

이사회 독립성이 가결산이익 공시행태에 미치는 영향

정광화*

<요 약>

본 연구는 사외이사 비중을 이용하여 측정한 이사회 독립성이 경영자의 기회주의적인 가결산 이익 공시행태를 효과적으로 억제하고 있는지를 실증분석한다. 아울러 기업규모에 따라 경영자의 재무보고 재량성에 대한 사외이사의 감시·감독 기능이 차별적인 효과를 보이는지를 살펴본다.

사외이사제도는 경영진으로부터 독립적인 제3자를 이사회에 참여시킴으로써 경영자와 대주주로부터 소액주주를 보호하는 것을 목적으로 한다. 따라서 사외이사제도의 도입을 통해 이사회 독립성을 확보하고 기업지배구조를 개선할 수 있다. 그러나 우리나라의 사외이사는 경영진에 소속되어 감시 기능보다는 경영자의 비행(misconduct)을 지원하고 있다는 비판이 제기되고 있어 사외이사의 효과성에 대한 연구가 필요하다.

본 연구는 사외이사가 재무보고시스템에 대한 감시·감독 활동을 통해 공시정보에 대한 경영자의 재량성을 줄이는지를 실증분석한다. 본 연구는 감사효과가 배제된 순수한 경영자의 주장인 가결산이익을 사용하였으며, 기업규모에 따라 사외이사의 견제 기능에 차이가 있는지를 검토하였다는 점에서 선행연구를 확장하였다.

분석 결과, 이사회 내에 사외이사 비중이 높을수록 가결산이익의 정확성은 높아졌으나 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 나타났다. 분석에 사용된 표본을 기업규모별로 양분하여 재분석을 실시한 결과, 소규모기업들은 사외이사의 비중이 높을수록 가결산이익의 정확성이 제고되는 반면 대규모기업들은 이러한 효과가 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모기업의 경영자들은 시장의 높은 관심에 부담을 가지기 때문에 독립성이 결여된 인물을 사외이사로 선임하여 경영자에 대한 감시·감독을 무력화하기 때문으로 추론된다.

본 연구의 결과는 우리나라 사외이사제도의 효과에 대한 상반된 주장에 의미 있는 실증증거를 제공한다. 현행 사외이사제도가 공시정보에 대한 경영자 기회주의를 억제하는 효과는 기업의 규모가 상대적으로 작은 경우에만 가능하며, 경영자에 대한 감시·감독이라는 사외이사제도 본연의 목적을 달성하기 위해서는 사외이사 선임 방식을 개선하는 등 제도적인 보완이 필요함을 시사한다.

<주제어> 사외이사, 이사회 독립성, 가결산이익, 경영자 기회주의

* 고려대학교 경영학박사, khjeong@korea.ac.kr, 018-783-5657

I. 서 론

본 연구는 이사회 독립성이 높아져서 재무보고시스템에 대한 감시·감독기능이 강화되면 경영자의 기회주의적인 공시 행태가 효과적으로 억제되는지를 검토한다. 구체적으로 이사회 내에 사외이사의 비중이 높아지면 가결산이익 공시를 이용하여 측정된 경영자의 재량성이 완화되는지를 살펴본다. 또한 경영자 기회주의에 대한 사외이사의 감시·감독 활동이 기업규모에 따라 달라지는지를 연구한다. 경영자로부터 독립된 사외이사가 많을수록 이사회는 경영자의 독단적인 기업운동을 효과적으로 견제할 수 있다. 하지만 기업에 대한 시장의 관심이 높은 경우 경영자는 우호세력으로 사외이사를 선임하고 그 수를 늘림으로써 자신의 재량성을 합리화하는 근거로 사용할 수도 있다. 기업의 가결산이익은 아직 외부감사를 받지 않은 경영자의 순수한 주장이므로 공시정보에 대한 경영자의 재량성을 잘 보여준다. 따라서 가결산이익 공시정보를 이용하여 사외이사제도와 경영자의 기회주의적 공시행태와의 관련성을 연구할 필요성이 있다고 판단된다.

외환위기를 기점으로 우리나라에 도입된 사외이사제도는 이사회 독립성을 확보하여 경영자 및 대주주의 전횡을 방지하고 불투명한 회계 관행을 해소하는 것을 목적으로 한다. 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사는 경영자의 업무 집행에 대하여 효과적인 감시·감독 기능을 수행함으로써 경영의 투명성을 확보하고 재무정보의 질을 제고한다(Klein 2002 ; Ajinkya et al. 2005 ; Ahmed and Duellman 2007 ; 이정화·손성규 2005 ; 김병호 2006 ; 문상혁 외 2006 ; 김정옥·배길수 2007 ; 김문태·김영환 2007). 하지만 사회 일각에서는 사외이사제도의 효과성에 대한 의구심도 존재한다.¹⁾ 특히 경영진에 대한 독립성을 최우선으로 사외이사를 선임하고 건전한 견제세력으로 이사회를 운영하는 외국과는 달리,²⁾ 우리나라 사외이사들은 선임 단계부터 경영진으로부터 자유롭지 못하고 오히려 권력층 인사들이 사외이사로 선임되어 기업의 로비스트와 방패막이로 활동하는 등 정경유착을 합법화한다는 지적이 꾸준히 제기되고 있다.³⁾ 그 결과, 내부회계관리제도에 문제점이 발생한 기업들은 사외이사 비중이 오히려 더 높고(곽지영 외 2009), 사외이사 비중이 높으면 회계정보의 유용성이 떨어지기도 하며(배기수·박범진 2007), 사외이사제도가 기업성과 및 기업가치와 유의한 관계가 없는 것으로 나타나고 있다(Hermalin and Weisbach 1991 ; Yermack 1996 ; Bhagat and Black 2001 ; 김창수 2006 ; 최순재·김영길 2009).

이와 같이 사외이사제도의 효과에 대하여 일관성 있는 결과가 나타나지 않는 것은 기업에 대

1) 세계일보. 2014.3.17. '거수기'로 전락한 사외이사

2) 미국의 경우를 예로 들면, 뉴욕증권거래소(NYSE)는 100% 사외이사로 구성된 사외이사추천위원회를 운영할 것을 강제하고 있고, 나스닥(NASDAQ)의 경우는 사외이사추천위원회 운영을 강제하지는 않지만 만약 설치한다면 100% 사외이사로 위원회를 구성할 것을 요구하고 있어서 경영자로부터 독립성을 가지고 사외이사를 선임하고 있다(연합뉴스. 2014.3.17. 미국, 사외이사 추천 과정부터 '독립성' 강조).

3) 연합뉴스. 2014.3.17. 10대 재벌 사외이사 341명 중 반대 목소리 단 2명 ; 연합뉴스. 2014.3.9. 10대 재벌, '권력' 출신 사외이사 선임 갈수록 노골화

한 시장의 관심 정도가 다르기 때문일 수 있다. 기업에 대한 자본시장의 관심이 높으면 보다 많은 이해관계자들로 인해 지분이 널리 분산되고 더 많은 재무분석가들이 이익예측정보를 생산한다. 이러한 상황은 기업과 투자자는 물론 투자자와 투자자간 정보비대칭을 심화시키고 목표이익이 설정되는 결과가 되어 경영자에게 재량성을 발휘할 유인을 제공한다(Burgstahler et al. 2006). 특히 전문성이 부족한 소액투자자들은 목표이익 달성 여부와 같은 휴리스틱 기법을 선호하며(Beatty et al. 2002), Fischer and Stocken(2004)은 재무분석가들의 이익예측치가 경영자의 재량성을 유발한다는 사실을 이론적으로 증명하였다. 따라서 시장의 관심이 높은 기업의 경영자는 목표이익 달성 여부에 민감하기 때문에 실적공시에 대해 상당한 부담을 가지게 된다. 이러한 경우 경영자는 단기적인 기업이익에 매달리게 되고 회계이익을 왜곡하여 보고할 유인이 커진다(Beatty et al. 2002 ; Givoly et al. 2010). 따라서 경영자는 우호적인 인물들로 사외이사를 선임하여 재무보고시스템에 대한 이사회 감시 기능을 무력화할 가능성이 있다. 반면에 시장의 관심 정도가 낮다면 경영자는 단기성과에서 상대적으로 자유롭기 때문에 가결산이익을 왜곡하여 공시할 유인이 작아진다. 소유와 경영이 분리되어 있는 주식회사의 특징으로 인해 경영자에게는 상당한 재량권이 부여된다(Shleifer and Vishny 1997). 경영자로부터 독립된 사외이사들이 많을수록 경영자의 재량적인 공시행태는 효과적으로 억제될 것으로 예상된다. 따라서 본 연구는 이사회 내 사외이사 비중이 높을수록 경영자의 공시정보에 대한 기회주의가 완화되는지를 검증함은 물론, 기업규모로 측정한 시장의 관심 정도가 이사회 독립성과 경영자의 공시 재량성 간의 관계에 미치는 영향을 추가적으로 살펴본다.

대표적인 회계정보 중 하나인 재무제표의 작성 책임은 기업의 경영자에게 있으며 이는 이사회 승인과 외부감사인의 감사를 거쳐 확정되고 정기공시를 통해 투자자에게 전달된다. 투자자에게 최종적으로 보고되는 이익(최종보고이익)은 외부감사인의 감사효과가 반영된 결과물이므로 이를 통해서는 경영자의 기회주의적인 공시행태를 제대로 간파하기는 쉽지 않다. 가결산이익은 경영자가 작성하고 아직 외부감사인의 감사를 받지 않은 이익이라는 점에서 순수한 경영자의 주장이라 할 수 있다. 또한 가결산이익은 이사회 승인을 얻은 후에 외부감사인에게 제출된다는 점에서 이사회 감시·감독활동이 반영된 공식적인 이익이다. 따라서 가결산이익과 최종보고이익과의 차이는 사외이사의 견제 기능과 경영자의 기회주의적인 공시행태 간의 관계를 살펴보는 본 연구에 매우 적절한 환경을 제공한다.

실증분석 결과 이사회 내 사외이사 비중과 가결산이익의 정확성 사이에는 10% 수준에서 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 추가로 기업규모에 따라 표본을 구분하고 분석한 결과, 소규모 기업들에서는 사외이사 비중이 높을수록 가결산이익 공시의 정확성이 높아지는 것으로 나타났다. 그러나 대규모 기업들에서는 유의한 관계가 발견되지 않았다. 이는 시장의 관심이 높은 경우 경영자의 기회주의가 강해져서 이익의 질이 낮아진다는 선행연구와 일관성을 가지는 결과이다(Teoh et al. 1998a, 1998b ; Beatty et al. 2002 ; Givoly et al. 2010). 즉 자본시장의 관심이 낮으

면 독립적인 이사회는 효과적으로 경영진을 감시·감독하지만 자본시장의 관심이 높은 경우에는 사외이사의 효과가 제한적이라는 것을 의미한다. 이는 경영자가 독립성이 결여된 우호세력을 사외이사로 선임하고 오히려 이들을 불투명한 경영활동에 대한 로비스트나 방패막이로 이용하기 때문으로 추론된다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 선행연구와 차별점을 가진다. 첫째, 가결산이익을 공시품질의 관점에서 접근함으로써 추가적인 공헌점을 제공한다. 선행연구들은 가결산이익을 주로 이익의 질이나 감사품질의 관점에서만 파악하였다(손성규·이은철 2008 ; 김우영 2009 ; 손성규 외 2008). 하지만 가결산이익은 경영자의 기회주의적인 공시행태를 살펴보는 연구에 더 유용하게 이용될 수 있다. 가결산이익은 기업의 연간 영업실적에 대하여 감사인의 의견이 반영되지 않은 경영자의 순수한 주장을 보여주기 때문이다. 둘째, 공시의 질에 대한 대응변수로 가결산이익을 이용하는 경우 경영자의 공시행태에 대한 직관적인 이해가 가능하다. 선행연구들은 외부 평가기관(AIMR, 한국기업지배구조원 등)의 평가 결과, 지표의 자체 개발(self-constructed indies), 요인분석(factor analysis)을 통한 요인점수 등을 이용하여 공시의 질을 측정한다(Lang and Lundholm 1993 ; Botosan 1997 ; Lee et al. 2006 ; 김동철 외 2010 ; 양동훈 외 2011). 이러한 방법들은 평가요소 선정의 재량성, 통계학적 기법 사용 등으로 인해 공시품질에 대한 투자자들의 이해가능성이 높지 않은데 반해 가결산이익은 전문투자자는 물론 일반투자자도 경영자의 공시행태를 파악하기가 수월하다는 장점이 있다. 셋째, 재량적발생액을 사용하여 사외이사제도의 효과를 분석한 선행연구들은 재량적발생액을 구분하는 과정에서 측정오류가 발생하고, 매출액과 관련성이 높지 않은 비경상적 항목들과 특별항목들을 이용한 이익조정 행태를 고려하지 못하며, 감사받은 재무제표를 이용하기 때문에 경영자의 당초 의도를 알 수 없다는 점에서 한계점을 가진다(주인기 외 2005). 이러한 이유로 재량적발생액 뿐만 아니라 다양한 측정치를 이용하여 사외이사제도의 효과를 검증할 필요가 있다고 판단된다. 가결산이익은 측정오류의 문제가 없고, 비경상적 항목들과 특별항목들도 고려하며, 감사받기 전 재무제표를 이용한다는 점에서 재량적발생액의 한계점을 보완한다. 따라서 본 연구는 가결산이익이라는 또 다른 측정치를 이용하여 사외이사제도가 경영자의 공시행태에 미치는 영향을 분석함으로써 선행연구의 결과를 보완하는 공헌점이 있을 것으로 기대한다.

