관점'에서의 회계관련 집단소송을 첫번째 주제로 살펴본다.

## 2. 회계정보 이용자의 관점

기업정보 수집 측면에서의 약자인 회계정보 이용자의 관점에서 볼 때 집단소송의 구성요소는 ① 중요성(materiality), ② 인과관계(causation), ③ 의존성(reliance), 및 ④ 손해발생액(damages) 추정 등의 네 가지가 있다고 할 수 있다.

첫째, 중요성(materiality)에 대한 판단은 건전한 상식을 보유한 '합리적인 주주(a reasonable shareholder)'의 시각에서 결정되어야 한다. 따라서 중요한 회계정보란 합리적인 주주의 시각에서 기업의 본질가치 평가에 중요하다고 판단되는 정보이며, 회계정보를 생산하고 제공하는 기업의 의도나 목적이 중요성을 판단하는 기준이 될 수는 없는 것이다. 미국의 집단소송에서도 1976년 대법원 판결에서 볼 수 있듯이, 중요성 개념은 당기순이익이나 자기자본에 미치는 영향 등과 같은 정량적 기준으로 판단하는 것이 아니라, 정성적 기준 즉, 합리적 판단력을 보유한 주주의 시각으로 판단하

고 있다. 최근 미국 회계기준위원회도 회계정보의 중요성을 판단함에 있어서 정량적인 기준을 제시하는 대신 정성적인 요인들을 복합적으로 고려할 것을 제안하고 있다. 따라서, 손익이나 재무건전성에 직접적인 영향을 주지 않는 회계 사항들이라고 할지라도 합리적인 주주들이 기업의 경영성과와 본질가치를 평가하는데 중요한 정보라고 판단하면 그 회계정보는 중요하다고 이해해야 한다. 기존의 연구결과에 의하면, 주가 수익률 변동을 설명하는데 있어 당기순이익과 자기자본은 5~10% 정도의 설명력 밖에는 갖지 못한다. 즉, 주가의 90% 이상이 정성적인 정보(예를 들면, 기업지배구조의 건전성, 경영자의 주주 중시 경영철학 등과 같은)에 의해 결정된다는 의미이므로, 비록 당기순이익이나 자본에 영향을 미치지 않는다고 할지라도 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이다.

둘째, 인과성(causation) 개념은 주가의 변동원인이 기업이 생산, 제공한 회계정보 때문이어야만 한다는 것이다. 인과성은 사건연구(event study)를 통해서 어떤 특정 회계정보가 자본시장에 공시되는 시점의 주가반응 정도를 근거로 판단하는 것이 일반적인 견해이다. 현실적으로는 기업의 부정적인 정보의 공시가 주가 하락의 원인이 된 경우에 집단소송이 발생하나, 이론적으로는 주가가 하락하지 않아도 소송의 대상이 될 수 있다. 즉, 다른 기업들의 주가는 상승했음에도 불구하고 당해 기업의 주가만은 오르지 않았을 경우, 그러한 현상이 해당 기업이 긍정적인 정보를 적시에 공시하지 않았기 때문에 발생하였다면 소송의 원인이 될 수도 있다. 그러나 주가가 오르지 않았다고 해서 소송을 당하는 경우는 현실적으로 발생하지 않을 것으로 판단되므로, 실질적인 고려의 대상은 아니다.

셋째, 의존성(reliance)은 측정하기가 어려운 요소이다. 그 이유는, 허위공시나 불공정공시된 회계정보에 직접적이고 구체적으로 의존함으로써 주식을 구입한 사실을 원고가 입증하여야 하나, 기업정보 수집 측면에서의 약자인 주주로서는 이를 입증하는 것이 실질적으로 매우 어렵기 때문이다. 이러한 어려움 때문에 사용되는 것이 “fraud on the market theory”이다. 이 이론에 따르면, 주주는 주가가 자본시장에 존재하는 모든 정보를 합리적으로 반영하여 결정된다는 시장의 완전성(market integrity)을 믿고, 그 믿음에 근거하여 주식을 매입하였다면 그 사실 이외에 다른 의존관계를 입증할 필요가 없다. 이는 주주의 정보의존성에 대한 입증책임을 완화시킴으로써 회계관련 집단소송에 있어서 주주의 권익을 중시하는 중요한 개념이다. 이 개념이 한국에서도 중

요할 것으로 판단되는데, 이유는 집단소송법 제3조에서 규정하는 회계관련 집단소송의 경우, 허위 및 부실공시의 의존성에 대한 입증책임을 주주(또는 소송대리인)가 부담하는 경우가 많을 것이기 때문이다. 기업정보 수집 측면에서의 약자인 주주의 입장에서 이와 같은 “fraud on the market” 개념에 의존하지 않고서는 소송제기가 매우 어려울 것이므로 이 개념을 도입할 것은 당연하다고 판단된다. 따라서 합리적 판단력을 보유한 일반 주주가 금융감독원의 인터넷공시 등을 이용하여 특정 기업의 당기순이익이나 자본에 관한 정보에 직접적으로 의존하지 않았다고 하여, 회사는 그로 인한 주주의 손실에 대하여 책임을 질 이유가 없다고 주장하는 것은 매우 위험한 견해일 수 있다. 이미 “fraud on the market theory”는 재무 및 회계학 분야의 학문적 발달과 더불어 이미 미국에서 강력한 주주 보호장치로 자리잡았기 때문이다.

넷째, 손실(damages)의 발생 및 추정의 문제이다. 이는 실제 주식의 거래로 인한 손실이 발생하여야 하고, 그 금액이 중요해야 한다는 것이다. 이론상 손해액의 추정은 과대평가된 주식의 구매가격과 주식의 본질가치(fundamental value)의 차이로 계산되나, 실무적으로 어느 시점의 주가가 기업의 본질가치를 반영하는지를 파악하는 데는 고도의 판단력이 필요하다. 이에 대해서는 다시 살펴보겠지만, 우선 회계부정 공시시점의 주가가 기업의 본질가치를 반영한다는 견해는 손해액 추정시 많은 측정오차를 초래할 수 있다. 한편, 판결시점의 주가를 사용하여 본질가치를 추정하는 방법에 대해서는, 이 방법이 적절한지에 대한 심도 있는 연구가 선행되어야 할 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 회계기준 위반이 당기순이익이나 자기자본에 직접적인 영향을 미치지 않는 경우이면 사기 또는 위법의 목적성이 없으므로 회계관련 집단소송이나 감독기관의 감리지적 대상에서 제외되어야 한다는 견해는 회계정보의 생산, 제공자의 관점에만 초점을 맞춘 시각이다. 보다 균형잡힌 시각을 갖추기 위해서는 회계정보 이용자의 관점에서 회계정보의 중요성을 판단하여야 하며, 그러한 관점을 가질 수 있어야만 회계관련 집단소송에 대해서 보다 효과적인 전략적 대응을 할 수 있다고 판단된다. 즉, 회계정보의 중요성 판단은 건전한 판단력을 가진, 합리적이고 일반적인 주주 입장에서 기업의 본질가치의 평가에 중요한 정보라고 판단되면 중요하다고 인식하는 자세가 바람직하다. 왜냐하면, 회계관련 집단소송제가 도입된 이상, 주주 및 소송대리인의 소송제기 논리를 명확히 이해하고 적절한 대응책을 마련하는 것이 필요하며, 그렇지 않을 경우, 소송에 대한 대응전략의 부족이나 대응시기를

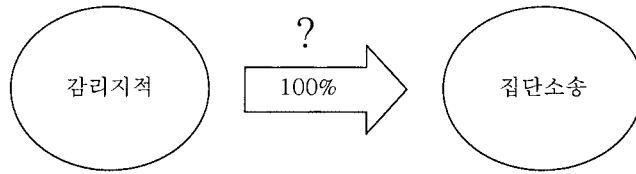
농침으로 인해 오히려 더 큰 손실을 입을 수 있기 때문이다. 집단소송제도가 활발히 시행되고 있는 미국에서는 집단소송에 대응하기 위한 전략으로 소송 제기 이전에 사전적으로 대처하는 방안을 찾기 위해 노력하고 있다. 한국도 회계문제의 위법성 여부나 목적성, 그리고 중요성에 관한 논의를 함에 있어서 주주 권리보호 중심의 시각을 바탕으로 공시전략 및 그 밖의 회계문제에 대한 대응 전략들을 개발하는 것이 바람직하다고 판단된다.

### 3. 대체정보의 유용성 (information mix defense)

회계관련 집단소송에서 또 한가지 중요한 개념이 대체정보를 이용한 방어전략, 즉 information mix defense 개념이다. 이는 기업의 낙관적 정보제공행위가 반드시 소송에서의 패소를 결정짓는 것은 아니라는 의미로, 애플 컴퓨터사의 사례에서 볼 수 있듯이 회계관련 집단소송에서 기업측에게 방어논리를 제공하는 개념이다. 즉, 다른 정보 제공 경로를 통하여 기업의 낙관적 정보의 효과를 상쇄시킬 정도의 정보가 이미 자본시장에 충분히 알려져 있었다면 합리적 주주는 그러한 대체적 정보원천으로부터 충분히 그 정보를 파악할 수 있었을 것이라고 간주하여 기업의 책임을 경감시켜주는 논리이다. “fraud on the market theory”가 자본시장의 완전성이라는 가정에 근거하여 회계정보 이용자인 주주를 보호하는 논리를 제공한다면, “information mix defense”는 자본시장의 완전성이라는 가정에 근거하여 회계정보 제공자인 기업의 책임을 경감시켜주는 논리를 제공한다는 점에서 흥미로운 개념이다. 따라서, 기업의 입장에서는 평소에 재무분석가의 예측 등과 같은 대체적 정보 원천들을 파악하는 노력이 있어야 할 것이다.

