

## 최대주주의 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향

조은주\* · 박종성\*\*

### <요 약>

본 연구에서는 최대주주의 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향을 살펴본다. 기업의 최대주주가 변경되면 사업구조의 변경, 신사업에 대한 투자, 인력 교체 가능성 등으로 인해 경영의 불확실성이 증가할 수 있다. 이러한 경영 불확실성의 증가는 기업의 회계시스템에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것이라 예상하고 이를 확인하였다. 또한 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향은 기업이 제공받은 감사품질에 따라 차이를 보일 수 있다. 이를 확인하기 위해 최대주주의 변경과 재무제표 왜곡표시 가능성 간의 관계가 감사인 규모에 따라 차이를 보이는지 확인하였다.

2011년부터 2015년까지 상장기업을 대상으로 분석한 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수를 이용해 분석한 결과 최대주주의 변경이 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성은 증가하는 것으로 나타났다. 의미모한 최대주주 변경이 증가할수록 재무제표 왜곡표시 가능성이 증가하는 정도는 Big4 감사인에게 감사를 받은 기업의 경우 감소하였다. 이는 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시에 미치는 영향의 정도는 감사인 규모에 따라 차이를 보일 것이라는 가설 2를 지지하는 결과이다. 추가적으로 최대주주 변경여부를 변수로 사용한 분석과 통제표본을 사용한 분석에서도 유사한 결과로 나타났다.

본 연구는 재무제표 왜곡표시 가능성에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 최대주주의 변경을 고려하였다는 점에서 의의가 있다. 기업의 최대주주 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에도 영향을 미칠 수 있음을 확인하여 기업지배구조와 재무제표 왜곡표시 가능성간의 관계에 관한 연구를 확장하였으며, 최대주주 변경에 대한 감독당국의 우려를 확인하였다. 이러한 결과는 재무제표 심사제도 등의 제도 시행 시 최대주주 변경이 있는 기업에 대해 좀 더 면밀하게 심사해야 할 필요성이 있음을 시사한다.

<주제어> 최대주주변경, 재무제표 왜곡표시, 재무제표 재작성

\* 숙명여자대학교 박사, choej@sookmyung.ac.kr, 주저자

\*\* 숙명여자대학교 경영학부 교수, jongsung@sookmyung.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2019년 4월 22일      게재확정일 2019년 5월 14일

## I. 서 론

본 연구에서는 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는지 살펴본다. 최대주주는 기업의 주식 가운데 의결권이 있는 주식을 가장 많이 보유하고 있는 주주로 기업의 경영에 전반적인 영향을 미칠 수 있으며, 경영자에 대한 감시기능의 강화와 효율적인 통제기능을 수행하는 역할을 한다<sup>1)</sup>. 동아시아 국가에서는 기업의 경영에 대한 지배주주의 영향력이 보다 크게 나타나고 있다(Claessens et al. 2000 ; Johnson et al. 2000). 특히 우리나라의 기업지배구조에는 기업에 지배적인 영향을 미치는 지배주주가 존재하며 소유지분이 집중된 것이 특징이다(Jung and Kwon 2002 ; 박종일 2003). 이러한 환경 하에서 최대주주는 회사의 재무정책과 영업정책에 절대적인 영향력을 미치는 지배력을 가질 수 있으므로 최대주주의 변경은 기업위험을 증가시킬 수 있다(나금운 외 2014).

금융감독원은 2016년 보도자료에서 2013년부터 2015년까지 3년간 최대주주가 변경된 394개사(574건) 중 51.3%에 해당하는 202사가 고위험 회사에 해당되고 있으며, 특히 최대주주 변경횟수가 증가할수록 고위험 회사에 해당할 비중이 높다는 결과를 보였다<sup>2)</sup>. 금융감독원의 2014년 보도자료에서는 상장폐지사유 발생기업과 관리종목 신규지정기업, 횡령·배임혐의 발생 기업의 최대주주 변경 비율이 높게 나타났다. 한국거래소의 2017년 12월 결산 한계기업을 대상으로 한 분석에서는 불공정거래 혐의가 적발된 18개 기업 중에서 15개 기업이 최근 3년 간 평균 2.6회 최대주주가 변경된 것으로 나타났다.

최대주주의 변경은 기업의 불안정성을 증가시킬 수 있으므로 감독당국에서는 최대주주의 변경에 대해 주의를 기울이고 있다. 한국거래소는 재무상태, 경영투명성 등을 고려하여 투자주의 환기종목 지정 기준에 최대주주 변경 횟수를 포함하고 있다. 또한 기업의 최대주주의 변경을 기업경영활동에 속하는 주요경영사항으로 규정하여 기업의 최대주주가 변경된 때에 공시하도록 하고 있으며<sup>3)</sup>, 연간 최대주주를 2회 이상 변경한 기업을 투자유의사항으로 공시하고 있다. 주식

- 
- 1) 최대주주와 외부주주의 관심이 일치하는 경우 최대주주는 외부주주의 부의 극대화를 위해 경영자의 이익조정 행위를 감소시킬 수 있다. 소유지분이 집중된 기업일수록 최대주주의 감시역할로 인해 경영자의 이익조정 유인이 감소한다(Jensen and Meckling 1976).
  - 2) 금융감독원은 고위험회사를 판단하기 위한 기준으로 상장폐지와 관리종목지정, 당기순손실여부와 자본잠식을 50%이상, 횡령·배임여부를 확인하였다. 2013년부터 2015년까지 최대주주가 변경된 394개사 중 8.9%인 35사가 상장폐지되었고 17.3%인 68사가 관리종목으로 지정되었다. 394개사 중 2015년 말 기준으로 38.6%인 152사가 당기순손실을 보였고 3.0%인 12사가 자본잠식을 50%이상이었다. 또한 17사에서 횡령·배임이 발생한 것으로 나타났다.
  - 3) 유가증권시장 공시규정의 제7조(주요경영사항)에 따라 최대주주가 변경된 사실이 확인된 때에 이를 공시하도록 하고 있으며, 코스닥시장 공시규정의 제6조(공시신고 사항)에 따라 최대주주 또는 대표이사가 변경된 때에 이를 공시하도록 하고 있다.

회사의 외부감사에 관한 법률(이하 외감법)에서는 공정한 감사의 필요성이 높다고 판단되는 경우 감사인을 지정하고 있다. 2018년 11월부터 시행된 외감법 개정안에는 주권상장법인의 감사인 직권지정사유에 과거 3년간 최대주주 2회 변경 사유가 신설되었다.

선행연구에서 최대주주의 변경은 신용등급, 상장폐지 가능성, 기업위험 등에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(손호철·박성규 2013; 문종건·황보운 2014; 나금운 외 2014; 김혜리 2018). 이는 최대주주의 변경이 잦을수록 더 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 최대주주의 변경은 기업의 이익조정행태에도 영향을 미치며(손호철·박성규 2016), 내부회계관리제도 검토의견 개선 여부와도 관련이 있는 것으로 나타났다(김용식·황국재 2015).

재무제표의 왜곡표시 가능성은 감사 전 재무제표의 질과 감사품질의 영향을 받는다. 감사 전 재무제표의 질은 기업의 재무보고 시스템과 기업의 경제 상황에 의해 결정되는 기업의 고유한 특성을 통해 결정된다(Dechow et al. 2011). 기업의 지배구조는 재무보고 시스템과 기업 특성에 전반적으로 영향을 미칠 수 있는 요소이다. 기업지배구조와 재무제표 왜곡표시 가능성 간의 관계를 분석한 연구들은 기업지배구조의 특성이 재무제표 왜곡표시에 영향을 미칠 수 있음을 확인하였다. 이러한 연구들은 이사회와 감사위원회의 전문성, 활동성, 독립성 등이 높아 강한 지배구조를 가진 기업일수록 재무제표가 왜곡표시될 가능성과 재무제표의 왜곡표시를 발견할 가능성이 높게 나타남을 확인하였다(Beasley 1996; 손성규 외 2004; Agrawal and Chadha 2005; Carcello et al. 2011). 본 연구에서는 기업지배구조 내에서 최대주주에 초점을 맞추어 최대주주의 변경과 재무제표의 왜곡표시와의 관계를 확인하였다.

또한 재무제표의 왜곡표시가 발생할 가능성은 외부감사의 영향을 받으며, 외부감사인인 감사품질은 감사인 규모에 따라 차이가 있을 수 있다. Big4 감사인은 더 높은 소송위험에 노출되어 있으며(Palmrose 1988), 명성의 손상으로 인한 비용이 더 크다(DeAngelo 1981). 재무제표 왜곡표시 가능성과 감사인 간의 관계를 분석한 연구들에서는 Big4 감사인이 재무제표의 왜곡표시 가능성을 더 많이 감소시킨다는 결과를 보였다(김문철·황인태 1998; 손성규 외 2010; 이재은 2012). 반면, Non-Big4 감사인은 경력이 많은 감사인으로 구성되어 있으며, 감사 팀원이 적게 교체되어 보다 높은 품질의 감사를 제공한다는 결과도 있다(이영한 외 2010). 이와 같이 감사인 규모에 따른 특성으로 인해 최대주주 변경으로 인해 재무제표 왜곡표시가 증가할 가능성은 차이가 있을 것이라 예상하였다.

2011년부터 2015년까지의 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 최근 3년 이내의 최대주주 변경 횟수가 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성이 증가하는 것으로 나타났다. Big4 감사인에게 감사를 받은 기업의 경우 최대주주의 잦은 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성을 증가시키는 정도가 감소하는 것으로 나타났다. 추가로 최대주주의 변경횟수 대신 최대주주 변경여부를 사용한 분석과 통제표본을 사용한 분석에서도 유사한 결과를 얻어 강건성을 확인하였다. 또한 최대주주의 변경 시 임원의 선·해임이 이루어지는 상황을 고려하여 추가적으로 경영자 교체에 대

해 확인함으로써 최대주주의 변경과 재무제표 왜곡표시 가능성 간의 관계가 경영자 교체에 따른 효과가 아님을 확인하였다.

본 연구는 최대주주의 변경에 대한 감독당국의 우려를 실증적으로 확인하였다는데 의의가 있다. 또한 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향을 확인하여 기업지배구조와 재무제표 왜곡표시 관계에 대한 연구를 확장하였다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 가설에 대해 검토하며, 제Ⅲ장에서는 연구모형의 설정, 표본의 선정 및 변수 측정을 소개한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과와 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 한계점을 기술한다.