우리나라는 대형상장법인에게 더욱 엄격한 사외이사 규정을 적용하는 등 제도의 효과를 높이기 위해 노력하고 있다.⁴⁾ 하지만 오히려 대규모기업의 공시 재량성이 높다는 본 연구의 결과는 단순히 사외이사의 비중을 늘리는 것만으로는 사외이사제도 본연의 효과를 기대할 수 없음을 보여준다. 본 연구의 결과는 경영진으로부터 독립된 인물이 사외이사로 선임될 수 있도록 제도

4) 상법 제542조의8(사외이사의 선임)과 동법 시행령 제34조(상장회사의 사외이사 등)에 따르면, 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.

적 보완이 필요하다는 점을 시사하며, 이는 사외이사제도의 개선을 고민하는 정책 당국에 의미 있는 정보가 될 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 관련 문헌을 검토한 후 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구 방법론 및 표본 선정을 기술한다. 제Ⅳ장에서는 본 연구의 주요 실증분석 결과를, 제Ⅴ장에서는 추가분석의 결과를 제시하며 제Ⅵ장에서는 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

가. 사외이사에 관한 선행연구

지난 1997년말, 외환위기를 극복하기 위한 일환으로 우리나라에 도입된 사외이사제도는 현재 「상법」과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자통법)」에 규정되어 있다. 사외이사가 경영자와 대주주의 전횡을 방지하고 내부통제제도에 대한 감시 기능을 효과적으로 수행함으로써 경영의 투명성이 제고되고 재무정보의 질이 개선되는 효과가 있음을 보고한 선행연구들이 다수 존재한다. 이정화·손성규(2005)는 기업지배구조가 기업의 공시수준에 긍정적인 영향을 미친다는 주장을 실증하였다. 구체적으로, 기업지배구조의 대리변수로 사외이사 비중을 이용하고 수시공시 빈도, 자진공시 빈도, 공정공시 빈도 등으로 공시수준을 측정하여, 기업지배구조가 기업의 정보공시에 긍정적인 영향을 미친다는 실증결과를 제시하였다. 이문영 외(2013) 또한 이사회 독립성이 낮을수록 지배주주에 대한 감독 기능이 제한적이며 지배주주가 사적이익을 추구할 가능성이 높기 때문에 기업의 정보를 덜 공개할 것이라고 예상하고, 대규모기업집단 소속기업들을 대상으로 이사회 중 사외이사의 비중과 공정공시 빈도 간에는 양(+)의 관계가 있다는 실증결과를 보고하였다. 손언승 외(2012)는 사외이사가 조세절감활동이 기업가치 제고에 활용될 수 있도록 하는 통제변수의 역할을 수행한다고 주장하였다. 다음으로 김병호(2006)는 발생액의 관점에서 경영자 기회주의를 파악하여, 이익을 상향조정할 유인이 있는 경우에는 사외이사 비중과 비정상 운전자본 발생액 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타났으며 이익의 하향조정 유인이 있는 경우에는 유의한 결과가 발견되지 않는다고 보고하였다. 김문태·김영환(2007)은 이사회 독립성이 높을수록 신용등급이 높으며 이러한 결과는 사외이사의 비중이 기업의 대리인문제를 통제할 신호로 작용하기 때문에 신용등급에 긍정적인 영향을 주기 때문이라고 설명하였다. 본 연구와 유사하게 사외이사와 가결산이익 간의 관계를 살펴본 연구로는 문상혁 외(2006)가 있다. 문상혁 외(2006)는 2000-2003년 동안 매일경제신문을 통해 이익을 공시한 기업을 대상으로 로짓(logit) 분석을 실시하여, 이사회 독립성이 낮을수록 가결산이익의 과대공시 가능성이 높아진다는 실

증결과를 제시하였다. 본 연구는 (1) 경영자의 재량성을 이익조정이 아닌 공시행태라는 관점에서 접근하고, (2) 2002-2010년을 대상으로 수시공시에 의한 가결산이익과 공정공시에 의한 가결산이익을 모두 분석에 사용함으로써 보다 일반화된 결과를 제공하며, (3) 경영자 기회주의 연구에는 가결산이익의 방향성보다는 질(quality)을 살펴보는 것이 적절하기 때문에 가결산이익과 대공시 여부가 아닌 가결산이익 오류와 사외이사 비중 사이의 관련성을 분석하는 한편, (4) 기업 실적에 대한 자본시장의 관심에 따라 사외이사제도의 효과가 달라진다는 결과를 추가로 제시한다는 점에서 김병호(2006) 및 문상혁 외(2006)와 차별성을 가진다. 사외이사에 대한 국외연구로서 Ajinkya et al.(2005)는 사외이사과 재무보고투명성 간의 관련성을 자발적공시 측면에서 분석하여 이사회 내에 사외이사 비중이 높을수록 경영자 이익예측정보의 양과 질이 상대적으로 우수하다는 결과를 보고하였다. 한편, 소유와 경영이 분리된 기업의 속성상 대리인비용의 문제는 상존한다(Shleifer and Vishny 1997). Ahmed and Duellman(2007)은 보수주의는 이익 인식에 있어 높은 검증 기준을 요구하기 때문에 보수주의를 이용하여 경영자와 투자안을 감시하면 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장하면서 이사회의 독립성과 보수주의 간의 관련성을 연구하였다. 분석 결과, 사외이사 비중이 높은 기업일수록 보수주의를 더 많이 요구하며 이는 이사회가 대리인비용을 완화하는데 보수주의가 도움이 된다는 것을 의미한다. 김정옥·배길수(2007)는 Ahmed and Duellman(2007)의 결과가 우리나라에서도 지지됨을 확인하였다.

사외이사의 순기능을 보고한 선행연구와는 달리 꺾지영 외(2009)는 내부회계관리제도에 중요한 문제점이 발견되었거나 검토범위 제한을 받은 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 사외이사의 비중이 더 높다는 실증결과를 제시하였다. 그들은 이러한 결과는 기업들이 기업지배구조를 강화할 목적이 아닌 단지 보여주기식으로 사외이사의 비중을 늘렸기 때문이라고 주장하였다. 또한 배기수·박범진(2007)은 사외이사 비중이 회계정보의 유용성에 미치는 영향을 검토한 결과, 사외이사의 감시 및 통제능력이 약하다는 실증결과를 제시하였으며, 김재승·차승민(2013)도 사외이사가 경영자의 4분기 이익조정 행태를 효과적으로 견제하지 못한다고 보고하였다. 김창수(2006)는 우리나라의 사외이사제도는 기업가치에 거의 영향을 미치지 못한다고 보고하였으며, 최순재·김영길(2009)도 사외이사 비중과 기업성과 사이에는 유의한 관계가 없다는 결과를 제시하면서 사외이사가 기업에 공헌하는 부분은 제한적이라고 주장하였다. 사외이사제도가 기업가치 제고에 효과적이지 않다는 국외연구들도 존재하는데(Hermalin and Weisbach 1991 ; Yermack 1996 ; Bhagat and Black 2001) 이는 사외이사가 경영진으로부터 독립적이지 않기 때문이라고 설명하고 있다(Byrne and Melcher 1996 ; Crystal 1991).

이상과 같이 사외이사의 효과를 살펴본 선행연구는 일관적이지 않고 결과가 엇갈린다. 사외이사제도의 유용성을 보고한 연구는 물론 한계점을 보고한 연구들도 단순히 사외이사제도와 그 결과에 대해서 집중하였을 뿐 사외이사제도에 영향을 미치는 요인을 추가로 고려하지 않았다는 한계점이 존재한다. 따라서 사외이사제도의 운영에 영향을 미칠 수 있는 변수를 추가하여 연구할

필요가 있으며 본 연구에서는 자본시장의 관심 정도를 추가하여 선행연구를 확장하고자 한다.

나. 가결산이익에 관한 선행연구

가결산이익은 아직 외부감사를 받지 않았다는 점에서 순전히 경영자가 주장하는 연간 실적이며 이러한 속성으로 인해 공시정보에 대한 경영자의 기회주의 정도를 측정하는데 유용하다.

손성규·이은철(2008)은 가결산이익과 최종보고이익의 차이가 경영자-감사인 간 의견불일치 정도를 잘 반영하는 측정치라고 주장하면서 의견불일치가 발생한 기업은 의견불일치가 발생하지 않은 기업에 비해 다음 연도에 감사인을 교체하는 비율이 더 높다는 결과를 보고하였다. 김우영(2009)도 가결산이익과 최종보고이익의 차이를 세 가지 유형으로 구분하고 보수주의와의 관련성을 살펴보았다. 구체적으로 가결산이익이 최종보고이익보다 큰 경우에는(가결산이익의 과대계상) 가결산이익의 보수주의는 상대적으로 낮고 최종보고이익의 보수주의는 유의하지 않았다. 가결산이익과 최종보고이익의 차이가 거의 없는 경우에는 가결산이익의 보수주의가 상대적으로 높았으나 최종보고이익의 보수주의는 유의하지 않았다. 마지막으로, 가결산이익이 최종보고이익보다 낮은 경우에는(가결산이익의 과소계상) 양쪽 이익 모두에서 보수주의가 발견되지 않았다. 이러한 결과는 경영자가 가결산이익을 왜곡하는 경우에도 감사인은 경영자의 재량권을 효과적으로 억제한다는 것을 시사한다. 손성규 외(2008)는 감사품질의 측정치로 재량적발생액 대신 가결산이익과 최종보고이익의 차이를 사용하여 감사인이 감사시간을 많이 투입하면 감사품질이 높아지는지 여부를 실증하였다. 실증분석 결과, 감사인의 비정상감사시간이 많을수록 가결산이익과 최종보고이익의 차이는 커지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감사인이 충분한 노력을 기울이는 경우 재무제표의 신뢰성이 높아진다는 것을 의미한다. 이동현 외(2011)는 자발적으로 공시하는 공정공시에 의한 가결산이익이 특정 요건에 따라 의무적으로 공시해야 하는 수시공시에 의한 가결산이익보다 더 정확하다는 사실을 보고하였으며, 정석우 외(2013)는 상대적 정확성이 높은 공정공시 가결산이익 기업의 기업어음 신용등급이 수시공시 기업에 비해 높다는 실증결과를 제시하였다.

사외이사제도가 우리나라 기업들의 재무보고투명성 제고에 기여하고 있는지를 분석한 선행 연구들은 주로 공시빈도를 이용하거나(이정화·손성규 2005 ; 이문영 외 2013), 발생액이나 보수주의 같은 이익의 질을 이용하였다(김병호 2006 ; 김정옥·배길수 2007). 하지만, 공시빈도나 이익의 질은 속성상 측정오류의 문제가 발생하며 감사효과가 혼재되어 있기 때문에 경영자의 기회주의적인 행태를 분석하기에는 어려움이 있다. 가결산이익은 경영자의 책임 하에 작성되며, 감사받은 최종보고이익과의 비교를 통해 경영자의 당초 의도를 파악하기에 용이하다. 따라서 경영자가 구축한 재무보고시스템에 대한 이사회 감시·감독 기능이 효과적으로 작동하는지를 살펴보기 위해서 가결산이익 정보를 이용하여 연구할 필요성이 있다고 판단된다. 본 연구에서는 사외이사 비중과 가결산이익 오류와의 관계를 분석한다.

