

세무회계저널
제14권 제3호 2013년 6월 pp.217~252
한국세무학회

경영자의 4분기 이익조정과 기업지배구조*

김재승** · 차승민***

<요 약>

본 연구는 당기 3분기 누적손익에 따른 경영자의 4분기 이익조정 행태에 대하여 분석하고, 나아가 기업지배구조가 경영자의 4분기 이익조정에 견제적 역할을 적절히 수행하는 지에 대한 분석을 시도하였다. 이를 위하여 4분기 이익상향조정 의심기업으로 당기 3분기까지 누적 순손실 기업이었으나 연간 누적흑자로 전환되는 기업을, 4분기 이익하향조정 의심기업으로는 당기 3분기 누적 순이익이 전년도 연간순이익을 초과달성한 기업을 선정하였다. 그리고 이러한 기업들이 보고한 연차 이익이 진실한 보고이익인지 아니면 경영자의 이익조정이 반영된 결과인지를 분석하였다. 또한 본 연구에서는 기업의 외국인투자자, 사외이사, 대형 감사인이 경영자의 기회주의적인 4분기 이익조정 행위를 효과적으로 억제하고 감시하고 있는지에 대해 실증적 검증을 시도하였다.

2003년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 5,556개의 기업/년을 이용하여 분석한 본 연구의 실증결과는 다음과 같다. 첫째, 당기 3분기 누적손익의 수준에 따라 4분기에 상향적 혹은 하향적 이익조정의 유인이 큰 경영자는 4분기에 이익을 상향하는 또는 하향하는 이익조정을 적극적으로 하고 있는 것으로 나타났다. 둘째, 기업지배구조 개선의 역할을 수행할 것으로 기대되어지는 외국인투자자와 사외이사비용, 대형 감사인을 대리변수로 이용하여 이들의 경영자 견제 역할을 검증한 결과, 외국인투자자와 사외이사는 경영자의 4분기 이익조정에 대해 효과적인 견제 역할을 하지 못하는 것으로 나타났다. 반면 대형 감사인은 경영자의 상향적 이익조정에 대해서는 견제역할을 적절하게 수행하고 있는 것으로 나타났다.

본 연구의 분석결과는 투자자나 재무분석가에게는 투자의사결정에 유용한 정보를, 감사인과 규제기관에게는 이익조정 의심기업에 대한 중점감사의 필요성을, 정부에게는 기업지배구조 개선을 위한 사외이사제도에 대한 성과를 재확인함으로써 의미있는 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

<주제어> 이익조정, 기업지배구조, 외국인투자자, 사외이사, 감사인

* 본 논문은 주저자의 박사학위논문의 일부를 수정 보완하여 작성한 것입니다. 논문의 완성에 유익한 도움을 일명의 심사위원분들께 감사드리며, 저자의 박사학위 논문의 심사위원님이신 이윤규, 권봉상, 정용화, 한문성, 차승민 교수님께 다시 한 번 진심으로 감사드립니다.

** 부천대학교 세무회계과 조교수(강의전담), jsk6066@bc.ac.kr, 032-610-3250, 주저자

*** 경기대학교 경성대학 회계세무학과 조교수, smcha@kgu.ac.kr, 031-249-9450, 교신저자

I. 서 론

재무보고의 목적은 현재 및 잠재적 투자자, 대여자 및 기타 채권자 등이 기업에 자원을 제공하는 것에 대한 의사결정을 할 때 유용한 보고기업 재무정보를 제공하는 것이다.¹⁾ 특히 적시성과 신뢰성이 있는 중간재무보고는 투자자, 채권자 및 기타 정보이용자가 기업의 이익 및 현금흐름 창출능력과 재무상태 및 유동성을 판단하는 데 유용한 정보를 제공한다.²⁾ 하지만 4분기는 별도의 분기재무제표로 보고되지 않고 연차재무제표로 갈음되는 특징을 가지고 있으며, 경영자가 보고이익을 결정할 수 있는 마지막 기회이기도 하다. 따라서 경영자는 3분기 누적손익을 기반으로 4분기 보고이익을 조정할 가능성이 크다. 즉 당기 3분기까지 경영성 결과가 매우 저조한 기업은 차기이익을 당기에 조기 인식하는 전략을, 당기 3분기까지 경영성 결과가 매우 좋은 기업은 당기이익을 차기로 이연시키는 의사결정을 할 것으로 예상된다.

Degeorge et al.(1999)은 분기자료를 이용하여 이익조정 동기의 순서를 검증한 결과 적자회피를 위한 이익조정 동기가 최우선으로 작용하고, 그 다음에 전기이익 이상을 달성하려는 동기가 작용하며, 마지막으로 재무분석가의 이익 예측치를 초과달성하려는 동기가 작용한다는 결과를 보고하였다. 또한 4분기 이익조정에 대한 선행연구에 따르면 경영자는 연차재무제표를 확정하는 4분기에 적자회피 및 이익감소회피를 위해 4분기에 이익상향조정을 선택한다고 주장되고 있다(Das and Shroff 2002 ; Dhaliwal et al. 2004 ; Das et al. 2009 ; 지현미 외 2007 ; 백원선 2008 ; 박종일 · 전규안 2010). 반면, 김지홍 외(2008)는 기업들이 실제로 경영활동을 변경시켜 이익을 조정하는 지를 검증한 결과 이익평준화를 위해 이익을 조정한 것으로 의심되는 기업 중 이익이 0보다 매우 큰 기업들은 이익을 하향조정하는 행태를 보인다고 주장하였다. 이 같은 선행연구의 결과는 4분기에 적자회피나 이익평준화를 위한 목적으로 경영자가 연차이익을 조정할 가능성이 존재한다는 것을 의미한다.

특히 이러한 4분기 이익조정 가능성을 분석함에 있어 외국인지분율과 사외이사비율, 그리고 대형 감사인이 경영자의 이익조정행위에 대한 견제 역할을 효율적으로 수행하고 있는지를 추가적으로 검증할 필요가 있다. 왜냐하면 외국인투자자는 대량의 거래주문을 통해 경영자의 활동을 견제할 능력이 있으며, 상대적으로 안정적이고 장기적 투자성향을 가지고 있어 기업의 경영의사 결정에 결정적 영향을 미칠 수 있는 이해관계자이기 때문이다(박경서 · 이은정 2006). 또한 사외이사 제도는 경영자의 사적이익을 감소시키고 투자자의 이익을 보호할 것이라는 기대를 반영하여 시행된 제도로서 이사회에서 차지하는 사외이사의 비율이 증가할수록 이익조정은 감소하는 것으로 주장되고 있다(Beasley et al. 2000 ; 이상철 · 김경태 2003). 그리고 BIG 4 감사인은 Non-BIG 4 감사인보다 감사품질이 더 높고, 경영자의 이익조정을 억제하는 기능을 수행한다고 보

1) K-IFRS 제 1000B호 재무보고를 위한 개념체계, 문단 OB2

2) K-IFRS 제 1034호 중간재무보고 목적

고된 바 있다(Becker et al. 1998).

이에 본 연구에서는 당기 3분기 누적손익에 따른 경영자의 4분기 이익조정 행태에 대하여 분석하고, 나아가 외국인투자자, 사외이사, 그리고 대형 감사인이 경영자의 기회주의적인 이익조정 행위를 효과적으로 견제하는 역할을 성공적으로 수행하고 있는지에 대하여 검증하였다. 이를 위해 본 연구에서는 2003년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 5,556 기업/년을 대상으로 실증분석을 시도하였는데, 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 당기 3분기까지 누적순손실 기업이었으나 연간흑자를 보고한 기업은 재량적 발생액과 유의한 양(+)의 관련성을 보였으며, 당기 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업은 재량적 발생액과 유의한 음(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다. 이는 3분기까지 누적 경영성과에 따라 4분기에 경영자의 이익조정 행태는 달라질 수 있음을 시사한다.

둘째, 외국인지분율, 사외이사비율, 그리고 대형 감사인 여부로 측정한 기업지배구조가 4분기 이익조정 행태에 미치는 영향을 살펴 본 결과, 외국인과 사외이사는 경영자의 이익조정에 효과적인 견제 역할을 수행하지 못하는 것으로 나타났으며, 단지 외부 지배구조인 대형 감사인이 경영자의 이익조정에 대해 견제적 역할을 하는 것으로 나타났다.

따라서 이상과 같은 본 연구의 실증결과가 투자자나 재무분석가에게는 투자의사결정에 유용한 정보를, 감사인과 규제기관에게는 이익조정 의심기업에 대한 중점감사의 필요성을, 정부에게는 기업지배구조 제도의 성과를 재확인함으로써 의미있는 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

특히 본 연구는 선행연구에 비해서 다음과 같은 차별성을 갖는다.

첫째, 지금까지 4분기 이익조정 여부를 분석함에 있어 선행연구에서는 ① 분기별(1~4분기) 재량적 발생액 또는 실제이익조정 측정치의 평균값의 크기를 비교하거나(박종찬·김경태 2007 ; 박희우 외 2009 ; 김형순·김태훈 2012), ② Burgstahler and Dichev(1997)의 연구방법론을 이용하여 분기별로 이익조정 의심기업과 비의심기업의 재량적발생액의 크기를 비교하거나(송인만·박연희 2008 ; 전규안·박종일 2012), ③ 3분기까지의 당기이익수준 또는 이익변화에 따른 4분기 이익상향조정 의심기업을 선정하여 이익조정 여부를 분석하였다(백원선 2008). 반면, 본 연구에서는 백원선(2008)의 연구방법론을 따르되, 당기 3분기까지 누적손익의 수준에 따라 4분기 이익상향조정 의심기업과 이익하향조정 의심기업으로 나누어 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 백원선(2008)의 연구방법과는 차이가 있다.

둘째, 선행연구에서는 4분기는 다른 분기에 비해 재량적 발생액과 실제이익조정의 상대적 크기가 작아 이익조정이 억제된다(박종찬·김경태 2007 ; 송인만·박연희 2008 ; 전규안·박종일 2012 ; 김형순·김태훈 2012)는 주장과 당기순이익을 기준으로 이익기업의 재량적 발생액은 4분기에 상대적으로 증가한 반면, 손실기업은 4분기에 급격히 감소하여 big bath를 통하여 이익을 하향조정한다(박희우 등, 2009)는 주장 등 일치된 연구결과를 제시하고 있지 않다. 따라서 본

연구에서는 당기 3분기까지의 누적손익을 기반으로 경영자의 4분기 이익조정 여부를 재검증함으로써, 경영자의 이익조정 행태를 발견함에 있어서 새로운 시각을 제시하였다는 점에서 차별성을 갖는다.