## III. 감리지적과 회계관련 집단소송

집단소송제도가 도입되면서 기존의 회계감리제도와 집단소송간에 어떤 상관관계가 있을지에 대하여 많은 논의가 진행되고 있다. 일반적인 인식은 [그림 2]와 같이 회계감리지적이 집단소송을 유발하는데 있어 결정적인 역할을 할 것이라는 견해이다. 기



〔그림 2〕

업도 감독기관의 회계감리 지적 공시가 투자자나 소송대리인에게 회계관련 집단소송을 제기할 수 있는 가장 강력한 근거를 제공할 것이라는 점에 대해 가장 큰 우려를 표시하고 있다. 이에 대해 최근 미국의 실증연구 결과들을 제시함으로써 이와 같은 일반적인 인식의 타당성에 대해 검토해 보기로 한다.

## 1. 미국의 실증 연구 결과

현재 회계관련 집단소송제도가 활발히 진행되고 있는 국가는 미국이 유일하므로 미국에서 이루어진 실증 연구결과를 정리하여 시사점을 도출하고자 한다. 국가간의 정치 및 경제환경의 차이로 인해 미국의 실증연구결과를 한국 상장기업에 그대로 적용하는 것은 적절하지 않을 수도 있다. 그러나 선행 실증연구를 검토함으로써 위와 같은 회계관련 집단소송에 대한 일반적인 인식의 타당성에 대하여 중요한 시사점을 얻을 수 있다고 판단되므로 간략히 정리해 보고자 한다.

### 1) Bonner, Palmrose and Young(1998, Accounting Review)의 연구 결과<sup>1)</sup>

〈표 1〉은 미국 증권관리위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)로부터 감리지적을 받은 261개사 중 소송을 당한 기업은 151개 기업으로, 비율로 보면 감리지적 기업 중 58%가 제소당했다는 사실을 보여준다. 이는 감리지적을 받기만 하면 필연적으로 회계관련 집단소송을 당할 것이라는 일반적인 우려와는 다른 결과이다.

1) *Accounting Review*는 미국 회계학회 공식논문집으로 세계 3대 회계학논문집 중 하나이다. 나머지 둘은 미국 로체스터 대학 경영대학원에서 발행하는 *Journal of Accounting and Economics*와 미국 시카고대학 경영대학원에서 발행하는 *Journal of Accounting Research*이다. 아래의 서술에서 이들 논문집에 수록된 논문들이 소개된다. Bonner et al.(1998)의 연구는 미국 회계감리의 특성들을 잘 정리한 논문으로, 이 분야의 후속 연구에 많은 영향을 미치고 있다.



〈표 1〉

	Total Sample (n = 261)	No Litigation (n = 110)	Auditor Litigation (n = 98)	Other Litigation (n = 53)
<i>Panel A: Selected Characteristics</i>				58%
<u>Total Assests (in millions)</u>				
Mean	\$2,817	<u>\$1,419</u>	< <u>\$1,977</u>	< <u>\$7,273</u>
Standard Deviation	12,500	9,124	6,326	22,520
Median	34	9	81	165
<u>Years of Fraud</u>				
Mean	2.06	<u>1.93</u>	< <u>2.39</u>	1.74
Standard Deviation	1.68	1.98	1.43	1.33
Median	1.75	1.50	2.00	1.25
<u>Severity of SEC Action (1-4)</u>				
Mean	2.54	2.47	2.79	2.25
Standard Deviation	0.86	0.88	0.71	0.98
Median	3.00	3.00	3.00	3.00
Public Companies	96%	95%	97%	98%
NYSE	21%	9%	25%	40%
<u>Bankrupt</u>	26%	<u>6%</u>	< <u>54%</u>	17%
<u>Technology</u>	9%	<u>4%</u>	< <u>14%</u>	11%
Financial Services	25%	23%	24%	34%
IPOs	35%	27%	46%	30%
<u>Big 6 Auditor</u>	60%	<u>38%</u>	< <u>75%</u>	77%
SEC Enforcement Action	39%	53%	34%	19%
Against Auditors				
Interim Statements Only	17%	15%	9%	34%

58%가 낮은 비율은 아니지만, 회계감리지적을 받은 기업은 집단소송을 피할 수 없을 것이라는 일반적인 인식은 지나친 우려일 수 있다는 점을 시사하고 있다고 판단된다.

또한 회계관련 집단소송을 당한 기업들은 여러 가지 특징들을 공유하고 있음을 알 수 있다. 기업의 자산규모가 큰 기업, 감리지적을 당하기 전까지의 회계부정기간이 긴 기업, 부도 기업, 신기술산업에 속하는 기업, 그리고 대형 회계감사인의 감사를 받은 기업일수록 집단소송을 당할 확률이 높다는 연구결과는 시사하는 바가 크다.

이러한 기업 특성들을 분석할 때 주의할 점은 각 특성들을 개별적으로 분석하여 판

〈표 2〉

	Total	No Litigation	Auditor Litigation	Other Litigation
<u>Stock Returns</u>				
Mean	-24%	2%	-40%	-29%
Standard Deviation	57	71	42	50
Median	-37	-13	-50	-27
<u>Amount of Misstated Income (millions)</u>				
Mean	\$12	\$7	\$12	\$22
Standard Deviation	34	32	25	54
Median	2	1	2	1
<u>Percent of Misstated Income</u>				
Mean	192%	288%	> 175%	67%
Standard Deviation	454	590	422	85
Median	79	80	82	52

단하기 보다는 발견된 특성들을 종합적으로 고려하여 판단하는 것이 중요하다는 것이다.<sup>2)</sup>

하지만 〈표 2〉에서 소송을 당한 기업들의 주가하락률이 소송을 당하지 않은 기업들의 주가하락률보다 월등히 크다는 연구결과에서 알 수 있듯이, 회계관련 집단소송의 가장 중요한 결정요인은 역시 급격한 주가하락이다. 즉, 감리지적 사실 그 자체보다 감리지적의 공시로 인해 밝혀진 부정적인 기업정보들이 자본시장에 충격으로 받아들여질 때 주가하락폭이 커지고, 이와 같은 급격한 주가하락은 집단소송의 요건 중의 하나인 인과관계 입증에 매우 유용하기 때문에 높은 소송 빈도를 보이는 것으로 해석할 수 있다.

이 표에서 또 한 가지 흥미로운 사실은 회계감리로 인한 회계수정 금액의 크기는 소송의 제기 여부와는 그다지 관계가 없다는 실증결과이다. 앞서 살펴보았듯이 당기 순이익이나 자본규모에 직접적인 영향을 미치는 회계기준 위반 사유만이 집단소송의 대상이 되어야 하고 그렇지 않은 사유들은 집단소송의 대상이나 감리지적 대상에서 제외되어야 한다는 일반적인 인식이 있다. 그러나 〈표 2〉의 결과에 따르면, 실제 집

2) 통계학적으로는 다중회귀분석을 사용하여 주요 기업특성들을 동시에 종합적으로 고려하여야만, 편의 없는 결과를 도출할 수 있다.

단소송은 회계기준 위반 금액의 다소와는 무관하게 발생한다. 이 연구에서는 오히려 반대의 결과가 제시되어 있다. 따라서 기업의 입장에서는 회계이익 수정금액의 다소에 관한 논의보다 주가의 변동폭을 줄이는 데에 더 많은 노력을 기울여야 할 것으로 판단된다. 특히 한국과 같이 자본시장의 규모가 작고 자본시장이 개방되어 있는 경우에는 주가의 변동성이 매우 높기 때문에 사전공시나 예측공시 등을 이용하여 주가변동성을 낮추려는 시도가 더욱 필요할 것이다. 따라서 주가변동폭을 낮추려는 최고경영층의 전략적 이해 없이 단기적인 주가부양을 위한 이익조작행위를 하거나, 부정적인 기업정보를 적시에 공시하지 않음으로써 향후에 주가가 급락하는 경우에는 더 큰 경제적 손실이 있을 것이라는 점을 인식할 필요가 있다.

## 2) Palmrose and Scholz(2004, Contemporary Accounting Research)의 연구<sup>3)</sup>

이 연구는 이미 발표된 재무제표를 수정하는 경우, 회계수정의 원인과 그 결과에 대하여 흥미로운 결과를 보고하고 있다. <표 3>은 재무제표를 수정, 공시하는 미국 기업들 중 약 40% 정도가 회계관련 집단소송을 당하였고 나머지 60%의 기업들은 소송을 당하지 않은 사실을 보여준다. 그 중 회계감사인도 소송을 당한 경우는 13%였다. 또한 회계수정을 행한 기업들 가운데 약 13% 정도만이 SEC의 감리지적 대상이 되었음을 보여주고 있어, 감리지적 이외의 사유(회계감사인이나 감사위원회의 지적 등)로 인한 회계수정이 빈번히 행해지고 있음을 알 수 있다. 중요한 손익항목들이 회계수정의 대상이(62%) 된다는 결과는 일반적인 인식과 일치한다.