2. 가설설정

주식회사의 3대 기관으로 주주총회, 감사, 이사회가 있으며 이중 이사회는 기업의 주요사항에 대한 내부의사결정을 담당하는 기관이다. 그러나 소유와 경영의 분리 및 지분의 분산이라는 주식회사의 특성으로 인해 적은 지분을 가진 대주주와 경영자가 정당한 권한을 넘어 독단적으로 기업을 운영하는 부작용이 보고되었으며 이에 대한 대안으로 사외이사제도가 도입되었다. 사외이사제도는 경영자 및 대주주와 관련이 없는 전문성을 가진 제3자를 이사회에 참가시킴으로써 객관적인 입장에서 기업 활동을 감시·감독하는 것을 그 목적으로 한다. 사외이사제도의 도입은 기존에 사내이사들로만 구성되어 경영상의 의사결정을 전담하던 이사회의 성격을 경영자와 대주주를 견제하는 감시기구로 변화시켰다는 특징을 가진다.⁵⁾

이사회는 모니터링과 통제시스템의 정점에 위치한 기관이다(Fama and Jensen 1983). 감시·감독 기능을 효과적으로 수행하는데 있어서 재무보고시스템은 매우 중요한 정보 원천이기 때문에(Watts 2003) 이사회는 기업의 재무보고시스템을 감독하는데 더 많은 주의를 기울이게 된다(Klein 2002). 여러 선행연구들은 사외이사 비중으로 이사회의 독립성을 측정하여 이사회가 독립적일수록 경영자의 재량성이 효과적으로 억제되고 있다는 실증결과를 제시하였다((Klein 2002 ; 김병호 2006 ; 문상혁 외 2006). 또한 독립성을 가진 이사회는 주주의 이익을 보호하기 위하여 재무보고투명성을 제고할 유인을 가진다. Ajinkya et al.(2005)는 이사회 내에 사외이사의 비중이 높을수록 경영자 이익예측정보의 공시량은 늘어나고 공시정보의 편의와 오류는 줄어든다는 결과를 보고하였다. 이정화·손성규(2005)도 우리나라 기업들의 이사회 독립성이 높을수록 공시수준이 높아진다는 실증결과를 제시하였다. 또 다른 선행연구들은 경영자 모니터링에 보수주의가 유용하게 사용될 수 있기 때문에, 이사회의 독립성이 높을수록 기업의 보수주의 수준은 높아진다는 결과를 보고하였다(Ahmed and Duellman 2007 ; 김정옥·배길수 2007).

사외이사의 긍정적인 효과를 보고한 선행연구의 결과와는 달리, 우리나라에서 사외이사제도에 대한 평가는 그다지 높지 않다. 그 이유는 크게 (1) 사외이사의 선임 과정에서 독립성이 보장되지 않으며 (2) 선임된 사외이사가 경영진과 대주주의 전횡을 감시하기보다는 기업의 우호세력이 되어 오히려 이를 방관하거나 지원한다고 인식되기 때문이다. 우리나라의 경우 사외이사추천위원회의 과반수만 사외이사로 구성하면 되기 때문에 사외이사 선임 시 경영자와 대주주로부터 독립성이 보장되기는 어렵다. 그 결과, 경영진은 권력층 인사를 사외이사로 선임하여 정부 규제에 대한 로비스트와 방패막이로 활용하는 경향이 높다.⁶⁾ 이러한 기업 현실은 사외이사제도가

5) 두산백과, 사외이사제도.

<http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=1198298&cid=40942&categoryId=31821>

6) 실제로 2014년에 우리나라 10대 재벌들이 새로 선임하는 사외이사 10명 중 4명은 전직 청와대 수석, 장·차관 등 고위공무원, 검찰, 국세청, 공정거래위원회 등 권력기관 출신 인사들이며 정부 규제가 강화되는 업종(유통업 등)을 영위하거나 국세청, 검찰, 또는 공정거래위원회로부터 조사를 받은 전력이 있는

도입 당시의 목적을 달성하기보다는 오히려 정경유착을 합법화하는 기형적인 형태로 발전되었음을 시사한다. 이러한 시각을 지지하는 연구로 콰지영 외(2009)는 내부회계관리제도에 문제점이 있는 기업들의 경우 사외이사 비중이 상대적으로 더 높다는 실증결과를 보고하였으며, 배기수·박범진(2007)은 사외이사 비중이 높은 경우 비기대이익으로 측정된 회계정보의 유용성은 오히려 떨어진다는 결과를 제시하였다. 이밖에도 사외이사제도가 기업성과와 기업가치에 거의 영향을 주지 못한다는 일련의 실증결과들도 보고되고 있다(Hermalin and Weisbach 1991 ; Yermack 1996 ; Bhagat and Black 2001 ; 김창수 2006 ; 최순재·김영길 2009). 이러한 결과는 결국 사외이사의 독립성에 문제가 있기 때문이다(Byrne and Melcher 1996 ; Crystal 1991). 그러나 사외이사제도에 대한 시장의 관심이 점점 높아지고 있으며 법무부는 최근 사외이사직의 겸직 제한을 강화하는 등 제도의 정비에도 노력하고 있으므로⁸⁾ 사외이사제도가 효과적으로 작동하고 있을 가능성도 존재한다.

이상에서 살펴본 바와 같이 사외이사제도의 효과에 대해서는 선행연구의 결과가 일관적이지 않고 혼재되어 있다. 가결산이익 정보는 경영자가 구축·운용하는 재무보고시스템을 통해 생성되기 때문에 가결산이익을 이용하여 사외이사가 경영자 기회주의에 미치는 영향을 연구할 필요성이 있다. 물론 사외이사의 역할과 감사인의 역할은 명확히 구분되는 상황에서 독립적인 사외이사가 반드시 외부감사 결과와 유사한 가결산이익을 보고해야만 하는 것은 아니다. 하지만 본 연구에서는 다음의 이유로 이사회 구성이 독립적일수록 가결산이익의 정확성이 높아질 것이라고 기대한다. 첫째, 기업지배구조는 경영자의 재량권을 억제하여 대리인문제를 완화하는데 목적이 있으며 사외이사제도와 외부감사제도 모두 기업지배구조의 일환이다(Shleifer and Vishny 1997). 둘째, 사외이사와 외부감사인은 그 위치가 사내인지 아니면 사외인지에 대한 차이만 있을 뿐 경영자에 대한 견제 기능을 수행한다는 점에서 사외이사와 감사인의 역할은 궁극적으로 동일하다고 할 수 있다(손성규 2006). 셋째, 비록 사외이사가 경영자문의 역할을 수행한다 하더라도 사외이사제도의 핵심은 이사회 독립성을 제고하고 경영자의 재량성을 억제하여 투자자의 권익을 보호하는데 있다(김정호 2010). 더욱이 감사인도 감사의견 표명 이외에 개선권고안을 제시하는 등 제한적으로 경영자문 업무를 수행하기 때문에 사외이사와 감사인은 유사한 역할을

기업의 경우에는 이러한 선임 경향이 두드러졌다(연합뉴스. 2014.3.9. 10대 재벌, '권력' 출신 사외이사 선임 갈수록 노골화 ; CEO스코어데일리. 2014.3.18. 신세계 사외이사 17명 중 16명 권력기관 출신... 왜? ; 노컷뉴스. 2014.3.10. 롯데그룹, 사외이사에 권력기관 출신 활용 '1등').

7) 연합뉴스. 2014.3.17. 10대 재벌 사외이사 341명 중 반대 목소리 단 2명

8) 상법 시행령에 따라 개인이 맡을 수 있는 상장기업의 사외이사직은 2개로 제한되어 있는 반면, 비상장기업에 대해서는 겸직에 제한이 없었다. 이러한 제도상의 허점을 악용하여 대규모기업집단의 상장회사에 사외이사로 재직 중인 자가 해당 기업집단의 여러 비상장회사에 사외이사로 재직하는 문제점이 발생하였다. 법무부는 이를 방지하고자 상장기업에서 사외이사로 재직 중인 자가 추가로 맡을 수 있는 사외이사직은 상장 여부를 불문하고 1개로 제한하는 것으로 상법 시행령을 개정하여 2013.4월부터 시행하고 있다.

수행한다. 마지막으로, 사외이사가 경영자에 대한 감시·감독 기능을 효과적으로 수행하기 위해서는 신뢰할 수 있는 정보가 필요한데 상당수의 정보들은 재무보고시스템을 통해 생성되기 때문이다(Ahmed and Duellman 2007). 이상과 같은 이유로 독립적인 사외이사들은 재무보고시스템에 대한 감독 기능부터 강화할 것이며 이 경우 재무제표에 대한 경영자의 재량성은 크게 축소될 것으로 예상된다(Klein 2002). 따라서 이사회 독립성(사외이사 비중)과 가결산이익 오류 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 이러한 논의를 바탕으로 다음과 같이 첫 번째 연구가설을 제시한다.

[가설 1] 이사회 독립성이 높을수록 가결산이익에 대한 경영자의 기회주의적인 공시행태는 완화된다.

기업에 대한 자본시장(투자자)의 관심이 높은 경우, 재무보고투명성에 대한 실증결과는 엇갈린다. Burgstahler et al.(2006)은 주주와 채권자는 고품질의 재무보고를 선호하기 때문에 시장의 관심이 높으면 재무보고투명성이 개선된다는 결과를 보고하였다. 이와는 반대로 Watts and Zimmerman(1986)은 시장의 관심이 높은 기업은 높은 정치적비용을 부담하기 때문에 이익을 왜곡하여 보고할 유인을 가진다고 주장하였다(political cost hypothesis). 한편, 경영자는 시장으로부터 끊임없는 실적 압력을 받기 때문에 목표이익을 달성하기 위해 이익을 왜곡하기도 한다(Degeorge et al. 1999 ; Bartov et al. 2002 ; Hayn 1995 ; Burgstahler and Dichev 1997 ; Barth et al. 1999). 따라서 기업에 대한 시장의 관심이 높으면 실적 압력도 비례하여 높아지고, 경영자가 이익을 왜곡할 유인도 커지게 되어 재무보고투명성이 악화될 가능성 또한 존재한다.

이러한 상반된 영향은 상호배타적인 것이 아니며 어느 요인이 지배적이냐에 따라 결과가 달라진다. 일련의 선행연구들은 기업에 대한 투자자의 관심이 높은 경우 재무보고투명성에 대한 수요(demands)보다는 경영자의 기회주의가 더 큰 영향을 미치기 때문에 상장기업의 이익의 질이 비상장기업보다 낮다는 실증결과를 보고하였다(Teoh et al. 1998a, 1998b ; Beatty et al. 2002 ; Givoly et al. 2010).

기업의 연간이익은 투자자의 의사결정에 매우 중요한 정보이다. 따라서 자본시장의 관심이 높은 기업의 경영자일수록 사적이익을 위하여 가결산이익을 왜곡하여 공시할 유인이 크며, 이를 위해 우호적인 사외이사를 선임하여 재무보고시스템에 대한 사외이사의 감시·감독 기능을 약화시킬 가능성이 높다.⁹⁾ 이와는 달리 자본시장의 관심이 상대적으로 낮은 기업의 경영자는 단기적

9) 기업의 가결산이익이 공시된 후 1-2개월 이내에 외부감사를 거친 최종보고이익이 발표됨으로써 가결산이익의 정확성은 비교적 이른 시일에 검증된다. 따라서 경영자가 단기적 재량성을 확보하기 위해 사외이사의 독립성을 훼손하려는 유인은 높지 않을 것이라는 주장도 가능하다. 하지만 본 연구에서는 다음과 같은 이유로 가결산이익에 포함된 경영자의 재량성이 단기적으로 교정되지 않을 수도 있다고 판단하였다. 첫째, 감사의 목적은 재무제표의 적정성을 검증하는 것이지 모든 부정과 오류를 적발하는 것이 아니며 더욱이 감사에는 시간과 비용의 한계가 존재한다. 둘째, 최종 재무제표는 경영자와 감사인의 협

인 실적공시의 압박에서 상대적으로 자유롭기 때문에 사외이사의 독립적인 의견이 반영되어 가결산이익이 공시될 가능성이 높다.¹⁰⁾ 요약하면, 사외이사제도가 가결산이익공시에 대한 경영자의 기회주의를 억제하는 효과는 자본시장의 관심에 따라 달라질 가능성이 있다. 일반적으로 기업 규모(시가총액)가 크면 자본시장의 관심이 높기 때문에(Bhushan 1989 ; O'Brien and Bhushan 1990 ; 정석우 2003), 본 연구에서는 기업규모를 이용하여 기업에 대한 자본시장의 관심 정도를 측정한다. 이러한 논의를 실증적으로 분석하기 위하여 다음과 같이 두 번째 가설을 제시한다.