## Ⅱ. 선행연구의 검토 및 가설설정

### 1. 최대주주 변경과 재무제표 왜곡표시 가능성

재무제표의 왜곡표시에 대한 선행연구는 재무제표 왜곡표시 수정에 대한 경제적 효과, 재무제표 왜곡표시의 발생과 수정에 영향을 미치는 요인, 재무제표 왜곡표시 수정 방식의 선택에 따른 차이 등 다양한 측면에서 연구가 진행되어 왔다.

재무제표의 왜곡표시는 기업의 경제 상황을 재무제표에 나타내는 회계정책이나 기업의 경제 상황에 의해 결정되는 기업 고유의 위험으로 인해 발생한다. 이후 회계오류가 내부통제제도, 외부감사 과정에서 발견되지 않고 수정되지 않으면 재무제표 발행 후 후속기간에 오류가 발견되고 수정되어 나타난다(Eilifsen and Messier 2000). 따라서 재무제표가 왜곡표시되어 나타날 가능성은 감사 전 재무제표의 질과 관련된 기업 특성과 내부회계관리제도를 포함한 내부통제제도, 외부감사의 영향을 받는다.

다수의 연구에서는 기업의 특성이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 기업 규모는 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는 대표적인 요인으로 기업 규모가 증가할수록 내부통제제도가 잘 갖추어져 있을 가능성이 높으며 이해관계자가 많으므로 감시기능이 보다 활성화되어 오류 발생의 가능성이 감소할 수 있다. 반면, 규모가 증가할수록 경영자가 관리하고 통제하기 힘든 사업부문이 많아져 오류발생이 증가한다는 주장도 있어 기업 규모가 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향은 혼재되어 나타나고 있다(송혁준 외 2008 ; 손성규 · 정기위 2009 ; 이재은 2012). 기업의 재무성과와 재무구조도 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 주는 요소로 나타나는데 기업의 재무상황이나 기업지배구조 등이 악화되었을 때 재무제표 왜곡표시 가능성이 증가하는 것으로 나타나고 있다(마희영 · 권수영 2010). 특히 높은 이익조정 유인을 가지는 취약한 재무구조를 가진 기업의 이익조정 수단으로 전기오류수정이 사

용되기도 한다(Kinney and McDaniel 1989 ; Dechow et al. 2011 ; 손성규 외 2005 ; 김지령 · 권선국 2013).

내부통제제도가 잘 구축된 기업은 기업 내부의 모니터링 기능을 통해 외부감사 이전에 오류를 발견하여 수정할 확률이 높다(유혜영 외 2012). 손성규 · 정기위(2009)의 연구에서는 내부회계관리제도의 도입 이후에 회계오류발생금액과 발생빈도가 감소하였으며, 내부회계관리제도를 도입한 기업에서 회계오류 발생금액과 발생빈도가 낮게 나타남으로써 재무제표 신뢰성이 향상되었음을 보였다. 내부회계관리제도 담당 인력의 비율이나 특성 등도 재무제표의 오류 발생에 영향을 미치는 것으로 나타났다(문두철 외 2012 ; 유혜영 외 2012).

기업지배구조는 기업의 재무보고 시스템에 전반적인 영향을 미침으로써 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미칠 수 있다. 선행연구에서는 감사위원회, 이사회 등 주로 내부지배구조를 중심으로 기업지배구조가 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 관해 연구되어 왔다. Beasley(1996)는 이사회 의 사외이사 비율, 이사의 독립성, 감사위원회 여부가 재무제표 재작성에 영향을 미친다는 것을 확인하였으며, 손성규 외(2004)는 감사위원회의 활동성이 오류발견에 영향을 미친다는 결과를 얻었다. Agrawal and Chadha(2005)는 이사회나 감사위원회의 독립적인 이사가 재무전문가인 경우 재무제표 재작성 확률이 감소함을 보였으며, Carcello et al.(2011)은 최고경영자가 이사회 구성의 선택에 관여하지 않을 때 재무제표 재작성 가능성이 감소함을 보이고 이러한 결과를 감사위원회 독립성과 전문성이 높아진 결과로 해석하였다. 최현돌 · 윤재원(2006)은 기업지배구조점수와 회계정보의 보수성 간의 관계를 분석하여 기업의 지배구조가 양호할수록 회계정보가 보다 보수적이라는 결과를 보였다.

본 연구는 재무제표 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는 요인에 대한 연구를 확장하여 기업지배구조 측면에서 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시에 미치는 영향을 확인하고자 한다. 기업 지배구조에서 최대주주는 기업의 재무정책, 영업정책에 절대적인 영향력을 미치는 지배력을 가진다(나금운 외 2014). 지배주주는 오류발생을 통한 경영자의 기회주의적 행동을 효과적으로 억제하는 역할을 하므로(채수준 · 이호영 2010), 최대주주가 변경될수록 경영자에 대한 감시기능이 약화될 수 있다. 우리나라 기업의 지배구조 특성상 최대주주는 기업 경영에서 중요한 역할을 차지하고 있으므로 최대주주의 변경이 기업에 더 큰 영향을 미칠 수 있다(Jung and Kwon 2002 ; 박종일 2003).

최대주주의 변경과 관련된 연구에서는 최대주주가 자주 변경된 기업을 대상으로 연구가 진행되어 왔다. 선행연구에 따르면 최대주주가 자주 변경된 기업의 신용등급이 하락하며, 상장폐지 가능성과 기업위험 등이 증가하는 것으로 나타났다(손호철 · 박성규 2013 ; 문종건 · 황보운 2014 ; 나금운 외 2014 ; 김혜리 2018). 연 2회 이상의 잦은 최대주주의 변경은 기업의 이익조정행태에 영향을 미치며(손호철 · 박성규 2016), 최대주주 변경횟수가 증가할수록 상장폐지 가능성이 증가하는 것으로 나타났다(나금운 외 2014). 김용식 · 황국재(2015)는 최대주주의 변경 여부가

내부회계관리제도 검토의견 개선과 관련이 있다는 결과를 보여 최대주주의 변경이 회계시스템에 영향을 미침을 확인하였다.

최대주주가 변경된 기업은 고위험 기업에 포함될 가능성이 증가하는 것으로 나타나고 있으며(금융감독원 2014, 2016 보도자료), 감독당국에서는 투자주의 환기종목 지정 기준, 투자유의사항으로 최대주주의 잦은 변경을 공시하고 있다. 2018년 11월부터 시행되는 외감법 개정안에는 주권상장법인의 감사인 직권지정사유에 과거 3년간 최대주주 2회 변경 사유가 신설되어 있어 최대주주의 잦은 변경을 우려하고 있다.

최대주주의 변경은 사업구조의 변경, 신사업에 대한 투자, 인력 교체 가능성 등으로 인해 경영의 불확실성을 증가시킬 수 있다. 선행연구에서는 최대주주가 변경될수록 기업의 경영환경과 회계시스템에 부정적인 영향이 나타남을 보이고 있다. 따라서 최대주주의 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에도 부정적인 영향을 미칠 것이라 예상하여 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 1. 최대주주 변경이 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성이 증가한다.

## 2. 고위험에 대한 감사인의 대응 차이

최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향은 감사인에 의해 어느 정도 통제될 수 있다. 즉, 최대주주의 변경으로 재무제표 왜곡표시 가능성이 증가되더라도 고품질 감사가 수행될 경우 그 부정적인 영향이 감소할 수 있음을 의미한다.

감사품질은 감사인이 재무제표의 왜곡표시 사항을 발견할 확률과 발견한 왜곡표시 사항을 보고할 확률의 결합확률로 정의된다(DeAngelo 1981). 재무제표의 왜곡표시를 발견할 확률은 감사인의 전문가적 능력과 관련된 감사기법, 감사범위와 관련된 투입노력 등에 의해 결정된다. 기업의 중요한 왜곡표시 위험수준에 대응하여 감사인이 감사노력을 더 투입한다면 감사 전 중요한 왜곡표시 위험수준이 높은 기업의 재무제표 왜곡표시 가능성은 감소할 수 있다(DeFond and Zhang 2014).

감사노력을 더 투입하고자 하는 유인은 감사인 특성에 따라 차이를 보이는 것으로 나타나고 있다. 규모가 큰 감사인은 배상능력이 크기 때문에 더 높은 소송위험에 노출되어 있으며(Palmrose 1988), 명성의 손상으로 인한 비용이 더 크다(DeAngelo 1981). 국내의 선행연구에서도 Big4 감사인의 경우 상대적으로 감사노력을 더 투입하여 감사위험을 감소시키려 한다는 결과를 보였다(최관·백원선 1998 ; 박종일·박찬웅 2007).

감사인 규모에 따른 감사품질의 차이는 사후적 지표인 재무제표의 품질을 측정하는 방법으로 확인할 수도 있다. 규모가 큰 감사인에게 감사를 받은 피감사기업의 재량적 발생액의 정도가 작게 나타났으며(Nelson et al. 2002), 감사인의 규모와 재무제표의 왜곡표시 간 관계에 대한 연구에서도 Big4 감사인은 재무제표의 왜곡표시 가능성을 감소시키는 정도가 큰 것으로 나타났다

(김문철·황인태 1998 ; 손성규 외 2010 ; 이재은 2012). 반면, Non-Big4 감사인의 경우 보다 경력이 오래된 회계사들이 감사를 수행하고 감사 팀원이 교체되는 경우가 상대적으로 적어 오히려 높은 품질의 감사를 제공할 수도 있다(이영한 외 2010).

이와 같이 감사인 규모에 따라 피감사기업에게 제공하는 감사품질에 차이가 있을 수 있다. 따라서 재무제표의 왜곡표시가 발생할 시점의 감사인 규모의 차이는 재무제표가 왜곡표시될 가능성에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이를 고려하여 최대주주의 변경이 증가할수록 재무제표 왜곡표시가 증가할 가능성 간의 관계는 감사인 규모에 따라 차이를 보일 것으로 예상하여 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2. 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시에 미치는 영향의 정도는 감사인 규모에 따라 차이를 보인다.