셋째, 4분기에 이익상향조정 또는 이익하향조정이 이루어진다고 가정할 때, 이에 대한 효과적인 모니터링 역할을 수행할 것으로 기대되어지는 제도로는 대형감사인, 외국인지분율, 사외이사 비율 등을 예로 들 수 있다. 하지만, 선행연구에서는 4분기 감사인의 역할을 검증한 선행연구(오광욱·임태균 2010; 전규안·박종일, 2012)는 존재하였으나, 이들의 연구는 4분기 재량적 발생액의 평균값이 상대적으로 다른 분기에 비해 작다는 것으로 감사인의 역할을 검증한 반면, 본 연구는 이익상향(하향)조정 의심기업에 있어 감사인의 역할을 검증하였다는 점에서 차이가 있다. 또한 지금까지 외국인지분율과 사외이사비율이 4분기 이익조정에 미치는 영향을 검증한 연구가 미진하였다는 점에서 이를 추가적으로 분석하였다는 점에서 차별성을 갖는다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장의 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구 및 가설을 설정하고, 제 III 장에서는 연구모형을 제시하였다. 제 IV 장에서는 연구가설에 대한 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제 V 장에서는 연구의 결과와 한계점을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설의 설정

1. 경영자의 4분기 이익조정

이익조정의 동기를 설명하는 자본시장 동기에 따르면, 투자자와 재무분석가는 회계정보를 이용하여 기업을 평가하고 예측하므로 결국 회계정보가 기업의 주가와 자본비용에 영향을 줄 수 있다. 그러므로 경영자는 적자회피, 이익감소회피, 그리고 재무분석가 이익예측치 달성 등을 이유로 연차보고이익을 증가시키려는 이익조정을 하고 있다고 주장된다(권수영 외 2011). Degeorge et al.(1999)은 분기자료를 이용하여 이익조정 여부를 검증한 결과, 경영자는 보고이익 차원에서 손실 또는 이익감소 보고를 회피하는 경향이 있을 뿐 아니라 보고이익이 재무분석가의 이익예측치에 미달되는 것을 회피하는 경향이 있다는 결과를 제시하였다. Das and Shroff (2002)는 중간 분기에서 관찰된 이익변화 부호에 따라 경영자가 4분기의 이익을 조정하므로 다른 분기보다 4분기의 이익조정이 가장 높다고 주장하였다. 또한 주식시장 참여자들은 이러한 이익변화의 반전현상을 기회주의적 이익조정으로 보아 낮게 평가하는 경향이 있다고 주장하였다. Dhaliwal et al.(2004)은 3분기까지의 누적이익이 3분기말에 추정된 재무분석가의 이익예측치에 미달되는 경우에 경영자는 법인세비용을 이용하여 이익조정을 수행하는지를 분석한 결과, 총발생액과 이연 법인세비용을 통제한 후에도 4분기에 법인세비용을 이용하여 이익조정을 한다는 결과를 제시하

였다. Das et al.(2009)은 이익변화의 반전현상이 일반적으로 4분기에 폭넓게 관찰되는 경향이 있다고 보고하였다. 그들은 표본을 중간보고기간동안 이익변화가 음(-)이면서 4분기 이익변화가 양(+)인 집단과 중간보고기간동안 이익변화가 양(+)이면서 4분기 이익변화가 음(-)인 집단으로 구분하여 이익변화의 반전현상을 분석하였다. 연구결과 중간보고기간의 경영성과의 상대적 수준에 따라 4분기 이익이 반전되는 현상이 있는 것으로 나타났다.

지현미 외(2007)는 연간이익 증가액 대비 4분기의 이익 증가액이 가장 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 추가배수가 더 높게 나타나고 있는데, 이는 투자자들의 재무정보에 대한 관심이 1분기 보다는 연차이익을 확정 짓는 4분기에 더 높다고 주장하였다. 백원선(2008)은 3분기까지의 이익조정유인에 따라서 4분기 순이익을 이용한 이익조정과 이익지속성간의 관계를 분석하였다. 연구결과 1분기부터 3분기까지 순손실을 보고한 집단의 4분기 순이익의 지속성은 그렇지 않은 집단의 4분기 순이익의 지속성에 비하여 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이는 3분기까지의 경영성과에 따라서 4분기 순이익을 이용한 이익조정 유인이 존재하며, 그러한 이익상향조정은 이익지속성에 좋지 않은 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과라고 주장하였다. 박종일·전규안(2009)은 보고이익을 공시하기 전에 관리전 이익이 목표이익에 미달된 기업들이 4분기에서 법인세비용을 이용하여 이익조정을 하는가를 분석한 결과 3분기까지 목표이익에 미달한 기업들이 3분기까지의 유효법인세율보다 4분기의 유효법인세율을 낮추는 방법을 이용하여 상향적 이익조정(이하 이익상향조정)을 한다고 제시하였다. 박종일·전규안(2010)은 3분기말까지 소폭손실을 기록한 기업이 부정적인 어닝 서프라이즈를 회피하기 위해 4분기에 이익상향조정을 할 가능성이 많다고 주장하였다.

반면, Healy(1985)는 보고이익이 급증하여 경영자가 받을 보너스의 상한선을 넘는 경우 이익감소의 조정이 일어나며, 보고이익이 아주 낮아 보너스의 하한선에 미치지 못할 때는 이익을 더욱 감소시키는 방향으로 이익조정이 일어난다고 주장하였다. 박희우 외(2009)는 당기순이익을 전기총자산으로 나누어 표준화한 후 이익조정 의심기업으로 선정하여 분석한 결과, 전체표본의 경우 재량적발생액과 기업성과는 선행연구들과 동일하게 4분기에 감소하거나 음(-)의 값으로 나타났으나, 전체표본을 이익기업과 손실기업으로 나누어 분기별 기업성과와 이익조정의 행태를 관찰하였을 경우에 이익기업의 재량적발생액은 4분기에 상대적으로 증가하며, 양(+)의 수준으로 나타나는 반면, 손실기업에서는 4분기에 오히려 급격히 감소하여 음(-)의 수준으로 나타난다는 결과를 제시하였다. 배종일·김진태(2012)는 적자회피, Big bath 형태의 이익조정에 따라서 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭에 차이가 있는 지를 검증한 결과, 경영자는 이익조정을 위해 정보비대칭을 이용하고 있으며, 이러한 경영자의 이익조정 행위는 적자 보고를 회피하기 위한 이익조정뿐만 아니라 당기에 순이익을 보고할 수 있음에도 불구하고 당기의 순이익을 차기로 이연하기 위하여 적자를 보고하는 Big bath 형태의 이익조정도 포함되는 것으로 나타났다. 이상과 같은 논의를 바탕으로 판단할 때 4분기에 이익조정 여부는 실증적으로 분석해야

할 문제인 것으로 판단된다.

한편으로, 이익평준화 가설에 따르면 경영자는 보고이익을 회계기간 간에 큰 변동성 없이 유지시키려 한다고 보고되고 있다. DeFond and Park(1997)은 경영자의 이익평준화는 단순히 현재의 성과 뿐 아니라, 예상되는 미래의 성과를 반영하여 결정된다고 주장하였다. 즉 기업들은 현재의 성과가 나쁘고 미래의 성과가 좋을 것으로 예상되는 경우에는 미래의 회계이익 중 일부를 앞당겨 양(+)의 재량적 발생액을 계상하지만, 현재의 성과가 좋고 미래의 성과가 나쁠 것으로 예상되는 경우에는 현재의 회계이익을 이연시켜 음(-)의 재량적 발생액을 계상한다고 주장하였다. 김지홍 외(2008)는 이익평준화를 위해 이익을 조정한 것으로 의심되는 기업 중 이익이 0보다 매우 큰 기업들은 이익을 하향 조정하는 행태를 보인 반면, 이익이 0보다 매우 작은 기업들은 다른 기업들과 유의한 차이를 보이지 않는다고 보고하였다. 또한 4분기에 하향적 이익조정(이하 이익하향조정)이 이루어진다는 연구결과로, Givoly and Ronen(1981)은 1분기~3분기 이익의 변동성이 큰 경우 연간이익의 안정적인 추세를 보여주기 위해 4분기에 이익평준화를 하는지 분석하였다. 연구결과 중간분기의 차이와 4분기의 차이에 높은 음(-)의 관련성이 관찰되어 회계연도 말에 이익조정이 이루어진다고 주장하였다. Kerstein and Rai(2007)는 3분기말까지 누적순이익이 소폭적자인 기업은 4분기에 이익을 상향조정하여 연차이익을 소폭흑자로 전환하며, 3분기말까지 누적순이익이 소폭흑자인 기업은 4분기에 이익을 큰 변동성 없이 유지하는 경향이 있다고 보고하였다. 이태규(2007)는 비기대법인세수익(순이익 중에서 세전이익의 증감에 연동되지 않고 순수하게 법인세비용이 감소하여 발생한 이익)이 분기이익의 유연화수단으로 이용되며, 이익지속성과 추가관련성은 일부 존재하는 것으로 나타났다고 제시하였다. 박종일·전규안(2011)은 3분기까지의 누적순이익이 소폭이익에 있거나, 관리전 이익이 전기순이익보다 소폭 증가한 기업이거나, 관리전 이익이 재무분석가의 이익예측치를 약간 초과한 소폭이익 달성 기업은 그렇지 않은 기업들과 비교해서 최종 연차보고이익을 증가시키거나, 감소시키지 않고 4분기 이익을 관리하여 소폭이익 상태를 그대로 유지시키는 이익평준화를 실현한다고 주장하였다.

이와 같이 경영자의 이익평준화 행위가 DeFond and Park(1997)의 주장처럼 미래의 성과를 반영하여 결정된다는 점에서 전기의 경영성과에 비해 당기 3분기까지 경영성과를 어닝서프라이즈로 보고한 기업의 경우, 향후 업황 및 차기연도의 경제상황 등이 모두 낙관적이지 않다는 것이 확실할 경우 4분기 보고이익을 하향조정할 유인은 증가될 것이다. 하지만, 미래의 경제 상황이 낙관적으로 예상되거나, 세계경제의 호황이 예상되는 경우에는 오히려 이익을 조정하지 않고 좋은 경영성과를 보고함으로써 원활한 자금조달과 자본비용의 감소를 기대하고, 아울러 공격적 추가상승을 유도하기 위한 자본시장의 동기가 더욱 크게 작용할 가능성도 존재한다. 따라서 이상의 논의를 바탕으로 판단해 볼 때, 당기 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성할 정도로 경영성과가 매우 좋은 기업의 4분기 이익조정 여부는 실증적으로 분석해야 할 문제인 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 첫 번째 가설을 다음과 같은 귀무가설 형태로 설정하였다.

[가설 1] 당기 3분기까지 누적손익의 수준에 따라 경영자의 4분기 이익조정 행태에는 차이가 없다.

[가설 1-1] 당기 3분기 누적 순손실이었으나 연간 누적순이익으로 전환된 기업은 4분기 이익조정의 행태에 있어 그렇지 않은 기업과 차이가 없다.

[가설 1-2] 당기 3분기 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과 달성한 기업은 4분기 이익조정의 행태에 있어 그렇지 않은 기업과 차이가 없다.

2. 기업지배구조의 경영자 견제역할

장하성(2001)은 기업지배구조란 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정이라고 정의하였다. 따라서 좋은 기업지배구조는 경영자의 기회주의적 행위를 억제함으로써 경영자와 이해관계자와의 사이에서 발생하는 대리인 문제를 해결할 수 있는 좋은 방안이 될 수 있을 것이다.

기업의 지배구조는 다양하게 정의될 수 있으나 본 연구에서는 경영자의 이익조정 행위에 대한 감시 및 견제의 역할을 할 수 있을 것으로 예상되는 외국인투자자, 사외이사, 그리고 외부 감사인에 주목하였다.

먼저, 외국인투자자가 경영자의 이익조정 행위에 적절한 감시자의 역할을 하는가에 대해서는 아직 명확한 결론을 내리지 못하고 있다. 김정옥·배길수(2006)는 외국인 지분율이 증가할수록 기업의 회계보수성이 강화된다고 주장하였으며, 안운영 외(2005)는 재량적 발생액이 낮은 기업에 외국인 투자자들이 투자하는 경향이 높다고 보고하고 있다. 전영순(2003) 또한 기업의 이익조정 수준과 외국인주주 지분율 사이에는 음(-)의 관계가 있음을 보고하였으나, 외국인 지분율의 변화와 이익조정 수준의 변화 사이에서는 유의적인 관련성을 발견하지는 못하였다. 한편, 박종일 외(2009)는 이상의 주장들과는 상반된 결과를 보고하였는데, 이익조정 수준이 외국인주주 지분비율과 유의적인 양(+)의 관련성을 가지고 있었으며, 이익조정의 방향성을 고려하여 분석한 결과, 외국인지분율이 증가할수록 기업들은 이익을 증가시키는 방향의 이익조정을 증가시키지만, 이익을 감소시키는 방향의 이익조정 수준은 지분율에 따른 차이가 없다고 주장하였다. 이상의 결과들로 종합해 볼 때 외국인투자자가 경영자의 4분기 이익조정 행위를 효과적으로 견제할 지는 실증적으로 분석해야 할 문제인 것으로 판단된다.