[가설 2] 이사회 독립성이 가결산이익 공시에 대한 경영자의 기회주의를 억제하는 효과는 기업규모가 큰 경우 약화된다.

III. 연구 설계와 표본 선정

1. 연구모형

본 연구의 첫 번째 목적은 이사회 독립성이 경영자의 기회주의적인 공시행태를 효과적으로 통제하고 있는지를 살펴보는 것이다. [가설 1]을 검증하기 위하여 다음과 같이 회귀모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} ERROR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 OUTDIR_{it} + \alpha_2 MGTOWN_{it} + \alpha_3 FOREIGN_{it} + \alpha_4 BIG_{it} \\ & + \alpha_5 LSIZE_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 HORIZON_{it} + \alpha_9 LOSS_{it} \\ & + \alpha_{10} EQUITY_{it} + \alpha_{11} TYPE_{it} + \alpha_{12} FOLLOW_{it} + \alpha_{13} LARGE_{it} \\ & + \Sigma Year Dummies + \Sigma Industry Dummies + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (식 1)$$

상에 따른 공동의 결과물(joint statement)이기 때문에 경제적이익(economic income)이 아닌 편익이 있는 이익(biased income)을 보고하기 때문이다(Antle and Nalebuff 1991 ; Baiman et al. 1991). 셋째, 한국개발연구원의 설문조사 결과 외부감사인의 독립성과 감사노력에 대한 시장의 의구심이 상당히 높다는 사실을 고려하였다(손성규 외 2008). 따라서 기회주의적인 경영자는 가결산이익을 왜곡하여 감사인에게 제시할 수 있으며 이를 위해서 내부의 기업지배구조인 이사회 독립성을 훼손할 유인을 가진다.

- 10) 기업에 대한 자본시장의 관심과 재무보고투명성과의 관계는 경영자의 측면은 물론 기업지배구조 측면에서도 고려되어야 한다. 시장의 관심이 높으면 경영자는 실적 발표에 부담을 느끼기 때문에 이익을 왜곡할 유인을 가지는 반면, 기업 외부의 모니터링 기능은 강화되므로 오히려 경영자의 재량성은 줄어들 수도 있다. 따라서 본 연구에서는 회귀모형에 외국인지분율, 대형회계법인 여부, 부채비율 등을 추가함으로써 기업 외부의 지배구조(외국인, 감사인, 채권자)가 미치는 영향을 통제한 후, 자본시장의 관심 정도에 따라 사외이사제도와 가결산이익 간의 관련성에 차이가 있는지를 살펴보았다.

여기서,

- ERROR = |가결산이익 - 최종보고이익|을 기초시가총액으로 표준화한 값
 OUTDIR = 이사회 내 사외이사 비중에 자연로그를 취한 값. $\text{LOG}(1 + \text{사외이사 비중})$
 MGTOWN = 경영자지분율에 자연로그를 취한 값. $\text{LOG}(1 + \text{경영자지분율})$
 FOREIGN = 외국인지분율에 자연로그를 취한 값. $\text{LOG}(1 + \text{외국인지분율})$
 BIG = 대형회계법인으로부터 감사를 받았으면 1, 아니면 0인 더미변수
 LSIZE = 총자산에 자연로그를 취한 값
 LEV = 부채비율(차입금/총자산)
 MTB = 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율
 HORIZON = 회계연도 종료일로부터 가결산이익 공시일까지의 누적일수에 자연로그를 취한 값
 LOSS = 가결산손실을 보고하였으면 1, 아니면 0인 더미변수
 EQUITY = 지분법평가손실을 매출액으로 표준화한 값
 TYPE = 공정공시 가결산이익이면 1, 수시공시 가결산이익이면 0인 더미변수
 FOLLOW = 재무분석가 분석보고서의 개수에 자연로그를 취한 값
 LARGE = 직전 연도 자산총액이 2조원 이상이면 1, 아니면 0인 더미변수

※ 편의를 위해 첨자는 생략함

(식 1)의 종속변수는 경영자가 공시한 가결산이익과 최종보고이익과의 차이에 절대값을 취하고 이를 기초시가총액으로 표준화한 ERROR이다. 본 연구에 사용된 가결산이익을 설명하기 위해 먼저 회사의 결산 절차를 간략하게 설명하면 다음과 같다. 회계연도가 종료되면 경영자는 자체 결산을 통해 재무제표를 작성하고 이사회에 승인을 받은 후(상법 제447조) 이를 정기주주총회 6주전까지 감사와 외부감사인에게 제출하여야 한다(상법 제447조의3, 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제7조). 이처럼 이사회의 승인은 받았지만 아직 외부감사를 받지 않아서 최종 확정되지 않은 이익을 가결산이익이라고 하며, 전년 대비 가결산이익의 증감액이 30%(대형상장법인의 경우 15%) 이상인 경우에는 이를 의무적으로 공시하여야 한다(유가증권시장 공시규정 제7조). 가결산이익의 증감액이 30%(15%) 미만이라 하더라도 경영자는 이를 자발적으로 시장에 공시할 수 있다(유가증권시장 공시규정 제15조). 가결산이익은 외부감사를 받기 전이므로 순수한 경영자의 주장이며 이사회의 승인을 받았다는 점에서 해당 기업의 공식적인 연간 실적이라 할 수 있다. 따라서 가결산이익과 감사후 최종보고이익과의 차이가 작은 경우는 재무보고시스템에 대한 이사회의 감시·감독 기능이 효과적이라 할 수 있으며, 반대로 차이가 큰 경우는 이사회의 모니터링이 부실하다고 추론할 수 있다. 실제로 외부감사 후 상당수의 기업들의 이익이 대폭 감소하거나 적자로 전환되는 경우가 빈번하여 가결산이익의 신뢰성에 의문이 제기되고 있다.¹¹⁾ 따라서 가결산이익은 경영자의 공시행태를 측정하기에 적절하며, 본 연구에서는 가결산이익과 최종보고이익과의 차이를 표준화한 절대값을 공시정보에 대한 경영자 재량성의 측정치로 사용

11) 조선비즈, “상장사 ‘허풍’ 실적 많아 ... 믿었다간 낭패”, 2013.4.1

한다.

[가설 1]을 검증하기 위한 주요 관심변수는 이사회 독립성을 사외이사 비중으로 측정한 OUTDIR이다. 독립적인 이사회가 재무보고시스템을 효과적으로 감독하여 공시정보에 대한 경영자의 재량성을 억제한다면 OUTDIR는 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 그러나 사외이사들이 견제와 균형보다는 경영자의 우호세력이 되어 대정부 로비스트나 방패막이로 활약한다면 유의하지 않거나 오히려 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 본 연구에서는 OUTDIR에 대하여 유의한 음(-)의 방향성을 예상한다. 추가적으로 선행연구를 참고하여 공시품질에 영향을 미치는 통제변수들을 회귀모형에 고려하였다. 먼저, 경영자 이해일치 가설(incentive alignment hypothesis)과 경영자 안주 가설(management entrenchment hypothesis)을 검증하기 위하여 경영자지분율(MGTOWN)을 통제하였다. 경영자의 지분율이 높아져서 주주와 경영자의 이해관계가 일치한다면 경영자 기회주의는 줄어들 것으로 예상된다(Jensen and Meckling 1976). 반면에 경영자가 높은 지분율을 바탕으로 사적이익을 추구한다면 오히려 경영자 기회주의는 심해질 수도 있다(Morck et al. 1988). 전문투자집단인 외국인의 지분율(FOREIGN)이 높다면 경영자의 가결산이익 왜곡 유인을 효과적으로 통제할 것이다(전영순·손준희 2005). 따라서 FOREIGN은 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 대형회계법인(BIG)은 감사품질이 높고 보수적인 감사를 하기 때문에 가결산이익과 최종보고이익과의 차이는 커질 수 있다(문상혁 외 2006 ; 김우영 2009) 반면에 경영자가 대형회계법인으로부터 왜곡된 이익이 적발될 것을 염려한다면 상대적으로 정확한 가결산이익을 외부감사인에게 제시할 것이다(이동헌 외 2011). 기업규모(LSIZE)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로써 생략변수(omitted variables)에 대한 대리변수로 사용하였다(Becker et al. 1998). 부채비율(LEV)이 높으면 경영자는 부채약정(debt covenants)을 준수하기 위해 이익을 왜곡하여 공시할 유인이 발생한다. 반면에 부채비율이 높다면 경영자에 대한 채권자의 감시 기능이 강화되므로 경영자의 기회주의적인 의도가 차단될 수도 있으므로 LEV는 양(+)과 음(-)의 계수값이 모두 가능하다. 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)은 기업의 성장성을 나타내는데, 기업의 성장성이 높으면 이익변동성도 증가하여 가결산이익의 오류는 커질 것으로 예상된다. HORIZON은 기업의 회계연도 종료일로부터 가결산이익 공시일까지의 누적일수에 자연로그를 취한 값으로서 자체결산에 걸리는 시간을 의미한다. 회계결산에 소요되는 시간이 충분한 경우 예상치 못한 오류가 발생할 가능성은 줄어들기 때문에 HORIZON은 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 기업이 순이익을 보고하는 경우와 순손실을 보고하는 경우에 경영자의 재량성에 차이가 있을 수 있으므로 가결산손실 보고 여부(LOSS)를 추가로 통제하였다. 기업들이 가결산이익을 보고하는 시점에서 지분법대상회사의 결산이 확정되지 않는 경우가 발생한다. 따라서 지분법평가손익이 차지하는 비중(EQUITY)이 클수록 가결산이익의 오류는 커질 가능성이 높기 때문에 EQUITY는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다(전영순·손준희 2005). 공정공시에 의한 가결산이익과 수시공시에 의한 가결산이익은 경영자의 유인

이 다르므로 정확성에 차이가 있다(이동현 외 2011). 따라서 공시유형에 의한 차이를 통제하기 위해 공시유형(TYPE)을 통제하고 음(-)의 값을 예상한다. 기업에 대한 재무분석가들이 관심이 많을수록 해당 기업의 공시품질은 높아진다(Lang and Lundholm 1993, 1996 ; Ajinkya et al. 2005). 따라서 FOLLOW는 유의한 음(-)의 값이 예상된다. 반면에 재무분석가의 관심이 많을수록 재무분석가 이익예측치를 달성하기 위하여 경영자가 재량성을 발휘할 가능성도 존재하며 (Degeorge et al. 1999 ; Bartov et al. 2002 ; Givoly et al. 2010), 이 경우는 유의한 양(+)의 값이 예상되어 양 방향이 모두 가능하다. 상법에 의거, 직전연도 자산총액이 2조원 이상인 대형상장법인인 등기이사 총수의 과반수 이상을 사외이사로 선임하되 그 수는 최소 3명 이상이어야 한다. 이는 대형상장법인의 경우 사회에 미치는 영향력이 더 크기 때문인데 본 연구에서는 이러한 영향을 통제하기 위하여 대형상장법인 더미(LARGE)를 추가하였다. 마지막으로 연도더미와 산업더미를 추가하였다.