### III. 연구설계 및 표본의 설정

#### 1. 연구모형

본 연구는 최대주주의 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는지(가설 1), 최대주주의 변경과 감사인 규모 간 결합관계가 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는지(가설 2)를 확인하고자 한다. 가설을 검증하기 위해 다음의 식(1)과 같이 로지스틱회귀모형(Logistic Regression Model)을 설정하였다.

$$\begin{aligned} ERROR_t = & \beta_0 + \beta_1 CH\_OWN_t + \beta_2 CH\_OWN_t \times BIG4_t + \beta_3 BIG4_t + \beta_4 ABN\_AH_t \\ & + \beta_5 FIRST_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 LOSS_t \\ & + \beta_{10} INVREC_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} OWN_t + \beta_{13} AGE_t \\ & + \beta_{14} CONFIRM_t + \beta_{15} OPINION_{t-1} + \beta_{16} MARKET_t \\ & + \beta_i (\sum IND) + \beta_j (\sum YEAR) + \epsilon \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

변수 설명 ;

- ERROR = 해당 연도의 재무제표에 오류가 포함되었으면 1, 아니면 0
- CH\_OWN = 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수에 루트를 취한 값
- BIG4 = 감사인이 BIG 4이면 1, 아니면 0
- ABN\_AH = 감사시간모형을 통해 추정한 비정상감사시간
- FIRST = 초도감사인 경우 1, 아니면 0
- SIZE = 총자산에 자연로그를 취한 값
- LEV = 부채비율
- ROA = 총자산순이익률

|         |                                   |
|---------|-----------------------------------|
| LOSS    | = 손실을 보고하였으면 1, 아니면 0             |
| INVREC  | = 재고자산 · 매출채권비율                   |
| FOR     | = 외국인지분율                          |
| OWN     | = 최대주주지분율                         |
| AGE     | = 상장기간에 자연로그를 취한 값                |
| CONFIRM | = 종속회사 수에 자연로그를 취한 값              |
| OPINION | = 감사의견이 적정의견 외의 감사의견인 경우 1, 아니면 0 |
| MARKET  | = 유가증권시장에 상장된 기업이면 1, 아니면 0       |
| IND     | = 산업더미                            |
| YEAR    | = 연도더미                            |

식(1)에서 종속변수 ERROR는 재무제표의 왜곡표시 가능성을 포착하는 변수로 전기재무제표 재발행이나 비교재무제표 수정으로 해당 연도의 재무제표 본문을 후속기간에 재작성한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 모형의 관심변수는 CH\_OWN으로 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수로 측정하였다. 가설 1과 같이 최대주주의 변경횟수가 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성이 증가할 것으로 예상하므로 CH\_OWN은 양(+)의 회귀계수값을 가질 것으로 예측한다.

다른 관심변수인 CH\_OWN×BIG4는 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수와 Big4 감사인의 상호작용항이다. 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시에 미치는 영향은 Big4 감사인에게 감사를 받는 경우 감소하리라 예측하는 가설 2와 같이 CH\_OWN×BIG4는 음(-)의 회귀계수값을 가질 것이라 예상한다.

고품질 감사를 받은 기업은 재무제표의 발행 전에 오류를 발견하여 수정할 가능성이 증가한다(김문철 · 황인태 1998 ; 손성규 외 2010). Big4 감사인은 감사위험의 감소를 위해 감사노력을 더 투입하며(최관 · 백원선 1998 ; 박종일 · 박찬웅 2007), Big4 감사인이 재무제표의 왜곡표시 가능성을 더 감소시키는 것으로 나타나고 있다(김문철 · 황인태 1998 ; 손성규 외 2010 ; 이재은 2012). 반면, Non-Big4 감사인은 경력이 많은 회계사로 구성되어 있고 감사팀원이 적게 교체되므로 높은 품질의 감사를 제공할 수 있다(이영한 외 2010). 감사인 규모에 따른 특성 차이는 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미칠 것이라 예상한다.

식(1)을 통해 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미친 요인을 분석하기 위해 변수는 오류의 발생 시점을 기준으로 측정하였다. 재무제표 재발행을 통해 오류를 수정한 기업은 정정공시에 기재된 재발행한 재무제표의 회계연도를 오류 발생 시점으로 선택하였으며, 비교표시 재무제표의 재작성을 통해 오류를 수정한 기업은 재작성된 비교표시 재무제표의 회계연도를 오류 발생 시점으로 선택하였다<sup>4)</sup>.

4) 비교재무제표 수정 표본의 경우 오류를 수정한 재무제표의 전기를 오류 발생 기간으로 선택하였다. K-IFRS에 따르면 오류가 비교표시되는 가장 이른 과거기간 이전에 발생한 경우에는 비교표시되는 가장 이른 과거기간의 자산, 부채 및 자본의 기초금액을 재작성하도록 하고 있으므로 전기 재무제표의 재작성 사유는 전기 이전 기간에 발생한 오류 때문일 수 있다. 오류 사유로 비교재무제표를 수정한 경우 재

관심 변수 외에 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미칠 것으로 예상되는 요인을 통제변수로 모형에 추가하였다. 감사인이 감사시간을 증가시킬수록 재무제표에 포함된 왜곡표시 사항을 발견하여 수정할 가능성이 높아질 것이라 예상하여 비정상감사시간( $ABN\_AH$ )을 산출해 모형에 포함하였다(마희영·권수영 2010 ; 이재은 2012)<sup>5)</sup>. 감사인 교체시 신임 감사인이 전기 이전에 발생한 오류를 보다 적극적으로 발견하는 것으로 나타났다(정석우·노준화 1999 ; Lazer et al. 2004). 초도감사( $FIRST$ )의 경우 재무제표의 왜곡표시 가능성을 감소시킬 것으로 예상하여 이를 통제하였다.

기업의 특성은 재무제표의 왜곡표시가 발생할 가능성에 영향을 미친다. 기업 규모가 증가할수록 내부통제체도가 잘 갖추어져 있고, 이해관계자가 많으므로 감시기능이 더욱 활성화될 수 있으며(김문철·황인태 1998), 감사인이 감사계획 수립 시 입증감사의 범위를 확대하여 오류를 발견하고 수정할 가능성이 높아질 수 있다(손성규 외 2004). 이러한 경우 기업의 규모가 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성은 감소할 것이다. 반면, 오히려 규모가 증가할수록 경영자가 관리하고 통제하기 힘든 사업부문이 많아져 오류발생이 증가할 수도 있다(송혁준 외 2008 ; 손성규·정기위 2009 ; 이재은 2012).

기업의 영업복잡성을 통제하기 위해 매출채권과 재고자산의 합계를 총자산으로 나누어 변수로 추가하였으며, 기업의 영업이 복잡할수록 오류발생확률이 높으므로 재무제표의 왜곡표시 가능성과는 양(+)의 관계로 예상한다(손성규·정기위 2009 ; 유혜영 외 2012).

기업은 이익조정을 위해 회계오류를 자의적으로 사용하기도 한다(박경진 외 2014). 이익조정 유인이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 영향을 미칠 수 있으므로 기업의 재무구조와 성과를 통제하기 위해 부채비율( $LEV$ ), 총자산순이익률( $ROA$ ), 손실여부( $LOSS$ )를 모형에 추가하였다(Kinney and McDaniel 1989 ; Dechow et al. 2011 ; 손성규 외 2005). 부채비율이 높을수록 부채 계약위반으로 인한 비용이 크기 때문에 이를 회피하기 위해 이익을 조정할 유인이 증가하므로 부채비율이 증가하면 오류발생이 증가할 것이라 예상한다(황인태 1996 ; Romanus et al. 2008 ;

무제표 주석에 오류 사유, 오류 발생 시점 등을 기재하게 되어있으나 일부 기업은 주석 내용만으로 정확한 시점을 파악하기 어렵다. 선행연구를 참고하여 오류발생연도를 비교재무제표가 수정된 전년도로 가정하였다(김문철·황인태 1996 ; 송혁준 외 2008 ; 황규영·이재경 2008 ; 마희영·권수영 2010).

- 5) 비정상감사시간은 다음의 정상감사시간 모형을 설정하고, 실제감사시간에서 정상감사시간 모형에 의해 산업별, 연도별로 추정된 정상감사시간을 차감하여 비정상감사시간을 계산하였다.

$$AH_t = \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 ROA_t + \beta_3 INVREC_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 FOR_t + \beta_6 OWN_t + \beta_7 CONFIRM_t + \beta_8 OPINION_{t-1} + \beta_9 FIRST_t + \beta_{10} MARKET_t + \epsilon$$

$AH$  : 감사시간에 자연로그를 취한 값,  $SIZE$  : 총자산에 자연로그를 취한 값,  $ROA$  : 총자산순이익률,  $INREC$  : 재고자산·매출채권비율,  $LEV$  : 부채비율,  $FOR$  : 외국인지분율,  $OWN$  : 최대주주지분율,  $CONFIRM$  : 종속회사 수에 자연로그를 취한 값,  $OPINION$  : 감사의견이 적정의견 외의 감사의견인 경우 1, 아니면 0,  $FIRST$  : 초도감사이면 1, 아니면 0,  $MARKET$  : 유가증권 시장에 상장된 기업이면 1, 아니면 0

마희영·권수영 2010). 수익성이 낮은 기업은 이익조정 유인이 증가한다. 손실이 발생하고 총 자산순이익률이 감소할수록 오류발생이 증가할 것이라 예상한다. 그러나 부채비율이 높고 수익성이 낮으면 감사인이 입증감사범위를 확대하여 전기에 발생한 오류를 발견하고 수정할 수 있어 오히려 재무제표의 재작성 가능성이 증가할 수도 있다(손성규 외 2004).

기업의 대리인비용에 영향을 미칠 수 있는 외국인지분율(FOR), 최대주주지분율(OWN)을 모형에 포함하였다(채수준·이호영 2010; 유혜영 외 2012). 채수준·이호영(2010)은 지배주주의 지분율이 증가할수록 회계오류의 발생이 감소한다는 것을 보여 이를 지배주주의 지분율이 높아질수록 대리인비용이 감소한 결과로 해석하였다.

상장기간이 짧은 기업은 긴 기업에 비해 상대적으로 기업의 재무보고 시스템이 취약할 가능성이 있으므로 상장기간(AGE)을 통제변수로 모형에 추가하였으며(Abbott et al. 2004), 시장 특성을 통제하기 위해 유가증권시장상장여부(MARKET)를 변수로 추가하였다. 산업 별 특성과 연도 별 특성의 고정효과를 통제하기 위하여 산업더미(IND)와 연도더미(YEAR)를 추가하였다.

## 2. 표본의 선정

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 비금융업 기업을 대상으로 한다. 분석에 필요한 공시자료, 재무자료와 감사자료는 한국상장회사협의회 TS2000 데이터베이스와 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 사업보고서, 감사보고서, 최대주주변경 공시를 바탕으로 수집하였다.