본 연구에서 경영자의 견제장치로 꼽은 두 번째 기업지배구조는 사외이사³⁾이다. 현재 규제당

3) 사외이사제도는 1998년 2월 증권거래소의 '유가증권시장상장규정'이 개정되면서 도입되었고, 동 규정을 개정하면서 상장법인의 사외이사를 이사 총수의 1/4 이상으로 의무화하였다 2001년에는 증권거래법에서는 자산규모 2조원 이상 상장법인의 경우 총 이사 수의 1/2 이상 및 3인 이상의 사외이사를 두도록 하였으며 '사외이사 후보 추천위원회' 설치를 의무화하되, 동 위원회 위원 총수의 1/2 이상을 사외이사로 구성토록 하였다 또한 2001년 3월에는 소수주주가 추천한 사외이사 후보에 대해서는 동 추천위원회

국은 지배주주의 기회주의 행위에 대한 대리인 비용을 감소시키고, 이를 외부 소액주주와 자본 시장에 확신시키기 위해 사외이사제도를 운용하도록 법으로 규정하고 있다. 그러나 동 제도에 대한 효과에 대해서는 아직 명확하지 않으며, 이에 대한 선행연구들 또한 외국인투자자와 동일하게 일관된 결과를 보고하지 못하고 있다. Beasley(1996)는 재무제표의 부정에 대한 발생 빈도가 사외이사의 비율이 높은 기업에서 더 낮게 나타난다는 것을 발견하였으며, Peasnell et al. (2001)은 영국기업을 대상으로 이사회 구성과 이익조정과의 관계를 분석하였는데, 이익상향 조정 유인이 있는 경우에 사외이사의 비율이 높은 기업에서 이익조정이 낮게 나타난다는 것을 발견하였으며, 이익하향조정의 유인이 있는 경우에는 유의한 결과를 발견하지 못하였다. 국내의 이상철·이경태(2003)도 사외이사의 효과적인 경영자 견제역할에 대한 결과를 보고하고 있다. 그들은 감사위원회의 사외이사를 주목하였는데, 감사위원회의 사외이사비율이 증가함에 따라 이익조정이 감소한다는 결과를 보고하였다. 한편, 김병호(2006)는 경영자가 이익을 상향조정할 유인과 하향조정할 유인을 구분하여 사외이사의 역할을 검증하였다. 분석결과 경영자가 손실 혹은 이익의 감소를 회피하기 위하여 발생액을 이용하여 이익을 상향조정할 유인이 있는 경우에는 이사회에서 사외이사의 비율이 높아짐에 따라서 그 상향조정의 정도가 더 낮게 나타났으나 이익을 하향조정 유인이 있는 경우에는 이사회의 구성이 조정정도에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한편, 이호영 외(2010)는 기존의 연구에서 나아가 사외이사에 대한 보상이 경영진에 대한 감시 및 통제라는 사외이사의 본질적인 역할을 강화시키는지 혹은 저해하는지를 이익조정과 관련하여 살펴보았다. 연구결과, 사외이사들이 재무제표를 작성하는 과정에서 보상 수준이 높아짐에 따라 경영자의 발생액을 통한 이익조정 활동을 효과적으로 통제하는 것으로 나타났다. 그러나, Jensen(1993)은 적정 수준 이상의 보상을 받은 이사의 경우 과도한 보상이 기회주의적 타협의 대가로 작용하기 때문에 경영진을 감시할 유인이 작아진다고 보고하였으며, Stout(2003) 또한 이사들에 대한 성과주의 보상은 비효율적일 뿐 아니라 이사들의 모니터링 동기를 저해한다고 보고하였다. 나아가 Brick et al.(2006)은 이사들에 대한 비기대보상이 최고경영자와 이사들의 결탁으로 인한 결과라고 주장하였다. 이상의 논의를 살펴보면 사외이사도 당해 기업으로부터 보상을 받는 대상이므로 경영자에 대한 견제를 효과적으로 할 지는 단정할 수 없다. 최근 국내의 한 언론보도에 따르면 국내 100대 기업의 이사회 안건 중 사외이사가 반대의견을 제출한 경우는 전체의 0.15% 밖에 되지 않는다고 보도된 바 있다.⁴⁾ 이상의 논의를 바탕으로 판단할 때 전체 이사

가 주주총회에 이를 반드시 추천하도록 의무화하였다 사외이사에는 해당 기업의 대주주, 주요 주주, 임직원 및 그 관계인이 선임되지 못하도록 하여 직무수행의 독립성이 보장되도록 하고 있다(증권거래법은 2007. 8. 3. 폐지되어 자본시장과 금융투자업에 관한 법률로 대체되었다).

4) YTN 뉴스에 따르면 2010년 국내 100대 상장사의 안건들이 사외 이사들의 견제 없이 거의 만장일치로 통과된 것으로 나타났다. 금융감독원 전자공시 시스템에 따르면 국내 100대 상장사는 지난해 이사회에서 모두 2천 685개의 안건을 처리했지만 이들 안건 가운데 사외이사들의 반대로 부결된 것은 4건으로

회 구성원 중 사외이사의 비율이 높을수록 경영자의 4분기 이익조정을 효과적으로 견제할 수 있을지는 실증적 분석대상이라고 판단된다.

본 연구의 경영자에 대한 세 번째 견제 장치는 외부 감사인이다. 기업지배구조 이론에서 외부 감사인이 제공하는 감사품질은 기업의 외부지배구조의 구성 요소 중 하나이다(Gillan 2004 ; Rezaee 2009). 외국의 선행연구들에 의하면 일반적으로 대형 감사인⁵⁾이 감사품질이 높다고 보고되고 있다. 즉, 상대적으로 많은 전문 인력을 보유하고 있고 이들에 대한 체계적인 교육 프로그램과 업무 절차 시스템을 구축하고 있는 대형 감사인(Big4)이 소형 감사인(Non-Big4)에 비해 보다 효율적으로 감사업무를 수행함으로써 궁극적으로는 Non-Big4에 비해 높은 품질의 감사서비스를 제공한다는 연구결과가 우세하다(DeAngelo 1981). 나아가 Big4는 Non-Big4에 비해 많은 피감사기업을 고객으로 확보하고 있어 특정 피감사기업의 사적 이익에 영합하는 기회주의적 행동을 할 유인이 낮고 감사시장에서 대형 회계법인으로서 지켜온 전문직적인 명성을 유지하고자 하는 유인이 큰 한편, 지급능력으로 인해 직면할 수 있는 높은 소송위험 때문에 보다 보수적이고 독립적으로 감사업무를 수행함으로써 보다 높은 품질의 감사서비스를 제공하는 것으로 알려져 왔다(e.g., Reynolds and Francis 2000). 그러나 국내 감사시장에서 Big4와 Non-Big4간 감사품질의 차이를 실증적으로 분석한 선행연구들은 서로 일관된 실증결과를 보고하고 있지 않다.

먼저 Big4의 감사품질이 우수하다고 주장하는 연구를 살펴보면, 나종길·최관(2003)은 감사품질의 대용치로서 수정 Jones 모형을 이용하여 재량적 발생액을 추정하고 이를 Big4와 Non-Big4의 피감사기업 간에 비교한 결과, Big4의 피감사기업이 Non-Big4의 피감사기업 보다 상대적으로 작은 규모의 재량적 발생액을 보고하는 실증분석 결과를 제시함으로써 Big4의 감사품질이 Non-Big4에 비해서 우수하다고 주장하였다. 그리고 오광욱·임태균(2010)은 감사보수가 4분기 재량적발생액에 미치는 영향을 분석하였는데, 4분기 재량적발생액과 감사보수는 음(-)의 관련성이 확인되어 높은 감사보수를 받는 감사인이 높은 감사품질을 제공하여 4분기 이익조정이 억제하고 있다고 보고하였다.

반면 박종일 외(1999)는 Big4의 피감사기업들이 Non-Big4의 피감사기업들에 비해 오히려

0.15%에 그쳤다. 보류된 안건은 7건으로 전체의 0.26%였고, 사외 이사에 의해 안건이 일시적이거나 중단된 비율은 11건으로 0.41%에 그쳤다. 또 이사회 안건에 찬성이 아닌 반대, 보류, 기권 등의 의견을 한 번이라도 제시한 사외이사는 전체 466명 가운데 9.8%인 46명에 불과했다(YTN 뉴스 2011년 7월 10 일자를 참고하기 바람).

5) 국내 회계법인 중 세계적으로 가장 큰 규모를 가진 4개의 회계법인과 업무제휴 관계에 있는 Big 4는 삼일, 삼정, 안진, 한영회계법인이다. 본 연구에서 BIG에 대한 변수는 다음과 같이 정의한다.

2003년 : 삼일, 안진, 안진, 영화, 삼정, 하나

2004년 : 삼일, 안진, 안진, 영화, 삼정, 하나, 하나안진, 한영

2005년 : 삼일, 안진, 삼정, 하나안진, 한영

2006년~2010년 : 삼일, 안진, 삼정, 한영

높은 수준의 재량적 발생액을 보고한다는 실증 결과를 통해 Big4가 Non-Big4에 비해 보다 우수한 품질의 감사서비스를 제공하지 않는다고 주장하였다. 또한 문보영 외(2013)도 비슷한 연구 결과를 보고하고 있다. 그들은 감사품질의 대용치로 감사인의 감사의견을 이용하여 Big4와 Non-Big4 감사인간에 감사의견에 있어서 차이가 있는지에 대하여 실증분석을 시도하였다. 연구결과, Big4 감사인이 Non-Big4 감사인에 비해 높은 빈도로 적정 이외의 감사의견을 제출하지 않는 것으로 나타났는데, 이에 대해 그들은 Big4와 Non-Big4 감사인간에 감사품질로 인한 차이가 존재하지 않는 것으로 해석하였다. 이상의 선행연구들로 판단할 때 대형 감사인이 일반적으로는 높은 감사품질을 제공하므로 경영자의 4분기 이익조정에 대해 효과적으로 견제를 할 것으로 예상할 수 있지만, 국내에 대형 감사인의 감사품질이 우수하지 않다는 실증결과도 다수 존재하므로 반드시 대형 감사인이 효과적인 경영자 감시역할을 하고 있다고 단정할 수도 없다. 그러므로 이에 대해서는 실증적으로 분석해야 할 문제인 것으로 판단된다.

이상의 논의들을 바탕으로 본 연구에서는 다음과 같이 귀무가설의 형태로 두 번째 가설을 설정하였다.

[가설 2] 기업지배구조(외국인지분율, 사외이사비율, 대형 감사인)는 4분기 이익조정에 영향을 미치지 않는다.

Ⅲ. 연구모형

1. 연구모형

본 연구의 가설검정을 위해서는 우선적으로 4분기 이익조정 유인이 높은 기업을 식별하여야 한다. 이를 위해 본 연구에서는 당기 3분기까지 누적손익의 수준에 따라 4분기 이익상향조정 의심기업과 이익하향조정 의심기업으로 나누어 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 구체적으로 4분기에 이익상향조정의 유인이 높은 기업과 이익하향조정의 유인이 높은 기업을 식별한 방법은 다음과 같다.

첫째, 4분기 이익상향조정유인이 높은 기업은 당기 3분기까지 누적순손실기업이었으나 연간 누적흑자로 전환한 기업을 선택하였다(이하 “4분기 이익상향조정 의심기업”이라고 칭한다). 이러한 기업은 3분기까지 누적순손실을 4분기에 만회하여 흑자로 전환된 기업임을 의미한다. 따라서 4분기에 자본시장동기에 따라 적자회피를 위한 이익상향조정이 의심되는 기업이다.