회계관련 집단소송과 관련하여서는, 중요한 손익항목에 대한 수정이 있는 경우와 사기의 의도가 있었던 경우, 그리고 SEC로부터 중징계를 받은 경우의 기업들이 상대적으로 높은 집단소송의 위협에 노출되어 있음을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 앞서 지적한 바와 같이 회계수정이 발생하였다고 하여 반드시 집단소송을 당하는 것은 아님을 다시 한번 확인할 수 있다.

<표 4>에서는 회계수정으로 인해 당기순이익이 감소한 경우, 심지어 수정 전에는 당기순이익이 보고 되었으나 수정결과 당기순손실로 밝혀진 경우에 집단소송을 당할

3) *Contemporary Accounting Research*는 캐나다 회계학회의 공식논문집으로 영향력이 높은 학술지이다.

## 〈丑 3〉

		Total sample (n = 492)	With core accounts (n = 305)	Without core accounts (n = 187)	<b>With litigation (n = 185)</b>	<b>Without litigation (n = 307)</b>
Dependent variables						
<i>Litigation</i>	frequency	185	154	31		
	percent	<u>38%</u>	50%	17%		
<i>Auditor litigation</i>	frequency	65	62	3		
	percent	<u>13%</u>	20%	2%		
Test variables						
<i>Core accounts</i>	frequency	305			154	151
	percent	<u>62%</u>			<u>83%</u>	> 49%
<i>Number of line items</i>	mean	1.70	2.00	1.20	2.10	1.40
	s.d.	1.20	1.40	0.50	1.60	0.80
	median	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Control variables:						
Restatement characteristics						
<i>Interim-only periods restated</i>	frequency	245	135	110	71	174
	percent	50%	44%	59%	38%	57%
<i>Fraud</i>	frequency	94	87	7	73	21
	percent	19%	29%	4%	<u>39%</u>	> 7%
<i>SEC AAER issued</i>	frequency	63	57	6	54	9
	percent	<u>13%</u>	19%	3%	<u>29%</u>	> 3%

## 〈丑 4〉

		Total sample (n = 492)	With core accounts (n = 305)	Without core accounts (n = 187)	<b>With litigation (n = 185)</b>	<b>Without litigation (n = 307)</b>
Materiality measures						
<i>Reported income decreased</i>	frequency	334	276	58	154	180
	percent	68%	90%	31%	<u>83%</u>	> 59%
<i>Change from income to loss</i>	frequency	60	53	7	34	26
	percent	12%	17%	4%	<u>18%</u>	> 8%
Percent change in net income (n = 479, 294, 185, 178, 301)	mean	-137%	-246%	35%	-171%	-117%
	s.d.	10.10	12.00	5.60	8.50	10.90
	median	-19%	-36%	7%	-35%	-10%
<i>No. of years restated</i>	mean	1.31	1.47	1.06	<u>1.65</u>	> 1.12

〈표 5〉

		Total sample (n = 492)	With core accounts (n = 305)	Without core accounts (n = 187)	With litigation (n = 185)	Without litigation (n = 307)
Control variables: Share price changes						
<i>Surrounding disclosure</i>						
(day -1 to day +1)	mean	-11%	-16%	-4%	<u>-22%</u>	-4%
(n = 437, 268, 169, 172, 265)	s.d.	0.20	0.22	0.12	0.23	0.12
	median	-6%	-11%	-2%	-17%	-2%
<i>Six months preceding disclosure</i>						
	mean	-2%	-15%	19%	<u>-20%</u>	10%
(n = 446, 277, 169, 177, 269)	s.d.	0.90	0.43	1.33	0.41	1.09
	median	-17%	-22%	-4%	-27%	-7%
<i>Six months following disclosure</i>						
	mean	-3%	-10%	8%	<u>-12%</u>	3%
(n = 435, 266, 169, 170, 265)	s.d.	0.52	0.53	0.49	0.50	0.52
	median	-8%	-15%	2%	-18%	-4%

가능성이 더 높음을 확인할 수 있다.<sup>4)</sup> 그리고 회계수정 공시 이전까지 회계기준 위반 기간이 긴 경우에도 소송가능성은 높은 것으로 나타났다.

〈표 5〉는 소송에 미치는 주가의 영향을 보여주는데, 회계수정의 내용이 자본시장에 공시된 시점의 주가하락폭이 클수록 소송을 당할 확률이 높다는 결과를 확인할 수 있다. 특히 흥미로운 결과는 집단소송을 당한 기업들은 회계수정 사항이 공시되기 6개월 전부터 이미 주가가 상당히 (-20%) 떨어져 있고, 공시 후 6개월 동안에도 계속하여 주가가 (-12%) 떨어진다는 사실이다. 즉, 회계수정 공시시점의 주가하락폭 (-22%)보다 공시시점을 전후한 기간에 더 큰(20% + 12% = 32%)폭으로 주가가 하락하는 현상이 보인다. 이러한 결과로부터 얻을 수 있는 시사점은 기업이 집단소송의 발생을 사전에 방지하거나 집단소송에 따른 손해배상액을 줄이기 위한 전략으로 주가의 변동폭을 줄이는 것이 중요하다는 점이다. 이를 위해서는 부정적인 기업정보는 가능하면 빨리 자본시장에 공시하는 것이 중요하다. 회계정보의 공시 전략에 관해서는 추후에 다시 검토한다.

4) 참고로 2000~2003년 기간 동안, 한국의 감리지적 기업들의 경우에도 수정 전 보고된 당기순이익이 수정 후 순손실로 전환되는 비율이 약 34%에 달하고 있다.

### 3) Palmrose, Richardson and Scholz(2004, Journal of Accounting and Economics)의 연구

〈표 6〉의 결과는 앞서 살펴본 연구들의 결과와 크게 다르지 않다. 사기성이 있는 경우와 중요 손익항목에 대한 회계수정이 발생한 경우, 이익수정 금액이 큰 경우에 주가의 하락폭이 더 크다. 한 가지 새로운 점은 회계수정이 회계감사인이나 기업의 감사 또는 감사위원회에 의해 이루어진 경우의 주가하락폭이 SEC의 감리에 의해 적발된 경우의 주가하락폭보다 크다는 사실이다. 일반적인 예상과는 반대로, 회계감사인이나 기업의 감사위원회가 회계수정을 주도한 경우에 주가가 더 많이 하락한 이유는 아마도 회계수정의 사안이 매우 심각했기 때문에 SEC가 관여하기 이전에 회계감사인 또는 감사위원회가 미리 발견할 수가 있었고, 자발적으로 회계수정까지 했기 때문일 것이다.

SEC의 감리지적에 의한 주가 하락폭보다 기업이나 회계법인이 회계수정을 실행한 경우의 주가하락폭이 오히려 더 크게 나타난 사실은 모든 회계수정이 감독기관의 회계감리에 의해 밝혀졌을 때에만 이루어지고 이에 따라서 회계관련 집단소송으로 연결될 수 있다는 일반적인 인식에 오류가 있을 수 있음을 시사한다. 즉, 자본시장이 기업이나 회계감사인의 회계수정에 대해 보다 민감하게 반응하는 이유는 회계수정 내용의 중요성에 대한 판단과 연관되어 있기 때문이며 회계수정의 주체가 누구인지는 부수적인 문제라는 점이다.

한국 기업은 스스로 회계수정을 행하고 공시하는 경우보다는 감독기관의 감리지적에 의해 회계수정 및 재공시를 하는 경우가 대부분이기 때문에 위의 실증결과는 한국 기업에도 시사하는 바가 있다. 즉, 회계관련 집단소송과 관련하여 회계감리의 타당성에 관한 활발한 논의뿐만 아니라, 기업회계기준의 위반이 있는 경우 회계감사인 또는 기업의 감사위원회가 자발적으로 회계수정을 행하려는 의지에 대한 논의도 이루어져야 하며, 기업지배구조개선 측면에서도 이러한 자발적 회계수정이 기업회계투명성의 제고에 기여할 수 있는 환경을 조성하는 것이 중요하다고 판단된다.

〈표 6〉의 결과도 〈표 5〉의 결과와 같이 회계수정에 의한 당기순이익 금액의 감소가 자본시장에 공시되더라도 급격한 주가하락이 동반되지 않는다면 집단소송의 발생가능성 낮을 것이라는 주장에 대한 근거를 제공한다.

〈표 6〉

	Number	Percent or mean	CAR days (0, 1)
<i>Information about management</i>	403		-9.2%
<u>Fraud</u>	83	21%	-20%
No fraud	320	79%	-6%
( <i>t</i> -statistic)			(-5.10)*
( <i>z</i> -statistic)			(-4.96)*
Restatement attributed to:			
<u>Auditor</u>	72	18%	-18%
SEC	96	24%	-4%
Company	107	27%	-13%
Unattributed	128	32%	-5%
( <i>F</i> -statistic)			(14.23)*
( $\chi^2$ )			(34.03)*
<i>Materiality variables</i>			
<u>Core earnings</u>	243	60%	-13%
Non-core earnings	160	40%	-4%
( <i>t</i> -statistic)			(-5.22)*
( <i>z</i> -statistic)			(-4.12)*
Pervasiveness			
1	290	72%	-7%
2	68	17%	-13%
3	27	7%	-23%
4	15	4%	-16%
5	0	0%	n/a
6	3	1%	-17%
7	0	0%	n/a
( <i>F</i> -statistic)			(7.12)*
( $\chi^2$ )			(18.76)*
<u>Change in net income/assets</u>			
Overall mean		-2.4%	
Quintile means	80	-20.5%	-17%
	81	-3.2%	-15%
	81	-0.8%	-8%
	81	0.2%	-2%
	80	12.5%	-4%
( <i>F</i> -statistic)			(12.63)*

4) Francis, Philbrick, and Schipper(1994, Journal of Accounting Research)의 연구

앞서 <표 5>의 연구결과를 살펴보면서 집단소송의 가장 큰 결정요인은 급격한 주가의 하락이므로 회계관련 집단소송을 방지하거나 손해배상금액을 줄이기 위한 전략으로써 부정적인 정보의 적시 공시가 중요하다고 하였다. 이에 대한 구체적 실증결과를 소개한다.