<표 1>은 표본 선정 과정과 분석에 사용된 최종 표본 수이다. 표본 기간인 2011년부터 2015년까지의 유가증권시장과 코스닥시장의 비금융업 상장기업 기업-연도 표본은 9,230개로 이 중에서 재무자료가 없는 기업-연도 표본 472개, 그리고 감사인 자료를 입수하기 어려운 기업-연도 표본 83개, 외국인지분율이나 최대주주지분율 자료가 없는 표본 713개 기업-연도를 분석대상에서 제외하였다.

〈표 1〉 표본 선정 과정

| 분 류                            | 기업-연도 수 |
|--------------------------------|---------|
| 2011-2015 비금융업 상장기업 기업-연도      | 9,230   |
| (제외) 재무자료가 없는 표본               | (472)   |
| (제외) 감사자료가 없는 표본               | (83)    |
| (제외) 외국인지분율, 최대주주지분율 자료가 없는 표본 | (713)   |
| 최종 표본(기업-연도)                   | 7,962   |
| 재무제표에 왜곡표시가 포함된 표본             | 295     |
| 재무제표에 왜곡표시가 포함되지 않은 표본         | 7,667   |

연구에 사용된 총 기업-연도 수는 7,962개이며 그 중 재무제표에 왜곡표시가 포함된 표본은 295개이다. 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위하여 연속변수에 대해 상·하위 1% 이내에 해당하는 값을 변수마다 상·하위 1% 값으로 조정(winsorization)하였다.

기업의 최대주주가 변경된 경우 유가증권시장과 코스닥시장의 공시규정에 따라 이를 공시해야 한다. 한국거래소는 유가증권시장 공시규정의 제7조(주요경영사항)에 따라 최대주주가 변경된 사실이 확인된 때에 공시하도록 하고 있으며, 코스닥시장 공시규정의 제6조(공시신고사항)는 최대주주 또는 대표이사가 변경된 때에 공시하도록 하고 있다. 최대주주 변경에 대한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 제공하는 공시자료를 통해 수집하였다.

본 연구에서는 기업의 최대주주 변경 행태를 확인하기 위해 최근 3년 이내의 최대주주 변경 횟수를 계산하여 변수로 사용하였다<sup>6)</sup>. <표 2>는 최근 3년 이내 최대주주가 변경된 기업의 시장-연도별 분포이다. 최근 3년 이내 최대주주가 변경된 적이 있는 기업-연도는 유가증권시장 소속이 473개, 코스닥시장 소속이 969개로 나타났다. <표 3>은 최근 3년 이내 최대주주가 변경된 기업의 시장-변경횟수별 분포이다. 최근 3년 이내 최대주주가 1번 변경된 기업-연도는 1,041개, 2회 변경된 기업-연도는 246개, 3회 변경된 기업-연도는 81개, 4회 이상 변경된 기업-연도는 74개로 나타났다<sup>7)</sup>.

<표 2> 최근 3년 이내 최대주주 변경 기업의 시장-연도별 분포

| 시장 구분  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 합계    |
|--------|------|------|------|------|------|-------|
| 유가증권시장 | 90   | 90   | 88   | 101  | 104  | 473   |
| 코스닥시장  | 251  | 190  | 176  | 166  | 186  | 969   |
| 합계     | 341  | 280  | 264  | 267  | 290  | 1,442 |

<표 3> 최근 3년 이내 최대주주 변경 기업의 시장-변경횟수별 분포

| 시장 구분  | 1회    | 2회  | 3회 | 4회 이상 | 합계    |
|--------|-------|-----|----|-------|-------|
| 유가증권시장 | 359   | 65  | 25 | 24    | 473   |
| 코스닥시장  | 682   | 181 | 56 | 50    | 969   |
| 합계     | 1,041 | 246 | 81 | 74    | 1,442 |

6) 최대주주 변경은 추후 경영상황이 안정화될 때까지 재무제표 왜곡표시 가능성을 증가시킬 수 있으므로 최대주주 변경이 재무제표 왜곡표시에 영향을 미친 시점을 정확하게 파악하기는 어렵다. 본 연구에서는 재무제표의 왜곡표시가 포함된 시점으로부터 최근 3년 사이의 최대주주 변경횟수를 측정하여 변수로 사용하였다.

7) 최근 3년 이내에 최대주주가 변경된 최대횟수는 13회로 나타났다. 최근 3년 이내에 최대주주가 4회 이상 변경된 기업이 74개 기업-연도임을 고려하여 분석에서는 극단치의 영향을 배제하기 위해 최근 3년 이내 최대주주 변경횟수가 4번이 넘는 기업을 최대 4번으로 극단치를 조정(winsorization)하였다.

K-IFRS가 적용되면서 중요한 전기오류를 수정할 때 재무제표를 재작성하는 방식만 인정하도록 변경되었으므로 K-IFRS 도입 이후인 2011년 이후를 표본 기간으로 선정하였다. 재무제표 재작성 표본은 전기재무제표를 재발행하는 방법과 비교재무제표를 수정하는 두 방법 모두를 포함하여 구성하였다(손성규 외 2004 ; 송혁준 외 2008).

전기재무제표를 재발행하여 재무제표를 재작성한 기업의 자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 제공하는 사업보고서 정정공시를 통해 수집하였다. 정정사유를 확인하여 재무제표 본문이 수정되었는지를 확인하였으며, 재무제표의 재작성이 아닌 공시시스템의 입력 오류나 오타자의 수정 등으로 정정하여 공시한 기업은 재작성 표본에서 제외하였다. 비교재무제표를 수정하여 재무제표를 재작성한 기업의 자료는 전기에 발행한 재무제표와 당기의 비교표시된 전기재무제표의 자본, 부채, 순이익 중 하나라도 수정한 기업을 선정하였다. 해당 기업의 재무제표 주석사항을 확인하여 전기오류수정 여부가 명확하게 기재되어 있는 기업-연도를 재무제표가 왜곡 표시된 표본으로 선정하였다.

<표 4>는 재무제표에 왜곡표시가 포함된 기업-연도를 재작성 방법에 따라 연도별로 분류한 분포이다. 재무제표 왜곡표시가 포함된 표본 중에서 전기재무제표를 재발행한 기업-연도는 220개, 비교표시 재무제표를 수정하는 방법으로 재작성한 기업-연도는 80개이다<sup>8)</sup>.

〈표 4〉 재무제표 왜곡표시 표본의 재작성 방법-연도별 분포

| 재작성 방법        | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 합계  |
|---------------|------|------|------|------|------|-----|
| 전기재무제표 재발행    | 32   | 41   | 40   | 51   | 56   | 220 |
| 비교표시 재무제표 재작성 | 17   | 15   | 17   | 19   | 12   | 80  |
| 합 계           | 49   | 56   | 57   | 70   | 68   | 300 |

## IV. 실증분석

### 1. 주요 변수의 기술통계량 및 상관분석

<표 5>는 분석에 사용한 주요 변수들의 기술통계량이다. 본 연구의 관심변수인 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수에 루트를 취한 값(CH\_OWN)의 평균은 0.2105이다.

8) 분석표본 중 5개 기업은 동일 기간의 재무제표를 재작성함에 있어 전기재무제표 재발행과 비교표시 재무제표 재작성 방식을 동시에 사용하여 오류를 보고하였다. 해당 기업-연도를 하나의 표본으로 간주하였으며, 최종 표본에 사용된 재무제표 왜곡표시 표본은 총 295개 기업-연도이다.

〈표 5〉 주요 변수에 대한 기술통계량(N=7,962)

| 변수      | 평균      | 중앙값     | 표준편차   | 최소값     | 최대값     |
|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| ERROR   | 0.0371  | 0       | 0.1889 | 0       | 1       |
| CH_OWN  | 0.2105  | 0       | 0.4646 | 0       | 2.0000  |
| BIG4    | 0.5524  | 1       | 0.4973 | 0       | 1       |
| ABN_AH  | 0.0024  | 0.0218  | 0.3717 | -1.2311 | 0.8460  |
| FIRST   | 0.1491  | 0       | 0.3562 | 0       | 1       |
| SIZE    | 19.0867 | 18.7793 | 1.4899 | 16.5277 | 24.0393 |
| LEV     | 0.4462  | 0.4462  | 0.2106 | 0.0602  | 0.9491  |
| ROA     | 0.0021  | 0.0245  | 0.1189 | -0.6168 | 0.2084  |
| LOSS    | 0.2997  | 0       | 0.4581 | 0       | 1       |
| INVREC  | 0.2832  | 0.2717  | 0.1553 | 0.0140  | 0.7076  |
| FOR     | 0.0611  | 0.0148  | 0.1051 | 0       | 0.5357  |
| OWN     | 0.4035  | 0.3978  | 0.1674 | 0.0743  | 0.7959  |
| AGE     | 2.5400  | 2.6391  | 0.7420 | 0.6931  | 3.8286  |
| CONFIRM | 1.1614  | 1.0986  | 0.9772 | 0       | 3.9890  |
| OPINION | 0.0018  | 0       | 0.0419 | 0       | 1       |
| MARKET  | 0.3852  | 0       | 0.4867 | 0       | 1       |

변수 설명 ;

ERROR = 해당 연도의 재무제표가 후속기간에 재작성되었으면 1, 아니면 0

CH\_OWN = 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수에 루트를 취한 값

BIG4 = 감사인이 Big4이면 1, 아니면 0

ABN\_AH = 감사시간모형을 통해 추정한 비정상감사시간

FIRST = 초도감사이면 1, 아니면 0

SIZE = 총자산에 자연로그를 취한 값

LEV = 부채비율(부채/총자산)

ROA = 총자산순이익률(순이익/총자산)

LOSS = 손실이면 1, 아니면 0

INVREC = 재고자산, 매출채권비율(재고자산+매출채권/총자산)

FOR = 외국인지분을

OWN = 최대주주지분을

AGE = 상장기간에 자연로그를 취한 값

CONFIRM = 종속회사 수에 자연로그를 취한 값

OPINION = 전년도 감사의견이 적정의견 외의 감사의견인 경우 1, 아니면 0

MARKET = 유가증권시장에 상장된 기업이면 1, 아니면 0

표본 중에서 재무제표 본문이 왜곡표시되어 재무제표를 재발행한 기업-연도(ERROR)는 3.71%이며, 비정상감사시간의 평균은 0.0024로 나타났다. 표본의 55.24% 정도가 Big4 감사인에게 감사를 받았으며(BIG4), 14.91% 정도가 해당 연도에 초도감사(FIRST)인 것으로 나타났다.