둘째, 4분기 이익하향조정이 증가될 것으로 예상되는 기업은 당기 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업으로 선정하였다(이하 “4분기 이익하향조정 의심기업”이라고 칭한다). 이와 같은 기업은 이익평준화 동기에 따라 4분기에 이익을 감소시킴으로써 연간이

익을 전기와 큰 변동성 없이 유지하고자 할 것으로 예상된다.⁶⁾

이상의 구분을 기초로 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 4분기 재량적발생액을 종속변수로 하는 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$MDA_{itq-4}(CDA_{itq-4}, RDA_{itq-4}) = \alpha_0 + \beta_1 Turn_up_{it}(Turn_down_{it}) + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{itq-4} + \beta_5 OWNER_{it} + \beta_6 FOR_{it} + \beta_7 BRD_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \beta_9 MARKET + YD + IND + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$MDA_{itq-4}(CDA_{itq-4}, RDA_{itq-4}) = \alpha_0 + \beta_1 Turn_up_{it}(Turn_down_{it}) + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 Turn_up_{it} * FOR_{it}(Turn_down_{it} * FOR_{it}) + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{itq-4} + \beta_7 OWNER_{it} + \beta_8 BRD_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} MARKET + YD + IND + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$MDA_{itq-4}(CDA_{itq-4}, RDA_{itq-4}) = \alpha_0 + \beta_1 Turn_up_{it}(Turn_down_{it}) + \beta_2 BRD_{it} + \beta_3 Turn_up_{it} * BRD_{it}(Turn_down_{it} * BRD_{it}) + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{itq-4} + \beta_7 OWNER_{it} + \beta_8 FOR_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} MARKET + YD + IND + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$MDA_{itq-4}(CDA_{itq-4}, RDA_{itq-4}) = \alpha_0 + \beta_1 Turn_up_{it}(Turn_down_{it}) + \beta_2 BIG_{it} + \beta_3 Turn_up_{it} * BIG_{it}(Turn_down_{it} * BIG_{it}) + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{itq-4} + \beta_7 OWNER_{it} + \beta_8 FOR_{it} + \beta_9 BRD_{it} + \beta_{10} MARKET + YD + IND + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

- MDA_{itq-4} : 수정존스모형에 의한 i기업의 t년도 4분기 재량적 발생액 (Dechow et al. 1995)
 CDA_{itq-4} : 수정존스모형에 현금흐름을 고려한 i기업의 t년도 4분기 재량적 발생액(Kaznik 1999)
 RDA_{itq-4} : 수정존스모형에 경영성과를 고려한 i기업의 t년도 4분기 재량적 발생액(Kothari et al. 2005)
 $Turn_up_{it}$: i기업의 t년도 당기 3분기까지 누적순손실이었으나 연간 누적순이익으로 전환된 기업이면 1, 아니면 0인 더미 변수
 $Turn_down_{it}$: 당기 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업이면 1, 아니면 0인 더미 변수

6) 이 같은 방법은 백원선(2008)의 이익조정 의심기업의 선정방법을 따르되, 백원선(2008)은 4분기 이익상향조정 의심기업을 당기이익수준과 이익변화에 따른 구분으로 나누어 각각의 이익지속성을 분석한 반면, 본 연구에서는 4분기 이익상향조정 의심기업과 이익하향조정 의심기업으로 나누어 4분기 이익조정에 대하여 분석하였다는 점에서 차이가 있다.

LEV_{it}	: i기업의 t년도 안정성 대용치(당기총부채/당기 기초총자산)
$SIZE_{it}$	: i기업의 t년도 기업규모 대용치(자연로그(당기 기초총자산))
ROA_{itq-4}	: i기업의 4분기 총자산이익률(4분기 순이익/3분기말 총자산)
$OWNER_{it}$	: i기업의 t년도 대주주 및 특수관계자 지분율
FOR_{it}	: i기업의 t년도 외국인지분율이 5% 이상이면 1, 아니면 0인 더미변수
BRD_{it}	: i기업의 t년도 사외이사비율이 25% 초과면 1, 아니면 0인 더미변수
BIG_{it}	: i기업의 t년도 외국회계법인과 제휴법인이면 1, 아니면 0인 더미변수
$MARKET$	: 유가증권시장은 1, 코스닥시장은 0인 더미변수
YD	: 연도더미
IND	: 산업더미

식(1)의 관심변수인 $Turn_up$ 과 $Turn_down$ 은 종속변수인 4분기 재량적 발생액(MDA , CAD , RDA)에 미치는 영향력을 나타내는 회귀계수이며, $Turn_up$ 변수의 회귀계수는 경영자는 적자회피를 위한 이익상향조정을 선택할 것으로 예상되기 때문에 양(+)의 값을 가질 것이다. 반면 $Turn_down$ 변수의 회귀계수는 보고이익의 변동성을 줄이고, 법인세부담을 감소시키기 위해 이익하향조정을 선택할 것으로 예상되기 때문에 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

식(2)에서는 식(1)의 연구모형에 4분기 이익상향조정 의심기업($Turn_up$)과 외국인지분율(FOR)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_up*FOR$ 을, 4분기 이익하향조정 의심기업($Turn_down$)과 외국인지분율(FOR)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_down*FOR$ 을 추가하여 분석하였다. 외국인투자자들이 경영자의 자의적인 이익조정을 효과적으로 견제한다면, $Turn_up*FOR$ 의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상되며, $Turn_down*FOR$ 의 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 반면, 외국인투자자들이 경영자를 효과적으로 견제하는 역할을 수행하지 못한다면 해당 변수들이 유의성을 나타내지 못할 것이다.

식(3)에서는 식(1)의 연구모형에 4분기 이익상향조정 의심기업($Turn_up$)과 사외이사비율(BRD)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_up*BRD$ 를, 4분기 이익하향조정 의심기업($Turn_down$)과 사외이사비율(BRD)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_down*BRD$ 를 추가하여 분석하였다. 사외이사가 객관적인 입장에서 경영자의 4분기 이익조정을 효과적으로 통제한다면, $Turn_up*BRD$ 의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상되며 $Turn_down*BRD$ 의 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 그러나 사외이사가 경영자의 자의적인 이익조정을 효과적으로 통제하는 역할을 하지 못하고 있다면 동 변수들은 유의성이 나타나지 않거나, 혹은 경영자의 이익조정에 동조하여 반대의 부호를 나타낼 가능성도 존재한다.

식(4)에서는 식(1)의 연구모형에 4분기 이익상향조정 의심기업($Turn_up$)과 대형 감사인(BIG)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_up*BIG$ 을, 4분기 이익하향조정 의심기업($Turn_down$)과 대형 감사인(BIG)의 상호작용 효과를 알아보기 위해 교차변수인 $Turn_down*BIG$ 을 추가하여 분석하였다. 대형 감사인이 높은 감사품질을 제공한다는 선행연구를 감안한다면,

$Turn_up*BIG$ 의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상되며, $Turn_down*BIG$ 의 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 그러나 대형 감사인의 감사품질이 소형 감사인에 비해 큰 차이가 없다는 선행연구의 결과도 존재하므로 이를 단정할 수는 없을 것이다.

본 연구에서 재량적 발생액에 영향을 미칠 것이라고 예상되는 공통적인 통제변수는 부채비율(LEV), 기업규모($SIZE$), 4분기 총자산이익률(ROA_{q-4}), 대주주 및 특수관계자 지분율($OWNER$), 그리고 증권시장 더미($MARKET$)이다. 먼저, 부채비율이 높은 기업은 부채계약을 위반할 가능성을 피하기 위해 재량적 발생액을 통해 이익을 증가시킬 유인이 존재하게 된다는 연구결과(DeFond and Jambalvo 1994)가 있는 반면, 부채비율이 높을수록 큰 음(-)의 발생액을 가진다는 연구결과도 보고되었다. 따라서 부채비율(LEV)의 회귀계수는 방향성을 예측하지 않는다. 기업규모($SIZE$)는 기초총자산에 자연로그를 취하여 측정하였으며, 선행연구에 의하면 이익조정 측정치와 유의한 관련성이 있는 것으로 알려져 있으나 방향성은 혼재되어 있으므로 방향성은 예측하지 않았다. 4분기 총자산이익률(ROA_{q-4})은 3분기까지 적자였다가 4분기에 흑자로 전환된 경우 실제로 4분기 실적이 좋았기 때문에 4분기 재량적 발생액이 높게 나타났을 가능성을 통제하기 위한 변수이다. 따라서 4분기 경영성과와 4분기 재량적 발생액간에는 양(+)의 관계가 예상된다. 대주주지분율($OWNER$)은 박종일 외(2003)의 연구에서 대주주 지분율이 높을수록 기업의 이익조정이 증가함을 보고한 바 있으므로 재량적 발생액과는 양(+)의 관계에 있을 것으로 예상된다. 그리고 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업들의 체계적인 특성의 차이(차승민 2008; 최중서 외 2010)가 재량적 발생액에 영향을 미칠 가능성으로 고려하여 통제변수로 포함하였다.

또한 본 연구모형에서는 세 가지 기업지배구조 변수 중 각 모형에서 관심변수가 아닌 경우 통제변수로 추가하였다. 이에 따라 식(2)에서는 사외이사비율(BRD)과 감사인(BIG)이, 식(3)에서는 외국인투자자 지분율(FOR)과 감사인(BIG)이, 식(4)에서는 외국인투자자 지분율(FOR)과 사외이사비율(BRD)이 각각 통제변수로 포함되었다.

마지막으로 산업별 특성을 통제하기 위해 12개 산업⁷⁾으로 분류한 산업더미(IND)를 연구모형에 포함하였으며, 아울러 연도별 특성을 통제하기 위하여 연도더미(YD)도 본 연구모형에 포함하였다.

7) 신뢰성 있는 재량적 발생액을 산정하기 위해 표준산업분류기준의 중분류기준을 사용하되, 이를 재분류 및 집단화하여 12개 분류기준으로 재구성하였다.

2. 종속변수의 측정

본 연구에서는 4분기 재량적 발생액을 추정하기 위한 전단계로 4분기 총발생액을 측정해야 한다. 본 연구에서는 현금흐름표에서 총발생액을 측정하였으며, 총발생액인 TA (Total Accruals, 이하 TA)는 식(5)와 같이 측정된다.

$$TA_{itq-4} = NI_{itq-4} - CFO_{itq-4} \quad (5)$$

TA_{itq-4} : i기업의 t년도의 4분기 총발생액
 NI_{itq-4} : i기업의 t년도의 4분기 당기순이익
 CFO_{itq-4} : i기업의 t년도의 4분기 영업활동으로 인한 현금흐름

총발생액(TA)은 경영자가 임의적으로 관리할 수 있는 부분인 재량적 발생액과 경제상황에 따른 발생액의 변화, 즉 경영자가 관리할 수 없는 부분인 비재량적 발생액으로 구분된다. 총발생액이 모두 경영자의 이익조정 행위와 관련되는 것은 아니므로, 경영자가 이익조정을 반영하는 재량적 발생액을 계산해야 하는 것이다.

이를 위해 본 연구는 재량적 발생액의 측정 오류로 인한 문제점을 완화시키기 위해 3가지 모형으로 추정한 각각의 재량적 발생액을 이용한다. 구체적으로 식 (6)의 수정된 Jones 모형에 의한 재량적 발생액(이하 MDA), 식 (7)의 수정된 Jones 모형에 영업현금흐름을 추가로 고려한 재량적 발생액(이하 CDA), 식 (8)의 수정된 Jones 모형에 의한 재량적 발생액에 ROA를 고려한 재량적 발생액(이하 RDA)이다. 각각의 추정 모형은 다음과 같다.

수정된 Jones 모형(MDA)

$$TA_{itq-4}/A_{itq-3} = \alpha_0/A_{itq-3} + \beta_1(\Delta REV_{itq-4} - \Delta REC_{itq-4})/A_{itq-3} + \beta_2 PPE_{itq-4}/A_{itq-3} + \varepsilon_{itq-4} \quad (6)$$

수정된 Jones 모형에 현금흐름을 고려한 모형(CDA)

$$TA_{itq-4}/A_{itq-3} = \alpha_0/A_{itq-3} + \beta_1(\Delta REV_{itq-4} - \Delta REC_{itq-4})/A_{itq-3} + \beta_2 PPE_{itq-4}/A_{itq-3} + \beta_3 \Delta CFO_{itq-4}/A_{itq-3} + \varepsilon_{itq-4} \quad (7)$$

수정된 Jones 모형에 경영성과 고려한 모형(RDA)

$$TA_{itq-4}/A_{itq-3} = \alpha_0/A_{itq-3} + \beta_1(\Delta REV_{itq-4} - \Delta REC_{itq-4})/A_{itq-3} + \beta_2 PPE_{itq-4}/A_{itq-3} + \beta_3 ROA_{itq-4}/A_{itq-3} + \varepsilon_{itq-4} \quad (8)$$

TA_{itq-4} : i기업의 t년도 4분기 총발생액
 ΔREV_{itq-4} : i기업의 t년도 4분기 매출액의 변동분
 ΔREC_{itq-4} : i기업의 t년도 4분기의 매출채권의 변동분
 PPE_{itq-4} : i기업의 t년도 4분기의 유형자산

ΔCFO_{itq-4} : i기업의 t년도의 4분기 영업현금흐름의 변동분
 ROA_{itq-4} : i의 t년도의 4분기 총자산이익률(4분기 순이익/3분기말 총자산)
 A_{itq-3} : i기업의 t년도 3분기말 총자산
 $\alpha_0, \beta_1, \beta_2$: 산업-연도별 회귀계수 추정치

3. 표본설정

본 연구의 실증분석을 위해 2003년부터 2010년까지 국내의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 회사 중 다음의 기준을 적용하여 표본을 선정하였다.⁸⁾

- (1) FN-Guide에서 분기별 재무제표 자료를 구할 수 있는 기업
- (2) 자본잠식이 없는 기업
- (3) 회계연도가 12월로 종료되는 기업
- (4) 금융업에 속하지 않는 기업

조건(2)는 자본잠식이 있는 기업의 경우 정상적인 기업의 의사결정과는 다른 의사결정을 할 가능성이 높기 때문에 도입되었으며, 조건(3)은 표본의 동질성을 확보하기 위해서 적용하였으며, 조건(4)는 금융업에 속하는 기업들의 재무제표 양식, 계정과목 성격 등이 일반기업과 상이하기 때문에 비교가능성을 위해 도입되었다. 상기의 조건을 만족시키는 총 5,556 기업/연도의 관측치가 최종표본으로 선정되었다. 최종표본 선정을 위한 구체적인 과정은 <표 1>에 제시하였으며, 동 연구 표본의 산업별-연도별 분표는 <표 2>에 제시하였다.