본 연구의 두 번째 목적은 경영자의 가결산이익 공시에 대한 사외이사의 감시·감독 기능이 기업규모에 따라 차이가 있는지를 검증하는 것이다. [가설 2]를 검증하기 위하여 기업규모별로 표본을 분리하여 (식 1)을 적용한다. 구체적으로 기업의 시가총액이 연도별 중위수보다 크면 대규모기업으로, 작으면 소규모기업으로 표본 집단을 구분하고 OUTDIR-ERROR의 관계가 기업 규모에 따라 차이가 있는지를 살펴본다. 기업의 시가총액이 크면 투자자와 재무분석가 등 자본시장의 관심이 높다(Bhushan 1989 ; O'Brien and Bhushan 1990 ; 정석우 2003). 기업의 주가를 좌우하는 핵심적인 요소는 결국 기업실적이기 때문에 시가총액이 큰 기업의 경영자는 연간이익을 공시함에 있어 상당한 부담을 가지게 된다. 따라서 본 연구에서는 시가총액을 이용하여 자본시장의 관심이 사외이사의 감시·감독 기능에 미치는 영향을 살펴본다. [가설 2]에서와 같이 자본시장의 관심이 높을수록 경영자의 기회주의가 높아져서 이사회가 이를 효과적으로 억제하지 못한다면, OUTDIR는 소규모기업에서는 더 큰 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

2. 표본의 선정

본 연구는 2002년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 다음과 같은 조건을 적용하여 표본을 구성하였다.

- (1) 가결산이익을 공시한 기업
- (2) 비금융업
- (3) 12월 결산법인
- (4) 상장법인협의회 TS2000으로부터 기업의 임원(사외이사 포함) 자료 및 필요한 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- (5) NICE평가정보의 KISVALUE로부터 필요한 주가자료를 입수할 수 있는 기업

(6) 에프앤가이드(FnGuide)의 DataGuide 5.0으로부터 필요한 재무분석자 자료를 입수할 수 있는 기업

가결산이익 자료는 한국거래소의 KIND 데이터베이스에서 수작업으로 수집하였으며, 공정공시와 수시공시를 모두 실시한 기업의 경우에는 첫 번째로 실시한 공시를 선택하고 공시유형을 분류하였다. 일부 기업의 경우 외부감사를 실시한 후 확정된 이익을 가결산이익으로 공시하고 있었으며 이러한 자료는 분석에서 제외하였다. 또한 회계정보의 형식과 적용 규정이 이질적인 금융업은 제외하였으며, 결산월의 차이로 인해 발생가능한 문제점을 통제하기 위하여 12월 결산법인으로 한정하였다. 마지막으로 관련된 개별 데이터베이스로부터 필요한 임원 및 재무자료를 입수할 수 있는 기업을 표본으로 선정하였다. 이러한 조건을 적용한 결과, 3,948개 기업-연도가 최종 표본으로 선정되었다.

<표 1>은 본 연구에 사용된 표본의 분포를 보여준다. Panel A는 연도별 분포를 나타내는데 표본이 증가하는 추세에 있음을 알 수 있다. Panel B는 산업별 분포를 보여주며, 제조업이 2,712개 기업-연도로서 가장 큰 비중(68.69%)을 차지하고 있다. 도매 및 소매업이 313개(7.93%), 전문, 과학 및 기술 서비스업이 286개(7.24%) 순으로 나타났으며 전 산업에서 고르게 표본이 선택된 것으로 판단된다.

<표 1> 표본의 분포

Panel A : 연도별 분포	
연 도	표본수
2002	352
2003	329
2004	399
2005	426
2006	440
2007	456
2008	496
2009	518
2010	532
합 계	3,948

〈표 1〉 표본의 분포 (계속)

Panel B : 산업별 분포			
한국표준산업분류상 대분류 기준 산업	산업코드	표본수	구성비(%)
농업, 임업 및 어업	A	32	0.81
광업	B	6	0.15
제조업	C	2,712	68.69
전기, 가스, 증기 및 수도사업	D	57	1.44
건설업	F	225	5.70
도매 및 소매업	G	313	7.93
운수업	H	122	3.09
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	J	127	3.22
부동산업 및 임대업	L	8	0.20
전문, 과학 및 기술 서비스업	M	286	7.24
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	N	20	0.51
교육 서비스업	P	9	0.23
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	R	22	0.56
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	S	9	0.23
합계		3,948	100.00

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구에 사용된 표본들의 기술통계량은 <표 2>에 보고하였다. Panel A에서는 전체표본과 기업규모별 기술통계량을, Panel B에서는 전체표본과 공시유형별 기술통계량을 제시하였다. 또한 Panel C와 Panel D는 대규모기업과 소규모기업의 공시유형별 기술통계량을 각각 제시하였다. 극단치(outliers)의 영향을 배제하기 위해 모든 변수들은 상하위 1%에서 값을 조정하였다(winsorization). Panel A의 전체표본에 대한 기술통계량을 중심으로 주요 변수들의 결과를 설명하면, 종속변수인 가결산이익 오류(ERROR)의 평균값(중위수)은 0.013(0.00004)으로서 평균적으로 기초시가총액 대비 1.3%의 오류가 있는 것으로 나타났다. 관심변수인 이사회 내 사외이사 비중에 자연로그를 취한 값(OUTDIR)의 평균값(중위수)은 0.269(0.251)이었다. 역시 자연로그를

취한 경영자지분율(MGTOWN)과 외국인지분율(FOREIGN)의 평균값은 각각 0.122와 0.088로 나타났다. 약 70%의 기업들이 대형회계법인으로부터 감사를 받고 있으며, 총자산의 자연로그값으로 측정한 기업규모(LSIZE)의 평균값(중위수)은 19.567(19.235)이었다. 본 연구에 사용된 표본 기업의 평균 부채비율(LEV)은 22.7%였으며 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)의 평균값(중위수)은 1.041(0.719)로 나타났다. 회계결산일로부터 가결산이익 공시일까지의 누적일수에 자연로그를 취한 값은 평균 3.670이었으며 약 18%의 기업들이 가결산순손실을 보고하였다. 지분법평가손익(EQUITY)의 평균값은 -0.002였으며 약 15%의 기업들이 공정공시를 통하여 가결산이익을 보고하였다(TYPE). 마지막으로 재무분석가의 분석보고서 개수의 자연로그값의 평균은 1.734로 나타났다.

<Panel E>는 본 연구에 사용된 변수들의 상관분석 결과를 보여준다. 종속변수인 ERROR는 관심변수인 OUTDIR와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 가지며, 이는 본 연구의 가설과 일치하는 결과이다. 기타 통제변수와 단일변량분석 결과를 살펴보면 외국인지분율(FOREIGN)이 높을수록, 대형회계법인으로부터 감사를 받는 경우, 기업규모(LSIZE)가 클수록, 공정공시로 가결산이익을 공시한 경우(TYPE), 대형상장법인의 경우(LARGE), 재무분석가의 관심이 높거나(FOLLOW) 재무분석가가 분석보고서를 발행한 경우(ANALDUM) 가결산이익의 오류는 낮은 것으로 나타났다. 반면에, 부채비율(LEV)이 높을수록, 회계결산에 많은 시간이 소요될수록(HORIZON), 가결산순손실을 보고한 경우(LOSS), 지분법평가손익의 크기(EQUITY)가 클수록 가결산이익의 오류는 높은 것으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계

Panel A : 기술통계량—전체(기업규모별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
ERROR	전체	3948	0.013	0.047	0	0	0.00004	0.004	0.360
	대규모	1974	0.009	0.040	0	0	0.00001	0.002	0.360
	소규모	1974	0.016	0.052	0	0	0.0001	0.007	0.360
OUTDIR	전체	3948	0.269	0.119	0	0.223	0.251	0.336	0.526
	대규모	1974	0.300	0.126	0	0.223	0.288	0.405	0.526
	소규모	1974	0.238	0.103	0	0.223	0.223	0.288	0.526
MGTOWN	전체	3948	0.122	0.123	0	0.0004	0.098	0.210	0.457
	대규모	1974	0.090	0.110	0	0.0002	0.033	0.161	0.457
	소규모	1974	0.154	0.127	0	0.013	0.152	0.248	0.457

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel A : 기술통계량—전체(기업규모별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
FOREIGN	전체	3948	0.088	0.120	0	0.003	0.030	0.133	0.489
	대규모	1974	0.136	0.128	0	0.028	0.091	0.223	0.489
	소규모	1974	0.041	0.089	0	0.0004	0.004	0.033	0.489
BIG	전체	3948	0.694	0.461	0	0	1	1	1
	대규모	1974	0.848	0.360	0	1	1	1	1
	소규모	1974	0.540	0.499	0	0	1	1	1
LSIZE	전체	3948	19.567	1.549	16.803	18.466	19.235	20.446	23.906
	대규모	1974	20.765	1.251	19.235	19.701	20.446	21.603	23.906
	소규모	1974	18.369	0.603	16.803	17.970	18.466	18.862	19.235
LEV	전체	3948	0.227	0.171	0	0.080	0.214	0.347	0.664
	대규모	1974	0.235	0.167	0	0.093	0.228	0.352	0.664
	소규모	1974	0.220	0.174	0	0.068	0.201	0.343	0.664
MTB	전체	3948	1.041	0.994	0.127	0.435	0.719	1.245	6.123
	대규모	1974	1.147	1.049	0.127	0.465	0.808	1.427	6.123
	소규모	1974	0.936	0.925	0.127	0.409	0.653	1.106	6.123
HORIZON	전체	3948	3.670	0.364	2.639	3.466	3.714	3.951	4.263
	대규모	1974	3.559	0.383	2.639	3.332	3.584	3.850	4.263
	소규모	1974	3.781	0.305	2.639	3.584	3.829	4.007	4.263
LOSS	전체	3948	0.180	0.384	0	0	0	0	1
	대규모	1974	0.116	0.320	0	0	0	0	1
	소규모	1974	0.244	0.430	0	0	0	0	1
EQUITY	전체	3948	-0.002	0.033	-0.121	-0.008	0	0.002	0.156
	대규모	1974	-0.008	0.030	-0.121	-0.013	-0.002	0.0004	0.156
	소규모	1974	0.003	0.035	-0.121	-0.004	0	0.004	0.156
TYPE	전체	3948	0.147	0.354	0	0	0	0	1
	대규모	1974	0.194	0.396	0	0	0	0	1
	소규모	1974	0.100	0.300	0	0	0	0	1
LARGE	전체	3948	0.130	0.337	0	0	0	0	1
	대규모	1974	0.260	0.439	0	0	0	1	1
	소규모	1974	0	0	0	0	0	0	0

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel A : 기술통계량—전체(기업규모별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
FOLLOW	전체	3948	1.734	2.084	0	0	0.693	3.638	6.052
	대규모	1974	2.878	2.166	0	0	3.178	4.905	6.052
	소규모	1974	0.589	1.172	0	0	0	0.693	5.537
ANALDUM	전체	3948	0.508	0.500	0	0	1	1	1
	대규모	1974	0.745	0.436	0	0	1	1	1
	소규모	1974	0.271	0.445	0	0	0	1	1
Panel B : 기술통계량—전체(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
ERROR	전체	3948	0.013	0.047	0	0	0.00004	0.004	0.360
	공정	580	0.005	0.021	0	0	0.00001	0.001	0.360
	수시	3368	0.014	0.050	0	0	0.0001	0.005	0.360
OUTDIR	전체	3948	0.269	0.119	0	0.223	0.251	0.336	0.526
	공정	580	0.297	0.121	0	0.223	0.288	0.405	0.526
	수시	3368	0.264	0.118	0	0.223	0.251	0.336	0.526
MGTOWN	전체	3948	0.122	0.123	0	0.0004	0.098	0.210	0.457
	공정	580	0.111	0.124	0	0.0002	0.064	0.199	0.457
	수시	3368	0.124	0.123	0	0.001	0.106	0.211	0.457
FOREIGN	전체	3948	0.088	0.120	0	0.003	0.030	0.133	0.489
	공정	580	0.169	0.151	0	0.032	0.131	0.285	0.489
	수시	3368	0.075	0.108	0	0.002	0.020	0.103	0.489
BIG	전체	3948	0.694	0.461	0	0	1	1	1
	공정	580	0.822	0.382	0	1	1	1	1
	수시	3368	0.671	0.470	0	0	1	1	1
LSIZE	전체	3948	19.567	1.549	16.803	18.466	19.235	20.446	23.906
	공정	580	20.204	1.729	16.803	18.841	19.924	21.295	23.906
	수시	3368	19.457	1.489	16.803	18.413	19.161	20.251	23.906
LEV	전체	3948	0.227	0.171	0	0.080	0.214	0.347	0.664
	공정	580	0.157	0.154	0	0.009	0.118	0.255	0.664
	수시	3368	0.240	0.170	0	0.096	0.230	0.359	0.664