<표 6>은 주요 변수 간의 상관관계이다.

〈표 6〉 주요 변수에 대한 상관분석(N=7,962)

|             | 01)                 | 02)                 | 03)                 | 04)                 | 05)                 | 06)                 | 07)                 | 08)                 | 09)                 | 10)                 | 11)                 | 12)                 | 13)                | 14)                | 15)                 | 16)    |
|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------|
| 01) ERROR   | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 02) CHOWN   | 0.0648<br>(0.0000)  | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 03) BIG4    | -0.0427<br>(0.0001) | -0.0994<br>(0.0000) | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 04) ABN_AH  | -0.0199<br>(0.0765) | 0.0510<br>(0.0000)  | -0.0007<br>(0.9490) | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 05) FIRST   | 0.0038<br>(0.7365)  | 0.1074<br>(0.0000)  | -0.1132<br>(0.0000) | 0.0010<br>(0.9310)  | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 06) SIZE    | 0.0137<br>(0.2225)  | -0.1260<br>(0.0000) | 0.3882<br>(0.0000)  | 0.0084<br>(0.4562)  | -0.0899<br>(0.0000) | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 07) LEV     | 0.1177<br>(0.0000)  | 0.0844<br>(0.0000)  | 0.0576<br>(0.0000)  | 0.0051<br>(0.6517)  | 0.0355<br>(0.0015)  | 0.2884<br>0         | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 08) ROA     | -0.1126<br>(0.0000) | -0.2394<br>(0.0000) | 0.1124<br>(0.0000)  | -0.0079<br>(0.4817) | -0.0494<br>(0.0000) | 0.1965<br>(0.0000)  | -0.3526<br>(0.0000) | 1<br>0              |                     |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 09) LOSS    | 0.0938<br>(0.0000)  | 0.1698<br>(0.0000)  | -0.0998<br>(0.0000) | 0.0143<br>(0.2010)  | 0.0410<br>(0.0003)  | -0.1604<br>(0.0000) | 0.3211<br>(0.0000)  | -0.6759<br>(0.0000) | 1<br>0              |                     |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 10) INVREC  | -0.0052<br>(0.6434) | -0.0371<br>(0.0000) | -0.0937<br>(0.0000) | -0.0070<br>(0.5323) | -0.0156<br>(0.1634) | -0.1383<br>(0.0000) | 0.1545<br>(0.0000)  | 0.0097<br>(0.3878)  | -0.0586<br>(0.0000) | 1<br>0              |                     |                     |                    |                    |                     |        |
| 11) FOR     | -0.0243<br>(0.0304) | -0.0430<br>(0.0000) | 0.2309<br>(0.0000)  | 0.0126<br>(0.2603)  | -0.0751<br>(0.0000) | 0.4605<br>(0.0000)  | -0.0802<br>(0.0000) | 0.1849<br>(0.0000)  | -0.1659<br>(0.0000) | -0.115<br>0         | 1<br>0              |                     |                    |                    |                     |        |
| 12) OWN     | -0.0463<br>(0.0000) | -0.1838<br>(0.0000) | 0.1541<br>(0.0000)  | -0.0074<br>(0.5116) | -0.0355<br>(0.0015) | 0.1680<br>(0.0000)  | -0.0855<br>(0.0000) | 0.2549<br>(0.0000)  | -0.2158<br>(0.0000) | -0.038<br>(0.0007)  | -0.0156<br>(0.1631) | 1<br>0              |                    |                    |                     |        |
| 13) AGE     | 0.0301<br>(0.0071)  | 0.0662<br>(0.0000)  | -0.0044<br>(0.6979) | 0.0005<br>(0.9683)  | -0.0708<br>(0.0000) | 0.3158<br>(0.0000)  | 0.1950<br>(0.0000)  | -0.0989<br>(0.0000) | 0.0767<br>(0.0000)  | 0.0271<br>(0.0157)  | 0.1357<br>(0.0000)  | -0.0141<br>(0.2087) | 1<br>0             |                    |                     |        |
| 14) CONFIRM | 0.0377<br>(0.0008)  | -0.0468<br>(0.0000) | 0.2165<br>(0.0000)  | 0.0036<br>(0.7507)  | -0.0666<br>(0.0000) | 0.6518<br>(0.0000)  | 0.2516<br>(0.0000)  | 0.0285<br>(0.0109)  | -0.0243<br>(0.0302) | -0.0857<br>(0.0000) | 0.3344<br>(0.0000)  | -0.0413<br>(0.0002) | 0.2280<br>(0.0000) | 1<br>0             |                     |        |
| 15) OPINION | 0.0076<br>(0.4956)  | 0.0512<br>(0.0000)  | -0.0225<br>(0.0446) | -0.0003<br>(0.9809) | 0.0414<br>(0.0002)  | -0.0147<br>(0.1892) | 0.0490<br>(0.0000)  | -0.0947<br>(0.0000) | 0.0576<br>(0.0000)  | -0.0127<br>(0.2561) | -0.0216<br>(0.0535) | -0.0340<br>(0.0024) | 0.0099<br>(0.3778) | 0.0010<br>(0.9294) | 1<br>0              |        |
| 16) MARKET  | -0.0241<br>(0.0315) | -0.0579<br>(0.0000) | 0.2299<br>(0.0000)  | -0.0018<br>(0.8740) | -0.0581<br>(0.0000) | 0.5501<br>(0.0000)  | 0.1249<br>(0.0000)  | 0.0812<br>(0.0000)  | -0.0846<br>(0.0000) | 0.0166<br>(0.1395)  | 0.2680<br>(0.0000)  | 0.1694<br>(0.0000)  | 0.4064<br>(0.0000) | 0.2951<br>(0.0000) | -0.1387<br>(0.0000) | 1<br>0 |

1) 각 변수의 정의는 &lt;표 5&gt;를 참조

2) 괄호안의 수치는 p값임(양측검정).

재무제표왜곡표시여부(ERROR)는 최대주주변경횟수(CH\_OWN)와 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, Big4감사인(Big4)과는 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 재무제표왜곡표시여부(ERROR)는 부채비율(LEV), 손실여부(LOSS), 상장기간(AGE), 종속회사수(CONFIRM)와 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 비정상감사시간(ABN\_AH), 총자산순이익률(ROA), 외국인지분율(FOR), 최대주주지분율(OWN), 유가증권시장소속여부(MARKET)와는 유의한 음(-)의 관계로 나타났다.

## 2. 단변량분석

<표 7>은 재무제표에 왜곡표시가 포함되었는지에 따라 주요 변수가 차이가 있는지 분석한 결과이다. 표본 중 재무제표가 왜곡표시된 기업은 295개, 그렇지 않은 기업은 7,667개 기업-연도이다.

<표 7> 재무제표의 왜곡표시 여부에 따른 주요 변수 차이의 유의성 분석

|         | 평균                 |                     |          | 중앙값                |                     |          |
|---------|--------------------|---------------------|----------|--------------------|---------------------|----------|
|         | 재무제표<br>왜곡표시<br>포함 | 재무제표<br>왜곡표시<br>미포함 | t-value  | 재무제표<br>왜곡표시<br>포함 | 재무제표<br>왜곡표시<br>미포함 | z-value  |
| CH_OWN  | 0.3641             | 0.2047              | 4.62***  | 0                  | 0                   | 5.54***  |
| BIG4    | 0.4441             | 0.5563              | -3.81*** | 0                  | 1                   | -3.80*** |
| ABN_AH  | -0.0358            | 0.0036              | -1.66*   | 0.0078             | 0.0209              | -1.23    |
| FIRST   | 0.1559             | 0.1488              | 0.34     | 0                  | 0                   | 0.34     |
| SIZE    | 19.1906            | 19.0823             | 1.22     | 18.8646            | 18.7726             | 1.40     |
| LEV     | 0.5726             | 0.4414              | 10.58*** | 0.6037             | 0.4401              | 10.16*** |
| ROA     | -0.0661            | 0.0047              | -7.25*** | -0.0077            | 0.0255              | -8.92*** |
| LOSS    | 0.5186             | 0.2914              | 7.68***  | 1                  | 0                   | 8.36***  |
| INVREC  | 0.2791             | 0.2834              | -0.47    | 0.2640             | 0.2724              | -0.52    |
| FOR     | 0.0481             | 0.0616              | -2.96*** | 0.0133             | 0.0149              | -1.60*   |
| OWN     | 0.7513             | 0.8336              | -4.05*** | 0.7539             | 0.8304              | -3.84*** |
| AGE     | 2.6540             | 2.5358              | 3.07***  | 2.6391             | 2.6391              | 2.37**   |
| CONFIRM | 1.3491             | 1.1544              | 3.36***  | 1.3863             | 1.0986              | 3.51***  |
| OPINION | 0.0034             | 0.0017              | 0.50     | 0                  | 0                   | 0.68     |
| MARKET  | 0.3254             | 0.3877              | -2.16**  | 0                  | 0                   | -2.15**  |

1) 각 변수의 정의는 <표 5>를 참조

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

3) 오류포함과 오류미포함 그룹 간 평균 차이는 t-검증시의 t값, 중앙값 차이는 Wilcoxon 부호 순위 합 검증시의 Z값을 사용함.

단변량분석 결과 재무제표에 왜곡표시가 포함된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 최대주주변경횟수(CH\_OWN)가 유의하게 높은 것으로 나타났다. 반면 재무제표가 왜곡표시된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 Big4감사인(BIG4)의 비율이 유의하게 낮게 나타났다.

그 외 재무제표에 왜곡표시가 포함된 기업의 부채비율(LEV), 상장기간(AGE), 종속회사수(CONFIRM)가 재무제표에 왜곡표시가 포함되지 않은 기업에 비해 높게 나타났으며, 손실여부(LOSS)의 비율이 높게 나타났다. 재무제표에 왜곡표시가 포함된 기업의 비정상감사시간(ABN\_AH), 총자산순이익률(ROA), 외국인지분율(FOR), 최대주주지분율(OWN)은 재무제표에 왜곡표시가 포함되지 않은 기업에 비해 낮은 것으로 나타났으며, 유가증권시장상장여부(MARKET)의 비율이 높게 나타났다.