<표 1> 표본선정 절차

구 분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	계
전체표본	1,726	1,726	1,726	1,726	1,726	1,726	1,726	1,725	13,807
12월이외 제외	314	265	233	201	170	160	149	138	1,630
자료미비 제외	85	61	52	37	29	17	9	3	293
재량적발생액이 결측치면 제외	812	839	830	769	756	732	743	694	6,175
최종표본	508	547	597	647	763	799	809	886	5,556

8) 본 연구가 2003년부터 시작되는 이유는 FN-Guide에서 2003년 이전 분기별 영업현금흐름이 제공되지 않아 분석에 필요한 자료를 구할 수 없었기 때문이다.

〈표 2〉 표본의 산업-연도별 분포

업 종	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	합계	백분율 (%)
음료 및 식료품 제조업	31	35	37	38	41	47	45	50	324	5.83
섬유제품, 가죽, 신발 제조업	17	17	14	15	20	18	18	20	139	2.50
종이 제조업, 가구제조업	23	21	27	29	35	36	32	35	238	4.28
의약품 및 화학제품제조업	104	108	125	123	150	158	164	171	1,103	19.85
1차 금속 제조업	44	47	58	58	69	76	75	83	510	9.18
기계 및 장비제조업	127	149	164	193	235	246	249	280	1,640	29.52
운송장비 제조업	43	47	47	54	63	64	65	68	451	8.12
석유정제 제조업, 전기등 공급업	14	15	14	16	17	16	16	19	127	2.29
종합 건설업	20	21	18	16	19	21	19	22	156	2.81
도매, 상품중개업	25	23	25	35	38	33	36	43	258	4.64
운송업	13	11	10	11	14	15	16	16	106	1.91
서비스업	47	56	58	59	62	69	74	79	504	9.07
합 계	508	547	597	647	763	799	809	886	5,556	100

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

이익조정을 분석하기 위해 이용된 주요 변수들의 기술통계량은 <표 3>과 같다.⁹⁾ 연구모형의 종속변수인 *MDA*, *CDA*, *RDA*의 평균값(중위수)은 각각 0.0003(0.0043), -0.0009(0.0037), -0.0069(0.0016)으로 다소 차이를 보이고 있다. 관심변수인 4분기 이익상향조정 의심기업(*Turn_up*)은 약 3%로 3분기 누적순손실 기업 945개 중 168개로 약 16.8%에 해당하는 기업이 3분기 누적적자에서 연간흑자로 전환되고 있음을 의미한다. 반면, 4분기 이익하향조정 의심기업(*Turn_down*)은 약 45.5%로 3분기 누적흑자가 전기 연간순이익을 초과하는 기업이 상당히 많이 존재한다는 것을 알 수 있다.

당기충부채를 기초총자산으로 나눈 부채비율(*LEV*)의 평균값은 0.4835이고 중위수는 0.4778으로 큰 차이를 보이지 않으며 대체적으로 건전한 재무구조를 가지고 있는 것으로 판단된다. 기업규모 효과를 통제하기 위해 기초총자산을 자연로그로 치환하여 측정된 기업규모(*SIZE*)는 평

9) 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 연구모형에서 모든 변수의 상하위 1%를 기준으로 극단치를 조정(windsorization)하였다. 설명의 편의상 이하에서 변수의 밑첨자는 생략한다.

균값(중위수)이 18.9724(18.6769)인 것으로 나타났다. 4분기 총자산이익률(*ROA*)의 평균값(중위수)은 0.0007(0.0008)의 값을 보였다.

대주주지분율(*OWNER*)의 평균값(중위수)은 0.4056(0.4031)이었다. 이는 대주주 지분율의 평균값이 약 40%로, 중대한 영향력을 행사할 수 있는 위치에 있음을 의미한다. 외국인지분율(*FOR*)이 5% 이상인 기업의 평균값은 22.3%이며, 중위수는 0으로 외국인 주주가 투자하는 회사들이 상대적으로 소수의 회사에 집중되고 있음을 의미한다. 사외이사비율(*BRD*)의 평균값은 0.1813이고 중위수는 0이다. 평균값이 중위수보다 훨씬 크다는 것은 사외이사비율이 25%를 초과하는 기업이 소수의 기업에 집중되어 있고, 대부분의 기업은 상법상 최소한의 비율인 25%를 유지하고 있는 것으로 판단할 수 있다. 감사인(*BIG*)의 평균값은 0.6222로 나타나 표본기업의 약 62%가 대형 회계법인으로부터 외부감사를 받는 것으로 나타났다. 시장더미(*MARKET*)는 전체 표본 중 유가증권시장에 상장된 기업 표본이 55.4%임을 의미한다.

〈표 3〉 기술통계량

변 수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>MDA</i>	0.0003	0.0553	-0.2117	0.0043	0.1458
<i>CDA</i>	-0.0009	0.0571	-0.2076	0.0037	0.1468
<i>RDA</i>	-0.0069	0.0623	-0.1697	0.0016	0.1428
<i>Turn_up</i>	0.0302	0.1711	0	0	1
<i>Turn_down</i>	0.4557	0.4980	0	0	1
<i>LEV</i>	0.4835	0.2581	0.0720	0.4778	1.3906
<i>SIZE</i>	18.9724	1.5598	16.7105	18.6769	23.6244
<i>ROA_{q-4}</i>	0.0007	0.0828	-1.6021	0.0008	1.8623
<i>OWNER</i>	0.4056	0.1764	0	0.4031	0.9354
<i>FOR</i>	0.2230	0.4163	0	0	1
<i>BRD</i>	0.1813	0.3853	0	0	1
<i>BIG</i>	0.6222	0.4849	0	0	1
<i>MARKET</i>	0.5547	0.4970	0	1	1

주1) 변수정의

- MDA* : 수정존슨모형에 의한 *i*기업의 *t*년도 4분기 재량적 발생액 (Dechow et al. 1995)
CDA : 수정존슨모형에 현금흐름을 고려한 *i*기업의 *t*년도 재량적 발생액(Kaznik 1999)
RDA : 수정존슨모형에 경영성과를 고려한 *i*기업의 *t*년도 재량적 발생액(Kothari et al. 2005)
Turn_up : *i*기업의 *t*년도 당기 3분기까지 누적순손실이었으나 연간 누적순이익으로 전환된 기업이면 1, 아니면 0인 더미 변수
Turn_down : 당기 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업이면 1, 아니면 0인 더미 변수
LEV : *i*기업의 *t*년도 안정성 대용치(당기총부채/당기 기초총자산)

<i>SIZE</i>	: i기업의 t년도 기업규모 대용치(자연로그(당기 기초총자산))
<i>ROA_{t-4}</i>	: i기업의 4분기 총자산이익률(4분기 순이익/3분기말 총자산)
<i>OWNER</i>	: i기업의 t년도 대주주 및 특수관계자 지분율
<i>FOR</i>	: i기업의 t년도 외국인지분율이 5% 이상이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>BRD</i>	: i기업의 t년도 사외이사비율이 25% 초과면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>BIG</i>	: i기업의 t년도 외국계회계법인과 채휴법인이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>MARKET</i>	: 증권시장 시장별 고정효과로 유가증권 시장은 1, 아니면 0인 더미변수
<i>YD</i>	: 연도더미
<i>IND</i>	: 산업더미

2. 상관 분석

이익조정을 분석하기 위해 이용된 주요 변수들 간의 피어슨 상관분석은 <표 4>와 같다. 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 *MDA*는 관심변수인 *Turn_up*과 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을, *Turn_down*과는 5% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 보였다. 또한 *CDA*와 *RDA*는 *Turn_up*과 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을, *Turn_down*과는 1% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 보였다. 이는 3분기까지 누적적자였으나 연간 누적흑자로 전환된 기업은 4분기에 이익상향조정을, 3분기까지 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업은 4분기에 이익하향조정을 할 가능성이 크다는 것을 의미한다.

부채비율(*LEV*)은 4분기 재량적 발생액 측정치 중 *MDA* 및 *CDA*와는 음(-)의 관련성을, *RDA*와는 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 기업규모(*SIZE*)는 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 *MDA*와는 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났으나, *CDA* 및 *RDA*와는 1% 유의수준에서 양(+)의 값을 보여 기업규모가 클수록 4분기 재량적 발생액을 증가시키는 것으로 보인다. 4분기 경영성과를 나타내는 4분기 총자산이익률(*ROA*)은 4분기 재량적 발생액의 모든 측정치와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 보여, 4분기 경영성과가 우수한 기업일수록 4분기 재량적 발생액이 증가되는 것으로 나타났다. 대주주지분율(*OWNER*)과 외국인투자자(*FOR*)는 4분기 재량적 발생액의 모든 측정치와 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 대주주지분율과 외국인투자자지분율이 높을수록 4분기 재량적 발생액이 증가된다는 것을 의미한다. 사외이사비율(*BRD*)은 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 *MDA* 및 *CDA*와는 통계적인 유의성이 없었으나, *RDA*와는 5% 유의수준에서 양(+)의 관련성이 확인되었다. 대형 감사인(*BIG*)은 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 *MDA* 및 *CDA*와는 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 보였으나, *RDA*와는 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 또한 증권시장더미(*MARKET*)는 4분기 재량적 발생액 측정치 모두와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 보여 유가증권시장에 상장된 기업일수록 4분기 재량적 발생액을 증가시키는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 피어슨 상관분석(N=5,556)

	CDA	RDA	Turn_up	Turn_down	LEV	SIZE	ROA _{q-4}	OWNER	FOR	BRD	BIG	MARKET
MDA	0.939 (<.0001)	0.758 (<.0001)	0.086 (<.0001)	-0.030 (0.023)	-0.084 (<.0001)	0.021 (0.113)	0.426 (<.0001)	0.065 (<.0001)	0.032 (0.016)	-0.008 (0.526)	0.051 (0.000)	0.037 (0.005)
CDA		0.762 (<.0001)	0.087 (<.0001)	-0.046 (0.001)	-0.056 (<.0001)	0.045 (0.001)	0.422 (<.0001)	0.109 (<.0001)	0.039 (0.003)	0.001 (0.953)	0.035 (0.009)	0.045 (0.001)
RDA			0.075 (<.0001)	-0.164 (<.0001)	0.138 (<.0001)	0.199 (<.0001)	0.381 (<.0001)	0.146 (<.0001)	0.064 (<.0001)	0.026 (0.048)	0.021 (0.117)	0.075 (<.0001)
Turn_up				-0.026 (0.053)	0.058 (<.0001)	-0.024 (0.066)	0.112 (<.0001)	0.004 (0.760)	-0.050 (0.000)	0.003 (0.810)	-0.034 (0.011)	-0.019 (0.164)
Turn_down					0.014 (0.293)	-0.066 (<.0001)	0.007 (0.583)	-0.083 (<.0001)	-0.070 (<.0001)	0.019 (0.159)	-0.016 (0.217)	-0.013 (0.330)
LEV						0.212 (<.0001)	-0.101 (<.0001)	-0.034 (0.012)	-0.025 (0.057)	0.043 (0.001)	0.014 (0.310)	0.028 (0.036)
SIZE							0.089 (<.0001)	-0.024 (0.070)	0.274 (<.0001)	0.149 (<.0001)	0.353 (<.0001)	0.556 (<.0001)
ROA _{q-4}								0.094 (<.0001)	0.061 (<.0001)	-0.012 (0.368)	0.066 (<.0001)	0.080 (<.0001)
FOR									-0.079 (<.0001)	-0.045 (0.001)	-0.003 (0.797)	0.063 (<.0001)
BRD										0.034 (0.012)	0.146 (<.0001)	0.150 (<.0001)
OWNER											0.028 (0.034)	0.114 (<.0001)
BIG												0.259 (<.0001)

1) 괄호 안의 수는 p-value를 의미함 (양측검정)

2) 변수설명은 <표 3> 참조

3. 단일변량분석

4분기 이익상향(하향)조정 의심기업과 그렇지 않은 기업간에 4분기 재량적 발생액의 차이를 검증한 단일변량 분석결과는 <표 5>와 같다. 4분기 이익상향 조정 의심기업(그렇지 않은 기업)의 재량적 발생액의 평균값은 각 모형별(*MDA*, *CDA*, *RDA*)로 각각 0.028(−0.001), 0.027(−0.002), 0.020(−0.008)인 것으로 나타났다. 4분기 재량적 발생액의 모든 측정모형에서 표본집단이 대응집단에 비해 1% 유의수준에서 더 큰 것을 확인할 수 있다. 이와 같은 결과는 표본집단의 경우 4분기 재량적 발생액을 이익조정 수단으로 사용할 가능성이 높다는 점을 시사한다.