<표 7>

<b>Panel A: At-Risk Sample</b>			
	\$ Change (in 000s) on Announcement Day	\$ Change (in 000s) 1 Year Prior to Decline Quarter to Day before Announcement	Col. 2 as % of Market Value 1 Year Prior to Decline Quarter
Mean	-7,870.05	-42,770.20	<b>-6.35</b>
Minimum	-189,581.00	-747,654.00	-85.50
1st quartile	-5,024.68	-35,556.10	-48.82
Median	-1,680.63	-4,652.06	-25.08
3rd quartile	-470.50	248.74	3.30
Maximum	532.00	261,303.80	265.72
# > 0	2	15	15
# = 0	5	0	0
# < 0	46	38	38
<b>Panel B: Shareholder Lawsuit Sample</b>			
	\$ Change (in 000s) on Announcement Day	\$ Change (in 000s) 1 Year Prior to Decline Quarter to Day before Announcement	Col. 2 as % of Market Value 1 Year Prior to Decline Quarter
Mean	-140,681.00	2,005.02	<b>3.17</b>
Minimum	-1,163,219.00	-1,341,850.00	-61.53
1st quartile	-123,789.00	-99,861.70	-30.57
Median	-44,856.70	2,876.26	1.22
3rd quartile	-13,743.80	147,787.60	30.91
Maximum	14,600.21	1,187,436.00	105.65
# > 0	1	23	23
# = 0	0	0	0
# < 0	43	21	21



〈표 7〉의 결과를 보면, 소송대상기업들의 수정이익 공시 전 1년 동안의 평균 주가 변동이, 소송을 당하지 않은 기업들의 주가변동과는 다를 수 있다. 즉, 소송대상 기업들의 주가는 3% 정도 상승하였던 반면, 소송을 당하지 않은 기업들의 주가는 공시일 이전에 이미 6% 정도 하락하였다. 이 결과는 기업이 부정적인 기업정보를 자본시장에 공표하였을 때 합리적인 주주들이 그 정보를 어떻게 받아들이는가가 회계관련 집단소송발생의 직접적 원인이 된다는 주장을 뒷받침한다. 이미 자본시장에서 부정적인 기업정보를 충분히 반영하고 있어서 회계정보가 실제로 공시된 시점에는 그 정보가 충격적으로 받아들여지지 않으면, 공시시점의 주가 하락폭은 작을 것이고 따

〈표 8〉  
Market Reaction to Adverse Earnings Disclosures (1987~91)

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \lambda_{i,t} \delta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

<b>Panel A: At-Risk Sample</b>					
	$\alpha$	$\beta$	$\lambda_1$	$R^2$	$n$
Pooles Estimate	.0003	.8517	<u>-.0763</u>	.0252	14,893
(t-Statistic)	(.746)	(16.803)	(-9.990)		
Minimum	-.0041	-.1017	-.5034	.0000	53
1st quartile	-.0016	.2924	-.1041	.0057	53
Median	-.0001	.7523	-.0582	.0409	53
3rd quartile	.0019	1.2643	-.0253	.1033	53
Maximum	.0060	2.3364	.0326	.3791	53
# < 0 at $\alpha = .10$	—	—	16	—	53
<b>Panel B: Shareholder Lawsuit Sample</b>					
	$\alpha$	$\beta$	$\lambda_1$	$R^2$	$n$
Pooled	-.0002	1.4343	<u>-.1716</u>	.1670	11,458
(t-Statistic)	(-.688)	(35.745)	(-31.57)		
Minimum	-.0168	.4921	-.5595	.0224	45
1st quartile	-.0016	1.1762	-.2198	.1399	45
Median	.0001	1.4385	-.1552	.2333	45
3rd quartile	.0009	1.6272	-.0807	.3188	45
Maximum	.0042	2.3452	.1288	.5092	45
# < 0 at $\alpha = .10$	—	—	37	—	45

라서 소송의 발생가능성도 낮을 것이다. 그러나, 공시된 정보가 자본시장의 기대와는 달리 부정적인 방향으로, 그리고 갑자기 공시되면 급격한 주가하락이 수반되고 따라서 소송으로 발전할 가능성이 높을 것이다.

〈표 8〉의 결과에서도 부정적인 회계정보의 공시에 따른 주가의 하락폭이 클수록 소송을 당할 가능성이 크다는 사실을 보여주고 있다. 즉, 소송을 당한 기업들의 평균 주식수익률 하락폭(약 -17%)이 소송을 당하지 않은 기업들의 하락폭(약 -7%)보다 크다는 사실을 보여주고 있고, 이는 앞서 살펴본 연구결과들과 일치하는 결과이다.

〈표 9〉의 결과는 앞서 살펴보았듯이, 회계관련 집단소송을 논의할 때 회계정보의 생산, 제공자의 관점에서 접근하기보다는 회계정보 이용자의 관점에서 접근해야 한다는 견해에 대한 또 하나의 근거를 제공한다. 즉, 소송대상 기업들의 당기순이익 및 매출액 감소금액이 소송을 당하지 않은 기업들의 감소금액보다 훨씬 작다는 사실이다. 이는 회계수정이 당기순이익이나 자기자본과 관련된 경우에만 감리지적의 사유

〈표 9〉

Changes in Earnings and Sales for the At-Risk and Shareholder Lawsuit Firms (1987~91)

Panel A: Earnings and Sales Changes						
Variable	At-Risk		Shareholder Lawsuit		Difference	
	Mean	Median	Mean	Median	t-Statistic	Wilcoxon
$\Delta EPS - BE$ (1 qtr)	-122.0%	-97.5%	-76.0%	-56.1%	3.229	2.877
$\Delta EPS - BE$ (4 qtr)	-144.7%	-105.6%	-107.4%	-70.6%	1.638	2.273
$\Delta EPS - AE$ (1 qtr)	-125.4%	-100.0%	-82.6%	-60.0%	2.747	2.545
$\Delta EPS - AE$ (4 qtr)	-141.1%	-104.3%	-98.2%	-59.5%	2.288	2.599
$\Delta Sales$ (1 qtr)	-48.1%	-40.5%	-4.8%	-4.3%	63.975	7.130
$\Delta Sales$ (4 qtr)	-51.9%	-43.5%	60.6%	8.7%	11.484	7.766

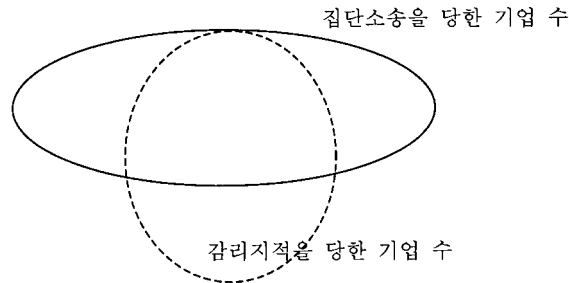
  

Panel B: Form of Report		
	At-Risk Sample	Shareholder Lawsuit Sample
Forecast	3	18 (earlier)
Preemptive disclosure	4	10
Announcement	46 (later)	11
No report found	—	7
Total	53	45

가 되어야 하고, 회계관련 집단소송도 회계수정 금액이 클 경우에만 발생할 것이라는 회계정보 제공자 관점의 일반적인 인식과는 달리, 회계이익의 수정금액이 작더라도 소송이 발생할 가능성은 충분히 클 수 있음을 보여주는 결과이다.

이상에서 살펴보았듯이 회계관련 집단소송에 있어서 주가의 변동성이라는 개념이 매우 중요하므로, 부정적인 기업정보는 적시에 공시하는 전략의 중요성이 강조되어야 한다고 판단된다. 집단소송을 대비하는 기업의 입장에서는, 회계문제가 당기순이익이나 자본에 영향을 미치는지의 여부만을 고려하는 정량적 개념으로 집단소송을 논의하기보다 합리적 주주들에게 어떤 회계정보가 어떻게 영향을 미치는지를 고려하는, 정보이용자의 관점에서 집단소송에 접근하는 것이 실질적으로 집단소송의 발생 가능성과 손해배상금액을 감소시킬 수 있는 방법으로 보인다.

이 절에서는 감리지적이나 회계수정이 집단소송의 충분조건일 것이라는 일반적 우려에 대하여 미국의 실증연구결과를 제시하고, 집단소송과 주가변동성간의 관계를 살펴봄으로써 집단소송의 실질적인 결정요인과 이에 대한 대응전략이 어떤 관점에서 접근되어야 하는지를 살펴보았다. 참고로, 감리지적과 집단소송간의 관계를 간단한 그림으로 나타내면 아래의 [그림 3]과 같을 것이다.