### 3. 다변량분석

<표 8>은 최대주주 변경과 재무제표 왜곡표시 가능성 간의 관계를 확인하기 위해 로지스틱 회귀분석(Logistic Regression)을 수행한 결과이다. 본 연구의 첫 번째 가설은 최대주주의 변경과 재무제표의 왜곡표시 가능성 간의 관계를 확인하는 것으로 모형 1에서 최대주주변경횟수(CH\_OWN)의 회귀계수값을 확인하였다. 분석 결과 모형 1에서 관심변수인 최대주주 변경횟수(CH\_OWN)는 양(+)의 회귀계수값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 최근 3년 이내의 최대주주의 변경횟수가 증가할수록 재무제표가 왜곡표시될 가능성이 증가한다는 것을 의미하는 것으로 가설 1을 지지하는 결과이다.

두 번째 가설은 최대주주의 변경횟수와 재무제표의 왜곡표시 가능성 간의 관계가 Big4 감사인에 따라 차이를 보이는지 확인하는 것이다. 이를 분석하기 위해 모형 2에는 추가로 최대주주 변경횟수(CH\_OWN)와 Big4감사인(BIG4) 간의 상호작용항(CH\_OWN×BIG4)을 포함하여 최대주주 변경횟수와 감사품질의 결합효과가 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향을 확인하였다. 모형 2에서 최대주주 변경횟수와 Big4 감사인 간의 상호작용항(CH\_OWN×BIG4)은 유의한 음(-)의 회귀계수값으로 나타나 최대주주의 잦은 변경이 기업의 재무제표 왜곡표시 가능성을 증가시키는 정도는 Big4 감사인이 감사한 기업의 경우 작게 나타났다<sup>9)</sup>. 이는 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시에 미치는 영향의 정도는 감사인 규모에 따라 차이를 보일 것이라는 가설 2를 지지하는 결과이다.

9) 최근 개정된 외감법에서는 최대주주의 잦은 변경을 3년간 2회 이상으로 정의하고 있다. 최대주주의 잦은 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향만을 구분하여 측정하기 위해 최대주주 변경 횟수가 3년간 2회 이상인 기업을 최대주주의 잦은 변경이 있었던 기업으로 간주하고 최대주주 변경횟수 변수를 변경하여 분석하였다. 분석 결과 모형 1에서 CH\_OWN은 유의한 양(+)의 회귀계수값으로 나타나 주요 분석과 유사한 결과를 보였으나 모형 2에서 CH\_OWN과 BIG4의 상호작용항은 음(-)의 회귀계수값을 가지나 유의하지 않게 나타났다.

〈표 8〉 로지스틱회귀분석 결과

$$ERROR_t = \beta_0 + \beta_1 CH\_OWN_t + \beta_2 CH\_OWN_t \times BIG4_t + \beta_3 BIG4_t + \beta_4 ABN\_AH_t + \beta_5 FIRST_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} INVREC_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} OWN_t + \beta_{13} AGE_t + \beta_{14} CONFIRM_t + \beta_{15} OPINION_{t-1} + \beta_{16} MARKET_t + \beta_i (\sum IND) + \beta_j (\sum YEAR) + \epsilon$$

식(1)

| 변 수                | 모형 1    |                 | 모형 2    |                 |
|--------------------|---------|-----------------|---------|-----------------|
|                    | 회귀계수    | Wald Chi-Square | 회귀계수    | Wald Chi-Square |
| Intercept          | -8.4959 | 32.5664***      | -8.6074 | 33.3496***      |
| CH_OWN             | 0.3847  | 11.2186***      | 0.5319  | 14.7691***      |
| CH_OWN×BIG4        |         |                 | -0.4269 | 3.2494*         |
| BIG4               | -0.4925 | 12.1935***      | -0.3674 | 5.5009**        |
| ABN_AH             | -0.3234 | 4.2502**        | -0.3102 | 3.8855**        |
| FIRST              | -0.1852 | 1.1365          | -0.2021 | 1.3385          |
| SIZE               | 0.1046  | 1.9356          | 0.1056  | 1.9707          |
| LEV                | 1.9646  | 28.852***       | 1.9748  | 29.0259***      |
| ROA                | -1.2615 | 5.7524**        | -1.2177 | 5.3140**        |
| LOSS               | 0.2883  | 3.2200*         | 0.2963  | 3.3921*         |
| INVREC             | -0.1925 | 0.2067          | -0.1934 | 0.2085          |
| FOR                | -0.8040 | 1.0177          | -0.8223 | 1.0512          |
| OWN                | 0.0110  | 0.0032          | 0.0357  | 0.0329          |
| AGE                | 0.1158  | 1.1076          | 0.1194  | 1.1773          |
| CONFIRM            | 0.1736  | 3.7888**        | 0.1721  | 3.7381*         |
| OPINION            | -0.5497 | 0.2694          | -0.5327 | 0.2523          |
| MARKET             | -0.4328 | 6.7929***       | -0.4328 | 6.7779***       |
| IND, YEAR          | 포함      |                 | 포함      |                 |
| N                  | 7,962   |                 | 7,962   |                 |
| Likelihood Ratio   | 212.45  |                 | 215.83  |                 |
| Max-rescaled $R^2$ | 0.0969  |                 | 0.0985  |                 |

1) 각 변수의 정의는 <표 5>를 참조

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

그 외 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 손실여부(LOSS), 상장기간(AGE)은 유의한 양(+)의 회귀계수값으로 나타나 재무제표의 왜곡표시 가능성을 증가시키는 것으로 나타났다. Big4감사인(BIG4)과 총자산순이익률(ROA)은 유의한 음(-)의 회귀계수값을 나타내어, 외부감사인이 Big4 감사인일수록, 총자산순이익률이 클수록 재무제표의 왜곡표시 가능성은 감소하였다.

#### 4. 추가분석

##### 가. 최대주주 변경여부를 사용한 분석

주요 분석에서는 최대주주 변경횟수가 재무제표 왜곡표시 가능성에 영향을 미치는지 확인하였다. 김용식·황국재(2015)는 최대주주가 변경되지 않는 기업일수록 내부회계관리제도의 취약점에 대한 검토의견이 개선될 가능성이 높다는 결과를 보인바 있다. 최대주주의 변경여부는 내부회계관리제도 등 회계시스템에 영향을 미칠 수 있으므로 추가적으로 최대주주의 변경여부가 재무제표 왜곡표시에 영향을 미치는지 확인하였다. 주요 분석과 동일한 모형에서 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수로 측정했던 관심변수를 최근 3년 이내의 최대주주 변경여부로 변경하여 분석을 반복하였다.

<표 9>는 최근 3년 이내의 최대주주 변경여부와 재무제표 왜곡표시, Big4 감사인 간의 관계를 분석한 결과이다. 최대주주 변경여부(CH\_OWN)는 양(+)의 회귀계수 값을 나타내 최근 3년 이내에 최대주주가 변경된 기업이 재무제표가 왜곡표시될 가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 최대주주 변경여부와 Big4 감사인의 상호작용항(CH\_OWN×Big4)은 음(-)의 회귀계수값을 가지는 것으로 나타나 최대주주 변경여부와 재무제표 왜곡표시 간 관계는 Big4 감사인에게 감사를 받은 기업의 경우 감소하는 결과를 보였다<sup>10)</sup>.

〈표 9〉 로지스틱 회귀분석 결과

$$ERROR_t = \beta_0 + \beta_1 D\_CH\_OWN_t + \beta_2 D\_CH\_OWN_t \times BIG4_t + \beta_3 BIG4_t + \beta_4 ABN\_AH_t + \beta_5 FIRST_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} INVREC_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} OWN_t + \beta_{13} AGE_t + \beta_{14} CONFIRM_t + \beta_{15} OPINION_{t-1} + \beta_{16} MARKET_t + \beta_i (\sum IND) + \beta_j (\sum YEAR) + \epsilon$$

식(1)

| 변 수           | 모형 1    |                 | 모형 2    |                 |
|---------------|---------|-----------------|---------|-----------------|
|               | 회귀계수    | Wald Chi-Square | 회귀계수    | Wald Chi-Square |
| Intercept     | -8.2784 | 31.0401***      | -8.4365 | 32.1915***      |
| D_CH_OWN      | 0.4306  | 9.2072***       | 0.6882  | 14.8915***      |
| D_CH_OWN×BIG4 |         |                 | -0.6624 | 5.1929**        |

10) 최대주주의 변경횟수에 따라 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 차이가 있는지 확인하기 위해 최근 3년 내의 최대주주 2회 변경, 3회 변경, 4회 변경 더미변수를 추가하여 분석하였다. 분석 결과 모형 1의 D\_CH\_OWN을 최대주주 2회 변경 더미변수로 사용하였을 때는 유의한 양(+)의 회귀계수값으로 나타나 주요 분석과 유사한 결과를 보였으나 3회 변경 더미변수와 4회 변경 더미변수는 유의하지 않게 나타났다. 또한 모형 2에서 D\_CH\_OWN과 BIG4의 상호작용항은 유의하지 않은 회귀계수값을 보였다. 이는 표본에서 최근 3년 이내 최대주주가 2회 이상 변경된 경우가 전체 1,442건 중 401건으로 감소하였기 때문으로 보인다.

〈표 10〉 로지스틱 회귀분석 결과 (계속)

| 변 수                | 모형 1    |                 | 모형 2    |                 |
|--------------------|---------|-----------------|---------|-----------------|
|                    | 회귀계수    | Wald Chi-Square | 회귀계수    | Wald Chi-Square |
| BIG4               | -0.4852 | 11.929***       | -0.3181 | 4.0441**        |
| ABN_AH             | -0.3400 | 4.7241**        | -0.3292 | 4.3958**        |
| FIRST              | -0.1710 | 0.9814          | -0.1887 | 1.1855          |
| SIZE               | 0.1010  | 1.8142          | 0.1042  | 1.9358          |
| LEV                | 1.9277  | 27.8345***      | 1.9332  | 27.8715***      |
| ROA                | -1.2873 | 6.0087**        | -1.2303 | 5.4440**        |
| LOSS               | 0.2799  | 3.0485*         | 0.2852  | 3.1570*         |
| INVREC             | -0.2328 | 0.3034          | -0.2320 | 0.3013          |
| FOR                | -0.8373 | 1.0909          | -0.8893 | 1.2117          |
| OWN                | -0.123  | 0.0944          | -0.0943 | 0.0554          |
| AGE                | 0.1071  | 0.9712          | 0.1064  | 0.9587          |
| CONFIRM            | 0.1722  | 3.7480*         | 0.1707  | 3.6969*         |
| OPINION            | -0.5459 | 0.2650          | -0.5267 | 0.2454          |
| MARKET             | -0.4208 | 6.4534**        | -0.4197 | 6.4038**        |
| IND, YEAR          | 포함      |                 | 포함      |                 |
| N                  | 7,962   |                 | 7,962   |                 |
| Likelihood Ratio   | 210.09  |                 | 215.50  |                 |
| Max-rescaled $R^2$ | 0.0956  |                 | 0.0980  |                 |

1) D\_CH\_OWN : 최근 3년 이내에 최대주주가 변경된 경우 1, 아니면 0. 그 외 변수의 정의는 <표 5>를 참조

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정)

#### 나. 통제표본을 사용한 분석

통제표본을 설정하여 동일한 모형에 대해 로지스틱 회귀분석을 반복하였다. 재무제표에 왜곡 표시가 포함된 기업과 동일 연도, 산업에 속하고 유사한 자산규모를 가진 재무제표가 왜곡표시가 포함되지 않은 기업을 대상으로 통제표본을 1 : 3의 비율로 선정하여 분석하였다<sup>11)</sup>. 추가분석에 사용된 표본은 재무제표 재작성 표본 295개, 통제표본 885개 기업-연도를 포함하는 1,180개 기업-연도이다.