한편, 4분기 이익하향 조정 의심기업(그렇지 않은 기업)의 재량적 발생액 평균값은 각 모형별(*MDA*, *CDA*, *RDA*)로 각각 −0.002(0.002), −0.004(0.002), −0.018(0.002)인 것으로 나타났다. 4분기 재량적 발생액의 모든 측정모형에서 표본집단이 대응집단에 비해 유의하게 더 작다는 것을 확인할 수 있다. 이는 4분기 이익하향조정 의심기업은 4분기 재량적 발생액을 감소시키는 경향이 있음을 의미한다.

<표 5> 4분기 이익상향(하향)조정 의심기업과 그렇지 않은 기업간에 4분기 재량적 발생액의 차이 분석

변수	변수명	표본기업(1)	대응기업(2)	평균차이(t값)	
이익상향조정 의심기업	<i>MDA</i>	0.028	−0.001	0.029	6.49***
	<i>CDA</i>	0.027	−0.002	0.029	6.37***
	<i>RDA</i>	0.020	−0.008	0.028	5.65***
이익하향조정 의심기업	<i>MDA</i>	−0.002	0.002	−0.004	−2.26**
	<i>CDA</i>	−0.004	0.002	−0.006	−3.47***
	<i>RDA</i>	−0.018	0.002	−0.020	−12.48***

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 표본기업(1)은 4분기 이익상향(하향)조정 의심기업을, 대응기업(2)은 그렇지 않은 기업을 의미

주3) 변수설명은 <표 3> 참조

4. 회귀분석 결과

가. 경영자의 4분기 이익조정에 대한 분석결과

<표 6>은 식(1)을 이용하여 4분기 이익상향조정 의심기업과 4분기 이익하향조정 의심기업의 이익조정여부를 검증하기 위해 연구모형(1)을 이용하여 분석한 결과이다. 이익상향조정 의심기업의 4분기 재량적 발생액의 측정치(*MDA*, *CDA*, *RDA*)는 관심변수인 *Turn_up*과 1% 유의수준에

서 각각 유의한 양(+)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 당기 3분기까지 누적순손실이었으나 연간 누적순이익을 보고한 기업은 4분기에 재량적 발생액을 이용하여 이익상향조정을 하고 있음을 의미한다.

또한 이익하향조정 의심기업의 관심변수인 *Turn_down*은 4분기 재량적 발생액의 측정치인 *MDA*, *CDA*와는 5% 유의수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수를, *RDA*와는 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어 4분기에 이익하향조정을 하고 있는 것으로 나타났다. 통제변수인 부채비율(*LEV*)은 이익상향조정 및 이익하향조정 의심기업의 4분기 재량적 발생액의 모든 측정치(*MDA*, *CDA*, *RDA*)에 대해 각각 유의한 음(-)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 전통적인 부채계약가설과는 다른 결과이지만, 부채비율과 재량적발생간에 유의적인 음(-)의 관련성을 보고한 연구도 있다(Ashbaugh et al. 2003 ; 나종길 · 최정호 2000). 4분기 총자산이익률(*ROA_{q-4}*)은 4분기 재량적 발생액의 모든 측정치(*MDA*, *CDA*, *RDA*)에 대해 각각 1% 유의수준에서 양(+)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 4분기 경영성결과가 좋을수록 4분기 재량적 발생액도 증가됨을 의미한다. 대주주지분율(*OWNER*)은 이익상향조정 및 이익하향조정 의심기업의 4분기 재량적 발생액의 모든 측정치(*MDA*, *CDA*, *RDA*)에 대해 각각 1% 유의수준에서 양(+)의 회귀계수를 보였다. 이는 박종일(2003)의 지배주주의 지분율이 높은 기업일수록 기업의 이익조정이 양(+)의 방향으로 증가된다는 주장을 지지하는 결과이다. 대형 감사인(*BIG*)은 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 *MDA*와는 이익상향조정 및 이익하향조정 모두 5% 유의수준에서 양(+)의 회귀계수를, *CDA* 및 *RDA*와는 이익상향조정 및 이익하향조정 모두 10% 유의수준에서 양(+)의 회귀계수를 보였다. 이는 대형 감사인의 감사를 받는 피감사기업들의 재량적 발생액이 Non-BIG4의 감사를 받는 기업들에 비해 오히려 높은 수준의 재량적 발생액을 보고한다는 것을 의미한다(박종일 외, 1999).

하지만, 기업규모(*SIZE*), 외국인지분율(*FOR*), 사외이사비율(*BRD*), 시장더미(*MARKET*)는 이익상향조정 및 이익하향조정에 대해 각각 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 4분기 이익상향(하향)조정 의심기업의 이익조정 분석(N=5,556)

변수	예상 부호	이익상향조정 의심기업			이익하향조정 의심기업		
		MDA	CDA	RDA	MDA	CDA	RDA
		회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>		0.004	0.30	-0.003	-0.22	0.006	0.53
<i>Turn_up</i>	+	0.014***	3.57	0.014***	3.59	-0.003**	-2.46
<i>Turn_down</i>	-					-0.004***	-2.64
<i>LEV</i>	+/-	-0.009***	-3.26	-0.009***	-3.26	-0.008***	-2.76
<i>SIZE</i>	+/-	-0.001	-0.87	0.000	-0.39	-0.001	-0.96
<i>ROA_{q-4}</i>	+	0.283***	33.25	0.278***	32.86	0.287***	33.98
<i>OWNER</i>	+	0.014***	3.46	0.018***	4.28	0.014***	3.32
<i>FOR</i>	?	0.002	1.07	0.002	1.10	0.001	0.83
<i>BRD</i>	?	0.000	0.19	0.001	0.58	0.001	0.29
<i>BIG</i>	?	0.004**	2.27	0.003*	1.71	0.003**	2.15
<i>MARKET</i>	?	0.002	1.22	0.002	0.87	0.002	1.29
<i>ID / YD</i>		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F값		47.93***	47.16***	36.53***	47.62***	46.84***	36.29***
Adj R-Sq		0.191	0.188	0.151	0.189	0.187	0.151

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 변수선택명은 <표 3>을 참조

나. 기업지배구조가 4분기 이익조정에 미치는 영향에 대한 분석결과

<표 7>은 식(2)를 이용하여 이익조정 의심기업($Turn_up$, $Turn_down$)과 외국인지분율(FOR)의 상호작용 효과가 4분기 재량적 발생액에 미치는 영향을 알아보기 위해 분석한 결과이다.¹⁰⁾ 4분기 이익상향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액(MDA , CDA , RDA)은 $Turn_up$ 과 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으나, 외국인지분율(FOR)은 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 또한 본 연구모형의 주된 관심변수인 상호작용 변수($Turn_up*FOR$)는 통계적으로 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 4분기 이익상향조정 의심기업은 앞선 분석에서와 같이 4분기에 양(+)의 이익조정을 하지만, 외국인지분율이 높다고 해서 이러한 이익상향조정에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

한편 4분기 이익하향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액(MDA , CDA , RDA)은 $Turn_down$ 과 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 외국인지분율(FOR)은 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 또한 본 연구모형의 주된 관심변수인 상호작용 변수($Turn_down*FOR$) 또한 통계적으로 유의성이 나타나지 않았다. 이는 4분기 이익하향조정 의심기업은 4분기에 음(-)의 이익조정을 하지만, 외국인지분율이 높다고 해서 이러한 이익하향조정에 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있으며, 이러한 결과는 외국인투자자가 기업지배구조 개선의 역할자로서 경영자의 사적이익추구를 견제하고 감시하는 역할을 4분기 이익조정 관점에서 적절하게 수행하고 있지 못하다는 것을 의미한다.

<표 8>은 식(3)를 이용하여 이익조정 의심기업($Turn_up$, $Turn_down$)과 사외이사비율(BRD)의 상호작용 효과가 4분기 재량적 발생액에 미치는 영향을 알아보기 위해 분석한 결과이다. 4분기 이익상향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액(MDA , CDA , RDA)은 $Turn_up$ 과는 유의한 양(+)의 값을 보이나 사외이사비율(BRD)과는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 본 연구모형의 관심변수인 상호작용 변수($Turn_up*BRD$)는 양의 부호를 보이면서 통계적인 유의성은 확인되지 않았다. 이는 4분기 이익상향조정 의심기업은 4분기에 양(+)의 이익조정을 하지만, 사외이사비율이 높다고 해서 이러한 이익상향조정의 행태에 영향을 주지는 않는 것으로 해석할 수 있다.

한편, 4분기 이익하향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액의 측정치 중 MDA 및 RDA 는 $Turn_down$ 과 유의한 음(-)의 값을 보인 반면, CDA 와는 유의하지 않는 것으로 나타났으며, 사외이사비율(BRD) 또한 외국인지분율(FOR)과 마찬가지로 통계적으로 유의한 값을 보이지는 않았다. 또한 본 연구모형의 주된 관심변수인 상호작용 변수($Turn_down*BRD$) 또한 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 4분기 이익하향조정 의심기업은 4분기에 음(-)의

10) 다중공선성 여부를 검토하기 위한 VIF 테스트 결과, 각 모형의 최대값은 $SIZE$ 가 1.94로 나타났으며, <표 8>에서는 $Turn_down*BRD$ 가 2.11을, <표 9>에서는 $Turn_down*BIG$ 이 3.34의 값을 보여 VIF 값이 10을 넘는 값을 보이는 경우는 없는 것으로 확인되어 다중공선성에 의한 문제는 없는 것으로 판단된다.

이익조정을 하지만 사외이사비율이 높다고 해서 이러한 이익하향조정의 추세가 달라지지 않는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 사외이사 또한 4분기 이익조정 관점에서는 경영자에 대한 견제적 역할을 적절히 수행하지 못하고 있음을 의미한다.

<표 9>은 식(4)를 이용하여 이익조정 의심기업(*Turn_up*, *Turn_down*)과 대형 감사인(*BIG*)의 상호작용 효과가 4분기 재량적 발생액에 미치는 영향을 알아보기 위해 분석한 결과이다. 4분기 이익상향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액(*MDA*, *CDA*, *RDA*)은 *Turn_up*과 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으며, 대형 감사인(*BIG*) 또한 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 본 연구모형의 주된 관심변수인 상호작용 변수(*Turn_up***BIG*)는 4분기 재량적 발생액의 추정치 중 *MDA* 및 *CDA*와는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있는 반면, *RDA*와는 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 4분기 이익상향조정 의심기업이 4분기에 양(+)의 이익조정을 하는 경우 대형 감사인은 이를 억제하는 순기능의 역할을 수행하고 있다는 것을 의미한다.¹¹⁾

한편, 4분기 이익하향조정 의심기업의 종속변수인 4분기 재량적 발생액은 *Turn_down*과 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으나, 대형 감사인(*BIG*)은 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 본 연구의 주된 관심변수인 상호작용 변수(*Turn_down***BIG*) 또한 통계적으로 유의한 값을 나타내지 못하고 있다. 이는 4분기 이익하향조정 의심기업에 대해 대형 감사인이 그 기능을 수행하지 못하고 있음을 의미한다. 동 연구결과는 감사품질이 높은 감사인이라 할지라도 이익의 하향조정이 있는 상황에서는 이익조정을 억제하는 역할을 원활하게 수행하지 못한다는 최정호(2005)의 연구결과를 4분기 이익조정 관점에서 재확인하는 의미가 있다고 판단된다.