[그림 3]

## 2. 감리지적, 회계수정, 그리고 이익조정

앞서 감리지적과 회계수정, 그리고 회계관련 집단소송(또는 주가변동성)간의 관계를 살펴보았으므로 이 절에서는 감리지적과 회계수정의 주된 사유라고 할 수 있는 이익조정에 대하여 검토해 보기로 한다. 특히, 감리지적 및 회계수정의 구체적 사유가

무엇이며, 어떤 기업 특성들이 감리지적 및 회계수정과 관련이 있는지에 대한 연구결과들을 소개하고자 한다.

1) Bradshaw, Richardson, and Sloan(2001, Journal of Accounting Research)의 연구

〈표 10〉은 감리지적을 받은 기업들은 감리지적을 받지 않은 기업들에 비해 유동발생액(working capital accruals)과 총발생액(total accruals: 당기순이익 - 영업활동으로부터의 현금흐름)이 매우 큼을 보여준다. 또한 전체기업들을 유동발생액을 기준으로 10개의 그룹으로 나누어서 감리지적 현황을 조사해 본 결과, 유동발생액이 가장 큰 그룹에서 감리지적이 가장 많이 발생하고 있는 현상도 볼 수 있다. 발생주의 회계에서는 현금의 유출입이 수반되지 않아도 당기순이익에 영향을 주는 발생액(예, 재고자산, 매출채권, 감가상각비, 대손상각비 등)이 불가피하게 발생하게 된다. 그러나, 발생액이 특히 큰 기업들의 경우에는 회계이익조정의 목적이 담긴 발생액이 포함되어 있을 가능성이 높다. 이는 발생주의 회계가 현금주의 회계에 비하여 경영자의 재량적 판단에 의한 회계처리를 인정해주고 있기 때문에 경영자가 의도적으로, 재량적으로 회계이익조정을 수행할 여지가 허용되기 때문이다.

〈표 10〉

	WCAcc	TAcc
Non-SEC firms	0.0176	-0.0602
SEC firms	0.0889	0.0225
Test of mean difference	-4.48	-4.63
significance level	0.0001	0.0001

**Panel C: Distribution of SEC enforcement actions across accrual portfolios**

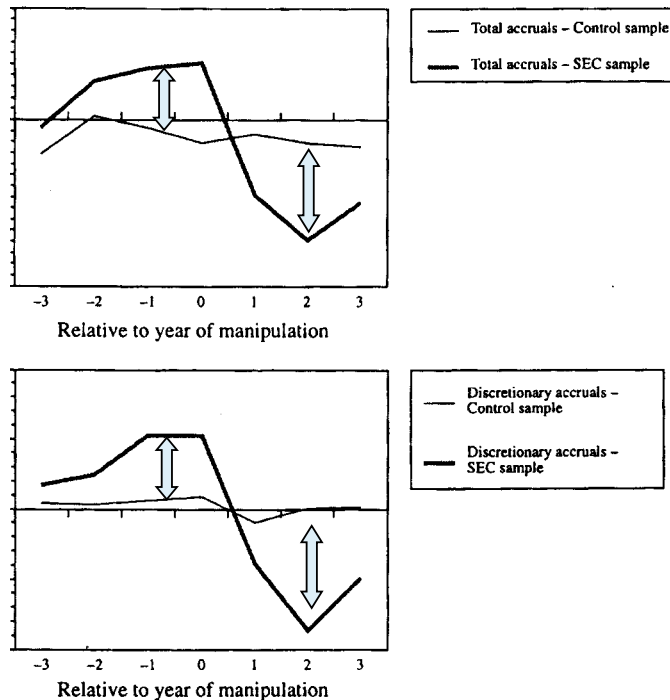
*Port WCAcc*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Non-SEC firms	6,669	6,667	6,668	6,670	6,667	6,668	6,669	6,668	6,670	6,668
SEC firms	4	6	4	5	2	6	4	10	9	<u>28</u>
Chi-square test	64,939									
significance level	0.001									

회계감리지적을 피하기 위해서는 감리지적 위험이 높은 발생액을 줄여야 하는데, 특히 유동발생액에 대한 엄격한 관리가 중요하다. 유동발생액은 재고자산과 매출채권이 핵심이므로 기업은 이들 항목이 과대하게 계상되는 것에 대해 각별한 주의를 기울여야 하고, 회계감사인도 감리지적의 위험성이 높은 이들 항목에 대해서는 보다 엄격한 회계감사를 실시하는 것이 중요하다. 회계관련 집단소송의 발생가능성을 줄이기 위해서도 과대하게 계상되는 발생액을 줄이는 노력이 중요하다. 왜냐하면 어느 특정 기간 동안 과대하게 계상된 발생액은 필연적으로 그 이후 기간 동안 반대의 방향으로 상쇄되는 발생액의 역전(reveral) 현상을 가져오는데, 이는 주가 급락의 원인이 되어 집단소송으로 발전할 가능성이 높기 때문이다.

2) Dechow, Sloan, and Sweeney(1996, Contemporary Accounting Research)의 연구

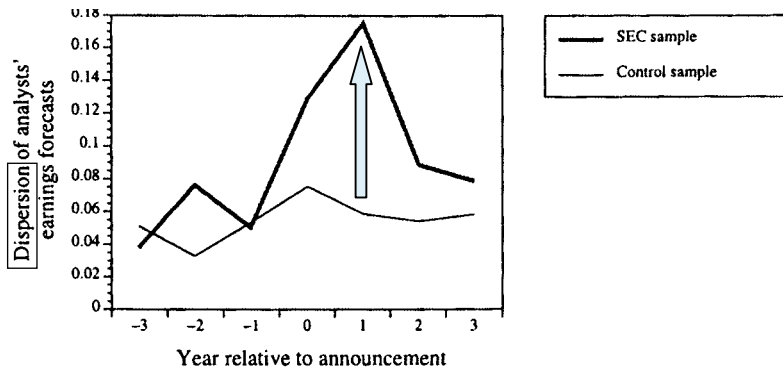
[그림 4]에서 볼 수 있듯이 감리지적을 받게 되면 감리지적 받기 이전 기간동안 과



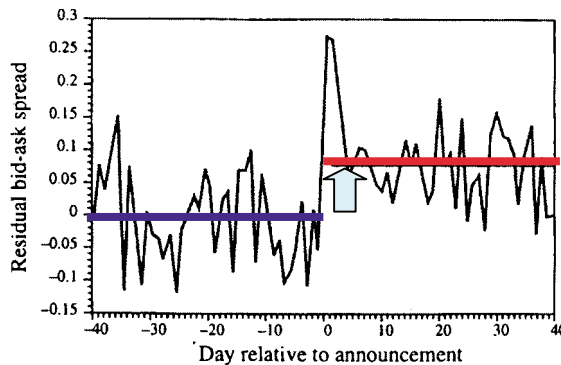
[그림 4]

대하게 계상된 발생액(총발생액, 재량적 발생액 모두)을 수정하는 회계처리를 해야 하는데 이 경우에도 발생액의 역전현상이 일어난다. 즉, 감리지적을 받은 기업과 감리지적을 받지 않은 기업을 비교하면, 감리지적 이전 기간에는 감리지적 기업들의 발생액이 감리지적을 받지 않은 기업들에 비해 월등히 높고, 지적 후의 기간에는 월등히 낮은 것을 볼 수 있다. 이것은 감리지적을 받기 전 기간에는 발생액이 과대계상되었다는 의미이고, 특히 채고자산이나 매출채권의 과대계상을 통한 매출액의 과대계상 또는 매출원가의 과소계상이 주된 원인이었을 것이다.

감리지적의 결과에서 유의해야 할 점은 감리지적을 받은 후 자본비용이 크게 높아지는 현상인데 이는 기업의 본질가치 평가시 불확실성이 커지기 때문이다. 자본시장에서 감리지적 기업에 대한 불확실성이 커짐으로 인해 자본비용이 증가함을 보여주



(그림 5)



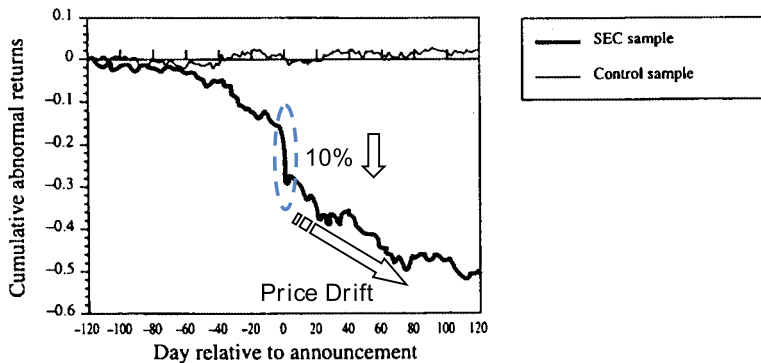
(그림 6)

는 증거로서,

- 첫째, [그림 5]와 같이 해당 기업을 담당하고 있는 재무분석가들이 공표하는 이익예측치들의 분산이 급격하게 커지는 현상과,
- 둘째, [그림 6]에서 볼 수 있듯이, 자본비용의 대용치로 사용되고 있는 bid-ask spread의 수준이 감리지적 후에 높아지는 현상이 있다.