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel B : 기술통계량—전체(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
MTB	전체	3948	1.041	0.994	0.127	0.435	0.719	1.245	6.123
	공정	580	1.360	1.098	0.127	0.658	1.027	1.699	6.123
	수시	3368	0.987	0.965	0.127	0.411	0.677	1.170	6.123
HORIZON	전체	3948	3.670	0.364	2.639	3.466	3.714	3.951	4.263
	공정	580	3.499	0.393	2.639	3.258	3.541	3.807	4.263
	수시	3368	3.700	0.350	2.639	3.497	3.738	3.970	4.263
LOSS	전체	3948	0.180	0.384	0	0	0	0	1
	공정	580	0.034	0.183	0	0	0	0	1
	수시	3368	0.205	0.404	0	0	0	0	1
EQUITY	전체	3948	-0.002	0.033	-0.121	-0.008	0	0.002	0.156
	공정	580	-0.006	0.025	-0.121	-0.010	-0.001	0.0001	0.156
	수시	3368	-0.001	0.034	-0.121	-0.008	0	0.002	0.156
LARGE	전체	3948	0.130	0.337	0	0	0	0	1
	공정	580	0.224	0.417	0	0	0	0	1
	수시	3368	0.114	0.318	0	0	0	0	1
FOLLOW	전체	3948	1.734	2.084	0	0	0.693	3.638	6.052
	공정	580	3.061	2.222	0	0.693	3.584	5.109	6.052
	수시	3368	1.505	1.971	0	0	0	2.996	6.052
ANALDUM	전체	3948	0.508	0.500	0	0	1	1	1
	공정	580	0.764	0.425	0	1	1	1	1
	수시	3368	0.464	0.499	0	0	0	1	1
Panel C : 기술통계량—대규모기업(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
ERROR	대규모	1974	0.009	0.040	0	0	0.00001	0.002	0.360
	공정	383	0.004	0.022	0	0	0.00001	0.001	0.360
	수시	1591	0.011	0.044	0	0	0.00002	0.003	0.360
OUTDIR	대규모	1974	0.300	0.126	0	0.223	0.288	0.405	0.526
	공정	383	0.326	0.117	0	0.223	0.318	0.435	0.526
	수시	1591	0.293	0.127	0	0.223	0.288	0.405	0.526

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel C : 기술통계량-대규모기업(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
MGTOWN	대규모	1974	0.090	0.110	0	0.0002	0.033	0.161	0.457
	공정	383	0.080	0.108	0	0.0001	0.016	0.150	0.457
	수시	1591	0.092	0.111	0	0.0002	0.037	0.165	0.457
FOREIGN	대규모	1974	0.136	0.128	0	0.028	0.091	0.223	0.489
	공정	383	0.209	0.140	0	0.080	0.195	0.325	0.489
	수시	1591	0.118	0.119	0	0.020	0.076	0.194	0.489
BIG	대규모	1974	0.848	0.360	0	1	1	1	1
	공정	383	0.919	0.273	0	1	1	1	1
	수시	1591	0.830	0.375	0	1	1	1	1
LSIZE	대규모	1974	20.765	1.251	19.235	19.701	20.446	21.603	23.906
	공정	383	21.104	1.410	19.237	19.961	20.748	22.116	23.906
	수시	1591	20.683	1.195	19.235	19.674	20.383	21.416	23.906
LEV	대규모	1974	0.235	0.167	0	0.093	0.228	0.352	0.664
	공정	383	0.171	0.155	0	0.027	0.143	0.272	0.664
	수시	1591	0.250	0.166	0	0.116	0.244	0.370	0.664
MTB	대규모	1974	1.147	1.049	0.127	0.465	0.808	1.427	6.123
	공정	383	1.559	1.226	0.127	0.752	1.192	1.961	6.123
	수시	1591	1.048	0.976	0.127	0.429	0.728	1.270	6.123
HORIZON	대규모	1974	3.559	0.383	2.639	3.332	3.584	3.850	4.263
	공정	383	3.424	0.395	2.639	3.178	3.434	3.738	4.205
	수시	1591	3.592	0.373	2.639	3.332	3.611	3.871	4.263
LOSS	대규모	1974	0.116	0.320	0	0	0	0	1
	공정	383	0.026	0.160	0	0	0	0	1
	수시	1591	0.137	0.344	0	0	0	0	1
EQUITY	대규모	1974	-0.008	0.030	-0.121	-0.013	-0.002	0.0004	0.156
	공정	383	-0.008	0.022	-0.121	-0.011	-0.003	0.0001	0.156
	수시	1591	-0.008	0.032	-0.121	-0.013	-0.001	0.0005	0.156
LARGE	대규모	1974	0.260	0.439	0	0	0	1	1
	공정	383	0.339	0.474	0	0	0	1	1
	수시	1591	0.241	0.428	0	0	0	0	1

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel C : 기술통계량—대규모기업(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
FOLLOW	대규모	1974	2.878	2.166	0	0	3.178	4.905	6.052
	공정	383	3.976	1.943	0	2.996	4.754	5.447	6.052
	수시	1591	2.614	2.134	0	0	2.708	4.605	6.052
ANALDUM	대규모	1974	0.745	0.436	0	0	1	1	1
	공정	383	0.888	0.316	0	1	1	1	1
	수시	1591	0.710	0.454	0	0	1	1	1
Panel D : 기술통계량—소규모기업(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
ERROR	소규모	1974	0.016	0.052	0	0	0.0001	0.007	0.360
	공정	197	0.006	0.019	0	0	0.00002	0.003	0.144
	수시	1777	0.017	0.054	0	0	0.0002	0.008	0.360
OUTDIR	소규모	1974	0.238	0.103	0	0.223	0.223	0.288	0.526
	공정	197	0.241	0.108	0	0.223	0.223	0.288	0.511
	수시	1777	0.238	0.102	0	0.223	0.223	0.288	0.526
MGTOWN	소규모	1974	0.154	0.127	0	0.013	0.152	0.248	0.457
	공정	197	0.169	0.131	0	0.025	0.175	0.270	0.457
	수시	1777	0.152	0.127	0	0.012	0.148	0.246	0.457
FOREIGN	소규모	1974	0.041	0.089	0	0.0004	0.004	0.033	0.489
	공정	197	0.092	0.144	0	0.002	0.027	0.099	0.489
	수시	1777	0.035	0.079	0	0.0003	0.004	0.026	0.489
BIG	소규모	1974	0.540	0.499	0	0	1	1	1
	공정	197	0.635	0.483	0	0	1	1	1
	수시	1777	0.529	0.499	0	0	1	1	1
LSIZE	소규모	1974	18.369	0.603	16.803	17.970	18.466	18.862	19.235
	공정	197	18.454	0.540	16.803	18.114	18.552	18.854	19.219
	수시	1777	18.360	0.609	16.803	17.952	18.454	18.862	19.235
LEV	소규모	1974	0.220	0.174	0	0.068	0.201	0.343	0.664
	공정	197	0.129	0.148	0	0	0.072	0.212	0.600
	수시	1777	0.230	0.174	0	0.082	0.214	0.352	0.664

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel D : 기술통계량—소규모기업(공시유형별)									
변수	구분	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
MTB	소규모	1974	0.936	0.925	0.127	0.409	0.653	1.106	6.123
	공정	197	0.972	0.634	0.130	0.573	0.785	1.263	4.014
	수시	1777	0.932	0.952	0.127	0.399	0.634	1.091	6.123
HORIZON	소규모	1974	3.781	0.305	2.639	3.584	3.829	4.007	4.263
	공정	197	3.645	0.347	2.639	3.466	3.714	3.892	4.263
	수시	1777	3.796	0.296	2.639	3.611	3.829	4.025	4.263
LOSS	소규모	1974	0.244	0.430	0	0	0	0	1
	공정	197	0.051	0.220	0	0	0	0	1
	수시	1777	0.266	0.442	0	0	0	1	1
EQUITY	소규모	1974	0.003	0.035	-0.121	-0.004	0	0.004	0.156
	공정	197	-0.003	0.029	-0.121	-0.007	0	0.000004	0.156
	수시	1777	0.004	0.035	-0.121	-0.004	0	0.004	0.156
FOLLOW	소규모	1974	0.589	1.172	0	0	0	0.693	5.537
	공정	197	1.282	1.553	0	0	0.693	2.398	5.147
	수시	1777	0.512	1.096	0	0	0	0	5.537
ANALDUM	소규모	1974	0.271	0.445	0	0	0	1	1
	공정	197	0.523	0.501	0	0	1	1	1
	수시	1777	0.243	0.429	0	0	0	0	1

2. 실증분석 결과

<표 3>은 사외이사 비중으로 측정한 이사회 독립성이 높은 경우 경영자의 기회주의적인 공시행태가 완화되는지를 검증하기 위하여 (식 1)을 이용하여 분석한 결과이다. 관심변수인 이사회 독립성(OUTDIR)은 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 [가설 1]의 예상을 지지하는 결과이며, 이사회 내에서 사외이사의 비중이 높을수록 경영자의 공시재량성을 억제되고 재무보고투명성이 개선된다는 것을 의미한다. 하지만 통계적 유의성을 고려해볼 때 그 효과는 크지 않은 것으로 판단된다.

<표 3> 이사회 독립성과 가결산이익 오류 간의 관계에 대한 분석 결과

변 수	예상부호	종속변수=ERROR	
		회귀계수	t-값
Intercept	+/-	0.052 **	2.41
OUTDIR	-	-0.012 *	-1.68
MGTOWN	+/-	-0.008	-1.30
FOREIGN	-	-0.017 **	-2.11
BIG	+/-	0.000	0.17
LSIZE	+/-	-0.001	-0.54
LEV	+/-	0.016 ***	3.33
MTB	+	0.003 ***	3.16
HORIZON	-	-0.002	-1.09
LOSS	+/-	0.011 ***	5.14
EQUITY	+	0.069 ***	2.97
TYPE	-	-0.002	-1.04
FOLLOW	+/-	-0.002 ***	-4.26
LARGE	+/-	0.008 **	2.30
연도효과		통제	
산업효과		통제	
Adj. R ²		0.0939	
표본수		3,948	
MAX VIF		4.26	

관심변수 외에 통제변수의 결과들은 다음과 같다. 먼저, 경영자지분율(MGTOWN)은 음(-)의 계수값을 가지나 통계적으로 유의하지는 않았다. 외국인지분율(FOREIGN)의 경우 예상대로 유

의한 음(-)의 값을 가진다. 대형회계법인으로부터 감사를 받은 경우(BIG)와 기업규모(LSIZE)는 통계적 유의성이 발견되지 않았다. 부채비율의 경우 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지며 이는 경영자가 부채약정을 준수하기 위해 가결산이익을 왜곡한다는 것을 의미한다. 성장성(MTB)의 경우에도 예상대로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 자체 결산 소요시간(HORIZON)과 공정공시 여부(TYPE)는 유의하지 않았으며 가결산손실을 보고하는 경우(LOSS)와 지분법평가손익의 크기는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 기업에 대한 재무분석가의 관심(FOLLOW)은 유의한 음(-)의 값을 가지는 것을 알 수 있다. 마지막으로, 대형상장법인(LARGE)의 경우 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다.

<표 3>의 결과는 이사회 독립성이 높을수록 경영자의 기회주의적인 공시행태는 억제되지만 그 효과는 제한적임을 의미한다. 그렇다면 사외이사의 감시, 감독기능이 어떠한 환경 하에서 효과적인지를 검증하기 위하여 기업규모를 세분하여 표본을 구분하고 분석을 실시한다. 기업규모별로 (식 1)을 적용한 결과는 <표 4>에 제시한다.