11) 그러나 통계적 유의성이 다소 제한적이라 이에 대한 해석에는 주의를 요한다.

〈표 7〉 4분기 이익상향(하향) 조정 의심기업의 외국인지분율의 상호작용 분석(N=5,556)

변 수	예상 부호	이익상향조정 의심기업			이익하향조정 의심기업		
		MDA	CDA	RDA	MDA	CDA	RDA
		회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>		0.004	0.31	-0.003	-0.21	0.007	0.56
<i>Turn_up</i>	+	0.014***	3.29	0.014***	3.28	0.000	0.04
<i>Turn_down</i>	-					-0.004***	-2.60
<i>FOR</i>	?	0.002	1.03	0.002	1.05	0.000	0.11
<i>Turn_up*FOR</i>	-	0.003	0.26	0.004	0.31	0.002	0.72
<i>Turn_down*FOR</i>	+					0.003	0.91
<i>LEV</i>	+/-	-0.009***	-3.26	-0.009***	-3.26	-0.008***	-2.79
<i>SIZE</i>	+/-	-0.001	-0.88	0.000	-0.4	0.000	-0.48
<i>ROA_{q-4}</i>	+	0.283***	33.24	0.279***	32.85	0.287***	33.99
<i>OWNER</i>	+	0.014***	3.46	0.018***	4.27	0.014***	3.31
<i>BRD</i>	?	0.000	0.19	0.001	0.58	0.001	0.31
<i>BIG</i>	?	0.004**	2.27	0.003*	1.71	0.003**	2.12
<i>MARKET</i>	?	0.002	1.23	0.002	0.88	0.002	1.31
<i>ID / YD</i>		포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>F</i> 값		46.21***	45.47***	35.22***	45.18***	45.95***	36.00***
Adj R-Sq		0.191	0.188	0.151	0.187	0.189	0.150

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 변수설명은 <표 3> 참조

〈표 8〉 이익조정 의심기업과 사외이사비율의 상호작용 분석(N=5,556)

변 수	예상 부호	이익상향조정 의심기업			이익하향조정 의심기업		
		MDA	CDA	RDA	MDA	CDA	RDA
		회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>		0.004	0.31	0.002	0.16	0.006	0.52
<i>Turn_up</i>	+	0.012 ^{***}	2.77	0.013 ^{***}	2.9	-0.003 [*]	-1.70
<i>Turn_down</i>	-					-0.002	-1.54
<i>BRD</i>	?	0.000	0.00	0.001	0.44	0.002	1.04
<i>Turn_up*BRD</i>	-	0.010	1.04	0.008	0.76	-0.004	-1.22
<i>Turn_down*BRD</i>	+					-0.005	-1.46
<i>LEV</i>	+/-	-0.009 ^{***}	-3.28	-0.009 ^{***}	-3.27	-0.008 ^{***}	-2.76
<i>SIZE</i>	+/-	-0.001	-0.88	0.000	-0.39	-0.001	-0.97
<i>ROA_{q-4}</i>	+	0.283 ^{***}	33.25	0.278 ^{***}	32.86	0.287 ^{***}	33.94
<i>OWNER</i>	+	0.014 ^{***}	3.46	0.018 ^{***}	4.27	0.014 ^{***}	3.35
<i>FOR</i>	?	0.002	1.08	0.002	1.11	0.001	0.81
<i>BIG</i>	?	0.004 ^{**}	2.27	0.003 [*]	1.71	0.003 ^{**}	2.15
<i>MARKET</i>	?	0.002	1.21	0.002	0.86	0.002	1.28
<i>ID / YD</i>		포함		포함		포함	
F값		46.26 ^{***}		45.49 ^{***}		45.98 ^{***}	
Adj R-Sq		0.191		0.188		0.189	
						포함	포함
						45.25 ^{***}	38.08 ^{***}
						0.187	0.151

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 변수설명은 <표 3> 참조

〈표 9〉 이익조정 의심기업과 대형 감사인의 상호작용 분석(N=5,556)

변 수	예상 부호	이익상향 의심기업			이익하향 의심기업		
		MDA	CDA	RDA	MDA	CDA	RDA
		회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>		0.048***	4.01	0.023*	1.92	0.002	0.14
<i>Turn_up</i>	+	0.040***	6.64	0.041***	6.63	0.017***	2.91
<i>Turn_down</i>	-						
<i>BIG</i>	?	0.007***	4.41	0.005***	2.75	0.003**	1.99
<i>Turn_up*BIG</i>	-	-0.016*	-1.91	-0.015*	-1.80	-0.006	-0.71
<i>Turn_down*BIG</i>	+						
<i>LEV</i>	+/-	-0.023***	-7.99	-0.018***	-6.21	-0.007***	-2.63
<i>SIZE</i>	+/-	-0.003***	-4.25	-0.002***	-2.86	0.000	-0.72
<i>ROA_{t-4}</i>	+	0.128***	21.45	0.143***	23.55	0.238***	28.88
<i>OWNER</i>	+	0.002	0.50	0.016***	3.69	0.013***	3.17
<i>FOR</i>	?	0.000	0.03	0.001	0.33	0.002	1.22
<i>BRD</i>	?	-0.001	-0.30	0.000	0.23	0.001	0.37
<i>MARKET</i>	?	0.006***	2.99	0.005***	2.60	0.002	1.37
<i>ID / YD</i>		포함	포함	포함	포함	포함	포함
<i>F</i> 값		22.26***	26.89***	35.24***	45.93***	45.16***	35.0***
Adj R-Sq		0.096	0.114	0.151	0.189	0.187	0.151

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 변수설명은 <표 3> 참조

5. 추가분석

회귀분석을 통한 4분기 이익조정을 분석함에 있어 시장을 구분하여 유가증권시장과 코스닥시장의 이익조정에 차이가 있는지를 분석할 필요가 있다. 왜냐하면 코스닥시장은 일반적으로 정보의 수집능력이나 정보의 해석 능력이 높은 기관투자자나 외국인 투자자의 참여도가 낮은 반면, 정보능력이 상대적으로 취약한 개인투자자들의 참여도가 매우 높은 편이기 때문이다(차승민 2008). 또한 코스닥기업은 기업규모가 거래소시장에 비해 상대적으로 작고, 최대주주가 대표이사인 경우가 대부분이며, 최대주주 1인에 의한 소유 집중도가 매우 높은 기업지배구조의 특성을 지닌다. 이에 따라 소유주 1인에게 주요 의사결정권이 집중되며, 소유경영자는 회계 및 경영투명성의 확보보다는 사적 지분 및 이익보호를 위해 의사결정을 수행할 가능성이 크기 때문이다(최종서 등, 2010). 이러한 이유로 인하여 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 분석한 결과를 제시하고자 한다.

<표 10>은 4분기 이익상향조정 의심기업을 대상으로 시장을 구분하여 유가증권시장과 코스닥시장의 이익상향조정에 차이가 있는지를 분석한 결과이다. 연구결과 유가증권시장에 속하는 기업들의 4분기 재량적 발생액(MDA, CDA, RDA)은 관심변수인 *Turn_up*과 각각 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수를, 코스닥시장에 속하는 기업들은 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 시장의 구분에 관계없이 4분기 이익상향조정 의심기업의 경영자는 이익상향조정을 하고 있음을 의미한다.

<표 11>은 4분기 이익하향조정 의심기업을 대상으로 시장을 구분하여 유가증권시장과 코스닥시장의 이익하향조정에 차이가 있는지를 분석한 결과이다. 연구결과 유가증권시장에 속하는 기업들의 4분기 재량적 발생액(MDA, CDA, RDA)은 관심변수인 *Turn_down*과 각각 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수를 보이고 있는 반면, 코스닥시장은 통계적인 유의성이 확인되지 않았다. 이는 유가증권시장에 속하는 기업의 경영자는 투자자와 채권자들에게 미래이익에 대한 안정적인 정보를 제공하여 보고이익의 변동성을 최소화시킴으로써 이익평준화를 추구하는 전략을 추구하는 반면, 코스닥시장에 속하는 기업은 상대적으로 신생기업이나 성장기에 속하는 기업으로 좋은 경영성과를 보고함으로써 원활한 자금조달과 자본비용의 감소를 기대하고, 아울러 공격적 주가상승을 유도하기 위한 의사결정이 반영된 결과인 것으로 판단된다.

〈표 10〉 4분기 이익상향조정 의심기법의 이익조정 방식(시장구분)

변 수	예 상 부 호	유가증권 시장				코스닥 시장							
		MDA		CDA		RDA		MDA		CDA		RDA	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>		0.005	0.36	-0.003	-0.23	0.002	0.15	0.038	1.29	0.028	0.96	0.039	1.35
<i>Turn_up</i>	+	0.015***	2.85	0.015***	2.88	0.013***	2.62	0.013**	2.09	0.013**	2.10	0.014**	2.31
<i>LEV</i>	+/-	-0.004	-0.93	-0.004	-1.02	-0.002	-0.60	-0.012***	-2.74	-0.012***	-2.64	-0.010**	-2.28
<i>SIZE</i>	+/-	0.000	-0.26	0.000	0.22	0.000	0.03	-0.003**	-2.02	-0.003*	-1.66	-0.003**	-2.11
<i>ROA_{q-4}</i>	+	0.301***	20.84	0.298***	20.64	0.246***	17.41	0.274***	24.42	0.270***	24.14	0.234***	21.66
<i>OWNER</i>	+	0.012**	2.43	0.017***	3.39	0.011**	2.23	0.019**	2.49	0.021***	2.77	0.018**	2.53
<i>FOR</i>	?	0.001	0.26	0.001	0.53	0.001	0.54	0.004	1.09	0.003	0.83	0.003	1.09
<i>BRD</i>	?	0.001	0.58	0.002	0.93	0.001	0.63	0.000	-0.09	0.000	0.14	0.001	0.22
<i>BIG</i>	?	0.006***	2.81	0.004**	2.18	0.004**	2.23	0.002	0.69	0.001	0.43	0.002	0.75
<i>ID / YD</i>		포함		포함		포함		포함		포함		포함	
F _값		21.18***		21.09***		15.06***		28.16***		27.4***		22.52***	
Adj R-Sq		0.147		0.146		0.107		0.232		0.227		0.193	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 판수설명인 V표 3<의 참 거짓

〈표 11〉 4분기 이익하향조정 의심기업의 이익조정 분석(시장구분)

변 수	예상 부호	유가증권 시장			코스닥 시장		
		MDA	CDA	RDA	MDA	CDA	RDA
		회귀계수 t값	회귀계수 t값	회귀계수 t값	회귀계수 t값	회귀계수 t값	회귀계수 t값
<i>Intercept</i>		0.007	0.54	0.004	0.33	0.030	1.43
<i>Turn_down</i>	+	-0.005***	-3.16	-0.006***	-3.44	0.000	-0.02
<i>LEV</i>	+/-	-0.002	-0.43	0.000	-0.09	-0.011**	-2.48
<i>SIZE</i>	+/-	0.000	-0.29	0.000	0.00	-0.003*	-1.69
<i>ROA_{q-4}</i>	+	0.310***	21.83	0.307***	21.64	0.272***	24.39
<i>OWNER</i>	+	0.012**	2.34	0.016***	3.30	0.021**	2.77
<i>FOR</i>	?	0.000	-0.09	0.000	0.19	0.003	0.79
<i>BRD</i>	?	0.001	0.73	0.002	1.08	0.000	0.12
<i>BIG</i>	?	0.006***	2.76	0.004**	2.13	0.001	0.38
<i>ID / YD</i>		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F값		21.26***	21.24***	15.24***	27.95***	27.18***	22.27***
Adj R-Sq		0.147	0.147	0.108	0.231	0.226	0.192

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성을 가짐을 의미

주2) 변수설명은 <표 3>을 참조

V. 결 론

본 연구는 당기 3분기 누적손익에 따른 경영자의 4분기 이익조정 행태에 대해서 분석하고, 나아가 기업지배구조가 경영자의 4분기 이익조정에 견제적 역할을 수행하는 지에 대한 분석을 시도하였다. 이를 위하여 4분기 이익상향조정 의심기업으로 당기 3분기까지 누적 순손실 기업이었으나 연간 누적흑자로 전환되는 기업을 선정하였으며, 4분기 이익하향조정 의심기업으로는 당기 3분기 누적 순이익이 전년도 연간순이익을 초과달성한 기업을 선정하였다. 2003년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 5,556개를 이용하여 실증분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 당기 3분기까지 누적순손실이었으나 연간 누적순이익을 보고한 기업은 4분기 재량적 발생액과 양(+)의 관계를 보였다. 이는 동 기업들의 경영자들이 적극적으로 이익을 상향조정하여 연간 흑자를 보고하였다는 것을 의미한다.