#### IV. 추가주가하락(price drift) 현상과 효율적 자본시장 가설

앞서 <표 5>에서 살펴본 바와 같이 회계수정 내용의 공시일 전, 후에 관찰되는 지속적인 주가 하락현상은 일반적인 인식으로 받아들여지고 있는 효율적 시장가설(새로운 정보가 시장에 공표되면 모든 정보가 즉각적이고도 충분히 주가에 반영되어 모든 불확실성이 해소된다는 가설)에 대해 실제의 자본시장은 다르게 반응하고 있다는 실증결과를 제시한다. 전통적인 효율적 시장가설에 비추어 보면, 주가가 정보공시일 이후에도 지속적으로 하락하는 현상(price drift)은 이례적인 현상으로 볼 수 있으나, 최근 재무 및 회계분야의 연구에서는 꾸준히 발견되고 있는 현상이다. 앞서 살펴 본 Palmrose and Scholz(2004) 이전에도, Dechow, Sloan, and Sweeney(1996)에서 이미 [그림 7]과 같은 현상을 보고한 바 있다. [그림 7]에서 볼 수 있듯이, 실제로 감리결과가 공시되면 약 10% 정도 주가가 하락한다. 그러나 더 중요한 사실은 더 큰 추가하



[그림 7]

〈표 11〉

Period Relative to the Event Day	Market-Adjusted				Risk-Adjusted				
	n	Mean	Median	t-stat	# positive	Mean	Median	t-stat	# positive
-300, -61	49	-.178	-.182	-2.15	15	-.525	-.332	-3.90	13
<u>-60, -2</u>	50	<u>-.243</u>	-.237	-6.34	9	<u>-.285</u>	-.246	-5.94	9
-1, +1	50	-.208	-.173	-7.74	3	-.202	-.176	-7.50	3
<u>+2, +60</u>	48	<u>-.173</u>	-.233	-3.46	14	<u>-.113</u>	-.099	-2.05	15
-3, +3	50	-.221	-.213	-8.80	3	-.208	-.194	-8.12	4
-5, +5	50	-.268	-.222	-8.92	5	-.251	-.213	-8.06	5

락이 공시일 전과 그 후의 기간에 발생한다는 점이다. 즉, 감리지적 내용이 공시되기 이전에 이미 주가는 20% 가까이 하락하였고, 감리지적 내용이 공시된 이후에도 주가는 계속하여 하향하는 drift현상이 발생한다는 사실이다.

이와 유사한 결과로서 Beneish(1999, Accounting Review)도 〈표 11〉과 같이 회계이익이 과대하게 계상되었다는 사실이 공시되는 시점 전, 후의 기간에 지속적인 주가의 하락현상이 있음을 보여주고 있다.

이러한 실증결과는 사건연구(event study)와 같은 방법을 이용하여 회계부정문제 공시시점에만 초점을 맞추고 있는 손해배상액 산정방법이 타당하지 않을 가능성이 있음을 시사한다. 즉, 회계부정 사실이 공시되는 시점에는 이미 상당한 주가하락이 발생한 상태이고, 그 이후 기간에도 지속적으로 주가가 하락한다는 사실을 손해배상액 산정시 고려하지 않으면 산정된 손해금액에 편의가 있을 가능성이 있다는 것이다.

앞서 살펴본 내용들을 요약하면,

- 첫째, 회계관련 집단소송을 인식하는 관점으로 회계정보 생산자나 제공자의 시각보다는 회계정보 이용자의 시각에서 접근하는 것을 강조하여, 균형적인 시각에서 집단소송을 인식하는 것이 기업의 대응전략 수립에도 도움이 될 수 있다는 점을 강조하였다.
- 둘째, 회계감리지적 및 회계수정이 곧 회계관련 집단소송으로 연결될 것이라는 일반적인 인식과 관련하여 미국의 실증연구를 정리, 소개하였다. 검토 결과, 회계관련 집단소송의 핵심 결정요인은 급격한 주가하락이며, 회계감리지적이거나 회계수정도 주가의 변동성과의 관계 속에서 분석되어야 함을 알 수 있었다. 즉, 회



계관련 집단소송에 대해 균형잡힌 시각을 정립하기 위해서는, 회계감리지적이나 회계수정 사실보다 주가변동성의 관점 즉, 정보이용자의 관점에서 집단소송을 인식하는 것이 보다 타당한 접근방법임을 제시하였다.

- 셋째, 회계감리지적과 회계수정의 주된 원인인 이익조정에 대하여 살펴보았다. 회계감리지적과 회계수정이 주가와의 관련성과 함께 분석되어야 하듯, 회계(이익)조정도 주가와의 관계 속에서 분석되어야 한다. 이는 회계정보 생산자 또는 제공자의 관점에서 회계정보 이용자의 관점으로 인식의 전환을 함으로써 이루어질 수 있다. 즉, 회계정보 제공자인 기업측은 합리적인 주주의 관점에서 집단소송을 인식함으로써, 소송대응 방안으로 회계감리제도의 정당성 여부나 집단소송법의 위법행위 규정에 초점을 맞추기보다 회계(이익)조정의 과도한 사용을 줄이는데 대한 경영자의 전략적 결단이 필요할 것이다.
- 넷째, 회계관련 집단소송의 결정적 요인인 주가의 변동성을 회계수정 공시일 전후의 기간에 대해서도 살펴봄으로써 손해배상액 산정시에 고려하여야 할 price drift 현상을 검토하였다.

## V. 추가 검토

위의 내용들이 본 보고서의 주된 검토사항들이며, 추가적으로 전략적 공시, 최고경영자들의 주식 거래 행태, 그리고 한국 상장 기업의 평균적인 회계투명성 정도에 대한 국제적 연구결과들을 살펴봄으로써 회계관련 일반인식에 대해 균형적인 시각을 제시하고자 한다.

### 1. 회계수정 금액의 크기, 공시 시기와 집단소송

#### 1) 회계수정금액 크기와 집단소송

일반적인 인식하에서는 회계수정의 사기성(또는 목적성)과 금액의 크기가 회계관련 집단소송과 관련하여 중요한 사항으로 고려하고 있으나, 앞서 Francis, Philbrick, and Schipper(1994)의 연구에서 검토한 바와 같이 정량적 중요성 개념이 집단소송에

미치는 영향은 일반적인 인식과는 다르다. <표 9>에서 집단소송대상 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해서 당기순이익과 매출액 하락폭이 더 작았음을 확인하였다. 또한 소송대상 기업들은 예측공시나 사전공시 등으로 이익공시를 서둘러 했음에도 불구하고 소송을 방지하지 못한 반면, 소송을 당하지 않은 기업들은 이익공시도 상대적으로 늦게 했음에도 불구하고 제소를 당하지 않았는데, 그 이유는 소송을 당한 기업들은 부정적 정보를 공시하기 전 일년의 기간 동안 주가가 상승하였고, 회계문제가 공시된 시점에는 주가의 하락폭이 커서 소송의 빌미를 제공했기 때문인 것으로 판단된다. 반면 소송을 당하지 않은 기업들은 부정적 정보의 공시 이전에 이미 시장에 그러한 부정적인 정보가 충분히 반영되어 주가의 급락이 없었기 때문에 집단소송을 피할 수 있었던 것으로 보인다.

## 2) 공시 시기와 집단소송

부정적인 정보의 공시시기와 집단소송의 관계에서 과연 부정적인 정보들을 적시에 공시하게 되면 소송을 피할 수 있는지에 대한 연구로는 Francis, Philbrick, and Schipper(1994)의 연구 외에 Skinner(1997, *Journal of Accounting and Economics*)도 <표 12>에서와 같이 이익예측이나 사전이익공시를 한다고 하여 소송을 피할 수는 없었다는 연구결과를 보여주고 있다. 그러나 이 연구의 보다 흥미로운 실증결과는 공시를

<표 12>

	Type of earnings disclosure			Row total
	Earnings forecast	Earnings pre-announcement	Earnings announcement	
No lawsuit	301 (367) [8.8%]	242 (272) [7.0%]	2,891 (2,795) [84.2%]	3,434
<u>Lawsuit</u>	86 (20) [47.0%]	45 (15) [24.6%]	52 (148) [28.4%]	183
Column total	387 [10.7%]	287 [7.9%]	2,943 [81.4%]	3,617

Chi-square value under the null hypothesis of independence = 371.1 (prob. < 0.001)

〈표 13〉

Dependent variable	Intercept (expected sign)	Damages (+)	ln (Damages) (+)	Timing (-)	Adj. R <sup>2</sup>
Dollars	700 (9.01**)	0.002 (2.75**)		-0.057 (-1.53*)	16.3%
Dollars	-11.13 (-4.12**)		3.41 (6.58**)	-0.108 <sup>†</sup> (-2.85**)	37.2%
Dollars/Damages	0.044 (3.93**)			-0.003 (-1.39)	12.5%

†10일 빨리 공시하면 소송합의 금액이 100만 달러 감소

빨리하면 할수록 회계관련 집단소송에서 발생하는 합의금액이 감소한다는 것이다.

〈표 13〉에서 볼 수 있듯이 공시를 빨리하게 되면 열흘 동안에 평균적으로 약 백만 달러(약 10억원) 정도의 합의금액이 감소한다는 연구결과가 나타났다. 즉, 공시를 하루 빨리하면 1억 원 정도의 합의금액을 절감할 수 있다는 것이다. 따라서, 부정적인 정보가 있는 경우 빨리 공시를 하게 되면 소송자체를 회피할 수는 없을지라도 합의금액을 줄이는 효과는 있는 것으로 보인다. 따라서 순이익과 자본에 미치는 영향을 기준으로 집단소송의 위험을 평가하고 대응하는 전략보다는, 부정적인 기업정보를 적시에 시장에 공시하는, 정보이용자의 입장을 반영한 대응전략이 회계관련 집단소송의 대응전략으로 보다 적절하고 효과적일 것이다.