<표 4> 시장의 관심이 사외이사와 가결산이익 정확성 간의 관계에 미치는 영향

변 수	예상부호	대규모기업		소규모기업	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	0.026	0.80	0.127***	2.83
OUTDIR	-	0.010	1.14	-0.031***	-2.81
MGTOWN	+/-	-0.005	-0.55	-0.008	-0.82
FOREIGN	-	-0.011	-1.16	-0.030**	-2.25
BIG	+/-	-0.004	-1.62	0.004	1.54
LSIZE	+/-	0.000	0.23	-0.004	-1.63
LEV	+/-	0.023***	3.79	0.003	0.47
MTB	+	0.000	-0.15	0.006***	4.07
HORIZON	-	0.001	0.28	-0.007*	-1.80
LOSS	+/-	0.008**	2.49	0.011***	3.71
EQUITY	+	0.023	0.76	0.094***	2.67
TYPE	-	-0.001	-0.31	-0.003	-0.84
FOLLOW	+/-	-0.002***	-2.69	-0.004***	-3.47
LARGE	+/-	0.001	0.17		
연도효과		통제		통제	
산업효과		통제		통제	
Adj. R ²		0.0875		0.1064	
표본수		1,974		1,974	
MAX VIF		4.60		1.41	

[가설 2]의 분석 결과를 살펴보면 관심변수인 이사회 독립성(ODIR)은 소규모기업의 경우 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 가지는 반면, 대규모기업의 경우에는 통계적으로 유의한 결과가 발견되지 않았다. 이는 소규모기업의 경우 독립적인 사외이사가 많을수록 경영자의 기회주의적인 공시행태는 효과적으로 억제되지만, 기업규모가 커서 경영자가 실적공시에 부담을 느끼는 경우에는 사외이사의 감시·감독 기능이 제대로 이루어지지 않는 것을 의미하며 이는 [가설 2]를 지지하는 결과이다. 통제변수의 경우에는 <표 3>의 결과와 유사한 것으로 나타났다.¹²⁾

V. 추가분석

1. 공시유형별 분석 결과

기업이 자체적으로 결산을 실시한 결과 직전년도 대비 가결산이익의 증감액이 특정 요건을 충족하는 경우 경영자는 의무적으로 가결산이익을 공시해야 한다(수시공시에 의한 가결산이익). 반면에 경영자는 수시공시 요건에 해당되지 않더라도 자발적으로 가결산이익을 공시할 수 있으며 이를 공정공시에 의한 가결산이익이라고 한다. 이는 기업의 연간실적이라는 동일한 정보로서 다른 공시유형에 의해 시장에 제공되고 있음을 의미한다. 이동현 외(2011)는 공정공시에 의한 가결산이익이 수시공시에 의한 가결산이익보다 더 정확하다는 결과를 제시하면서 이는 경영자가 자발적으로 연간이익 정보를 공시할 때 더 많은 시간과 노력을 투입하기 때문이라고 해석하였다. 또한 정석우 외(2013)는 기업어음 신용등급이 수시공시보다 공정공시 가결산이익의 정확성에 더욱 민감하게 반응한다는 결과를 제시하면서 이는 자본시장이 공정공시 가결산이익에 더욱 높은 정확성을 기대하기 때문이라고 해석하였다.

경영자가 재무제표를 이사회에 보고하는 순간 이사회는 가결산이익이 수시공시에 해당하는지 여부를 알 수 있다. 수시공시는 공시가 강제되는 의무공시이므로 자발적공시에 비해 훨씬 더 강한 조치가 적용되기 때문에 사외이사는 수시공시 가결산이익을 적극적으로 감시·감독할 유인을 가지게 된다. 더욱이 공정공시의 경우에는 시장의 기대도 높고 경영자도 더 많은 노력을 투입한 결과 가결산이익의 정확성이 높기 때문에(이동현 외 2011 ; 정석우 외 2013) 사외이사가 적극적으로 감시·감독 노력을 기울일 유인이 상대적으로 적다. 반면에 수시공시의 경우에는 시장의 기대와 가결산이익의 정확성은 상대적으로 낮기 때문에 경영자가 기회주의적으로 가결산이익을 왜곡할 유인은 더 크며, 사외이사의 감시·감독 기능은 더욱 중요해질 것으로 예상된다.

<표 5>는 공시유형별로 사외이사와 가결산이익의 정확성 간의 관계가 차별적으로 나타나는

12) 가결산이익의 정확성은 이사회의 독립성은 물론 감사품질에 의해서도 많은 영향을 받을 수 있다. 본 연구에서는 감사인의 규모(BIG)를 통제하였으며, 감사품질의 대용치로 널리 사용되는 감사시간과 감사보수를 추가로 통제한 경우에도 결과는 질적으로 유사하였다.

지를 검증한 결과이다. 공정공시를 실시한 경우 OUDIR의 회귀계수는 통계적 유의성이 발견되지 않았다. 하지만 수시공시를 실시한 경우에는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 가결산이익이 수시공시에 해당되어 의무적으로 공시해야 하는 경우 사외이사들이 적극적으로 모니터링을 하고 있음을 시사한다. 이는 의무공시의 경우 불성실공시에 대한 제재가 더 크고, 공정공시 대비 수시공시 가결산이익의 정확성이 낮기 때문에 나타나는 결과라고 해석된다.

〈표 5〉 공시형태에 따른 사외이사과 가결산이익 정확성 간의 관계

변 수	예상부호	공정공시		수시공시	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	0.024	0.87	0.052**	2.12
OUTDIR	-	0.000	-0.01	-0.014*	-1.76
MG TOWN	+/-	-0.001	-0.18	-0.010	-1.33
FOREIGN	-	-0.009	-1.29	-0.018*	-1.83
BIG	+/-	0.001	0.42	0.000	0.21
LSIZE	+/-	-0.001	-0.48	0.000	-0.29
LEV	+/-	0.017***	2.67	0.015***	2.78
MTB	+	0.000	-0.01	0.003***	3.21
HORIZON	-	0.000	-0.01	-0.002	-0.94
LOSS	+/-	0.027***	5.66	0.010***	4.34
EQUITY	+	0.069*	1.91	0.068***	2.62
FOLLOW	+/-	0.000	-0.45	-0.003***	-4.31
LARGE	+/-	0.004	1.11	0.008**	2.06
연도효과		통제		통제	
산업효과		통제		통제	
Adj. R ²		0.1210		0.0935	
표본수		580		3,368	
MAX VIF		6.58		3.91	

2. 외부감사 효과 통제 결과

본 연구는 외부감사를 받기 전의 가결산이익과 외부감사를 받고 난 최종보고이익과의 차이를 경영자의 기회주의적인 공시행태에 대한 측정치로 이용하였다. 유가증권시장 공시규정에 따르면, 수시공시에 의한 가결산이익의 공시기한은 결산주주총회의 소집을 통지·공고하기 이전까

지이며 공정공시에 의한 가결산이익의 공시기한은 특별한 정함이 없다. 따라서 경영자는 이사회 의 승인을 거친 가결산이익을 정기주총 6주전까지 외부감사인에게 제출하고 외부감사를 받은 이익을 주총소집통지·공고일 이전에 공시할 수도 있다.¹³⁾ 이러한 경우에는 가결산이익과 최종 보고이익이 동일하게 되어 본 연구의 결과가 왜곡될 가능성이 높다. 이러한 문제점을 해결하고자 본 추가분석에서는 가결산이익과 최종보고이익이 동일한 표본을 제외한 후에도 [가설 2]의 결과가 유지되는지를 확인한다. <표 6>의 분석 결과에 따르면, OUTDIR는 소규모기업의 경우 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지나 대규모기업의 경우에는 유의한 결과가 발견되지 않았다. 이러한 결과를 통해 감사받은 자료를 제외하고 분석한 경우에도 [가설 2]의 결과가 유지됨을 확인하였다.

<표 6> 감사받은 가결산이익 보고 가능성 통제

변 수	예상부호	대규모기업		소규모기업	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	-0.005	-0.09	0.146**	2.00
OUTDIR	-	0.015	1.00	-0.029*	-1.65
MGTOWN	+/-	-0.023	-1.59	-0.018	-1.20
FOREIGN	-	-0.020	-1.34	-0.037	-1.42
BIG	+/-	-0.007*	-1.66	0.002	0.58
LSIZE	+/-	0.001	0.59	-0.006*	-1.70
LEV	+/-	0.028***	2.79	-0.006	-0.53
MTB	+	-0.001	-0.67	0.009***	3.93
HORIZON	-	0.010**	2.23	0.006	0.92
LOSS	+/-	0.015***	3.09	0.017***	3.55
EQUITY	+	0.026	0.55	0.142**	2.52
TYPE	-	-0.002	-0.49	-0.006	-0.91
FOLLOW	+/-	-0.003***	-2.95	-0.005***	-2.90
LARGE	+/-	0.000	0.00		
연도효과		통제		통제	
산업효과		통제		통제	
Adj. R ²		0.1425		0.1472	
표본수		1,155		1,137	
MAX VIF		4.90		1.47	

13) 실제로 일부 기업들은 감사받은 재무제표를 이용하여 가결산이익을 공시하였다고 밝히고 있으며, 본 연구에서는 이러한 자료들을 전부 표본에서 제외하였다.

3. 재무분석가의 분석보고서 발행 여부를 이용한 분석 결과

본 연구에서는 자본시장의 관심에 대한 대용치로 시가총액을 이용하고 [가설 2]가 지지된다는 결과를 <표 4>에 제시하였다. 시가총액으로 측정한 기업규모가 클수록 재무분석가들은 해당 기업에 대한 분석할 가능성이 높고 더 많은 분석보고서를 작성한다(Bhushan 1989 ; O'Brien and Bhushan 1990). 이는 규모가 클수록 투자자들이 거래할 가능성이 높고 재무분석가 정보에 대한 수요도 증가하기 때문이다(정석우 2003). 다시 말해 재무분석가들은 기업에 대한 투자자의 관심 정도를 고려하여 기업분석을 실시한다고 추론할 수 있다. 따라서 자본시장의 관심에 대한 대용 변수로 기업규모(시가총액)를 이용한 것에 추가하여 본 추가분석에서는 재무분석가가 분석보고서를 작성하였는지 여부(ANALDUM)를 이용하여 <표 4>의 결과가 유지되는지를 검토한다.¹⁴⁾ <표 7>에 제시된 결과에 따르면, 관심변수인 OUTDIR는 분석보고서가 발행되지 않는 기업의 경우 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지나 분석보고서가 발행되는 기업의 경우에는 통계적 유의성이 발견되지 않았다. 이는 시장관심의 대용치를 주가 측면이 아닌 재무분석가 측면에서 측정한 경우에도 [가설 2]의 결과가 지지된다는 사실을 의미한다.

<표 7> 재무분석가의 분석보고서 발행 여부를 이용한 분석 결과

변 수	예상부호	분석보고서 발행		분석보고서 미발행	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	-0.001	-0.04	0.084**	2.22
OUTDIR	-	0.007	0.98	-0.020*	-1.68
MGTOWN	+/-	-0.008	-1.40	-0.004	-0.38
FOREIGN	-	-0.008	-1.27	-0.034**	-2.15
BIG	+/-	0.000	0.19	0.000	0.10
LSIZE	+/-	0.000	0.02	0.000	-0.21
LEV	+/-	0.017***	3.94	0.009	1.09
MTB	+	-0.001	-0.97	0.006***	3.66
HORIZON	-	0.003*	1.88	-0.008*	-1.81
LOSS	+/-	0.009***	4.26	0.010***	2.93
EQUITY	+	0.056***	2.66	0.082**	2.02
FAIR	-	0.001	0.51	-0.009*	-1.75
LARGE	+/-	0.001	0.38	-0.018	-1.18

14) 전체 기업-연도 자료 중에서 재무분석가가 연도 중 1번 이상 분석보고서를 작성한 경우는 약 51%에 달한다.

〈표 7〉 재무분석가의 분석보고서 발행 여부를 이용한 분석 결과 (계속)

변 수	예상부호	분석보고서 발행		분석보고서 미발행	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
연도효과		통제		통제	
산업효과		통제		통제	
Adj. R ²		0.0710		0.1108	
표본수		2,005		1,943	
MAX VIF		4.19		1.55	

VI. 결 론

주주로부터 자금을 조달하여 능력 있는 경영자가 기업운영을 담당하는 주식회사 형태는 필연적으로 경영자에 의한 대리인비용 문제가 발생한다. 불확실한 경영 환경으로 인하여 모든 사항을 사전에 명확하게 규정하는 것은 불가능하기 때문에 기업은 경영자의 재량성에 의존하게 된다. 이 경우 경영자는 주주가 아닌 경영자 자신을 위하여 재량권을 발휘할 수 있는데 이는 주주 부를 감소시키는 주요 원인이 된다. 기업 지배구조는 경영자의 대리인비용으로부터 주주의 부와 권리를 지키기 위한 시스템을 의미한다(Shleifer and Vishny 1997). 그 중에서도 독립적인 이사회는 경영자의 재량성을 감시·감독하는 핵심적인 역할을 수행한다. 사외이사제도는 경영자로부터 이사회를 독립시켜 경영자와 대주주로부터 소액주주를 보호하고 견제와 균형을 통한 건전한 기업발전을 도모하기 위해 도입된 제도이다. 특히 재무보고투명성과 관련하여 사외이사의 역할은 경영자가 구축한 재무보고시스템의 효과성을 검토하고 경영자의 기회주의적인 행위를 효과적으로 방지하는데 있다.