둘째, 당기 3분기 누적순이익이 전기 연간순이익을 초과달성한 기업은 4분기 재량적 발생액과 음(-)의 관계를 보였다. 이는 3분기까지 경영성과가 매우 좋은 기업의 경영자는 4분기에 이익을 하향조정하는 이익평준화 전략을 추구하는 것으로 해석된다.

셋째, 4분기 이익조정 의심기업에 대한 기업지배구조의 역할을 검증한 결과, 외국인투자와 사외이사는 4분기 이익조정에 대해 견제적인 역할을 효과적으로 수행하고 있지 못하는 것으로 나타났다으며, 대형 감사인의 경우 경영자의 상향적 이익조정에 대하여 견제적 역할을 수행하는 것으로 나타났다.

본 연구가 선행연구에 비해서 갖는 공헌점은 4분기 이익상향조정과 이익하향조정 기업을 선정하여 4분기 이익조정 여부를 검증하고, 아울러 기업지배구조 개선의 역할을 수행할 것으로 기대되어지는 외국인투자자와 사외이사비율, 대형 감사인을 대리변수로 이용하여 이들의 역할을 검증하였다는 점이다. 따라서 본 연구의 실증결과는 투자자나 재무분석가에게는 투자의사결정에 유용한 정보를, 감사인과 규제기관에게는 이익조정 의심기업에 대한 중점감사의 필요성을, 정부에게는 기업지배구조 개선을 위한 사외이사제도에 대한 성과를 재확인함으로써 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 경영자의 4분기 이익조정 여부를 분석함에 있어 다양한 연구방법론을 적용하여 신뢰성 있는 분석결과를 제시하였어야 하나, 측정상의 오류가 지적되고 있는 재량적 발생액으로 측정하였다는 점이다. 물론 재량적 발생액의 다양한 측정치를 사용하여 일관성 있는 연구결과를 얻기도 하였지만, 여전히 진실한 보고이익임에도 불구하고 측정상의 오류로 사실과 전혀 다른 해석이 될 수 있다는 문제점이 있다. 둘째, 특정 업종에서는 계절적 특수성 등으로 4분기에 이익이 집중될 가능성도 있다. 즉, 이익조정 없이 흑자반전이 가능하다는 의미이다. 물론 본 연구에서는 이 같은 문제점을 극복하기 위해 산업과 연도를 통제하고, 4분

기 경영성과를 통제변수로 추가하여 회귀분석을 실시하였으나, 여전히 계절적 특수성까지를 반영한 연구모형을 개발하지 못했다는 점에서 특정 업종에서는 이익조정이 없는데도 불구하고 이익조정이 이루어지는 것으로 해석되는 한계점을 내포하고 있다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2010. 『자본시장에서의 회계정보유용성』 제2판. 신영사 : 367-421.
- 김병호. 2006. “우리나라 기업에서 이사회 구성이 이익조정에 미치는 영향에 대한 실증적 연구”. 회계학연구 제31권 제1호 : 1-32.
- 김정옥 · 배길수. 2006. “기업의 특성이 회계보수성에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제1호 : 69-96.
- 김지홍 · 고재민 · 고윤성. 2008. “적자 회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정활동”. 회계저널 제17권 제4호 : 31-63.
- 김형순 · 김태훈. 2012. “분기이익 조정에 있어서 재량적 발생액과 실물활동의 관계”. 산업경제연구 제25권 제3호 : 2169-2190.
- 나종길 · 최 관. 2003. “회계발생액과 차별적 감사수요”. 회계학연구 제28권 : 1-31.
- 문보영 · 김대건 · 유용근 · 차승민. 2013. “Big4와 Non-Big4 감사인간 감사의견 차이에 대한 실증분석”. 회계정보연구 제31권 제1호 : 317-338.
- 박경서 · 이은정. 2006. “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”. 금융연구 제20권 제2호 : 73-113.
- 박종성 · 이은철. 2003. “회계제도의 개선과 회계정보의 유용성”. 회계학연구 제28권 제2호 : 105-134.
- 박종일 · 이명곤 · 원정연. 1999. “재량적 발생액을 이용한 감사인의 감사품질 분석”. 회계와 감사연구 제35호 : 289-319.
- 박종일 · 전규안. 2009. “목표이익을 달성하기 위한 법인세비용을 이용한 이익조정”. 회계학연구 제34권 제1호 : 171-206.
- 박종일 · 전규안. 2010. “부정적인 어닝 서프라이즈를 회피하기 위한 이익조정”. 회계정보연구 제28권 제1호 : 135-174.
- 박종일 · 전규안. 2011. “3분기말까지 누적소폭이익 기업의 연차보고이익 분포의 특성”. 세무와회계저널 제12권 제1호 : 229-264.
- 박종일 · 전규안 · 최종학 · 박찬웅. 2009. “대주주 및 외국인 주주의 이익조정과 대형 감사인의 역할”. 회계정보연구 제27권 제1호 : 201-229.
- 배종일 · 김진태. 2012. “기업의 이익조정 형태에 따른 정보의 비대칭성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제13권 제2호 : 141-172.
- 백원선. 2008. “4분기의 이익조정과 이익지속성”. 회계학연구 제33권 제2호 : 111-144.
- 박희우 · 노باط은 · 안치현 · 이세용. 2009. “분기이익에 대한 차별적 이익조정 행태”. 세무와회계저널 제10권 제3호 : 349-378.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.

- 오광욱 · 임태균. 2010. “경영자의 4분기 이익조정과 계속감사인의 감사보수”. 국제회계연구 제30권 : 131-154.
- 이상철 · 이경태. 2003. “감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 제28권 제3호 : 143-173.
- 이태규. 2007. “비기대 분기법인세가 분기이익의 이익평준화, 지속성 및 주가 관련성에 미치는 영향”. 서울시립대 대학원 박사학위논문.
- 이호영 · 김수연 · 고재민 · 채수준. 2010. “사외이사의 보상과 이익조정의 상관관계 연구 : 이사회 특성을 중심으로”. 회계저널 제19권 제4호 : 37-59.
- 장하성. 2001. “기업지배구조와 국가경쟁력(上) : Korea Discount와 기업지배구조”. 기업지배구조연구 제1권 : 55-70.
- 전규안 · 박종일. 2012. “감사품질이 분기별 이익조정에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제13권 3호 : 9-51.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”. 경영학연구 32권 제1호 : 1001-1032.
- 지현미 · 백원선 · 박홍조. 2007. “분기이익정보가 연차이익의 가치관련성에 미치는 영향”. 회계학연구 제32권 제3호 : 27-53.
- 차승민. 2008. “코스닥시장에서 부실기업 공시의 정보효과와 산업내 정보전이효과”. 회계정보연구 제26권 제4호 : 67-95.
- 최정호. 2005. “회계제도개선과 감사품질이 재량적 발생의 크기와 정보성에 미치는 영향”. 회계학연구 제30권 제2호 : 107-149.
- 최종서 · 광영민 · 백정한. 2010. “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구”. 회계학연구 제35권 제3호 : 37-80.
- Ashbaugh, H., D. Collins, and R. LaFond. 2006. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42 : 203-243.
- Beasley, M. 1996. An empirical Analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71(4) : 443-465.
- Beasley, M., J. Carcello, and D. Hermanson. 2000. Fraudulent Financial Reporting Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizons* 14(4) : 441-454.
- Becker, C., DeFond. M., and K. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15(1) : 1-24.
- Brick E., O. Palmon, and J. Wald. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance : evidence of cronyism?. *Journal of corporate finance* 12 : 403-423.
- Das, S., and P. Shroff. 2002. Fourth Quarter Reversals in Earnings Changes and Management. Working Paper, University of Illinois at Chicago.
- Das, S., P. Shroff, and H. Zhang. 2009. Quarterly Earnings Patterns and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 26(3) : 797-831.

- DeAngelo, L. 1981. Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics* 3 : 183—199.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(2) : 193—225.
- DeFond, M., and C. Park. 1997. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23(2) : 115—139.
- DeFond, M., and J. Jambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(1) : 145—176.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to Exceed thresholds. *Journal of Business* 72(1) : 1—33.
- Dhaliwal, D., C. Gleason, and L. Mills. 2004. Last—Chance Earnings Management : Using the Tax Expense to Meet Analyst’s Forecasts. *Contemporary Accounting Research* 21(2) : 431—459.
- Gillan, S. 2004. Corporate Governance at the Crossroads. Irwin Professional Pub.
- Givoly, D., and Ronen. J. 1981. Smoothing’ Manifestations in Fourth Quarter Results of Operations : Some Empirical Evidence. *Abacus* 17(2) : 174—193.
- Healy, P. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision. *Journal of Accounting and Economics* 7(1) : 85—107.
- Jensen, M. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48(3) : 831—880.
- Kerstein, J., and A. Rai. 2007. Intra—year Shifts in the Earnings Distribution and their Implications for Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 44(3) : 399—419.
- Peasnell, K., P. Pope, and S. Young. 2001. Board monitoring and earnings management : Do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 : 1311—1346.
- Rezaee, Z. 2009. Corporate Governance and Ethics. John Wiley and Sons.
- Reynolds, J., and J. Francis. 2000. Does Size Matter? The Influence of Large Clients on Office—Level Auditor Reporting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 30 : 375—400.
- Stout, L. 2003. On the proper motives of corporate directors (or, why you don’t want to invite homo economics to join your board. *Delaware journal of corporate law* 28 : 1—25.

Managers' Earnings Management in the Fourth Quarter and Corporate Governance

Jae Seung Kim* · Seung Min Cha**

—〈Abstract〉—

This study investigates managers' earnings management in the fourth quarter when facing the cumulative returns in the third quarter. It is also analyzed whether corporate governance can prevent managers from managing earnings in the fourth quarter. For this, we select firms as potentially income-increasing earnings managements that attained cumulative profit in the fourth quarter despite suffering cumulative loss until the prior quarter, and also include firms as income-decreasing earnings managements that cumulative gains in the third quarter exceeds the previous net-annual profit. Next, we make an analysis whether annual earnings are based on reliable reported earning or not, as well as whether annual earnings are influenced by managers' earnings managements. Finally, we make an empirical investigation on whether foreign investors, outside directors, and large auditors play an effective role in monitoring opportunistic earnings management.

5,556 firms listed on the securities market and KOSDAQ from 2003 to 2010 are employed in this study, and the empirical results are as follows. First, it is shown that managers are highly likely to engage in earnings management in the fourth quarter who have incentives to manage earnings depending on third-quarter's cumulative returns. Second, contrary to the popular belief, it is revealed that the effect of the percentage of foreign investors and outside directors on enhancing corporate governance is not effective. That is, they fail to play an effective role in monitoring managers' fourth-quarter earnings management. Yet, it is proved that large auditors play a partial role in monitoring income-increasing earnings management.

The result of this study can be expected to provide investors and financial analysts with useful information on investment decision, auditors with the need to audit potentially earnings management firms, and government with policy implications by reexamining outside director system in enhancing corporate governance.

〈Key words〉 Earnings Management, Corporate Governance, Foreign Investor, Outside Director, Auditor

* Full-time Lecturer, Department of Tax and Accounting, Bucheon University, jsk6066@bc.ac.kr, First author

** Assistant Professor, College of Economics and Business Administration, Kyonggi University, Suwon and Seoul, Korea, smcha@kgu.ac.kr, Corresponding Author