### 3) 회계관련 집단소송과 합의

Skinner(1997, *Journal of Accounting and Economics*) 연구의 또 한가지 흥미로운 결과는, 집단소송이 제기되면 대부분 피고인 기업측에 불리하게 합의가 이루어질 것이라는 일반적 인식과는 다른 실증결과를 제시하였다는 것이다. 〈표 14〉에서 알 수 있듯이 221개의 회계관련 집단소송 중 22% 정도는 피고인 기업측에 유리하게 합의가 이루어졌고, 61% 정도는 원고측에 유리하게 합의가 이루어졌다(합의금액이 100만 달러 이상인 경우는 원고에게 유리하다고 보고, 이 금액 이하로 합의되거나 또는 소송 취하, 기각 등은 기업측에 유리하다는 기준을 사용하였다). 22%가 높은 비율은 아니라 할지라도, 회계관련 집단소송의 경우 대부분 원고에게 유리한 판결이나 합의가 있을 것이라는 일반적인 인식과는 차이가 있음을 보여주기에 충분히 높은 비율이라고 판

〈표 14〉

<i>Panel A: Frequency distribution of outcomes</i>	
Suit resolved in company's favor <sup>a</sup>	48 (21.7%)
Suit settled for more than \$1 million	134 (60.6%)
Suit outcome indeterminate <sup>b</sup>	3 (1.4%)
Suit still pending <sup>c</sup>	27 (12.2%)
Outcome data not available	9 (4.1%)
<i>Panel B: Distribution of dollar settlements for 133 settlements with available data (\$m)</i>	
Average	7.93
Minimum	1.00
10th Percentile	1.90
25th Percentile	2.80
50th Percentile	5.28 (= 3.1% of Sales)
75th Percentile	9.60
90th Percentile	19.00
Maximum	42.50

단된다. 또한 보통 합의금액은 매출액의 약 3% 정도로 책정되었다는 실증결과도 함께 제시하고 있다.

## 2. 회계부정과 경영자 주식 거래(insider trading)

경제지나 학계에서는 정보의 불균형에 근거한 경영자들의 도덕적 해이를 지적하고 회계부정이 있는 경우 경영자들이 보유 주식을 미리 처분하는 경향이 있을 것이라고 우려하고 있다. 이에 대한 연구결과가 있어 소개한다.

Beneish(1999, *Accounting Review*)는 〈표 15〉에서와 같이, 회계기준을 위반한 미국 기업들과 위반한 사실이 없는 기업들을 비교하여, 회계기준 위반 기간 동안 경영자들은 주식을 매입하기 보다는 처분하는 경향이 있고, 주가와 연계된 성과보상 계약에서도 주식매수권리를 행사하여 주식을 처분하는 경향이 있음을 발견하였다. 이는 회계부정기간 동안 주식이 과대평가 되어 있고, 향후 주가가 하락할 것이라는 것을 경영자가 미리 알고 있었다는 증거이며, 앞서 지적한 경영자들의 도덕적 해이에 대한 우려

〈표 15〉

Variable	GAAP Violators				Age-Matches				
	Mean (std. dev.)	Lower Quartile	Median	Upper Quartile	Mean (p-value)	Std. Dev.	Lower Quartile	Median (p-value)	Upper Quartile
<i>Insider Trading</i>									
INTRADE	<u>-.348</u> (.524)	-.884	-.174	.000	<u>-.032</u> (.01)	.433	.000	.000 (.01)	.000
ISSUE % BY INSIDERS	<u>.089</u> (.206)	.000	.000	.000	<u>.025</u> (.03)	.097	.000	.000 (.04)	.000
<i>Compensation</i>									
BONUS	.578 (.522)	.000	1.000	1.000	.562 —	.500	.000	1.000 (.50)	1.000
SAR	<u>.296</u> (.461)	.000	.000	1.000	<u>.123</u> —	.331	.000	.000 (.03)	.000
<i>External Finance</i>									
EXFIN	.279 (.452)	.000	.000	1.000	.282 —	.454	.000	.000 (.81)	1.000
ISSUE	.281 (.454)	.000	.000	1.000	.175 —	.385	.000	.000 (.16)	.000
<i>Debt Covenants</i>									
TECHDEF	.187 (.393)	.000	.000	.000	.109 —	.315	.000	.000 (.34)	.000
LEV	.606 (.442)	.321	.560	.726	.527 (.20)	.219	.357	.524 (.11)	.624
<i>Control Variables</i>									
INSIDE %	.330 (.203)	.172	.297	.443	.306 (.61)	.241	.085	.246 (.43)	.488
VPRET	-.492 (.569)	-.953	-.725	-.166	.101 (.01)	1.326	-.515	-.272 (.01)	.264
TIMEL	44.45 (63.19)	11.00	19.00	48.00	59.80 (.65)	79.35	11.00	35.00 (.54)	66.00
DA	.545 (1.828)	-.145	.084	.609	.040 (.02)	.485	-.206	-.015 (.04)	.231

가 사실일 수 있음을 시사하는 실증결과이다. 이는 회계부정을 저지르는 경영자들은 기업외부(시장)의 합리적 주주들이 가지고 있지 않은 기업의 내부정보를 남용 또는 오용함으로써 외부주주들의 부를 빼앗는, 부의 재분배 현상을 일으킨다는 실증결과이므로, 감독기관이나 기업의 내부통제 책임자는 내부자에 의한 주식거래 동향을 주의 깊게 파악해야 할 필요성이 대두된다.

### 3. 한국 상장 기업의 회계투명성

한국 자본시장에서 외국인 투자자를 고려하지 않고 자본시장을 논의할 수 없듯이 주주로서 또는 사업 파트너로서 국외의 평가를 고려하지 않을 수 없다. 사외이사, 감사위원회, 감리제도, 집단소송법 도입 등을 통해 경영의 투명성을 제고한다 하더라도 국내 기준에 따른 판단만으로는 부족할 것이다. 따라서 본 보고서는 마지막 주제로서 한국 상장기업의 평균적인 회계투명성 정도가 국제적 관점에서는 어떠한 평가를 받고 있는지를 검토해보고자 한다.

국내언론이나 연구 보고서에 따르면 한국 상장 기업의 회계투명성이 외환위기 이후에 상당히 향상되었다고 한다. 또한, 한국 상장 기업들 중에서도 세계초일류 기업으로 분류될 수 있는 기업들이 탄생하고 있으므로, 한국 상장기업의 경영 및 회계투명성이 괄목할 만한 수준으로 향상된 것으로 평가할 만하다. 그러나 한국의 모든 상장기업을 대상으로 하여 평균적인 회계의 질, 이익의 질을 조사한 연구결과를 살펴보면 위와 같은 일반적 인식과는 일치하지 않는다는 사실을 알 수 있다. 국제사회에서 한국 상장기업의 평균적인 회계정보의 질이 어느 정도 수준으로 평가받고 있는지를 안다는 것은 향후 보다 향상된 회계투명성 목표를 수립하는데 있어 기본이 되므로 관련 논문 두 편의 실증결과를 간략히 소개한다.

1) Leuz, Nanda and Wysocki(2003, Journal of Financial Economics)의 연구  
이 연구는 전세계 31개 국가 상장기업들의 평균적인 이익의 질을 측정하여 순위를 보고하고 있다. <표 16>에서, 자세한 항목들은 고려하지 않더라도 이익유연화 관련항목과 이익조정 관련 측정항목에서 한국의 순위가 매우 낮게 평가되고 있음을 알 수 있다(평균적인 회계투명성은 31개국 중 29위에 머물고 있다). 연구기간은 90년대 전

〈표 16〉

	Earnings smoothing measures		Earnings discretion measures		Aggregate earnings management score
	EM1 $\sigma(\text{OpInc})/\sigma(\text{CFO})(-)$	EM2 $\rho(\Delta\text{Acc}, \Delta\text{CFO})(-)$	EM3 $ \text{Acc} / \text{CFO} (+)$	EM4 # of Sm Profit/ # of Sm Loss(+)	
AUSTRIA	0.345	-0.921	0.783	3.563	28.3
GREECE	0.415	-0.928	0.721	4.077	28.3
<u>KOREA (SOUTH)</u>	<u>0.399<sup>1</sup></u>	-0.922	<u>0.685<sup>2</sup></u>	3.295	<u>26.8<sup>3</sup></u>
PORTUGAL	0.402	-0.911	0.745	3.000	25.1
ITALY	0.488	-0.912	0.630	4.154	24.8
TAIWAN	0.431	-0.898	0.646	2.765	22.5
SWITZERLAND	0.473	-0.873	0.547	5.591	22.0
SINGAPORE	0.455	-0.882	0.627	3.000	21.6
GERMANY	0.510	-0.867	0.848	3.006	21.5
JAPAN	0.560	-0.905	0.567	3.996	20.5
BELGIUM	0.526	-0.831	0.677	3.571	19.5
HONG KONG	0.451	-0.850	0.552	3.545	19.5
INDIA	0.523	-0.867	0.509	6.000	19.1
SPAIN	0.539	-0.865	0.514	6.000	18.6
INDONESIA	0.481	-0.825	0.506	7.200	18.3
THAILAND	0.602	-0.868	0.671	3.136	18.3
PAKISTAN	0.508	-0.913	0.513	2.643	17.8
NETHERLANDS	0.491	-0.861	0.480	3.313	16.5
DENMARK	0.559	-0.875	0.526	2.708	16.0
MALAYSIA	0.569	-0.857	0.578	2.658	14.8
FRANCE	0.561	-0.845	0.579	2.370	13.5
FINLAND	0.555	-0.818	0.517	2.633	12.0
PHILIPPINES	0.722	-0.804	0.555	2.455	8.8
UNITED KINGDOM	0.574	-0.807	0.397	1.802	7.0
SWEDEN	0.621	-0.764	0.466	2.568	6.8
NORWAY	0.713	-0.722	0.556	1.235	5.8
SOUTH AFRICA	0.643	-0.840	0.297	1.667	5.6
CANADA	0.649	-0.759	0.478	2.338	5.3
IRELAND	0.607	-0.788	0.371	1.667	5.1
AUSTRALIA	0.625	-0.790	0.450	1.486	4.8
UNITED STATES	0.765	-0.740	0.311	1.631	2.0