사외이사제도의 효과에 대한 선행연구의 결과는 혼재되어 있다. 사외이사 비중으로 측정된 이사회 독립성이 기업의 투명성과 회계정보의 질에 긍정적인 효과를 미친다는 연구 결과도 존재하지만, 오히려 사외이사가 경영자의 우호세력이 되어 경영자의 기회주의적인 행동을 옹호하고 지원한다는 비판도 제기된다.

본 연구는 기업공시의 측면에서 사외이사과 가결산이익 공시 간의 관계를 검토하였다. 또한 기업규모가 사외이사-가결산이익 공시 간의 관계에 미치는 영향을 추가적으로 검토하여 보다 심도 있는 실증결과를 제시하고자 하였다. 실증 분석 결과, 사외이사 비중과 가결산이익 오류 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있었으나 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 나타났다. 기업실적에 대한 시장의 관심을 추가로 고려한 경우, 소규모기업들의 경우에는 사외이사가 효과적으로 기능하는데 반해 대규모기업들에서는 이러한 효과가 발견되지 않았다. 이러한 결과는 사외이사

에 대한 기업의 인식이 사외이사제도의 목적을 달성하는데 결정적인 역할을 수행함을 시사한다. 다시 말해, 경영자가 자신의 기회주의적인 목적 달성을 위해 사외이사제도를 악용하는 경우 사외이사의 독립성은 무시되고 결국 재무보고투명성은 개선되지 않는다는 것을 의미한다.

시장의 관심이 상대적으로 높은 대규모기업의 경우에 사외이사 기능이 제대로 작동하지 않는다는 본 연구의 결과는 역설적으로 사외이사제도의 중요성을 더욱 강조하고 있다. 경영자가 실적공시에 부담을 느낄수록 공시정보를 왜곡하려는 유인은 커지며 이를 억제하는 수단이 사외이사제도이다. 하지만 우리나라에서 사외이사제도가 효과적으로 운용되고 있는지에 대해서는 상당한 의문이 존재한다. 본 연구는 경영자의 공시행태 측면에서 사외이사제도의 효과성을 실증함으로써 사외이사제도에 대한 논쟁에 의미 있는 결과를 제공한다. 본 연구의 결과는 단순히 사외이사를 많이 선임하는 것만으로는 당초의 도입 목적을 달성하는데 한계가 있으며 기업환경에 대한 추가적인 고려가 있어야 한다는 것을 실증하였다는 공헌점이 있다. 이는 독립적인 사외이사가 선임되어 본연의 기능을 수행할 수 있도록 추가적인 제도적 보완이 필요하다는 것을 시사하며 정책입안자들에게 의미 있는 결과가 될 것으로 기대된다. 사외이사추천위원회를 100% 사외이사들로만 구성하여 사외이사를 선임하는 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)의 사례나 이사회와 독립적인 주주 대표들로 사외이사추천위원회를 구성하여 사외이사를 선임하는 스웨덴의 사례는 우리나라가 참고할 수 있는 모범적인 사례가 될 것이다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 한계점을 가진다. 첫째, 가결산이익이 재량적발생액의 문제점을 일부 보완하는 장점은 있으나 경영자의 재량적인 공시행태를 완벽하게 반영하는 측정치라 말할 수는 없다. 둘째, 본 연구에서는 사외이사의 독립성 외에 전문성과 활동성은 고려하지 않았다. 사외이사의 전문성은 가결산이익의 검토에 영향을 미칠 수 있는 요인이나 본 연구의 주제인 이사회와 독립성과는 관련성이 다소 부족하다고 판단하였기 때문이다. 경영자의 공시행태에 대한 보다 정교한 측정치 개발과 공시행태와 사외이사의 전문성과 활동성 간의 관계에 대한 후속 연구의 관심이 집중되기를 기대한다.

참고문헌

- 김동철 · 이상철 · 윤종철. 2010. “공시품질이 재무분석가 이익예측에 미치는 영향”. 회계 · 세무와감사연구 제50권 : 261 - 290.
- 김문태 · 김영환. 2007. “외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향”. 회계학연구 제32권 제4호 : 29 - 58.
- 김병호. 2006. “우리나라 기업에서 이사회 구성이 이익 조정에 미치는 영향에 대한 실증적 연구 : 이익의 상향과 하향 조정 유인의 경우를 중심으로”. 회계학연구 제31권 제1호 : 1 - 32.
- 김우영. 2009. “잠정이익과 보고이익의 보수주의 및 감사효과”. 회계 · 세무와감사연구 제50권 : 69 - 103.
- 김재승 · 차승민. 2013. “경영자의 4분기 이익조정과 기업지배구조”. 세무와회계저널 제14권 제3호 : 217 - 252.
- 김정호. 2010. “이사회구성과 사외이사제도”. 상사법연구 제29권 제2호 : 203 - 245.
- 김정옥 · 배길수. 2007. “Corporate Governance and Accounting Conservatism : Evidence from Board and Audit Committee Characteristics”. 회계학연구 제32권 제2호 : 89 - 115.
- 김창수. 2006. “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”. 재무연구 제19권 제2호 : 105 - 153.
- 곽지영 · 손성규 · 이호영. 2009. “내부회계관리제도 취약기업 지배구조의 특성”. 회계연구 제14권 제3호 : 83 - 125.
- 문상혁 · 이화진 · 박종국. 2006. “가결산이익의 과대공시와 사외이사의 특성”. 세무와회계저널 제7권 제4호 : 133 - 151.
- 배기수 · 박범진. 2007. “기관투자자와 사외이사비율이 회계정보의 유용성에 미치는 영향”. 회계연구 제12권 제3호 : 81 - 109.
- 손성규. 2006. 『회계감사이론, 제도 및 적용』 박영사.
- 손성규 · 이은철. 2008. “경영자 - 감사인간의 의견불일치와 감사인교체”. 회계 · 세무와감사연구 제48권 : 205 - 229.
- 손성규 · 이은철 · 정기위. 2008. “감사시간이 경영자의 결산 당기순이익 정정에 미치는 영향”. 회계저널 제17권 제4호 : 1 - 30.
- 손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순. 2012. “기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 385 - 419.
- 양동훈 · 이상철 · 윤종철. 2011. “공시의 질이 부채조달비용에 미치는 영향”. 경영학연구 제40권 제3호 : 803 - 830.
- 이동현 · 유승원 · 최우석. 2011. “공시유형별 가결산이익의 정확성 및 정정공시”. 경영학연구 제40권 제3호 : 721 - 751.

- 이문영 · 심호식 · 최종학. 2012. “대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의 관계”. 회계학연구 제37권 제2호 : 279 – 320.
- 이정화 · 손성규. 2005. “An Empirical Analysis of the Relationship Between Corporate Governance and Corporate Disclosure Practices in Korea”. 회계학연구 제30권 제3호 : 33 – 69.
- 전영순 · 손준희. 2005. “가결산 순이익의 과대공시와 기업특성 및 시장의 사후 감시기능”. 회계학연구 제30권 제2호 : 79 – 105.
- 정석우. 2003. “채무분석가의 분석기업 결정과 예측특성에 영향을 미치는 요인”. 회계학연구 제28권 제4호 : 61 – 84.
- 주인기 · 최원욱 · 염지인. 2005. “이익조정 행위의 측정치로서 회계이익과 과세소득 차이의 유용성에 관한 연구”. 회계학연구 제30권 제2호 : 237 – 275.
- 최순재 · 김영길. 2009. “이사회 위원회 구조와 기업성과간의 관계에 관한 연구”. 회계연구 제14권 제1호 : 1 – 26.
- Aboody, D., and R. Kasznik. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1) : 73–100.
- Ahmed, A. S., and S. Duellman. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics : An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43 (July) : 411–437.
- Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. 2005. The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 43 (3) : 343–376.
- Antle, R., and B. Nalebuff. 1991. Conservatism and Auditor–Client Negotiations. *Journal of Accounting Research* 29 (Supplement) : 31–54.
- Baiman, S., J. H. Evans III, and N. J. Nagarajan. 1991. Collusion in Auditing. *Journal of Accounting Research* 29 (1) : 1–18.
- Barth, M., J. Elliott, and M. Finn. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37 (2) : 387–413.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2) : 173–204.
- Beatty, A. L., B. Ke, and K. R. Petroni. 2002. Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks. *The Accounting Review* 77 (3) : 547–570.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1) : 1–24.
- Bhagat, S., and B. Black. 2001. “The Non–Correlation Between Board Independence and Long–

- Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law* 27 : 231–273.
- Bhushan, R. 1989. Firm Characteristics and Analysts Following. *Journal of Accounting and Economics* 11 (July) : 255–274.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72 (3) : 323–349.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1) : 99–126.
- Burgstahler, D. C., L. Hail, and C. Leuz. 2006. The Importance of Reporting Incentives : Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review* 81 (5) : 983–1016.
- Byrne, J. A., and R. A. Melcher. 1996. The Best and Worst Boards : Our New Report Card on Corporate Governance. *Business Week* 25 : 82–98.
- Crystal, G. S. 1994. Why CEO Compensation Is So High. *California Management Review* 34 (Fall) : 9–29.
- Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72 (1) : 1–33.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 : 301–325.
- Fischer, P., and P. Stocken. 2004. Effect of investor speculation on earnings management. *Journal of Accounting Research* 42 : 843–870.
- Givoly, D., C. K. Hayn, and S. P. Katz. 2010. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? *The Accounting Review* 85 (1) : 195–225.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2) : 125–153.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 : 85–107.
- Hermalin, B. and M. Weisbach. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* 20 (4) : 101–112.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 : 375–400.
- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 : 246–271.

- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review* 71 : 467–492.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. *Corporate Takeovers : Causes and Consequences. Chapter Title : Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*. NBER. University of Chicago Press : 101–136.
- O'Brien, P. C., and R. Bhushan. 1990. Analysts Following and Institutional Ownership. *Journal of Accounting Research* 28 (Supplement) : 55–76.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2) : 737–783.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong. 1998a. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 : 63–99.
- _____, _____, and _____. 1998b. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53 : 1935–1974.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting part I : explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 : 207–221.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ : Prentice–Hall.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2) : 185–211.

The Effect of the Board Independence on a Manager's Preliminary Earnings Announcements Decisions

Jeong, Kwang-Hwa*

— <Abstract> —

This study examines whether the board independence measured by the percent of outside directors effectively frustrates managers' opportunistic preliminary earnings announcements decisions. In addition, the study investigates if the monitoring system by outside directors against managerial opportunism functions effectively across the firm size.

The outside director system aims to protect minority shareholders from managers and large shareholders by including independent third parties as outside directors into board of directors (BoD). Therefore, the introduction of outside director system can secure the independence of BoD and improve corporate governance. However, there has been much criticism that in Korea outside directors are not independent of managers and, moreover, they overlook and help managers' misconduct, far from monitoring and supervising their works.

This study examines whether outside directors can mitigate managerial discretion in disclosing annual earnings. Using preliminary earnings as pure management representation, this study extends prior studies in that it investigates whether outside directors' monitoring function differs across firm size.

The empirical results show that the percent of outside directors on the BoD is marginally significantly related with the accuracy of preliminary earnings. After separating the sample into two subsamples—large and small firms, the results report that the accuracy of preliminary earnings of small firms is enhanced by outside directors, however, that of large firms is not. This result suggests that managers in large firms exert their influence for friendly and dependent people to be appointed as outside directors, which results in frustrating the outside directors system.

This study provides empirical evidence to the literature that has mixed results on the effects of outside directors system. The present outside directors system has positive consequences only if the firm size is relatively small. Also, this evidence suggests that the institutional problem with appointment should be remedied.

<Key words> outside directors, board independence, preliminary earnings, managerial opportunism, disclosure behavior

* Ph. D., Korea University Business School