분석 결과는 <표 10>에 제시되어 있다.

11) 오류는 일반적인 경제 사건이 아니기 때문에 1 : 1로 통제표본을 설정할 경우 실제 발생가능성보다 과다하게 표본을 선정하는 경향이 있다. 오류기업과 통제기업의 표본비율을 1 : 3으로 할 경우 이러한 편의를 피할 수 있다는 선행연구를 따라 표본을 구성하였다(마희영 · 권수영 2010).

〈표 10〉 통제표본으로 분석한 로지스틱 회귀분석 결과

$$ERROR_t = \beta_0 + \beta_1 CH\_OWN_t + \beta_2 CH\_OWN_t \times BIG4_t + \beta_3 BIG4_t + \beta_4 ABN\_AH_t + \beta_5 FIRST_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} INVREC_t + \beta_{11} FOR_t + \beta_{12} OWN_t + \beta_{13} AGE_t + \beta_{14} CONFIRM_t + \beta_{15} OPINION_{t-1} + \beta_{16} MARKET_t + \beta_i (\sum IND) + \beta_j (\sum YEAR) + \epsilon$$

식(1)

| 변 수                         | 모형 1    |                 | 모형 2    |                 |
|-----------------------------|---------|-----------------|---------|-----------------|
|                             | 회귀계수    | Wald Chi-Square | 회귀계수    | Wald Chi-Square |
| Intercept                   | -4.3754 | 5.5587**        | -4.4085 | 5.6564**        |
| CH_ OWN                     | 0.6285  | 17.6949***      | 0.9279  | 23.2888***      |
| CH_ OWN×BIG4                |         |                 | -0.7377 | 6.2821**        |
| BIG4                        | -0.4716 | 8.1508***       | -0.2846 | 2.4701          |
| ABN_ AH                     | -0.3139 | 2.5800          | -0.3099 | 2.4999          |
| FIRST                       | -0.1061 | 0.2477          | -0.0865 | 0.1631          |
| SIZE                        | 0.1292  | 1.9484          | 0.1226  | 1.7448          |
| LEV                         | 1.9468  | 18.7887***      | 1.9279  | 18.2109***      |
| ROA                         | -2.3146 | 9.3349***       | -2.4125 | 9.981***        |
| LOSS                        | 0.3369  | 2.8494*         | 0.3375  | 2.8416*         |
| INVREC                      | 0.4593  | 0.8344          | 0.4600  | 0.8287          |
| FOR                         | -0.3865 | 0.1748          | -0.2775 | 0.0901          |
| OWN                         | -0.0372 | 0.0254          | 0.0296  | 0.0158          |
| AGE                         | -0.0828 | 0.3959          | -0.0847 | 0.4157          |
| CONFIRM                     | 0.0802  | 0.5453          | 0.0910  | 0.6939          |
| OPINION                     | 14.0362 | 0.0004          | 14.1406 | 0.0005          |
| MARKET                      | -0.1866 | 0.9223          | -0.1615 | 0.6848          |
| IND, YEAR                   | 포함      |                 | 포함      |                 |
| N                           | 1,180   |                 | 1,180   |                 |
| Likelihood Ratio            | 145.06  |                 | 151.52  |                 |
| Max-rescaled R <sup>2</sup> | 0.1710  |                 | 0.1782  |                 |

1) 각 변수의 정의는 &lt;표 5&gt;를 참조

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

최대주주 변경횟수(CH\_ OWN)는 양(+)의 회귀계수값을 나타내 기존 표본을 대상으로 한 분석과 유사한 결과를 보였다. 이는 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수가 증가할수록 재무제표가 왜곡표시될 가능성이 증가한다는 것을 의미한다. 최대주주 변경횟수와 Big4 감사인의 상호작용항(CH\_ OWN×Big4)은 음(-)의 회귀계수값을 가지는 것으로 나타나 기존 분석과 동일한 결과를 보였다.

#### 다. 경영자 교체를 고려한 분석

본 연구는 최대주주의 잦은 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 대해 분석하여 최근 3년 이내의 최대주주 변경횟수가 증가할수록 재무제표의 왜곡표시 가능성이 증가한다는 결과를 얻었다. 그러나 최대주주가 변경되는 경우 임원의 선·해임 등이 수반되는 경우가 많다. 따라서 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성을 증가시킨다는 결과는 최대주주 변경의 효과가 아니라 최대주주 변경에 따른 경영자 교체로 인한 결과일 가능성이 있다. 이러한 가능성을 확인하기 위해 해당 연도의 최대주주의 변경과 경영자 교체 효과를 동시에 고려하여 두 사건이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 대하여 차이가 있는지 확인하였다. 경영자 교체는 직급순위 1순위 등기임원을 최고경영자로 간주하고 연도별로 직급순위 1순위 등기임원에 변경이 있는지를 교체여부로 보았다(신현한·장진호 2003).

분석을 위해 해당 연도 최대주주의 변경 여부와 경영자 교체 여부에 따라 전체 표본을 네 그룹으로 분류하였다. 해당 연도에 최대주주와 경영자 모두 교체된 표본은 180개 기업-연도, 최대주주만 변경된 표본은 382개 기업-연도, 경영자만 교체된 표본은 673개 기업-연도, 최대주주와 경영자 모두 변동이 없는 표본은 6,727개 기업-연도이다.

<표 11>은 최대주주 변경과 경영자 교체에 따른 재무제표 왜곡표시 비율을 나타낸 표이다. 표 안의 숫자는 재무제표가 왜곡표시된 기업-연도의 수를 의미하며 n은 각 그룹의 표본 수, 괄호 안의 숫자는 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율을 의미한다. 최대주주와 경영자가 모두 변경된 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율은 10.56%로 나타났으며, 최대주주만 변경된 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율은 6.81%로 나타났다.

<표 11> 최대주주 변경과 경영자 교체 여부에 따른 재무제표 왜곡표시

|                                  |     | 경영자 교체여부            |                       |
|----------------------------------|-----|---------------------|-----------------------|
|                                  |     | 교체                  | 미교체                   |
| 최대주주<br>변경여부                     | 변경  | 19(10.56%)<br>n=180 | 26(6.81%)<br>n=382    |
|                                  | 미변경 | 24(3.57%)<br>n=673  | 226(3.37%)<br>n=6,727 |
| 그룹 간 비교                          |     | 차이(t-test)          |                       |
| 최대주주변경, 경영자교체 - 최대주주변경, 경영자미교체   |     | 0.0371***           |                       |
| 최대주주변경, 경영자교체 - 최대주주미변경, 경영자교체   |     | 0.0703***           |                       |
| 최대주주변경, 경영자교체 - 최대주주미변경, 경영자미교체  |     | 0.0726***           |                       |
| 최대주주변경, 경영자미교체 - 최대주주미변경, 경영자교체  |     | 0.0331***           |                       |
| 최대주주변경, 경영자미교체 - 최대주주미변경, 경영자미교체 |     | 0.0354***           |                       |
| 최대주주미변경, 경영자교체 - 최대주주미변경, 경영자미교체 |     | 0.0023              |                       |

경영자만 교체된 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율은 3.57%, 최대주주와 경영자가 교체되지 않은 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율은 3.37%로 나타났다.  $\chi^2$  검정 결과 그룹 간 유의한 차이를 보였으며(F-value : 12.14), 그룹 간 분석에서 최대주주와 경영자가 모두 교체된 표본과 그 외 그룹, 최대주주만 변경된 그룹과 최대주주가 변경되지 않은 그룹들은 유의수준 5% 내에서 유의한 차이를 보였다. 그러나 경영자만 교체된 그룹의 재무제표 왜곡표시 비율은 최대주주와 경영자가 모두 교체되지 않은 그룹과는 유의한 차이가 나지 않는 것으로 나타났다.

## V. 결 론

본 연구는 기업의 최대주주 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 기업의 최대주주가 변경되면 사업구조 변경, 신사업 진출, 인력 교체 등이 이루어지는 경우가 많으므로 최대주주가 변경되면 경영의 불확실성이 증가하게 되고, 이는 재무제표가 왜곡표시될 가능성에도 영향을 미칠 것이라 예상하였다. 또한 최대주주 변경과 재무제표 왜곡표시 가능성 간의 관계가 감사인 특성에 따라 차이를 보이는지 확인하였다.

분석 결과 최대주주 변경이 증가할수록 재무제표 왜곡표시 가능성이 증가하는 것으로 나타났으며, 이러한 영향은 Big4 감사인에게 감사를 받은 기업에서 작게 나타나 가설을 지지하는 결과를 얻었다. 이는 최대주주 변경 변수를 최대주주 변경여부를 사용한 분석과 통제표본을 사용한 분석에서도 동일한 결과로 나타났다.

기업의 재무상태와 경영성과가 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향은 다양한 측면에서 진행되어 왔다. 기업지배구조가 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 대해 분석하는 연구들도 많았으나 주로 이사회, 감사위원회 특성 등을 중심으로 진행되었다. 최대주주에 관한 연구들은 최대주주의 지분율, 최대주주 변동 시점을 중심으로 연구되어 왔으며, 최대주주의 잦은 변동에 대한 연구는 주로 연 2회 이상 최대주주 변경 공시를 중심으로 이루어져 왔다. 본 연구는 최대주주의 변경이 재무제표 왜곡표시 가능성에 미치는 영향에 대해 확인하여 기업지배구조와 회계투명성에 관한 연구를 확장하였다.