1. 30위, 2. 27위, 3. 29위

## 〈丑 17〉

Earnings Opacity Ranking of Countries				
	Earnings Aggressiveness	Loss Avoidance	Earnings Smoothing	Overall Earnings Opacity
Least, 1	Portugal	Brazil	Turkey	United States
	Belgium	Mexico	United States	Norway
	The Netherlands	Australia	Brazil	Portugal
	Germany	United States	Norway	Brazil
	Switzerland	Norway	Mexico	Belgium
	United States	Ireland	Canada	Mexico
	Denmark	Denmark	Australia	Canada
2	France	France	Taiwan	France
	Spain	United Kingdom	Spain	Australia
	Finland	Belgium	France	Spain
	Canada	Portugal	Sweden	Denmark
	Thailand	Canada	United Kingdom	Switzerland
	Norway	Hong Kong	India	Sweden
3	Italy	The Netherlands	Hong Kong	Germany
	United Kingdom	South Africa	Portugal	The Netherlands
	Pakistan	Austria	Indonesia	Finland
	Ireland	Singapore	Malaysia	Austria
	Australia	<u>South Korea</u>	Switzerland	Thailand
	Sweden	Malaysia	Finland	Ireland
	Singapore	Germany	Singapore	Hong Kong
4	Taiwan	Italy	belgium	Singapore
	Chile	Spain	South Africa	Taiwan
	Japan	Switzerland	Austria	Turkey
	South Africa	Japan	Germany	South Africa
	Brazil	Finland	Ireland	Malaysia
	Mexico	Pakistan	Pakistan	Italy
	Hong Kong	Chile	Denmark	Pakistan
Most, 5	Malaysia	Greece	Chile	Japan
	<u>South Korea</u>	Turkey	Greece	Chile
	Indonesia	Taiwan	Japan	India
	India	Thailand	the Netherlands	Indonesia
	Greece	India	Italy	<u>South Korea</u>
	Turkey	Indonesia	<u>South Korea</u>	Greece



체로써 외환위기 전후의 기간이 모두 포함되어 있으며, 따라서 이 결과가 외환위기 이전기간 동안의 회계투명성만을 측정하여 반영했을 가능성은 없는 것으로 보인다.

## 2) Bhattacharya, Daouk, and Welker(2003, Accounting Review)의 연구

이 연구도 앞서 살펴본 연구와 유사한 연구로써 34개국 상장기업들의 이익의 질을 측정하여 순위를 부여한 연구이다. <표 17>에서도, 다른 연구와 마찬가지로 한국 상장기업의 평균적인 이익의 질(투명성)에 대한 평가는 매우 낮은 것으로 보고되고 있다.

따라서 한국 상장기업 전체의 평균적인 회계이익의 질(투명성)에 대한 평가는 지난 90년대 후반부터 2000년대 초반까지 많이 향상되었다는 일반적인 인식에도 불구하고, 국제적인 관점에서 보면 아직은 회계투명성에 관해 우수한 평가를 받지 못하고 있다. 이와 같은 실증연구가 한국 상장기업들의 저평가현상(또는 Korea discount 현상)을 일부 설명할 수 있을 것으로 보인다.

앞서 살펴본 바대로 국제적 시각에서 바라보는 한국 상장기업의 평균적인 회계투명성은 한국내의 일반적인 평가와는 달리 아직도 매우 낮은 수준임을 알 수 있다. 따라서 앞으로는 국제적이고 균형적인 시각을 가지고 회계투명성 개선을 위하여 보다 적극적이고 전향적으로 노력해야 할 필요성이 제기된다. 국제적인 관점에서 한국 기업의 투명성을 평가하고 향후 목표를 세워야 하는 이유는 명확하다. 회계관련 집단소송에 대한 대응방안만을 논의하기보다는, 경제전반 차원에서의 회계투명성을 향상시킴으로써, 기업의 본질가치를 이해하는데 수반되는 불확실성을 최소화하려는 전략이 보다 바람직하기 때문이다. 또한 경영자와 외부주주 중 어느 한편을 보호한다는 좁은 시각에서 벗어나 궁극적으로 기업가치를 높여 기업을 구성하는 여러 이해관계자들의 부를 함께 증대시킬 수 있는 전략을 적극적으로 모색하는 것이 장기적으로 바람직하기 때문이다.

## VI. 결 론

본 보고서는 크게 4가지의 주제에 대하여 검토하였고, 추가적으로 공시전략, 경영

자의 주식 거래 행태, 그리고 한국 상장 기업의 평균적인 회계투명성 정도에 대한 국제적 연구결과를 제시함으로써, 회계관련 집단소송에 대한 균형 잡힌 시각을 제공하는데 초점을 두었다.

특히 회계관련 집단소송을 인식하는 관점으로, 회계정보 생산자나 제공자의 시각보다는 회계정보 이용자의 시각에서 접근할 것을 강조하였다. 회계감리지적과 집단소송과의 인과관계에 대해서는 미국의 실증연구결과들을 정리·소개하였으나, 한국에서도 시사점이 있을 것으로 판단된다. 회계관련 집단소송의 핵심 요인은 급격한 주가하락이며, 감리지적도 주가와의 관계 속에서 분석되어야 함을 지적하였다. 따라서 감리지적 자체보다는 주가변동성의 관점에서 회계관련 집단소송을 인식하려는 노력이 있어야 하며, 이와 같은 균형된 시각이 보다 타당한 관점임을 확인하였다. 또한 감리지적의 주된 원인으로 파악된 과도한 회계(이익)조정 행위는 기업의 최고 경영자의 결단이 요구되는 근본적인 문제임을 확인하였다. 회계관련 집단소송의 결정적 요인으로써 주가의 변동성개념을 지적하였으며, 손해배상액 산정시 고려해야 하는 주가변동의 행태를 공시일이나 판결일 전, 후의 기간까지 확장하여 인식해야 할 필요성을 제시하는 새로운 현상도 소개하였다.

집단소송의 위협에 대비하는 기업의 측면에서 보더라도, 회계문제가 단순히 당기순이익이나 자본의 건전성에 직접적인 영향을 미치는지의 여부만을 가리는 관점에서 벗어나, 기업정보의 이용자인 합리적 주주의 시각을 감안하여 회계관련 집단소송에 대응해야 한다는 점을 강조하였다. 이와 같은 대응전략이 보다 실질적으로 회계관련 집단소송의 위협을 최소화할 수 있는 방안이라고 판단된다. 정보이용자의 관점에서 접근하여 부정적 정보의 적시공시라는 구체적인 대응전략도 발견할 수 있었다. 따라서, 무엇보다도 주가변동성을 줄이는 관점에서 여러 가지 전략적 대안을 모색해야만 할 것이다.

## 참고문헌

- Beneish, M.D. (1999). Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review* 74, 425-457.

- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78, 641-678.
- Bonner, S.E., Palmrose, Z.-V., Young, S.M. (1998). Fraud type and auditor litigation: an analysis of SEC accounting and auditing enforcement releases. *The Accounting Review* 73, 503-532.
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A., Sloan, R.G. (2001). Do analysts and auditor use information in accruals. *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
- Francis, J., Philbrick, D., Schipper, K. (1994). Shareholder litigation and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 32, 137-164.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P.D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Accounting & Economics* 69, 505-527.
- Palmrose, Z.-V., Scholz, S. (2004). The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting: evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research* 21, 139-180.
- Palmrose, Z.-V., Richardson, V.J., Scholz, S. (2004). Determinants of market reaction to restatement announcements. *Journal of Accounting & Economics* 37, 59-89.
- Skinner, D.J. (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting & Economics* 23, 249-282.

## Fraudulent Accounting and Class Action Lawsuits

Su-Keun Kwak\*  
Kyung-Ho Park\*\*  
Lee-Seok Hwang\*\*\*

### ABSTRACT

Korean listed firms with fraudulent accounting and reporting are subject to class action lawsuits beginning 2005. The study provides empirical findings from recent accounting and finance studies on income management, accounting restatements, regulatory enforcements, and accounting-related class action lawsuits. The study focuses on the concept of materiality and provides some interpretative guidance from the perspectives of “a reasonable shareholder.”

Key Words: Fraudulent accounting and reporting, class action lawsuits, materiality

---

\*Professor, College of Business Administration, Seoul National University

\*\*Ph.D. student in accounting, College of Business Administration, Seoul National University

\*\*\*Associate Professor, College of Business Administration, Seoul National University