감독당국은 최대주주의 변경을 투자주의 환기종목 지정 기준, 감사인 지정 사유 등으로 지정하여 주의를 기울이고 있다. 본 연구는 기업의 최대주주의 변경이 재무제표의 왜곡표시 가능성에 미치는 영향을 확인함으로써 이러한 감독당국의 우려에 대한 실증적 증거를 제시하였다. 이러한 결과는 재무제표 심사제도 등의 제도 시행 시 최대주주 변경이 있는 기업에 대해 좀 더 면밀하게 심사해야 할 필요성이 있음을 시사한다.

본 연구는 재무제표의 왜곡표시 여부를 확인하여 변수로 사용하였다. 그러나 재무제표의 왜곡표시 여부는 사후 감리지적이나 재무제표 재작성에 의해 확인할 수 밖에 없다. 본 연구에 사

용된 표본에서 재무제표가 왜곡표시되지 않은 기업에는 재무제표가 왜곡표시되었지만 재무제표 재작성이 이루어지지 않은 기업이 포함될 수 있다는 한계를 가진다. 또한 채수준·이호영(2010)의 연구에 따르면 최대주주지분율이 증가할수록 대리인 비용이 감소하여 회계오류의 발생가능성이 낮아짐을 보이고 있다. 따라서 최대주주지분율의 차이가 연구결과에 영향을 미칠 수 있으나 본 연구에서는 이를 고려하지 못했다. 향후 최대주주의 변경과 최대주주지분율과의 관계에 대해서도 연구영역을 확장할 수 있을 것으로 기대한다.

## 참고문헌

- 금융감독원. 2013.03. “감리결과조치 양정기준 개정사항 관련 Q&A”
- 금융감독원. 2014.06.17. “상장폐지사유 등 발생기업의 주요 특징”
- 금융감독원. 2016.06.08. “상장사, 최대주주 변동 잦은 회사일수록 투자위험 높아”
- 김문철 · 황인태. 1998. “감사의 품질차이가 전기손익수정에 미치는 영향”. 회계학연구 제23권 제2호 : 1-26.
- 김용식 · 황국재. 2015. “최대주주와 외부감사인인 변경이 내부회계관리제도 검토의견 개선에 미치는 영향”. 회계학연구 제40권 제1호 : 117-152.
- 김지령 · 권선국. 2013. “전기오류수정을 재작성하는 기업의 특성에 관한 연구”. 회계정보연구 제31권 제1호 : 217-240.
- 김혜리. 2018. “최대주주 변경의 유형이 기업위험에 미치는 영향”. 상업교육연구 제32권 제1호 : 71-98.
- 나금운 · 조승제 · 신춘우. 2014. “최대주주 변경이 상장폐지에 미치는 영향 -코스닥시장을 중심으로-”. 재무와 회계정보저널 제14권 제4호 : 241-273.
- 마희영 · 권수영. 2010. “비정상 감사시간 및 감사보수가 오류발생에 미치는 영향”. 회계와 감사연구 제51호 : 119-155.
- 문두철 · 박우진 · 이상일. 2012. “내부회계관리제도 담당 인력의 특성이 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제13권 제4호 : 279-308.
- 문종건 · 황보윤. 2014. “횡령, 배임 및 최대주주변경을 고려한 부실기업예측모형 연구”. 벤처창업연구 제9권 제1호 : 119-132.
- 박경진 · 김기영 · 송문섭. 2014. “K-IFRS하에서 오류수정으로 인한 재무제표 재작성의 문제점 -사례분석을 중심으로-”. 회계저널 제23권 제2호 : 345-368.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로”. 회계학연구 제28권 제1호 : 229-325.
- 박종일 · 박찬웅. 2007. “비정상 감사보수와 감사품질이 비정상 감사시간에 미치는 영향”. 회계와 감사연구 제45호 : 119-159.
- 손성규 · 최정호 · 이은철. 2004. “감사위원회의 효과 : 회계오류를 중심으로”. 회계학연구 제29권 제3호 : 61-90.
- 손성규 · 이영한 · 라채원. 2005. “재무제표 정정보고의 현황과 의미”. 회계학연구 제30권 제2호 : 177-208.
- 손성규 · 정기위. 2009. 내부회계관리제도의 도입이 회계오류의 발생에 미친 영향”. 회계저널 제18권 2호 : 221-249.
- 손성규 · 김성환 · 정기위. 2010. “수시공시와 정기공시의 관계에 대한 연구 : 불성실공시와 전기오류수정을 중심으로”. 회계저널 제19권 제4호 : 1-36.

- 손호철 · 박성규. 2013. “내부회계관리제도의 취약점 보고와 투자유의사항 공시가 신용평점에 미치는 영향”. 국제회계연구 제52권 : 1-22.
- 손호철 · 박성규. 2016. “최대주주의 잦은 변경과 횡령 및 배임이 이익조정에 미치는 영향”. 회계저널 제25권 제3호 : 485-522.
- 송혁준 · 김문현 · 최종학. 2008. “감사인의 비감사서비스 제공과 기업의 전기오류수정 사이의 관계”. 회계학연구 제33권 제4호 : 77-110.
- 신현한 · 장진호. 2003. “최고경영자의 교체에 따른 경영성과 변화”. 재무연구 제16권 제2호 : 231-256.
- 유혜영 · 이호영 · 채수준. 2012. “내부회계관리제도의 인적자원 특성이 회계오류발생에 미치는 영향”. 경영학연구 제41권 제6호 : 1347-1373.
- 이영한 · 김태동 · 김성환. 2010. “Big4 감사인 여부와 계속감사기간이 회계이익의 질에 미치는 영향”. 회계연구 제15권 제1호 : 33-62.
- 이재은. 2012. “감사법인특성과 감사시간 · 감사법인특성 결합효과의 감사품질 관련성”. 회계학연구 제37권 제2호 : 63-97.
- 정석우 · 노준화. 1999. “감사인변경이 전기손익수정사항에 미치는 영향”. 회계감사저널 제1호 : 161-179.
- 정재연. 2012. “회계법인의 규모가 감사품질에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제3호 : 329-353.
- 채수준 · 이호영. 2010. “지배주주지분율과 회계오류발생”. 경영연구 제25권 : 145-167.
- 최 관 · 백원선. 1998. “감사인의 유형과 감사품질 : 감사보수와 감사시간을 중심으로”. 회계학연구 제23권 : 49-75.
- 최현돌 · 윤재원. 2006. “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제4호 : 145-174.
- 한국거래소. 2018.04.30. “18년 코스닥시장 소속부, 투자주의 환기종목, 공시내용 확인절차면제 법인 정기 지정”
- 황규영 · 이재경. 2008. “전기오류수정에 대한 회계처리기준 변경의 효과”. 대한경영학회지 제21권 5호 : 1891-1912.
- 황인태. 1996. “기업특성이 전기손익수정에 미치는 영향”. 회계학연구 제21권 제4호 : 177-199.
- Abbott, L. J., S. Parker, and G. F. Peters. 2004. Audit Committee Characteristics and Restatements. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 23 (1) : 69-87.
- Agrawal, A., and S. Chadha. 2005. Corporate Governance and Accounting Scandals. *Journal of Law and Economics* 48 : 371-406.
- 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.

- Carcello, J. V., T. L. Neal, Z. V. Palmrose, and S. Scholz. 2011. CEO Involvement in Selecting Board Members, Audit Committee Effectiveness, and Restatements. *Contemporary Accounting Research* 28 (2) : 396–430.
- Claessens, S., Djanjov, S., and L. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58 : 81–112.
- DeAngelo, L. 1981. Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics* 4 : 183–199.
- Dechow, P. M., W. Ge, C. R. Larson, and R. G. Sloan. 2011. Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research* 28 (1) : 17–82.
- DeFond, M. L., and Zhang, J. 2014. A Review of Archival Auditing Research. *Journal of Accounting and Economics* 58 : 275–326.
- Eilifsen, A., and W. F. Messier Jr. 2000. A Review and Integration of Archival Research. *Journal of Accounting Literature* 19 : 1–43.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4) : 305–360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90 : 22–27.
- Jung, K., and S. Y. Kwon. 2002. Ownership Structure and Earnings Informativeness : Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting* 37 (3) : 301–325.
- Kinney, Jr. W. R., and L. S. McDaniel. 1989. Characteristics of Firms Correcting Previously Reported Quarterly Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 11 (1) : 71–93.
- Lazer, R., J. Livnat, and C. E. L. Tan. 2004. Restatement and Accruals after Auditor Change. Working Paper, New York University.
- Nelson, M., J. Elliott, and R. Tarpley. 2002. Evidence from Auditors about Managers' and Auditors' Earnings Management Decisions. *The Accounting Review* 77(s-1) : 175–202.
- Palmrose, Z. V. 1988. 1987 Competitive Manuscript Co-Winner : An analysis of auditor litigation and Audit Service Quality. *The Accounting Review* 63 (1) : 55–73.
- Romanus, R. B., J. J. Maher, and D. M. Fleming. 2008. Auditor Industry Specialization, Auditor Changes, and Accounting Restatements. *Accounting Horizons* 22(4) : 389–413.

# The Effects of the Change of Largest Shareholder on the Possibility of Error in Financial Statements

Eun Joo, Cho\* · Jong Sung, Park\*\*

## 〈Abstract〉

The purpose of this study is to examine the effect of the change in the largest shareholder on accounting transparency. This study confirmed the relationship between the change of the largest shareholder and accounting transparency through the possibility of error in financial statements. The effect of the changes in the largest shareholder on the likelihood of error in the financial statements may differ depending on the audit quality. We analyzed whether the size of the auditor affects this relationship.

The main results of the analysis of listed companies from 2011 to 2015 are as follows. First, the results showed that the change in the largest shareholder increased the possibility of error in financial statements. In addition, the positive relationship between the change of the largest shareholder and the possibility of error in financial statements are smaller the company audited by the Big4 auditor. In addition, the following analysis was conducted to ensure the robustness of the research.

This study adds to the extant literature on the effect of the change in largest shareholder on accounting transparency. The regulator considers the change in the largest shareholders as a matter of caution. This study suggests that stake holders should be careful with the companies that change the largest shareholder.

〈Key words〉 change of largest shareholder, financial statements error, financial restatements

\* Ph.D. Dept. of Business Administration, Sookmyung Women's University, choej@sm.ac.kr, First Author

\*\* Professor, Dept. of Business Administration, Sookmyung Women's University, jongsung@sm.ac.kr, Corresponding Author